

驰骋蓝海的线性驱动系统供应商

——捷昌驱动 (603583.SH)



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

国内线性驱动行业标杆企业，营业收入和利润规模高速增长

捷昌驱动是我国线性驱动行业的先行者，主打产品包括医疗器械驱动系统、智能家居驱动系统和智慧办公驱动系统。2017 年实现营业收入 6.95 亿元，同比增速为 37.27%，2018Q1-Q3 共计实现营业收入 7.36 亿元；2017 年实现净利润 1.58 亿元，同比增速为 22.28%，2018Q1-Q3 共计实现净利润 1.60 亿元。

看点一：体量国内第一，财务质量行业领先，具备一定定价权

捷昌驱动销售收入目前国内第一，毛利率和净利率分别为 42%和 22%，行业领先。公司财务质量优良，净营业周期和收入回款速度等财务指标均好于同行业公司。同时，公司掌握了驱动系统的核心零部件技术，凭借定制化生产能力，具备了一定的议价能力。

看点二：线性驱动行业是一片蓝海，市场潜力较大

下游应用行业的规模增长和下游客户销售渠道拓展决定了线性驱动产品的市场空间。受政策驱动和下游需求持续保持旺盛影响，公司产品潜在市场规模较大，预计到 2020 年我国医疗器械驱动系统和智慧办公驱动系统的市场规模均在 30 亿元左右，智能家居驱动系统则处于起步阶段。

看点三：欧美市场发展成熟，成长轨迹有迹可循

欧美线性驱动产品市场认可度较高，产品附加值高，生产厂商成立时间悠久，诞生了百年企业 Linak。国内这一行业尚处于市场开拓期，随着市场潜力的迸发以及企业的探索发展，国内土壤有望孕育出具备一定规模和竞争力的企业。

首次覆盖，予以“增持”评级

公司是线性驱动行业的标杆企业，预计公司 2018-2020 年营业收入 10.53 亿元、14.64 亿元、19.12 亿元，实现归属母公司的净利润 2.49 亿元、3.33 亿元、4.02 亿元，EPS 分别为 2.06 元、2.76 元、3.33 元，对应 2018-2020 年 P/E 分别为 37 倍、27 倍、23 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格上涨超预期；产能建设和客户订单不达预期。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	695	1053	1456	1912
+/-%	37%	52%	38%	31%
归属母公司的净利润(百万)	158	249	333	402
+/-%	22%	58%	34%	21%
EPS(元)	1.31	2.06	2.76	3.33
P/E	57.71	36.60	27.37	22.64

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 轻工制造

报告时间 | 2019/3/21

前收盘价 | 73.00 元

公司评级 | 增持评级

分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002

010-66495651

yangouwen@cczq.com

联系人

林东岳

证书编号：S1100117070006

021-68595117

lindongyue@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、捷昌驱动：线性驱动行业的领军者	4
1.1 专注线性驱动行业，股权结构稳定	4
1.2 公司营业收入快速增长，定制化提升毛利率水平	4
1.3 三大产品线齐发力，产能扩张支撑规模扩张	6
1.3.1 公司拥有三大产品线，智能家居控制系统占比最高	6
1.3.2 外销占比持续提升，占比达 80%	8
1.3.3 产能满负荷运行，募投项目打开新空间	9
二、投资看点一：收入规模国内第一，财务质量良好	10
2.1 行业格局分散，规模企业稀少	10
2.2 销售规模行业第一，净利率水平领先	11
2.3 财务质量行业领先，经营情况良好	12
2.4 掌握核心技术，定制优势确保议价能力	13
三、投资看点二：蓝海行业，潜在市场容量巨大	14
3.1 产品种类呈现多样化，政策引导行业发展	14
3.2 下游市场蓬勃发展，线性驱动产品市场空间巨大	14
四、投资看点三：欧美市场发展成熟，行业巨头之路有迹可循	16
4.1 竞争对手以欧美企业为主，国内企业体量较小	16
4.2 海外龙头崛起之路：以丹麦 Linak（力纳克）公司为例	17
五、估值评级：予以“增持”评级	20
5.1 关键假设	20
5.2 盈利预测	20
风险提示	21
盈利预测	22

图表目录

图 1:	捷昌驱动股权结构.....	4
图 2:	2013-2017 年营业收入 CAGR 为 43% (百万元)	5
图 3:	2013-2017 年净利润 CAGR 为 43% (百万元)	5
图 4:	公司毛利率与净利率.....	6
图 5:	公司三项费用率.....	6
图 6:	公司三大产品线销售收入 (百万元)	7
图 7:	公司三大产品线在销售收入中的占比.....	7
图 8:	公司境外销售收入占比提升至八成.....	8
图 9:	公司主要客户名单.....	9
图 10:	捷昌驱动和乐歌股份营业收入 (百万元)	12
图 11:	捷昌驱动和乐歌股份净利润 (百万元)	12
图 12:	乐歌自主品牌收入及占比 (万元)	12
图 13:	乐歌股份三大销售模式毛利率水平.....	12
图 14:	捷昌驱动研发投入率.....	13
图 15:	中国医疗器械行业市场规模及增速.....	15
图 16:	力纳克近五年营业收入及增速 (百万元)	19
图 17:	力纳克近五年净利润及增速 (百万元)	19
图 18:	力纳克毛利率及净利率水平.....	20
表格 1:	捷昌驱动线性驱动技术应用领域.....	6
表格 2:	三大产品系列产能利用率和产销率.....	9
表格 3:	国内核心企业介绍.....	10
表格 4:	国内同行业竞争对手财务数据对比(截至 2018H1)	11
表格 5:	国内同行业竞争对手财务数据对比(截至 2017 年).....	13
表格 6:	智慧办公线性驱动系统 2019 年-2021 年市场规模测算	16
表格 7:	欧美人体工学家具企业简介.....	17
表格 8:	LINAK 公司发展历程	18
表格 9:	可比上市公司估值.....	21

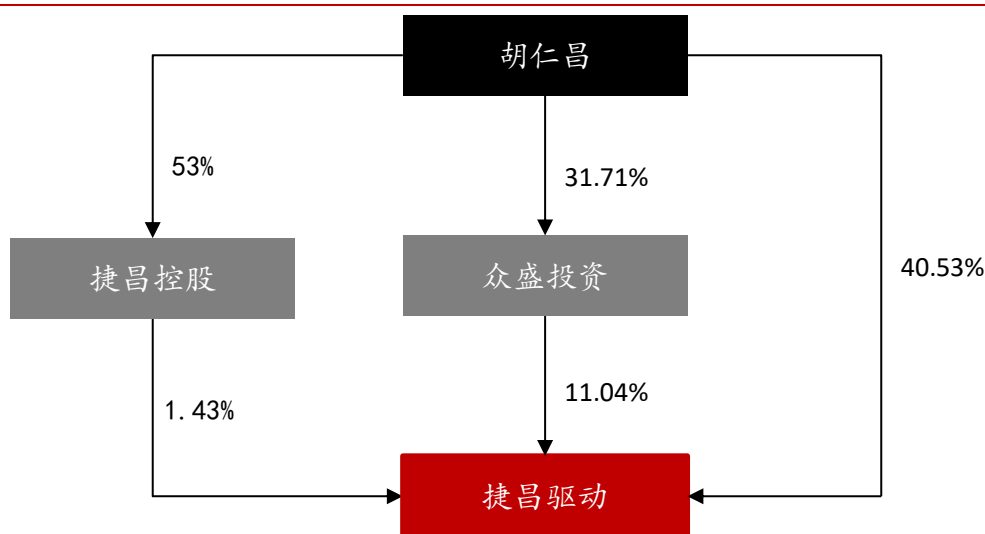
一、捷昌驱动：线性驱动行业的领军者

1.1 专注线性驱动行业，股权结构稳定

捷昌驱动成立于 2000 年，主要从事线性驱动系统的研发、生产和销售业务。公司已拥有 283 项专利技术（其中 22 项国内发明专利，1 项国际发明专利），28 项软件著作权，公司生产的线性驱动系统可广泛用于医疗康护、智慧办公、智能家居等领域。

公司控股股东、实际控制人为胡仁昌，直接持股比例为 40.53%，通过持有众盛投资 31.71% 的股权间接持有公司 3.50% 的股份，通过持有捷昌控股 53.00% 的股权间接持有公司 0.76% 的股份，共计直持有公司 44.79% 的股份。大股东持股比例高，股权结构稳定。

图 1：捷昌驱动股权结构



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

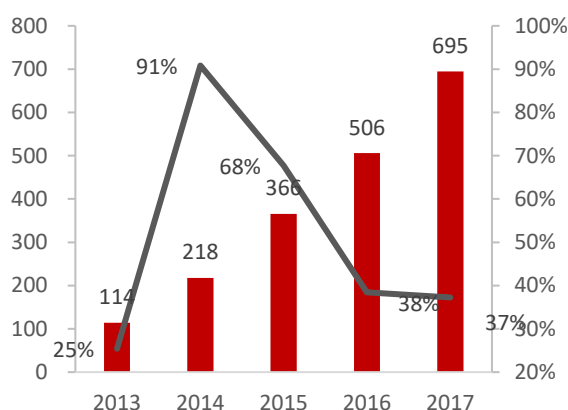
1.2 公司营业收入快速增长，定制化提升毛利率水平

公司经过多年的发展与积累，已经成为国内线性驱动行业的领军企业。线性驱动行业属于新兴行业，市场潜力巨大，需求是一片蓝海，公司营业收入维持快速增长。由于公司可以为客户提供定制化产品，且具备较强的设计研发和创新能力，且行业具有一定的技术壁垒，因此捷昌驱动的毛利率水平高于一般标准件制造企业。同时，近年来，上游供应商采购钢材、电机等主要原材料的价格整体呈下降趋势，对毛利率产生一定的积极影响。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

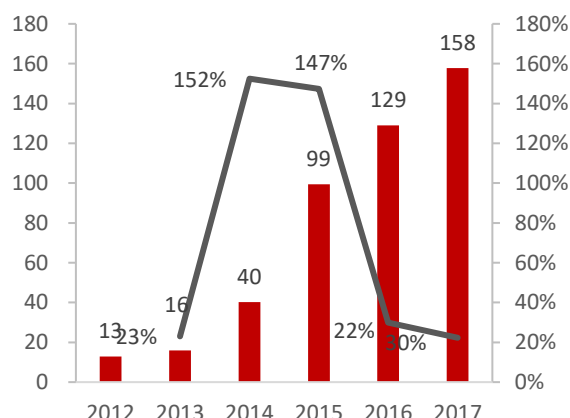
公司营业收入快速增长，2017 年毛利率达 45%。2017 年实现营业收入 6.95 亿元，同比增速为 37.27%，2013-2017 年复合增速为 43.49%，2018Q1-Q3 共计实现营业收入 7.36 亿元；2017 年实现净利润 1.58 亿元，同比增速为 22.28%，2013-2017 年复合增速为 58.21%，2018Q1-Q3 共计实现净利润 1.60 亿元。

图 2： 2013-2017 年营业收入 CAGR 为 43%（百万元）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 3： 2013-2017 年净利润 CAGR 为 43%（百万元）



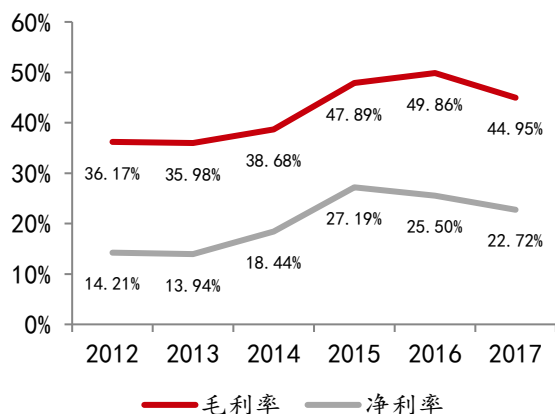
资料来源：wind，川财证券研究所

根据公司业绩预告，2018 年预计实现净利润同比增加 0.90 亿元-1 亿元，同比增长 57.15%-63.48%；公司的营业收入和净利润规模经历了 2014-2015 年的大幅增长，2016-2017 年开始增速有所回落并趋于稳定。

2017 年公司毛利率达 44.95%，近五年来毛利率有所提升，目前约在 40%-50% 之间。2017 年公司净利率为 22.72%，近三年虽然有所回落，但是仍然超过了 20%。

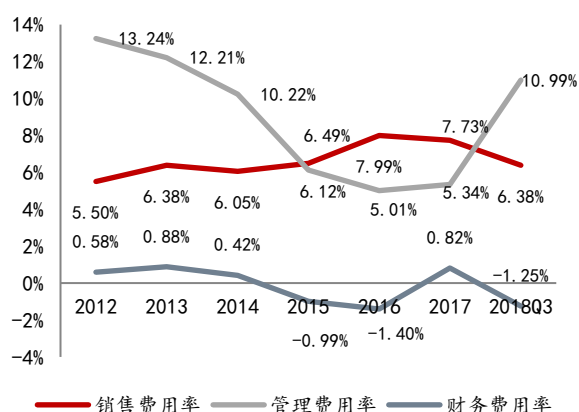
公司期间费用率总体稳定，略有波动。2017 年销售费用率为 7.73%，2018 年前三季度为 6.38%，近五年保持相对稳定；2017 年管理费用率为 5.34%，2018 年前三季度为 10.99%，由于公司 2018 年正式上市，管理费用率同比有所增加，其中研发投入保持相对稳定，占营业收入的 4%-5%；财务费用率最近五年保持相对稳定。

图 4： 公司 2012-2017 年毛利率与净利率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 5： 公司 2012-2017 年三项费用率



资料来源：wind，川财证券研究所

1.3 三大产品线齐发力，产能扩张支撑规模扩张

1.3.1 公司拥有三大产品线，智能家居控制系统占比最高

线性驱动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。公司作为线性驱动行业的领军企业，目前拥有自主研发的线性驱动技术，可以为需要线性驱动的智能终端产品提供运动控制解决方案。

公司的线性驱动系统产品由推杆、升降立柱、配套使用的控制器等部件组成，产品的主要组件之一——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。目前公司的线性驱动产品主要运用于三大领域，分别是医疗康护、智慧办公和智能家居领域。

表格 1. 捷昌驱动线性驱动技术应用领域

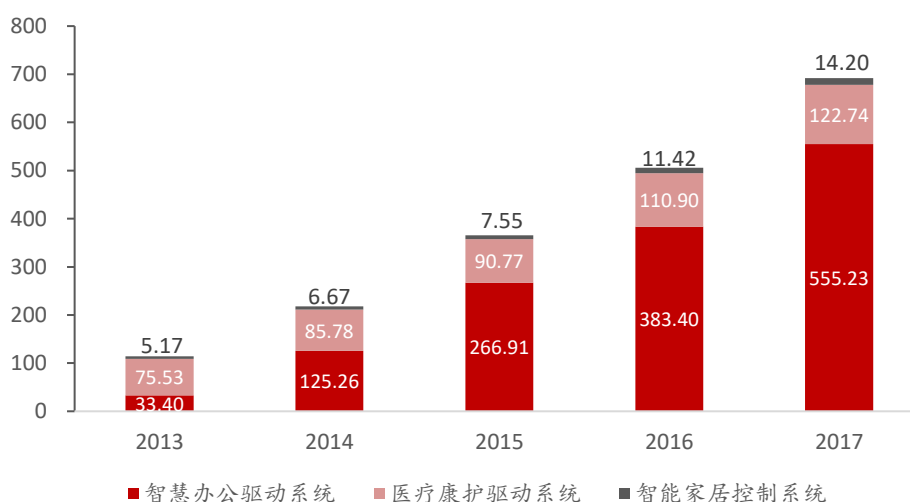
领域	具体应用
医疗康护	被用于高档电动病床、养老护理病床、病人移位器等医疗康护设备中，可实现自动升降、倾斜、称重等功能，从而降低护理人员的劳动强度，提高病人的安全性，避免人为因素产生的意外伤害。
智慧办公	可作为办公场所的智慧终端设备，以智能电动升降办公桌为例，通过自动升降功能可根据每个人的高度和偏好自动调节办公桌的高度，帮助人实现站立办公的效果，缓解腰椎、颈椎疲劳。
智能家居	通过为家居终端产品配套智能升降控制系统，使家居终端产品的高度、延伸性可以满足不同家庭成员使用的需求，从而提高使用人员的舒适度，符合现代人的居住生活理念，包括厨卫升降系统、榻榻米升降控制系统等。

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

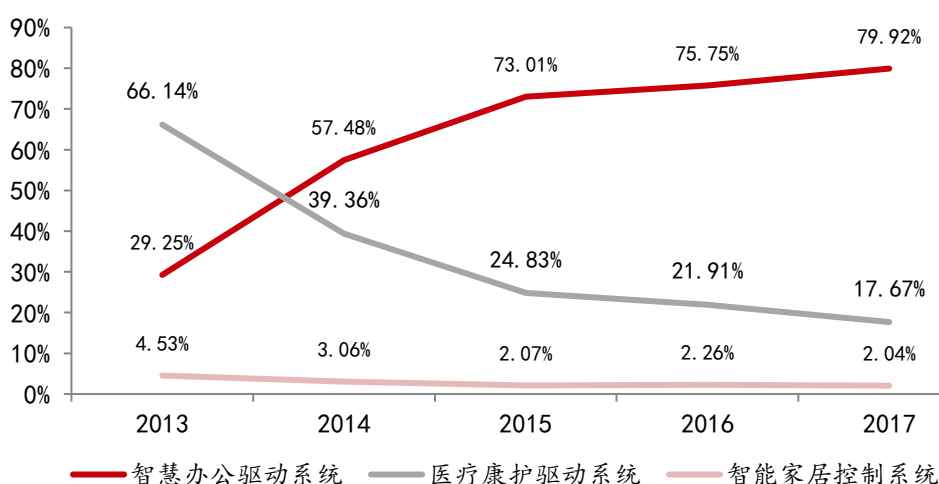
2017 年智慧办公、医疗康护和智能家居三大领域的销售收入分别为 5.55 亿元、1.23 亿元和 0.14 亿元，同比增幅分别为 44.82%、10.68%和 24.34%。其中，智慧办公驱动系统的收入占比持续提升，从 2013 年的 29%增长至 2018 年的 80%，医疗康护驱动系统收入占比从 2013 年的 66%下降至 17%，智能家居驱动系统销售收入占比最近三年保持稳定，约占营业收入的 2%左右。

图 6：公司三大产品线销售收入（百万元）



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 7：公司三大产品线在销售收入中的占比



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

1.3.2 外销占比持续提升，占比达 80%

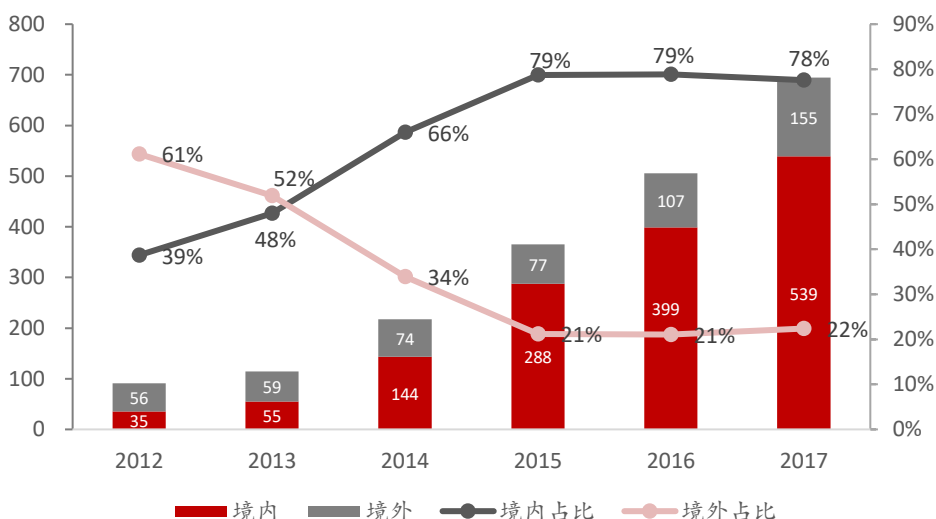
近五年来，公司外销占比持续提升，目前已接近 80%，内销占比则从五年前的 60% 左右下降至 20%。我们认为，由于线性驱动在国外需求量较大，并且公司以 ODM 产品为主，因此外销占比较大，但是智能家居和智慧办公行业在国内仍然是一片蓝海，未来市场容量有望扩大。

公司与海外厂商的合作模式主要为 ODM 模式，客户关系较为稳固，能够通过持续研发及规模效应改善盈利水平，同时定制化产品可以保证公司维持相对可观毛利率，但是，公司订单规模与客户的产品决策、市场拓展能力较为相关。

北美市场目前是公司主要的产品出口市场，最主要的客户均来自美国，公司已与美国的 The Human、HAT Contract、Ergo Depot (Fully) 等客户建立战略合作。公司依据 ODM 模式结合各战略合作厂商的区域市场状况，为客户提供符合市场需求的定制化线性驱动产品，下游客户依托其品牌和市场渠道实现智能升降桌等终端产品的销售。

客户集中度相对分散，销售风险较低。2018H1 公司前五大客户分别是美国 AMQ SOLUTIONS、美国 Ergo Depot (Fully)、美国 The Human、美国 HAT Contract、美国 HNI，销售收入在营业收入中的占比为 10.99%、10.16%、9.26%、8.26%、7.71%，合计 46.38%。

图 8：公司境外销售收入占比提升至八成



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 9： 公司主要客户名单



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

1.3.3 产能满负荷运行，募投项目打开新空间

过去四年，公司产能利用率超过 100%，已经处于满负荷运行状态。2018 年上半年智慧办公驱动系统、医疗康护驱动系统、智能家居控制系统三部分的产能利用率分别为 128%、125%、104%。与此同时，公司销售情况也保持良好，上述三部分 2018H1 的产销率分别是 90%、93%、112%。鉴于产能紧缺和销售情况良好的局面，公司募投资金将主要用于生命健康产业园建设项目、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和补充营运资金项目，产能扩张将进一步优化公司产品结构，增强公司盈利能力，提升公司核心竞争力，保证公司的持续稳定发展。

表格 2. 三大产品系列产能利用率和产销率

		2015	2016	2017	2018H1
智慧办公驱动系统	产能（万件）	20.20	26.10	34.56	28.08
	产量（万件）	20.69	29.77	44.31	35.85
	产能利用率	102%	114%	128%	128%
	销量（万件）	19.18	28.89	42.49	32.28
	产销率	93%	97%	96%	90%
医疗康护驱动系统	产能（万件）	7.56	9.36	10.66	6.24
	产量（万件）	8.50	10.85	12.99	7.79
	产能利用率	112%	116%	122%	125%
	销量（万件）	8.40	10.28	12.84	7.24
	产销率	99%	95%	99%	93%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

		2015	2016	2017	2018H1
智能家居 控制系统	产能（万件）	0.4	0.42	0.72	0.3
	产量（万件）	0.44	0.47	0.73	0.31
	产能利用率	111%	112%	101%	104%
	销量（万件）	0.43	0.50	0.70	0.35
	产销率	97%	107%	96%	112%

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

二、投资看点一：收入规模国内第一，财务质量良好

2.1 行业格局分散，规模企业稀少

由于我国目前的市场需求较小，因此我国线性驱动及人体工学行业主要以出口为主，大多数厂商不具备生产自主品牌产品的能力，以提供同质化、中低端、附加值较低的贴牌产品为主。

行业格局分散，企业规模体量较小，未来行业进行整合的可能性较大。在行业整合过程中，一部分具备一定设计研发能力的厂商，通过逐步开拓自主品牌，在国内线性驱动产品接受度逐步提升的过程中，开始逐步攫取国内市场份额。同时，自主品牌的盈利水平较高，使得企业具备了较强的竞争力，目前规模企业主要包括乐歌股份、捷昌驱动、泓杰股份、久正工学等。

表格 3. 国内核心企业介绍

公司	主营业务
捷昌驱动 (603583.SH)	公司生产的线性驱动产品可分为医疗康护驱动系统、智慧办公驱动系统及智能家居控制系统等，已掌握自主研发的智能线性驱动技术，为大量需要驱动应用的智能终端产品（例如 ICU 电动病床，电动升降桌等）提供运动控制解决方案。 ODM 模式，境外市场为主，未开拓线上渠道。
乐歌股份 (300729.SZ)	公司产品目前主要被运用于三大领域，分别是办公领域、生活领域和专业应用领域，包括电脑支架、升降桌、升降台和大屏支架产品，同时公司致力于根据细分领域特点，打造专业解决方案。 着力打造自主品牌，境外自主品牌和 ODM 并重，境内以线上自主品牌为主。

泓杰股份
(836274.00)

专业的视听集成周边设备制造商，旗下拥有 NB 和 EMMY 两大品牌，满足了各类消费群体的各种不同消费需求，提供各种视听产品解决方案。主要包括电视机挂架，投影机支架，多媒体移动推车，桌上型显示器支架，天花板吊顶挂架及各种周边配件。

境外 ODM 模式为主，境内自主品牌影响力逐步建立，已开拓境内外线上平台。

久正工学
(834886.00)

视听安装解决方案的产品提供商。公司凭借多年在机械生产加工领域的丰富经验，专注于生产、销售液晶、等离子电视支架及其他视听设备的安装解决方案。公司已形成八大系列产品，包括液晶电视支架、等离子电视支架，LED 电视支架，投影仪支架、吸顶式支架、视听辅助设备支架、电动支架以及落地式支架，产品总数超过 200 种

资料来源：wind，川财证券研究所

2.2 销售规模行业第一，净利率水平领先

从同行业公司的财务数据来看，截至 2018H1，捷昌驱动销售收入国内第一，略领先于乐歌股份，这两家公司的体量大幅领先泓杰股份和久正工学。

毛利率水平方面，乐歌股份和捷昌驱动均在 42% 左右，领先其他公司约 10 个百分点；但是净利率方面，捷昌驱动遥遥领先其他公司，达到了 22.07%，比大力打造自主品牌的乐歌股份高 15%，可以看到，注重打造自主品牌的乐歌股份和泓杰股份销售费用率高于其他两家公司，因此净利率水平也低于久正工学和捷昌驱动。

表格 4. 国内同行业竞争对手财务数据对比(截至 2018H1)

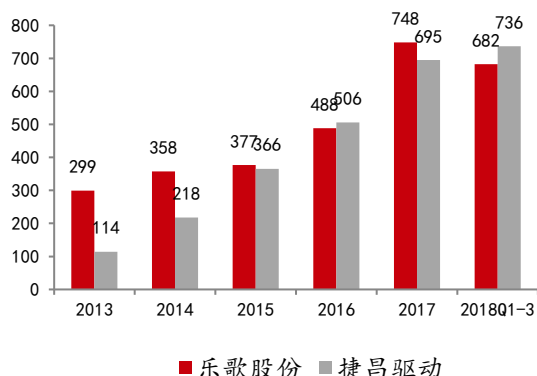
代码	公司	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率	管理费用率	财务费用率
300729.SZ	乐歌股份	4.39	41.84	6.87	25.57	10.30	-0.35
836274.00	泓杰股份	1.44	34.85	10.01	15.60	8.30	-0.03
834886.00	久正工学	1.24	29.69	10.19	5.93	10.33	-0.53
603583.SH	捷昌驱动	4.78	42.11	22.07	6.26	10.18	-0.36

资料来源：wind，川财证券研究所

营业收入从 2018 年开始反超乐歌股份，成为国内行业第一，净利润规模长期行业领先。乐歌股份自主品牌毛利率水平较高，ODM 产品毛利率相对较低，尽管目前自主品牌业务占比已经超过 50%，但是由于自主品牌拓展需要大量的销售成本投入，使得公司净利率水平一直维持较低水平。

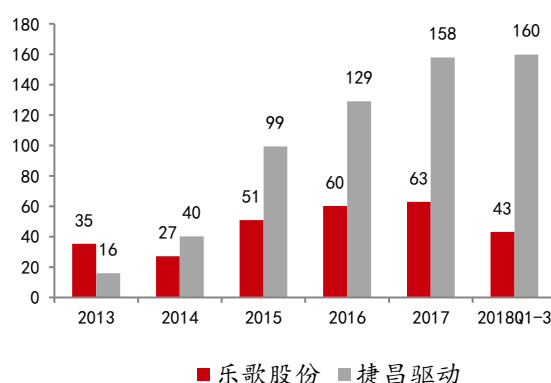
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 10：捷昌驱动和乐歌股份营业收入（百万元）



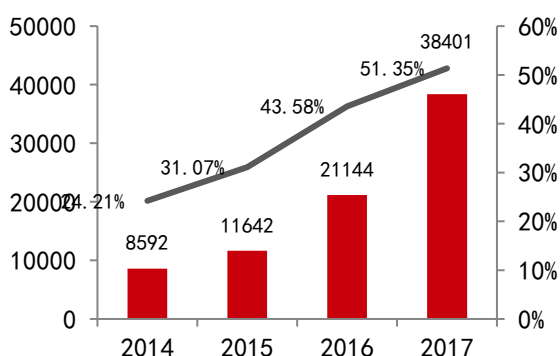
资料来源：wind，川财证券研究所

图 11：捷昌驱动和乐歌股份净利润（百万元）



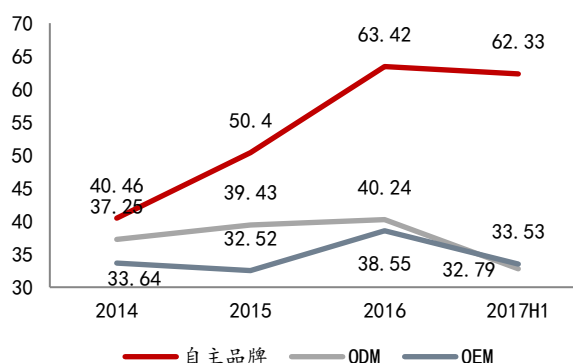
资料来源：wind，川财证券研究所

图 12：乐歌自主品牌收入及占比（万元）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 13：乐歌股份三大销售模式毛利率水平



资料来源：wind，川财证券研究所

2.3 财务质量行业领先，经营情况良好

从同行业可比公司的财务报表质量来看，捷昌驱动的财务质量优良，企业经营情况较好。（1）捷昌驱动净资产收益率达 34.74%，仅次于久正工学，大幅领先其他两家公司；（2）资产负债率方面，捷昌驱动仅为 27.22%，负债水平在可比公司中是最低的；（3）资金占用方面，公司产品以外销为主，通常会要求新客户在签订订单时预付全部的货款，对于重要的战略性客户，一般给予 1-2 个月左右的账期，其余客户公司会要求对方在签订销售订单时按照一定的比例预付部分货款，并未完全要求客户预付货款，公司应收账款周转天数略低于可比公司，但是由于公司对于应付账款的偿付也较为及时，是同行业公司中最短的，与上游保持了良好关系，因此公司净营业周期表现尚可；（4）现金流方面，公司的收入回款速度在可比公司中是最好的。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 5. 国内同行业竞争对手财务数据对比(截至 2017 年)

代码	公司	净资产收益率	资产负债率	净营业周期	经营活动产生的现金流量净额/营业收入
300729.SZ	乐歌股份	16.07	37.34	46.65	9.01
836274.OC	泓杰股份	25.14	37.72	-8.97	10.39
834886.OC	久正工学	44.02	45.88	-24.46	14.61
603583.SH	捷昌驱动	34.74	27.22	3.23	24.35

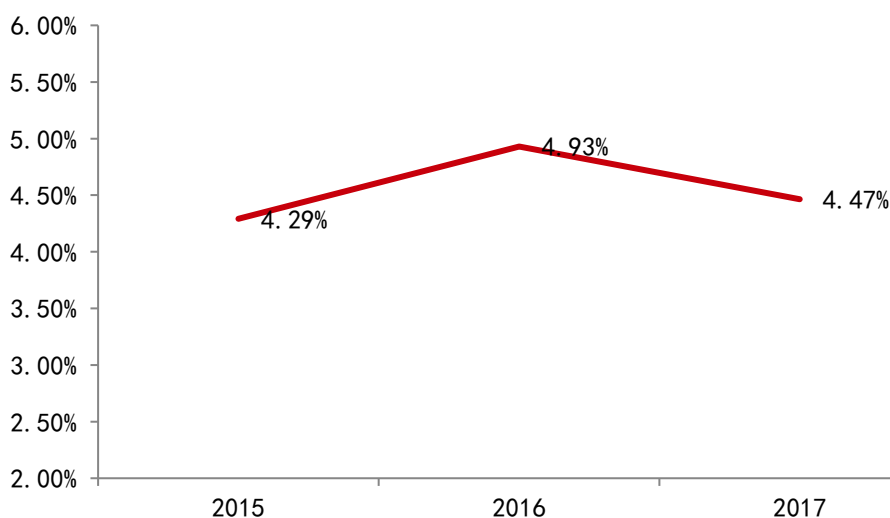
资料来源: wind, 川财证券研究所

2.4 掌握核心技术，定制优势确保议价能力

目前线性驱动行业的国外厂商已完成专利布局，并且这一行业涉及计算机软件、机械、医疗等多行业技术的综合应用，对于新进入者而言，有较高的进入门槛。捷昌驱动在这一行业浸淫已久，目前已拥有 283 项专利技术，28 项软件著作权，并牵头起草了由中国轻工业联合会提出的直流电动推杆的行业标准（QB/T4288-2012），同时公司每年仍然大量的进行研发投入，2017 年投入 3100 万元，占营业收入 4.5%。

目前线性驱动系统的主要下游客户是家具和办公设备生产商，传统企业同质化竞争激烈，且面临转型升级，线性驱动系统可以帮助其完成智能化改造。公司凭借拥有的技术壁垒，其产品可以成为智能家居和智慧办公的核心零部件，同时公司也可以通过提供定制化服务，来确保公司拥有定价权，从而保证较高的毛利率。

图 14: 捷昌驱动研发投入率



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

三、投资看点二：蓝海行业，潜在市场容量巨大

3.1 产品种类呈现多样化，政策引导行业发展

线性驱动控制系统是下游智能终端产品的重要组成部分，并不是一个可以独立存在的行业，因此，我们认为，下游应用行业的规模增长和下游客户销售渠道拓展决定了线性驱动产品的市场空间。

线性驱动产品起源于欧洲，丹麦和德国有全球领先的线性驱动产品生产厂商，在全球范围内得到了较为广泛的应用，目前比较成熟的应用领域有：（1）医疗康护领域：电动医疗床、升降诊察台、轮椅等；（2）智能家居领域：升降沙发、升降电视机架、升降榻榻米等；（3）智慧办公领域：智能办公桌、智能投影仪器等；（4）工业科技领域：清扫车、收割机、舞台等。

目前全球多个国家出台了相关法律法规，鼓励和监督企业为员工的健康提供人体工学方面的保护，由此带动线性驱动行业发展。美国、英国、德国、丹麦等欧洲国家先后出台了旨在保护员工健康，倡导线性驱动产品在办公中应用的法规，如《德国劳动场所法》及丹麦的“工作环境提升规划（2020）”。政府对于职工健康的关注，直接促进了线性驱动产品在办公场景中的运用。

3.2 下游市场蓬勃发展，线性驱动产品市场空间巨大

我们按照三部分进行测算，分别是医疗器械线性驱动系统、智慧办公线性驱动系统、智能家居线性驱动系统。

● 医疗器械线性驱动系统

根据 TrendForce 数据显示，2017 年全球医疗器械市场规模为 4281 亿美元。按占医疗器械设备市场规模 0.5% 来计算，2017 年全球用于医疗领域的线性驱动产品的市场规模已超过 21 亿美元。2015 年、2016 年和 2017 年公司医疗康护驱动系统的销售额分别为 9076.85 万元、1.11 亿元和 1.23 亿元，占全球市场比重接近 1%。

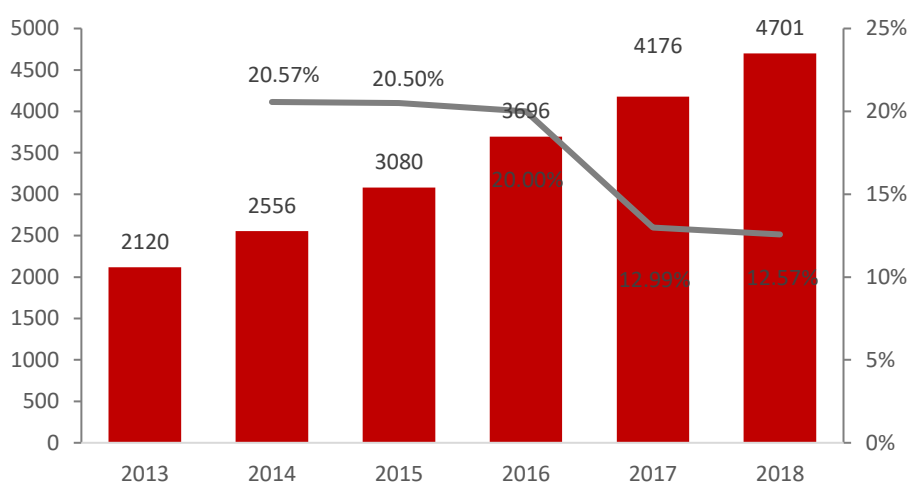
根据《中国医疗器械行业发展报告（2017）》，预计未来 10 年我国医疗器械行业发展速度将继续保持年均 10% 以上的增幅。我国医疗器械 2017 年-2018 年市场总规模分别约为 4176、4701 亿元，环比增速达 13%，2013-2018 年的复合增速约 17%，根据复合增速测算，2020 年中国医疗器械销售规模有望实现 6464 亿元。按照线性驱动系统占医疗器械的 0.5% 测算，2017 年国内医疗器械线性驱动系统市场规模约为 20 亿元，到 2020 年市场规模有望达到 32 亿

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

元。

以电动病床为例，截至 2017 年末，全国医疗卫生机构床位数 794 万张，全国电动病床需求量测算可达 47.64 万张，占比为 6%。未来随着电动病床的普及推广，智能电动化渗透率将不断提高，市场前景非常广阔。

图 15：中国医疗器械行业市场规模及增速（亿元）



资料来源：中国医疗器械行业发展报告，川财证券研究所

●智慧办公线性驱动系统

我们认为，智慧办公的线性驱动系统主要包括升降桌及电脑支架，其中升降桌的主要使用对象是白领和中小学生，电脑支架的需求主要来自平台电脑的使用者。

2015-2017 年公司智慧办公驱动系统的销售额分别为 2.67 亿元、3.83 亿元和 5.55 亿元，在全球市场中所占份额在 2% 左右，具备一定的国际市场地位。通过测算，预计到 2020 年市场规模将达到 32 亿元。我国的智慧办公市场目前处于蓬勃发展阶段，市场规模快速扩大，发展潜力较大，但是目前国内规模企业较少，普遍市场份额不高。

表格 6. 智慧办公线性驱动系统 2019 年-2021 年市场规模测算

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
升降桌	白领人数 (亿)	1.44	1.48	1.53	1.57	1.61
	渗透率	0.80%	0.90%	1.00%	1.20%	1.30%
	销售量 (亿台)	0.0115	0.0133	0.0153	0.0188	0.0209
	价格 (元)	600	700	800	900	1000
	市场容量 (亿元)	6.91	9.32	12.24	16.96	20.93
	YOY	41.06%	34.90%	31.27%	38.53%	23.44%
	中小学生人数 (亿)	1.84	1.86	1.88	1.90	1.92
	渗透率	0.12%	0.14%	0.16%	0.18%	0.20%
	销售量 (亿台)	0.0022	0.0026	0.0030	0.0034	0.0038
	价格 (元)	600	700	800	900	1000
	市场容量 (亿元)	1.32	1.82	2.41	3.08	3.84
	YOY	45.58%	37.59%	32.02%	27.91%	24.76%
电脑支架	平板电脑出货量 (亿台)	2.50	2.70	3.00	3.30	3.50
	渗透率	0.80%	1.20%	1.80%	2.40%	3%
	销售量 (亿台)	0.0200	0.0324	0.0540	0.0792	0.1050
	价格 (元)	150	150	150	150	150
	市场容量 (亿元)	3.00	4.86	8.10	11.88	15.75
	YOY	70.94%	62.00%	66.67%	46.67%	32.58%
合计 (亿元)		11.24	16.01	22.75	31.91	40.52
YOY		48.54%	42.45%	42.10%	40.30%	26.97%

资料来源：国家统计局，川财证券研究所

●智能家居线性驱动系统

线性驱动系统在智能家居中主要被运用于升降橱柜、升降榻榻米等产品，可以提升日常生活的便捷程度，但是由于这一市场在我国仍处于起步阶段，目前相关产品的渗透率极低，市场潜力巨大，随着家居智能化趋势逐步蔚然成风，智能家居产品的接纳程度越来越高，这一市场会成为线性驱动产品的蓝海。

四、投资看点三：欧美市场发展成熟，行业巨头之路有迹可循

4.1 竞争对手以欧美企业为主，国内企业体量较小

美国和欧洲等发达国家与地区经济发展水平较高，线性驱动市场成熟度较高，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

相关理念已被广泛地运用到生活家具和办公家具的设计和生产中，便捷居家产品、办公健康、医疗智能化等受到了广泛关注。

欧美线性驱动产品生产厂商成立时间悠久，市场认可度较高，产品附加值高，在细分领域拥有强大的竞争力。国内这一行业属于新兴智能行业，在国内尚处于市场开拓期，行业竞争并不激烈，主要竞争对手都是丹麦、德国的企业，在国内能够形成竞争关系的本土企业很少。

国外市场中领先的厂商主要包括升降办公桌、升降台领域的丹麦 Linak 公司、美国 Humanscale 公司、美国 Varidesk 公司以及医疗领域的德国 DEWERT 公司、美国 Ergotron 公司等。

表格 7. 欧美人体工学家具企业简介

公司	成立时间	主营业务
Ergotron	1982	产品包括显示器支臂、坐立交替办公系统、医用推车等，在美国市场占有率很高，在中国 Ergotron 最大的销售渠道是医疗渠道，主要是以带显示器安装方案的推车等产品进入医疗市场。
Humanscale	1983	全球人体工学家具界的领导品牌。其主要产品包括人体工学座椅、坐/立两用工作站、显示器支架、键盘系统、工作台等
Varidesk	2013	生产办公家具和办公设备的制造商，主要产品为升降台及相关配件。产品销往 100 多个国家。
Linak	1907	首先把线性驱动的技术运用于人体工学家具行业中，能自由调节办公生活家具及医疗设备的高度，其主要产品可以分为办公系列（主要为升降办公桌、工作站）、医护系列（医疗床等）、家庭系列等多个系列。
DEWERT	1992	开发、生产和销售的电动直线驱动器、控制盒和手控器，符合人体工程学并广泛应用在医疗领域中，产品价格普遍高于亚洲品牌。

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

4.2 海外龙头崛起之路：以丹麦 Linak（力纳克）公司为例

Linak 公司总部位于丹麦，是全球最早的线性驱动行业生产商之一，在美国、斯洛伐克和中国深圳设立了海外生产工厂，在全球线性驱动行业拥有市场领先优势。丹麦 Linak 公司致力于推出制作电动直线推杆解决方案，以在不同的应用场合提供顺畅的运动，从医护到农业、舒适家具、办公升降或工业自动化等诸多领域。其发展历程如下：

表格 8. Linak 公司发展历程

阶段	年份	主要事件
初创	1907	丹麦铁匠 Christian Jensen 创立了农用机械产品作坊，拥有 7 名雇员。
探索	70 年代	现任 CEO Bent Jensen 正式接手公司，从生产各式的皮带滑轮组、碾磨机以及炼铁炉为主，开始着手研发新产品，由轮椅迸发灵感，在 1979 年推出第一款电动推杆 LA30，用于农业器械。
转型	80 年代	1982 年公司接到了第一笔电动推杆的大订单——2000 根 LA30 农业器械电动推杆，1984 年公司改名为 LINAK，次年设立瑞典斯德哥尔摩办公室，开始海外扩张，1988 年开设了电子部门，主要研发用于医护病床的电动推杆控制盒，1989 年向市场推出了第一套用于医疗护理领域的电动推杆系统，为医护病床设立了新的行业标准。
扩张	90 年代- 00 年代	生产和销售方面： 1990 年在英国、丹麦和德国设立销售办公室； 1993 年在澳洲和比利时设立办公室； 1994 年在美国设立办公室，同年主要服务当地医护产品的生产厂商的法国和荷兰分公司也相继成立； 1997 年，马来西亚分公司成立； 1999 年在美国设立第一个海外工厂； 2001 年在西班牙、波兰和新西兰的分公司相继成立； 2003 年在与日本经销商合作了十年以后，在日本设立了第一个分公司； 2004 年，位于美国的工厂增加了 7000 平方米，中国和捷克销售公司成立； 2006 年设立中国工厂； 2008 年设立斯洛伐克工厂
		产品方面： 1993 年第一款带有软件的控制盒正式面世，一款紧凑型电动推杆 LA12 也正式面世； 1995 年第一款应用于病人移位机的 JUMBOTM 系统面世； 1997 年，推出更强劲以及噪音更低的 LA34 电动推杆； 1998 年推出了第一款用于升降桌的电动推杆 DL1，比竞争者早至少十年； 2002 年，设立了第一个成熟的产品线——办公系列（DESKLINE）； 2003 年，用于家居休闲床的双马达推杆系统（TWINDRIVE）设立； 2004 年，办公系列新增了六个新产品，包括带有记忆功能的控制器 DP1C； 2005 年，开发用于医疗系列的通讯平台 OpenBusTM，工业系列（TECHLINE）推出能适用于不同恶劣环境的电动推杆 LA36。
创新与成熟	2010 年后	2010 年，为太阳能电池板开发了一套能跟随阳光移动的系统；ZEROTM 技术正式诞生，这项技术能让电动推杆系统的待机功耗从 1-2 瓦降低至 0.1 瓦； 2014 年，公司宣布在 2029 年实现二氧化碳零排放，同时办公系列发布了新产品 Desk ControlTM，一款能让电脑与电动升降桌相连的软件； 2015 年，力纳克的划时代产品 Kick & ClickTM 支架系统发布，将电动升降桌的安装时间减少至原来的一半，员工突破 2000 名。

资料来源：企业观察网，川财证券研究所

2017 年 4 月-2018 年 3 月，公司的营业收入为 38.80 亿元，同比增速为 6.36%，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

最近五年复合增速为 11.77%；净利润为 6.19 亿元人民币，同比增速为 1.05%，最近五年复合增速为 21.59%，公司已逐步进入成熟阶段，营业收入和净利润处于低速增长阶段。捷昌驱动 2017 年营业收入为 6.95 亿元，净利润为 1.60 亿元，Linak 公司的收入和利润规模分别是其 5.6 倍和 3.9 倍，体量远大于捷昌驱动。

同时，Linak 公司的盈利水平也较为稳定，毛利率维持 35% 左右，净利率维持 15% 左右。由于捷昌驱动以 ODM 为主，因此盈利水平较高。

Linak 公司的成功之路，呈现出以下几个方面特征：

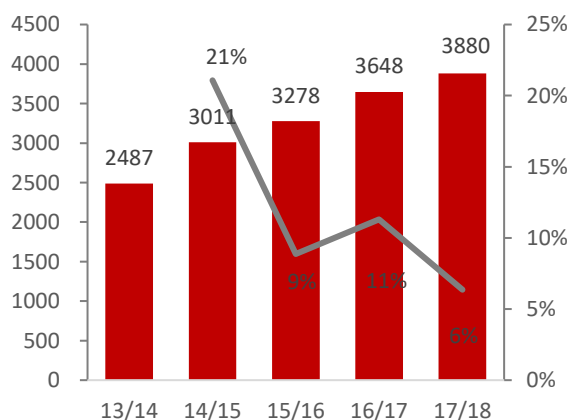
(1) 战略眼光：从农业器械转型电动推杆，公司精准把握机械替代手工的潜在市场需求；

(2) 全球布局：公司从丹麦起步，逐步在全球设立工厂和办公室，享受全球化协作的红利，同时布局新兴市场挖缺潜在需求；

(3) 技术革新：从 80 年代推出电动推杆开始，公司不断推陈出新，每隔 1-2 年就会有新产品和新技术面世。

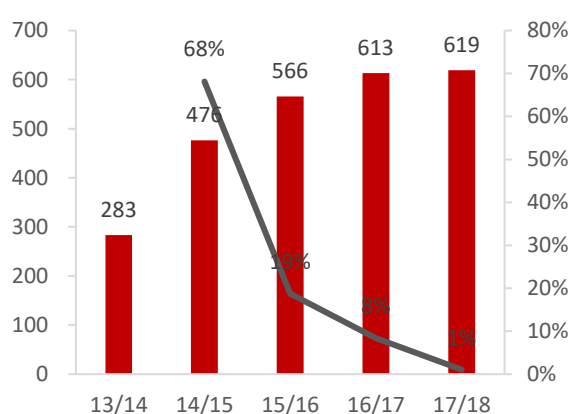
作为中国线性驱动行业的领军企业，捷昌驱动有望与全球市场的竞争对手同场竞技，依托中国这一潜在空白市场，有望逐步追寻全球龙头的轨迹成长为行业巨头。

图 16：Linak 近五年营业收入及增速（百万元）



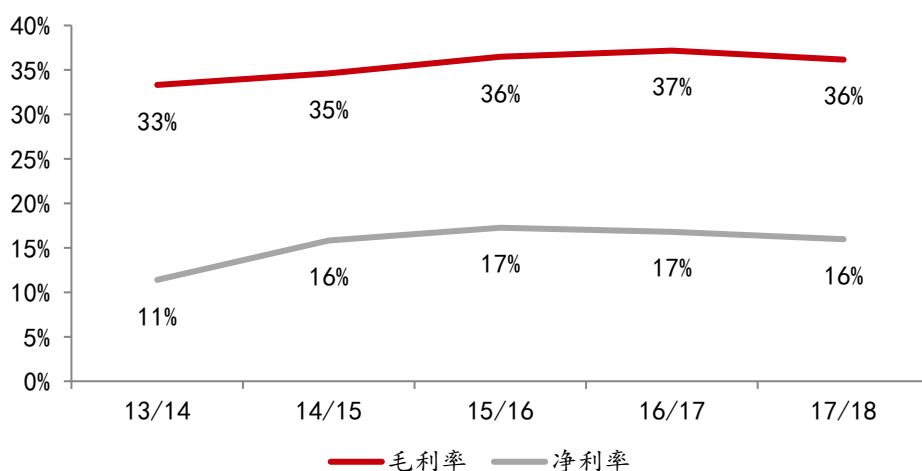
资料来源：公司财报，川财证券研究所

图 17：linak 近五年净利润及增速（百万元）



资料来源：公司财报，川财证券研究所

图 18: Linak 毛利率及净利率水平



资料来源：公司财报，川财证券研究所

五、估值评级：予以“增持”评级

5.1 关键假设

收入端：智慧办公线性驱动系统增速平稳，智能家居和医疗器械线性驱动系统增速较快，国内市场需求扩大产品需求；产能端：募集产能未来三年陆续建设完工并投产；费用端：公司继续维持稳健经营，期间费用保持相对平稳。

5.2 盈利预测

预计公司 2018-2020 年营业收入 10.53 亿元、14.64 亿元、19.12 亿元，实现归属母公司的净利润 2.49 亿元、3.33 亿元、4.02 亿元，EPS 分别为 2.06 元、2.76 元、3.33 元，对应 2018-2020 年 P/E 分别为 37 倍、27 倍、23 倍。

从可比公司来看，选取轻工板块四家代表公司，2019 年预计平均估值为 25 倍，但是由于捷昌驱动的线性驱动产品市场潜力较大，具有较好的成长性，给予 2019 年 27 倍左右的估值较为合理。首次覆盖，给予“增持”评级。

表格 9. 可比上市公司估值

证券代码	股票简称	股价 (元)	每股收益 (元)		市盈率 (倍)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
300729	乐歌股份	25.89	1.08	1.41	24.59	18.75
603313	梦百合	22.20	0.81	1.28	33.51	21.20
603816	顾家家居	53.00	2.43	3.12	23.87	18.62
002831	裕同科技	48.90	3.02	3.79	19.13	15.25
A 股平均值			1.83	2.40	25.28	18.45

资料来源: wind, 川财证券研究所

风险提示

原材料价格上涨超预期

毛利率受原材料成本影响，钢材、铝材价格上涨将影响公司盈利能力

产能建设不达预期

公司新产能如果无法如期达产，会限制公司产品的品类扩张规模

客户订单不达预期

终端销售低于预期，影响公司营业收入

盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	401	1547	1965	2470	营业收入	695	1053	1456	1912
现金	226	1308	1625	2017	营业成本	382	612	849	1136
应收账款	57	64	93	125	营业税金及附加	8	12	17	22
其他应收款	21	28	41	54	营业费用	54	95	146	191
预付账款	3	4	6	8	管理费用	37	58	87	134
存货	91	140	198	263	财务费用	6	-32	-61	-75
其他流动资产	3	3	3	3	资产减值损失	9	10	15	15
非流动资产	307	310	312	315	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	193	188	181	172	营业利润	186	298	403	489
无形资产	75	91	102	115	营业外收入	2	4	3	3
其他非流动资产	39	31	30	28	营业外支出	0	5	8	10
资产总计	708	1857	2277	2784	利润总额	188	296	398	482
流动负债	187	250	337	442	所得税	30	47	65	80
短期借款	0	0	0	0	净利润	158	249	333	402
应付账款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	187	250	337	442	归属母公司净利润	158	249	333	402
非流动负债	6	6	6	6	EBITDA	192	276	352	423
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.74	2.06	2.76	3.33
其他非流动负债	6	6	6	6					
负债合计	193	256	343	448	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	91	121	121	121	成长能力				
资本公积	149	956	956	956	营业收入	37.3%	51.6%	38.3%	31.3%
留存收益	277	524	857	1260	营业利润	17.7%	60.1%	35.2%	21.4%
归属母公司股东权益	515	1601	1934	2336	归属于母公司净利润	22.3%	57.7%	33.8%	20.9%
负债和股东权益	708	1857	2277	2784	获利能力				
					毛利率(%)	44.9%	41.9%	41.7%	40.6%
					净利率(%)	4.6%	22.7%	23.6%	22.9%
					ROE(%)	30.6%	15.5%	17.2%	17.2%
						61.0%	82.1%	99.6%	115.9%
					ROIC(%)				
					偿债能力				
					资产负债率(%)	27.2%	13.8%	15.1%	16.1%
					净负债比率(%)	0.74%	0.62%	0.45%	0.35%
					流动比率	2.14	6.19	5.83	5.59
					速动比率	1.65	5.63	5.24	4.99
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	0.82	0.70	0.76
					应收账款周转率	18	18	19	18
					应付账款周转率	-	-	-	-
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.31	2.06	2.76	3.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.90	2.21	2.73
					每股净资产(最新摊薄)	4.27	13.25	16.01	19.34
					估值比率				
					P/E	57.71	36.60	27.37	22.64
					P/B	17.67	5.69	4.71	3.90
					EV/EBITDA	46	32	25	21

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	169	229	267	329	经营活动现金流	169	229	267	329
净利润	158	249	333	402	折旧摊销	0	10	10	10
折旧摊销	0	10	10	10	财务费用	6	-32	-61	-75
财务费用	6	-32	-61	-75	投资损失	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	营运资金变动	0	-2	-14	-8
营运资金变动	0	-2	-14	-8	其他经营现金流	6	4	-1	0
其他经营现金流	6	4	-1	0	投资活动现金流	-62	-16	-11	-13
投资活动现金流	-62	-16	-11	-13	资本支出	63	0	0	0
资本支出	63	0	0	0	长期投资	-1	0	0	0
长期投资	-1	0	0	0	其他投资现金流	1	-16	-11	-13
其他投资现金流	1	-16	-11	-13	筹资活动现金流	-46	869	61	75
筹资活动现金流	-46	869	61	75	短期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	普通股增加	0	30	0	0
普通股增加	0	30	0	0	资本公积增加	3	807	0	0
资本公积增加	3	807	0	0	其他筹资现金流	-49	32	61	75
其他筹资现金流	-49	32	61	75	现金净增加额	60	1082	317	392
现金净增加额	60	1082	317	392					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004