

## 增长提速、盈利能力改善 买入（维持）

2020 年 10 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

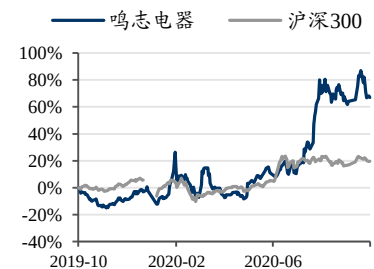
chaijh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2,058 | 2,303 | 2,675 | 3,251 |
| 同比（%）      | 8.7%  | 11.9% | 16.2% | 21.5% |
| 归母净利润（百万元） | 175   | 223   | 309   | 409   |
| 同比（%）      | 4.7%  | 27.5% | 38.7% | 32.4% |
| 每股收益（元/股）  | 0.42  | 0.54  | 0.74  | 0.98  |
| P/E（倍）     | 47.85 | 37.54 | 27.06 | 20.43 |

### 投资要点

- **Q3 收入+12.06%、净利润+17.79%，剔除汇兑影响 Q3 单季利润+40% 以上。**公司 Q1-3 实现营收 15.92 亿元，同比+5.10%；归母净利润 1.42 亿元，同比+10.38%。其中 2020Q3 营收 6.04 亿元，同比+12.06%，环比+3.56%；归母净利润 0.63 亿元，同比+17.97%，环比-3.87%。Q3 因美元汇率变动带来大额财务费用，Q3 单季财务费用 1442 万、19Q3 为 -448 万，20Q1、Q2 分别-175 万、123 万，剔除该影响，假设 20Q3 财务费用为 0，则 Q1-3 净利润同比+21.6%、Q3 净利润同比+45.2%。
- **控制电机 Q3 继续提速，医疗、服务机器人亮眼；LED 目前仍有压力。**医疗仪器、移动服务机器人是公司今年的增长亮点，上半年增速分别达到 53%、36%，Q3 仍在增长快车道；同时 Q3 制造业资本开支有所恢复，此前下滑的纺织机械、舞台灯光、安防设备等行业需求，Q3 继续改善，预计 Q4 继续恢复。LED 控制与驱动受疫情影响，城市建设、景观照明等项目投入受到一定限制，预计 Q3 仍有一定压力，后续公司将继续聚焦提升产品性能、提升市场定位等，盈利能力有望得到优化。
- **高端产品占比提升，毛利率快速改善，随着产能向太仓转移毛利率仍有改善空间。**今年应用于医疗等行业的高端产品品类空心杯、无槽无刷电机快速起量，高附加值产品占比提升，带来毛利率快速改善。Q1-3 毛利率为 40.70%，同比上升 2.74pct，Q3 毛利率 42.24%，同比上升 3.84pct，环比上升 2.11pct。明年起太仓、越南等地工厂有望逐步启用，扩充产能的同时，有望进一步降低成本，毛利率仍有进一步优化空间。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 2.23 亿、3.09 亿、4.09 亿，同比分别+27.5%、+38.7%、+32.4%，对应现价 PE 分别 38 倍、27 倍、20 倍，给予目标价 29.6 元，对应 2021 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 20.09       |
| 一年最低/最高价      | 10.11/22.70 |
| 市净率(倍)        | 3.92        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8357.44     |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 5.12   |
| 资产负债率(%)    | 21.07  |
| 总股本(百万股)    | 416.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 416.00 |

### 相关研究

1、《鸣志电器（603728）中报点评：Q2 快速改善，医疗、服务机器人、工控是亮点》2020-08-31

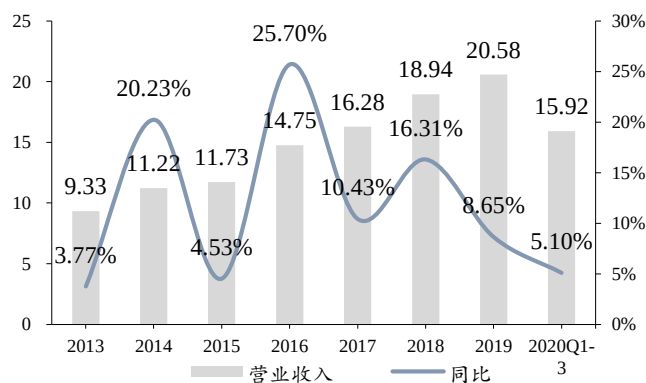
**Q3 收入+12.06%、净利润+17.79%，剔除汇兑影响 Q3 单季利润+40%以上。**公司 Q1-3 实现营收 15.92 亿元，同比+5.10%；归母净利润 1.42 亿元，同比+10.38%。其中 2020Q3 营收 6.04 亿元，同比+12.06%，环比+3.56%；归母净利润 0.63 亿元，同比+17.97%，环比-3.87%。Q3 因美元汇率变动带来大额财务费用，Q3 单季财务费用 1442 万、19Q3 为-448 万，20Q1、Q2 分别-175 万、123 万，剔除该影响，假设 20Q3 财务费用为 0，则 Q1-3 净利润同比+21.6%、Q3 净利润同比+45.2%。

表 1：鸣志电器三季报核心财务数据（亿元）

| 鸣志电器     | 2020Q1-3 | 2019Q1-3 | 同比      | 2020Q3 | 2019Q3 | 同比      | 2020Q2 | 环比       |
|----------|----------|----------|---------|--------|--------|---------|--------|----------|
| 营业收入     | 15.92    | 15.15    | 5.1%    | 6.04   | 5.39   | 12.1%   | 5.83   | 3.6%     |
| 毛利率      | 40.70%   | 37.96%   | 2.74pct | 42.24% | 38.40% | 3.84pct | 40.13% | 2.11pct  |
| 营业利润     | 1.65     | 1.43     | 15.2%   | 0.74   | 0.62   | 18.7%   | 0.74   | -0.3%    |
| 利润总额     | 1.66     | 1.43     | 15.8%   | 0.75   | 0.62   | 20.0%   | 0.74   | 0.6%     |
| 归属母公司净利润 | 1.42     | 1.29     | 10.4%   | 0.63   | 0.53   | 18.0%   | 0.65   | -3.9%    |
| 扣非归母净利润  | 1.33     | 1.17     | 13.1%   | 0.60   | 0.50   | 20.1%   | 0.60   | 0.2%     |
| 归母净利率    | 8.91%    | 8.48%    | 0.43pct | 10.36% | 9.84%  | 0.52pct | 11.16% | -0.80pct |
| 股本       | 4.16     | 4.16     | -       | 4.16   | 4.16   | -       | 4.16   | -        |
| EPS      | 0.34     | 0.31     | 10.4%   | 0.15   | 0.13   | 18.0%   | 0.16   | -3.9%    |

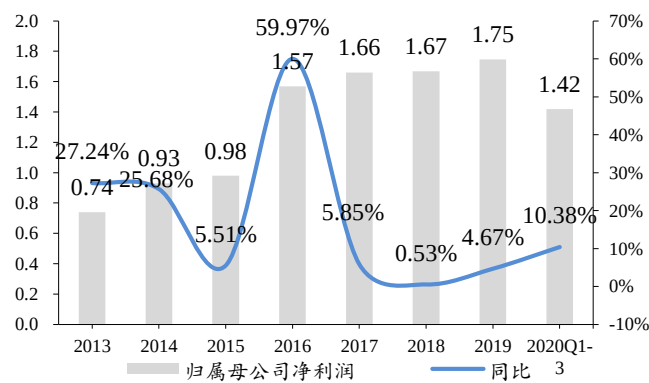
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：Q1-3 收入 15.92 亿元，同比+5.10%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：Q1-3 归母净利润 1.42 亿元，同比+10.38%



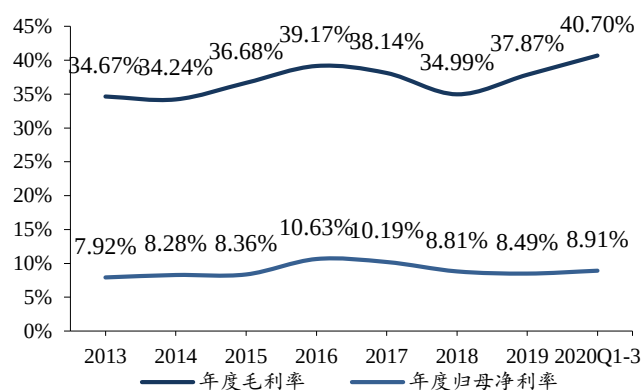
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**控制电机 Q3 继续提速，医疗、服务机器人亮眼；LED 目前仍有压力。**医疗仪器、移动服务机器人是公司今年的增长亮点，上半年增速分别达到 53%、36%，Q3 仍在增长快车道；同时 Q3 制造业资本开支有所恢复，此前下滑的纺织机械、舞台灯光、安防设备等行业需求，Q3 继续改善，预计 Q4 继续恢复。LED 控制与驱动受疫情影响，城市建设、景观照明等项目投入受到一定限制，预计 Q3 仍有一定压力，后续公司将继续聚焦提升产品性能、提升市场定位等，盈利能力有望得到优化。

**高端产品占比提升，毛利率快速改善，随着产能向太仓转移毛利率仍有改善空间。**今年应用于医疗等行业的高端产品品类空心杯、无槽无刷电机快速起量，高附加值产品

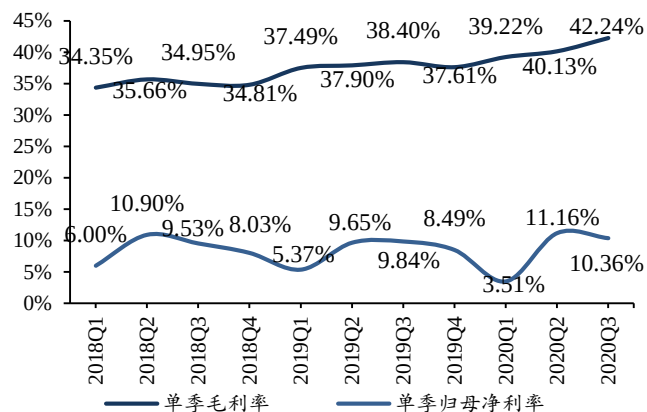
占比提升,带来毛利率快速改善。Q1-3 毛利率为 40.70%,同比上升 2.74pct, Q3 毛利率 42.24%,同比上升 3.84pct,环比上升 2.11pct。明年起太仓、越南等地工厂有望逐步启用,扩充产能的同时,有望进一步降低成本,毛利率仍有进一步优化空间。

图 3: Q1-3 毛利率、净利率同比+2.74、+0.43pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

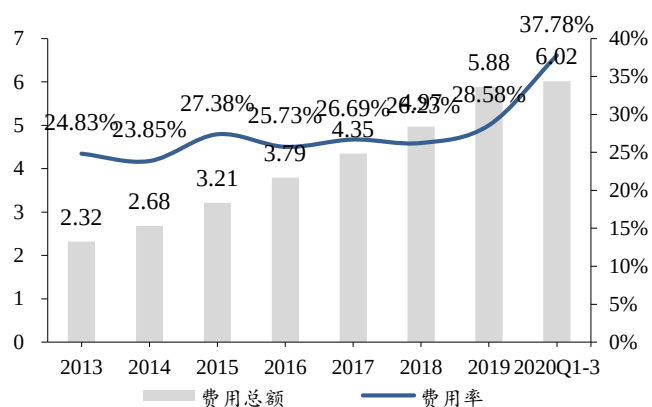
图 4: Q3 毛利率、净利率同比+3.84、+0.52pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

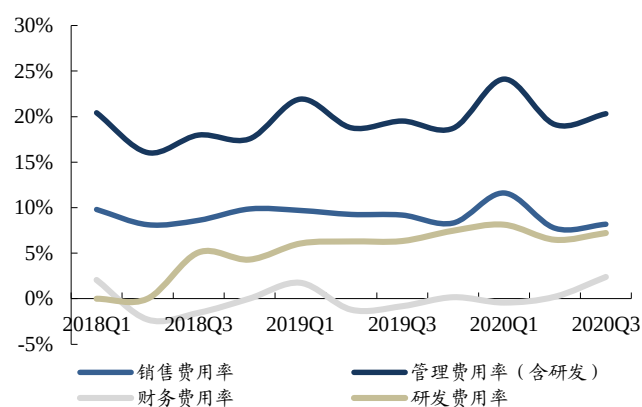
费用、费用率均有小幅提升。公司 2020Q1-3 费用同比增长 12.47%至 6.02 亿元,期间费用率上升 2.47 个百分点至 37.78%。其中,销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 0.12%、上升 9.88%、上升 20.86%、上升 505.77%至 1.42 亿元、4.46 亿元、1.14 亿元、0.14 亿元;费用率分别下降 0.46、上升 1.84、上升 0.93、上升 1.1 个百分点至 8.89%、28.02%、7.17%、0.87%。Q3,销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-0.21%/+11.40%/+27.62%/-421.45%,费用率分别为 8.18%/20.32%/7.21%/2.39%。

图 5: Q1-3 期间费用 6.02 亿元,同比+12.47%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

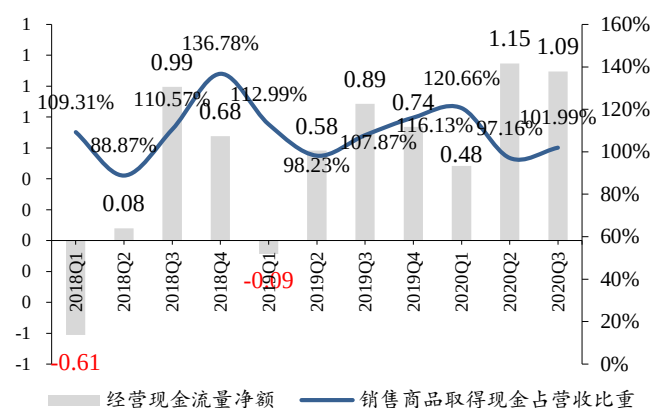
图 6: Q3 期间费用率 30.88%, 同比+3.02pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

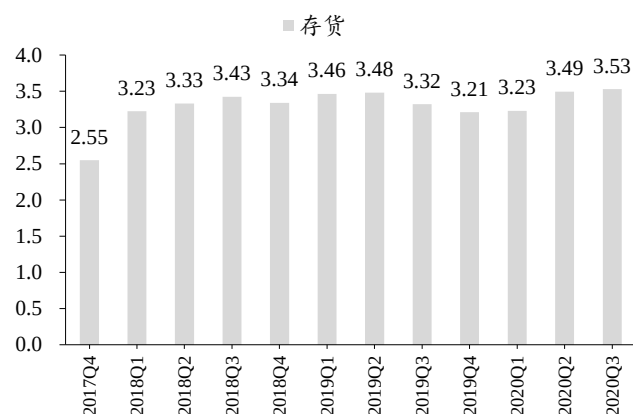
经营性现金流大幅改善。Q1-3 经营活动现金流量净流入 2.72 亿元,同比增长 97.24%,主要来自应收账款改善、付款条件优化、五险一金个人部分延期缴纳等;销售商品取得现金 16.71 亿元,同比增长 4.17%。期末预收款项 0.05 亿元,较期初下降 68.44%。期末应收账款 4.31 亿元,较期初减少 0.09 亿元,应收账款周转天数下降 4.87 天至 73.78 天。期末存货 3.53 亿元,较期初上升 0.32 亿元;存货周转天数上升 10.26 天至 96.37 天。

图 7: Q1-3 经营活动现金流量净流入 2.72 亿元, 同比 +97.24%



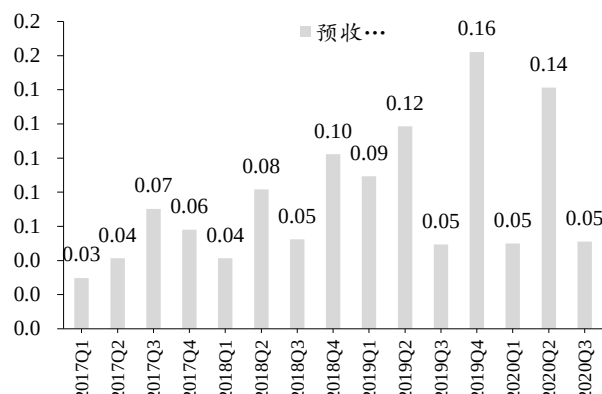
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: Q1-3 期末存货 3.53 亿元, 较期初+0.32 亿元



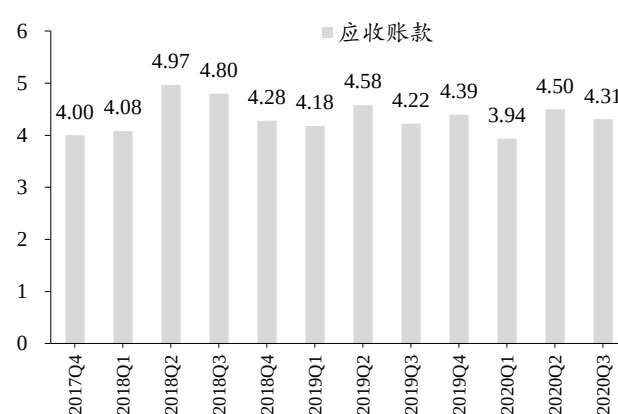
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: Q1-3 期末预收款项 0.05 亿元, 较期初-68.44%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: Q1-3 期末应收账款 4.31 亿元, 较期初-0.09 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议:** 预计公司 2020-22 年归母净利润分别 2.23 亿、3.09 亿、4.09 亿, 同比分别+27.5%、+38.7%、+32.4%, 对应现价 PE 分别 38 倍、27 倍、20 倍, 给予目标价 29.6 元, 对应 2021 年 40 倍 PE, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济下行, 投资不及预期

鸣志电器三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 利润表(百万元)         | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>       | <b>1,643</b> | <b>1,820</b> | <b>2,125</b> | <b>2,601</b> | <b>营业收入</b>      | <b>2,058</b> | <b>2,303</b> | <b>2,675</b> | <b>3,251</b> |
| 现金                | 686          | 706          | 864          | 1,003        | 减:营业成本           | 1,279        | 1,376        | 1,562        | 1,876        |
| 应收账款              | 439          | 531          | 596          | 774          | 营业税金及附加          | 6            | 7            | 8            | 10           |
| 存货                | 321          | 384          | 417          | 545          | 营业费用             | 187          | 207          | 241          | 293          |
| 其他流动资产            | 196          | 199          | 249          | 280          | 管理费用             | 269          | 456          | 522          | 629          |
| <b>非流动资产</b>      | <b>1,008</b> | <b>1,002</b> | <b>1,005</b> | <b>1,026</b> | 财务费用             | -3           | 17           | 8            | -1           |
| 长期股权投资            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失           | -12          | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产              | 251          | 245          | 243          | 254          | 加:投资净收益          | 5            | 7            | 8            | 9            |
| 在建工程              | 49           | 40           | 34           | 31           | 其他收益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产              | 104          | 113          | 124          | 138          | <b>营业利润</b>      | <b>193</b>   | <b>246</b>   | <b>342</b>   | <b>454</b>   |
| 其他非流动资产           | 604          | 604          | 604          | 603          | 加:营业外净收支         | -0           | 1            | 1            | 0            |
| <b>资产总计</b>       | <b>2,651</b> | <b>2,821</b> | <b>3,130</b> | <b>3,627</b> | <b>利润总额</b>      | <b>193</b>   | <b>247</b>   | <b>343</b>   | <b>454</b>   |
| <b>流动负债</b>       | <b>625</b>   | <b>591</b>   | <b>624</b>   | <b>735</b>   | 减:所得税费用          | 18           | 25           | 34           | 45           |
| 短期借款              | 174          | 174          | 174          | 174          | 少数股东损益           | -0           | 0            | 0            | -0           |
| 应付账款              | 260          | 328          | 339          | 462          | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>175</b>   | <b>223</b>   | <b>309</b>   | <b>409</b>   |
| 其他流动负债            | 192          | 89           | 111          | 99           | EBIT             | 183          | 237          | 330          | 437          |
| <b>非流动负债</b>      | <b>16</b>    | <b>16</b>    | <b>16</b>    | <b>16</b>    | EBITDA           | 237          | 292          | 394          | 513          |
| 长期借款              | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债           | 16           | 16           | 16           | 16           | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>641</b>   | <b>606</b>   | <b>640</b>   | <b>750</b>   | 每股收益(元)          | 0.42         | 0.54         | 0.74         | 0.98         |
| 少数股东权益            | 1            | 1            | 1            | 1            | 每股净资产(元)         | 4.83         | 5.32         | 5.98         | 6.91         |
|                   |              |              |              |              | 发行在外股份(百万股)      | 416          | 416          | 416          | 416          |
| 归属母公司股东权益         | 2,009        | 2,214        | 2,489        | 2,876        | ROIC(%)          | 7.3%         | 8.9%         | 11.1%        | 12.9%        |
| <b>负债和股东权益</b>    | <b>2,651</b> | <b>2,821</b> | <b>3,130</b> | <b>3,627</b> | ROE(%)           | 8.7%         | 10.1%        | 12.4%        | 14.2%        |
|                   |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 37.9%        | 40.3%        | 41.6%        | 42.3%        |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 销售净利率(%)         | 8.5%         | 9.7%         | 11.5%        | 12.6%        |
| 经营活动现金流           | 212          | 184          | 258          | 248          | 资产负债率(%)         | 24.2%        | 21.5%        | 20.4%        | 20.7%        |
| 投资活动现金流           | 20           | -42          | -59          | -88          | 收入增长率(%)         | 8.7%         | 11.9%        | 16.2%        | 21.5%        |
| 筹资活动现金流           | -1           | -121         | -42          | -21          | 净利润增长率(%)        | 4.7%         | 27.5%        | 38.7%        | 32.4%        |
| 现金净增加额            | 239          | 21           | 157          | 139          | P/E              | 47.85        | 37.54        | 27.06        | 20.43        |
| 折旧和摊销             | 54           | 55           | 64           | 76           | P/B              | 4.16         | 3.77         | 3.36         | 2.91         |
| 资本开支              | 147          | -6           | 3            | 21           | EV/EBITDA        | 33.50        | 26.73        | 19.42        | 14.66        |
| 营运资本变动            | -25          | -104         | -115         | -226         |                  |              |              |              |              |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>