

Q3 业绩增长符合预期，软磁板块持续发力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年前三季度业绩预告, 2022 年 Q3 公司实现归母净利润 0.42-0.48 亿元, 环比增长 2.4%-17.1%; 扣非净利润为 0.42-0.46 亿元, 环比增长 -2.3%+7.0%。
- **宏观层面:** 拜登 6 月宣布豁免未来 24 个月内从东南亚四国(柬埔寨、马来西亚、泰国、越南)进口的光伏电池、组件关税, 有望拉动国内光伏组件出口。
- **行业层面:** 新能源汽车驱动 SMC 需求景气向上。据中汽协, 2022 年 Q3 中国新能源汽车产量为 206.2 万辆, 环比增长 50.8%, 带动软磁复合材料需求量环比上升。
- **公司层面:** Q3 业绩符合预期, 软磁板块持续发力。价: Q3 软磁原材料铁、硅、铝粉价格小幅下行, 据万得, Q3 还原铁粉 TFe96-97.5 均价环比下降 4.5%, 预计公司软磁价格保持稳定, Q3 毛利率小幅扩张。量: Q3 国内新能源汽车产量持续高增, 公司软磁销量环比上升, 预估 2022 全年软磁销量为 2.2 万吨; Q3 长三角疫情恢复, PM 板块销量环比小幅上升, 预估全年销量为 5.5 万吨; MIM 板块行业受下游需求影响, 季节性较强, 一般下半年业务情况好于上半年, Q4 销量有望小幅回升。财务指标: 公司 MIM 板块整合进入尾声, 预计 Q4 计提减值同比有望明显下降。
- **软磁板块产能利用率高位运行, 新建产能加快建设。** 公司目前 SMC 板块产能利用率较高, 科达已具备年产 4 万吨的生产能力, 且公司已收购科达全部股权, 并且收购上游原料公司德清鑫晨, 盈利能力有望提升。山西东睦年产 6 千吨产能现已投产, 公司正着手在山西建设年产 6 万吨软磁材料项目, 目前已完成项目实施主体的子公司工商注册, 后续将加快推进项目建设。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.0/3.2/4.2 亿元, 对应 PE 分别为 28/17/13。我们给予公司 2023 年 21 倍 PE, 对应目标价 10.83 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、项目投产不达预期、下游需求不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3591.33	4281.05	5097.85	6055.97
增长率	9.38%	19.21%	19.08%	18.79%
归属母公司净利润(百万元)	25.82	196.59	318.21	418.51
增长率	-70.49%	661.38%	61.87%	31.52%
每股收益 EPS(元)	0.04	0.32	0.52	0.68
净资产收益率 ROE	1.36%	8.83%	12.63%	14.44%
PE	212	28	17	13
PB	2.12	1.84	1.68	1.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 黄腾飞
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.16
流通 A 股(亿股)	6.16
52 周内股价区间(元)	5.74-13.56
总市值(亿元)	54.73
总资产(亿元)	61.04
每股净资产(元)	4.29

相关研究

1. 东睦股份(600114): 战略布局软磁基地, 粉末冶金龙头未来可期 (2022-08-31)

盈利预测

关键假设：

粉末冶金制品：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能爬坡较快且产品供不应求，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 115%/120%/120%，对应销量分别为 5.5/5.8/5.9 万吨。根据近几年下游需求情况以及价格趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 4%/4%/4%，对应毛利率分别为 22.6%/23.6%/24.6%。

软磁材料：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能提升较大且存货周转率较高，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 62%/70%/70%，对应销量分别为 2.2/3.4/5.3 万吨。根据近几年涨价趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 6%/6%/6%。根据过去数据，假设 2022-2024 年毛利率均为 20.0%。

消费电子：根据下游需求增长情况，考虑到公司产能不断爬坡，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 70%/75%/75%，对应销量分别为 79800/85500/85500 万件。根据近几年涨价趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 2%/2%/2%，对应毛利率分别为 24.4%/26.4%/28.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
粉末冶金制品	收入	1867.6	2067.4	2266.4	2380.9
	增速	15.1%	10.7%	9.6%	5.1%
	毛利率	21.6%	22.6%	23.6%	24.6%
软磁材料	收入	505.9	767.8	1254.7	2067.3
	增速	63.9%	51.8%	63.4%	64.8%
	毛利率	18.2%	20.0%	20.0%	20.0%
消费电子	收入	1177.0	1404.6	1535.0	1565.8
	增速	-8.8%	19.3%	9.3%	2.0%
	毛利率	22.4%	24.4%	26.4%	28.4%
其他业务	收入	40.8	41.2	41.6	42.1
	增速	-33.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	78.8%	79.6%	80.4%	81.2%
合计	收入	3591.3	4281.1	5097.9	6056.0
	增速	9.4%	19.2%	19.1%	18.8%
	毛利率	22.0%	23.3%	24.0%	24.4%

数据来源：wind，西南证券

相对估值

基于公司主营业务可分为三大板块，我们采用分部估值法对公司价值进行衡量。

1) 粉末冶金

我们选取厦门钨业、天宜上佳作为东睦股份粉末冶金板块的可比公司，2022-2024年平均PE为25/16/13倍。可比公司中，厦门钨业粉末冶金业务营收占比较低，参考意义较小；天宜上佳粉末冶金主要用于闸片产品领域，下游应用较单一。东睦股份粉末冶金板块未来最大的看点有两个：1) 公司作为全球粉末冶金巨头，国内市占率第一；2) 公司产品定位高端，积极开拓海外市场，下游汽车行业需求持续回暖。我们预测2023年公司粉末冶金板块归母净利润为1.12亿元，结合对标公司的估值和目前东睦股份在粉末冶金板块的龙头地位，我们认为公司具备一定的估值溢价，给予2023年公司粉末冶金板块18倍PE，对应粉末冶金板块市值为20.16亿元。

表 2：粉末冶金板块可比公司估值（截止至 10.20 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600549.SH	厦门钨业	23.21	329.22	0.83	1.32	1.75	2.13	23.49	17.59	13.25	10.92
688033.SH	天宜上佳	19.83	89.22	0.39	0.62	1.04	1.39	46.75	31.47	18.65	13.97
平均值								35.12	24.53	15.95	12.45

数据来源：wind，西南证券整理

2) 软磁材料

我们选取铂科新材作为东睦股份软磁材料板块的可比公司，2022-2024年铂科新材PE为52/35/26倍。可比公司中，铂科新材软磁材料收入规模与东睦股份相似，故主要参考铂科新材的估值水平。东睦股份软磁材料未来最大的看点有两个：1) 公司持续战略布局软磁板块，未来3年产能大幅提升；2) 下游新能源行业高速发展，带动需求快速增长。我们预测2023年公司软磁材料板块归母净利润为1.30亿元，结合对标公司的估值和目前东睦股份软磁材料板块产能持续释放，给予2023年公司软磁材料板块30倍PE，对应软磁材料板块市值为39.00亿元。

表 3：软磁材料板块可比公司估值（截止至 10.20 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300811.SZ	铂科新材	98.01	102.17	1.16	1.89	2.79	3.82	69.68	51.99	35.10	25.65

数据来源：wind，西南证券整理

3) 金属注射成型

我们选取精研科技作为东睦股份金属注射成型板块的可比公司，2022-2024年精研科技PE为19/14/11倍。东睦股份金属注射成型业务未来最大的看点有两个：1) 公司不断整合金属注射成型板块资源，精细化管理，盈利能力增强；2) 下游应用广泛，电子制造和医疗器械行业有望带动需求快速增长。我们预测2023年公司金属注射成型板块归母净利润为0.76亿元，结合对标公司的估值和目前东睦股份金属注射成型板块资源整合，盈利能力增强，给予2023年公司金属注射成型板块10倍PE，对应金属注射成型板块市值为7.60亿元。

表 4：金属注射成型板块可比公司估值（截止至 10.20 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000825.SZ	精研科技	35.25	65.78	1.19	1.49	2.05	2.66	27.43	19.44	14.09	10.88

数据来源：wind，西南证券整理

综合以上三大业务的估值，我们预测公司 2023 年合理市值为 66.76 亿元，对应 PE 为 21 倍，对应股价为 10.83 元/股，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3591.33	4281.05	5097.85	6055.97	净利润	40.23	306.27	495.75	652.01
营业成本	2799.83	3284.27	3872.81	4577.47	折旧与摊销	330.84	238.26	238.26	238.26
营业税金及附加	28.64	64.22	76.47	73.96	财务费用	96.95	36.36	20.95	23.53
销售费用	58.42	171.24	178.42	182.59	资产减值损失	-119.78	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	231.45	355.33	356.85	423.92	经营营运资本变动	-364.33	494.07	-294.41	-231.03
财务费用	96.95	36.36	20.95	23.53	其他	284.39	4.09	-20.47	30.23
资产减值损失	-119.78	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	268.30	1069.05	430.07	703.01
投资收益	-1.77	-1.95	-1.99	0.00	资本支出	-269.46	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.14	0.96	1.13	1.24	其他	-169.06	0.44	-1.06	1.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-438.52	20.44	-1.06	1.31
营业利润	46.57	358.64	581.50	765.75	短期借款	-288.83	-1017.78	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.93	1.67	1.73	1.32	长期借款	527.82	50.00	50.00	50.00
利润总额	37.63	360.32	583.23	767.07	股权融资	1.19	200.00	0.00	0.00
所得税	-2.59	54.05	87.49	115.06	支付股利	-92.46	-5.16	-39.32	-63.64
净利润	40.23	306.27	495.75	652.01	其他	-30.45	-119.80	29.77	30.75
少数股东损益	14.41	109.68	177.54	233.50	筹资活动现金流净额	117.27	-892.74	40.45	17.11
归属母公司股东净利润	25.82	196.59	318.21	418.51	现金流量净额	-63.06	196.76	469.46	721.43
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	365.00	561.76	1031.22	1752.65	成长能力				
应收和预付款项	1053.25	1282.13	1514.63	1804.11	销售收入增长率	9.38%	19.21%	19.08%	18.79%
存货	755.87	906.53	1111.57	1294.38	营业利润增长率	-63.22%	670.16%	62.14%	31.68%
其他流动资产	188.82	41.82	51.04	59.73	净利润增长率	-58.84%	661.38%	61.87%	31.52%
长期股权投资	227.07	227.07	227.07	227.07	EBITDA 增长率	-8.32%	33.50%	32.76%	22.22%
投资性房地产	29.82	29.82	29.82	29.82	获利能力				
固定资产和在建工程	2460.47	2282.98	2105.50	1928.02	毛利率	22.04%	23.28%	24.03%	24.41%
无形资产和开发支出	843.73	770.97	718.20	665.44	三费率	10.77%	13.15%	10.91%	10.40%
其他非流动资产	196.52	188.51	180.49	172.47	净利率	1.12%	7.15%	9.72%	10.77%
资产总计	6120.54	6291.58	6969.54	7933.69	ROE	1.36%	8.83%	12.63%	14.44%
短期借款	1037.78	20.00	20.00	20.00	ROA	0.66%	4.87%	7.11%	8.22%
应付和预收款项	478.30	772.20	903.27	1069.07	ROIC	3.24%	7.33%	11.90%	15.25%
长期借款	1118.92	1168.92	1218.92	1268.92	EBITDA/销售收入	13.21%	14.79%	16.49%	16.97%
其他负债	518.36	861.32	901.79	1061.77	营运能力				
负债合计	3153.36	2822.45	3043.98	3419.77	总资产周转率	0.60	0.69	0.77	0.81
股本	616.38	616.38	616.38	616.38	固定资产周转率	1.69	2.09	2.72	3.58
资本公积	1223.23	1423.23	1423.23	1423.23	应收账款周转率	3.69	3.98	3.93	3.94
留存收益	742.54	933.96	1212.85	1567.72	存货周转率	3.93	3.75	3.76	3.77
归属母公司股东权益	2581.32	2973.58	3252.47	3607.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.95%	—	—	—
少数股东权益	385.86	495.55	673.09	906.58	资本结构				
股东权益合计	2967.18	3469.12	3925.56	4513.92	资产负债率	51.52%	44.86%	43.68%	43.10%
负债和股东权益合计	6120.54	6291.58	6969.54	7933.69	带息债务/总负债	68.39%	42.12%	40.70%	37.69%
					流动比率	1.27	1.92	2.32	2.59
					速动比率	0.86	1.30	1.63	1.91
					股利支付率	358.09%	2.63%	12.36%	15.21%
					每股指标				
					每股收益	0.04	0.32	0.52	0.68
					每股净资产	4.19	4.82	5.28	5.85
					每股经营现金	0.44	1.73	0.70	1.14
					每股股利	0.15	0.01	0.06	0.10
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	474.36	633.26	840.71	1027.54					
PE	211.99	27.84	17.20	13.08					
PB	2.12	1.84	1.68	1.52					
PS	1.52	1.28	1.07	0.90					
EV/EBITDA	15.27	9.42	6.62	4.79					
股息率	1.69%	0.09%	0.72%	1.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
北京	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn	