

中信证券研究部



敖翀
首席周期产业分析师
S1010515020001



李超
首席有色分析师
S1010520010001



商力
有色分析师
S1010520020002

核心观点

公司 2019 年成功并购华晶，并购富驰即将落地，全球 MIM 龙头应运而生，推动产品结构不断优化并进入华为、苹果、特斯拉核心供应链，随着消费电子产品快速增长、5G 技术更新迭代、汽车行业回暖、新能源汽车行业高速发展，有望迎来业绩与估值的戴维斯双击。给予公司 2020 年 31.5 倍 PE 估值，对应目标价 20.8 元/股，维持“买入”评级。

事项：根据华为终端官方微博消息显示，2020 年 2 月 24 日 21:00，华为将于西班牙巴塞罗那召开主题为“共联未来”的终端产品与战略发布会，发布会有望带来包括 PC、平板、耳机、手表、智慧屏等多款产品，其中最重磅的产品是——Mate Xs 折叠屏手机，对此我们点评如下：

铰链龙头，充分受益。东睦股份旗下子公司华晶于 2018 年成功进入华为核心供应链体系，为其手机提供 MIM 结构件、5G 路由器等产品。东睦股份拟收购公司富驰凭借行业领先的 MIM 科研能力，同时打入苹果和华为核心供应链体系。折叠屏手机对于铰链精密组件的要求高、需求大，华晶、富驰在手机 MIM 传动链等相关技术研发上优势明显、市场份额领先。根据 Gartner 预测，2023 年折叠屏手机总出货量有望达到 3000 万台，Mate Xs 折叠屏手机重点改进方向之一便是转轴铰链，我们预计随着折叠屏手机全球出货量持续攀升和市场规模的不断扩大，东睦股份 MIM 业务有望迎来持续高速增长长期，公司盈利弹性有望充分释放。

战略性收购华晶、富驰，切入 MIM 助力估值提升。2019 年公司累计收购东莞华晶粉末公司 75% 股权，2018 年以来华晶成功进入华为供应链体系，相关产品销售额占华晶总销售额 65% 以上。近期公司公告拟收购国内 MIM 领军企业上海富驰高科 75% 股权，同时打入苹果和华为核心供应链。收购交易即将顺利落地，借助被收购公司的优秀资质及随之导入的长期订单，叠加公司本身专业的协同整合能力，东睦股份将成为全球 MIM 龙头，下游应用向消费电子领域拓展有望助力估值提升，随着 MIM 行业持续高速发展，预计市值提升空间超 50 亿元。

MIM 规模高速增长，公司业绩高增可期。根据中国钢协粉末冶金分会的数据，2018 年全球 MIM 市场规模折合人民币约 160 亿元，同比增长 7.8%，国内 MIM 市场规模已超过 70 亿元，同比增长 20.3%。随着消费电子、汽车零件、工业机械及医疗用品等行业持续高速发展，我们预计 2020 年全球及国内 MIM 市场规模有望分别超过 30 亿美元和 100 亿元，2025 年全球及国内的 MIM 市场规模有望分别增至约 50 亿美元和 300 亿元，较 2020 年分别增长 66.7% 和 200%。公司作为未来全球 MIM 行业龙头，有望迎来业绩与估值的戴维斯双击。

风险因素：宏观经济波动，下游需求不及预期，协同效应不及预期。

投资建议：维持公司 2019/2021 年归母净利润预测分别为 1.96/4.05/5.51 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 预测分别为 0.32/0.66/0.89 元。目前股价 15.32 元，对应 2019/2021 年 PE 为 48/23/17 倍。综合考虑：1) 公司是粉末冶金龙头；2) 收购成功切入 MIM，同时进入苹果、华为、特斯拉供应链，下游领域拓展有望助力估值提升；3) 传统 PM 业务景气度回升，2020 年业绩预计将迎来拐点，我们给予公司 2020 年 31.5 倍 PE 估值，对应目标价为 20.8 元/股，维持“买入”评级。

东睦股份	600114
评级	买入（维持）
当前价	15.32 元
目标价	20.8 元
总股本	616 百万股
流通股本	610 百万股
52 周最高/最低价	15.32/5.83 元
近 1 月绝对涨幅	29.17%
近 6 月绝对涨幅	155.76%
近 12 月绝对涨幅	119.56%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,783	1,918	1,875	3,008	3,737
营业收入增长率	21.5	7.6	-2.3	60.5	24.2
净利润(百万元)	300	328	196	405	551
净利润增长率	75.2	9.3	-40.3	107.0	35.9
每股收益 EPS(基本)(元)	0.69	0.51	0.32	0.66	0.89
毛利率%	35.0	31.6	27.8	30.8	31.5
净资产收益率 ROE%	12.5	13.0	8.3	16.1	20.2
每股净资产 (元)	5.87	4.18	4.15	4.42	4.82
PE	22	30	48	23	17
PB	2.6	3.7	3.7	3.5	3.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,783	1,918	1,875	3,008	3,737
营业成本	1,158	1,311	1,354	2,083	2,561
毛利率	35.0%	31.6%	27.8%	30.8%	31.5%
营业税金及附加	22	24	28	45	56
销售费用	68	69	71	105	112
营业费用率	3.8%	3.6%	3.8%	3.5%	3.0%
管理费用	227	139	187	271	318
管理费用率	12.7%	7.3%	10.0%	9.0%	8.5%
财务费用	1	-3	3	15	21
财务费用率	0.1%	-0.2%	0.2%	0.5%	0.6%
投资收益	-3	86	0	0	0
营业利润	334	465	231	489	668
营业利润率	18.7%	24.2%	12.3%	16.3%	17.9%
营业外收入	39	1	18	18	19
营业外支出	4	5	6	5	5
利润总额	369	460	243	502	682
所得税	53	37	36	75	102
所得税率	14.3%	9.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	15	19	10	21	29
归属于母公司股东的净利润	300	328	196	405	551
净利率	17.7%	18.1%	11.0%	14.2%	15.5%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	392	303	419	603	725
存货	300	366	338	521	640
应收账款	433	412	412	662	822
其他流动资产	360	256	264	411	505
流动资产	1,485	1,338	1,434	2,196	2,693
固定资产	1,123	1,400	1,455	1,502	1,508
长期股权投资	116	202	202	202	202
无形资产	246	238	224	211	198
其他长期资产	333	258	275	165	82
非流动资产	1,818	2,098	2,156	2,080	1,990
资产总计	3,303	3,436	3,590	4,276	4,682
短期借款	0	0	311	651	672
应付账款	123	144	162	250	307
其他流动负债	405	357	309	382	431
流动负债	528	502	783	1,283	1,410
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	52	57	59	61	63
非流动性负债	52	57	59	61	63
负债合计	580	558	841	1,344	1,474
股本	436	646	616	616	616
资本公积	1,407	1,268	1,099	1,099	1,099
股东权益合计	2,561	2,701	2,561	2,723	2,971
少数股东权益	162	177	187	209	238
负债股东权益总计	3,303	3,436	3,590	4,276	4,682

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	369	460	243	502	682
所得税支出	53	37	36	75	102
折旧和摊销	123	139	156	191	205
营运资金变动	-291	-176	-9	-417	-267
其他	158	-129	3	15	21
经营现金流	305	181	356	216	539
资本支出	-290	-262	-214	-115	-115
投资收益	1	5	0	0	0
资产变卖	162	359	0	0	0
其他	-162	-419	0	0	0
投资现金流	-290	-319	-214	-115	-115
发行股票	0	0	-199	0	0
负债变化	-260	-50	312	341	22
股息支出	-88	-260	-137	-243	-303
其他	554	469	-3	-15	-21
融资现金流	206	158	-27	82	-302
现金净增加额	221	21	115	184	122

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	21.5	7.6	-2.3	60.5	24.2
营业利润增长率	65.1	39.3	-50.3	111.5	36.7
净利润增长率	75.2	9.3	-40.3	107.0	35.9
毛利率	35.0	31.6	27.8	30.8	31.5
EBITDA Margin	24.2	26.8	20.8	23.1	23.9
净利率	17.7	18.1	11.0	14.2	15.5
净资产收益率	12.5	13.0	8.3	16.1	20.2
总资产收益率	9.5	10.1	5.7	10.0	12.4
资产负债率	17.6	16.2	23.4	31.4	31.5
所得税率	14.3	9.8	15.0	15.0	15.0
股利支付率	1.3	2.6	1.5	2.6	3.2

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理。本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。