



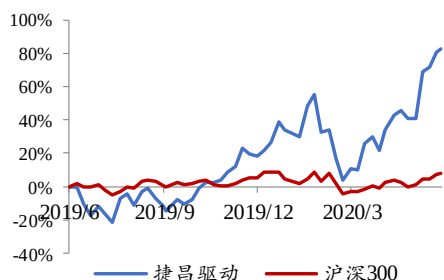
业绩超预期，智慧办公打通 C 端逻辑

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-08-25

收盘价（元）	69.79
近 12 个月最高/最低（元）	69.79/20.44
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）	173
流通市值（亿元）	103

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

相关报告

1、《新兴成长赛道，稳健优质龙头》2020-06-24

2、《非公开发行过会，贸易摩擦不改公司成长逻辑-》2020-08-04

事件：公司发布中报，2020H1 营收 8.47 亿元，yoy30.13%，归母净利润 2.47 亿元，yoy63.75%。经营性现金流 2.47 亿元，yoy274%。

核心观点：业绩超预期，上调盈利预测。疫情背景下，智慧办公产品加速向 C 端渗透，打通了居家办公场景逻辑，打开成长空间。欧洲医疗业务向捷昌转单，也印证了公司产品的高可靠性。8 月 7 号再度加征关税不改公司成长逻辑，马来工厂四季度投产有望逐步规避关税扰动。维持“买入”评级。

点评：

► **业绩超预期，C 端需求放量+关税取消+返还关税冲减成本。**

Q2 单季营收 5.06 亿元，yoy37%，刷新单季收入记录，净利润 1.92 亿元，yoy111%。业绩高增长拆分：

- ① **收入端高增长系北美 C 端用户放量。**疫情期间大量互联网公司员工着手改造居家办公环境，互联网公司补贴员工，用于支付居家办公用品购置，带来了电动升降桌 C 端需求放量。
- ② **美国贸易办公室返还关税冲减成本。**USTR 于 2020 年 3 月 25 号公告，前期加征关税返还给公司，会计处理上返回的关税冲减营业成本，扣除后 Q2 净利润 1.5 亿元，yoy 65%。
- ③ **关税取消叠加规模效应，盈利能力修复至历史峰值。**豁免智慧办公产品关税至 8 月 7 日，剔除 Q2 返回关税冲减的成本，测算 Q2 毛利率修复至 46.8%，刷新近 4 年新高，反应关税取消后，公司产品定价已回升至加税前价位，同时 C 端需求偏向于通用品也拉升了产品毛利率。

► **办公桌 C 端放量打通居家办公场景，医疗业务转单证明公司产品达标欧洲质量管理要求。**

疫情期间北美 C 端需求量，尤其是以互联网电商平台为主的办公家具企业，HN14-5 月线上订单同比增长 184%/229%。我们认为 C 端放量一方面体现了公司布局领先 Linak，C 端份额向捷昌倾斜，另一方面疫情加速了用户习惯的培养，打通了居家办公场景的逻辑，打开成长空间。欧洲子公司 JIECANG Europe GmbH 半年度收入 6050 万元超预期，2019 全年营收仅 6450 万元，主要为医疗类线性驱动系统的转单，证明了医疗产品质量优良，可以进入欧洲供应链。

► **关税豁免申请失效，马来西亚海外工厂投建有望规避贸易摩擦风险。**根据 Billig Code 3290-F0 文件，关税豁免期限截止 2020 年 8 月 7 日，目前公司对美国出口产品已复征关税，税率为 25%。2017-2019 公司对

美出口业务占营收比例分别为 57%/60%/57%。马来西亚工厂综合成本与国内基本持平，四季度投产有望规避关税影响。中报披露预付款同比增长 291%，存货同比增长 74%，也反应了下游行业的高景气，及公司提前抢单备货应对 8-9 月加税事件。

投资建议：

上调公司 2020-2022 年分别实现净利润 4.76/5.52/7.15 亿元，同比增速分别为 68%/16%/30%，对应 PE36X/31X/24X。贸易摩擦与疫情已经充分验证了赛道的高景气与公司稳健经营能力，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	1941	2506	3274
收入同比(%)	26.15	37.88	29.11	30.65
归属母公司净利润	284	476	552	715
净利润同比(%)	11.68	67.84	16.05	29.50
毛利率(%)	35.63	40.07	39.83	39.28
ROE(%)	16.05	24.52	22.04	21.85
每股收益(元)	1.14	1.91	2.22	2.86
P/E	50.37	36.45	31.48	24.37
P/B	8.08	9.94	7.99	6.37
EV/EBITDA	30.91	28.84	19.75	14.53

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	2018	2573	3352
现金	1082	1446	1831	2392
应收账款	145	162	219	286
其他应收款	24	48	62	80
预付账款	8	11	15	19
存货	282	273	363	480
其他流动资产	39	77	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	2799	3505	4434
流动负债	395	544	697	910
短期借款	0	0	0	0
应付账款	244	280	364	480
其他流动负债	150	264	333	430
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	555	708	921
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	1097	1650	2365
归属母公司股东	1768	2244	2797	3513
负债和股东权	2173	2799	3505	4434

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	491	574	756
净利润	284	476	552	715
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	76	-17	-5
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	364	386	561

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	1941	2506	3274
营业成本	906	1163	1508	1988
营业税金及附加	11	17	21	27
销售费用	95	124	163	200
管理费用	64	124	90	108
财务费用	-13	-20	-20	-25
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	471	646	837
营业外收入	9	60	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	332	561	650	841
所得税	49	85	97	126
净利润	284	476	552	715
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	284	476	552	715
EBITDA	295	446	633	824
EPS (元)	1.14	1.91	2.22	2.86

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	26.15%	37.88%	29.11%	30.65%
营业利润	8.94%	44.37%	37.21%	29.62%
归属于母公司净利	11.68%	67.84%	16.05%	29.50%
获利能力				
毛利率(%)	35.63	40.07	39.83	39.28
净利率(%)	20.15	20.15	24.52	22.04
ROE(%)	16.05	21.21	19.75	20.36
ROIC(%)	32.36	45.09	53.95	61.43
偿债能力				
资产负债率(%)	18.67	19.82	20.19	20.77
净负债比率(%)	0.17	0.13	0.10	0.08
流动比率	4.01	3.71	3.69	3.68
速动比率	3.29	3.21	3.17	3.16
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.78	0.80	0.82
应收账款周转率	10.34	12.64	13.16	12.98
应付账款周转率	6.32	7.41	7.79	7.76
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	1.14	1.91	2.22	2.86
每股经营现金流	0.89	1.54	1.79	2.36
每股净资产(最新	7.11	7.02	8.74	10.95
估值比率				
P/E	50.37	36.45	31.48	24.37
P/B	8.08	9.94	7.99	6.37
EV/EBITDA	30.91	28.84	19.75	14.53

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。