

办公桌推杆和汽车电动尾门放量， 三季度盈利能力有望迎来拐点

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年上半年实现营收 7.7 亿元 (+58.9%)，归母净利润 6039 万元 (-11.4%)，扣非后归母净利润 4835 万元 (-25.2%)。2021 年二季度实现营收 4.2 亿元 (+65.0%)，归母净利润 2425 万元 (-39.3%)，扣非后归母净利润 1635 万元 (-57.4%)。
- **营收快速增长，原材料价格上涨等因素使盈利能力承压。** 2021 年 Q2 海外市场从疫情中持续恢复，沙发推杆和办公桌推杆需求快速复苏；同时公司汽车尾门快速放量，规模实现了三位数增长。但是受大宗商品材料价格大幅上涨、海运费用上涨、人民币对美元升值等影响，公司盈利能力持续下滑，Q2 毛利率为 21.2%，同比下滑 10.4%，环比下滑 3.9%，净利率为 5.8%，同比下滑 10.0%，环比下滑 4.4%。
- **办公桌推杆和汽车尾门是中期增长极。** 升降办公桌行业仍处于快速增长期，预计未来几年行业增速在 30% 以上，公司在该业务板块积极的资源投放也迎来了较好结果：上半年公司在海外陆续锁定两家头部客户；新产品儿童升降学习桌推杆开发成功，预计明年开始贡献较为可观的出货量，定价和利润率也高于普通的办公桌推杆产品。汽车尾门领域公司今年目标是实现翻番增长，随着尾门业务迁移到新厂区独立的楼栋，该业务也将迎来新的发展阶段。
- **三季度有望迎来盈利能力拐点。** 公司办公桌推杆、汽车尾门业务之前规模相对较小，但随着公司新厂房投产，公司产能问题解决，预计这两块业务将迎来加速增长，规模效应预计在下半年开始体现；从上半年情况来看，公司汽车尾门业务规模效应已经显现，毛利率持续上升，近两个月已经实现扭亏。此外，公司从 7 月开始的提价、原材料价格上行趋势减弱也有望促使公司从三季度开始盈利能力迎来拐点。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.5/2.2/2.9 亿元，对应 PE 25/17/13 倍，看好公司在线性驱动优质赛道上的发展潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧；新产品开发不及预期；汇兑损失；上游原材料涨价；国际航运价格上涨。

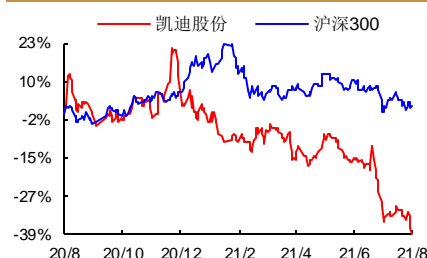
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1271.94	1766.95	2312.11	2990.04
增长率	4.12%	38.92%	30.85%	29.32%
归属母公司净利润 (百万元)	172.52	150.64	217.66	291.26
增长率	-20.07%	-12.68%	44.49%	33.81%
每股收益 EPS (元)	2.44	2.13	3.08	4.12
净资产收益率 ROE	8.76%	7.28%	9.71%	11.81%
PE	21	25	17	13
PB	1.88	1.79	1.65	1.50

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
 执业证号: S1250521050002
 电话: 021-58351893
 邮箱: tgl@swsc.com.cn
 联系人: 赵千里
 电话: 021-58351929
 邮箱: zhaoql@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)	0.71
流通 A 股(亿股)	0.17
52 周内股价区间(元)	52.42-147.69
总市值(亿元)	37.06
总资产(亿元)	27.72
每股净资产(元)	39.36

相关研究

1. 凯迪股份 (605288): 出口高景气支撑营收快速增长, 选品和研发能力树立行业新标杆 (2021-05-05)
2. 凯迪股份 (605288): 三季度汇兑损失影响业绩, 股权激励落地体现长期发展信心 (2020-11-01)

关键假设:

假设 1: 考虑到疫情对全球经济影响逐渐消退, 公司智能家居驱动系统需求将得到恢复, 我们预计 2021-2023 年三年该系列产品营收为 11.5 亿元 (+28%)、13.2 亿元 (+15%)、14.8 亿元 (+12%); 三年毛利率分别维持在 24.0%、25.0%、25.0%;

假设 2: 考虑疫情对全球经济影响逐渐消退, 公司智慧办公驱动系统需求将得到恢复, 该产品线 2021-2023 年营收分别为 5 亿元 (+57%)、7.5 亿元 (+50%)、10.1 亿元 (+35%); 三年毛利率分别维持在 24.0%、25.0%、25.0%;

假设 3: 电动尾门驱动系统经过长期技术和客户积累, 未来三年预计迎来爆发, 2021-2023 年三年营收规模为 1.0 亿元 (+126%)、2 亿元 (+100%)、3 亿元 (+50%); 三年毛利率分别维持在 24.0%、25.0%、25.0%;

假设 4: 光伏跟踪支架作为公司的新产品, 2021 年开始销售, 预计 2021-2023 年三年营收规模为 400 万元、1000 万元 (+150%)、2000 万元 (+100%); 三年毛利率分别维持在 24.0%、25.0%、25.0%;

假设 5: 无人小车作为公司的新产品, 2021 年开始实现放量, 预计 2021-2023 年三年营收规模为 160 万元、1600 万元 (+900%)、1.6 亿元 (+900%); 三年毛利率分别维持在 24.0%、25.0%、25.0%;

假设 6: 其他业务 2021-2023 年维持 20% 营收增速, 毛利率同 2020 年持平。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
智能家居驱动系统	收入	900.00	1,150.00	1,322.50	1,481.20
	增速	6%	28%	15%	12%
	毛利率	31.43%	24.00%	25.00%	25.00%
智慧办公驱动系统	收入	318.21	500.00	750.00	1012.50
	增速	0%	57%	50%	35%
	毛利率	31.43%	24.00%	25.00%	25.00%
电动尾门驱动系统	收入	44.26	100.00	200.00	300.00
	增速	8%	126%	100%	50%
	毛利率	31.43%	24.00%	25.00%	25.00%
光伏跟踪支架	收入		4.00	10.00	20.00
	增速			150%	100%
	毛利率		24.00%	25.00%	25.00%
无人小车	收入		1.60	16.00	160.00
	增速			900%	900%
	毛利率		24.00%	25.00%	25.00%
其他业务	收入	9.46	11.35	13.62	16.35
	增速	72%	20%	20%	20%
	毛利率	59.83%	59.83%	59.83%	59.83%
合计	收入	1,271.94	1,766.95	2,312.12	2,990.05
	增速	4.12%	38.92%	30.85%	29.32%
	毛利率	31.64%	24.23%	25.21%	25.19%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1271.94	1766.95	2312.11	2990.04	净利润	172.52	150.64	217.66	291.26
营业成本	869.45	1332.02	1721.19	2227.05	折旧与摊销	32.25	46.75	61.04	61.04
营业税金及附加	7.91	11.96	15.42	19.82	财务费用	19.78	2.51	-15.52	-18.54
销售费用	50.01	86.58	122.49	155.82	资产减值损失	-7.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	58.32	87.17	119.08	140.01	经营营运资本变动	-66.20	154.36	-69.44	10.19
财务费用	19.78	2.51	-15.52	-18.54	其他	-92.63	-15.15	-10.77	-12.31
资产减值损失	-7.79	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	57.94	339.11	182.98	331.65
投资收益	9.54	10.49	11.54	12.70	资本支出	-251.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-240.70	153.91	-36.26	28.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-492.35	153.91	-36.26	28.63
营业利润	209.35	180.17	260.19	348.20	短期借款	-193.55	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.61	-1.21	-1.38	-1.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	206.74	178.96	258.81	346.67	股权融资	1106.70	-0.01	0.00	0.00
所得税	34.22	28.32	41.15	55.41	支付股利	0.00	-51.76	-45.19	-65.30
净利润	172.52	150.64	217.66	291.26	其他	-23.10	-2.01	15.52	18.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	890.05	-53.78	-29.67	-46.76
归属母公司股东净利润	172.52	150.64	217.66	291.26	现金流量净额	448.59	439.24	117.05	313.53
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	611.01	1050.25	1167.30	1480.82	成长能力				
应收和预付款项	374.69	554.07	724.74	929.75	销售收入增长率	4.12%	38.92%	30.85%	29.32%
存货	267.15	387.48	514.80	661.47	营业利润增长率	-17.21%	-13.94%	44.42%	33.82%
其他流动资产	723.59	527.17	577.74	578.62	净利润增长率	-20.07%	-12.68%	44.49%	33.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-5.02%	-12.23%	33.25%	27.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	493.05	448.97	390.59	332.22	毛利率	31.64%	24.61%	25.56%	25.52%
无形资产和开发支出	105.42	103.16	100.90	98.65	三费率	10.07%	9.98%	9.78%	9.27%
其他非流动资产	12.30	11.88	11.47	11.05	净利率	13.56%	8.53%	9.41%	9.74%
资产总计	2587.19	3082.98	3487.53	4092.57	ROE	8.76%	7.28%	9.71%	11.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.67%	4.89%	6.24%	7.12%
应付和预收款项	553.10	864.00	1120.06	1450.69	ROIC	25.48%	19.87%	28.12%	36.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.55%	12.98%	13.22%	13.07%
其他负债	64.90	150.41	126.44	174.88	营运能力				
负债合计	618.00	1014.41	1246.50	1625.57	总资产周转率	0.64	0.62	0.70	0.79
股本	50.50	70.69	70.69	70.69	固定资产周转率	6.42	5.51	5.51	8.27
资本公积	1342.46	1322.27	1322.27	1322.27	应收账款周转率	4.16	4.16	4.06	4.04
留存收益	606.90	705.79	878.26	1104.22	存货周转率	3.73	3.98	3.77	3.75
归属母公司股东权益	1969.19	2068.56	2241.03	2467.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1969.19	2068.56	2241.03	2467.00	资产负债率	23.89%	32.90%	35.74%	39.72%
负债和股东权益合计	2587.19	3082.98	3487.53	4092.57	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.31	2.54	2.44	2.28
					速动比率	2.87	2.15	2.02	1.86
					股利支付率	0.00%	34.36%	20.76%	22.42%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	261.38	229.42	305.71	390.71	每股收益	2.44	2.13	3.08	4.12
PE	21.48	24.60	17.02	12.72	每股净资产	27.86	29.26	31.70	34.90
PB	1.88	1.79	1.65	1.50	每股经营现金	0.82	4.80	2.59	4.69
PS	2.91	2.10	1.60	1.24	每股股利	0.00	0.73	0.64	0.92
EV/EBITDA	5.35	9.42	6.53	4.35					
股息率	0.00%	1.40%	1.22%	1.76%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn