



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

关税冲击渐退，长期成长可期

—— 捷昌驱动（603583）深度报告

2020 年 04 月 23 日

罗 政 机械行业首席分析师

关税冲击渐退，长期成长可期

2020 年 04 月 23 日

本期内容提要：

- ◆ **专注线性驱动产业，贸易摩擦背景下依然增长强劲。**公司成立于 2000 年，专注线性驱动产业，目前设有四大分公司（德国、美国、日本、印度）、六大生产基地（南昌 2 个、宁波 2 个、美国、马来西亚）和三大研发中心（南昌、杭州、台湾），是国家高新技术企业和直流电动推杆、电动升降桌国家标准起草单位。近年来随着海外市场的加速开拓，公司业务快速增长，2013-2019 年公司营收年复合增长率高达 51.99%，其中国外收入复合增速 62.87%，国内复合增速 36.53%。2019 年，在中美贸易摩擦影响下，公司依然实现了 14.07 亿元的营业收入，其中以美国市场为主的海外销售收入达到 10.23 亿元，同比增长 15.1%，体现了公司较强的市场竞争力。
- ◆ **行业成长趋势明确，国内市场增速提升。智慧办公领域，**目前全球渗透率在 10% 以下，还有较大提升空间，我们预计未来 5 年全球智慧办公线性驱动系统有望持续增长；2019 年公司国内业务增速超过 70%，主要是智慧办公需求驱动，国内市场经过前期铺垫，需求有望加速上行；**医疗健康领域，**国内老龄化趋势明显，老龄化带动医疗和医疗器械需求稳步提升，配套的线性驱动产品具备较大增长潜力；**智能家居领域，**随着消费升级持续，智能家居的需求在日益提升，线性驱动系统目前多应用于电动床、功能沙发和按摩椅等智能家居产品，渗透率正不断提升，增长速度较快，但国内智能家居规模仅占美国的 1/3，渗透率不足美国的 1/6，成长空间不言而喻。
- ◆ **加快全球产能建设，海外生产基地稳步推进。**截至 2019 年末，公司募投项目 25 万套智慧办公用线性驱动产线已投产，医疗康护 20 万套主体工程已经基本完成，预计 2020 年底投产；智能家居 15 万套进入规划设计阶段；与此同时，为平抑关税税率波动带来的不确定性并拓展海外市场，2019 年公司投资设立了捷事达驱动私人有限公司作为公司东南亚的生产基地。我们认为依托公司较强的研发能力、较高的产品性价比以及应对客户定制化需求的快速反应能力，公司与主要客户存在较高的粘度，市占率还有持续提升的空间。
- ◆ **公司定制化服务能力和研发实力较强，竞争优势明显。**当前行业竞争格局来看，丹麦 LINAK 和德国 DEWERT OKIN 仍占据市场主导地位，技术上仍具有领先优势，国内以捷昌驱动为代表的部分企业，也深耕细分市场、以定制化服务能力和服务能力为依托，逐步形成具备一定规模的行业梯队，国内线性驱动产业已经初具规模。公司深耕全球大客户，保持高客户粘性，已经积累了一定的品牌影响力，未来有望把握全球市场持续增长、国内市场加速上行的契机，持续提升产品竞争优势。
- ◆ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年实现净利润 4.16 亿元、5.00 亿元和 5.91 亿元，相对应的 EPS 分别为 1.68 元/股、2.02 元/股和 2.39 元/股，对应当前股价 PE 分别为 20 倍、16 倍和 14 倍（以总股本为 2.48 亿股计算）。首次覆盖予以“增持”评级。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

证券研究报告

公司研究——深度研究

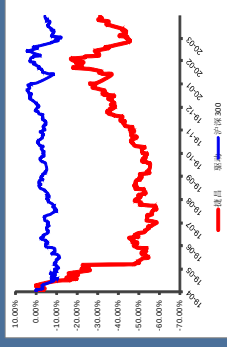
捷昌驱动 (603583.SH)

罗政 机械行业首席分析师
执业编号：S1500520030002
联系电话：+86 61678586
邮箱：luozheng@cindasc.com

买入 增持 持有 卖出

首次评级

捷昌驱动相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.4.22)

收盘价 (元)	46.16
52 周内股价波动区间(元)	28.81-59.90
最近一月涨跌幅(%)	20.27
总股本(亿股)	1.78
流通 A 股比例(%)	59.46
总市值(亿元)	81.93

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

◆ **风险因素：**中美贸易摩擦升温风险、全球疫情加剧风险、政策变动风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,115.97	1,407.77	1,833.77	2,386.37	2,961.53
增长率 YoY %	60.64%	26.15%	30.26%	30.13%	24.10%
归属母公司净利润(百万元)	253.93	283.60	416.19	500.32	591.23
增长率 YoY%	60.90%	11.68%	46.75%	20.21%	18.17%
毛利率%	42.06%	35.63%	37.84%	40.17%	38.26%
净资产收益率 ROE%	24.20%	16.93%	21.59%	21.41%	20.51%
EPS(摊薄)(元)	1.03	1.15	1.68	2.02	2.39
市盈率 P/E(倍)	45	40	20	16	14
市净率 P/B(倍)	7.22	6.47	5.48	4.42	3.60

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 04 月 22 日收盘价



目录

深耕线性驱动行业，贸易摩擦不改成长趋势	1
智慧办公系统占比最高，医疗健康、智能家居有望发力	2
负债结构合理偏低，盈利能力暂时承压	5
行业渗透率仍低，中长期成长趋势明确	6
智慧办公北美需求旺盛，国内市场仍在培育阶段	7
医疗健康潜力较大，老龄化助推需求提升	10
消费升级驱动智能家居渗透率提升	11
研发驱动，定制化服务能力构筑竞争护城河	12
国际龙头地位稳固，国内品牌塑造竞争优势	12
公司外销采取 ODM 模式，客户稳定性强	13
持续研发投入构筑核心竞争壁垒	14
盈利预测、估值与投资评级	16
风险因素	16

表目录

表 1：线性驱动行业相关公司介绍	13
表 2：公司历年前四大客户销售额及占比情况	14
表 3：公司前四大客户基本情况	14
表 4：可比公司盈利及估值对比	16

图目录

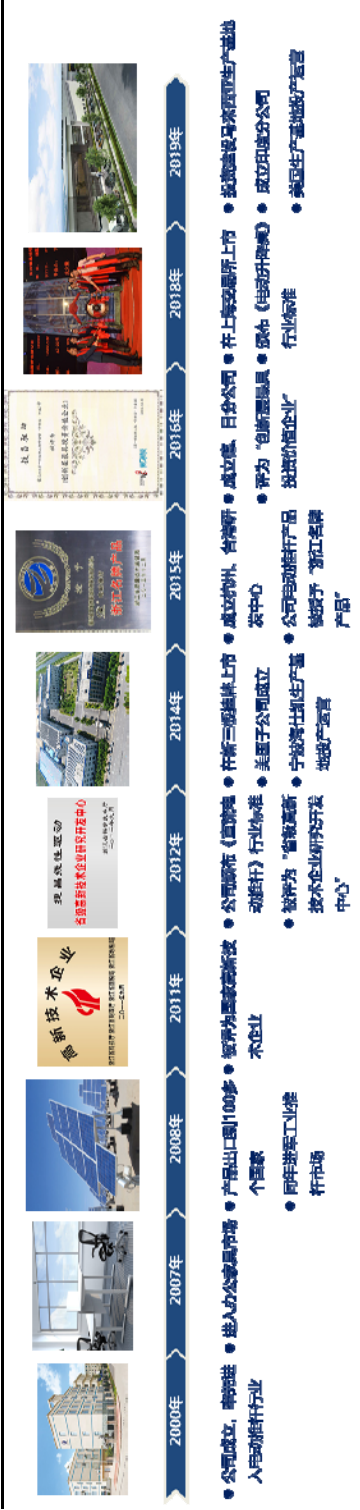
图 1：公司发展历程	1
图 2：公司线性驱动系统组件列示	1
图 3：公司线性驱动系统应用场景及组件构成示例	2
图 4：公司线性驱动系统营收占比情况	3
图 5：公司线性驱动系统毛利占比情况	3
图 6：公司线性驱动系统分产品毛利率%	3
图 7：公司国内外市场历年营收占比情况	4
图 8：2019 年公司国内外市场营收占比	4
图 9：公司国外市场营收及同比（单位：万元）	4
图 10：公司国内市场营收及同比（单位：万元）	4
图 11：公司资产负债率%	5
图 12：公司流动比率和速动比率	5
图 13：公司销售毛利率%	6
图 14：公司费用率%	6
图 15：全球线性驱动器市场规模（亿美元）及同比变化情况	7
图 16：全球线性驱动器按区域划分市场份额	7
图 17：全球办公桌面市场规模（亿美元）及同比变化情况	8
图 18：乐歌股份国外营收（百万元）及同比变化情况	8
图 19：电动升降桌、普通格子间办公桌和人体工学椅电商平台价格比较	9
图 20：升降桌和人体工学椅的百度指数	9
图 21：国内办公家具月销量及同比变化情况	10
图 22：中金公司新大楼为员工配备升降办公桌面系统	10
图 23：全球及国内医疗器械市场规模及同比变化情况	10
图 24：全球及国内家用（亿元）医疗器械市场规模及同比变化情况	10
图 25：全球办公桌面市场规模（亿美元）及同比变化情况	11
图 26：国内卫生机构床位数（万张）及同比变化情况	11
图 27：全球智能家居市场规模（亿美元）及同比变化情况	11
图 28：全球（十亿美元）及国内（十亿元）功能沙发市场规模	11
图 29：全球分国家智能家居市场规模对比（单位：亿美元）	12
图 30：全球分国家智能家居市场渗透率对比	12
图 31：公司历年研发投入（万元）变化及占比情况	15
图 32：公司历年专利数量	15

深耕线性驱动行业，贸易摩擦不改成长趋势

公司成立于2000年，自成立起便专注于线性驱动系统的研发、生产和销售，是国内线性驱动行业的领军企业。

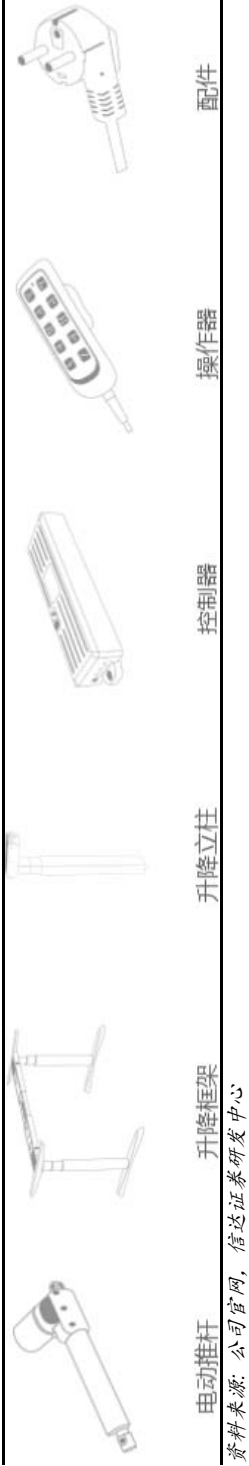
公司从事线性驱动系统的研发、生产和销售，该系统由推杆、升降立柱、配套使用的控制器等部件组成，按应用领域可分为医疗康护驱动系统、智慧办公驱动系统及智能家居控制系统等。其中公司线性驱动产品的主要组件之一JC35系列推杆已成为医疗、家用护理、家具等相关行业设备的知名配件品牌。目前公司设有四大分公司（德国、美国、日本、印度）、六大生产基地（新昌2个、宁波2个、美国、马来西亚）、三大研发中心（新昌、杭州、台湾）。**公司是国家高新技术企业和直流电动推杆、电动升降桌国家行业标准起草单位。**

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 2：公司线性驱动系统组件列示



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

智慧办公系统占比最高，医疗健康、智能家居有望发力

智慧办公、医疗健康、智能家居是公司产品主要应用领域。智慧办公驱动系统主要应用于智能办公领域，由升降立柱、控制器、手控器等部件组成；医疗健康驱动系统主要应用于高档电动病床、养老护理病床、病人移位器等医疗护理设备中，由医用电动推杆、医用升降立柱、控制器以及其他配件组成；智能家居控制系统主要应用于住宅为平台的家具、家电、橱柜及其他智能化住宅系统，主要由升降立柱、控制器、手控器等部件组成。

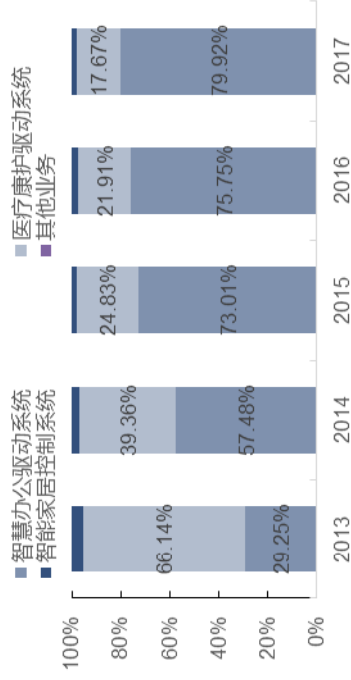
图 3: 公司线性驱动系统应用场景及组件构成示例



资料来源:招股说明书,信达证券研发中心

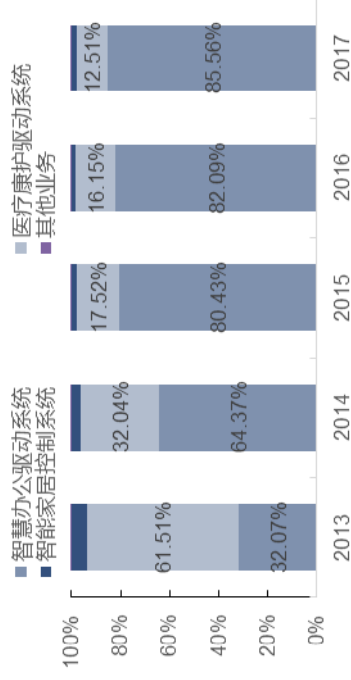
智慧办公驱动系统销售占比最高，是主要利润贡献来源。营收占比来看，2017年公司智慧办公、医疗健康及智能家居三大领域营业收入占比分别为79.92%、17.67%、2.04%。2013-2015年公司智慧办公驱动系统销售占比提升较快，由29.25%快速提升至73.01%，由公司第二大业务发展成公司第一大核心业务，2015年以后智慧办公营收占比的增速有所放缓。毛利占比来看，2017年公司智慧办公、医疗健康及智能家居三大领域毛利占比分别为85.56%、12.51%、1.69%。由于不同板块的定制化比例和技术含量有所不同，导致公司三大业务领域的毛利率存在差异，且每年有所波动。

图 4：公司线性驱动系统营收占比情况



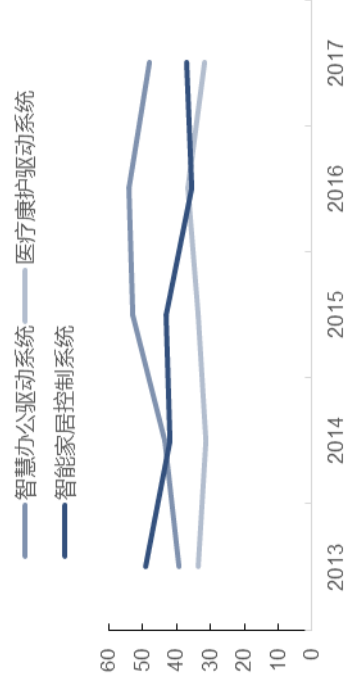
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司线性驱动系统毛利占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

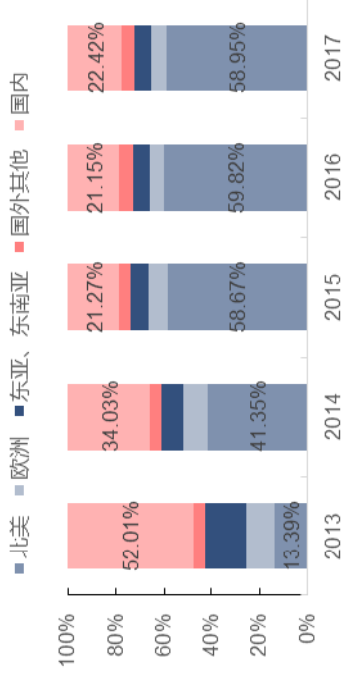
图 6：公司线性驱动系统分产品毛利率%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

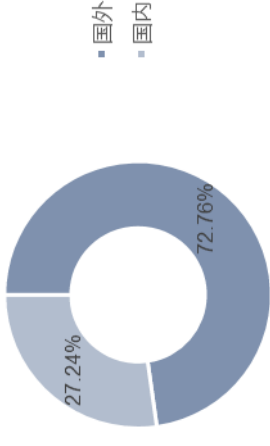
北美市场占比较高，国内市场开始发力。2019 年公司国外市场实现营业收入 10.23 亿元，占比 72.76%，国内市场实现营业收入 3.83 亿元，占比 27.24%。2014 年，公司成立美国子公司进入美国市场，2014-2015 年公司北美市场收入占比大幅提升，由 2013 年的 13.39%提升至 2015 年的 58.67%。2018 年国外收入占比进一步提升至 79.65%，主要受海外市场需求持续高增驱动。2019 年，公司投资设立马来西亚生产基地，并成立印度分公司，美国生产基地也开始投产运营。与此同时，国内业务 2019 年收入规模达到 3.82 亿元，同比增长超过 70%，公司国内业务增长提速，占比提升至 27.24%。

图 7：公司国内外市场历年营收占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

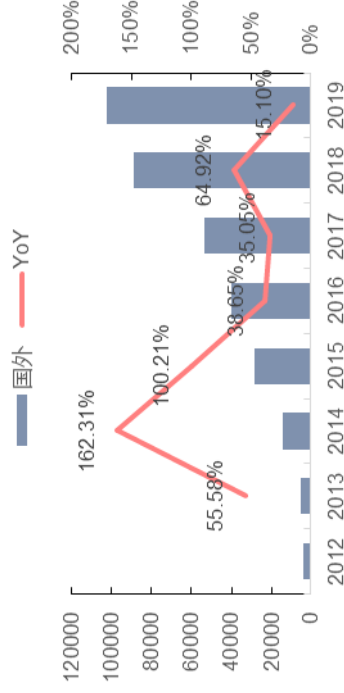
图 8：2019 年公司国内外市场营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

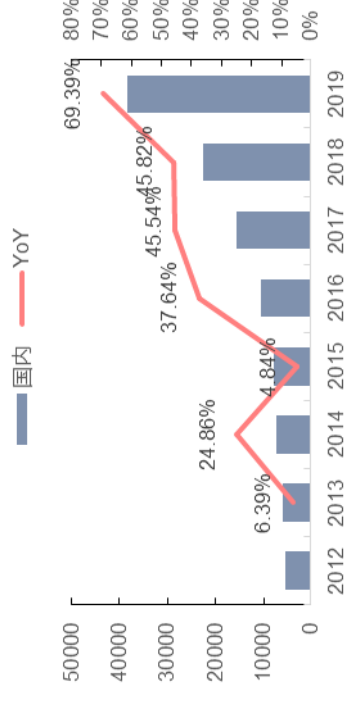
关税提升影响公司 2019 年海外业务增速，国内市场增长强劲。公司 2013-2019 年海外营收年复合增速达 62.87%，国内营收年复合增速达 36.53%。但是 2019 年 5 月开始公司对美出口关税从 10%上调至 25%，为保证公司产品在北美市场的竞争力，公司不得不对出口价格做出了调整，导致 2019 年公司海外市场增速下降至 15.10%，剔除关税影响我们认为海外市场增长 2019 年依然强劲。值得注意的是公司 2019 年国内业务增速较为强劲，主要是国内智慧办公市场增速加快，国内市场的持续增长值得期待。

图 9：公司国外市场营收及同比（单位：万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：公司国内市场营收及同比（单位：万元）

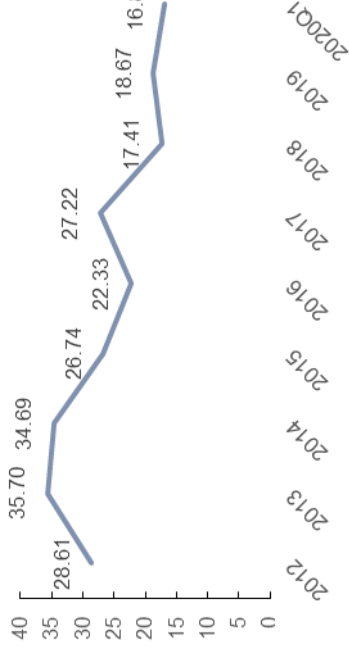


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

负债结构合理偏低，盈利能力预计改善

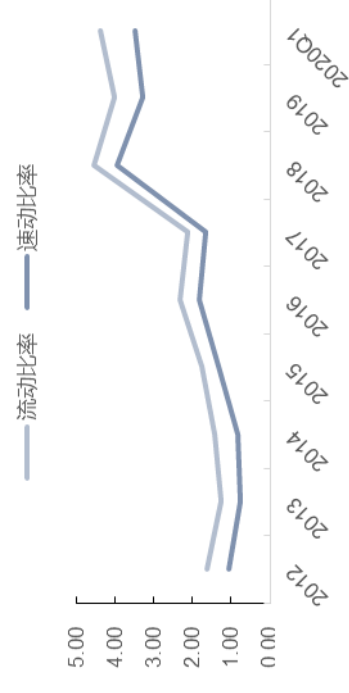
负债率持续降低，偿债能力较强。资本结构来看，公司资产负债率整体不高，2013 年 35.70% 的负债率已是近年最高值，随着近年来公司增发融资和盈余积累，截至 2020 年一季度末公司资产负债率进一步降低至 16.82%。短期偿债能力来看，近年来公司经营状况良好，利润增长较快，加上融资扩张，偿付能力在逐步增强。2012-2020 年公司流动比率和速动比率整体呈现逐年上升的趋势，截至 2020 年一季度末，公司流动比率和速动比率分别达到 4.40 和 3.50。

