

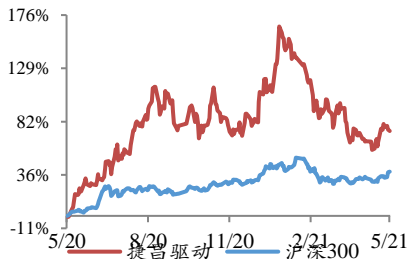
并购“LEG”完善欧洲市场布局，国际化战略扬帆起航

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-05-27

收盘价(元)	64.60
近12个月最高/最低(元)	98.50/50.61
总股本(百万股)	273
流通股本(百万股)	172
流通股比例(%)	63.23
总市值(亿元)	176
流通市值(亿元)	111

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

邮箱：lijiang2@hazq.com

相关报告

1. 业绩符合预期，Q2 拐点明确
2021-04-20
2. 整体符合预期，C 端延续高景气——
三季度业绩点评 2020-10-27

主要观点：

事件：公司拟使用自筹资金，通过境外全资子公司 J-Star Motion 收购 Logic Endeavor Group GmbH（下文简称“LEG”）100%股权，收购对价 7918 万欧元。收购完成后，拟对其增资 2000 万欧元。豁免交割日期在 2021 年 7 月 5 日。

核心观点：战略并购完善欧洲市场布局，Q3 行业上行期有望带来更大业绩弹性。公司从单一成长性的公司成长为线性驱动平台企业，业务具备“消费升级”与“顺周期”属性。我们认为 Q2 是公司基本面的底部，美国疫情缓解，智慧办公 B 端需求边际改善，马来工厂投产逐步修复盈利能力，Q3 业绩反转确定性很强，并购也将在行业上行期为公司带来更大的业绩弹性，维持“买入”评级。

并购“LEG”完善欧洲市场布局，国际化战略扬帆起航

“LEG”主要产品是电动升降桌升降立柱总成及控制器，属于行业内顶尖水平，有较高专利壁垒。其主要客户为欧美高端家居品牌，其中有成品家具前二的大家具厂商 Herman Miller、Steelcase 等。欧洲是智慧办公产品第二大市场，也是捷昌未来三年的核心增长点。本次并购是公司外延成长和国际化战略的重要开端，将在全球范围内形成研发、生产、市场、品牌等方面的协同效应：

- ① 有助于增厚公司业绩，“LEG”2019 年（正常经营年份，未受疫情影响）净利润为 5415 万元，为捷昌 2020 年扣非净利润的 17%；
- ② 完善捷昌在欧洲市场布局，渠道、研发、品牌都将得到加强，更好的树立捷昌在欧美高端市场的品牌形象；
- ③ 借助“LEG”的海外生产基地辐射欧美市场；
- ④ “LEG”2019 年人均产值为 243 万元，是同期捷昌的 3 倍，但 2019 年净利润率仅 7.95%，大幅低于捷昌驱动 2018-2020 年平均净利润率 21.50%。因此“LEG”可以借助捷昌的供应链、生产制造和先进的管理能力优化盈利能力。

美国疫情缓解，B 端需求边际改善

美国疫情缓解，智慧办公 B 端需求边际改善。公司产品主要出口美国，占比 60%-70%。美国市场收入以 B 端客户为主，2019 年占 70%左右。受疫情影响 20 年 B 端需求大幅下滑，20 年占比仅 3 成，随着美国 21 年 1 月份至今新增确诊病例数持续下降，Q2 智慧办公 B 端需求开始改善，下半年行业有望加速复苏，Q3 公司收入端有望回归高速增长。

马来工厂进入产能爬坡阶段，Q2 是明确的盈利拐点

影响毛利率的核心因素在于关税(25%)、人民币汇率升值和原材料涨价，

自20年8月7日以来,三者共同抑制了公司盈利能力,21年Q1毛利率30.62%,相对于20年Q2降低了17个Pct,其中测算关税影响8个Pct,净利润率影响10个Pct左右。马来西亚工厂处于产能爬坡阶段,预计年中达产,覆盖对美出口60%-70%产能,我们预计一期达产后,马来基地出货的毛利率有望回归40%左右,大幅修复盈利能力。

国际化&平台化缔造第二增长曲线

管理层持续推进“平台化”和“国际化”运作,20年底公司新设新加坡子公司,把马来子公司纳入管理,优化资源配置,将顺东南亚市场贸易和财务管理,并对高管人事调整,都昭示出公司国际化视野。20年德国子公年营收1.43亿元,同比增长120%,欧洲市场开拓顺利。21年新产品(光伏、智能家居)、新市场(欧洲)、新客户(医疗)将会带来增量收入。

投资建议:

不考虑并购,预计公司2021-2023年分别实现净利润4.69/6.39/8.66亿元,同比增速分别为16%/36%/36%,对应PE 38X/28X/20X。赛道具备“消费升级”与“顺周期”属性,21年疫情缓解,需求端高速增长确定性强。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。

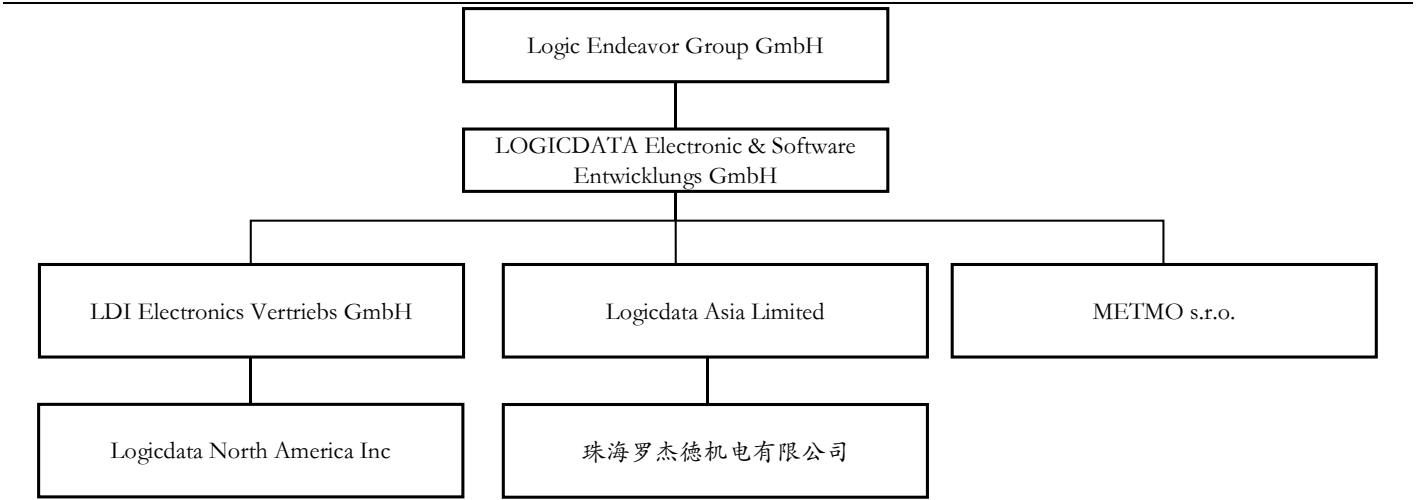
重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1868	2503	3294	4367
收入同比 (%)	32.7	34.0	31.6	32.6
归属母公司净利润	405	469	639	866
净利润同比 (%)	43.0	15.7	36.3	35.6
毛利率 (%)	39.3	35.3	37.6	38.6
ROE (%)	11.3	11.6	13.6	15.6
每股收益 (元)	1.49	1.72	2.34	3.18
P/E	43.47	37.57	27.58	20.34
P/B	4.93	4.36	3.76	3.17
EV/EBITDA	31.89	37.33	18.86	13.17

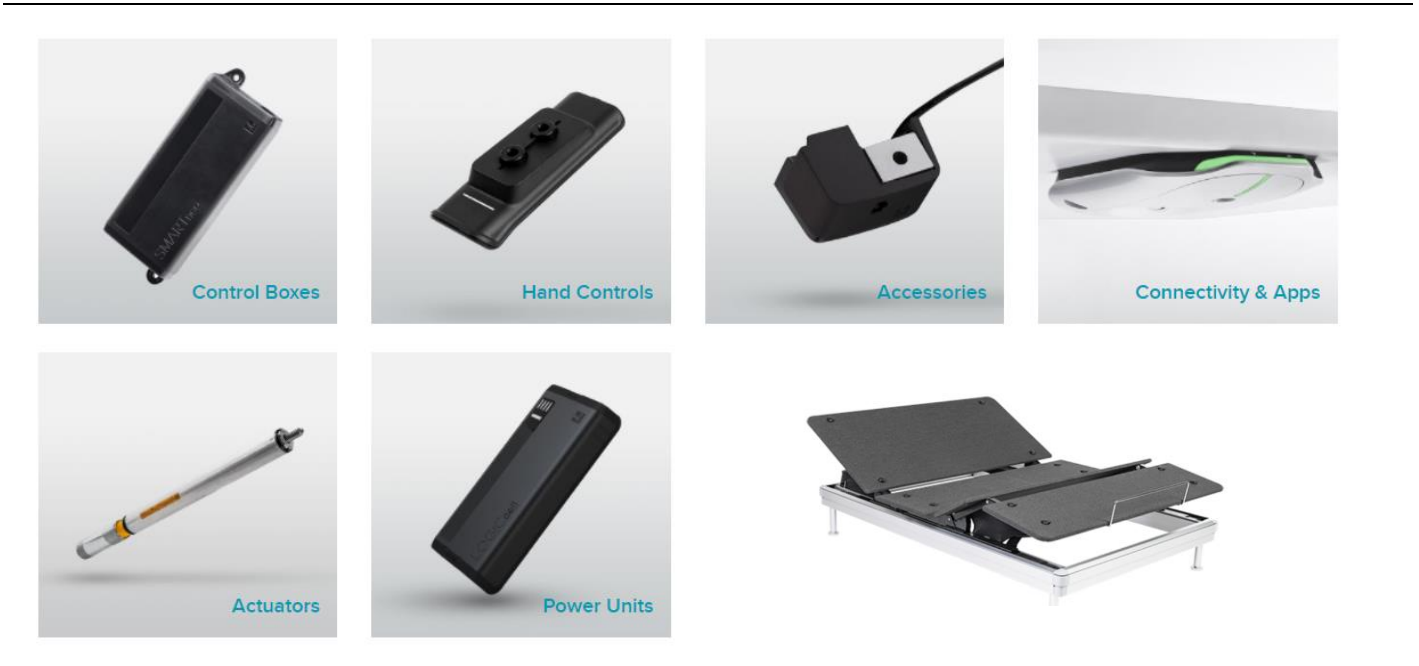
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 Logic Endeavor Group GmbH 公司架构



