



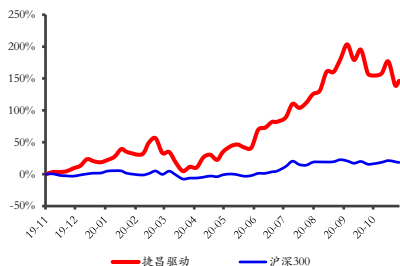
整体符合预期，C端延续高景气

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-10-27

收盘价（元）	66.34
近 12 个月最高/最低（元）	81.68/26.56
总股本（百万股）	273
流通股本（百万股）	148
流通股比例（%）	54.21
总市值（亿元）	180
流通市值（亿元）	98

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010120070013

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
- 3、《业绩超预期，智慧办公打通 C 端逻辑》2020-08-25

事件： 公司发布三季报，20 年 1-9 月营收 13.53 亿，同比+34%；归母净利润 3.48 亿，同比+55%；扣非净利 3.48 亿，同比+48%。Q3 单季营收 5 亿，同比+40%，归母净利 1.02 亿元，同比+37%，扣非净利 0.7 亿，同比+15%。

核心观点： 业绩基本符合预期。贸易摩擦与疫情充分验证了赛道与管理层的经营能力，同时疫情打通 C 端逻辑。公司在手订单饱满，欧洲市场（办公+医疗）拓展超预期，储备项目 21 年有望带来新的增长点。以当前汇率测算，保守预计 20/21 年净利润 4.7/5.5 亿元，对应 PE 45X/34X，维持“买入”评级。

点评：

► 收入端延续高增长，四季度有望继续创新高。

三季度需求传统淡季，且北美疫情缓解，但 C 端需求延续强势。部分企业推行长期居家办公，我们认为疫情打通 C 端逻辑，提前导入居家办公场景需求，叠加北美电商渗透率提升，四季度需求延续。B 端需求受疫情反复影响，预计 21 年 Q1 回暖，公司绑定北美头部客户，需求向上业绩弹性较大。产能层面，公司满产满销，生命科技产业园 7 月竣工，四季度收入端有望继续创新高。另外三季度关税返回 3000 多万，剩余 2000 万预计四季度返还。

► 毛利率符合预期，马来工厂投产逐步消除贸易摩擦影响。

毛利率受人民币汇率升值、重新加征关税，及前期关税返还影响，扣除关税返回后实际毛利率 37%，同比提升 4.2pct，环比下降 9.42pct，系 8 月 7 号后被加征 25%关税影响，而去年同期整三季度都被加征 25%关税。马来西亚工厂处于调试阶段，11 月开始小批量出货，预计 21 年 Q1 达产，首期规划覆盖对美出口 60%-70%产能，考虑税率优惠，我们预计一期达产后，整体毛利率有望回归 40%-45%区间，大幅降低消除贸易摩擦对盈利能力的影响。

► 三季度费用增速略高，四季度有望改善。

扣非净利率同比下滑 3 个百分点，拆分来看：Q3 单季销售费用 2700 万，同比+138%，系国内疫情缓解后，展会集中在三季度；财务费用 1100 万，同比+201%，系汇兑损失 1100-2100 万元；所得税费用 3600 万，同比+100%，系北美退税带来 J-STAR 利润激增，公司预提部分税费，四季度有望冲回（19Q4 所得税-140 万元）。因此，销售费用率与所得税率的影响偏向于一次性计提，唯有汇率需要注意，公司有远期结售汇对冲，历史年份汇兑损益幅度较小。另外募集资金中拟采用不超过 10 亿用于理

财，投资收益部分对冲财务费用上行。

投资建议：

预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 4.73/5.51/7.21 亿元，同比增速分别为 67%/16%/31%，对应 PE 38X/33X/25X。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	473	551	721
净利润同比(%)	11.68	66.83	16.45	30.84
毛利率(%)	35.63	39.22	39.83	39.28
ROE(%)	16.05	24.38	21.99	22.02
每股收益(元)	1.04	1.74	2.02	2.65
P/E	63.86	38.19	32.80	25.07
P/B	10.25	6.59	5.74	4.91
EV/EBITDA	36.23	32.76	22.50	16.66

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司历史财务数据

图表 1 2012-2019Q3 财务摘要

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020H1	2020年1-9月
营业总收入	0.91	1.14	2.18	3.66	5.06	6.95	11.16	14.08	3.41	8.47	13.53
同比(%)		25.42	90.82	67.76	38.44	37.27	60.64	26.15	21.15	30.13	33.63
归母净利润	0.13	0.16	0.4	0.99	1.29	1.58	2.54	2.84	0.55	2.47	3.48
同比(%)		23.05	148.7	147.32	29.85	22.28	60.9	11.68	-8.49	63.75	54.92
扣非净利润	0.12	0.15	0.38	0.96	1.33	1.53	2.5	2.5	0.51	2.11	2.81
同比(%)		19.04	158.6	150.81	37.69	15.45	63.15	-0.08	-9.39	62.90	47.58
毛利率(%)	36.17	35.98	38.68	47.89	49.86	44.95	42.06	35.63	34.42	46.77	45.48
净利率(%)	14.21	13.94	18.44	27.19	25.5	22.72	22.75	20.15	15.98	29.11	25.73
ROE(摊薄)(%)	18.36	19.44	32.56	42.16	32.2	30.62	16.04	16.05	3.00	12.71	9.97

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2017Q4-2020Q3 单季度财务摘要

单位：亿元	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	2.21	1.82	2.96	2.58	3.79	2.82	3.69	3.62	3.95	3.41	5.06	5.06
同比(%)				56.12	72.01	54.31	24.73	40.18	4.17	21.15	36.97	39.93
归母净利润	0.47	0.42	0.64	0.54	0.94	0.60	0.91	0.74	0.59	0.55	1.92	1.02
同比(%)				41.61	99.39	41.77	43.20	37.27	-37.66	-8.49	111.04	37.00
扣非净利润				0.54	0.91	0.57	0.72	0.61	0.60	0.51	1.59	0.70
同比(%)								12.66	-34.31	-9.39	119.52	15.08
毛利率(%)	44.12	45.96	39.73	43.17	41.25	42.06	41.74	32.79	27.94	34.42	55.11	43.31
净利率(%)	21.43	23.03	21.48	20.96	24.84	21.16	24.65	20.53	14.87	15.98	37.97	20.09
扣非净利率(%)				20.93	24.01	20.21	19.51	16.85	15.19	14.96	31.42	13.83
ROE(摊薄)(%)	9.17	8.15	10.19	5.12	6.14	3.65	5.46	4.36	3.35	3.00	10.08	3.74
经营净现金流	0.61	-0.13	0.90	0.54	0.92	-0.03	0.69	1.54	0.02	-0.64	3.11	1.57

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司毛利率变动历史



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	3414	3801	4410
现金	1082	2838	3059	3450
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	276	363	480
其他流动资产	39	77	84	93
非流动资产	592	849	1160	1485
长期投资	0	36	46	66
固定资产	478	700	1000	1306
无形资产	80	78	78	78
其他非流动资产	35	35	35	35
资产总计	2173	4263	4961	5895
流动负债	395	550	697	911
短期借款	0	0	0	0
应付账款	244	284	364	480
其他流动负债	150	267	333	431
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	561	708	922
少数股东权益	0	0	0	0
股本	178	272	272	272
资本公积	926	2363	2363	2363
留存收益	692	1095	1645	2366
归属母公司股东	1768	3702	4253	4973
负债和股东权	2173	4263	4961	5895

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	474	587	794
净利润	284	473	551	721
折旧摊销	46	47	70	102
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-17	-36	-11	-20
营运资金变动	-71	79	-19	-4
其他经营现金	-20	-90	-4	-4
投资活动现金	378	-179	-366	-403
资本支出	-170	-179	-366	-403
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	1461	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	33.82	1461	0	0
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	1756	221	391

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	1180	1508	1988
营业税金及附加	11	12	18	22
销售费用	95	118	150	190
管理费用	64	124	118	147
财务费用	-13	20	0	-10
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	36	11	20
营业利润	326	467	644	843
营业外收入	9	90	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	332	557	648	848
所得税	49	84	97	127
净利润	284	473	551	721
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	284	473	551	721
EBITDA	295	465	667	878
EPS (元)	1.04	1.74	2.02	2.65

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%	43.33%	37.84%	30.97%
归属于母公司净利	11.68%	66.83%	16.45%	30.84%
获利能力				
毛利率(%)	35.63	39.22	39.83	39.28
净利率(%)	20.15	20.15	24.38	21.99
ROE(%)	16.05	12.70	12.9%	14.49
ROIC(%)	32.36	44.30	45.34	46.17
偿债能力				
资产负债率(%)	18.67	13.17	14.27	15.63
净负债比率(%)	0.17	0.08	0.07	0.06
流动比率	4.01	6.20	5.45	4.84
速动比率	3.29	5.70	4.93	4.32
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.60	0.54	0.60
应收账款周转率	10.34	12.64	13.16	12.98
应付账款周转率	6.32	7.35	7.74	7.76
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	1.04	1.74	2.02	2.65
每股经营现金流	0.81	1.29	1.60	2.16
每股净资产(最新	6.47	10.06	11.56	13.52
估值比率				
P/E	63.86	38.19	32.80	25.07
P/B	10.25	6.59	5.74	4.91
EV/EBITDA	36.23	32.76	22.50	16.66

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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。