

非公开发行过会，贸易摩擦不改公司成长逻辑

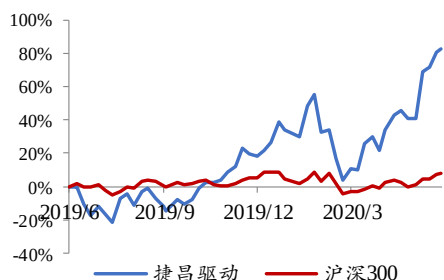
投资评级：买入（维持）

事件：8月3日晚公司发布公告，非公开发行股票申请获得中国证监会发审委审核通过。

报告日期：2020-08-04

收盘价（元）	57.50
近12个月最高/最低（元）	60.54/20.44
总股本（百万股）	248
流通股本（百万股）	148
流通股比例（%）	59.55
总市值（亿元）	143
流通市值（亿元）	85

公司价格与沪深300走势比较



分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

联系人：郭倩倩

执业证书号：S0010120070013

相关报告

1、《新兴成长赛道，稳健优质龙头》2020-06-24

➤ 加码智慧办公解决产能瓶颈，运营中心建设打造全球化版图

非公开发行拟募集14.85亿元，分别投向智慧办公产品扩产（7.16亿）、数字化系统升级与智能化改造（2.22亿）、全球化运营中心（2亿）、补充流动资金（3.47亿）四大项目。①公司2017-2019年智慧办公业务产能利用率在110%-120%，募投项目达产后产能翻倍，有望彻底消除供给瓶颈。②公司目前主要客户在北美，而欧洲智慧办公市场体量巨大，国内市场也处于爆发式增长的初期，在欧洲与国内设立运营中心并建立本土化营销团队，有望快速实现新兴市场突破。

➤ 关税豁免申请具备不确定性，海外工厂投建有望规避贸易摩擦风险

2017-2019年公司对美出口业务占营收比例分别为57%/60%/47%，根据Billig Code 3290-F0文件，关税豁免期限截止2020年8月7日，到期前公司与北美客户须重新发起关税排除申请，能否通过存在不确定性。我们认为即使重新加征关税（25%），只会产生短期冲击，随着马来西亚工厂投产，有望逐步规避关税影响，不改公司长期成长逻辑。

➤ 全球线性驱动领导者，新兴市场&多场景爆发驱动业绩快速增长

公司是全球线性驱动领导者，位于高景气智慧办公、医疗养老、智能家居赛道，持续开拓新兴市场与应用领域，2012-2019年营收CAGR 48%，净利润CAGR 55%。贸易摩擦与疫情扰动下，份额逆势提升印证下游高景气与公司强客户粘性。未来3年北美智慧办公渗透率加速提升，叠加欧洲市场开拓、国内市场培育，智慧办公业务有望保持30%以上增长。公司前瞻布局医疗养老、智能家居、工业品等板块，有望逐步接力智慧办公业务，形成新的增长点。

投资建议：

预计公司2020-2022年分别实现净利润4.29/4.75/6.13亿元，同比增速分别为51%/10%/29%，对应PE33X/30X/23X。维持“买入”评级。

风险提示

1、贸易摩擦加剧；2、疫情反复影响B端需求；3、欧洲市场智慧办公业务开拓低于预期；4、医疗养老业务渠道开拓低于预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1408	1854	2502	3256
收入同比(%)	26.15	31.70	34.95	30.14
归属母公司净利润	284	429	475	613
净利润同比(%)	11.68	51.18	10.77	28.99
毛利率(%)	35.63	39.52	39.83	38.87
ROE(%)	16.05	19.52	17.77	18.65
每股收益(元)	1.14	1.72	1.91	2.45
P/E	50.37	33.34	30.17	23.44
P/B	8.08	8.36	6.89	5.61
EV/EBITDA	30.91	31.46	22.47	16.75

资料来源: wind, 华安证券研究所

附录：公司财务与经营数据

图表 1 非公开发行募投项目

项目名称	投资金额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
智慧办公驱动系统升级扩建项目	7.29	7.16
数字化系统升级与产线智能化改造项目	2.06	2.00
捷昌全球运营中心建设项目	2.30	2.22
补充流动资金	3.47	3.47
合计	15.12	14.85

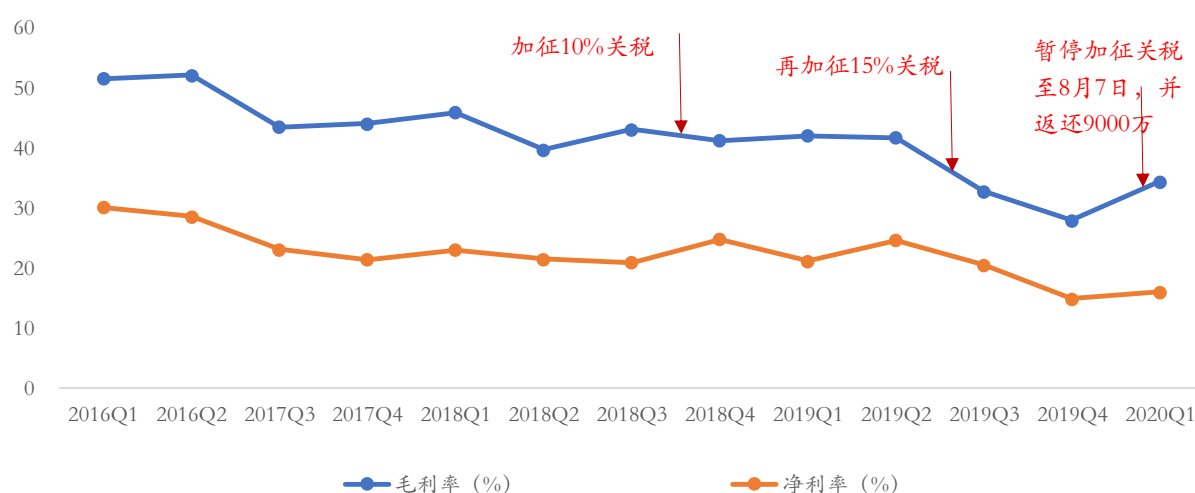
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 公司智慧办公驱动系统产能利用率

指标	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年	2017 年
产能 (万套)	25	95.68	85	34.56
产量 (万套)	22.31	106.26	95.11	44.31
产能利用率	89.26%	111.06%	111.90%	128.21%

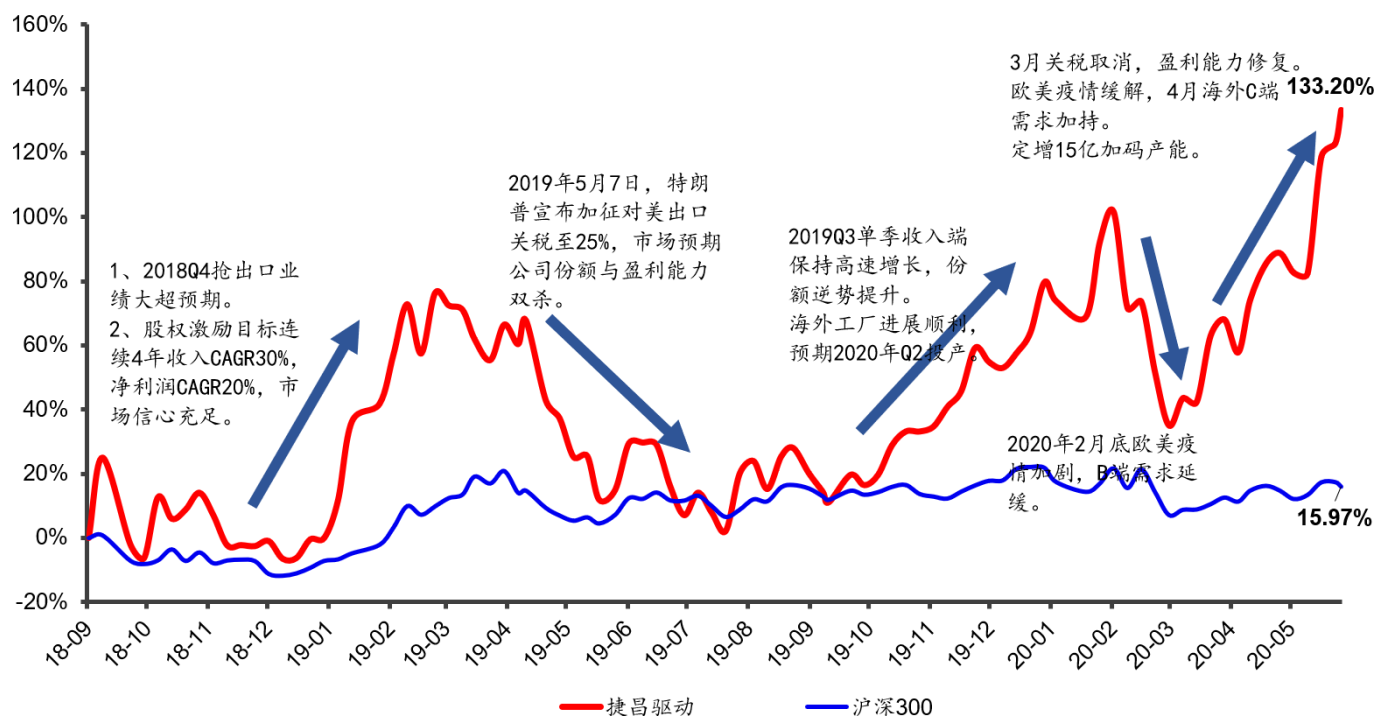
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司被加征关税历史与盈利能力变化



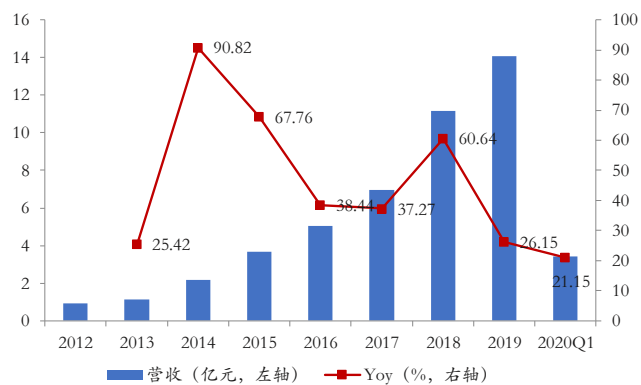
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表4 公司上市至今股价复盘-贸易摩擦与全球疫情验证了公司稳健经营能力



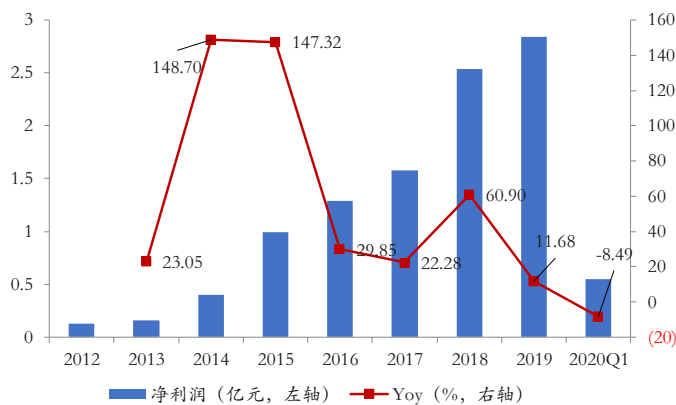
资料来源：wind，华安证券研究所

图表5 2012-2019 营收复合增速 48%



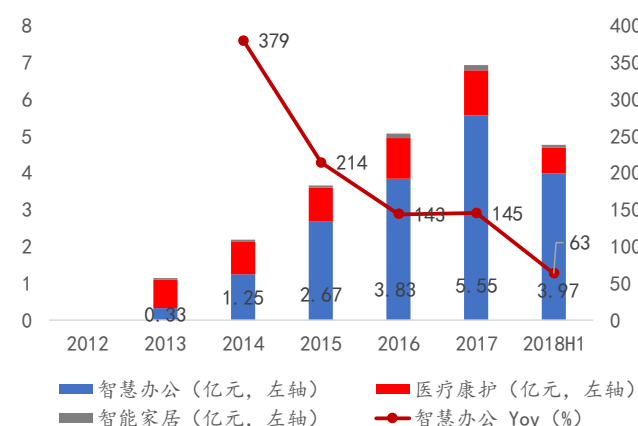
资料来源：wind，华安证券研究所

图表6 2012-2019 净利润复合增速 55%



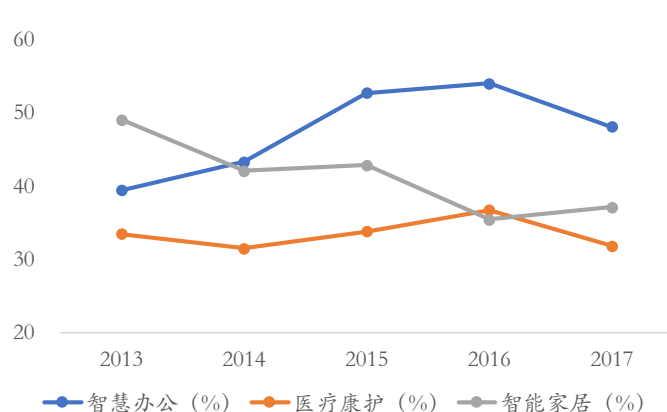
资料来源：wind，华安证券研究所

表 7 2017 年智慧办公系统占公司 70% 以上营收



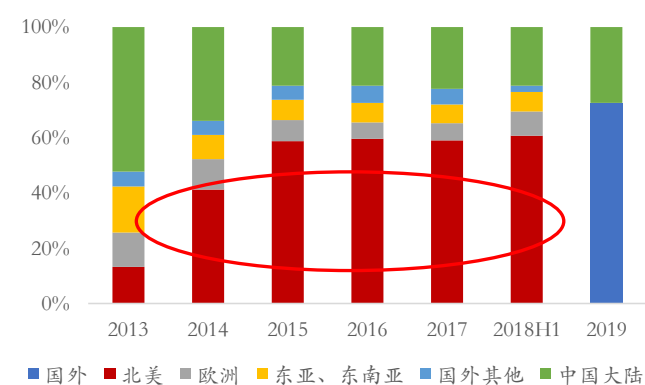
资料来源: wind, 华安证券研究所

图 8 毛利率受贸易摩擦影响波动



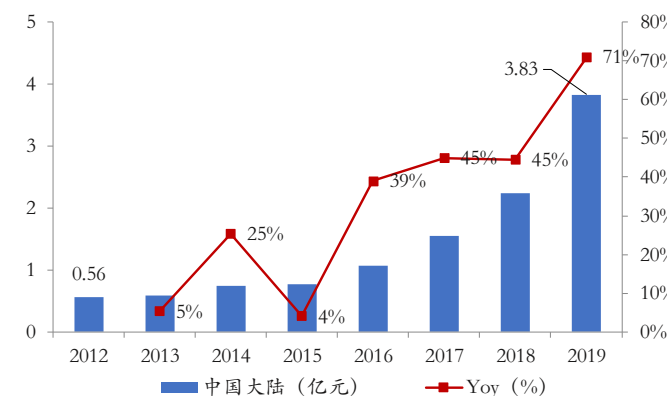
资料来源: wind, 华安证券研究所

图 9 北美占 70% 以上收入, 贸易战影响关税



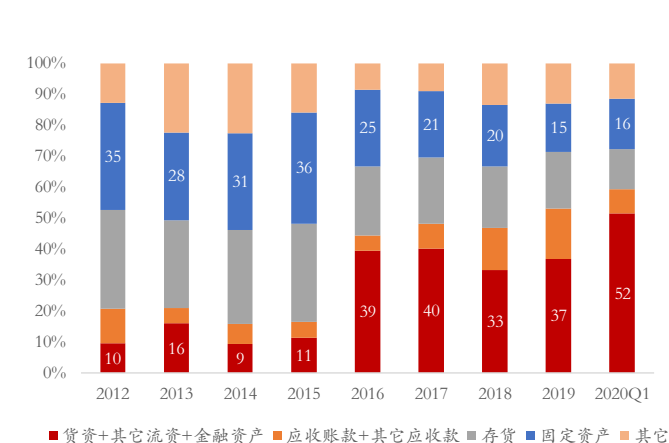
资料来源: wind, 华安证券研究所

图 10 智慧办公与医疗业务推动国内收入快速增长



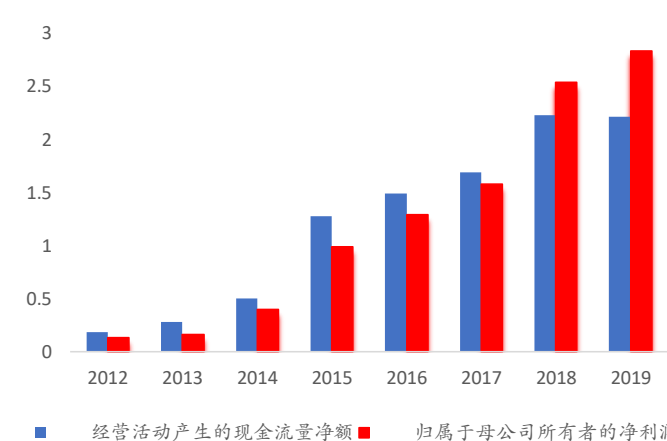
资料来源: wind, 华安证券研究所

图 11 轻资产经营模式, 货币资金充足



资料来源: wind, 华安证券研究所

图 12 盈利质量高, 2019 年突破大客户账期拉长 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1581	1950	2449	3127
现金	1082	1400	1708	2169
应收账款	145	155	218	285
其他应收款	24	46	62	80
预付账款	8	11	15	19
存货	282	263	362	481
其他流动资产	39	75	84	93
非流动资产	592	781	932	1082
长期投资	0	16	26	40
固定资产	478	653	792	929
无形资产	80	78	78	78
其他非流动资产	35	35	35	35
资产总计	2173	2732	3380	4209
流动负债	395	524	697	912
短期借款	0	0	0	0
应付账款	244	270	363	480
其他流动负债	150	254	334	432
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	11	11	11	11
负债合计	406	535	708	923
少数股东权益	0	0	0	0
股本	178	249	249	250
资本公积	926	926	926	926
留存收益	692	1050	1525	2138
归属母公司股东	1768	2197	2672	3286
负债和股东权	2173	2732	3380	4209

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	222	445	497	655
净利润	284	429	475	613
折旧摊销	46	44	54	63
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-17	-16	-11	-13
营运资金变动	-71	78	-17	-2
其他经营现金	-20	-90	-4	-4
投资活动现金	378	-128	-189	-195
资本支出	-170	-128	-189	-195
长期投资	520	0	0	0
其他投资现金	27	0	0	0
筹资活动现金	-89	1	1	1
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	33.82	0.58	0.58	0.58
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-122	0	0	0
现金净增加额	511	318	308	461

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1408	1854	2502	3256
营业成本	906	1121	1505	1991
营业税金及附加	11	16	21	27
销售费用	95	121	183	225
管理费用	64	124	130	160
财务费用	-13	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	17	16	11	13
营业利润	326	415	555	716
