

捷昌驱动 (603583)

证券研究报告

2021年08月26日

业绩符合预期，办公桌 B 端订单预计逐步修复

公司公布半年报，业绩符合预期：1) 2021 年 H1 实现营业收入 10.08 亿元，同比+19.09%，归母净利润 1.54 亿元，同比-37.65%，扣非归母 1.38 亿元，同比-34.48%，经营活动现金净流出 0.96 亿元，基本每股收益 0.44 元；2) 2021 年 Q2 实现营收 5.57 亿元，同比+10.07%，归母净利润 0.89 亿元，同比-53.44%，同比降幅较大主要原因系 2020Q2 中美贸易关税豁免及部分关税返还。

1) 公司上半年毛利率为 29.79%，yoy-16.98pct，净利率 15.18%，yoy-13.93pct，降幅主要原因系 20Q2 关税恢复为 25%，同时受到原材料钢材上涨、以及人民币汇率升值等影响；期间费用管控良好，销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.39%/4.46%/-2.12%/7.12%，同比分别 -2.20pct/-0.63pct/+0.10pct/+1.84pct；2) Q2 毛利率为 29.12%，yoy-25.99pct，净利率 15.99%，yoy-21.98pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.69%/3.66%/-2.46%/7.08%，同比分别-2.88pct/-0.12pct/-0.48pct/+1.42pct。

智慧办公产品渗透率仍有较大提升空间，B 端订单边际改善：根据我们的测算，21 年美国市场空间为 17%左右，未来渗透率仍有较大提升空间。为缓解疫情对经济的负面影响，美国降低银行贷款率，进一步刺激办公家具市场，新的办公楼建设预计逐步起量，下半年将对公司 B 端可升降办公桌订单带来边际改善。

马来西亚工厂预计下半年开始投产，对毛利率具有一定修复作用：下半年马来西亚工厂预计将在封国取消后进行投产，50 万套可升降办公桌系统将销往北美、东南亚及南美市场，公司在当地属外商投资，享税收优惠政策，预计下半年毛利率预计将得到一定修复，业绩有望获得改善。

收购 LEG 进军欧洲市场：公司于今年 5 月收购 LEG 公司 100%股权，LEG 作为欧洲老牌升降驱动系统企业具有显著的研发优势，产品属于行业内顶尖水平，并且具备较高的专利壁垒，本次收购有望树立企业在欧美高端市场的品牌形象，有助于公司的行业地位和市场份额得到进一步提升。

下游延展性强，医疗、工业领域不断发力：今年医疗领域线性驱动产品前景广阔，工业领域光伏推杆预计将有较大发力，多点布局打开第二成长曲线。

盈利预测：综合考虑下游景气度、公司基本面情况，我们调整盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.6 亿、6.1 亿（前值 6.4 亿）和 7.8 亿（前值 8.6 亿），对应 PE 分别为 42、32、25X，持续重点推荐，维持“买入”评级。

风险提示：美国加征关税、宏观经济变化及下游行业周期性波动、人民币汇率波动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,407.77	1,868.27	2,505.80	3,209.13	4,117.35
增长率(%)	26.15	32.71	34.12	28.07	28.30
EBITDA(百万元)	392.84	598.86	519.11	690.02	907.32
净利润(百万元)	283.60	405.43	461.86	607.21	780.93
增长率(%)	11.68	42.96	13.92	31.47	28.61
EPS(元/股)	0.74	1.06	1.21	1.59	2.04
市盈率(P/E)	68.81	48.14	42.25	32.14	24.99
市净率(P/B)	11.04	5.46	3.60	3.34	3.06
市销率(P/S)	13.86	10.45	7.79	6.08	4.74
EV/EBITDA	17.21	30.66	29.03	21.75	16.07

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 电气设备/电气自动化设备

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 53.66 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	381.92
流通 A 股股本(百万股)	241.47
A 股总市值(百万元)	20,493.60
流通 A 股市值(百万元)	12,957.47
每股净资产(元)	9.48
资产负债率(%)	36.29
一年内最高/最低(元)	101.00/42.45

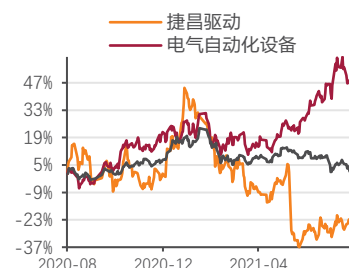
作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《捷昌驱动-首次覆盖报告:行业市场空间全测算，线性驱动龙头畅游智慧蓝海》 2021-06-12

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,081.98	2,125.32	3,734.59	3,815.40	4,272.91
应收票据及应收账款	144.56	146.63	243.16	256.04	384.44
预付账款	8.48	12.86	14.12	20.19	23.53
存货	282.34	385.76	558.77	642.29	888.01
其他	63.65	694.58	688.50	711.23	718.77
流动资产合计	1,581.00	3,365.15	5,239.15	5,445.14	6,287.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	350.95	572.52	601.10	676.02	732.72
在建工程	126.77	127.55	194.28	346.00	347.20
无形资产	78.35	88.66	84.53	80.40	76.28
其他	36.20	59.33	81.07	60.37	30.00
非流动资产合计	592.26	848.05	960.98	1,162.79	1,186.19
资产总计	2,173.26	4,213.21	6,200.13	6,607.94	7,473.85
短期借款	0.00	99.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	281.65	351.05	548.51	595.36	862.06
其他	113.03	176.65	217.14	161.70	225.37
流动负债合计	394.68	626.70	765.65	757.06	1,087.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.06	9.34	10.22	10.00	10.00
非流动负债合计	11.06	9.34	10.22	10.00	10.00
负债合计	405.74	636.03	775.87	767.06	1,097.44
少数股东权益	0.01	2.10	1.53	0.52	(1.21)
股本	177.50	272.82	381.92	381.92	381.92
资本公积	926.42	2,344.15	3,734.15	3,734.15	3,734.15
留存收益	1,618.34	3,352.78	5,040.82	5,458.45	5,995.71
其他	(954.75)	(2,394.67)	(3,734.15)	(3,734.15)	(3,734.15)
股东权益合计	1,767.52	3,577.18	5,424.26	5,840.88	6,376.42
负债和股东权益总计	2,173.26	4,213.21	6,200.13	6,607.94	7,473.85

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	283.60	403.92	461.86	607.21	780.93
折旧摊销	45.65	52.17	58.81	77.49	96.23
财务费用	0.19	2.24	(51.89)	(69.65)	(74.62)
投资损失	(17.25)	(4.25)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	423.48	53.36	(46.17)	(113.79)	(24.42)
其它	(513.67)	(12.80)	(0.58)	(1.01)	(1.73)
经营活动现金流	222.00	494.63	417.04	495.26	771.40
资本支出	192.68	285.93	149.12	300.22	150.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	184.92	(2,140.73)	(294.12)	(595.22)	(295.00)
投资活动现金流	377.59	(1,854.80)	(145.00)	(295.00)	(145.00)
债权融资	2.93	103.37	2.91	3.40	3.56
股权融资	35.36	1,497.16	1,601.51	69.65	74.62
其他	(126.86)	(124.96)	(267.19)	(192.50)	(247.07)
筹资活动现金流	(88.56)	1,475.57	1,337.23	(119.45)	(168.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	511.03	115.40	1,609.27	80.81	457.50

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,407.77	1,868.27	2,505.80	3,209.13	4,117.35
营业成本	906.18	1,133.85	1,619.20	2,058.96	2,623.36
营业税金及附加	10.69	9.84	20.05	25.67	32.94
营业费用	94.68	97.78	162.88	205.38	259.39
管理费用	64.32	87.97	110.26	137.99	172.93
研发费用	49.30	82.30	137.82	173.29	222.34
财务费用	(12.53)	(6.30)	(51.89)	(69.65)	(74.62)
资产减值损失	0.41	(1.85)	0.30	0.30	0.30
公允价值变动收益	0.00	2.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.25	4.25	5.00	5.00	5.00
其他	(48.44)	(16.62)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	325.92	474.67	542.19	712.18	915.71
营业外收入	8.87	0.74	1.50	2.00	2.00
营业外支出	2.56	3.75	1.00	1.00	1.00
利润总额	332.23	471.67	542.69	713.18	916.71
所得税	48.64	67.75	81.40	106.98	137.51
净利润	283.60	403.92	461.29	606.21	779.20
少数股东损益	(0.00)	(1.51)	(0.58)	(1.01)	(1.73)
归属于母公司净利润	283.60	405.43	461.86	607.21	780.93
每股收益(元)	0.74	1.06	1.21	1.59	2.04

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	26.15%	32.71%	34.12%	28.07%	28.30%
营业利润	8.94%	45.64%	14.22%	31.35%	28.58%
归属于母公司净利润	11.68%	42.96%	13.92%	31.47%	28.61%
获利能力					
毛利率	35.63%	39.31%	35.38%	35.84%	36.29%
净利率	20.15%	21.70%	18.43%	18.92%	18.97%
ROE	16.05%	11.34%	8.52%	10.40%	12.24%
ROIC	26.88%	64.46%	48.49%	56.01%	53.67%
偿债能力					
资产负债率	18.67%	15.10%	12.51%	11.61%	14.68%
净负债率	-61.05%	-56.52%	-68.80%	-65.26%	-66.96%
流动比率	4.01	5.37	6.84	7.19	5.78
速动比率	3.29	4.75	6.11	6.34	4.97
营运能力					
应收账款周转率	10.33	12.83	12.86	12.86	12.86
存货周转率	5.89	5.59	5.31	5.34	5.38
总资产周转率	0.69	0.59	0.48	0.50	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.74	1.06	1.21	1.59	2.04
每股经营现金流	0.58	1.30	1.09	1.30	2.02
每股净资产	4.63	9.36	14.20	15.29	16.70
估值比率					
市盈率	68.81	48.14	42.25	32.14	24.99
市净率	11.04	5.46	3.60	3.34	3.06
EV/EBITDA	17.21	30.66	29.03	21.75	16.07
EV/EBIT	19.38	33.55	32.74	24.50	17.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com