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 Logic Endeavor Group GmbH 主营产品



资料来源: Logic Endeavor Group GmbH 官网, 华安证券研究所

图表 3 Logic Endeavor Group GmbH 财务数据 (万欧元)

项目	2020 年度	2019 年度
资产总额	8642	8625
负债总额	4940	4741
净资产	3702	3883
营业收入	6010	8459
净利润	-121	686

资料来源: 公司公告, 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	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	3365	4018	4567	5563	
现金	2125	2533	2851	3515	
应收账款	147	232	295	387	
其他应收款	41	58	72	97	
预付账款	13	17	22	29	
存货	386	525	674	881	
其他流动资产	653	653	653	653	
非流动资产	848	784	1073	1236	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	573	470	722	854	
无形资产	89	89	89	89	
其他非流动资产	187	225	262	293	
资产总计	4213	4802	5639	6799	
流动负债	627	743	940	1230	
短期借款	99	0	0	0	
应付账款	312	452	568	742	
其他流动负债	216	292	372	487	
非流动负债	9	9	9	9	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	9	9	9	9	
负债合计	636	753	949	1239	
少数股东权益	2	4	3	4	
股本	273	273	273	273	
资本公积	2344	2344	2344	2344	
留存收益	958	1429	2070	2939	
归属母公司股东权益	3575	4046	4687	5556	
负债和股东权益	4213	4802	5639	6799	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	495	393	734	976	
净利润	405	469	639	866	
折旧摊销	52	-30	150	170	
财务费用	2	2	0	0	
投资损失	-4	-20	-20	-20	
营运资金变动	60	-29	-34	-42	
其他经营现金流	325	500	673	909	
投资活动现金流	-1855	116	-417	-311	
资本支出	-318	96	-437	-331	
长期投资	-604	0	0	0	
其他投资现金流	-932	20	20	20	
筹资活动现金流	1476	-101	0	0	
短期借款	99	-99	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	95	0	0	0	
资本公积增加	1418	0	0	0	
其他筹资现金流	-136	-2	0	0	
现金净增加额	101	408	318	664	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	1868	2503	3294	4367	
营业成本	1134	1619	2057	2680	
营业税金及附加	10	17	21	27	
销售费用	98	150	198	256	
管理费用	88	120	171	218	
财务费用	-6	-44	-54	-64	
资产减值损失	-2	0	0	0	
公允价值变动收益	-2	0	0	0	
投资净收益	4	20	20	20	
营业利润	475	551	747	1015	
营业外收入	1	0	0	0	
营业外支出	4	0	0	0	
利润总额	472	551	747	1015	
所得税	68	80	109	147	
净利润	404	470	639	867	
少数股东损益	-2	1	0	1	
归属母公司净利润	405	469	639	866	
EBITDA	489	404	784	1071	
EPS (元)	1.49	1.72	2.34	3.18	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入	32.7%	34.0%	31.6%	32.6%	
营业利润	45.6%	16.1%	35.7%	35.8%	
归属于母公司净利	43.0%	15.7%	36.3%	35.6%	
获利能力					
毛利率 (%)	39.3%	35.3%	37.6%	38.6%	
净利率 (%)	21.7%	18.7%	19.4%	19.8%	
ROE (%)	11.3%	11.6%	13.6%	15.6%	
ROIC (%)	10.2%	9.2%	11.5%	13.8%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.1%	15.7%	16.8%	18.2%	
净负债比率 (%)	17.8%	18.6%	20.2%	22.3%	
流动比率	5.37	5.40	4.86	4.52	
速动比率	4.73	4.67	4.12	3.78	
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.52	0.58	0.64	
应收账款周转率	12.74	10.81	11.17	11.27	
应付账款周转率	3.64	3.58	3.62	3.61	
每股指标 (元)					
每股收益	1.49	1.72	2.34	3.18	
每股经营现金流薄)	1.81	1.44	2.69	3.58	
每股净资产	13.11	14.83	17.18	20.37	
估值比率					
P/E	43.47	37.57	27.58	20.34	
P/B	4.93	4.36	3.76	3.17	
EV/EBITDA	31.89	37.33	18.86	13.17	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 郭倩倩, 郭倩倩: 金融学硕士, 曾就职于南华基金、方正证券新财富团队, 善于从买方投资角度做卖方研究, 深入细致, 紧密跟踪机械大白马标的, 重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号: S0010520080005;

分析师: 李疆

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。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。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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;
- 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。