营业外收入	9	60	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	332	505	559	720
所得税	49	76	84	108
净利润	284	429	475	613
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	284	429	475	613
EBITDA	295	410	562	728
EPS (元)	1.14	1.72	1.91	2.45

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	26.15%	31.70%	34.95%	30.14%
营业利润	8.94%	27.30%	33.65%	29.13%
归属于母公司净利	11.68%	51.18%	10.77%	28.99%
获利能力				
毛利率(%)	35.63	39.52	39.83	38.87
净利率(%)	20.15	20.15	23.13	18.98
ROE(%)	16.05	19.52	17.77	18.65
ROIC(%)	32.36	41.16	47.40	53.91
偿债能力				
资产负债率(%)	18.67	19.58	20.94	21.94
净负债比率(%)	0.17	0.13	0.11	0.09
流动比率	4.01	3.72	3.51	3.43
速动比率	3.29	3.22	2.99	2.90
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.76	0.82	0.86
应收账款周转率	10.34	12.37	13.40	12.95
应付账款周转率	6.32	7.22	7.91	7.72
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	1.14	1.72	1.91	2.45
每股经营现金流	0.89	1.39	1.55	2.04
每股净资产(最新)	7.11	6.88	8.35	10.25
估值比率				
P/E	50.37	33.34	30.17	23.44
P/B	8.08	8.36	6.89	5.61
EV/EBITDA	30.91	31.46	22.47	16.75

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。