

捷昌驱动(603583)

公司研究/深度报告

线性驱动标杆企业，受益海外智慧办公红利

深度研究报告/机械行业

2019年03月12日

报告摘要：

● 投资逻辑：先发优势明显，多重红利叠加

捷昌驱动为国内线性驱动领域领先企业，长期服务欧美办公家具龙头企业，在北美核心五大客户中占据7成以上的份额。过去五年收入CAGR高达50%，毛利率超过40%，净利率超过20%。短期继续享受北美智慧办公产业红利，长期有望抓住国内养老看护床普及红利，产品结构有望持续升级，IPO募投项目有望推动公司产能翻倍。

● 行业逻辑：享受北美智慧办公红利，国内养老看护床普及红利

受益微软、谷歌、苹果等国际科技企业健康办公文化快速崛起，海外智慧办公对可升降桌需求持续景气，行业连续多年保持20%~30%增速，目前渗透率约20%左右。欧美地区经济发达，对线性驱动产品品牌、质量、客户响应速度要求较高，对价格敏感性较弱，加上行业初期竞争不充分，造就行业持续高毛利率水平。线性驱动系统占行业下游产品成本超过50%，产业链地位强势，现金流好。参考行业龙头力纳克的发展路径，线性驱动行业下游具备持续拓展空间，未来有望向医疗康复、太阳能跟踪器等领域持续扩展。

● 公司逻辑：专注技术快速响应，先发优势集聚建立规模优势

公司为“国家线性驱动行业标准指定起草单位”，创始人均为技术背景出生，专注技术快速响应。2010年切入行业，过去五年收入、净利润高速增长，CAGR分别为50%、63%，现金流充裕。公司“垂直一体化”生产模式满足下游ODM定制化需求，凭借产品质量、性能、性价比稳定获取国外大客户订单。公司受益于北美智慧办公行业需求高速增长，前五大客户粘性较高，向公司采购额占各自总采购额比例平均高达84.4%，公司在产业链议价能力强。我们认为，公司借助北美智慧办公红利快速成长为10亿收入量级公司，未来随着行业空间打开，新竞争对手至少需要2~3年时间进入，届时公司有望成长为20亿收入量级公司，借助规模优势和专利壁垒建立护城河。

● 长期潜力：产品结构持续优化，国内医疗看护领域有望引入认证壁垒

目前公司下游领域以智慧办公的可升降桌为主，占80%，随着国内养老护理床普及，医疗看护领域有进一步提升空间，而且国内养老护理床有望引入认证标准，提高下游进入门槛儿，有利于下游行业健康有序发展，减缓陷入价格战程度。公司IPO募资增加年产能“60万套”，在现有产能基础上实现翻番，保证未来3年的发展。预计随着美国工厂的投产，公司受贸易战风险影响的程度将减轻。

● 盈利预测

预计2018~2020年，公司实现的营业收入分别为11.40、15.84和21.49亿元，实现的净利润分别为2.51、3.38和4.51亿元，对应PE分别为34、25和19倍，2019年可比公司平均估值为30倍，给予“推荐”评级。

● 风险提示

海外需求放缓超预期；中美贸易摩擦继续升级；竞争加剧加大产品降价风险。

推荐

首次评级

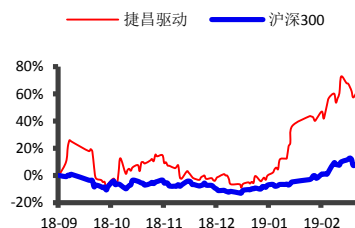
当前股价：68.98

交易数据

2019-03-11

近12个月最高/最低	72.56/42
总股本(百万股)	120.80
流通股本(百万股)	30.20
流通股比例(%)	25%
总市值(亿元)	83.33
流通市值(亿元)	20.83

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘振宇

执业证号：S0100517050004
电话：(8610)8512 7653
邮箱：liuzhenyu@mszq.com

研究助理：丁健

执业证号：S0100117030034
电话：(8610)8512 7668
邮箱：dingjian@mszq.com

相关研究

1、【民生机械】线性驱动行业深度：海外智慧办公消费升级，线性驱动行业持续景气 20190211

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	695	1,140	1,584	2,149
增长率 (%)	37.3%	64.1%	38.9%	35.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	158	251	338	451
增长率 (%)	22.6%	59.1%	34.6%	33.3%
每股收益 (元)	1.74	2.05	2.76	3.68
PE (现价)	40	34	25	19
PB	12.1	4.9	4.1	3.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、发展历程：国内行业标准起草者.....	4
（一）线性驱动行业领先企业，创始人资历深厚.....	4
（二）受益于海外市场开拓，公司业绩持续增长.....	5
二、下游行业应用带动线性驱动行业蓬勃发展.....	7
（一）电动升降桌：海外市场需求强劲.....	7
（二）智能电动床：行业下一个红利.....	10
（三）智能家居：智慧城市理念带动，应用前景值得期待.....	12
三、公司深耕线性驱动领域，先发优势显著.....	14
（一）主要对手包括台湾 TIMOTION、丹麦 LINAK.....	14
（二）专注研发创新，夯实优势地位.....	14
（三）深度布局海外市场，发展具有可持续性.....	15
（四）IPO 募资解决产能瓶颈，内生动力催生公司发展.....	16
（五）股权激励考核目标，彰显未来发展信心.....	17
四、盈利预测与估值分析.....	18
五、风险提示.....	19
插图目录.....	21
表格目录.....	21

一、发展历程：国内行业标准起草者

（一）线性驱动行业领先企业，创始人资历深厚

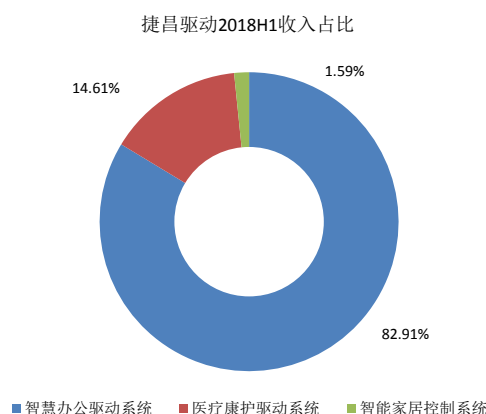
捷昌驱动（603583）成立于 2010 年，是国内线性驱动行业领先企业，国家级高新技术企业和直流电动推杆国家行业标准起草单位。2014 年，公司首先在新三板挂牌上市，期间完成三轮定增募资，于 2018 年 9 月登陆 A 股主板。公司掌握线性驱动产品自主研发、生产和销售的一体化流程能力，主要产品包括控制器、立杆、推杆等，广泛应用于下游医疗康护、智慧办公、智能家居等领域（例如：电动办公桌、ICU 电动病床）。下游客户深度绑定美国办公家具龙头 Herman Miller、Haworth、HNI、Haworth。公司受益于近年海外电动升降桌需求的爆发式增长，智慧办公驱动系统领域收入在总销售占比 82.91%。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 2：捷昌驱动收入结构



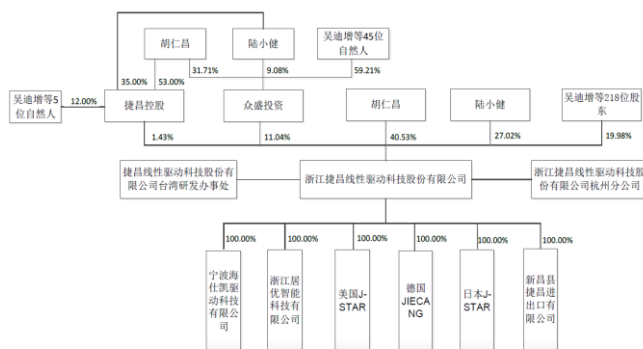
资料来源：Wind，民生证券研究院

创始人合作已久，专业背景深厚。公司核心控制人员为胡仁昌与陆小健，2010 年两人共同出资创立捷昌驱动，为公司高管及核心技术人员。2000 年起，两人便开始紧密合作于捷昌医疗有限公司，一同从事于医疗器械领域已久。其次，两人均为《中华人民共和国轻工行业标准》QB-T4288-2012 的主要起草人，从 90 年代开始从事机械制造行业。主持了公司多项产品的研究开发工作，先后在电动升降立柱、智能驱动控制系统等项目中取得授权发明专利。其中胡仁昌为董事长，负责公司产品机械控制领域研发策略的制定工作。陆小健曾参与国家“863”计划，为 CIMS 攻关小组成员，目前为公司总经理负责公司产品电气控制领域的研发策略。

图 3：捷昌驱动产品示例



图 4：捷昌驱动股权结构



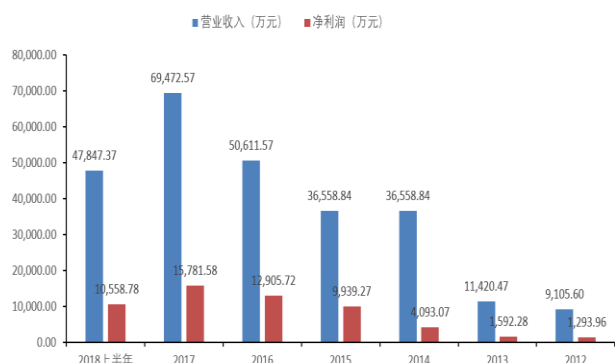
资料来源：捷昌驱动公司官网，民生证券研究院

资料来源：捷昌招股说明书，民生证券研究院

（二）受益于海外市场开拓，公司业绩持续增长

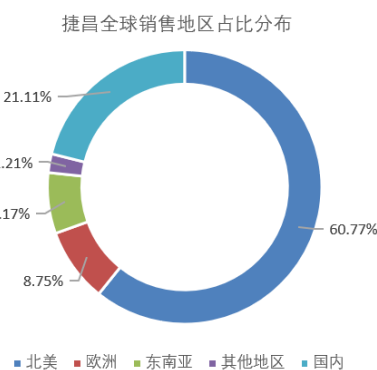
营业收入复合增长率近 50%，净利润增速超 60%。公司主营业务智慧办公驱动系统正处于下游需求的黄金期，受益于海外市场的开拓以及位于新昌与慈溪的两大生产基地的顺利投产，销售收入占比逐年增加（2017 年为 82.91%）。2012~2017 年，捷昌驱动营业收入从 0.91 亿元增长到 6.95 亿元，CAGR=50%。净利润从 0.13 亿元增长到 1.58 亿元，CAGR=63%。其中 2018 年前三季度收入 7.36 亿元，同比增长 55.34%；2018 年业绩预告年度实现归属上市公司股东的净利润与上年同期相比预计将增加 9,018.42 万元~10,018.42 万元，同比增长 57.15%~63.48%。

图 5：捷昌驱动营业收入及净利润走势



资料来源：捷昌招股说明书，民生证券研究院

图 6：公司内外销占比情况

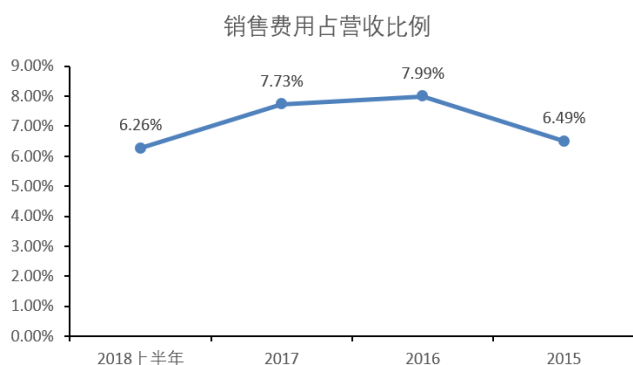


资料来源：民生证券研究院整理

“外销+成本管理”驱动业绩高增长，毛利率超过 40%。1) 公司以外销收入为主，外销营收占比持续维持在 78%左右，其中下游前五大客户均为北美家具企业。欧美地区经济水平发达，客户对于产品的质量、品质意识强烈，对产品价格敏感度低。以外销为主的营业模式易受益于海外市场的产品高定价水平，助推公司持续高毛利率水平。2) “主动营销”战略提升品牌附加值，公司销售费用占总营收比仅为 7%左右。2018 年公司直销收入占比高达 89.71%。主要通过展会、客户拜访方式直接给国外下游厂商供货。相比经销的模式需要长期

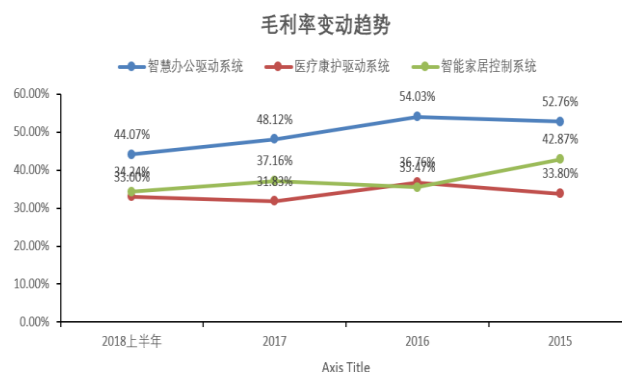
投入铺设广泛的销售网络,市场开拓成本相对较低,因此低销售费率推动公司毛利率水平进一步提升。3) 原材料占比生产成本约 80%,受到供给侧改革影响,2017 年原材料价格全线上涨。主要材料如钣金件、整机电机、钢材、铝材等采购价格呈现先降后升趋势,影响产品毛利率走势。为应对原材料波动风险,公司通过与供应商签订长期采购合同降低经营风险。未来 IPO 募资项目之一“年产 15 万套智能家居控制系统生产线项目”有望帮助公司通过规模化采购降低单位材料成本。4) “以销定产”生产模式,公司以客户需求为导向,每天跟踪客户订单与产品库存情况,逐级定制生产计划。