图 11：公司资产负债率%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：公司流动比率和速动比率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

加征关税影响公司盈利能力，费用率稳中有降控制良好。2019 年受中美贸易摩擦加征关税后，公司 2019 年三、四季度毛利率有所下滑，2020 年一季度环比改善，但同比仍有一定压力。2020 年 3 月，公司公告部分对美出口智慧办公类产品在排除加征清单范围内，退税金额预计在 9000 万元左右。从 2020 年 4 月起，因为关税取消，公司毛利率有望持续上行。费用率方面，公司费用管控良好，整体费用率稳中趋降。

图 13: 公司销售毛利率%

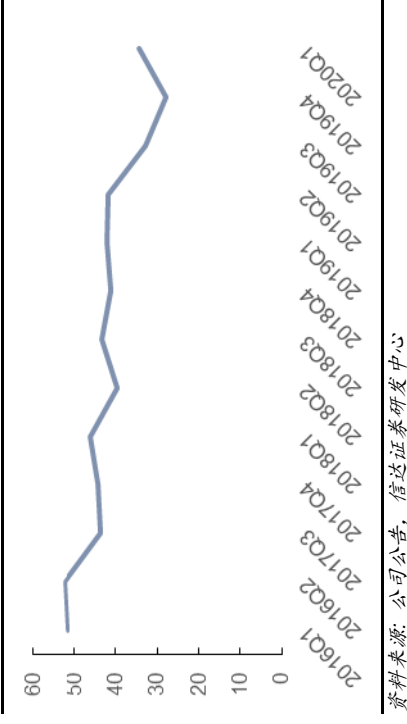
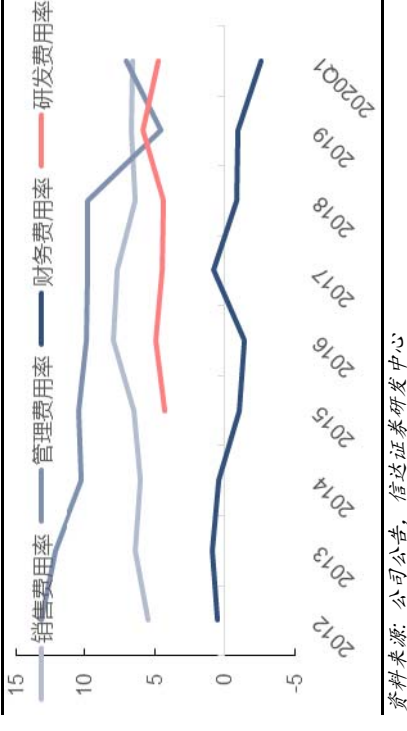


图 14: 公司费用率%

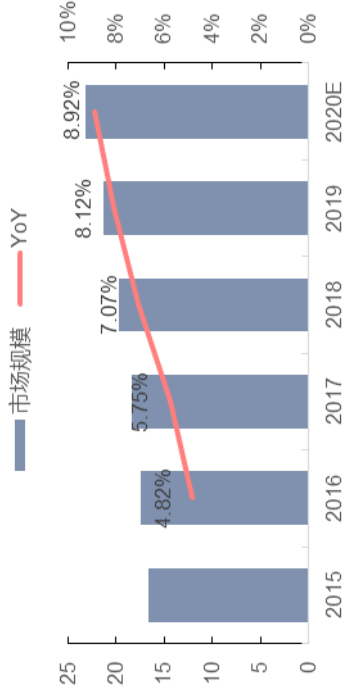


行业渗透率仍低，中长期成长趋势明确

线性驱动系统本质上是一种推拉或升降的辅助设备，应用领域非常广阔，升降办公桌市场整体渗透率仍低，中长期成长趋势明确，而医护、家居、工业领域的成长性依然可期。

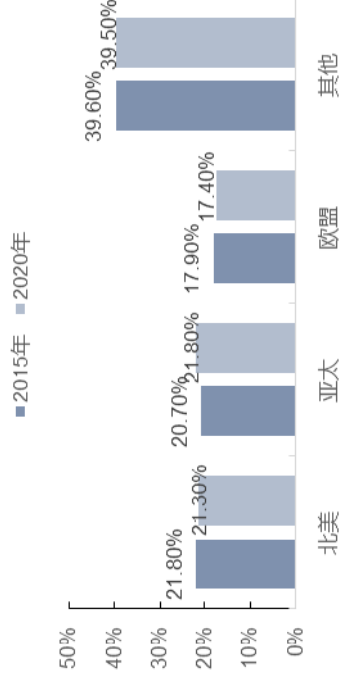
全球线性驱动系统市场规模年增速不断提升，新兴市场增长潜力较大。据 Technavio 数据显示，2015 年全球线性驱动器的市场规模为 16.6 亿美元，预测到 2020 年将增长到 23.2 亿美元，年复合增长率为 6.9%。全球前三大线性驱动器市场分别为北美、亚太和欧盟，三个地区市场份额合计占比达 60% 左右。Technavio 预计到 2020 年亚太地区市场份额将由 2015 年的 20.70% 提升至 21.80%，超越北美成为全球第一大市场，主要是基于新兴市场需求增速较快的预期。亚太地区的成长潜力主要来自于中国和印度，由于城镇化的加速和中产阶层人数的增多，以中国和印度为代表的亚太地区对智能产品的需求日益旺盛。

图 15：全球线性驱动器市场规模（亿美元）及同比变化情况



资料来源: TechNavio, 信达证券研发中心

图 16：全球线性驱动器按区域划分市场份额



资料来源: TechNavio, 信达证券研发中心

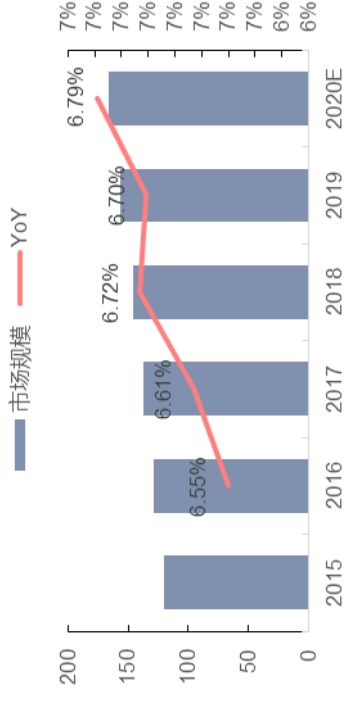
智慧办公北美需求旺盛，国内市场加速增长

智慧办公线性驱动器系统当前主要用于办公桌椅、文件柜、操作台、投影仪等，全球来看办公设备整体增速基本维稳，办公桌年增速约 6.7%，但国外尤其是北美对智慧办公的需求正处于快速上升期，而国内市场需求也开始步入加速增长阶段。

国外：立法先行，成长期有望持续 5 年。电动升降办公桌最早在欧美起步，且在各国出台的相关政策带动下流行度不断提升。1992 年，美国劳工部职业安全与健康管理局（OSHA）开始了人体工学家规的立法，出台了鼓励和监督企业为员工的健康提供人体工学方面保护的相关政策。相类似的在英国、德国、丹麦等欧洲国家也盛行开来，如德国出台的德国劳动场所法、瑞典出台的《工作环境战略》以及丹麦出台的《工作环境提升规划》等法律条款。比如德国《劳动场所法》规定：雇主有义务采取各种措施，保护雇员的安全和身体健康；而瑞典在《现代生活工作环境战略 2016-2020 规划》中强调了近年来瑞典职业病和职业伤害的严峻态势，并制定了工作环境违法的共同准则。

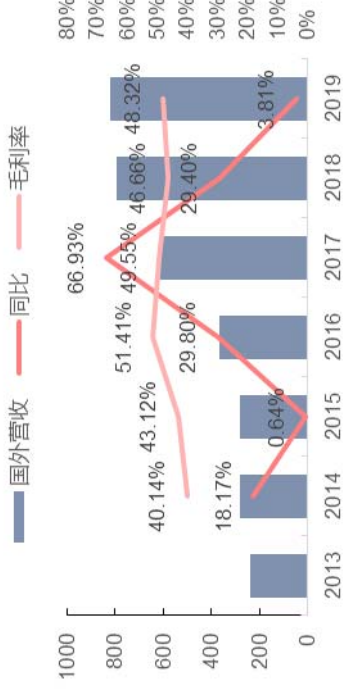
目前全球智慧办公线性驱动器系统渗透率在 10%以下，我们认为在健康理念和法律法规并行的背景下，国外智慧办公的渗透率还有较大提升空间，未来 5 年全球智慧办公线性驱动器系统有望持续增长。以国内人体工学厂商乐歌股份为例，其历年海外业务占比达 80%以上，2013-2015 年乐歌海外收入基本稳定，从 2016 年起增速开始提升。2018-2019 年受贸易摩擦影响乐歌海外营收增速有所回落。但多年来乐歌海外业务毛利率水平基本保持平稳，甚至在 2019 年在贸易摩擦加剧的情况下不降反升，由此在一定程度上反映国外智慧办公市场需求没有因为贸易摩擦而出现明显调整。

图 17：全球办公桌椅市场规模（亿美元）及同比变化情况



资料来源: TechNavio, 信达证券研发中心

图 18：乐歌股份国外营收（百万元）及同比变化情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

成本较高，国内市场增速提升。相比欧美发达国家，我国智慧办公产品的广泛流行还需要时间，我们认为成本较高依然是限制国内市场成长的主要因素。目前电动升降桌的售价是 1500-2500 元/台左右，对于国内普通上班族来说价格偏贵，对于企业来说，普通工位办公桌椅购置费 300-500 元/台，置换办公桌需增加 3-5 倍成本。另外为了追求健康也有可替代的办公设备可以选择，如可调节电脑高度的手动升降架，也有调节座椅高度的人体工学椅，因此短期来看升降办公桌还未成为刚需。

据天猫商城公开的数据显示，电动升降桌价格根据档次不同价格区间在 1500-2500 元/台，普通格子间办公桌价格区间在 300-500 元/台，配上一个几十块钱的手动升降架就能“组装”成一台简易的升降办公桌。人体工学椅可以通过手动升降可以调节与桌面的相对高度，并且能够调整坐姿，一定程度上可以作为升降桌的替代品。人体工学椅的天猫价格在 500 元/台左右，价格优势明显。从成交量角度看，电动升降桌天猫排名前二厂家月销量平均仅 100 笔，而人体工学椅排名前二的厂家月销量平均 4000 笔左右。

图 19: 电动升降桌、普通格子间办公桌和人体工学椅电商平台价格比较



资料来源: 天猫商城, 信达证券研发中心

百度指数反映热度, 对比来看, 近十年人体工学椅的搜索热度提升明显, 但升降桌仍在缓慢升温。但有利的方面在于, 从 2015 年开始人体工学椅的百度指数陡然上涨表明劳动者对于工作健康的重视程度持续增强。

图 20: 升降桌和人体工学椅的百度指数



资料来源: 百度指数, 信达证券研发中心

国内来看, 外资企业引入, 国内企业接受度提升。据公司官网介绍, 宝马集团在中国、日本和泰国等部分积极推行“站坐交替”的健康办公方式, 为员工配备搭载智能控制系统的升降办公桌产品。而中金公司也在其新建的办公大楼中, 为员工配备了升降办公桌。我们认为随着我国伏案工作群体持续扩张、办公家具市场整体容量快速提升, 以及新一代职场主力对于健康要求的提升, 国内智慧办公领域线性驱动系统完成由发展期向成长期的过渡。

图 21：国内办公家具月销量及同比变化情况

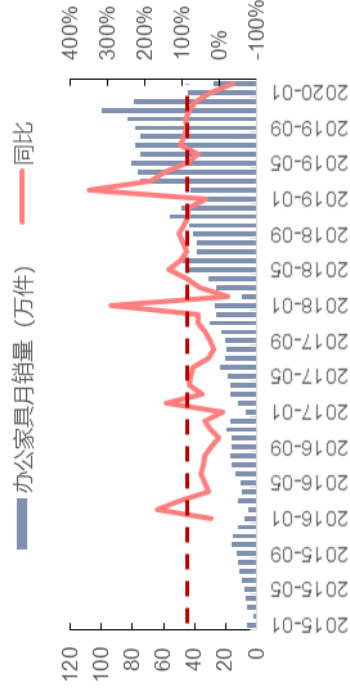


图 22：中金公司新大楼为员工配备升降办公桌系统



医疗康护潜力较大，老龄化助推需求提升

医疗器械行业全球趋稳，老龄化带动国内需求保持高增。据 Wind 数据显示，近 20 年来全球医疗器械市场规模增速逐步下移，老龄化程度仍在加剧。从家用医疗器械则更为明显，近 20 年全球家用医疗器械规模的年均增速约 5%，国内增速超过 20%，且从 2013 年开始增速在不断提升。

图 23：全球及国内医疗器械市场规模及同比变化情况

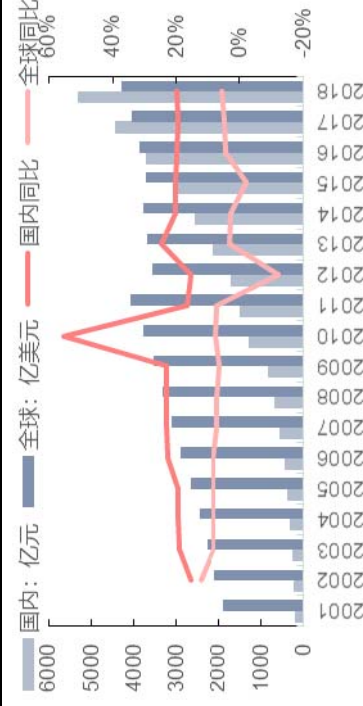
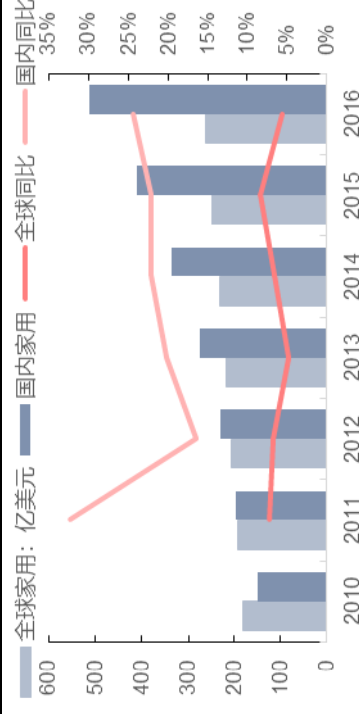


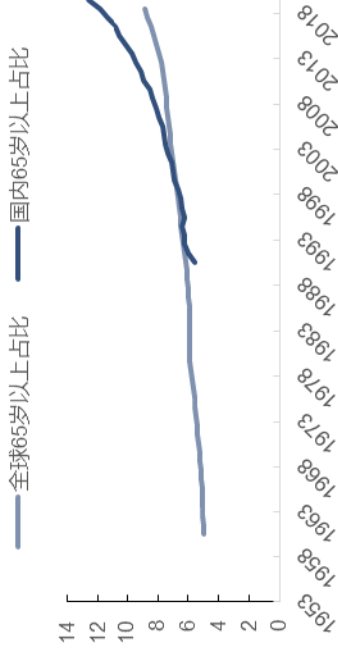
图 24：全球及国内家用（亿元）医疗器械市场规模及同比变化情况



国内老龄化进程明显快于全球平均水平。截至 2019 年底，国内 65 岁以上人口占比达到 12.60%，而全球 2018 年的水平为 8.87%，。国家卫计委数据显示，国内卫生机构床位数稳步提升，近年增速在 6%-8%之间。《全国医疗卫生服务体系规划纲要

《(2015-2020 年)》要求，到 2020 年每千人口床位达到 6 张；另据国务院 2017 年发布的《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》，要求到 2020 年护理型床位占当地养老床位总数的比例不低于 30%，65 岁以上老人健康管理率达到 70%。且因为人工护理的局限，我们认为以电动护理床为代表的智能化产品渗透率将持续提升，从而提升线性驱动产品的市场需求。

图 25：全球办公桌椅市场规模（亿美元）及同比变化情况

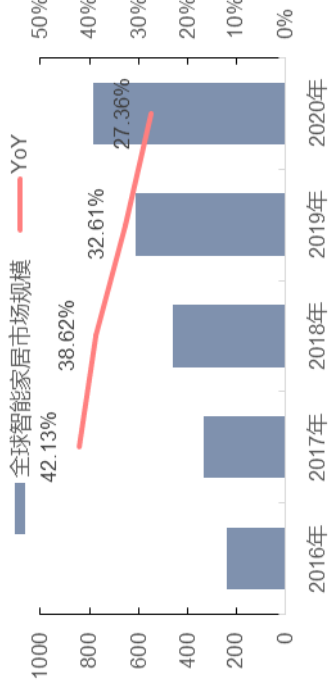


资料来源：世界银行，国家统计局，信达证券研发中心

消费升级驱动智能家居渗透率提升

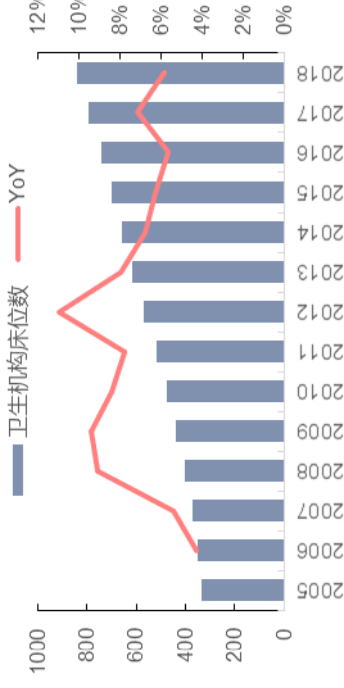
智能家居线性驱动系统多应用于电动床、功能沙发和按摩椅等产品。据前瞻产业研究院预测数据显示，2020 年全球智能家居市场规模预计达到 782 亿美元，同比增长 27.36%。据欧睿数据数据显示，2013-2017 年国内功能沙发市场规模增速超过全球。

图 27：全球智能家居市场规模（亿美元）及同比变化情况



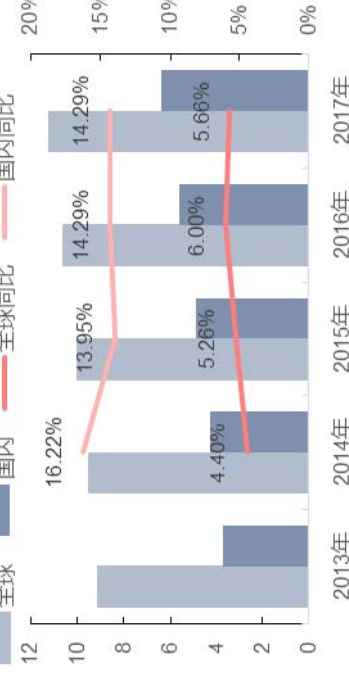
资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 26：国内卫生机构床位数（万张）及同比变化情况



资料来源：国家卫计委，信达证券研发中心

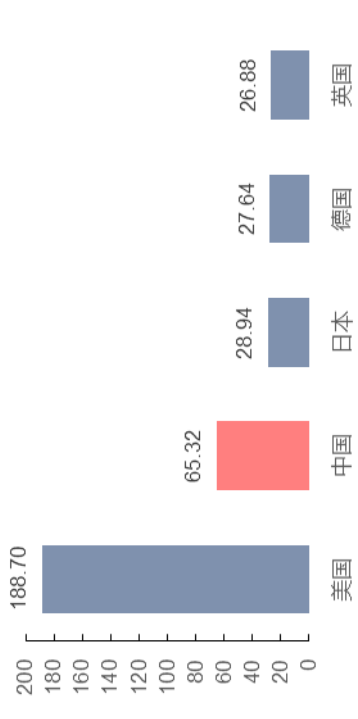
图 28：全球（十亿美元）及国内（十亿元）功能沙发市场规模



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

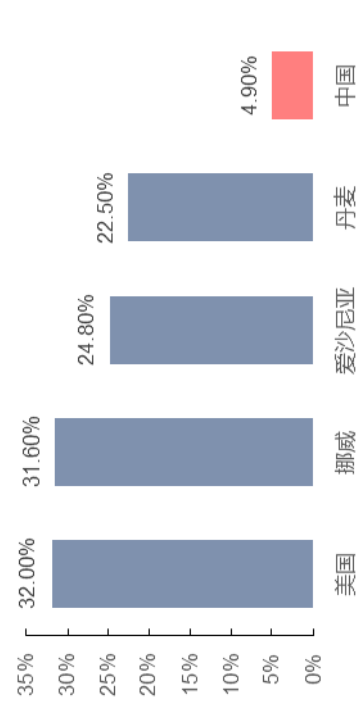
国内智能家居规模与发达国家相比仍有较大差距，未来增长空间可期。据前瞻产业研究院数据显示，2018 年全球最大市场美国的智能家居规模为 188.7 亿美元，我国有着庞大的人口基础而规模仅 65.32 亿美元，约占美国的三分之一。2018 年美国智能家居市场渗透率为 32%，我国仅 4.9%，不足美国的六分之一。从我国在智能家居领域与发达国家的巨大差距来看，未来增长空间非常大。以目前国内功能沙发两位数的增速来看，智能家居领域线性驱动产品在 3-5 年内有望进入快速成长期。

图 29：全球分国家智能家居市场规模对比（单位：亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 30：全球分国家智能家居市场渗透率对比



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

研发驱动，定制化服务能力构筑竞争护城河

国际龙头地位稳固，国内品牌塑造竞争优势

丹麦 LINAK、德国 DEWERT OKIN 仍占据全球市场领先地位，年收入规模在 30-50 亿元左右。但是以定制化趋势为契机，国内一些线性驱动企业凭借小规模快速响应能力和高性价比切入并不断争取到市场份额，逐步形成具备一定规模的行业梯队，如国内捷昌驱动、凯迪股份以及台湾 TIMOTION 等，年收入规模在 14 亿元左右。新崛起的企业随着规模的扩张和研发的积累，核心技术差距有望持续缩小。而捷昌驱动在升降办公桌市场已经体现出较强的全球竞争力。

表 1：线性驱动行业相关公司介绍

公司名称	总部	成立时间	公司简介
LINAK	丹麦	1907 年	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，线性驱动系统全球市场占有率第一。1999 年起设立境外美国工厂，开启全球化之路。目前，LINAK 已发展成一家遍布全球 40 多个国家地区，拥有超过 2000 名全职员工、350 名研发技术人员直线电动推杆传动系统全球领先企业。
DEWERT OKIN	德国	1982 年	全球线性驱动系统第二大龙头。前身 DEWERT，被 Phoenix Mecano 集团收购后整合装入 OKIN，线性驱动系统业务产品线完善，产品应用领域包括床上用品、座椅、医疗、办公和农业。生产基地分布于欧洲、北美和亚洲。
TIMOTION	台湾	2005 年	电动推杆、升降柱、控制系统及相关产品的全球领先制造商之一。全球设立 7 个分公司、5 个生产工厂及较多服务点，分别分布在中国（包括台湾）、日本、韩国、美国、欧洲、巴西。拥有超过 1500 人、分别来自 23 个国家的专业团队。
捷昌驱动	绍兴	2000 年	专业从事智能线性驱动控制系统研发、生产、销售的国家级高新技术企业，直流电动推杆国家行业标准起草单位。2019 年销售收入 14 亿元。
凯迪股份	常州	1992 年	主要产品是由电动推杆、手控器、电器盒及其他配套零部件组成的线性驱动系统产品，主要应用于全球范围内智能家居、智慧办公、医疗康护、汽车等领域，业务遍及全球多个个国家和地区。体量与捷昌相当，年收入规模 14 亿元左右。
礼海电气	嘉兴	2010 年	德国 DEWERT OKIN 子公司，隶属于 PM 集团。研发生产高品质电动调节装置，产品主要应用于电动沙发、按摩椅、护理用床、家用电动床、电动病床、ICU 病床、病人起吊架等领域。
青岛豪江	青岛	2003 年	从事驱动器和控制器的研发和制造，致力于家庭、医疗和家庭护理业务。主要产品有单马达驱动器、双马达驱动器、控制器、按摩器、遥控器及配件。产品主要销往欧洲、北美、中东、东南亚、日本、韩国等 10 个国家和地区。目前拥有全球 4 个生产基地，占地 60 英亩，员工总数超过 500 人。
浙江新益	绍兴	1990 年	致力于工业自动化研究与开发。自 2002 年开发生产了首批线性驱动器后，确立了医疗、家具自动化的主要发展方向，其生产的线性驱动器主要应用在办公室、医疗、家具等领域。主导产品有：双马达电机、直线驱动器、电动推杆、床用电机、船型马达、床用双马达、床用双电机。
力姆泰克	北京	2005 年	由 LIM-TEC 集团公司与北京瑞隆昌合资成立，从事设计、制造、加工电动推杆、螺旋升降机，制造精密伺服电动缸以及六自由度模拟平台等精密电动伺服系统，引进欧洲先进的直线传动领先技术和加工制造工艺，以及模块化组合设计理念。全国已有 10 个办事处。2016 年新三板挂牌上市。

资料来源：相关公司官方网站，信达证券研发中心

公司外销采取 ODM 模式，客户稳定性强

公司海外市场发展迅猛同时又与主要客户建立较高粘度，依赖的除高性价比产品外，还有对客户定制化需求的快速反应能力。公司与海外厂商的合作模式主要为 ODM 模式，公司依照购买方提供的产品需求进行产品设计与生产，并且能够快速供货，发货期一般在一个月以内，甚至只需一周。在这样的模式下公司的海外客户基础非常牢固，且该模式可复制性也较强。

2015 年至 2018 年上半年，公司前四大客户没有发生变化，占比也基本稳定，且各客户每年销售额较上年增长较快，只有 Tricom Vision 公司销售额在 2017 年出现小幅下滑，但在 2018 年销售额重拾涨势，半年销售额超过上年总量。

表 2：公司历年前四大客户销售额及占比情况（单位：万元人民币）

客户名称	2015		2016		2017		2018H1	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
美国 Tricom Vision	3393.04	9.28%	5,632.65	11.13%	4,912.95	7.07%	5,259.67	10.99%
美国 Ergo Depot (Fully)	3,164.64	8.66%	4,473.26	8.84%	6,054.16	8.71%	4,859.27	10.16%
美国 The Human	4,766.46	13.04%	7,153.98	14.14%	9,771.48	14.07%	4,431.34	9.26%
美国 HAT Contract	3,889.90	10.65%	5,151.85	10.18%	7,747.78	11.15%	3,949.97	8.26%
平均	3803.51	10.41%	5602.94	11.07%	7121.59	10.25%	4625.06	9.67%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司前四大客户在美国市场均有一定影响力，因自身经营不稳定造成公司对其销售额波动的风险较小。前四大客户对外采购额中公司产品占比比较高，两家 100%，最低的也有 65%。

表 3：公司前四大客户基本情况

客户名称	简介	预期增速	采购额比例
美国 Tricom Vision	成立于 2010 年，公司是人体工程学北美市场领导者品牌，具有雄厚的研发设计和销售能力，产品畅销北美地区，主要客户包括谷歌、微软等世界名企。	20%	100%
美国 Ergo Depot (Fully)	成立于 2006 年，致力于制造世界上最好的人体工程学产品，其设计的可升降桌可满足市场需求，具有一定的市场地位。	20%	100%
美国 The Human	成立于 2002 年，美国知名人体工程学零售商，致力于个人及公司提供定制化的办公室解决方案。	20%	65%
美国 HAT Contract	成立于 2013 年，是一家较早开始专注于可调节高度办公设备的公司，已经成为美国市场最大的电动办公家具供应商之一。	20%	87%

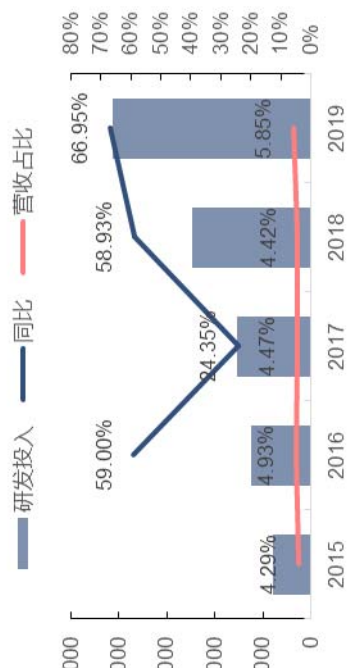
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

持续研发投入构筑核心竞争壁垒

公司能够对客户定制化需求做出快速回应也得益于公司过硬的研发和设计能力，公司通过多年的技术积累，在接收到客户需求后迅速制定方案、生产并交付客户，最终获得客户认可和长期信赖，整个过程形成良性循环。公司目前已建有省级高新技术企业研究开发中心和省级企业研究院，每年均有多项新产品的在研开发项目。公司拥有完全知识产权的三立柱电动 ICU 病床系统，性能指标及稳定性比肩国外。

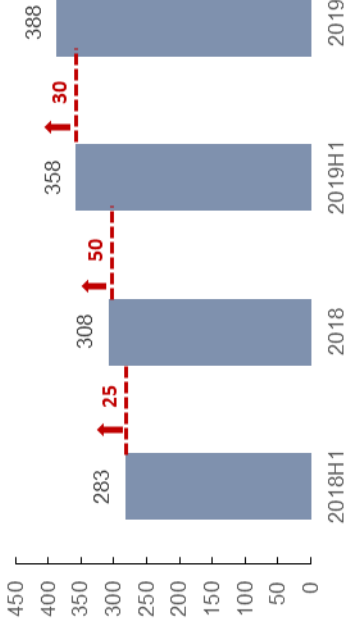
近年来公司保持较高的研发投入力度，核心竞争力得到不断巩固。2016-2019 年公司研发投入保持 20%以上的增长。2019 年公司研发投入为 8230.44 万元，同比增长 66.95%，为历史新高；研发人员为 284 人，较上一学年度增长 123.64%。从公司获得的专利数量来看，研发投入取得较好效果。截至 2019 年底，公司取得专利数量达 388 个，其中国内发明专利 36 项（较 2019 上半年新增 7 项）、国际发明专利 3 项（较 2019 上半年新增 2 项）、实用新型专利 203 项、外观设计专利 125 项，同时已获得软件著作权共 28 项。2018 年起平均每年新增 35 项。

图 31：公司历年研发投入（万元）变化及占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 32：公司历年专利数量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

- 1) 公司在北美智能办公领域的成长期成功切入，在终端智能应用产品需求保持高速增长的情况下，公司凭借稳固的客户关系其外销收入有望保持较高增速，另外公司的模式已经得到市场验证，在拓展新客户方面可复制性较强，有望与更多规模企业取得合作关系。2019 年公司国内收入同比大幅增长，预计 2020 年公司国内有望保持高增，对冲北美疫情影响对需求造成的短期冲击；此外，关税排除利于公司国外销售价格，提升收入增幅。公司一季度开局良好，表明需求端依然旺盛，我们预计 2020 年公司营收增速和毛利率均有所回升。
- 2) 2020 年 4 月 21 日，公司发布关于回购注销部分限制性股票的公告，拟以自有资金回购 91 名激励对象所持有不符合解锁条件的 58.87 万股限制性股票，回购价格为 13.74 元/股；同时公司发布 2019 年利润分配方案，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元，每 10 股转增 4 股。以上我们假设公司回购注销在前，权益分配在后，预计变动后的总股本为 2.48 亿股。
- 3) 我们预计 2020 年公司将达股权激励当期解除限售条件，对应股权激励费用摊销额 2449.72 万元。

基于以上假设我们预计公司 2020-2022 年实现净利润 4.16 亿元、5.00 亿元和 5.91 亿元，相对应的 EPS 分别为 1.68 元/股、2.02 元/股和 2.39 元/股，对应当前股价 PE 分别为 20 倍、16 倍和 14 倍（以总股本为 2.48 亿股计算）。首次覆盖予以“增持”评级。

表 4：可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	市值	PE						EPS (元)		
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2021E
603338.SH	浙江鼎力	67.67	234.66	48.84	40.39	29.67	22.71	1.94	1.68	2.28	2.98	2.98
300124.SZ	汇川技术	29.92	518.12	44.40		35.81	28.87	0.71		0.84	1.04	1.04

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：收盘价为 2020 年 4 月 22 日收盘价，预测数据为 Wind 一致预期

风险因素

中美贸易摩擦升温风险、全球疫情加剧风险、政策变动风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,486.99	1,581.00	1,819.45	2,228.45	2,765.96
货币资金	562.83	1,081.98	1,201.62	1,461.40	1,811.12
应收票据	0.27	0.23	0.30	0.39	0.48
应收账款	127.67	144.56	188.30	245.04	304.10
预付账款	7.55	8.48	10.67	13.36	17.11
存货	195.94	282.34	355.14	444.84	569.72
其他	592.73	63.42	63.42	63.42	63.42
非流动资产	430.25	592.26	756.84	951.56	1,144.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	275.83	350.95	534.87	787.14	981.73
无形资产	103.36	78.35	64.46	57.73	48.02
其他	51.06	162.96	157.50	106.70	114.63
资产总计	1,917.24	2,173.26	2,576.28	3,180.02	3,910.34
流动负债	326.75	394.68	478.06	581.49	720.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	31.00	37.41	47.06	58.94	75.49
应付账款	201.39	244.24	307.22	384.82	492.85
其他	94.36	113.03	123.78	137.73	152.24
非流动负债	6.99	11.06	11.06	11.06	11.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.99	11.06	11.06	11.06	11.06
负债合计	333.74	405.74	489.12	592.54	731.64
少数股东权益	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,583.50	1,767.51	2,087.15	2,587.47	3,178.70
负债和股东权益	1,917.24	2,173.26	2,576.28	3,180.02	3,910.34

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,115.97	1,407.77	1,833.77	2,386.37	2,961.53
同比(%)	60.64%	26.15%	30.26%	30.13%	24.10%
归属母公司净利润	253.93	283.60	416.19	500.32	591.23
同比(%)	60.90%	11.68%	46.75%	20.21%	18.17%
毛利率(%)	42.06%	35.63%	37.84%	40.17%	38.26%
ROE%	24.20%	16.93%	21.59%	21.41%	20.51%
EPS(摊薄)(元)	1.03	1.15	1.68	2.02	2.39
P/E	45	40	27	23	19
P/B	7.22	6.47	5.48	4.42	3.60
EV/EBITDA	16.94	21.68	20.93	17.06	14.20

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,115.97	1,407.77	1,833.77	2,386.37	2,961.53
营业成本	646.57	906.18	1,139.85	1,427.74	1,828.56
营业税金及附加	9.77	10.69	13.39	17.42	21.62
销售费用	71.10	94.68	115.53	151.53	177.69
管理费用	60.06	64.32	111.86	119.32	135.34
研发费用	49.30	82.30	107.28	140.08	162.88
财务费用	-9.67	-12.53	-9.90	-10.85	-13.15
减值损失合计	11.15	0.46	3.15	3.85	4.63
投资净收益	0.00	17.25	10.00	9.08	12.11
其他	21.50	47.00	30.85	35.60	33.22
营业利润	299.18	325.92	393.47	581.96	689.29
营业外收支	0.59	6.31	96.15	6.64	6.26
利润总额	299.77	332.23	489.63	588.60	695.55
所得税	45.84	48.64	73.44	88.29	104.33
净利润	253.93	283.60	416.18	500.31	591.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	253.93	283.60	416.19	500.32	591.23
EBITDA	329.27	378.08	546.44	670.43	805.44
EPS(当年)(元)	2.10	1.60	1.68	2.02	2.39

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	222.92	222.00	427.53	527.20	640.13
净利润	253.93	283.60	416.18	500.31	591.22
折旧摊销	29.24	45.65	56.81	81.83	109.88
财务费用	0.25	0.19	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	-17.25	-10.00	-9.08	-12.11
营运资金变动	-73.65	-96.02	-37.84	-48.92	-52.59
其它	13.15	5.83	2.38	3.05	3.72
投资活动现金流	-703.06	377.59	-211.35	-267.41	-290.41
资本支出	-148.42	-169.86	-221.35	-276.49	-302.52
长期投资	0.00	1,162.61	10.00	9.08	12.11
其他	-554.64	-615.16	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	808.20	-88.56	-96.55	0.00	0.00
吸收投资	808.20	33.82	-8.09	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	0.00	122.38	88.46	0.00	0.00
现金流净增加额	329.41	514.74	119.64	259.78	349.72

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研发中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	
	行业投资评级	
	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。