

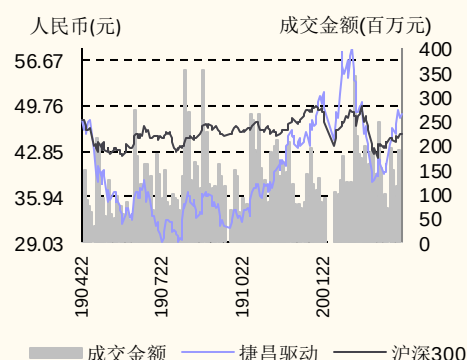
捷昌驱动 (603583.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 48.45 元
目标价格 (人民币): 71.00-71.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 1.78
已上市流通 A 股(亿股) 1.06
总市值(亿元) 86.00
年内股价最高最低(元) 49.05/39.10
沪深 300 指数 3853
上证指数 2853

**相关报告**

1. 《顺应欧美消费升级, 捷昌驱动“捷足先登”-捷昌》, 2020.2.13

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号: S1130519060005
ding_jian@gjzq.com.cn

Q1 收入超预期; 疫情催化医疗业务有望加速**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	2.102	1.603	2.543	3.023	3.752
每股净资产(元)	13.11	9.96	9.87	10.43	11.23
每股经营性现金流(元)	1.85	1.25	-0.25	3.74	3.99
市盈率(倍)	18.69	27.79	19.05	16.03	15.38
净利润增长率(%)	60.90%	12.03%	58.70%	18.85%	24.11%
净资产收益率(%)	16.04%	16.09%	17.12%	17.70%	18.47%
总股本(百万股)	120.80	177.50	177.50	177.50	177.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件:

- 公司发布公告, 2019 年实现收入 14.1 亿元, 同比增长 26%, 实现净利润 2.84 亿元, 同比增长 12%; 2020 年第一季度, 公司实现的净利润为 5452 万元, 同比下滑 8.49%。

简评:

- **2019 年被征收 1.04 亿元关税影响业绩, 实际经营数据较好。**分区域看, 公司国内和国外收入分别为 3.83 亿元和 10.2 亿元, 同比增长 71%和 15%, 国内市场开始发力, 海外市场平稳增长; 去年线性驱动产品销量 114 万套, 同比增长 23%; 去年三费比例 16%, 同比增长 1pct, 其中全年研发费用 8230 万元, 同比增长 67%, 研发人员 284 人, 同比增长 124%, 公司加大了对“多功能医疗床智能驱动与控制系统”和“高精度电动推杆”等新产品的研发投入; 全年毛利率 35.56%, 同比下滑 6.4pct, 主要为被征收关税 1.04 亿元, 占总成本 11%, 影响了毛利率。19Q4 和 20Q1, 公司净利率分别为 15%和 16%, 关税影响下, 盈利能力维持稳定。
- **关税已于 2020 年 3 月份得到豁免盈利能力 Q2 将回升, 关税返还将增厚今年 0.75 亿元净利润。**公司 3 月 23 日发布公告, 出口至美国智慧办公产品得到关税豁免, 我们认为: **第一**, 2020 年一季度还原真实盈利预计在 7000 万元左右, 同比增长 17%左右; **第二**, 预计公司毛利率在二季度将回到 40%左右; **第三**, 9000 万退税预计增厚公司今年业绩 0.75 亿元。
- **海外疫情催化带动公司 2C 端升降桌和医疗康护系统业务快速增长。**市场担心海外疫情打击公司 2B 端需求, 但我们认为市场存在预期差: **一是**, 家居办公带动公司 2C 端订单快速增长, 较大程度上抵消 2B 端需求的下滑, 升降桌系统今年依然有望实现较快增长; **二是**, 我们预计疫情催化海外 ICU 病房扩建和家居养老护理需求增加带动公司医疗电动床驱动系统今年大幅增长。公司年报提出“将择机通过资本运作进行产业链整合和拓展”。

投资建议及盈利预测

- 考虑关税返还增厚业绩, 预计公司 2020-2022 年净利润为 4.5、5.4、6.7 亿元, 同比增长 59%、19%、24%, 业绩上调幅度分别为 13%、2%; EPS 为 2.5、3.0、3.7 元; 对应 PE 为 19、16、15 倍。给予公司 2020 年 28 倍 PE 估值, 6-12 月目标价 71 元, 目标市值 126 亿元; 维持“买入”评级。

风险提示

- 海外新冠疫情发展超预期影响 2B 端升降桌需求恢复;

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	695	1,116	1,408	1,834	2,395	2,915
增长率		60.6%	26.1%	30.2%	30.6%	21.7%
主营业务成本	-382	-647	-906	-1,127	-1,399	-1,675
%销售收入	55.1%	57.9%	64.4%	61.5%	58.4%	57.5%
毛利	312	469	502	706	997	1,240
%销售收入	44.9%	42.1%	35.6%	38.5%	41.6%	42.5%
营业税金及附加	-8	-10	-11	-14	-18	-22
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-54	-71	-95	-123	-160	-195
%销售收入	7.7%	6.4%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
管理费用	-68	-109	-147	-182	-238	-291
%销售收入	9.8%	9.8%	10.4%	9.9%	9.9%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	182	279	250	388	580	731
%销售收入	26.3%	25.0%	17.7%	21.2%	24.2%	25.1%
财务费用	-6	10	13	18	8	6
%销售收入	0.8%	-0.9%	-0.9%	-1.0%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	-9	-11	0	-1	-7	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	17	15	25	30
%税前利润	0.0%	0.0%	5.2%	2.8%	4.0%	3.8%
营业利润	186	299	327	456	621	773
营业利润率	26.8%	26.8%	23.2%	24.9%	25.9%	26.5%
营业外收支	2	1	6	75	10	10
税前利润	188	300	333	531	631	783
利润率	27.0%	26.9%	23.7%	29.0%	26.4%	26.9%
所得税	-30	-46	-49	-80	-95	-118
所得税率	16.0%	15.3%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	158	254	284	451	537	666
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	158	254	284	451	537	666
净利率	22.7%	22.8%	20.2%	24.6%	22.4%	22.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	158	254	284	451	537	666
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	40	45	56	78	99
非经营收益	0	-2	-36	-123	-17	-106
营运资金变动	-17	-69	-71	-428	69	52
经营活动现金净流	169	223	222	-44	667	711
资本开支	-63	-148	-170	-5	-115	-146
投资	1	-550	520	410	6	8
其他	1	-5	27	15	25	30
投资活动现金净流	-62	-703	378	420	-84	-108
股权募资	0	808	34	43	43	43
债权募资	0	0	0	30	3	108
其他	-47	1	-119	-122	-122	-122
筹资活动现金净流	-47	810	-85	-49	-76	29
现金净流量	60	329	515	327	507	632

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	226	563	1,082	1,013	1,224	1,315
应收账款	78	169	145	217	291	362
存货	91	196	282	356	448	545
其他流动资产	6	559	48	177	186	196
流动资产	401	1,487	1,556	1,764	2,149	2,419
%总资产	56.6%	77.6%	71.6%	72.3%	75.2%	73.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	203	300	478	501	554	666
%总资产	28.7%	15.7%	22.0%	20.5%	19.4%	20.1%
无形资产	75	106	104	104	105	110
非流动资产	307	430	616	675	710	893
%总资产	43.4%	22.4%	28.4%	27.7%	24.8%	27.0%
资产总计	708	1,917	2,173	2,439	2,859	3,311
短期借款	1	1	3	159	240	219
应付款项	152	256	302	360	475	604
其他流动负债	34	69	89	118	240	334
流动负债	187	327	394	637	955	1,157
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	7	11	44	47	155
负债	193	334	405	681	1,002	1,312
普通股股东权益	515	1,583	1,768	1,757	1,857	1,999
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	708	1,917	2,173	2,439	2,859	3,311

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.742	2.102	1.603	2.543	3.023	3.752
每股净资产	5.689	13.108	9.958	9.873	10.435	11.233
每股经营现金净流	1.867	1.845	1.251	-0.248	3.744	3.994
每股股利	4.374	4.374	6.171	6.200	6.300	6.400
回报率						
净资产收益率	30.62%	16.04%	16.09%	17.12%	17.70%	18.47%
总资产收益率	22.28%	13.24%	13.09%	18.51%	18.77%	7.73%
投入资本收益率	29.65%	14.92%	12.04%	17.22%	23.52%	9.47%
增长率						
主营业务收入增长率	37.27%	60.64%	26.15%	30.24%	30.63%	21.70%
EBIT增长率	17.37%	53.04%	-10.59%	55.50%	49.50%	26.05%
净利润增长率	22.28%	60.90%	12.03%	58.70%	18.85%	24.11%
总资产增长率	37.24%	170.73%	13.33%	11.02%	17.24%	15.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.8	30.1	35.3	38.0	39.0	40.0
存货周转天数	69.1	81.1	96.3	96.0	96.0	97.0
应付账款周转天数	85.6	89.5	89.7	90.0	90.0	95.0
固定资产周转天数	101.4	90.2	91.0	90.0	95.0	98.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.55%	-35.45%	-62.75%	-50.30%	-54.59%	-56.32%
EBIT利息保障倍数	32.0	-28.9	-19.9	-21.6	-72.5	8.8
资产负债率	27.22%	17.41%	18.65%	15.45%	20.00%	23.18%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	8
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-13	买入	57.70	67.75~67.75

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH