

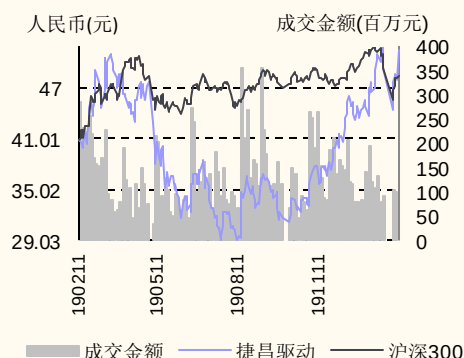
高端装备制造与新材料研究中心

捷昌驱动 (603583.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 57.70 元
 目标价格 (人民币): 67.75-67.75 元
 市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 1.78
 已上市流通 A 股(亿股) 1.06
 总市值(亿元) 91.50
 年内股价最高最低(元) 51.86/44.43
 沪深 300 指数 3984
 上证指数 2926



王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn
丁健 分析师 SAC 执业编号: S1130519060005
 ding_jian@gjzq.com.cn

顺应欧美消费升级，捷昌驱动“捷足先登”

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.74	2.10	1.68	2.25	2.99
每股净资产(元)	5.69	13.11	9.78	10.34	11.14
每股经营性现金流(元)	1.87	1.85	1.38	2.21	3.02
市盈率(倍)	0.00	18.69	34.36	25.60	18.20
净利润增长率(%)	22.28%	60.90%	17.37%	34.23%	32.55%
净资产收益率(%)	30.62%	16.04%	17.12%	17.70%	18.47%
总股本(百万股)	90.60	120.80	177.50	177.50	177.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 欧美消费升级超高景气，线性驱动为核心动力系统。(1) 我们在深度报告

《欧美消费升级风起，中国制造“隐形冠军”受益》率先提出欧美消费升级概念：过去十年，全球“电动化+物联网”深刻改变欧美人的休闲娱乐及办公方式，升降桌、电踏车、电动医疗床、电动沙发等新兴产业加速成长，正在各个领域对传统产业进行变革替代，我们将这一趋势谓之“欧美消费升级”。(2) 线性驱动系统是大多数欧美消费升级场景的核心动力系统，由控制器+传感器+电机+推杆组成，成本占比超过 30%。(3) 行业属于利基市场，涉及机械、电气、材料、算法、设计等多学科集成化与定制化特点，适合有工程师红利中国企业。

■ 多品类拓展支撑行业快速扩容，依靠先发优势建立专利和客户壁垒。全球线

性驱动行业发展不到 30 年，市场规模超过 200 亿元，复合增速超过 20%，培育了海外如力纳克、美卡诺等收入超过 50 亿元人民币企业，国内如捷昌驱动和凯迪股份收入规模超过 10 亿元企业。捷昌驱动相对于海外对手优势在于具备工程师红利和性价比，表现在快速灵活的订单响应速度；相对国内竞争对手而言，公司通过先发优势建立了技术专利和客户壁垒，在研发、生产、市场营销方面搭建了全球化网络，在升降办公桌领域打造了具有全球影响力的供应商品牌。

■ 低渗透率保障高增长持续性，未来 5 年有望成长为 50 亿收入量级公司。

目前支撑公司业绩增长核心动力来自海外市场和升降桌驱动系统业务，占比均接近 80%。受到中美贸易战 25%关税影响，公司 2019Q3 以来盈利能力下滑，叠加 2018 年四季度抢出口导致业绩高基数，预计 2019Q4 业绩负增长，但是判断随着 2020 年上半年马来西亚工厂的投产，盈利能力将修复至贸易战前水平。

未来 3 年，公司升降桌系统将同时享受北美行业渗透红利、客户份额提升和欧洲市场从 0 到 1 拓展，业绩具备持续高增长基础。未来 5 年，公司升降桌单品有望做到 30-40 亿元体量，高壁垒的医疗康护系统业务具备较高成长潜力。

投资建议与估值

■ 预计 19-21 年公司净利润 3.0/4.0/5.3 亿元，同比增长 17%/34%/33%，EPS 分别为 1.68、2.25 和 2.99 元，PE 分别为 34、26 和 18 倍。给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应 120 亿合理市值，6-12 月目标价 67.75 元，给予“买入”评级。

风险提示

■ 贸易战继续恶化；马来西亚投产不及预期；疫情影响超预期致出口受影响。

投资要件

1、驱动因素、关键假设及主要预测

■ 驱动因素

- ① **行业驱动因素：**电动化+物联网+懒人文化推动欧美地区医疗床、办公桌和沙发的电动化趋势；欧美人人均 GDP 较高，具备消费升级的经济基础；欧美地区工会组织关注员工办公健康，为员工争取健康的办公环境。
- ② **公司驱动因素：**北美市场升降桌渗透率提升，现有客户份额提升，欧洲市场增量客户拓展，医疗康护和智能家居系统新业务品类拓展。

■ 关键假设与主要预测

- ① **关键假设：**欧美地区升降办公桌渗透率将由目前 10%+提升到 40%。
- ② **主要预测：**未来 5 年左右时间，捷昌驱动北美业务占比降到 50%左右，升降桌业务占比降到 50%左右。

2、我们与市场不同的观点

- 1) **市场认为线性驱动行业的竞争壁垒一般**，我们认为龙头公司具有先发优势，从技术上来讲，线性驱动涉及机械、电气、材料、算法、设计等多学科的集成化与定制化特点，较普通电机企业壁垒要高；龙头公司利用先发优势积累了专利壁垒和客户壁垒，在利基市场占据较高的市场份额，由于产品有非标属性，新进入厂家需要较长时间做产品研发、专利申请与市场推广工作。
- 2) **市场对于公司马来西亚上半年达产持有疑虑**，我们认为公司马来西亚工厂在二季度顺利达产是大概率事件。这是因为公司具有全球化基因，工匠精神的管理层，在美国有成功建厂经验，同时公司在马来西亚建厂得到当地政府的大力支持，当地工业配套设施完善。
- 3) **市场对于公司高增长持续性持有疑虑**，我们认为本质上公司所在的产业周期属于成长阶段，低渗透率向高渗透率提升具备持续性，受经济环境影响相对较小，同时公司在新市场拓展和新品类拓展方面做出了较多的努力，收入结构更加多元化，收入继续高增长的驱动力可持续。

3、盈利预测与估值

预计 19-21 年公司净利润 3.0/4.0/5.3 亿元，同比增长 17%/34%/33%，EPS 分别为 1.68、2.25 和 2.99 元，PE 分别为 34、26 和 18 倍。给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应 120 亿合理市值，6-12 月目标价 67.75 元，给予“买入”评级。

4、催化剂

马来西亚工厂顺利投产；欧洲市场新客户开始下订单。

5、主要风险因素

中美贸易战继续恶化；马来西亚投产不及预期；欧洲客户拓展不及预期；

内容目录

一、专注线驱二十年磨一剑，具备高成长高周转特性.....	6
1.1 历史沿革：医疗康护领域起家，升降桌领域塑造品牌.....	6
1.2 财务表现：高成长高周转，业绩高速增长.....	6
二、超高景气赛道：低渗透率成长红利，线驱下游拓展性强.....	8
2.1 全球线驱龙头业务相对均衡，国内线驱企业业务存在优化空间.....	8
2.2 医疗电动床：属于医疗器械，线性驱动品牌溢价效应.....	9
2.3 升降办公桌：有明确的法律要求，契合欧美办公消费升级趋势.....	10
2.4 智能家居：升降油烟机是有潜力的细分领域.....	13
2.5 太阳能跟踪器：有望受益平价上网，渗透率快速提升.....	14
2.6 汽车电动尾门：电动尾门符合汽车电动化趋势.....	15
三、公司竞争优势：产品具定制化属性，享受技术专利和客户壁垒.....	16
3.1 与海外对手相比，公司具有性价比和快速订单响应优势.....	16
3.2 与国内对手相比，公司具备专利和客户壁垒.....	17
四、下游顶尖客户：客户属性较好，份额持续提升.....	19
4.1 Steelcase:北美办公家具第一大品牌.....	19
4.2 Herman Miller：北美办公家具收入规模第二.....	20
4.3 Haworth：北美排名第三的办公家具厂商.....	21
4.4 HNI：北美排名第二的办公家具厂商.....	22
五、盈利预测与估值.....	23
5.1 盈利预测：未来两年业绩复合 30%以上增长.....	23
5.2 估值分析：2020 年合理市值 120 亿元.....	25
六、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	6
图表 2：公司股权结构.....	6
图表 3：捷昌驱动收入 CAGR=48%.....	7
图表 4：捷昌驱动净利润 CAGR=57%.....	7
图表 5：捷昌驱动升降桌系统占比 80%.....	7
图表 6：捷昌驱动北美收入占比 60%.....	7
图表 7：捷昌驱动毛利率与净利率.....	8
图表 8：捷昌驱动三费比率维持稳定.....	8
图表 9：捷昌驱动资产周转能力较强.....	8
图表 10：当期营收与销售收到的现金基本持平.....	8
图表 11：力纳克收入结构较为均衡.....	9
图表 12：力纳克营业收入（单位：百万欧元）.....	9

图表 13: 线性驱动下游拓展性较强.....	9
图表 14: 线性驱动系统产品形态	9
图表 15: 医疗/家用电动床.....	10
图表 16: 患者升降设备市场规模	10
图表 17: 全球升降桌搜索指数自 2011 年快速增长.....	11
图表 18: “升降桌”谷歌搜索指数全球分布.....	11
图表 19: 欧美法律对升降办公桌有明确的法律要求	11
图表 20: 预计到 2025 年升降办公桌对应线性驱动市场将达到 144 亿元.....	12
图表 21: 美国人口职业分布	12
图表 22: 欧洲人口职业分布	12
图表 23: 2018 年国内吸油烟机销量 1793 万台.....	13
图表 24: 方太电器智能升降油烟机均价 6708 元.....	13
图表 25: 目前智能升降油烟机所用升降系统.....	13
图表 26: 捷昌驱动智能家居领域的线性驱动系统.....	13
图表 27: 升降油烟机对线性驱动系统需求量测算.....	14
图表 28: 太阳能跟踪器	14
图表 29: 太阳能跟踪器渗透率逐年提升（单位：GW）	14
图表 30: 太阳能跟踪器市场空间测算	15
图表 31: 汽车电动尾门系统.....	15
图表 32: 汽车电动尾门解决的四大痛点.....	15
图表 33: 全球汽车电动尾门主要供应商	16
图表 34: 全球线性驱动系统行业竞争格局	17
图表 35: 捷昌专利积累占据优势	18
图表 36: 两家公司营收体量相当	18
图表 37: 两家公司利润在 2019 年拉大差距	18
图表 38: 捷昌驱动毛利率相对较高.....	18
图表 39: 捷昌驱动净利率较高.....	18
图表 40: 两家公司存货周转天数比较.....	18
图表 41: 捷昌驱动应收账款周转天数较低.....	19
图表 42: 捷昌驱动资产负债率更低.....	19
图表 43: 美国愿意为员工提供升降办公桌的企业占比.....	19
图表 44: 2017 年北美办公家具行业销售额排名.....	19
图表 45: Steelcase 办公家具系统和储物柜收入.....	20
图表 46: Steelcase 全球区域收入构成（单位：亿元）	20
图表 47: Steelcase 毛利率 30%以上.....	20
图表 48: 捷昌驱动前五大客户采购额.....	20
图表 49: 赫尔曼米勒办公家具系统收入在 35 亿元左右.....	21
图表 50: 美国本土收入占比 70%以上	21
图表 51: 赫尔曼米勒毛利率 36%~38%.....	21