图 7: 捷昌销售费用占比持续较低



资料来源: 捷昌招股说明书, 民生证券研究院

图 8: 捷昌主要产品毛利率先升后降



资料来源: 捷昌招股说明书, 民生证券研究院

图 9: 捷昌原材料采购价格表

原材料名称	单位	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度	2015 年度
钣金类	元/个	10.89	8.80	6.24	8.78
整机电机	元/个	35.28	36.70	34.23	34.90
成品线路板	元/个	67.79	69.26	71.70	74.31
钢材	元/千克	5.06	5.23	4.10	3.21
塑胶原料	元/个	22.65	22.33	20.17	19.64
铝材	元/千克	16.66	17.53	15.72	13.56
分体电机	元/个	30.38	30.80	32.84	30.11
集成电路	元/个	1.39	1.54	1.75	2.07
丝杆 (10/4)	元/个	8.84	8.57	8.35	9.18
变压器	元/个	36.08	32.03	30.08	32.66

资料来源: 捷昌招股说明书, 民生证券研究院

图 10: 前五大客户信用政策

序号	客户名称	信用政策
1	美国 AMQ SOLUTIONS	到港电放前付 100%全款
2	美国 Ergo Depot (Fully)	到港电放前付 100%全款
3	美国 The Human	到港电放前付 100%全款
4	美国 HAT Contract Inc	到港电放前付 100%全款
5	美国 HNI Corporation	离港后 60 天内付款

资料来源: 捷昌招股说明书, 民生证券研究院

公司信用期管理严格, 现金流充沛。1) 公司与新客户签订订单时, 要求预付全部款项, 即使对于个别下游重要客户, 也仅给与 1-2 个月左右的还款期限。2) 下游主要大客户资金实力较强、信用状况良好, 为公司应收账款的及时收回提供了有力保障。过去三年 99% 的应收账款账龄均在一年以内, 平均应收账款周转天数仅为 15 天, 回款速度极快。3) 公司负债偿付风险极低, 近年资产负债比例平均维持在 15% 左右的低位。其中 99% 为短期流动负债, 融资成本低。综合因素考虑, 公司处于业务开拓的高速增长时期, 虽然未来可能因信用期内订单量的极具增加而延长资金回款周期, 但短期难以对公司现金流使用产生不利影响。

二、下游行业应用带动线性驱动行业蓬勃发展

线性驱动行业是一个处于上升期的新兴发展行业。线性驱动产品作为一种实现智能终端产品运动控制功能的关键装置，能应用到众多智能终端领域，例如医疗床和护理床的电动调节，办公桌的智能升降，以及工业、农业自动化的各种设备，其原理是通过控制系统将指令传达至机械结构，使电动机的圆周运动，转换为推杆的直线运动，从而达到推拉、升降重物的效果。线性驱动产品可给用户带来舒适、便捷和人性化体验，是众多下游行业产品的核心配件，在国外市场应用较为广泛，在国内尚处于市场开拓期。

图 11：线性驱动系统产业链



资料来源：民生证券研究院整理

（一）电动升降桌：海外市场需求强劲

1、未来全球将是百亿市场，行业复合增速 15%

根据我们了解，目前全球可升降桌对应的线性驱动市场规模在 30~40 亿元。

到 2025 年，全球可升降办公桌领域的线性驱动市场规模超过 100 亿元，年复合增速超过 15%。

具体测算过程为：假设如下：（1）我国家具行业销售规模占全球家具行业销售规模 25%；（2）全球办公家具占家具行业占比 20%；（3）全球办公桌销售规模占办公家具行业占比 30%；（4）全球线性驱动办公桌渗透率目前为 5%；（5）国内家具近三年市场规模分别为 7873、8560、9056 亿元。计算得出，2017 年全球配备线性驱动电动桌的市场规模在 109 亿元。根据捷昌驱动招股说明书，按照以上假设，同时国内线性驱动渗透率为 2%，国内 2017 年配备线性驱动可升降办公桌市场规模在 11 亿元左右。

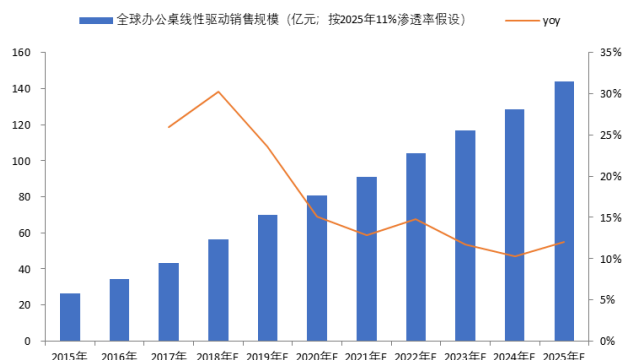
假设 2018~2025 年，海外家具行业增速保持在 5%，到 2025 年海外可升降办公桌渗透率达到 10%，较目前 109 亿的市场规模，到 2025 年，全球线性驱动电动桌销售规模将达到 321 亿元，年复合增速达到 15%。按照线性驱动器在可升降办公桌中的成本占比 35%~50% 计算，到 2025 年，全球线性驱动器在电动升降桌市场中的规模约为 112~160 亿元之间。

图 12：国外线性驱动市场规模

	2015年	2016年	2017年	2018年E
我国家具行业销售规模（亿元）	7873	8560	9056	9508.8
全球家具行业销售规模（亿元；中国占全球25%）	31490	34238	36224	38035
全球办公家具行业销售规模（亿元；占家具20%）	6298	6848	7245	7607
全球办公桌销售规模（亿元；占办公家具30%）	1889	2054	2173	2282
全球办公桌线性驱动销售规模（亿元；按2025年11%渗透率	26	35	43	57
我国办公桌线性驱动销售规模（亿元；按2025年6%渗透率	9	10	11	13
YoY			26%	30%

资料来源：民生证券研究院整理

图 13：到 2025 年全球办公桌领域的线性驱动规模 144 亿



资料来源：民生证券研究院整理

2、健康办公理念深入海外公司文化，公司产品遍及硅谷互联网企业

久坐人群死于心脏病的几率要高出 54%，同时久坐对人体产生脊柱病、肥胖、糖尿病等其他疾病的几率显著增加。海外大公司为了提升员工工作效率与留存率、减少病假天数、以及未来潜在医疗开支，对公司员工的健康情况尤为关注，拥有多样化的员工健康计划项目。据美国人力资源协会 18 年 6 月问卷显示，电动办公桌是美国工作场所增长最快的员工福利。44% 的企业 HR 表示他们正在提供或者补贴员工使用可升降办公桌，这一比例相较 13 年提升了 13%。其中在美国城市居民调查中，53% 的参与者认同电动升降桌能够提升工作效率。

近年来，北美谷歌、苹果、Facebook 等互联网巨头们正在掀起一股基于人体工程学设计理念的办公桌椅热潮。苹果公司 CEO 库克在 2017 年公司启用新办公总部 Apple Park 时表示，长期坐立就像癌症一样危害人们的身体，我们将给予全公司 12,000 名员工 100% 配备电动升降桌进行办公，保护健康的同时提升工作效率。数据分析软件巨头 Tableau 给公司 1,200 名员工全部装配了电动升降办公桌。Facebook 早在 2013 年就已经有超过 250 名员工使用电动办公桌，健康办公理念深入已久。2014 年捷昌驱动电动升降桌产品还成功装备了 Google 美国加州总部，Google 公司将电动办公桌的采购作为员工健康计划项目的一部分，让员工自由选择是否需要使用。根据 Google Trend 数据，美国民众对于“电动升降办公桌”的搜索热度自 08 年至今已有接近 100 倍的增长。随着人们对办公环境的健康越来越重视，电动升降桌已成为现代办公生活的标准，从而带动线性驱动行业的迅速发展。

图 14：电动升降桌在谷歌搜索热度中持续攀升



资料来源：Google，民生证券研究院

图 15：电动升降桌桌应用场景



资料来源：力纳克官网，民生证券研究院

3、下游大客户深度绑定，供应链关系稳定

公司前五大客户均为北美人体工程学产品、电动升降办公桌行业领导品牌，下游终端对接谷歌、微软等世界知名企业客户。2017 年公司前五大客户超 65%以上的线性驱动系统采购于捷昌驱动，为捷昌贡献 45.76%的总销售收入，依赖程度明显。其中 Ergo Depot(Fully)与 Tricom Vision 客户对捷昌线性驱动产品依赖程度高达 100%，预计未来 4 年需求量将保持 20%的年复合增长率。大多客户为公司在展会结交认识，经双方多次的实地考察，建立起长期稳定的战略合作关系。受益于下游客户自身需求的高增长、和客户粘性高等特征，公司在产业链上具有强有力议价能力。

此外，公司下游客户 Herman Miller、Haworth、HNI Corp 为全美前三大办公家具生产商，年收入均超过 20 亿美金，三家公司在办公家具市场占有率之和达到 50%左右。其中 Herman Miller 与 HNI Corp 早在 1978 年于纽约证交所上市，在 40 多个国家拥有分支机构，并在国内拥有销售渠道。

图 16：捷昌前五大客户交易占比

时间	名次	客户名称	金额（万元）	占营业收入比例
2018 年 1-6 月	1	美国 AMQ SOLUTIONS ¹	5,259.67	10.99%
	2	美国 Ergo Depot (Fully)	4,859.27	10.16%
	3	美国 The Human	4,431.34	9.26%
	4	美国 HAT Contract	3,949.97	8.26%
	5	美国 HNI	3,690.84	7.71%
	合计	-	22,191.10	46.38%
2017 年度	1	美国 The Human	9,771.48	14.07%
	2	美国 HAT Contract	7,747.78	11.15%
	3	美国 Ergo Depot (Fully)	6,054.16	8.71%
	4	美国 Tricom Vision	4,912.95	7.07%
	5	Haworth ¹	3,302.60	4.75%
	合计	-	31,788.97	45.76%

资料来源：捷昌驱动招股说明书，民生证券研究院

4、海外市场需求强劲，国内市场仍处于起步阶段

目前办公家具市场主要集中在海外，2017 年我国办公家具出口额达到 51.09 亿美元，贸易顺差超过 50 亿美元。除捷昌驱动外，下游以乐歌股份和麒盛科技为代表的企业，80%以上的销售也是来自海外。随着线性驱动行业下游产品应用的扩展，除传统办公家具行业，目前许多来自人体工程学行业的公司也相继进入智能办公领域，如 Milestone、Ergotron、Humanscale。

国内市场对健康办公意识仍处于较低水平，需求消化少。相比国内普通办公桌的价格，电动办公桌普遍在几百到上千美元不等，远高于国内中小型企业对于办公用品的消费能力，渗透率不足 1%。但基于我国办公家具市场基数庞大，预计行业未来将随社会总体收入水平和企业盈利水平的提升缓慢发展。

(二) 智能电动床：行业下一个红利

1、电动医疗床市场未来空间广阔，人口老龄化释放养老服务需求

人的一生有三分之一的时间都在床上度过，床的智能化在家具智能化的进程中显得尤为重要。根据《全球医院病床市场研究报告》显示，2015 年全球病床市场规模约为 54.59 亿美元，预计 2016-2022 年期间年复合增长率达 4.6%。北美地区为智能电动床销售主要市场，销售金额从 2011 年的 2.04 亿美金增长到 2016 年的 6.97 亿美金，年复合增速为 27.86%。2016 年美国智能电动床销量 105 万张，占传统固定床的 6%左右。其中智能电动床的平均单价约为 670 美元，相比普通固定床 100 美元左右的价格，6 倍之多的市场定价很难直接进入 C 端消费者。目前主要商业模式为 B 端切入医疗与健康睡眠市场，如大型医院、酒店和其他床垫生产商。未来随着人民的消费能力提升，渠道有望向 C 端消费者进行扩展。

图 17：床类产品价格比较

2016 年美国地区的床垫、固定床、智能电动床销售情况

产品	销售额（百万美元）	销售量（万件）	单价（美元）
床垫	7,076.70	2,342.05	302.16
固定床	1,290.40	1,194.72	108.01
智能电动床	697.10	105.09	660.20

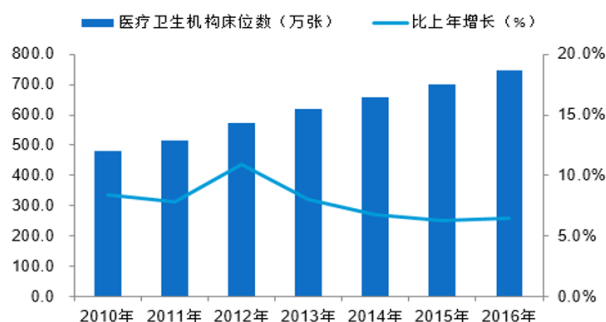
数据来源：ISPA 2016 Mattress Industry Trends Report

资料来源：麒盛股份招股说明书，民生证券研究院

据联合国发布数据显示，2017 年全球 60 岁以上人口达到 9.62 亿。据国务院预计，2020 年全国 60 岁以上老年人口将增加至 2.55 亿人。电动护理床的增长主要受益于全球人口老龄化的大趋势，购买主力为 50 岁以上的中老年人。未来随着电动病床的普及推广，以及居民生活品质的提升，购买人群年龄将向 30-40 岁推移。我国智能电动床起步较晚，目前国内电动床市场规模约 10 亿元。经测算，根据全国医疗卫生机构 747 万张的床位数，加上电动病床床位数占全国医疗卫生

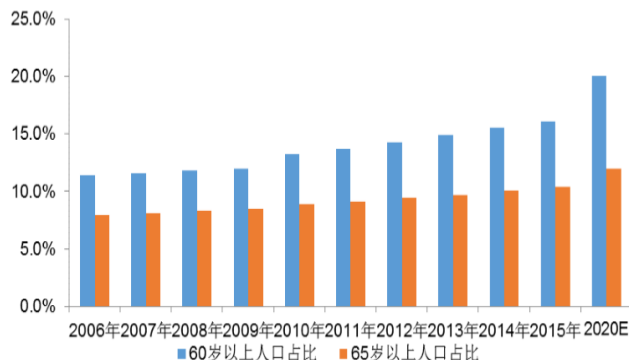
机构床位数 6%的比重计算, 全国电动病床潜在需求量可达 44.82 万张。

图 18: 2010 年至 2016 年全国医疗卫生机构床位数增长情况



资料来源: 捷昌驱动招股书, 民生证券研究院

图 19: 中国人口年龄结构预测



资料来源: 捷昌驱动招股书, 民生证券研究院

2、医疗器械市场受国内强监管, IPO 募资助力抢占行业先机

下游医疗器械行业是国家重点监管行业之一, 为创始人发家领域。虽然捷昌驱动作为线性驱动产品供应商无需获得任何医疗器械相关的资质证书, 但是受到下游用户企业较高的质量标准要求、以及质监局、药监局的监管, 医疗电动床领域依然存在隐性的行业准入壁垒。捷昌驱动前身为捷昌医疗有限公司, 公司两位创始人早于 2000 年便开始从事医疗设备领域, 入行经历已久。公司拥有完全知识产权的三立柱电动 ICU 病床系统, JC35 系列推杆已成为医疗、家用护理、家具等相关行业设备的知名配件品牌, 专利技术的沉淀非一朝一夕可以完成。目前公司医疗康复驱动系统领域每年可为公司稳定贡献近六千到八千万左右的收入, 是公司第二大收入来源。

《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020 年)》提出, 2020 年每千人口床位数为 6.00 张(为指导性指标), 对比 2014 年每千人口医疗卫生机构床位数 4.84 张, 未来病床市场发展空间潜力巨大。捷昌驱动积极响应产业政策号召, 本次 IPO 募资中约 3.4 亿人名币将用于建设“生命健康产业园建设项目”。项目已于 2018 年 10 月开工, 其中子项目“年产 20 万套医疗养老康护控制系统生产线项目”预计帮助公司未来扩大布局养老产品, 包括养老康复护理设备以及智能监测数据设备等器械类产品。

3、下游客户带动产业发展, 未来有望引入认证标准

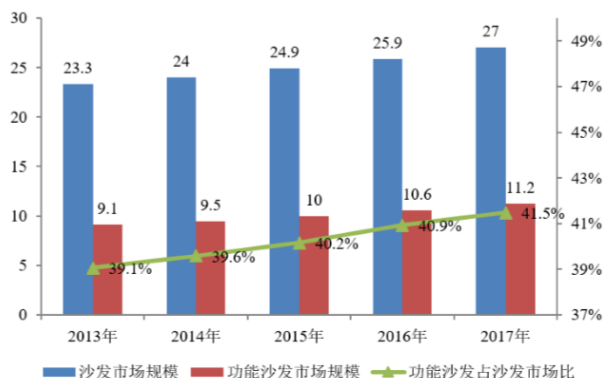
公司目前医疗康护驱动系统产品的主要客户为韩国 SAPEC、衡水恒泽康医疗器械有限公司等。其中衡水恒泽品牌成立于 2003 年, 业务覆盖 25 个国家。先后成功服务过客户超 3000 家, 56% 客户重复采购率为行业最高。上述客户在其所在地医疗康护市场均保持较高的市场地位, 未来对公司医疗康护驱动系统产品的需求将保持 10%-15% 的增长。

下游最大潜力客户为麒盛科技, 目前是全球最大的智能床销售企业, 占全球智能床销量的 50% 以上, 电动床业务连续在美国 10 年销量第一。其产品主要销往国外, 国外销售额约占全部销售收入的 95%, 2017 年公司营业收入已达到 13.8 亿元人名币。从销售成本上来看, 线性驱动系统(采购来自礼海电气)占总成本的 28%, 在电动医疗床中成本占比较高。

(三) 智能家居：智慧城市理念带动，应用前景值得期待

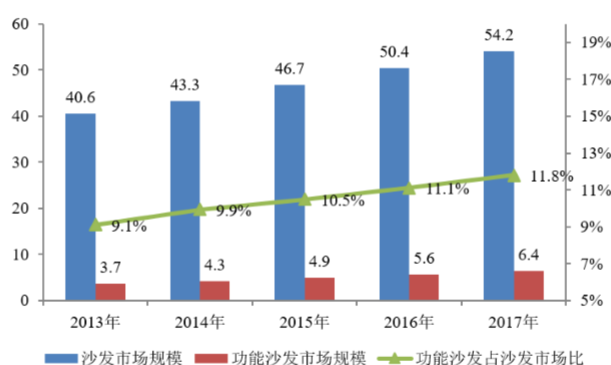
功能沙发是智能家居的重要子分类，线性驱动系统作为核心动力部件可广泛应用于智能家居领域，目前市场上主要应用产品为功能沙发、多功能床具、按摩器具、电视升降器、厨房电器及平板屏幕等。根据 Strategy Analytics 统计数据显示 2017 年全球智能家居市场规模达到 840 亿美元，同比增长 16%。预测 2018 年全球智能家居市场规模有望达到 960 亿美元，未来五年年复合增长率为 10%，其中 2017 年中国智能家居市场规模约为 988 亿元人民币，年复合增长率高达 39%，增长潜力巨大。近年，中国政策正积极推广“智慧城市”，目前国家智慧城市试点已达 500 个。2016 年 9 月，中国部署先进标准引领消费品质升级，倒逼消费品工业提质增效升级，着重关注一般消费品领域。由于国家政策的支持，中国智能家居未来发展前景广阔。因此，全球以及中国智能家居市场未来的增长潜力巨大，将为线性驱动系统行业带来广阔的市场空间。

图 20：2013 年-2017 年美国沙发及功能沙发市场规模（十亿美元）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 21：2013 年-2017 年中国沙发及功能沙发市场规模（十亿元）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

公司目前在家具产品销售中占比较小，仅为 2% 左右，主要由巴西 Apramed 与佛山市高璟五金器材有限公司在国内外地区代理经销。智能家居领域国内主要对手为常州凯迪股份，整体毛利率低于智慧办公、医疗康复板块，为线性驱动下游中低端产业。

公司开发生产的智能家居控制系统主要应用于以住宅为平台的家具、家电、橱柜及其他智能化住宅系统。以公司开发的厨卫升降系统为例，利用驱动器及控制系统，就可以实现家庭厨房家具的升降或者位移功能，从而快速方便地调节到适合自己的高度或距离；榻榻米升降控制系统则合理地利用了空间，通过壁式手控及遥控两种操作方式，控制立柱的升降以调整榻榻米的高度，在卧榻与桌面之间自由切换。

图 22: 榻榻米升降控制系统



资料来源: 捷昌驱动招股书, 民生证券研究院

图 23: 智能厨卫升降系统



资料来源: 捷昌驱动招股书, 民生证券研究院

三、公司深耕线性驱动领域，先发优势显著

(一) 主要对手包括台湾 TIMOTION、丹麦 LINAK

国际上丹麦 LINAK、德国 DEWERT OKIN 两家独大，为公司海外市场拓展的主要竞争对手。国内从事线性驱动产品的公司众多，但规模均较小。较大的有台湾 TIMOTION 公司、浙江新益控制系统以及常州凯迪股份。台湾 TIMOTION (堤摩讯)，在广东东莞设有工厂。该公司的客户主要集中在医疗器械领域。浙江新益控制系统有限公司自 2002 年开始涉足线性驱动器行业，其产品主要为双马达电机、沙发用推杆等，主要用于家具行业。常州凯迪即将于 2019 年于 A 股主板上市，有望成为国内线性驱动行业第二大上市公司。

整体来看台湾 TIMOTION 公司、丹麦 LINAK 是公司最主要的竞争对手。力纳克成立于 1907 年，是同行业历史最久、规模最大、市场占有率最高的公司，年收入 40~50 亿元。但与捷昌不同，力纳克主要深耕欧洲市场，北美作为全球最大办公消费市场，竞争环境相对轻松。而国内竞争对手主要为常州凯迪股份，公司在线性驱动行业发展迅猛，年销售金额与捷昌驱动旗鼓相当。但公司主营低端智能家居行业，在细分市场上并不与捷昌驱动产生直接竞争。行业其他公司无论从规模、技术实力和产业布局来讲均无法与公司形成有效竞争，并且很难获得海外大客户订单。公司通过与客户的深度绑定以及长时间专利研发投入已经在线性驱动行业建立起一定的先发优势。

图 24：行业主要竞争对手情况

企业名称	企业介绍
丹麦 LINAK	全球最早的线性驱动行业生产商之一，于 1907 年在丹麦成立，在全球线性驱动行业拥有较高的品牌知名度和领先的技术优势，在全球医疗器械行业对应的线性驱动产品市场占有率名列前茅
德国 Dewert Okin	总部位于德国，是欧洲领先的线性驱动器生产企业之一；自 1992 年起在全球 50 多个地区设立办事处从事销售业务，并于 2012 年设立了中国嘉兴生产基地
台湾 TIMOTION	在广东东莞设有工厂，在江苏昆山设有分公司，在日本、韩国、法国、意大利等地均设有办事处，产品应用于医疗、家居、办公工作、环境及工业，具有较强的产品开发能力，全球市场拓展较好
常州凯迪股份有限公司	创立于 1992 年，是国内线性驱动行业的领先企业，即将于 2019 年初在 A 股主板上市。公司拥有线性驱动系统的自主研发、生产与国内外销售的一体的全流程服务体系。

资料来源：捷昌驱动招股说明书，民生证券研究院

(二) 专注研发创新，夯实优势地位

公司始终坚持以技术创新作为持续发展的源动力，年均研发营收比高达 4.57%。公司随着近年来在研发资金投入上的逐年递增，与行业巨头丹麦 LINAK、德国 DEWER 等相比，其产品性能指标上已基本接近国际品牌产品。公司多款产品获得 CE 安全认证、CUL 安全认证，出口到欧盟及北美地区。公司已获得 GB/T 19001-2008/ISO9001:2008 标准质量管理体系认证证书和 GB/T 24001-2004/ISO14001:2004 标准环境管理体系认证证书。拥有完全知识产权的三立柱电动 ICU 病床系统，性能指标及稳定性可替代国外同类产品。2011 年，公司获得高新技术企业资格；2014 年，公司顺利通过高新技术企业资格复审；2017 年，公司再次被认定为高新技术企业。核心竞争力不断增强。

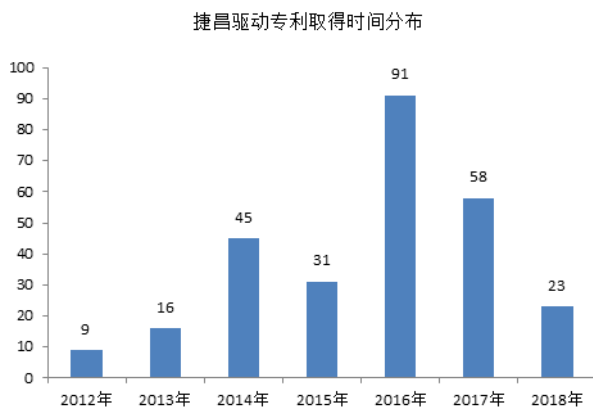
图 25：捷昌驱动研发占比情况

项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度	2015 年度
研发投入（万元）	2,115.69	3,101.98	2,494.54	1,568.85
营业收入（万元）	47,847.37	69,472.57	50,611.57	36,558.84
占营业收入的比重	4.42%	4.47%	4.93%	4.29%

资料来源：捷昌驱动招股说明书，民生证券研究院

先发优势显著，技术壁垒形成行业护城河。行业新进入者在进入市场时须面临两个关键问题，一是国外厂商在线性驱动领域已完成专利布局，二是行业的市场主要集中在欧美，而欧美市场对于专利和品牌的要求度较高。这就决定了新进入者必须要依靠自主创新建立研发体系，并快速掌握新的生产技术和工艺以避免国内外已有公司的专利壁垒。就捷昌驱动而言，年均 4.57% 的高研发经费投入使得公司在短短 8 年已取得各项专利 283 项。其中国内发明专利 22 项、国际发明专利 1 项、实用新型专利 154 项、外观设计专利 106 项，同时已获得软件著作权共 28 项。公司主要产品具有专利保护，已经有效形成了技术和专利壁垒，取得优势市场地位。

图 26：捷昌驱动在 2016~2017 年完成主要专利布局



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：捷昌驱动 2018 年的专利布局

序号	专利名称	专利类型	申请号	法律状态	发布日期	详细信息
1	一种尾端拉绳向结构及线性致动器	实用新型专利	2018207765953	--	2018-05-23	详细
2	一种尾端拉绳向结构及线性致动器	实用新型专利	2018207764626	--	2018-05-23	详细
3	一种转动结构及其安装结构及护土台	实用新型专利	2018206691469	--	2018-05-07	详细
4	一种轴套及转轴结构	实用新型专利	2018206697910	--	2018-05-07	详细
5	一种防水手控器	实用新型专利	201820696008X	--	2018-05-10	详细
6	一种具有加油结构的电动推杆	实用新型专利	2018207330773	--	2018-05-17	详细
7	一种升降立柱	实用新型专利	2018208054713	--	2018-05-28	详细
8	桌上电动升降平台 (02)	外观设计专利	2018303788237	--	2018-07-13	详细
9	桌上电动升降平台	外观设计专利	2018301425385	--	2018-04-10	详细
10	一种拼接式走线槽及拼接式桌子	实用新型专利	2018206825088	--	2018-05-09	详细

资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）深度布局海外市场，发展具有可持续性

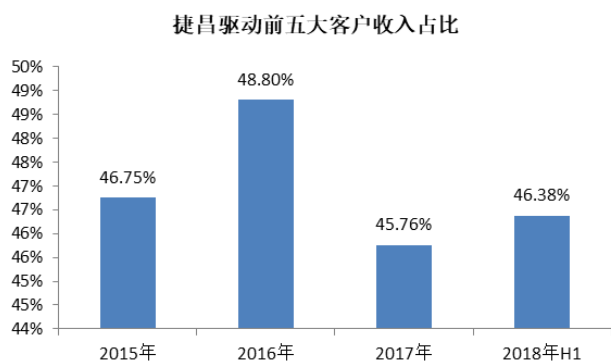
1、线性驱动定制化方案解决商，ODM 模式绑定海外巨头客户

海外大客户习惯以 ODM 模式与上游供应商建立战略合作关系，如公司下游美国客户 The Human、HAT Contract、Ergo Depot (Fully)。ODM 模式下，客户会提出自身对产品功能的设想，线性驱动供应商需长期为客户根据市场需求提供定制化的产品应用。例如终端客户像谷歌、微软、Facebook、苹果等国际大公司，它们对电动办公座椅需求呈现多样化，公司

必须有强大的研发创新能力才能不断满足产品定制化需求。国外线性驱动龙头企业因为公司规模大，市场反应速度较慢导致忽略这部分业务。捷昌驱动的发货期一般在一周以内，相比国外其他企业普遍 6-8 周的发货周期，有着更快满足客户需求的能力。

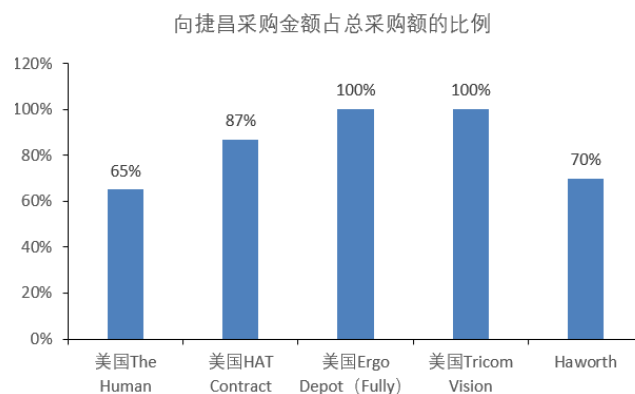
ODM 模式易于绑定双方长期的战略合作关系，公司在产业链拥有定价权。公司前五大客户线性驱动产品 65%~100%采购来自于捷昌驱动，贡献销售收入占捷昌总营收比重接近 50%，客户对产品依赖明显。ODM 模式通常需经过公司、客户双方多次合作，充分获得客户信任之后才能进行，关系一旦形成将非常牢靠，可替代风险小。加之线性驱动系统在下游终端产品的核心部件，成本占比达到 30%~50%，导致下游客户对线性驱动供应商的重视程度进一步放大。多因素帮助捷昌在下游产业链当中拥有定价的主动权，长期深度绑定客户关系，锁定产品未来收益。

图 28：捷昌驱动前五大客户收入占比接近 50%



资料来源：捷昌驱动招股书，民生证券研究院

图 29：下游五大客户对捷昌产品依赖程度



资料来源：捷昌驱动招股书，民生证券研究院

2、“直销+经销”双模式推动公司发展，布局多个子公司与研发中心

在经销领域受益于韩国 SAPEC、加拿大 Workrite、芬兰 Ahti Vesalainen 等海外大经销商，这些客户在线性驱动行业布局早，有深厚的终端客户需求基础，带动捷昌驱动的产品需求快速市场化。后期基于成本优化，销售方式呈现直销为主、经销为辅，公司 2014 和 2015 年在美国、德国和日本先后设立了 J-TAR 子公司，从而提升在欧美、日本市场的自主销售与服务能力，有效降低在当地市场经销所带来的额外销售成本。

公司 2014 年在宁波设立全资子公司宁波海仕凯作为新的生产制造基地，并于年底投产进一步打开公司产能瓶颈，直接帮助公司在 2015 年智慧办公领域中的产能同比增长了 94.23%。次年 2015 年，公司设立全资子公司浙江居优布局智慧办公产业，加大扩充公司在智能家居板块的业务。同时已设立杭州研发中心和台湾研发中心作为分公司，目的是分别整合国内和国外地区的优势研究资源，为公司的项目开发，及基础研究作储备。

（四）IPO 募资解决产能瓶颈，内生动力催生公司发展

打破产能瓶颈至关重要。公司 2017 年智慧办公驱动系统、医疗康护驱动系统、智能家居控制系统等产品总产能为 46 万套，总产量超过 58 万套。近两年产能利用率超过 120%以上，产能

问题是制约公司发展的主要瓶颈。公司本次 IPO 募资的 8.08 亿中约 4.6 亿将用于“年产 25 万套智慧办公驱动系统生产线新建项目”、“年产 15 万套智能家居控制系统生产线项目”与“年产 20 万套医疗养老康护控制系统生产线项目”，完全达产后将新增产能 60 万套，总产能提升至 106 万套，极大缓解产能不足的瓶颈。

限制性股权计划激发内生动力。授予对象为公司董事、高管及核心技术和业务人员，总计共 200 万股，占总股本的 1.66%，业绩考核目标为 2019 至 2021 年营收同比增长分别不低于 30%，净利润同比增长不低于 20%。高业绩考核目标彰显公司管理层对未来发展的信心，也是公司企业文化体现。

图 30：IPO 募集资金使用情况

序号	募集资金投资项目	投资总额 (万元)	项目备案情况
1	生命健康产业园建设项目	34,002.97	新昌发展和改革局 “06241605114032 6549409”
2	年产 25 万套智慧办公驱动系统生产线新建项目	14,537.90	慈发改慈滨审备 (2016) 4 号
3	年产 15 万套智能家居控制系统生产线项目	9,705.07	慈经东技备(2016) 15 号
4	补充营运资金	22,574.13	不适用
合计		80,820.07	-

资料来源：捷昌驱动招股说明书，民生证券研究院

(五) 股权激励考核目标，彰显未来发展信心

公司拟授予员工股权激励 200 万股，业绩考核目标包含四个业绩解锁期，业绩考核目标为未来 4 年，以前一年营业收入为基数，2019~2022 年收入增速不低于 30%，以前一年净利润为基数，2019~2022 年净利润增速不低于 20%。

表 1：股权激励考核目标

解除限售期	业绩考核指标
第一个解除限售期	以 2018 年的营业收入为基数，2019 年的营业收入增长率不低于 30%；以 2018 年的净利润为基数，2019 年的净利润增长率不低于 20%。
第二个解除限售期	以 2019 年的营业收入为基数，2020 年的营业收入增长率不低于 30%；以 2019 年的净利润为基数，2020 年的净利润增长率不低于 20%。
第三个解除限售期	以 2020 年的营业收入为基数，2021 年的营业收入增长率不低于 30%；以 2020 年的净利润为基数，2021 年的净利润增长率不低于 20%。
第四个解除限售期	以 2021 年的营业收入为基数，2022 年的营业收入增长率不低于 30%；以 2021 年的净利润为基数，2022 年的净利润增长率不低于 20%。

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

四、盈利预测与估值分析

预计 2018~2020 年，公司实现的营业收入分别为 11.40、15.84 和 21.49 亿元，实现的净利润分别为 2.51、3.38 和 4.51 亿元。

关键假设 1：2019~2020 年，智慧办公领域销量保持 40%的复合增速。

关键假设 2：2019~2020 年，医疗康护驱动系统销量分别有 50%和 40%。

关键假设 3：2019~2020 年，智能家居系统销量分别保持 50%的复合增速。

表 2：主业收入拆解

业务	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
智慧办公驱动系统						
平均售价（元/件）	1,391.90	1,327.28	1,306.70	1229	1195	1150
销量（套）	191,761.00	288,863.00	424,908.00	750000	1080000	1509000
毛利率	52.76%	54.03%	48.12%	44.07%	42%	40%
毛利率增长率	-	1.27%	-5.92%	-4.05%	-2.07%	-2.00%
营业收入（万元）	26691	38340	55523	92175	129060	173535
营业增速	-	43.64%	44.8%	66.01%	40%	34%
医疗康护驱动系统						
平均售价（元/件）	1,080.63	1,078.54	955.6	966	966	966
销量	83,996.00	102,824.00	128,446.00	184000	276000	386400
毛利率	33.80%	36.76%	31.83%	33%	33%	33%
毛利率增长率	-	2.96%	-4.93%	1.17%	0%	0%
营业收入（万元）	9077	11090	12274	20,035	26661.6	37326.24
营业增速	-	32.85%	10.68%	63.23%	33.08%	40.00%
智能家居控制系统						
平均售价（元/件）	1,768.63	1,487.90	1,744.30	1962	1962	1962
销量	4,271.00	5,041.00	6,995.00	9174.00	13761.47	20642.20
毛利率	42.87%	35.47%	37.16%	34.24%	34.24%	34.24%
毛利率增长率	-	-7.40%	1.69%	2.92%	0%	0%
营业收入（万元）	755	1,142.00	1,420.00	1,800.00	2700	4050
营业增速	-	51.26%	24.34%	26.76%	50.00%	50.00%
总营业收入（万元）	36558	50611	69472	114010	158421.6	214911.24
总营业增速	67.76%	38.44%	37.27%	64%	39%	36%

资料来源：民生证券研究院整理

机械行业可比公司包括浙江鼎立、美亚光电。

表 3：可比公司估值比较

公司	PE (TTM)	PE (2019 年 E)	PE (2020 年 E)
浙江鼎立	39.7	28	21
美亚光电	37.9	32	27
捷昌驱动	41.1	25	19

资料来源：民生证券研究院整理（浙江鼎立和美亚光电参考 Wind 一致预测）

五、风险提示

海外需求放缓超预期；中美贸易摩擦继续升级；竞争加剧加大产品降价风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	695	1,140	1,584	2,149
营业成本	382	690	979	1,343
营业税金及附加	8	12	18	24
销售费用	54	84	122	164
管理费用	37	63	84	115
EBIT	213.43	291.51	381.31	502.99
财务费用	5.70	-1.13	-7.33	-1.67
资产减值损失	8.72	1.99	0.85	1.26
投资收益	0.00	0.13	-0.50	-0.09
营业利润	217	291	387	503
营业外收支	2	0	(0)	0
利润总额	219	291	388	503
所得税	30	40	53	69
净利润	189	251	334	434
归属于母公司净利润	189	251	334	434
EBITDA	233	313	407	532

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	226	1467	563	576
应收账款及票据	57	47	69	101
预付款项	3	5	7	10
存货	91	131	184	689
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	401	1672	2100	2669
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	193	230	263	297
无形资产	23	34	46	56
非流动资产合计	307	333	350	365
资产合计	708	2005	2450	3035
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	134	175	248	354
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	187	272	383	534
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
负债合计	193	278	389	539
股本	91	123	123	123
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	515	1727	2061	2495
负债和股东权益合计	708	2005	2450	3035

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	37.3%	64.1%	38.9%	35.7%
EBIT 增长率	18.3%	36.6%	30.8%	31.9%
净利润增长率	22.6%	33.1%	33.0%	29.9%
盈利能力				
毛利率	44.9%	39.5%	38.2%	37.5%
净利润率	27.2%	22.0%	21.1%	20.2%
总资产收益率 ROA	26.7%	12.5%	13.6%	14.3%
净资产收益率 ROE	36.6%	14.6%	16.2%	17.4%
偿债能力				
流动比率	2.1	6.1	5.5	5.0
速动比率	1.7	5.7	5.0	4.5
现金比率	1.2	5.4	4.7	4.2
资产负债率	0.3	0.1	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	19.8	14.7	15.7	16.7
存货周转天数	69.1	68.8	67.8	68.6
总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.7	2.1	2.7	3.5
每股净资产	5.7	14.1	16.8	20.4
每股经营现金流	1.9	2.7	3.1	4.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	40.4	34.3	25.8	19.9
PB	12.4	5.0	4.2	3.5
EV/EBITDA	35.5	22.5	16.5	11.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	158	251	334	434
折旧和摊销	28	24	26	30
营运资金变动	-17	53	22	32
经营活动现金流	169	327	383	496
资本开支	63	47	42	44
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-62	-47	-42	-44
股权募资	0	960	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-46	960	0	0
现金净流量	61	1,241	340	452

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 捷昌驱动收入结构	4
图 3: 捷昌驱动产品示例	5
图 4: 捷昌驱动股权结构	5
图 5: 捷昌驱动营业收入及净利润走势	5
图 6: 公司内外销占比情况	5
图 7: 捷昌销售费用占比持续较低	6
图 8: 捷昌主要产品毛利率先升后降	6
图 9: 捷昌原材料采购价格表	6
图 10: 前五大客户信用政策	6
图 11: 线性驱动系统产业链	7
图 12: 国外线性驱动市场规模	8
图 13: 到 2025 年全球办公桌椅领域的线性驱动规模 144 亿元	8
图 14: 电动升降桌在谷歌搜索热度中持续攀升	9
图 15: 电动升降桌应用场景	9
图 16: 捷昌前五大客户交易占比	9
图 17: 床类产品价格比较	10
图 18: 2010 年至 2016 年全国医疗卫生机构床位数增长情况	11
图 19: 中国人口年龄结构预测	11
图 20: 2013 年-2017 年美国沙发及功能沙发市场规模 (十亿美元)	12
图 21: 2013 年-2017 年中国沙发及功能沙发市场规模 (十亿元)	12
图 22: 榻榻米升降控制系统	13
图 23: 智能厨卫升降系统	13
图 24: 行业主要竞争对手情况	14
图 25: 捷昌驱动研发占比情况	15
图 26: 捷昌驱动在 2016~2017 年完成主要专利布局	15
图 27: 捷昌驱动 2018 年的专利布局	15
图 28: 捷昌驱动前五大客户收入占比接近 50%	16
图 29: 下游五大客户对捷昌产品依赖程度	16
图 30: IPO 募集资金使用情况	17

表格目录

表 1: 股权激励考核目标	17
表 2: 主业收入拆解	18
表 3: 可比公司估值比较	18

分析师与研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015 年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

丁健，机械团队成员，东北财经大学金融硕士，2017 年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 17 层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道 1239 号世纪大都会 1201A-C 单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。