

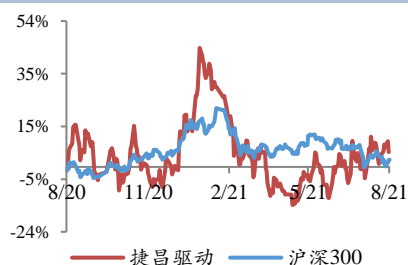
业绩符合预期，下半年业绩有望逐步改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-24

收盘价(元)	51.10
近12个月最高/最低(元)	69.95/42.81
总股本(百万股)	382
流通股本(百万股)	241
流通股比例(%)	63.23
总市值(亿元)	195
流通市值(亿元)	123

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. 并购“LEG”完善欧洲市场布局，国际化战略扬帆起航 2021-05-28
2. 业绩符合预期，Q2 拐点明确 2021-04-20
3. 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：公司发布 2021 年中报。营收 10.08 亿元，同比+19.09%；归母净利润 1.54 亿，同比下滑 37.65%；2021 年 Q2 营收 5.57 亿，同比+10.07%，归母净利润 0.89 亿元，同比下滑 53.44%。

核心观点：业绩符合预期，下半年业绩有望逐步改善。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。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 业绩有望逐步改善，并购也将在行业上行期为公司带来更大的业绩弹性。预计公司 2021-2023 年分别实现净利润 4.35/6.25/8.38 亿元，同比增速分别为 7.2%/44%/34%，对应 PE 45X/31X/23X，维持“买入”评级。

► Q2 是公司基本面底部，下半年业绩有望逐步改善

Q2 收入端同比增速转正，系智慧办公 B 端需求逐步复苏；净利润下降幅度较大，主要原因系 2020 年第二季度中美贸易关税豁免及部分关税返还（本报告期公司对美贸易关税已经恢复为 25%），另外，钢材等原材料、运费成本均大幅上涨，人民币汇率升值也影响了净利率。即使在这样的环境下，公司毛利率环比 Q1 基本持平，净利润率略有提升。随着美国疫情缓解带动智慧办公 B 端需求反转，叠加提价，我们认为下半年业绩有望逐步改善。另外财务指标层面：2021H1 现金流同比转负，系加大原材料备货，应对大宗原材料涨价；借款金额从一季度末 500 万上升至 24 亿，系公司为并购 LEG 申请贷款准备所致。

► 并购“LEG”完善欧洲市场布局，国际化战略扬帆起航

公司于 7 月份完成“LEG”并购，夯实智慧办公业务竞争力。“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 HermanMiller、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。

► 国际化与平台化战略，缔造第二成长曲线

2021H1 欧洲子公司实现营收 1.38 亿元，同比增长 130%，国际化战略崭露头角，降低了单一地区（美国）业务占比过高的风险。同时公司利用技术同源性的优势，积极布局新兴方向 - 医疗、电动车尾门、光伏支架线驱，随着部分领域大客户落地，未来有望构成新的业绩增长点。

投资建议：

考虑并购，预计公司 2021-2023 年分别实现净利润 4.35/6.25/8.38 亿元，同比增速分别为 7.2%/44%/34%，对应 PE 45X/31X/23X。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	2595	3726	5057
收入同比 (%)	32.7%	38.9%	43.6%	35.7%
归属母公司净利润	405	435	625	838
净利润同比 (%)	43.0%	7.2%	43.8%	34.1%
毛利率 (%)	39.3%	35.4%	37.7%	38.7%
ROE (%)	11.3%	10.8%	13.5%	15.3%
每股收益 (元)	1.06	1.14	1.64	2.19
P/E	48.14	44.91	31.22	23.28
P/B	5.46	4.87	4.21	3.56
EV/EBITDA	24.36	26.75	14.86	10.39

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3365	3724	4353	5393	营业收入	1868	2595	3726	5057
现金	2125	2209	2499	3125	营业成本	1134	1677	2322	3102
应收账款	147	240	334	449	营业税金及附加	10	17	24	32
其他应收款	41	60	81	113	销售费用	98	184	272	364
预付账款	13	18	25	34	管理费用	88	164	257	364
存货	386	544	761	1019	财务费用	-6	-44	-51	-60
其他流动资产	653	653	653	653	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	848	1070	1359	1522	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	20	20	20
固定资产	573	756	1008	1140	营业利润	475	510	731	982
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	187	225	262	293	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	4213	4794	5711	6915	利润总额	472	510	731	982
流动负债	627	770	1060	1423	所得税	68	75	106	143
短期借款	99	0	0	0	净利润	404	436	625	839
应付账款	312	468	641	859	少数股东损益	-2	1	0	1
其他流动负债	216	302	419	563	归属母公司净利润	405	435	625	838
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	489	439	770	1042
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.61	1.14	1.64	2.19
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	636	780	1070	1432					
少数股东权益	2	3	3	4					
股本	273	273	273	273					
资本公积	2344	2344	2344	2344					
留存收益	958	1394	2021	2862					
归属母公司股东权益	3575	4011	4638	5479					
负债和股东权益	4213	4794	5711	6915					

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	432	707	938
净利润	405	435	625	838
折旧摊销	52	46	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	-33	-48	-52
其他经营现金流	325	469	673	891
投资活动现金流	-1855	-247	-417	-311
资本支出	-318	-267	-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	83	290	626

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	32.7%	38.9%	43.6%	35.7%
营业利润	45.6%	7.5%	43.2%	34.3%
归属于母公司净利润	43.0%	7.2%	43.8%	34.1%
获利能力				
毛利率 (%)	39.3%	35.4%	37.7%	38.7%
净利率 (%)	21.7%	16.7%	16.8%	16.6%
ROE (%)	11.3%	10.8%	13.5%	15.3%
ROIC (%)	10.2%	8.3%	11.4%	13.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	15.1%	16.3%	18.7%	20.7%
净负债比率 (%)	17.8%	19.4%	23.0%	26.1%
流动比率	5.37	4.83	4.10	3.79
速动比率	4.73	4.11	3.36	3.05
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.54	0.65	0.73
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	1.06	1.14	1.64	2.19
每股经营现金流(薄)	1.30	1.13	1.85	2.45
每股净资产	9.36	10.50	12.15	14.35
估值比率				
P/E	48.14	44.91	31.22	23.28
P/B	5.46	4.87	4.21	3.56
EV/EBITDA	24.36	26.75	14.86	10.39

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达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。