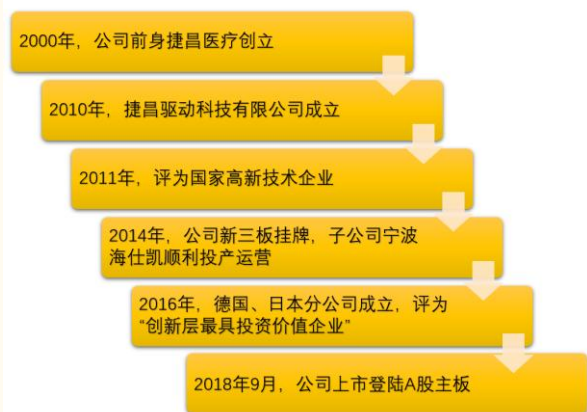
图表 52: 赫尔曼米勒升降办公桌偏向高端化.....	21
图表 53: 海沃士营业收入 (单位: 亿美元)	22
图表 54: 海沃士全球销售体系.....	22
图表 55: HNI 营业收入 (单位: 亿元)	22
图表 56: HNI 办公家具收入占比 68% (单位: 亿元)	22
图表 57: HNI 毛利率 37% (单位: 亿元)	23
图表 58: HNI 存货保持稳定增长	23
图表 59: 捷昌驱动盈利模型拆分	24
图表 60: 捷昌驱动三项费用率.....	24
图表 61: 对标公司核心指标比较.....	25
图表 62: 给予公司今年合理估值 30 倍	25

一、专注线驱二十年磨一剑，具备高成长高周转特性

1.1 历史沿革：医疗康护领域起家，升降桌领域塑造品牌

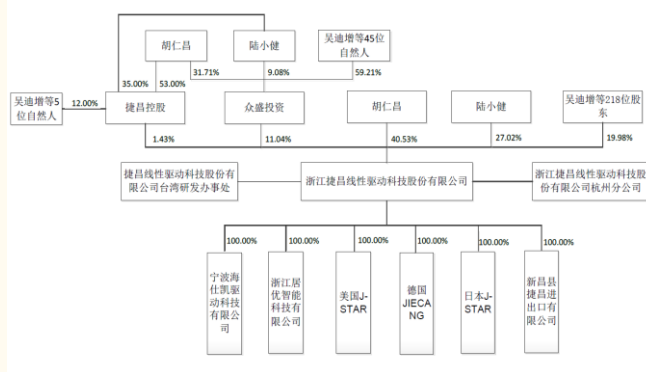
- 捷昌驱动前身为 2000 年成立的捷昌医疗，公司位于浙江绍兴，2010 年股份制改革，2014 年新三板挂牌上市，2018 年 9 月登录 A 股主板。公司掌握线性驱动产品自主研发、生产和销售的一体化流程能力，主要产品包括控制器、立柱、推杆等，广泛应用于下游医疗康护、智慧办公、智能家居等领域。下游客户深度绑定美国办公家具龙头 Steelcase、Herman Miller、Haworth、HNI，全球拥有 4000 家客户。
- 具有全球化基因，高度重视研发创新。公司市场需求面向海外，建有新昌（2）、宁波（2）、美国、马来西亚六大生产基地，在美国、德国、日本、印度等国家设有分公司。公司作为直流电动推杆、电动升降桌国家行业标准起草单位，国家高新技术企业，设有新昌、杭州、台湾三大研发中心，拥有近 200 人的专业研发团队，为客户定制开发创新产品，同时聘请欧美专家助力，联合上海交通大学、浙江大学等探索前沿技术。截至 2019 年 10 月，公司已获专利 400 多项。

图表 1：公司发展历程



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 2：公司股权结构



来源：招股说明书，国金证券研究所

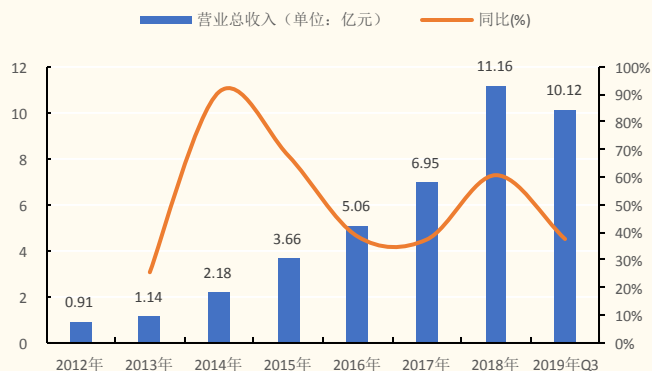
- 二十年磨一剑，管理层具有工匠精神。公司创始人胡仁昌与陆小健，分别持股 30%和 19%，为一致行动人。2000 年起，两人便开始紧密合作于捷昌医疗有限公司，一同从事于医疗器械领域。两人均为《中华人民共和国轻工行业标准》QB-T4288-2012 的主要起草人，从 90 年代开始从事机械制造行业，主持了公司多项产品的研究开发工作，先后在电动升降立柱、智能驱动控制系统等项目中取得授权发明专利。目前胡仁昌为董事长，负责公司产品机械控制领域研发策略的制定工作。陆小健曾参与国家“863”计划，为 CIMS 攻关小组成员，目前为公司总经理负责公司产品电气控制领域的研发策略。
- 中高层高管普遍持股，激励充分。公司具有员工持股平台-新昌县众盛投资有限公司，持股 8.17%，同时 2019 年 2 月实施股权激励方案，激励董监高及核心技术人员共计 91 人。限售股解禁条件为从 2018 年开始往后四年，后一年以上一年收入为基数增长不低于 30%，净利润增长不低于 20%。

1.2 财务表现：高成长高周转，业绩高速增长

- 公司经营业绩持续高速增长。2012~2019 年，捷昌驱动营业收入从 0.91 亿元增长到 14 亿元左右（预计值，未披露），CAGR=48%。净利润从 0.13 亿元增长到 3 亿元左右（预计值，未披露），CAGR=57%。2019 年前三季度，公司实现收入 10.12 亿元，同比增长 37.5%，实现净利润 2.25 亿元，同比增长 41%。销售毛利率 38.63%，净利率 22.21%。

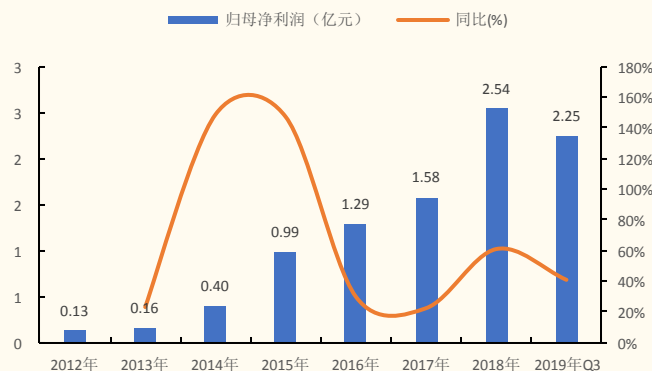
- 中美贸易战 25%关税影响公司毛利率 9%。公司单季度毛利率在 2019 年第三季度环比下滑 9%，主要系受到中美贸易战所加 25%关税影响。预计 2019 年下半年和上半年，公司盈利能力仍会受到关税影响。
- 预计公司 2019 年四季度业绩负增长，一是因为 2018 年四季度业绩基数较高；二是因为 2019 年四季度公司毛利率受到关税影响环比二季度下降 9%。

图表 3：捷昌驱动收入 CAGR=48%



来源：Wind，国金证券研究所

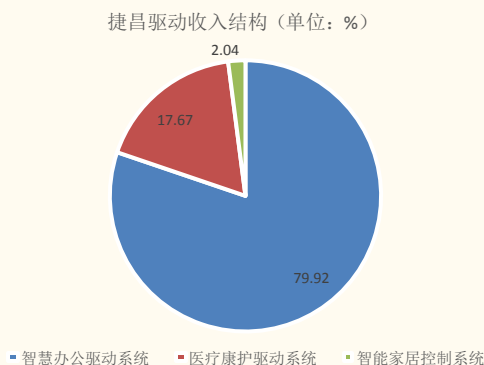
图表 4：捷昌驱动净利润 CAGR=57%



来源：Wind，国金证券研究所

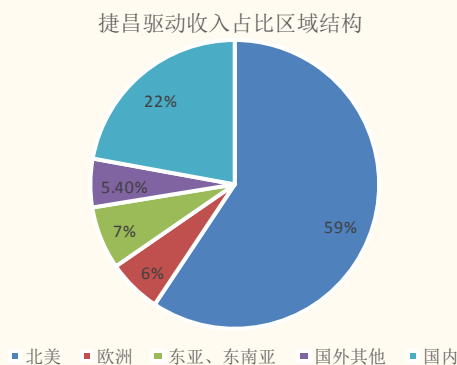
- 公司升降桌系统业务收入占比接近 80%，海外收入占比 80%。海外收入中，北美占核心，占公司总收入的 59%左右，欧洲收入占比较小，不到 10%。

图表 5：捷昌驱动升降桌系统占比 80%



来源：Wind，国金证券研究所

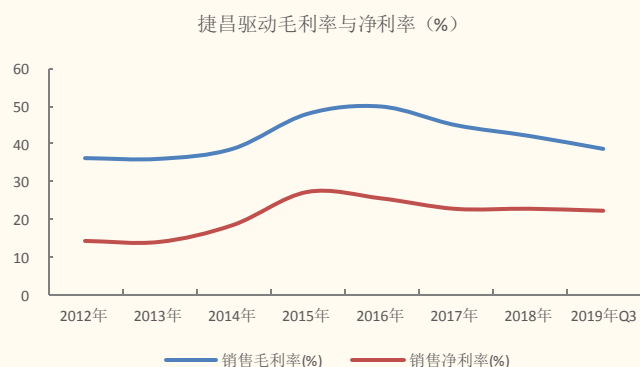
图表 6：捷昌驱动北美收入占比 60%



来源：Wind，国金证券研究所

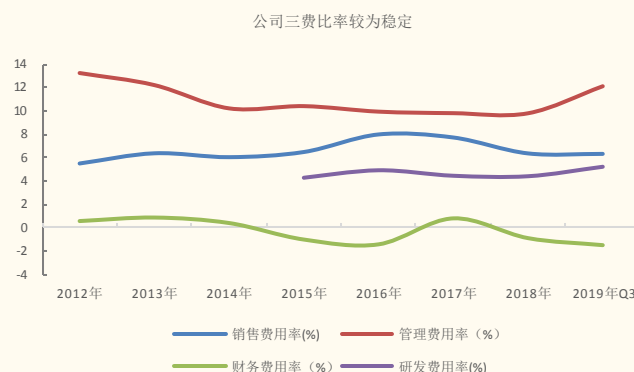
- 捷昌驱动资产周转能力较强，公司存货周转天数为三个月左右，应收账款周转天数为一个月左右。公司当期销售劳务收到的现金与营收基本持平，公司资产负债率维持在 15%左右。公司客户质量较好，基本上签订单付全款，大客户会给予 1-2 月账期。
- 三费比率维持稳定，管理费用率略有增加。2019 年公司管理费用率略有提升主要是因为股权激励费用摊销等，2019 年金额在 2850 万元。

图表 7：捷昌驱动毛利率与净利率



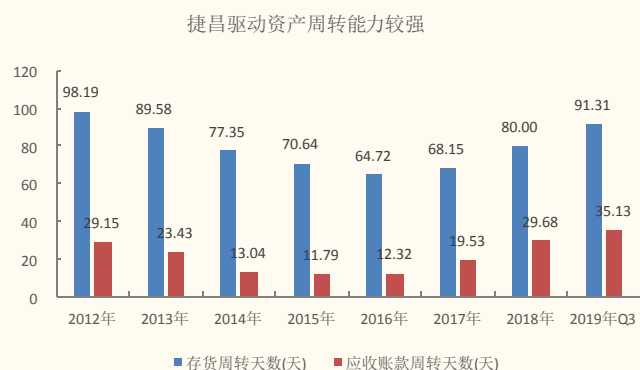
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：捷昌驱动三费比率维持稳定



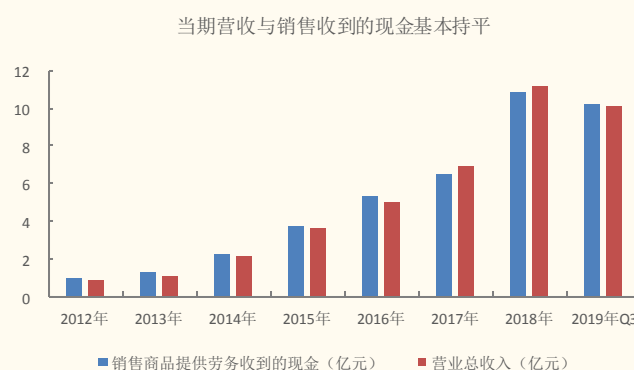
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：捷昌驱动资产周转能力较强



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：当期营收与销售收到的现金基本持平



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司已于 2020 年 2 月 10 日复工，“两头在外”属性受疫情影响相对较小。公司生产端有美国和马来西亚海外工厂，需求端主要位于欧美地区，受本轮新冠疫情影响相对较小。公司位列浙江第一批复工企业名单，绍兴工厂多当地工人，受本轮疫情影响相对较小。

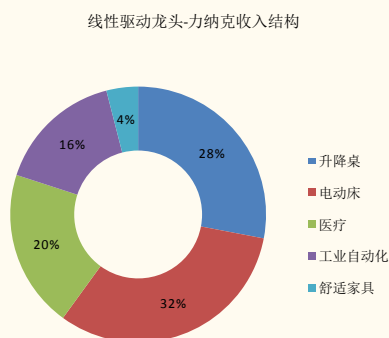
二、超高景气赛道：低渗透率成长红利，线驱下游拓展性强

- 欧美消费升级为超高景气赛道，具体详见深度报告《欧美消费升级风起，中国制造“隐形冠军”受益》20191226，关于行业竞争格局和技术壁垒部分在上篇报告中也有详细分析，作为系列报告，在此不做赘述。本文重点讨论线性驱动系统下游不同应用场景以及捷昌驱动下游升降办公桌的重点客户，从而分析捷昌驱动的成长性。

2.1 全球线驱龙头业务相对均衡，国内线驱企业业务存在优化空间

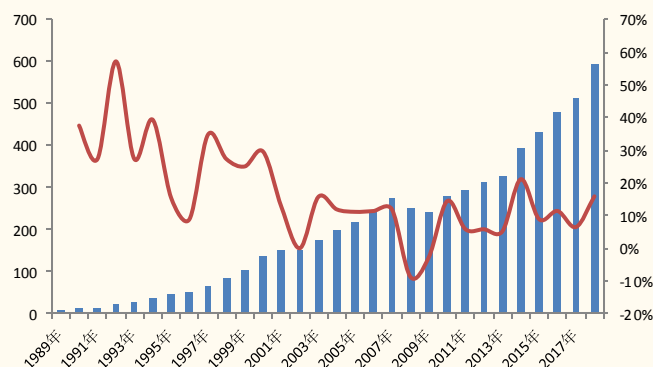
- 全球线性驱动控制系统龙头有丹麦 Linak（力纳克）、瑞士 Phoenix Mecano（美卡诺）、台湾 Timotion 等。2018 年力纳克和美卡诺营业收入分别为 5.92 和 6.5 亿欧元，折合人民币在 50 亿元左右。
- 力纳克收入结构比较均衡，对捷昌驱动业务拓展有参考意义。力纳克作为线性驱动行业发明者，其在医疗电动床、升降桌、工业控制等领域较为均衡。目前国内主流的线性驱动厂家有捷昌驱动和凯迪股份，产品结构分别以升降桌和电动沙发为主，细分领域占据竞争优势。

图表 11：力纳克收入结构较为均衡



来源：力纳克官网，国金证券研究所

图表 12：力纳克营业收入（单位：百万欧元）



来源：力纳克官网，国金证券研究所

- 线性驱动可广泛应用在电动医疗床、升降办公桌、汽车电动尾门/座椅、光伏跟踪器、升降油烟机、电动沙发等领域。工作原理是通过机械结构将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，多应用到智能终端进行运动控制。
- 目前捷昌驱动部分产能受贸易战影响计划转移至马来西亚工厂，国内部分存量产能将用于拓展欧洲市场和国内市场，未来产品结构将由目前的升降桌主导向其他产品领域渗透。我们判断，医疗电动床、汽车电动座椅/尾门、光伏跟踪器、智能家居等细分领域具有较大的成长价值，将成为未来几年捷昌驱动收入中的重要构成。

图表 13：线性驱动下游拓展性较强



来源：捷昌驱动招股说明书，国金证券研究所

图表 14：线性驱动系统产品形态



来源：力纳克官网，国金证券研究所

2.2 医疗电动床：属于医疗器械，线性驱动品牌溢价效应

- 医疗康护系统是线性驱动行业第一大下游领域，也是力纳克第一大收入来源，后者占比 52% 左右，具体产品包括家用/医疗电动床、电动手术台、护理床、牙科椅、患者升降机等智能医疗器械设备。但是该业务在捷昌驱动收入占比 15% 左右。由于医疗电动床属于医疗器械范畴，客户门槛相对升降桌更高，占比提升将带动公司估值提升。我们以三个具体的医疗康护系统场景为例介绍：

【场景 1】医疗电动床主要面向养老院、医院、家庭护理场所等，线性驱动厂商的下游客户包括日本八乐梦、安究亨特利医疗器械公司、厚福医疗装备等。目前该市场主要集中在欧美日等发达国家，我国有大中型医院、疗养院、敬老院以及新兴建的老年公寓，约 4 万余处，假如这些医疗养老

机构每年更新 50 张床位，则全年的需求量为 200 万张（目前中国医疗机构病床数 845 万张，电动化比例 6%左右）。未来随着国内老龄化的加速和消费水平提升，5 年后国内市场将迎来发展空间。

【场景 2】家用电动床具有调节床板曲线、震动按摩、蓝牙音箱、床底灯、智能健康管理等功能，下游客户面向舒达席梦思和泰普尔丝涟。根据 ISPA 统计，2018 年美国市场销售的家用电动床销量为 324 万张，同比增长 53%，渗透率 12%，我们预计未来行业渗透率将有望提升至 30%以上。A 股代表公司有麒盛科技。

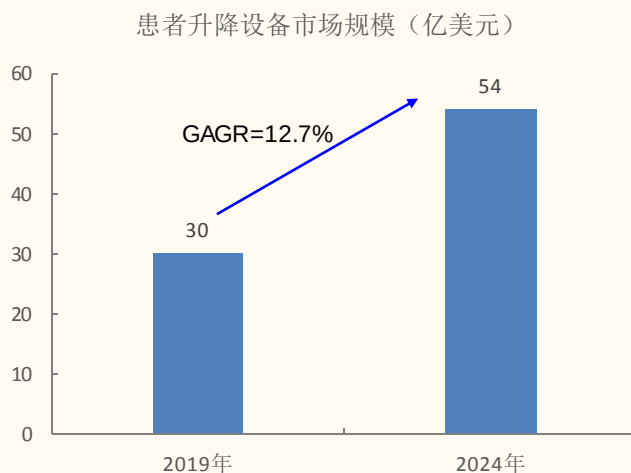
【场景 3】患者升降设备包括天花板升降机、台阶升降机、浴缸和泳池升降机等，主要面向欧美老年人口和肥胖人群，主要企业包括 Arjo（瑞典）、Hill-Rom（美国）、Invacare（美国）、Handicare（瑞典）和 Guldmann（美国）。预计该市场规模将从 2019 年的 30 亿美元增长到 2024 年的 54 亿美元，年复合增速达到 12.7%。

图表 15：医疗/家用电动床



来源：麒盛科技招股书，国金证券研究所绘制

图表 16：患者升降设备市场规模

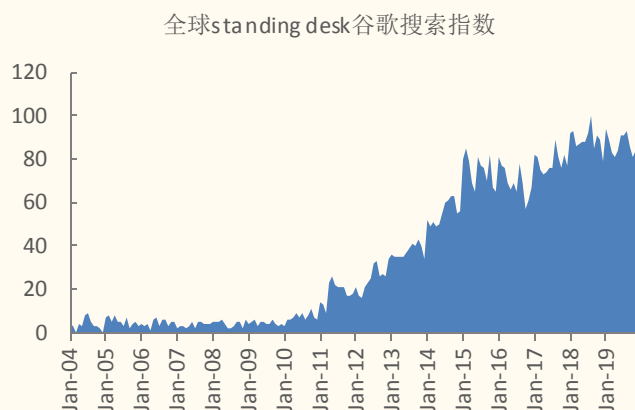


来源：ISPA，国金证券研究所

2.3 升降办公桌：有明确的法律要求，契合欧美办公消费升级趋势

- 升降办公桌从 2011 年开始进入快速成长期。根据谷歌搜索指数，“standing desk”搜索量从 2011 年开始快速上升。升降办公桌最初起源于欧洲，逐渐在美国、加拿大、澳大利亚等地区快速渗透。升降办公桌目前依然处于快速渗透的产业导入初期，欧洲的行业增速高达 20%以上，美国的增速高达 30%以上，亚洲区域行业增速高达 50%。

图表 17: 全球升降桌搜索指数自 2011 年快速增长



来源: 谷歌搜索, 国金证券研究所

图表 18: “升降桌”谷歌搜索指数全球分布



来源: 谷歌搜索, 国金证券研究所

- 法律护航, 国外升降办公桌由“可选消费品”正转为“必须消费品”。升降办公桌概念在国内认知并不充分, 一般被认为是一种可选消费品, 仅局限在某些特定的工作场景, 特定的用户群体。实际上欧美有明确的法律条文规定, “工作高度必须适合每个员工和工作职能”, “雇主必须为其员工提供可调节的办公家具”。健全的法律、工会组织以及攀比心理推动了升降办公桌由可选消费品转向必须消费品, 丹麦升降办公桌渗透率 95%, 我们预计未来欧美地区升降办公桌渗透率将超过 40%。
- 根据美国人力资源管理协会 (Society for Human Resource Management, 简称 SHRM) 在 2017 年发布的调研报告显示, 参与调查的人力资源专员中, 有 44% 的专员表示公司会提供或资助可升降办公桌, 这较 2013 年的 13% 提高了 31pct。

图表 19: 欧美法律对升降办公桌有明确的法律要求

国家/组织	法律/法规/政策文件	具体规定
美国	职业安全与健康管理局 (OSHA) 关于工作站组件的要求 Workstation Components-Desks	设计合理且经过适当调整的书桌将为您提供足够的间隙, 允许正确放置计算机组件和配件, 并最大程度地减少尴尬的姿势和劳累。舒适高效的工作站的安装, 设置和配置涉及以注意事项: 办公桌应能够适应各种工作姿势。 坐式工作台清单-购买指南: 【1】高度可调的工作台是很可取的, 因为与高度可调的椅子配合使用时, 它几乎可以容纳几乎所有用户, 并且可以定期改变工作姿势。在站立模式下, 它可以更好地使用工作台上的东西, 例如较大或多个纸质文档。调整机制应轻松平稳地升高和降低。 【2】桌子的坐立式支架必须适应计算机设备的尺寸, 重量和数量。 【3】桌子的坐立式支架需要牢固地安装在工作台上, 并易于升降。
英国	《1992 年健康与安全 (显示屏设备) 条例》(2002 年修订) 适用于所有显示屏设备 (DSE) Health and Safety (Display Screen Equipment) Regulations 1992 & 2002	雇主必须对员工使用的工作站进行风险评估, 以减少发现的风险。 雇主必须为其员工提供关于工作站的健康和安全培训。这需要向员工展示如何正确调整其椅子和书桌 (如果可调) 以及在其工作台上坐着和工作的正确方法。 雇主必须为其员工提供可调节的办公家具。没有人的体型完全相同, 椅子、书桌和显示屏都需要可调节, 以便用户可以改变高度。 使用工作站时遇到的主要问题是: 1. 工作站设计或调整不当会导致疲劳。2. 重复性劳损 (RSI) 和腕管综合症。3. 眼睛疲劳导致头痛, 疲劳和眼睛酸痛。这些都是可以通过使用适当调整的设备并执行适当的策略来避免的问题。
德国	《工作场所条例》 Verordnung über Arbeitsstätten (Arbeitsstättenverordnung - ArbStättV)	VDU 工作站的一般要求 (1) 设置和操作计算机工作站的方式应确保工人的安全和健康。人体工程学原理应比照适用于 VDU 工作站和必要的工作设备, 以及员工进行信息处理所需的 VDU。 (2) 如果不能以其他任何方式达到符合人体工程学的良好工作姿势, 则雇主应雇员的要求提供脚凳和手稿架。
丹麦	《工作场所装饰和固定装置指南》 Arbejdspladsens indretning og inventar	【1】工作场所设计的人机工程学准则 它应该包括在公司的 APV 中包括是否针对要执行的任务和功能适当设计了工作场所。无论工作场所的设计水平如何, 员工都需要进行各种各样的工作来避免肌肉, 肌腱和关节问题。 【2】常设工作场所

