

2021年04月30日

证券研究报告·2020年报和2021一季报点评

凯迪股份 (605288) 电气设备

买入 (维持)

当前价: 109.01 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

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

投资要点

- **业绩总结:** 1) 公司2020年实现营收12.7亿元(+4.1%), 归母净利润1.7亿元(-20.1%), 扣非后归母净利润1.6亿元(-20.1%)。公司2020年四季度实现营收4.7亿元(+29.3%), 归母净利润6719万元(-4.1%)。2) 公司2021年一季度实现营收3.5亿元(+52.3%), 归母净利润3614万元(+28.0%), 扣非后归母净利润3200万元(+22.1%)。
- **出口高景气是营收高速增长的主因, 美国关税、原材料价格上涨、汇兑损失使盈利能力承压。** 2020年Q4和2021年Q1海外市场从疫情中持续恢复, 公司主营产品沙发推杆需求复苏, 公司产品持续处于供不应求状态, 两个季度公司营收都实现了高速增长。但是公司盈利能力下滑, 两个季度公司毛利率分别为31.0%(-5.4%)、25.1%(-5.7%), 净利率分别为14.4%(-5.0%)、10.2%(-1.9%), 主因包括: 1) 公司的升降办公桌产品、沙发推杆产品对美国出口加征关税已经分别于去年8月和今年1月恢复, 使得成本增加; 2) 去年Q4以来钢材、塑料粒子等原材料价格涨幅较大, 公司成本增加; 3) 美元对人民币持续贬值, 公司2020年Q4和2021年Q1财务费用比同期分别增加约1200万、400万。
- **新厂区落成解决产能瓶颈, 优秀的选品和研发能力树立行业新标杆。** 目前公司IPO项目募投产能项目土建工作已经完成, 正在进行设备搬入。新厂区的落成彻底解决了困扰公司的产能瓶颈问题, 为公司未来几年发展打下良好的基础。身处新兴应用层出不穷的线性驱动行业, 公司锐意进取, 近期光伏跟踪支架推杆、无人配送小车推杆等新产品持续落地, 体现了公司优秀的选品和新品研发能力。根据Wood Mackenzie披露的数据, 2019年全球跟踪支架渗透率为29.3%, 出货量达到35.2GW, 按照0.68元/W的单价估算, 2019年行业规模为239.4亿元, 未来发展将受益于光伏装机量增长和跟踪支架渗透率提升。在物流配送压力不断增大和国内适龄劳动人口不断减少的背景下, 无人配送是解决物流配送“最后一公里”痛点的重要方式, 根据36氪创投研究院的结果显示, 无人配送总体市场规模至少在3040亿-5090亿之间, 目前国内的京东、菜鸟等巨头公司都已入局, 巨头强大的资源整合能力以及技术成熟带来的成本下降将大大加速行业的发展。
- **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2.04/2.62/3.15亿元, 对应PE 27/21/17倍, 公司优秀的选品和新品研发能力将支撑公司未来的快速发展, 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。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1271.94	1852.95	2349.61	2944.98
增长率	4.12%	45.68%	26.80%	25.34%
归属母公司净利润(百万元)	172.52	203.69	261.56	314.81
增长率	-20.07%	18.07%	28.41%	20.36%
每股收益EPS(元)	3.42	4.03	5.18	6.23
净资产收益率ROE	8.76%	9.37%	10.74%	11.45%
PE	32	27	21	17
PB	2.80	2.53	2.26	2.00

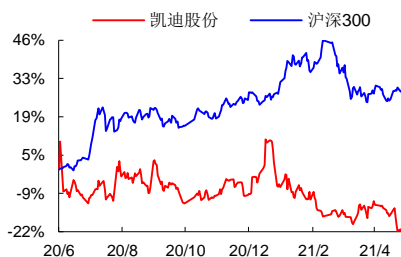
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
 执业证号: S1250520100002
 电话: 021-58351923
 邮箱: hch@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)	0.51
流通A股(亿股)	0.12
52周内股价区间(元)	103.6-147.69
总市值(亿元)	55.05
总资产(亿元)	27.14
每股净资产(元)	39.81

相关研究

1. 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)
2. 凯迪股份(605288): 疫情影响上半年业绩, 看好公司下半年业绩恢复和电动尾门发展 (2020-08-18)
3. 凯迪股份(605288): 智能家居线性驱动系统龙头, 办公、汽车应用助力二次腾飞 (2020-07-23)

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 10.8 亿元 (+20%)、12.4 亿元 (+15%)、13.9 亿元 (+12%)；三年毛利率分别维持在 27.0%、27.0%、26.0%；

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 4.6 亿元 (+45%)、6.0 亿元 (+30%)、7.2 亿元 (+20%)；三年毛利率分别维持在 27.0%、27.0%、26.0%；

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%)、1.8 亿元 (+80%)、2.7 亿元 (+50%)；三年毛利率分别维持在 27.0%、27.0%、26.0%；

假设 4：光伏跟踪支架作为公司的新产品，2021 年开始实现放量，预计 2021-2023 年三年营收规模为 2.0 亿元、3.0 亿元 (+50%)、3.9 亿元 (+30%)；三年毛利率分别维持在 27.0%、27.0%、26.0%；

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 27.0%、27.0%、26.0%；

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	1,080.00	1,242.00	1,391.04
	增速	6%	20%	15%	12%
	毛利率	31.43%	27.00%	27.00%	26.00%
智慧办公驱动系统	收入	318.21	460.00	598.00	717.60
	增速	0%	45%	30%	20%
	毛利率	31.43%	27.00%	27.00%	26.00%
电动尾门驱动系统	收入	44.26	100.00	180.00	270.00
	增速	8%	126%	80%	50%
	毛利率	31.43%	27.00%	27.00%	26.00%
光伏跟踪支架	收入		200.00	300.00	390.00
	增速			50%	30%
	毛利率		27.00%	27.00%	26.00%
无人小车	收入		1.60	16.00	160.00
	增速			900%	900%
	毛利率		27.00%	27.00%	26.00%
其他业务	收入	9.46	11.35	13.62	16.35
	增速	72%	20%	20%	20%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利率	59.83%	59.83%	59.83%	59.83%
合计	收入	1,271.94	1,852.95	2,349.62	2,944.99
	增速	4.12%	45.68%	26.80%	25.34%
	毛利率	31.64%	27.20%	27.19%	26.19%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1271.94	1852.95	2349.61	2944.98	净利润	172.52	203.69	261.56	314.81
营业成本	869.45	1342.13	1702.60	2163.97	折旧与摊销	32.25	46.75	61.04	61.04
营业税金及附加	7.91	12.54	15.67	19.52	财务费用	19.78	2.58	-17.43	-21.81
销售费用	50.01	90.79	124.48	153.48	资产减值损失	-7.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	58.32	91.41	121.01	137.90	经营营运资本变动	-56.89	132.51	-60.92	20.92
财务费用	19.78	2.58	-17.43	-21.81	其他	-101.94	-10.49	-11.54	-12.70
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	375.04	232.72	362.25
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	243.19	312.39	376.22	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	241.98	311.01	374.69	股权融资	1106.70	0.00	0.00	0.00
所得税	34.22	38.29	49.45	59.89	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	172.52	203.69	261.56	314.81	其他	-23.10	-2.08	17.43	21.81
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	-2.08	17.43	21.81
归属母公司股东净利润	172.52	203.69	261.56	314.81	现金流量净额	448.59	526.87	213.88	412.70
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	611.01	1137.87	1351.76	1764.46	成长能力				
应收和预付款项	374.69	580.44	735.99	915.42	销售收入增长率	4.12%	45.68%	26.80%	25.34%
存货	267.15	385.53	500.43	631.23	营业利润增长率	-17.21%	16.16%	28.45%	20.43%
其他流动资产	723.59	529.14	578.44	577.71	净利润增长率	-20.07%	18.07%	28.41%	20.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-5.02%	11.92%	21.70%	16.70%
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%	27.57%	27.54%	26.52%
无形资产和开发支出	105.42	103.16	100.90	98.65	三费率	10.07%	9.97%	9.71%	9.15%
其他非流动资产	12.30	11.88	11.47	11.05	净利率	13.56%	10.99%	11.13%	10.69%
资产总计	2587.19	3196.99	3669.58	4330.74	ROE	8.76%	9.37%	10.74%	11.45%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.67%	6.37%	7.13%	7.27%
应付和预收款项	553.10	872.22	1109.33	1410.45	ROIC	25.48%	26.30%	33.02%	38.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.55%	15.79%	15.15%	14.11%
其他负债	64.90	151.39	125.30	170.54	营运能力				
负债合计	618.00	1023.61	1234.64	1580.99	总资产周转率	0.64	0.64	0.68	0.74
股本	50.50	50.50	50.50	50.50	固定资产周转率	6.42	5.78	5.60	8.15
资本公积	1342.46	1342.46	1342.46	1342.46	应收账款周转率	4.16	4.24	4.00	3.98
留存收益	606.90	810.60	1072.16	1386.96	存货周转率	3.80	4.11	3.84	3.82
归属母公司股东权益	1969.19	2173.38	2434.94	2749.75	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	2173.38	2434.94	2749.75	资产负债率	23.89%	32.02%	33.65%	36.51%
负债和股东权益合计	2587.19	3196.99	3669.58	4330.74	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.31	2.63	2.61	2.49
					速动比率	2.87	2.24	2.20	2.09
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	3.42	4.03	5.18	6.23
					每股净资产	38.99	43.04	48.22	54.45
					每股经营现金	1.15	7.43	4.61	7.17
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	261.38	292.52	356.01	415.45					
PE	31.91	27.03	21.05	17.49					
PB	2.80	2.53	2.26	2.00					
PS	4.33	2.97	2.34	1.87					
EV/EBITDA	16.28	13.24	10.14	7.74					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@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
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	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