

## 证券研究报告

### 公司研究——中报点评

#### 捷昌驱动（603583.SH）

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级：增持，2020.04.23

罗政 机械设备行业首席分析师

执业编号：S1500520030002

联系电话：+86 61678586

邮箱：luozheng@cindasc.com

刘卓 机械设备行业分析师

执业编号：S1500519090002

联系电话：+86 10 83326753

邮箱：liuzhuo@cindasc.com

#### 相关研究

《关税冲击渐退，长期成长可期》2020.4

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 业绩略超预期，立足长期成长

2020年8月25日

**事件：**近日，公司发布2020年中报，公司实现营业收入8.47亿元，同比增长30.13%；实现归属上市公司股东的净利润2.47亿元，同比增长63.75%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2.11亿元，同比增长62.90%。基本每股收益1.00元。

#### 点评：

- **公司Q2净利润实现翻番式增长，关税取消短期盈利改善明显。**公司二季度实现归母净利润1.92亿元，同比增长111.04%，主要原因是关税取消带动盈利能力大幅回升。今年3月15日至8月7日，公司主要出口美国产品免交关税。据我们此前测算，在不考虑成本端变动的情况下，预计公司二季度综合毛利率有望恢复至49%左右，较上年三季度以后加征25%关税的情况回升约16个百分点。此次中报显示公司二季度实际毛利率55.11%，超出我们的预期。我们认为，公司毛利率超预期回升一是由于对美出口产品取消关税；二是公司不断通过增加研发投入以提升产品附加值，成本控制能力不断加强，产品结构持续优化；三是退税冲抵了部分成本。值得注意的是，8月7日起公司对美出口产品已复征25%关税。我们认为，关税的复征和未来可能持续存在的贸易摩擦会对公司的盈利能力带来一定压力，但在国内外需求的有效支撑下，公司长期成长价值依然明确，马来西亚工厂的逐步投产也有望在一定程度上平抑贸易摩擦带来的盈利能力波动。
- **募投项目持续推进，定增获批公司产能稳步扩张。**2020年上半年，公司继续积极推进募投项目的实施。募集资金主要用于生命健康产业园建设项目、年产25万套智慧办公驱动系统生产线新建项目、年产15万套智能家居控制系统生产线项目。8月19日，公司非公开发行获得中国证监会核准批文。公司拟募集资金14.85亿元用于智慧办公驱动系统升级扩建项目（7.29亿元）；数字化系统升级与产线智能化改造项目（2.06亿元）；捷昌全球运营中心建设项目（2.30亿元）；补充流动资金（3.47亿元）。智慧办公在北美市场的红利依然存在，欧洲和国内市场增长潜力巨大。公司近几年智慧办公产品的产能已实现充分利用。我们认为，募投项目的实施，一方面是公司顺应行业趋势扩充产能的必要举措，另一方面在欧洲设立运营中心有利于全球化战略的实施，加快欧洲市场的深度拓展，不断发掘海外业务的增长潜力。
- **疫情后海外需求逐步复苏，行业景气持续。**从国外疫情新增确诊数量来看，7月以来已基本进入平台期，8月份海外新增确诊数量有下降迹象。美国新增确诊人数7月下旬达到高点，8月以来持续下降。我们看好三季度海外需求的边际改善以及疫情后海外需求的全面恢复。站在目前的时点来看，无论是短期还是长期，线性驱动行业国外市场景气度将持续向上。而国内市场经过前期铺垫，需求端有望加速上行。2019年公司国内业务受智慧办公需求驱动营收增速超过70%。另外，

更长期来看，医疗健康领域，老龄化带动医疗和医疗器械需求稳步提升，配套的线性驱动产品具备较大增长潜力；智能家居领域，随着消费升级持续，智能家居的需求在日益提升，线性驱动系统目前多应用于电动床、功能沙发和按摩椅等智能家居品，渗透率正不断提升，增长速度较快，但国内智能家居规模仅占美国的 1/3，渗透率不足美国的 1/6，成长空间大。**我们认为线性驱动行业有望长期保持景气。**

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年实现净利润 4.49 亿元、5.08 亿元和 6.34 亿元，相对应的 EPS 分别为 1.81 元/股、2.05 元/股和 2.55 元/股，对应当前股价 PE 分别为 39 倍、34 倍和 27 倍（以总股本为 2.48 亿股计算）。维持公司“增持”投资评级。
- **风险因素：**中美贸易摩擦升温风险、全球疫情加剧风险、募投项目进展不及预期风险、政策变动风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险等。

| 重要财务指标        | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入(百万元)    | 1,115.97 | 1,407.77 | 1,929.44 | 2,568.24 | 3,183.17 |
| 增长率 YoY %     | 60.64%   | 26.15%   | 37.06%   | 33.11%   | 23.94%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 253.93   | 283.60   | 449.16   | 508.30   | 633.53   |
| 增长率 YoY%      | 60.90%   | 11.68%   | 58.38%   | 13.17%   | 24.64%   |
| 毛利率%          | 42.06%   | 35.63%   | 42.29%   | 38.53%   | 38.31%   |
| 净资产收益率 ROE%   | 24.20%   | 16.93%   | 23.06%   | 21.34%   | 21.46%   |
| EPS(摊薄)(元)    | 1.02     | 1.14     | 1.81     | 2.05     | 2.55     |
| 市盈率 P/E(倍)    | 68       | 61       | 39       | 34       | 27       |
| 市净率 P/B(倍)    | 10.95    | 9.81     | 8.15     | 6.58     | 5.30     |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 8 月 24 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>流动资产</b>    | 1,486.99 | 1,581.00 | 1,853.73 | 2,327.93 | 2,903.83 |
| 货币资金           | 562.83   | 1,081.98 | 1,234.51 | 1,493.76 | 1,882.80 |
| 应收票据           | 0.27     | 0.23     | 0.31     | 0.42     | 0.52     |
| 应收账款           | 127.67   | 144.56   | 198.12   | 263.72   | 326.86   |
| 预付账款           | 7.55     | 8.48     | 10.42    | 14.77    | 18.38    |
| 存货             | 195.94   | 282.34   | 346.94   | 491.84   | 611.84   |
| 其他             | 592.73   | 63.42    | 63.42    | 63.42    | 63.42    |
| <b>非流动资产</b>   | 430.25   | 592.26   | 756.85   | 951.62   | 1,144.47 |
| 长期股权投资         | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 固定资产(合计)       | 275.83   | 350.95   | 534.87   | 787.14   | 981.73   |
| 无形资产           | 103.36   | 78.35    | 64.46    | 57.73    | 48.02    |
| 其他             | 51.06    | 162.96   | 157.51   | 106.75   | 114.73   |
| <b>资产总计</b>    | 1,917.24 | 2,173.26 | 2,610.58 | 3,279.55 | 4,048.30 |
| <b>流动负债</b>    | 326.75   | 394.68   | 472.29   | 632.96   | 768.20   |
| 短期借款           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付票据           | 31.00    | 37.41    | 45.97    | 65.17    | 81.07    |
| 应付账款           | 201.39   | 244.24   | 300.13   | 425.48   | 529.29   |
| 其他             | 94.36    | 113.03   | 126.20   | 142.32   | 157.84   |
| <b>非流动负债</b>   | 6.99     | 11.06    | 11.06    | 11.06    | 11.06    |
| 长期借款           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他             | 6.99     | 11.06    | 11.06    | 11.06    | 11.06    |
| <b>负债合计</b>    | 333.74   | 405.74   | 483.35   | 644.02   | 779.26   |
| 少数股东权益         | 0.00     | 0.01     | 0.01     | 0.00     | 0.00     |
| 归属母公司股东权益      | 1,583.50 | 1,767.51 | 2,127.22 | 2,635.52 | 3,269.05 |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,917.24 | 2,173.26 | 2,610.58 | 3,279.55 | 4,048.30 |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 会计年度       | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入      | 1,115.97 | 1,407.77 | 1,929.44 | 2,568.24 | 3,183.17 |
| 同比(%)      | 60.64%   | 26.15%   | 37.06%   | 33.11%   | 23.94%   |
| 归属母公司净利润   | 253.93   | 283.60   | 449.16   | 508.30   | 633.53   |
| 同比(%)      | 60.90%   | 11.68%   | 58.38%   | 13.17%   | 24.64%   |
| 毛利率(%)     | 42.06%   | 35.63%   | 42.29%   | 38.53%   | 38.31%   |
| ROE%       | 24.20%   | 16.93%   | 23.06%   | 21.34%   | 21.46%   |
| EPS(摊薄)(元) | 1.02     | 1.14     | 1.81     | 2.05     | 2.55     |
| P/E        | 68       | 61       | 39       | 34       | 27       |
| P/B        | 10.95    | 9.81     | 8.15     | 6.58     | 5.30     |
| EV/EBITDA  | 25.61    | 32.77    | 29.63    | 25.51    | 20.28    |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>营业总收入</b>    | 1,115.97 | 1,407.77 | 1,929.44 | 2,568.24 | 3,183.17 |
| 营业成本            | 646.57   | 906.18   | 1,113.52 | 1,578.59 | 1,963.76 |
| 营业税金及附加         | 9.77     | 10.69    | 14.08    | 18.75    | 23.24    |
| 销售费用            | 71.10    | 94.68    | 121.55   | 163.08   | 190.99   |
| 管理费用            | 60.06    | 64.32    | 92.61    | 117.37   | 144.83   |
| 研发费用            | 49.30    | 82.30    | 112.87   | 150.76   | 175.07   |
| 财务费用            | -9.67    | -12.53   | -9.86    | -11.09   | -13.36   |
| 减值损失合计          | 11.15    | 0.46     | 3.23     | 4.11     | 4.92     |
| 投资净收益           | 0.00     | 17.25    | 10.00    | 9.08     | 12.11    |
| 其他              | 21.50    | 47.00    | 30.85    | 35.60    | 33.22    |
| <b>营业利润</b>     | 299.18   | 325.92   | 522.26   | 591.36   | 739.06   |
| 营业外收支           | 0.59     | 6.31     | 6.15     | 6.64     | 6.26     |
| <b>利润总额</b>     | 299.77   | 332.23   | 528.42   | 598.00   | 745.32   |
| 所得税             | 45.84    | 48.64    | 79.26    | 89.70    | 111.80   |
| <b>净利润</b>      | 253.93   | 283.60   | 449.16   | 508.30   | 633.52   |
| 少数股东损益          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | -0.01    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 253.93   | 283.60   | 449.16   | 508.30   | 633.53   |
| EBITDA          | 329.27   | 378.08   | 585.23   | 679.82   | 855.20   |
| EPS(当年)(元)      | 2.10     | 1.60     | 1.81     | 2.05     | 2.55     |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2018A   | 2019A    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 222.92  | 222.00   | 453.33  | 526.66  | 679.46  |
| 净利润            | 253.93  | 283.60   | 449.16  | 508.30  | 633.52  |
| 折旧摊销           | 29.24   | 45.65    | 56.81   | 81.83   | 109.88  |
| 财务费用           | 0.25    | 0.19     | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资损失           | 0.00    | -17.25   | -10.00  | -9.08   | -12.11  |
| 营运资金变动         | -73.65  | -96.02   | -45.09  | -57.66  | -55.81  |
| 其它             | 13.15   | 5.83     | 2.45    | 3.27    | 3.97    |
| <b>投资活动现金流</b> | -703.06 | 377.59   | -211.35 | -267.41 | -290.41 |
| 资本支出           | -148.42 | -169.86  | -221.35 | -276.49 | -302.52 |
| 长期投资           | 0.00    | 1,162.61 | 10.00   | 9.08    | 12.11   |
| 其他             | -554.64 | -615.16  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 808.20  | -88.56   | -89.45  | 0.00    | 0.00    |
| 吸收投资           | 808.20  | 33.82    | -0.73   | 0.00    | 0.00    |
| 借款             | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 支付利息或股息        | 0.00    | 122.38   | 88.72   | 0.00    | 0.00    |
| <b>现金流净增加额</b> | 329.41  | 514.74   | 152.54  | 259.25  | 389.04  |

## 研究团队简介

**罗政**，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

**刘卓**，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

**刘崇武**，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 唐 蕾 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |
| 华北 | 魏 冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com     |
| 华东 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 张思莹 | 13052269623 | zhangsiying@cindasc.com  |
| 华东 | 吴 国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com      |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 袁晓信 | 13636578577 | yuanxiaoxin@cindasc.com  |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南 | 杨诗茗 | 13822166842 | yangshiming@cindasc.com  |
| 华南 | 陈 晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                           | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|-----------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                     | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                     | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                     | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。