		应尽量减少在固定的固定工作场所工作。 工作高度必须适合每个员工和工作职能。必须通过使工作台易于调节或高度可调来做到这一点。如果在技术上无法设置桌子的高度，则可以通过使用例如可调节的工作平台来根据员工的需要来调整工作高度。 在固定的站立式工作场所中，应该有足够的空间容纳脚和膝盖，同时能够靠近工作区域。
欧盟	《VDU (VDT) 使用的法律和最佳实践要求》 Legislative and Best Practice Requirements for VDU (VDT) Use	用人单位有义务及时了解与工作场所设计有关的技术和科学发现的最新进展。 用人单位有义务对工作站进行评估以确保员工的安全和健康，特别是关于视力、身体潜在风险和精神压力问题。 符合人体工程学对于带有 DSE 的工作站尤为重要。 员工办公桌应有足够的空间找到舒适的位置。 办公桌高度必须易于调节以适合员工的身体尺寸。

来源：OSHA（美国职业安全与健康管理局）、HSE（英国健康与安全执行局）、BMAS（德国联邦劳工和社会事务部）、AMID（丹麦工作环境局&工作环境知识中心）、EU（欧盟）、国金证券研究所

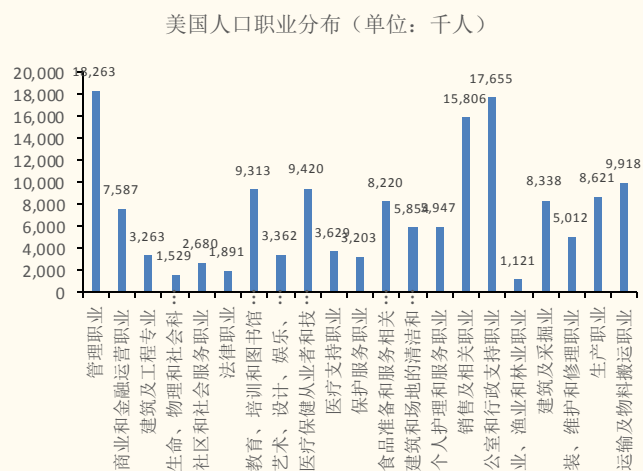
- 预计到 2025 年全球升降办公桌对应线性驱动控制系统规模将达到 144 亿元。一种测算方法为，根据全球家具行业销售规模倒推出全球办公桌对应的线性驱动控制系统规模，预计 2019 年全球升降办公桌领域对应的升降系统为 70 亿元左右，以捷昌驱动对应的 1228 元/套的单价计算，对应 583 万套线性控制系统。假定欧洲和美国各占 50%，则美国和欧洲每年的销量为 290 万套。预计到 2025 年，行业规模将达到 144 亿元，市场容量在现有基础上翻番。此外，新冠疫情催化远程在家办公趋势或带动升降桌需求。

图表 20：预计到 2025 年升降办公桌对应线性驱动市场将达到 144 亿元

	2015年	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E
我国家具行业销售规模（亿元）	7873	8560	9056	9508.8	9984.24	10483.5	11007.62	11558	12135.9	12742.7	13379.84
全球家具行业销售规模（亿元；中国占全球25%）	31490	34238	36224	38035	39937	41934	44030	46232	48544	50971	53519
全球办公家具行业销售规模（亿元；占家具20%）	6298	6848	7245	7607	7987	8387	8806	9246	9709	10194	10704
全球办公桌销售规模（亿元；占办公家具30%）	1889	2054	2173	2282	2396	2516	2642	2774	2913	3058	3211
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	70	81	91	104	117	128	144
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	16	20	23	28	33	38	44
YOY			26%	30%	24%	15%	13%	15%	12%	10%	12%

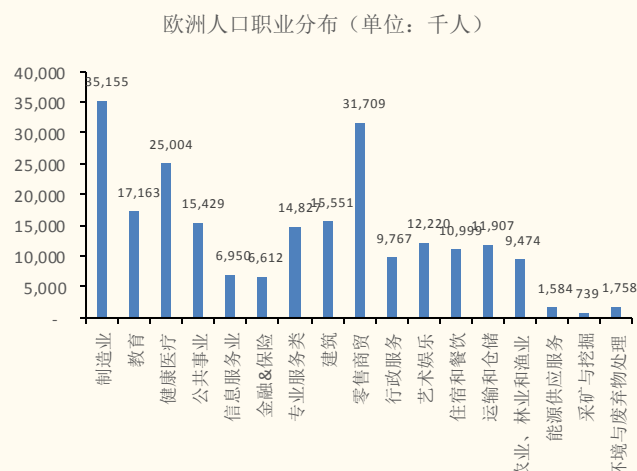
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 21：美国人口职业分布



来源：美国劳工会，国金证券研究所

图表 22：欧洲人口职业分布

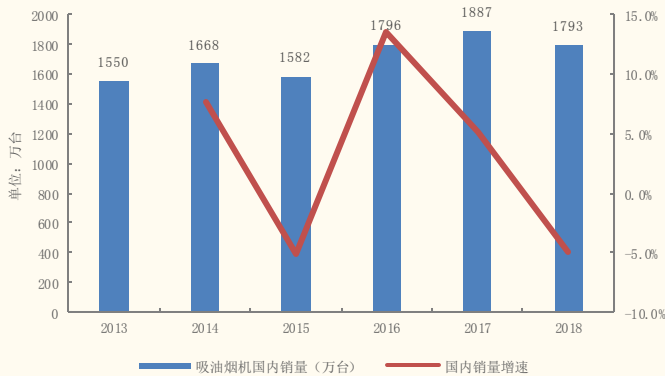


来源：欧洲开发银行，国金证券研究所

2.4 智能家居：升降油烟机是有潜力的细分领域

- 智能家居领域线性驱动系统业务产品包括按摩椅、电动床、智能电视架、榻榻米、智能升降油烟机、智能橱柜等产品。
- **智能升降式吸油烟机**是一种定位高端的吸油烟机，吸烟设备上装配了电机滑轨系统，可以根据不同的油烟状态，蝶翼板智能升降，更加贴近油烟大规模扩散的“黄金控烟区”，保证蝶翼板在不同档位均能充分拦截油烟。方太电器 EM7T.S 和 EM10T.S 两款智能升降油烟机单价分别为 6880 元和 8580 元/套。
- 我们认为，线性驱动控制系统替代滑轨式和固定式油烟机有望成为行业新的增长点，带动线性驱动系统市场的增长。
- 2018 年国内吸油烟机销量为 1793 万台，假定 10% 的吸烟机能被替换成带线性驱动控制系统的智能升降式油烟机，则对应每年的线性驱动控制系统需求量为 180 万套；单价按照 500 元/套做假设，则每年的需求量可以达到 9 亿元。

图表 23：2018 年国内吸油烟机销量1793 万台



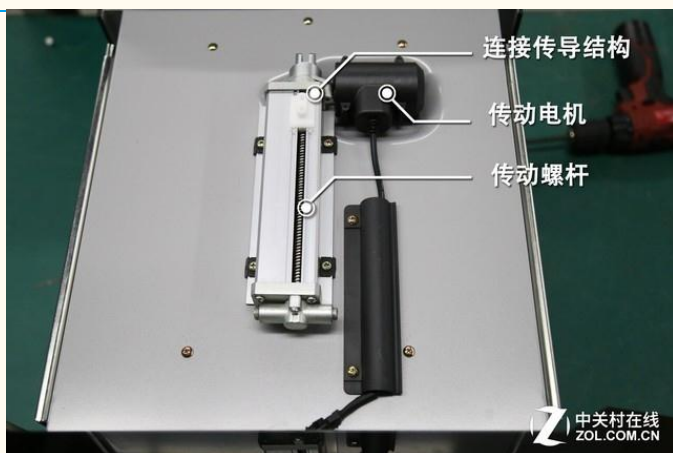
图表 24：方太电器智能升降油烟机均价 6708 元

产品名称	售价
方太 CXW-258-EM7T.S 云魔方 智能升降 油烟机	6880
方太 CXW-258-EM10T.S 云魔方 智能升降 油烟机	8580
方太 CXW-258-EM6T 云魔方 油烟机	7057
方太 CXW-200-EM12TA 云魔方 吸油烟机	5980
方太 CXW-200-EM12T.S 云魔方 油烟机	5880
方太 CXW-200-EM72T.S 云魔方	5869
均价	6708

来源：中怡康，国金证券研究所

来源：京东商城，国金证券研究所

图表 25：目前智能升降油烟机所用升降系统



来源：中关村在线，国金证券研究所

图表 26：捷昌驱动智能家居领域的线性驱动系统



来源：捷昌驱动官网，国金证券研究所

图表 27: 升降油烟机对线性驱动系统需求量测算

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
国内吸油烟机销量 (万台)	1550	1668	1582	1796	1887	1793	1847	1902	1959
销量增速		8%	-5%	14%	5%	-5%	3%	3%	3%
单价 (元)	2316	2553	2670	2884	3193	3316	3415.5	3517.9	3623.5
价格增速		10%	5%	8%	11%	4%	3%	3%	3%
市场规模 (亿元)	359	426	422	518	603	595	631	669	710
规模增速		19%	-1%	23%	16%	-1%	6%	6%	6%
升降油烟机 (带线性驱动系统, 单位: 万套)							0	19	29
渗透率								1.0%	1.5%

来源: 中怡康, 国金证券研究所绘制

2.5 太阳能跟踪器: 有望受益平价上网, 渗透率快速提升

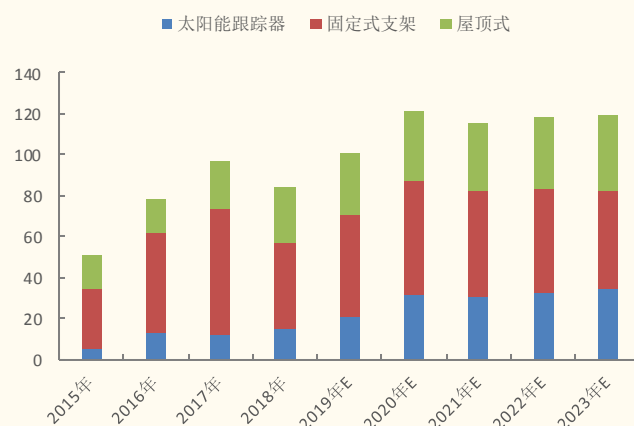
- 太阳能跟踪器是指在光伏发电设备上安装, 用来跟踪太阳高度角和方位角的自动装置, 使集能器从日出到日落始终对准太阳, 力纳克官网披露可以提高太阳能的利用率 30% 以上。
- 2018 年全球太阳能跟踪支架出货量首次超过 20GW, 同比增长 35%, 应用于超过 1/4 的大型太阳能电站项目, 渗透率 28%。美国是全球最大的太阳能跟踪支架市场, 占全球出货量的一半以上。中美贸易战因素影响了国内供应商进入该市场。
- 太阳能跟踪器市场规模 46 亿美元。我们假设每 GW 对应的太阳能跟踪器对应的价格为 2.3 亿美元, 则 2018 年对应的太阳能跟踪器规模为 46 亿美元, 预计到 2021 年, 市场规模将达到 89 亿美元。
- 2018 年全球光伏跟踪器供应商出货量排名分别为 Nextracer、Array Technologies、PV Hardware、Arctech Solar、Soltec、NClave、Convert Italia、ST Norland、Gamechange Solar、Sunpower。2018 年, NEX Tracker 连续第 4 年成为光伏跟踪支架出货量的全球领导者, 市场份额 29%。中国企业中信博位列第四, 截至 2018 年底, 其累计安装量超过 18GW, 跟踪支架波峰产能 4GW。

图表 28: 太阳能跟踪器



来源: 光伏之家, 国金证券研究所

图表 29: 太阳能跟踪器渗透率逐年提升 (单位: GW)



来源: 光伏之家, 国金证券研究所

图表 30：太阳能跟踪器市场空间测算

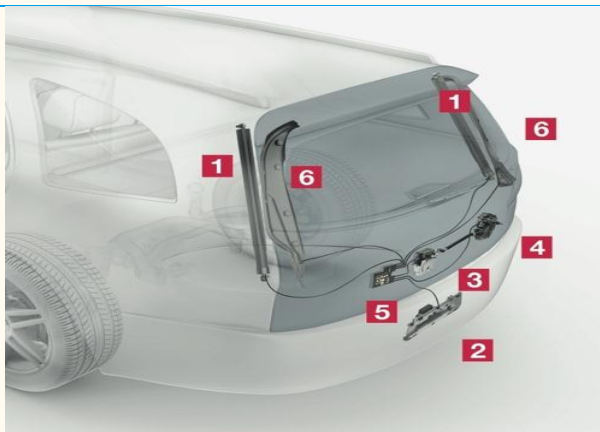
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全球光伏跟踪器出货量 (GW)	2.4	5	12.6	14.3	20	26.99	36.42	49.16
出货量增速	108%	152%	13%	40%	35%	35%	35%	108%
全球光伏跟踪器渗透率	17%	20%	23%	25%	28%	32%	36%	41%
光伏跟踪器均价 (亿美元/GW)	10.08	5.7	2.7	2.7	2.3	2.12	1.96	1.81
均价增速						-8%	-8%	-8%
全球光伏跟踪器市场规模 (单位: 亿元)	24.2	28.5	34.02	38.61	46	57.3	71.36	88.89

来源：光伏新能源网，国金证券研究所绘制

2.6 汽车电动尾门：电动尾门符合汽车电动化趋势

- 汽车电动尾门系统是指后备箱采用电动或遥控方式开启或关闭，无需人力介入，主要包括：尾门驱动装置、传感器、带电动锁紧装置的门栓、控制装置、防夹保护装置等。汽车电动尾门是尾门动力控制系统的一种，在欧洲、北美和日本的采用率最高，推动这一快速增长的主要因素是人们对安全、性能、稳定性和舒适性的需求不断增加。
- 根据 Technavio 的数据，2016 年全球汽车动力尾门系统的市场规模为 5230 万台，预计将增长到 9105 万台，复合年增长率将达到 12%，欧美地区占据了该市场的大部份份额，预计超过 40% 的增量增长将来自该区域。
- 全球汽车电动尾门市场由少数老牌厂商的主导，HUF Group、Johnson Electric、Brose 和 Mitsuba 等 4 家国外公司占据了全球市场 40% 以上收入。

图表 31：汽车电动尾门系统



来源：汽车之家，国金证券研究所

图表 32：汽车电动尾门解决的四大痛点



来源：汽车之家，国金证券研究所

图表 33：全球汽车电动尾门主要供应商

企业名称	介绍
Brose 博泽	博泽集团是国际汽车行业的合作伙伴，为全球 80 多家汽车制造商及 30 多家供应商提供车门系统、后备厢门系统、座椅骨架和电子驱动系统等。博泽目前是玻璃升降器、车门系统、门锁模块、电子制动系统（EBS）电机、变速器执行电机、空调鼓风机和冷却风扇总成方面的全球市场领导者，是欧洲第一大电动座椅调节器供应商。
HUF Group	总部在德国的 HUF 集团在电子技术在汽车锁具及防盗系统中的应用方面做了大量的研发工作。机电一体化产品已经占到了全部产品的 60%。很多高档汽车使用的都是 HUF 锁具，如奔驰，宝马，凯迪拉克等几乎所有世界性的大汽车集团。
Johnson Electric 德昌电机	德昌电机成立于 1959 年，是驱动子系统，包括电机、螺线管、开关和柔性连接器的国际领先制造商。该公司为许多行业提供服务，包括汽车产品，楼宇自动化及安保，商务设备，国防及航天，食品及饮品，家用设备，暖通空调，工业设备，医疗器械，个人护理，电动设备以及电动工具。
Mitsuba	三叶电机制造汽车的电气部件，开发摩托车部件、护理设备和汽车配件的电机控制和机械技术。该公司为汽车工业生产电气产品，主要包括汽车安全和舒适的系统和部件。
Stabilus 斯泰必鲁斯	斯泰必鲁斯制造液压减震器、气弹簧和机电驱动器。该公司的主要业务包括汽车、电动汽车、工业和旋转椅，涵盖从制造系统到家具行业的各个行业。本公司设计制造气弹簧和自动盖电机，方便打开和关闭行李箱盖。公司开发的电动助力系统，使尾门系统快速运行。该系统还采用防夹技术，在检测到任何障碍物时，可在任何位置停止尾门关闭。

来源：国金证券研究所绘制

三、公司竞争优势：产品具定制化属性，享受技术专利和客户壁垒

3.1 与海外对手相比，公司具有性价比和快速订单响应优势

- 线性驱动行业海外龙头包括丹麦 Linak（力纳克）、德国 OKIN（被美卡诺收购后成为子品牌）和台湾的 TIMOTION（提摩讯）。其中力纳克和美卡诺收入体量在 50 亿人民币左右，提摩讯收入体量在 20 亿人民币左右。由于三家公司都是非上市公司，公开数据较少。
- 全球线性驱动行业龙头力纳克收入结构较为多元化，综合布局医疗康护驱动系统、办公桌驱动系统、智能家居驱动系统、工业控制系统等，具体可参见图 11 和图 12。与之相比，捷昌驱动 80%收入均来自于升降桌驱动系统，业务多品类拓展存在较大空间。
- 国内线性驱动行业具有快速的订单响应能力和服务。海外劳动力成本较高，因此线性驱动系统生产企业生产线多偏向自动化方式，而自动化产线难以匹配该行业小批量多批次高度定制化的订单要求，尤其是涉及订单具体细节的变化，海外生产企业很难实现快速响应，往往响应周期要 1-2 个月。较长的订单响应周期将影响下游客户新产品的推广节奏。
- 而相比国外企业，国内有廉价的劳动力，有工程师优势，采用劳动力+自动化生产线的半自动生产模式，能够快速响应客户要求，实现快速响应，而且售价较国外企业便宜 20%左右。因此，在产品质量相差不多的情况下，国内具有性价比、快速响应能力的企业容易胜出，并不断抢占海外对手的份额。

图表 34：全球线性驱动系统行业竞争格局

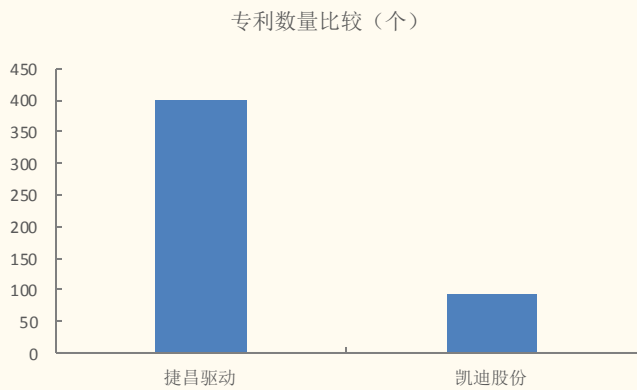
企业名称	介绍
力纳克	全球最早的线性驱动生产商，1907 年在丹麦成立，在医疗器械用线性驱动细分领域排名第一，公司收入规模 50 亿人民币左右，在医疗康护、智能家居、智能办公、农业机械、光伏跟踪器领域均有布局，收入结构较为均衡，是捷昌驱动升降桌驱动系统的主要竞争对手。
OKIN	总部位于德国，是欧洲领先的线性驱动器生产企业之一，自 1992 年起在全球 50 多个地区设立办事处从事销售业务，并于 2012 年设立了嘉兴生产基地，后被美卡诺并购，成为其子品牌。
TIMOTION	台湾企业，在广东东莞设有工厂，在江苏昆山设有分公司，在日本、韩国、法国、意大利等地设有办事处，产品应用于医疗、家居、办公工作、环境及工业，具有较强的产品开发能力，在医疗领域与力纳克分庭抗礼。
捷昌驱动	位于浙江新昌，前身为 2010 年成立的捷昌医疗，2013 年起享受北美升降桌快速渗透的行业红利，并逐渐抢占力纳克的市场份额，在升降桌驱动系统领域建立了全球供应商品牌。2019 年收入规模预计做到 14 亿元。
凯迪股份	位于常州，前身为 1992 年富达电器，享受北美电动沙发推广红利，2018 年收入规模达到 11.39 亿元，其中 70% 收入来自电动沙发驱动系统为代表的智能家居业务。
力姆泰克	2005 年成立，位于北京通州地区，主要从事工业机器人领域的伺服电动缸、六自由度平台、电动推杆、螺旋升降机等直线传动产品的研发、生产及销售，2018 年实现营业收入 2248 万元。
浙江新益	1990 年成立，致力于工业自动化控制（直线驱动器及控制系统、气动液压元件及控制系统）的研发生产及销售，产品广泛应用于国内外的医疗用床、护理用床、家居用床、升降桌、牙科椅治疗台、按摩椅、休闲椅，以及其他工业自动化领域。目前直线驱动器生产能力达年产 100-150 万台以上。

来源：各公司官网，国金证券研究所

3.2 与国内对手相比，公司具备专利和客户壁垒

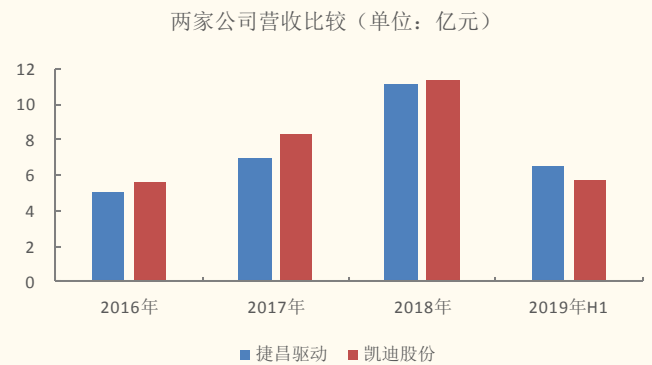
- 国内从事线性驱动控制系统的企业不多，包括捷昌驱动、凯迪股份、力姆泰克、浙江新益、青岛濠江等。其中最大的两家为捷昌驱动和凯迪股份，捷昌驱动 2018 年 A 股上市，凯迪股份递交了招股说明书，也在筹备上市。
- 捷昌驱动相比于凯迪股份等国内竞争对手的优势主要体现在：专利壁垒。
 - (1) 在线性驱动控制系统领域有更丰富的技术和专利沉淀。截至到 2019 年 9 月份捷昌驱动专利数量超过 400 项，截至 2018 年 6 月，凯迪股份拥有发明专利 11 项，实用新型专利 50 项，外观设计专利 34 项，合计 95 项。由于欧美客户对专利有保护机制，国内竞争对手要想进入欧美市场，需要较长时间做专利开发。
 - (2) 欧美市场注重专利保护。从凯迪股份的招股书上可以看到，2017 年、2018 年、2019 年连续三年，凯迪股份分别收到 LINAK、LINAK、Limoss US、捷昌驱动提出的四场专利诉讼，涉及地区为德国、美国、中国等。
- 客户壁垒。升降桌具有定制化特点，供应商在与客户的长期供应关系里，需要有较长时间的工艺磨合时间，了解客户需求，并跟随客户需求的变化而及时作出调整作出产品迭代，由此与客户建立高粘性。在供应商产品不出现问题的情况下，客户提出换供应商的概率较低；同时，切换廉价供应商，将对客户公司产品品牌带来不利影响。

图表 35: 捷昌专利积累占据优势



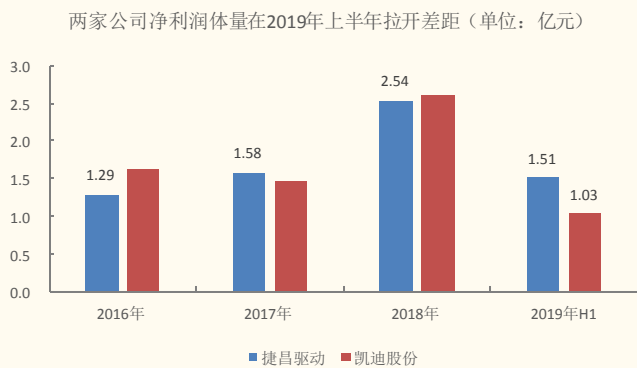
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 两家公司营收体量相当



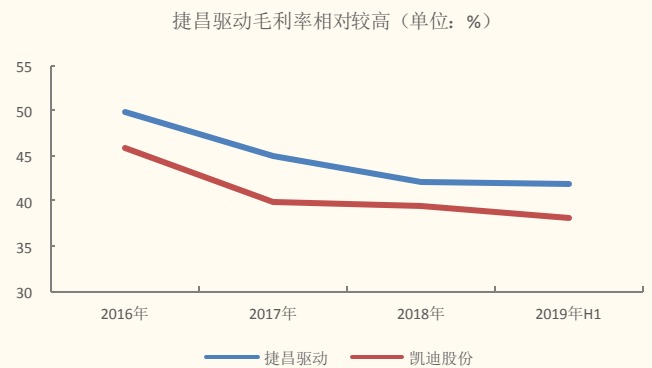
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 两家公司利润在 2019 年拉大差距



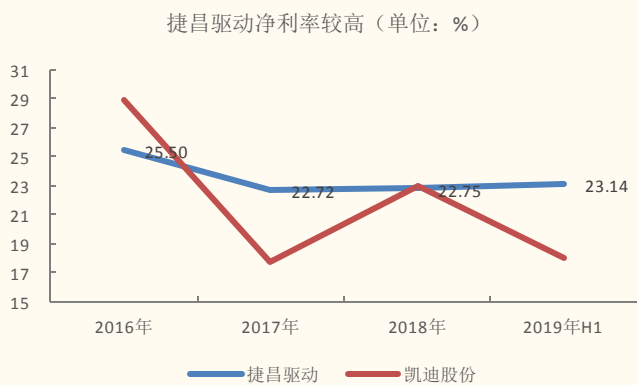
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 捷昌驱动毛利率相对较高



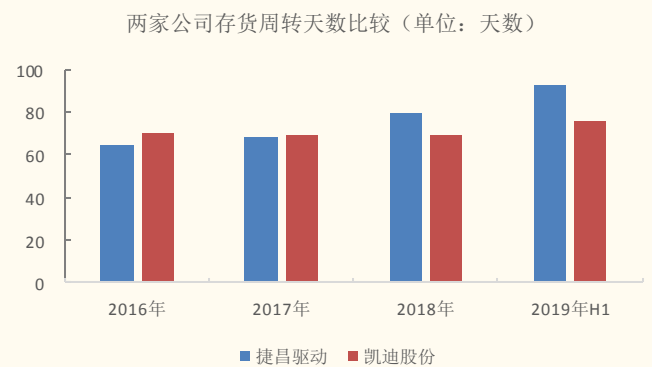
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 捷昌驱动净利率较高



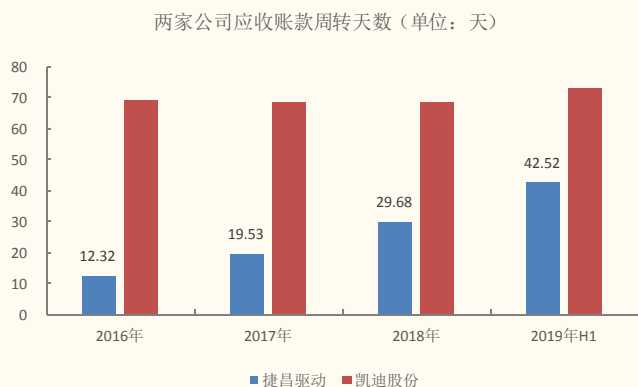
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 两家公司存货周转天数比较



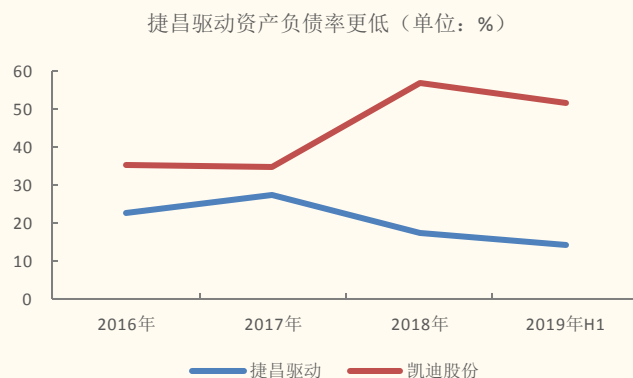
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41：捷昌驱动应收账款周转天数较低



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：捷昌驱动资产负债率更低



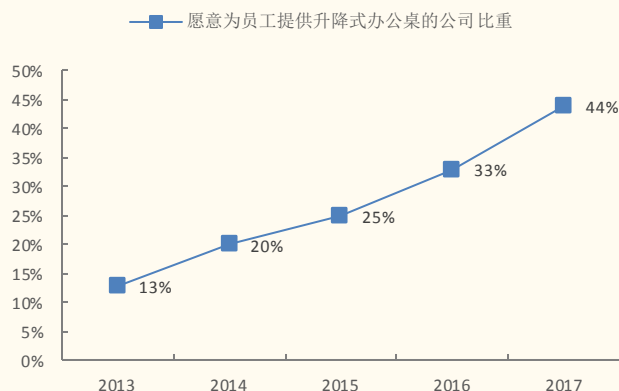
来源：Wind，国金证券研究所

四、下游顶尖客户：客户属性较好，份额持续提升

4.1 Steelcase:北美办公家具第一大品牌

- 北美办公家具行业是个千亿级市场。北美办公家具市场集中度较高，前五大企业占据 50% 的份额。2017 年前五大办公家具客户分别为 Steelcase、Herman Miller、Haworth、HNI、KI-group，销售额分别为 21、19、17、13.8、6.3 亿美元，合计 77 亿美元，美国办公家具总市场规模为 154 亿美元，约合 1079 亿元。
- 主流的北美家具企业均为捷昌驱动客户，由于客户和市场均在海外，较难日常跟踪，我们以 Steelcase、Herman Miller、Haworth、HNI 为例做梳理，介绍下捷昌驱动的下游客户情况。

图表 43：美国愿意为员工提供升降办公桌的企业占比



来源：SHRM，国金证券研究所

图表 44：2017 年北美办公家具行业销售额排名

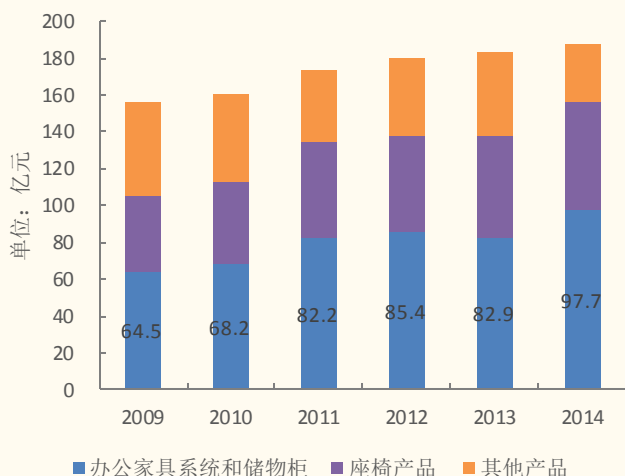
Company	Country	Turnover 2017 (USD million)	% market share 2017
Steelcase	US	2,122.1	13.7
Herman Miller	US	1,903.6	12.3
Haworth Inc.	US	1,705.4	11.0
HNI Corporation	US	1,378.4	8.9
KI Group	US	630.5	4.1
Knoll Group	US	622.5	4.0
The Global Furniture Group	CA	594.0	3.8
Teknion Group	CA	556.0	3.6
Kimball International Inc.	US	515.8	3.3
SitOnIt Seating	US	350.0	2.3
OFS Brands	US	330.0	2.1
Dirrt	CA	223.8	1.4
Humanscale	US	158.0	1.0
Artopex Inc.	CA	120.0	0.8
Jasper Group JSI	US	106.4	0.7
Bernhardt Design	US	90.4	0.6
Virco	US	75.7	0.5
Groupe Lacasse	CA	75.0	0.5
Productos Metalicos Steele	MX	73.8	0.5
Halcon	US	73.5	0.5

来源：SHRM，国金证券研究所

- Steelcase 是全球最大的办公家具制造商，成立于 1912 年，总部位于美国密歇根州。公司主要生产用于办公环境以及教育、健康和零售行业的办公家具、建筑和技术产品。公司在职员工数量为 12000 人，拥有 800 多家经销商。Steelcase 拥有 3 个品牌 Steelcase、Steelcase Health 和 Steelcase Education，以及 7 个子品牌 turnstone、Coalesse、DesignTex、PolyVision、AMQ、Smith System 和 Orangebox。其中，AMQ 是捷昌驱动的客户之一，该公司于 2017 年被 Steelcase 收购，成为旗下子品牌。通过供货 AMQ，捷昌驱动进入 Steelcase 全球销售体系。
- 产品结构看，Steelcase 美洲市场收入占比 71%，办公家具系统和储物柜收入占比 52%，综合毛利率为 31% 左右。

- 2018 年上半年，AMQ 采购捷昌驱动升降办公桌 5259 万元，按照 1228 元/套计算，即对应 4.8 万套采购量，则全年预计采购金额在 1 亿元左右。

图表 45: Steelcase 办公家具系统和储物柜收入



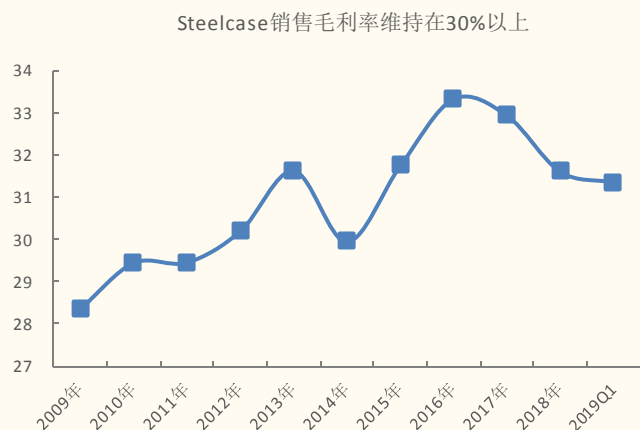
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: Steelcase 全球区域收入构成 (单位: 亿元)



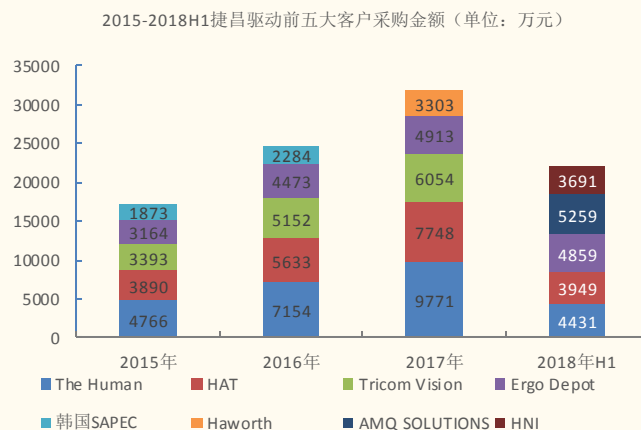
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: Steelcase 毛利率 30% 以上



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 捷昌驱动前五大客户采购额

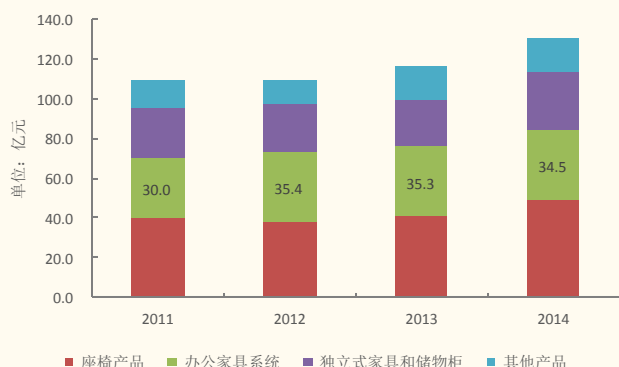


来源: Wind, 国金证券研究所

4.2 Herman Miller: 北美办公家具收入规模第二

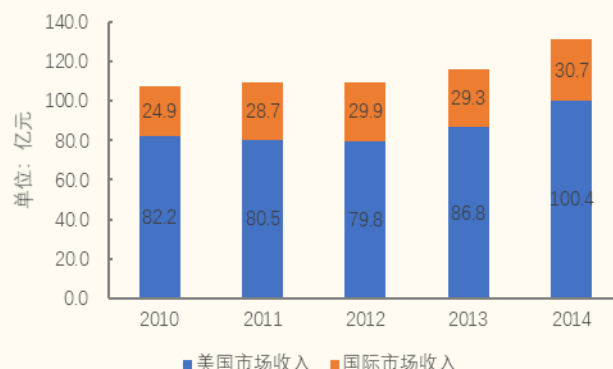
- 赫尔曼米勒 (Herman Miller) 成立于 1905 年，总部位于密歇根州泽兰，从一家生产传统家具的公司演变成美国现代家具设计与生产中心，是美国最主要的家具与室内设计厂商之一。目前，公司在美国、中国、意大利和英国设有制造工厂，并在 100 多个国家/地区设有销售办事处和经销商。2018 年，公司实现营业收入 177 亿元，同比增长 16.1%，净利润 11.1 亿，公司毛利率为 36.2%。从收入结构来看，公司产品分为四大类，座椅产品、办公家具系统、独立式家具和储物柜以及其他家具产品，四类产品的收入比重相对均匀，座椅产品和办公家具系统的收入占一半以上。
- 米勒美国本土市场的收入占绝大部分，比重在 70% 以上。2014 年公司办公家具和储物柜市场收入 35 亿元，与升降办公桌相关的业务计入此类业务名下。

图表 49：赫尔曼米勒办公家具系统收入在 35 亿元左右



来源：Wind，国金证券研究所

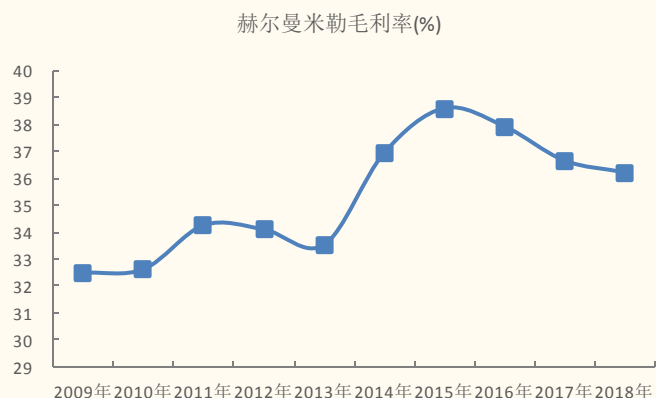
图表 50：美国本土收入占比 70% 以上



来源：Wind，国金证券研究所

- 2018 年赫尔曼米勒综合毛利率为 36%，美国市场收入占比为 77%。从捷昌驱动 2015-2018 年上半年披露的前五大客户采购中，赫尔曼米勒尚未进入其前五大客户里。我们认为捷昌驱动在米勒客户的份额提升空间较大。

图表 51：赫尔曼米勒毛利率 36%~38%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 52：赫尔曼米勒升降办公桌偏向高端化

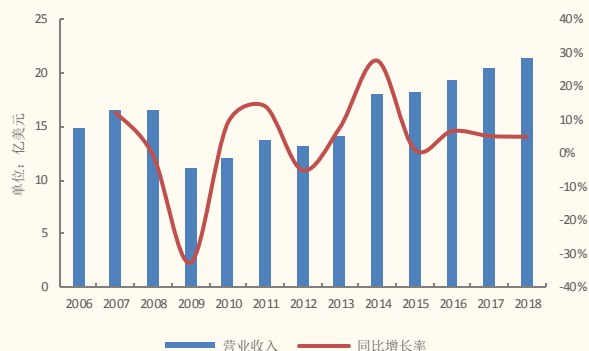


来源：赫尔曼米勒官网，国金证券研究所

4.3 Haworth：北美排名第三的办公家具厂商

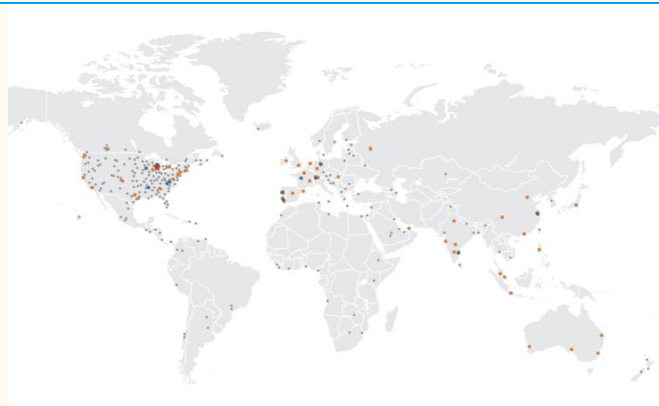
- 海沃士总部位于美国密歇根州，由 GW Haworth 于 1948 年成立，是一家私人控股的全球定制办公家具行业领导者。目前，公司在全球 120 多个国家开展业务，员工超过 7500 人，有 81 个销售办事处和展示厅，经销商 650 多个，拥有专利超过 450 项。公司 2018 年营收为 21.4 亿美元，较上年增长 4.9%。公司的主要产品是办公室家具，包括办公桌、办公椅、沙发、办公位、橱柜、展示架以及建筑内饰等。2018 年，公司实现营业收入 21.4 亿美元，同比增长 4.5%。
- 海沃氏在中国及亚太地区展开业务已有 20 多年，其位于上海外高桥保税区的工厂成立于 1997 年，占地面积 20000 平方米。
- 根据捷昌驱动招股说明书，2017 年海沃士从捷昌驱动采购 3303 万元，2017 年之前海沃士并未进入捷昌驱动的前五大客户体系。

图表 53：海沃士营业收入（单位：亿美元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 54：海沃士全球销售体系

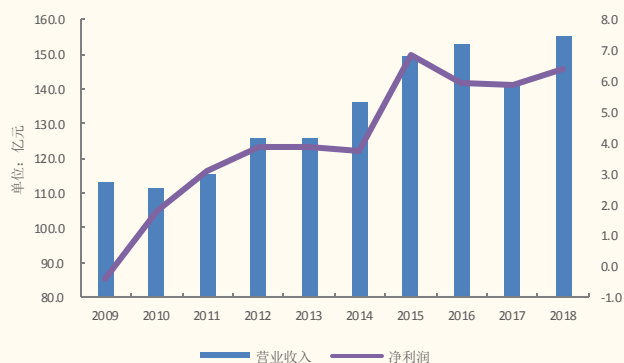


来源：海沃士官网，国金证券研究所

4.4 HNI：北美排名第二的办公家具厂商

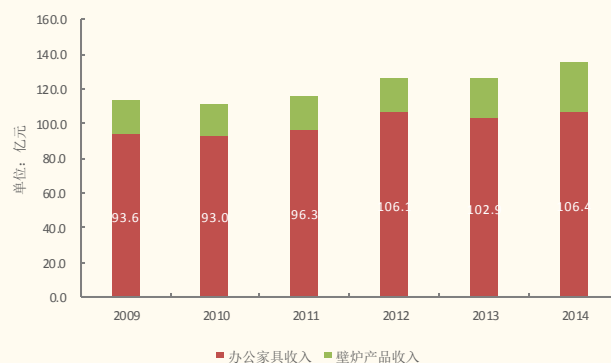
- HNI Corporation 创立于 1944 年，总部位于美国爱荷华州 Muscatine，全职雇员 9100 人，办公家具领域收入仅次于 Steelcase。公司的核心业务主要有 2 个版块：办公家具和壁炉产品，其办公家具业务销售收入仅次于 Steelcase。
- Office Furniture——提供一系列金属和木制商业和家庭办公家具，其中包括存储产品、办公桌、书柜、椅子、桌子、独立办公室隔板和面板系统以及其他相关产品。该部门产品品牌包括 HON、Allsteel、Maxon、Gunlocke、HBF、OFM、basyx by HON、Lamex 和 HNI India。Hearth Products——提供各种燃气、电、木材、燃烧及生物质能的壁炉、灶、饰面和配件产品。该部门产品品牌包括：Heatilator、Heat & Glo、Majestic、Monessen、Quadra-Fire、Harman Stove、Vermont Castings 和 PelPro。
- 2018 年，HNI 营业收入 155 亿元，其中办公家具系统收入 106 亿元，综合毛利率为 37%。我们判断，其升降办公桌产品毛利率超过 40%。
- 2018 年上半年，HNI 从捷昌驱动采购 3691 万元线性驱动系统，预估全年采购量超过 7000 万元。

图表 55：HNI 营业收入（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 56：HNI 办公家具收入占比 68%（单位：亿元）



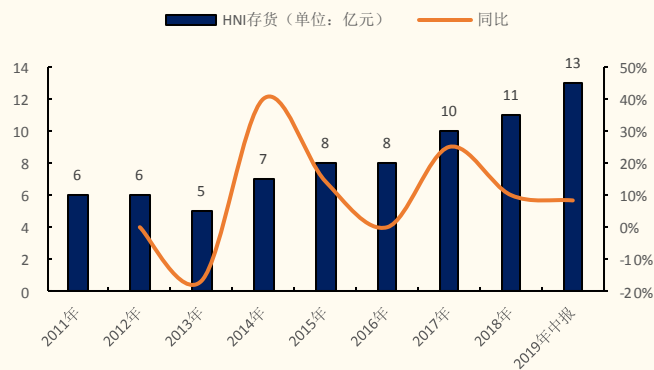
来源：Wind，国金证券研究所

图表 57: HNI 毛利率 37% (单位: 亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 58: HNI 存货保持稳定增长



来源: Wind, 国金证券研究所

- **HAT Contract** 创立于 2013 年, 是总部位于美国圣何塞的定制人体工程学家具制造商和分销商, 2018 年 6 月 7 日被 Innovative Office Products 收购。Innovative Office Products 公司总部位于宾夕法尼亚州的伊斯顿, 是一家致力于办公/工作场所的人体工程学及相关产品的设计/制造商, 主要产品包括显示器臂、坐立式办公桌、多显示器支架和办公桌架, 销售点 (POS) 安装架以及医疗保健和专业 OEM 安装解决方案。Innovative 于 1986 年由家族企业开始, 在过去 30 多年的发展中已发展成为一家跨国公司。
- 2017 年 HAT Contract 向捷昌驱动采购 7748 万元, 捷昌驱动占其总采购额的 87%。HNI 存货变动情况一定程度上能够反映其向下游供应商采购原材料的趋势, 捷昌驱动为 HNI 的供应商。
- 从以上美国主要升降办公桌市场参与者与捷昌驱动的供货关系看, 我们得出如下结论:
 - (1) 捷昌驱动在北美升降办公桌主要客户中的市场份额仍有较大提升空间 (从 30% 提升到 50%), 同时享受行业渗透率快速提升红利和客户份额提升逻辑;
 - (2) 北美升降办公桌市场近几年发生了并购整合的现象, 捷昌有利于跟随客户的并购进入到更大的客户体系。捷昌驱动在招股说明书中披露的客户 Tricom Vision 先被 AMQ 收购, AMQ 又被 Steelcase 收购, 因此捷昌驱动由此进入到 Steelcase 全球供货体系;
 - (3) 捷昌驱动在欧洲市场和亚太市场的拓展正经历从 0 到 1 的过程。目前捷昌驱动的客户体系以美国市场为主, 欧洲的市场规模不亚于北美, 亚太市场正处在高速增长起点。捷昌驱动已经在北美建立了全球化的品牌, 将重点拓展欧洲和亚太地区的订单。
 - (4) 捷昌驱动的客户群体是欧美地区全球顶尖的升降办公桌品牌, 在付款条件、客户信誉、质量控制及品牌塑造等方面均对于捷昌的成长有利。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测: 未来两年业绩复合 30% 以上增长

- 预计公司近三年收入增长的核心驱动力依然来自智慧办公驱动系统, 该业务收入增长驱动力来自: 一是北美市场渗透率快速提升; 二是现有客户份额提升; 三是欧洲市场新客户开拓。2017~2019 年, 预计该业务收入增速分别为 44%、64% 和 27%, 我们预计 2020~2021 年, 该业务收入增速为 29% 和 27%。2019 年该业务毛利率预计有大幅下滑, 系中美贸易战关税影响, 预计随着马来西亚工厂的投产, 该业务毛利率逐渐回到贸易战之前的水平。
- 医疗康护驱动系统将是继升降桌驱动系统下一个十年的核心赛道, 但是目前收入端贡献有限, 公司上市后募投项目“生命健康产业园”已经逐渐达

产，预计公司将加大欧美地区医疗康护客户的开拓力度。预计 2020~2021 年，收入增速分别为 20%和 40%。该业务毛利率较低，系由于老产品和代理商销售模式有关，预计随着公司直销队伍的建立和新生产基地的投产，医疗康护驱动系统业务的毛利率将逐渐回升。

- 智能家居驱动系统业务将是 2020~2021 年收入增长边际贡献较大的一块业务，预计升降式油烟机用线性驱动新产品有望在今年交付新客户，带动收入增长。预计 2020~2021 年该业务收入增速分别为 200%和 40%，但是该业务毛利率相对升降桌驱动系统较低。

图表 59：捷昌驱动盈利模型拆分

	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
智慧办公驱动系统					
平均售价 (元/件)	1,306.70	1229	1209	1150	1110
销量 (套)	424908	743000	960000	1300000	1710495
营业收入 (万元)	55523	91315	116064	149500	189865
yoy	44.8%	64.46%	27%	29%	27%
毛利率	48.12%	44.07%	36%	41%	42%
医疗康护驱动系统					
平均售价 (元/件)	956	966	936	936	936
销量 (套)	128446	184000	230000	276000	369051
营业收入 (万元)	12274	18044	21528	25833	36167
yoy	10.68%	47.01%	19.31%	20%	40%
毛利率	31.83%	33%	32%	30%	34%
智能家居驱动系统					
平均售价 (元/件)	1744	1962	1962	1962	1962
销量 (套)	6995	9174	11559	34678	48550
营业收入 (万元)	1420	1800	2268	6804	9525
yoy	24.34%	26.76%	26%	200%	40%
毛利率	37.16%	34.24%	34.4%	32%	33%
其他					
营业收入 (万元)			2000	3000	3900
yoy				50%	30%
毛利率			44%	44%	43%
合计收入 (万元)	69472	111159	141860	185138	239458
yoy	37.27%	60%	27%	30%	29%
毛利率	44.84%	42.11%	38.7%	41.5%	43.3%

来源：国金证券研究所绘制

- 预计 2019~2021 年，公司实现的营业收入分别为 14.2、18.5、24 亿元，同比增长 27%、30%和 29%；综合毛利率分别为 38.7%、41.5%、43.3%。

图表 60：捷昌驱动三项费用率

	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
销售费用率	7.73%	6.37%	6.0%	6.5%	6.3%
管理费用率	9.8%	9.8%	11.8%	11.2%	11.3%
研发费用率	4.47%	4.42%	5.2%	5.0%	5.0%
财务费用率	0.82%	-0.9%	-1.5%	-0.3%	-0.3%
所得税率	16%	15.3%	15.8%	15.8%	15.8%
净利率	22.7%	22.8%	21.0%	21.6%	22.2%

来源：国金证券研究所绘制

- 预计 2019~2021 年，公司①销售费用率维持在 6.3%左右；②管理费用率维持在 11~12%水平；③财务费用率维持在-1%~0 水平上；④研发费用率保持在 5%水平；⑤所得税率为 15.8%。
- 综上，预计 19-21 年公司净利润 3.0/4.0/5.3 亿元，同比增长 17%/34%/33%，EPS 分别为 1.68、2.25 和 2.99 元，PE 分别为 34、26 和 18 倍。

5.2 估值分析：2020 年合理市值 120 亿元

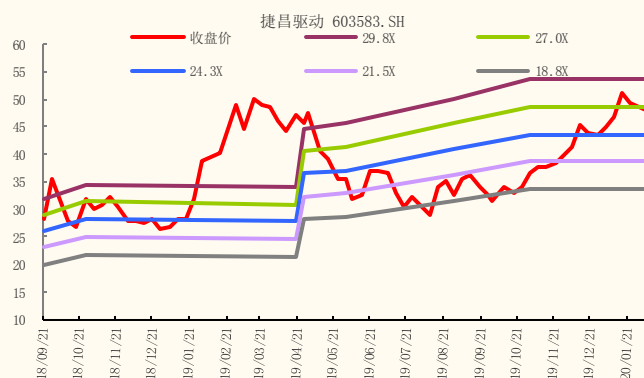
- 捷昌驱动所在行业在 A 股无可比公司，海外力纳克和 OKIN 也未上市，我们基于公司成长性考量，认为可比公司包括美亚光电、浙江鼎立等。结合公司过去估值中枢及行业未来两年的趋势变化，给予公司 2020 年合理 PE 估值 30 倍，对应合理市值 120 亿元。6-12 个月目标价 67.75 元，给予“买入”评级。

图表 61：对标公司核心指标比较

证券代码	证券简称	总市值	PE (TTM)	毛利率	净利率	过去三年净利润复合增速	ROE
603338	浙江鼎立	230	44	42%	31%	56%	16%
002690	美亚光电	247	47	55.6%	38%	16%	17.6%
603583	捷昌驱动	85	27	39%	22%	37%	13.5%

来源：Wind，国金证券研究所（时间截至 2 月 7 日）

图表 62：给予公司今年合理估值 30 倍



来源：Wind，国金证券研究所

六、风险提示

- 中美贸易战恶化超预期的风险。捷昌驱动所从事的主要业务为线性驱动控制系统，被美国征收 25%的关税，若中美贸易战进一步恶化超预期，关税进一步上调，则会影响公司的盈利能力。
- 马来西亚工厂建厂不及预期的风险。为了规避关税效应，公司计划在马来西亚工厂建厂，如果建厂不及预期，则公司的盈利能力还会继续受到影响。
- 欧洲市场新客户拓展不及预期的风险。公司计划拓展欧洲市场，存在新客户拓展不及预期的风险。
- 疫情影响超预期致出口受影响的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	506	695	1,116	1,419	1,851	2,395
增长率		37.3%	60.6%	27.1%	30.5%	29.3%
主营业务成本	-254	-382	-647	-869	-1,067	-1,339
%销售收入	50.1%	55.1%	57.9%	61.3%	57.6%	55.9%
毛利	252	312	469	549	784	1,056
%销售收入	49.9%	44.9%	42.1%	38.7%	42.4%	44.1%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-16	-20	-26
%销售收入	1.2%	1.1%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-40	-54	-71	-89	-117	-153
%销售收入	8.0%	7.7%	6.4%	6.3%	6.3%	6.4%
管理费用	-50	-68	-109	-167	-207	-271
%销售收入	9.9%	9.8%	9.8%	11.8%	11.2%	11.3%
息税前利润 (EBIT)	155	182	279	277	440	606
%销售收入	30.7%	26.3%	25.0%	19.5%	23.8%	25.3%
财务费用	7	-6	10	18	8	6
%销售收入	-1.4%	0.8%	-0.9%	-1.3%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-5	-9	-11	-1	-7	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	16	24	24
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	5.1%	3.8%
营业利润	158	186	299	346	465	627
营业利润率	31.2%	26.8%	26.8%	24.4%	25.1%	26.2%
营业外收支	-4	2	1	8	10	3
税前利润	154	188	300	354	475	630
利润率	30.4%	27.0%	26.9%	25.0%	25.7%	26.3%
所得税	-25	-30	-46	-56	-75	-100
所得税率	16.1%	16.0%	15.3%	15.8%	15.8%	15.8%
净利润	129	158	254	298	400	530
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	129	158	254	298	400	530
净利率	25.5%	22.7%	22.8%	21.0%	21.6%	22.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	129	158	254	298	400	530
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	28	40	42	60	76
非经营收益	-2	0	-2	-70	-16	-93
营运资金变动	4	-17	-69	-136	60	-13
经营活动现金净流	149	169	223	127	518	500
资本开支	-99	-63	-148	-108	-105	-93
投资	-1	1	-550	410	6	8
其他	-9	1	-5	16	24	24
投资活动现金净流	-109	-62	-703	318	-75	-61
股权募资	125	0	808	43	43	43
债权募资	0	0	0	36	3	8
其他	-92	-47	1	-122	-122	-122
筹资活动现金净流	33	-47	810	-43	-76	-71
现金净流量	73	60	329	402	367	368

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	160	226	563	1,013	1,224	1,315
应收账款	33	78	169	188	261	350
存货	53	91	196	260	337	445
其他流动资产	5	6	559	143	150	160
流动资产	252	401	1,487	1,604	1,972	2,270
%总资产	48.8%	56.6%	77.6%	74.4%	76.8%	75.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	171	203	300	375	437	513
%总资产	33.2%	28.7%	15.7%	17.4%	17.0%	17.0%
无形资产	75	75	106	106	107	111
非流动资产	264	307	430	551	596	741
%总资产	51.2%	43.4%	22.4%	25.6%	23.2%	24.6%
资产总计	516	708	1,917	2,155	2,568	3,011
短期借款	2	1	1	1	100	200
应付款项	81	152	256	274	364	451
其他流动负债	25	34	69	95	216	322
流动负债	108	187	327	370	680	973
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	6	7	44	47	55
负债	115	193	334	414	727	1,028
普通股股东权益	401	515	1,583	1,741	1,841	1,983
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	516	708	1,917	2,155	2,568	3,011

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.424	1.742	2.102	1.679	2.254	2.988
每股净资产	4.424	5.689	13.108	9.779	10.340	11.138
每股经营现金净流	1.641	1.867	1.845	0.714	2.908	2.808
每股股利	4.374	4.374	6.171	6.100	6.100	6.200
回报率						
净资产收益率	32.20%	30.62%	16.04%	17.12%	17.70%	18.47%
总资产收益率	25.01%	22.28%	13.24%	13.83%	15.58%	7.73%
投入资本收益率	32.36%	29.65%	14.92%	13.39%	19.10%	9.47%
增长率						
主营业务收入增长率	38.44%	37.27%	60.64%	27.12%	30.51%	29.34%
EBIT增长率	40.44%	17.37%	53.04%	-0.79%	58.91%	37.64%
净利润增长率	29.85%	22.28%	60.90%	17.37%	34.23%	32.55%
总资产增长率	60.36%	37.24%	170.73%	12.43%	19.13%	17.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.5	19.8	30.1	39.0	42.0	44.0
存货周转天数	65.6	69.1	81.1	84.0	88.0	94.0
应付账款周转天数	81.0	85.6	89.5	89.0	89.0	89.0
固定资产周转天数	121.7	101.4	90.2	90.0	95.0	98.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.53%	-43.55%	-35.45%	-58.14%	-61.07%	-56.24%
EBIT利息保障倍数	-21.9	32.0	-28.9	-15.4	-55.0	8.8
资产负债率	22.33%	27.22%	17.41%	15.45%	20.00%	23.18%

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH