

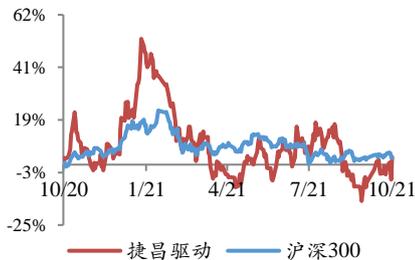
## 并购拖累业绩，行业进入复苏通道

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-30

收盘价(元)	45.87
近12个月最高/最低(元)	69.95/38.91
总股本(百万股)	382
流通股本(百万股)	378
流通股比例(%)	98.95
总市值(亿元)	181
流通市值(亿元)	179

### 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

1.20210825\_华安机械\_机械研究\_公司点评\_捷昌驱动(603583.SH)\_业绩符合预期，下半年业绩有望逐步改善 2021-08-25

2.并购“LEG”完善欧洲市场布局，国际化战略扬帆起航 2021-05-28

### 主要观点：

**事件：**公司发布2021年三季报。营收17.64亿元，同比+30.46%；归母净利润2.05亿元，同比下滑41.27%；2021年Q3单季营收7.56亿元，同比增长49.48%，归母净利润0.51亿元，同比下滑50.06%，扣非净利润3793万元，同比下滑45.89%。

**核心观点：**业绩低于预期，基本面触底，四季度有望逐步改善。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。Q3是公司盈利能力的底部，提价与马来复产将逐步修复盈利能力。美国疫情缓解，智慧办公B端需求边际改善，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。

#### ► Q3是公司基本面底部，四季度盈利能力有望逐步改善

剔除LEG并表，Q3捷昌本部收入端同比增长25.5%，环比增长14%，系美国智慧办公B端需求复苏，Q4旺季复苏态势有望强化。净利润下降幅度较大，主要原因系①2020年8月7日前处于中美贸易关税豁免阶段（本报告期公司对美贸易关税已经恢复为25%）；②并购LEG一次性中介费用2500万元；③LEG并表带亏损3000万元；④钢材等原材料、运费成本均大幅上涨。剔除并表亏损与中介费用后，捷昌本部经营性利润为1亿元，同比增长40%。随着提价在Q4报表端体现，加上运力缓解、运费松动，我们认为盈利能力有望逐步改善。

#### ► 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”Q3贡献了1.2亿收入，是捷昌本部收入的19%。“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。

### 投资建议：

考虑并购，预计公司2021-2023年分别实现净利润3.21/5.31/7.07亿元，同比增速分别为-21%/66%/33%，对应PE 51X/37X/28X。赛道具备“消费升级”与“顺周期”属性，21年疫情缓解，需求端高增长确定性强。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	2575	3668	4790
收入同比 (%)	32.7%	37.9%	42.4%	30.6%
归属母公司净利润	405	321	531	707
净利润同比 (%)	43.0%	-20.8%	65.6%	33.0%
毛利率 (%)	39.3%	28.2%	33.1%	34.0%
ROE (%)	11.3%	8.2%	12.0%	13.7%
每股收益 (元)	1.61	0.84	1.39	1.85
P/E	72.77	51.19	36.72	27.61
P/B	8.25	4.22	4.40	3.80
EV/EBITDA	38.95	33.57	17.49	12.44

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
<b>流动资产</b>	3365	3682	4200	5073	<b>营业收入</b>	1868	2575	3668	4790
现金	2125	2111	2308	2816	营业成本	1134	1849	2454	3159
应收账款	147	238	328	425	营业税金及附加	10	17	23	30
其他应收款	41	59	80	107	销售费用	98	108	154	201
预付账款	13	20	26	34	管理费用	88	180	260	340
存货	386	600	804	1038	财务费用	-6	-65	-50	-58
其他流动资产	653	653	653	653	资产减值损失	-2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	475	379	625	833
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
<b>资产总计</b>	4213	4752	5559	6595	<b>利润总额</b>	472	379	625	833
<b>流动负债</b>	627	842	1115	1442	所得税	68	57	94	125
短期借款	99	0	0	0	<b>净利润</b>	404	322	531	708
应付账款	312	516	678	875	少数股东损益	-2	1	0	1
其他流动负债	216	326	437	567	<b>归属母公司净利润</b>	405	321	531	707
<b>非流动负债</b>	9	9	9	9	EBITDA	489	287	665	894
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.61	0.84	1.39	1.85
其他非流动负债	9	9	9	9					
<b>负债合计</b>	636	851	1125	1451					
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	1281	1814	2523					
归属母公司股东权益	3575	3898	4431	5140					
<b>负债和股东权益</b>	4213	4752	5559	6595					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	495	334	613	819	<b>成长能力</b>				
净利润	405	321	531	707	营业收入	32.7%	37.9%	42.4%	30.6%
折旧摊销	52	46	150	170	营业利润	45.6%	-20.2%	65.0%	33.2%
财务费用	2	2	0	0	归属于母公司净利	43.0%	-20.8%	65.6%	33.0%
投资损失	-4	-20	-20	-20	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	60	-17	-48	-39	毛利率 (%)	39.3%	28.2%	33.1%	34.0%
其他经营现金流	325	339	579	747	净利率 (%)	21.7%	12.5%	14.5%	14.8%
<b>投资活动现金流</b>	-1855	-247	-417	-311	ROE (%)	11.3%	8.2%	12.0%	13.7%
资本支出	-318	-267	-437	-331	ROIC (%)	10.2%	5.2%	9.9%	12.0%
长期投资	-604	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-932	20	20	20	资产负债率 (%)	15.1%	17.9%	20.2%	22.0%
<b>筹资活动现金流</b>	1476	-101	0	0	净负债比率 (%)	17.8%	21.8%	25.4%	28.2%
短期借款	99	-99	0	0	流动比率	5.37	4.37	3.77	3.52
长期借款	0	0	0	0	速动比率	4.73	3.64	3.02	2.77
普通股增加	95	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	1418	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.54	0.66	0.73
其他筹资现金流	-136	-2	0	0	应收账款周转率	12.74	10.81	11.17	11.27
<b>现金净增加额</b>	101	-14	197	507	应付账款周转率	3.64	3.58	3.62	3.61

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: 南京航空航天大学工学硕士, 7 年机械自动化研究及实业经验, 曾就职于汇川技术担任研发工程师, 实业+金融复合背景, 执业证书编号: S0010520060005;

## 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 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。