

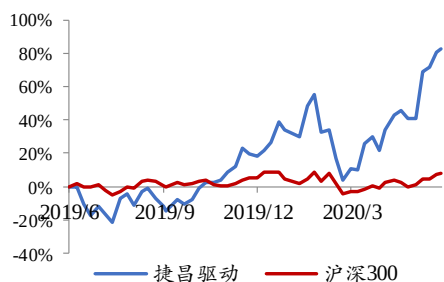
新兴成长赛道，稳健优质龙头

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-06-24

收盘价（元）	67.22
近 12 个月最高/最低（元）	70.48/37.44
总股本（百万股）	178
流通股本（百万股）	106
流通股比例（%）	59.55
总市值（亿元）	119
流通市值（亿元）	70

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

电话：0551-65161835

相关报告

主要观点：

公司是全球线性驱动领导者，位于高景气智慧办公、医疗养老、智能家居赛道，持续开拓新兴市场与应用领域，2012-2019 年营收 CAGR 48%，净利润 CAGR 55%。贸易摩擦与疫情扰动下，份额逆势提升印证下游高景气与公司强客户粘性。未来 3 年北美智慧办公渗透率加速提升，叠加欧洲市场开拓、国内市场培育，智慧办公业务有望保持 30%以上增长。公司前瞻布局医疗养老、智能家居、工业品等板块，有望逐步接力智慧办公业务，形成新的增长点。首次覆盖，给予“买入”评级。

► 北美疫情加速 C 端渗透，定增项目剑指欧洲市场，未来三年智慧办公业务持续高增长。

北美电动升降桌北美渗透率仅 15%，疫情爆发 C 端崛起，加速智慧办公从 IT 向金融、咨询等行业渗透。公司深度绑定北美智慧办公品牌，持续突破 Steelcase、Herman 等大型办公家具厂商，未来 3 年享受行业高速增长红利。欧洲是智慧办公发源地，市场体量巨大，竞争激烈，公司定增项目拟设立运营中心并建立本土化营销团队，有望快速实现欧洲市场突破。国内市场处于培育期，竞争格局良好，部分 IT 与金融机构在已配备电动升降桌，健康办公理念深入加上平价产品推出，国内线驱市场有望快速增长。

► 国内养老 C 端先行，公司前瞻布局抢占先发优势。

2019 年我国 65 岁以上老年人口达 1.76 亿，并呈现快速提升趋势，电动病床有效提升患者的安全性，降低护理难度，市场需求广阔，预计 2023 年电动护理床带动的线驱市场超 20 亿元。医疗养老赛道核心在于渠道，公司内销渠道为衡水恒泽康医疗器械公司，2016-2018H1 出货快速增长。恒泽旗下品牌迈德斯特在天猫、拼多多、京东等电商平台设有旗舰店，不完全统计旗下品牌迈德斯特过去 1 年网销超 4 万台护理床，其中天猫销量占平台销量 12%。随着国内消费者对电动床的认可和接受度提高，公司在医疗养老领域的收入有望持续提升。

► 贸易摩擦压力测试交上完美答卷，关税取消业绩迎来双击。

贸易摩擦对产品定价和供应链压力测试，公司份额逆势提升，印证了强客户粘性。2020 年 3 月，部分对美出口智慧办公产品排除加征清单，强化公司相对海外竞争对手的成本优势，市占率有望加速提升，二季度盈利能力有望修复至历史峰值。随着零部件自制与自动化率提升，公司成本控制仍有改善空间。

投资建议:

预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 4.28/4.68/6.10 亿元, 同比增速分别为 50.78%/9.54%/30.33%, 对应 PE28X/26X/20X。首次推荐, 给予“买入”评级。

风险提示

1、贸易摩擦加剧; 2、疫情反复影响 B 端需求; 3、欧洲市场智慧办公业务开拓低于预期; 4、医疗养老业务渠道开拓低于预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1408	1854	2502	3256
收入同比(%)	26.15	31.70	34.95	30.14
归属母公司净利润	284	428	468	610
净利润同比(%)	11.68	50.78	9.54	30.33
毛利率(%)	35.63	40.43	38.35	37.57
ROE(%)	16.05%	19.47%	17.58%	18.64%
每股收益(元)	1.59	2.40	2.62	3.41
P/E	42.20	28.00	25.64	19.74
P/B	6.77	5.47	4.52	3.69
EV/EBITDA	36.76	25.43	18.58	13.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 全球线性驱动行业龙头，受益消费升级.....	6
1.1 核心逻辑：新兴成长赛道，稳健优质龙头.....	6
1.2 公司介绍：全球线性驱动领导者，受益消费升级.....	10
2 智慧办公加速渗透，全球化布局	15
2.1 健康办公理念普及推动升降桌渗透率提升.....	15
2.2 北美渗透率持续提升，疫情加速需求开始从 B 端向 C 端渗透.....	15
2.3 国内市场有望接力北美电动升降桌市场	18
2.4 深度绑定北美办公家具制造商，欧洲市场持续突破	19
3 医疗养老 C 端先行，前瞻布局抢占先发优势.....	22
4 凯迪 VS 捷昌，成本控制与定价能力的较量.....	26
5 投资建议.....	31
5.1 分项业务收入预测	31
5.2 可比公司估值与投资建议	31
风险提示：	32
财务报表与盈利预测	33

图表目录

图表 1 公司线性驱动产品已在全球范围内得到了较为广泛的应用	6
图表 2 线性驱动是产业链价值核心部分	7
图表 3 线性驱动与终端产品价格对比	7
图表 4 产业链各环节盈利能力对比	7
图表 5 智慧办公与医疗养老应用沿着 B 端到 C 端&欧美到国内两大维度渗透	8
图表 6 线性驱动市场空间	8
图表 7 线性驱动分应用领域-办公家具与医疗最大	8
图表 8 2018H1 捷昌驱动收入以北美为主	9
图表 9 2018H1 捷昌驱动收入以智慧办公为主	9
图表 10 关税取消, 盈利能力拐点向上, 竞争格局改善	9
图表 11 公司上市至今股价复盘-贸易摩擦与全球疫情催化下	10
图表 12 公司发展历史	11
图表 13 公司股权结构与公司架构	11
图表 14 2012-2019 营收复合增速 48%	12
图表 15 2012-2019 净利润复合增速 55%	12
图表 16 2017 年智慧办公系统占公司 70%以上营收	12
图表 17 毛利率受贸易摩擦影响波动	12
图表 18 北美占 70%以上收入, 贸易战影响关税	13
图表 19 智慧办公与医疗业务推动国内收入快速增长	13
图表 20 轻资产经营模式, 货币资金充足	13
图表 21 盈利质量高, 2019 年突破大客户账期拉长	13
图表 22 股权激励解锁条件 (20200428 调整后)	14
图表 23 IPO 募投项目与定增募投项目对比	14
图表 24 健康办公理念发展历史	15
图表 25 美国劳工部数据显示会计师、软件工程师、教育工作者等久坐时间超过 50%	16
图表 26 捷昌北美销量及北美市场存量测算	16
图表 27 2018 年北美久坐职业人数	16
图表 28 公司北美出货及市场渗透率测算	17
图表 29 北美电动升降桌在 IT/金融/政府人员渗透率测算	17
图表 30 公司北美智慧办公业务营收预测	17
图表 31 “STANDING DESK” 搜索热度飙升	17
图表 32 EBAY 办公桌、工作台 2020Q2 销量 YOY 9 倍 (套)	17
图表 33 2018 年国内金融、IT 就业人口达 1123 万, 与美国相当	18
图表 34 国内电动升降桌在 IT&金融行业渗透率预测	19
图表 35 国内线性驱动市场空间预测	19
图表 36 捷昌客户覆盖国内大型金融与互联网企业	19
图表 37 中金新办公楼全部配备搭载捷昌控制系统的产品	19
图表 38 2017 年美国办公家具生产商销售额 (亿美元)	20
图表 39 北美主要电动升降办公桌制造商	21
图表 40 公司绑定北美客户一起成长	21
图表 41 发行人对客户销售占客户同类采购额的比例	21

图表 42 公司海外生产基地与销售布局.....	22
图表 43 65 岁及以上人口数量预测 (亿人)	23
图表 44 养老机构床位数 (万张)	23
图表 45 医疗机构床位数 (万张)	23
图表 46 天猫网售养老护理床.....	24
图表 47 国内 C 端电动护理床市场规模测算.....	25
图表 48 迈德斯特产品矩阵	25
图表 49 公司对衡水恒泽医疗器械公司出货.....	26
图表 50 衡水恒泽旗下品牌迈德斯特护理床天猫网销 (套)	26
图表 51 捷昌与凯迪收入体量相当.....	27
图表 52 捷昌驱动与凯迪股份智慧办公营收对比 (亿元)	27
图表 53 捷昌与凯迪智慧办公单价对比 (元/套)	27
图表 54 捷昌与凯迪智慧办公毛利率对比.....	27
图表 55 捷昌与凯迪员工人数对比.....	28
图表 56 捷昌与凯迪外协加工对比.....	28
图表 57 凯迪与捷昌制造成本构成对比.....	28
图表 58 凯迪与捷昌原材料采购对比.....	29
图表 59 凯迪与捷昌设备资产结构对比.....	30
图表 60 预计 2020-2022 年营业收入为 18.54/25.02/32.56 亿元.....	31
图表 61 可比公司 2020-2021 年平均估值水平 PE 40X/30X.....	31

1 全球线性驱动行业龙头，受益消费升级

1.1 核心逻辑：新兴成长赛道，稳健优质龙头

公司是线性驱动制造商，国内直流电动推杆的行业标准的起草者。主要从事线性驱动产品的研发、生产和销售，产品广泛应用于智慧办公、医疗养老、智能家居和工业品等新兴领域，公司产品主要销往北美。

图表 1 公司线性驱动产品已在全球范围内得到了较为广泛的应用

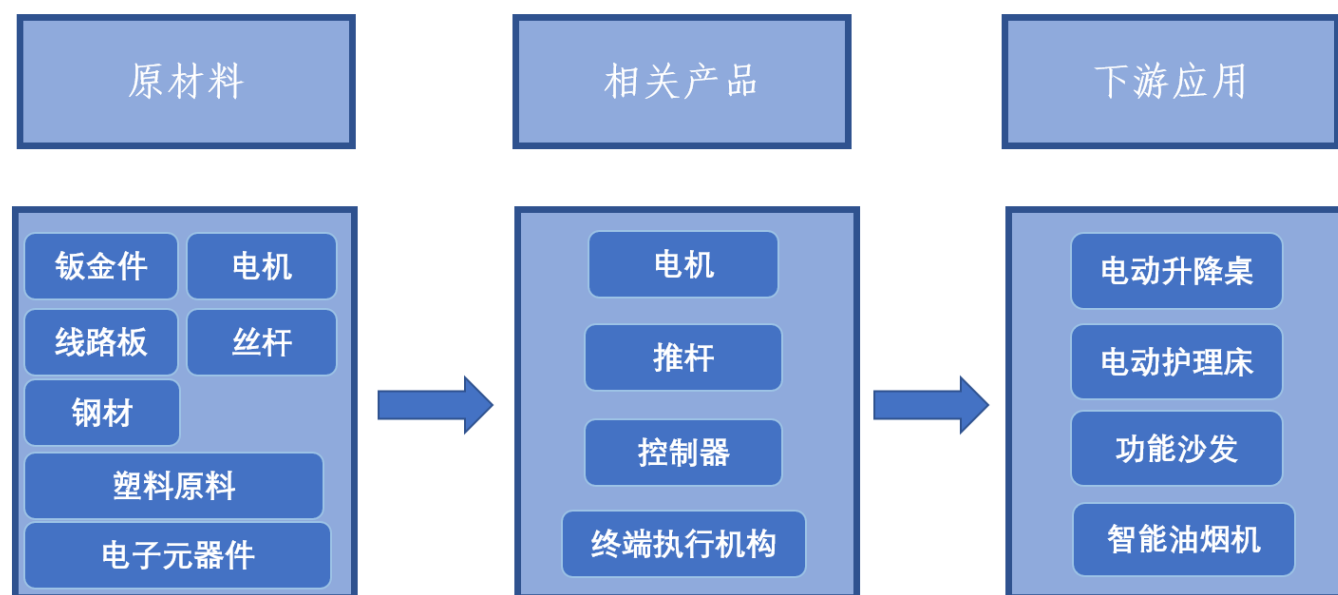
产品类别	应用领域	终端产品	产品组件
智慧办公 驱动系统	主要应用于企业或个人办公场所，实现可调节站立办公需求，已大量应用于欧美办公场所，并在国内高端办公场所开始推广。		升降立柱（钣金件） 
医疗养老 控制系统	产品主要应用于电动医疗床、疗养所护理床、家庭护理床、病人移位器、升降诊察台、治疗椅、轮椅、电动洗澡椅等。终端产品在医院、疗养所、养老院、私人家庭康复护理等场所。		推杆、电机（传动机构） 
智能家居 控制系统	主要应用于侧开式油烟机、开放式集成灶台、橱柜、榻榻米等产品。		控制器 
工业品	光伏、光热等追踪式电站。		操作器 

资料来源：公司公告，华安证券研究所

线性驱动是实现终端产品运动控制功能的关键零部件，产品性能直接影响到终端体验。线性驱动完成了电机圆周运动到直线运动的转换，核心组件包含：操作器、控制系统、电机、传动结构，线性驱动系统通过与不同的终端执行部件组合，应用于智慧办公、智能家居、医疗养老等领域。

公司是中游零部件制造商，以 ODM 模式研发、制造、销售线性驱动系统，占据产业链核心地位。产业链上游包括钣金件、电子元器件、线路板、钢材、电机、塑胶原料、丝杆等，偏向于中小型五金件厂商，竞争充分，供给充足。下游按产品分为电动升降桌、医疗护理床、电动榻榻米、智能油烟机、追踪式光伏等产品，处于快速增长趋势。终端用户类型分为 B 端（品牌办公家具厂商、医疗器械供应商、智能家居厂商，光伏光热电站工程商），C 端（个人办公、个人养老护理），其中公司出货以 B 端品牌办公家具客户为主。

图表2 线性驱动是产业链价值核心部分



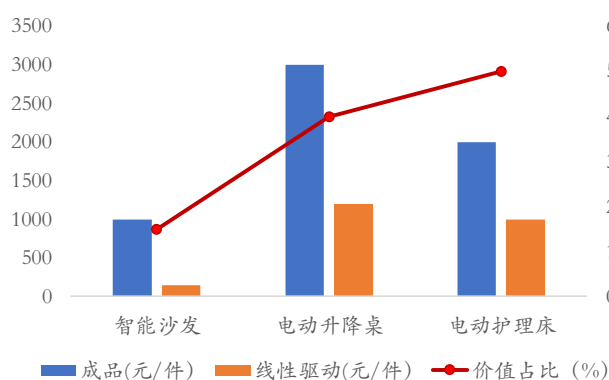
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

线性驱动中下游产业分为三类：

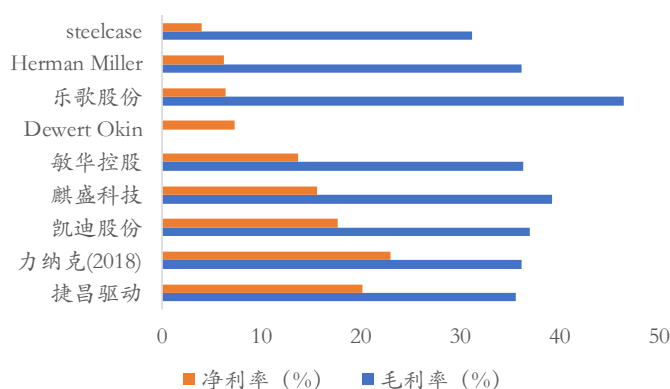
- (1) **线性驱动供应商**：力纳克、OKIN、Timotion、捷昌驱动、凯迪股份等；
- (2) **智慧办公与智能家具厂商**：Steelcase、Herman Miller、顾家家居、麒盛科技等；
- (3) **零部件&整机一体化集成化供应商**：敏华控股、乐歌股份等。

从产业链价值占比来看，智慧办公与医疗器械领域，线性驱动价值量占比超过40%。对比三类厂商盈利能力，中游线性驱动制造商毛利率/净利润率显著高于产业链平均水平。

图表3 线性驱动与终端产品价格对比



图表4 产业链各环节盈利能力对比



资料来源：凯迪招股说明书，华安证券研究所

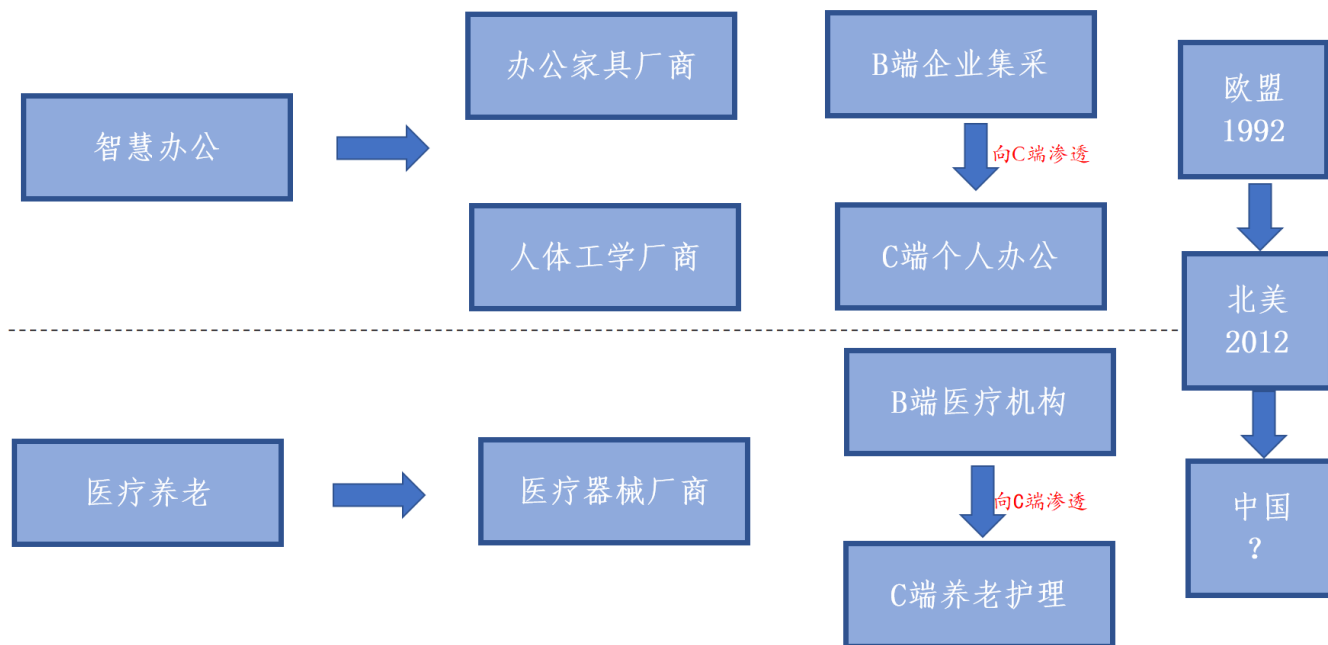
资料来源：wind，华安证券研究所

智慧办公与医疗养老从B端到C端，从欧美到国内两大维度加速渗透。线性驱动终端用户类型分为B端（品牌办公家具厂商、医疗器械供应商、智能家居厂商，光伏光热电站工程商），C端（个人办公、个人养老护理），其中公司出货以B端品牌办公家具客户为主。

智慧办公行业起源于欧盟行业，随着健康办公理念的传播，北美互联网公司

自 2012 年开始普及，目前在硅谷等西海岸地区渗透率较高，从互联网行业向其它白领行业渗透，疫情背景下，C 端需求崛起，5 月谷歌“电动升降桌”搜索指数同比增长 170%，ebay 交易数据显示 Q2 居家办公桌、工作台交易量同比增长 9 倍，同时乐歌股份境外线性驱动系统 Q2 网销同比增长 68%。

图表 5 智慧办公与医疗养老应用沿着 B 端到 C 端&欧美到国内两大维度渗透



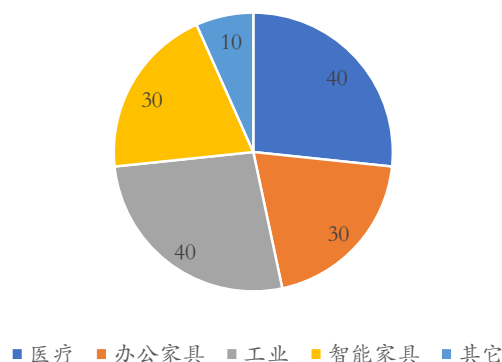
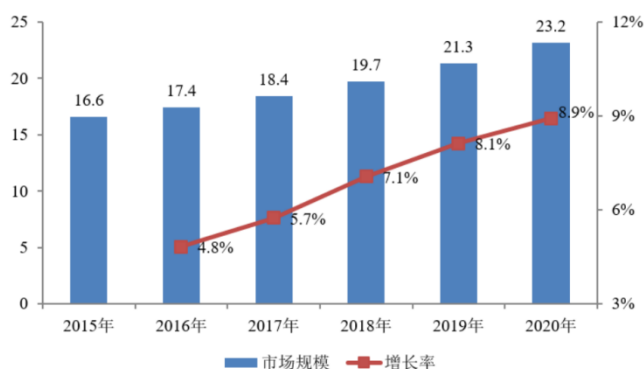
资料来源：华安证券研究所整理

线性驱动是新兴行业需求产品，老龄化、智慧城市推进、健康办公带动行业高速增长，市场潜力巨大。据全球知名调研公司 TECHNAVIO 发布的《GLOBALACTUATOR MARKET》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%，市场前景良好。

图表 6 线性驱动市场空间

图表 7 线性驱动分应用领域-办公家具与医疗最大

2015-2020 年全球线性驱动器市场规模 (亿美元)



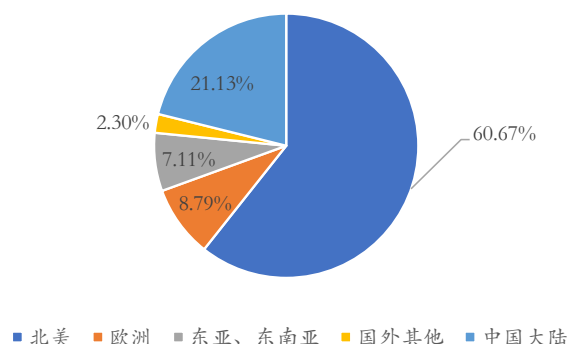
资料来源：TECHNAVIO，华安证券研究所

资料来源：华安证券研究所整理

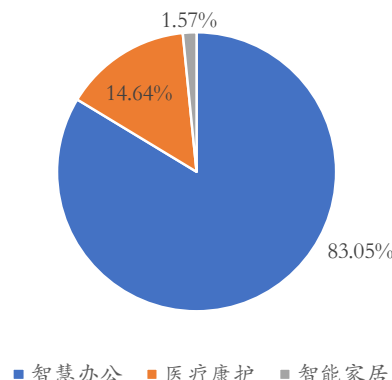
短期看欧洲市场突破与北美智慧办公渗透率提升，中长期看国内智慧办公渗透率提升、医疗养老业务放量。捷昌驱动收入构成目前以办公桌市场为主，参考招股说明书 2018 年半年度收入分拆，公司以北美地区收入占比超 60%，智慧办公发源地欧洲地区收入占比仅 8.70%。国内市场电动升降桌与医疗养老产业仍处于培育

期, 公司下游客户优质, 有望随着市场成熟逐步放量。

图表 8 2018H1 捷昌驱动收入以北美为主



图表 9 2018H1 捷昌驱动收入以智慧办公为主

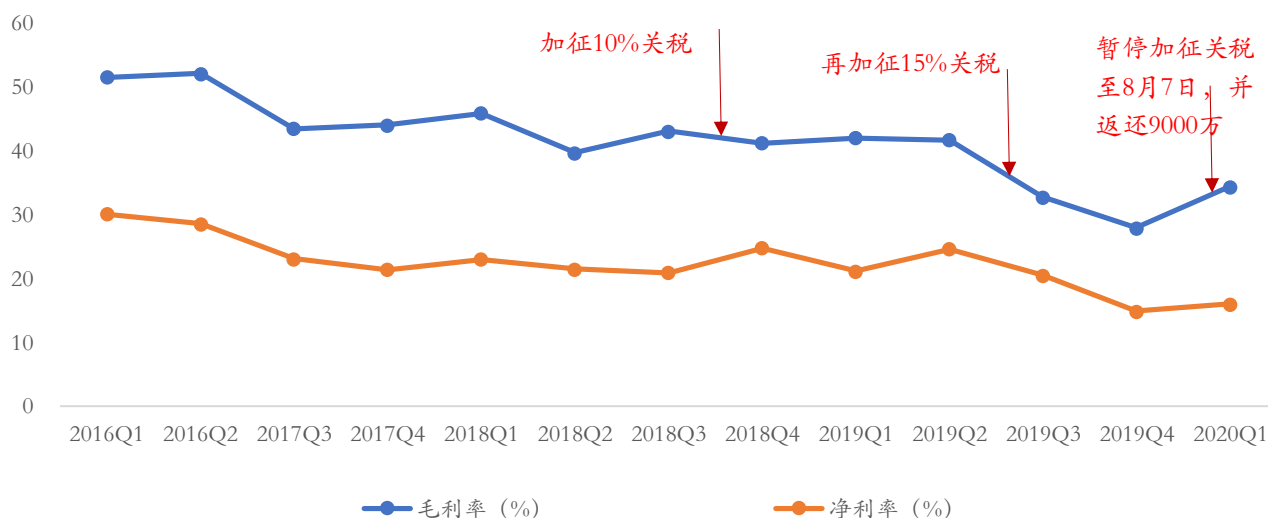


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

贸易争端暂时消除, 盈利能力拐点向上。公司目前主要出口北美地区, 自 2018 年 11 月美国对公司出口产品加征 10% 关税, 2019 年 6 月再次加征 15% 关税, 大幅抑制了公司的盈利能力与产品定价。2020 年 3 月 23 日接获美国贸易办公室通知, 公司部分对美出口智慧办公类产品在排除加征清单, 排除有效期自 2018 年 9 月 24 日至 2020 年 8 月 7 日, 公司竞争格局改善, 盈利能力修复。

图表 10 关税取消, 盈利能力拐点向上, 竞争格局改善



资料来源: wind, 华安证券研究所

自公司上市以来股价经历了四段波动走势, 市场认知逐步加深, 尤其经历贸易摩擦与全球疫情影响, 需求端的旺盛与公司下游客户的粘性、稳健的经营能力持续超预期。

(1) 2019 年 1 月 20 日, 公司发布股权激励预案, 业绩考核目标为营收与利润相对于上一年增长不低于 30% 与 20%。1 月 29 日发布业绩预告, 2018Q4 单季净利润同比增长 85%~95%, 远超前三季度, 消除市场对 10% 关税影响的疑虑。

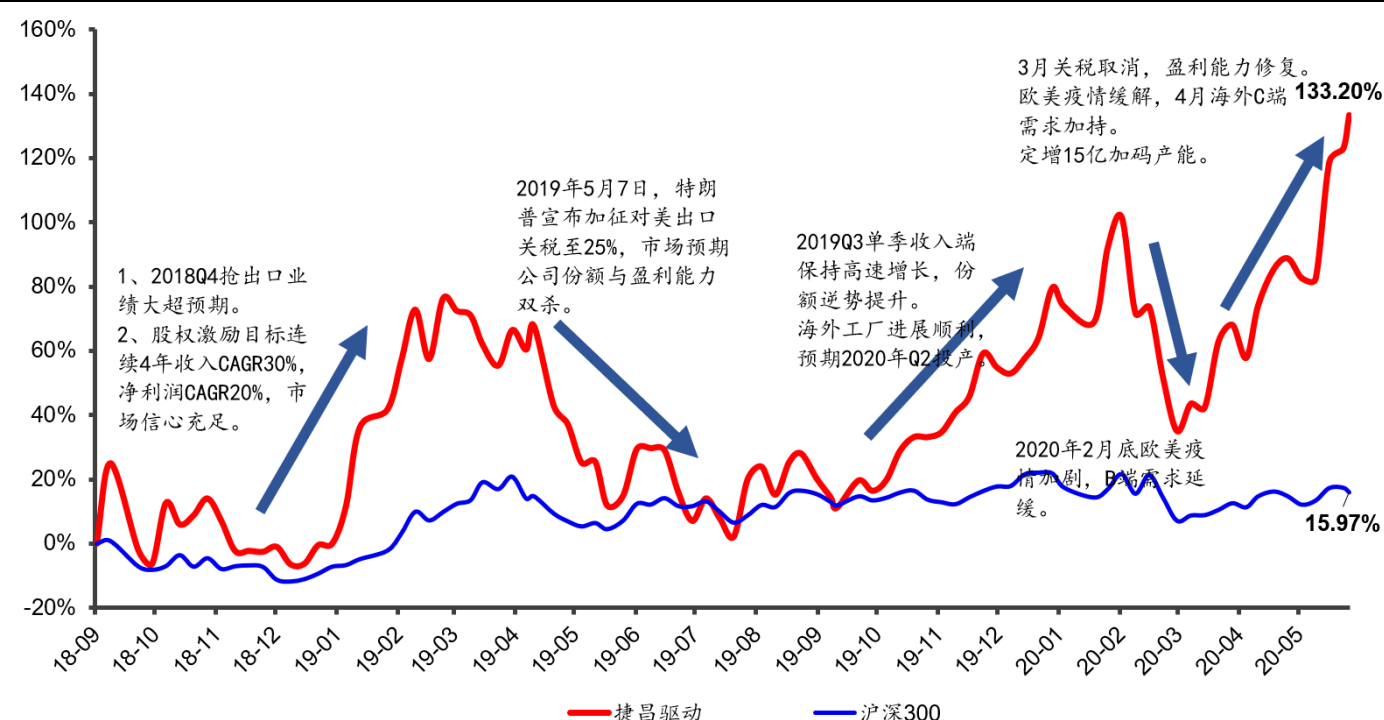
(2) 2019 年 5 月 5 日, 美国政府宣布从 5 月 10 日起, 对价值 2000 亿美元中国商品加征关税从 10% 调高至 25%。公司智慧办公类线性驱动产品在上述 2000 亿美元的产品清单内。市场预期竞争格局恶化, 营收与盈利能力迎来双杀。

(3) 2019 年 10 月 27 日, 公司发布三季报业绩预告, Q3 单季营收 40%, 保持高速增长, 下游客户与公司共同分担部分关税, 印证了客户粘性与公司竞争力。

(4) 2020 年 2 月下旬北美疫情突发, 公司 B 端客户 (北美大型办公家具厂商) 受影响, 要求中游零部件供应商订单推迟交付。

(5) 2020 年 3 月 23 日接获美国贸易办公室 (USTR) 的通知, 公司部分对美出口智慧办公类产品在排除加征清单, 排除有效期自 2018 年 9 月 24 日至 2020 年 8 月 7 日, 涉及产品加征关税后的退税金额预计在 9000 万元左右, 公司竞争格局改善, 盈利能力修复。4 月, Google “StandingDesk” 热词搜索显示 2020 年 4 月谷歌搜索指数为 100, 近三个月上涨 92.3%, 北美 C 端需求爆发。同时乐歌股份 (人体工学制造商) 6 月 14 日晚发布中报业绩预告印证了产业趋势: 净利润同比增长 155%-185%, 系线性驱动系列产品销售同比增长 150%, 其中, 预计 Q2 线性驱动系列产品销售同比增长 215%, 境外电商销售同比增长 68% 左右。

图表 11 公司上市至今股价复盘-贸易摩擦与全球疫情催化下



资料来源: wind, 华安证券研究所 (截止 2020 年 6 月 17 日收盘)

1.2 公司介绍: 全球线性驱动领导者, 受益消费升级

公司成立于 2000 年, 2006/2007 年进入医疗器械与办公家具领域, 于 2014 年在新三板挂牌、2018 年 3 月从新三板摘牌, 同年 9 月登陆上证主板, 并颁布了《电动升降桌》行业标准。2019 年受贸易摩擦影响, 在马来西亚投资海外生产基地, 2020 年 5 月发布 15 亿定增预案, 加码智慧办公业务。

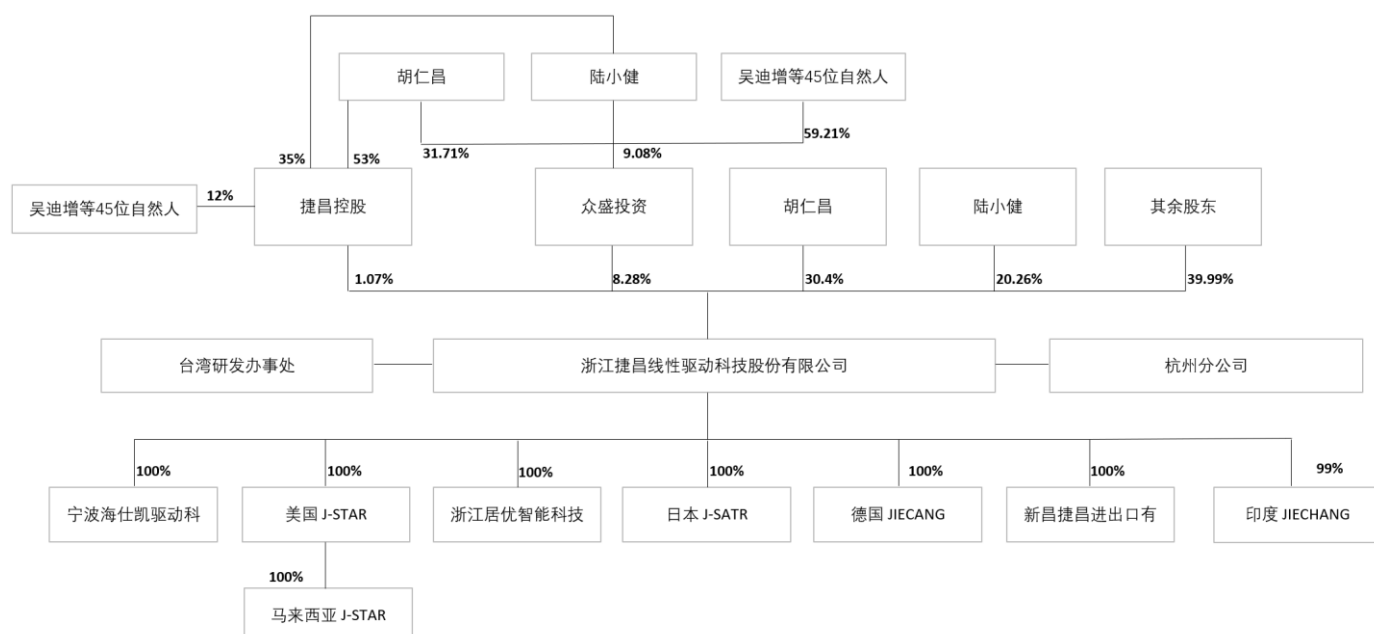
图表 12 公司发展历史



资料来源：wind，华安证券研究所

公司控股股东、实际控制人为胡仁昌，合计持股 33.59%。公司创始团队为机械、电气方面的技术专家，具备丰富的从事先进机械制造和光机电一体化产品研究开发的经验，曾参与国家“863”计划 CIMS 攻关小组的研究。根据 2019 年报披露公司为更好的配合公司转型升级目标的有效实施，对组织架构进行了调整，细分中心职责和工作目标，划分办公、医疗、家居等事业部，明确考核体系。

图表 13 公司股权结构与公司架构

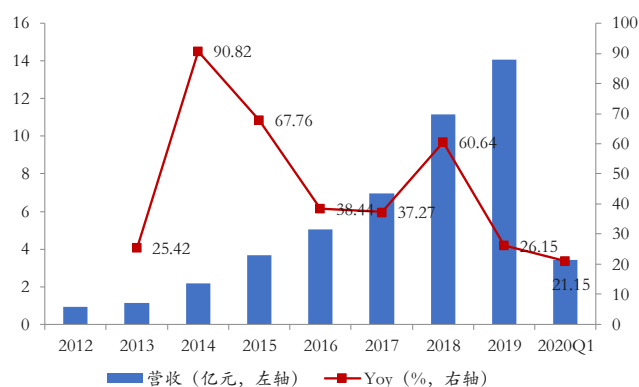


资料来源：wind，华安证券研究所

智慧办公、医疗康护、智能家居等高景气行业带动公司业绩高增长，贸易摩擦与全球疫情影响下，更凸显赛道确定性与公司稳健经营能力。受北美

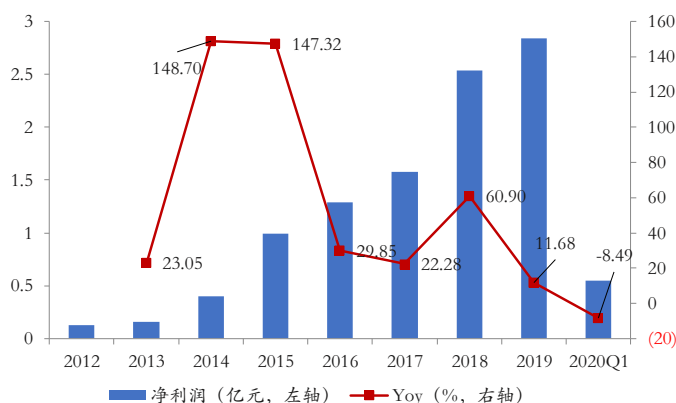
智慧办公市场驱动，公司 2012-2019 年营收复合增速 48%，净利润复合增长 55%。2017 年净利润增速下滑至 22.3%，系原材料价格大幅上升，公司为提高市占率让利所致。2019 年净利润增速下滑至 11.7%，系贸易摩擦加剧，公司产品被加征 25% 关税影响了盈利能力，同时 2018 年 Q4 抢出口拉高了基数。

图表 14 2012-2019 营收复合增速 48%



资料来源: wind, 华安证券研究所

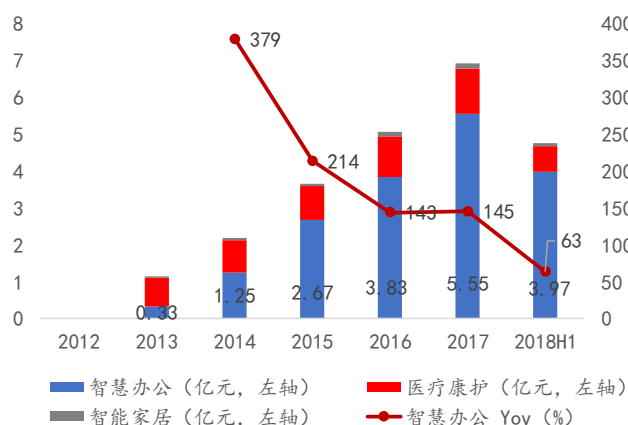
图表 15 2012-2019 净利润复合增速 55%



资料来源: wind, 华安证券研究所

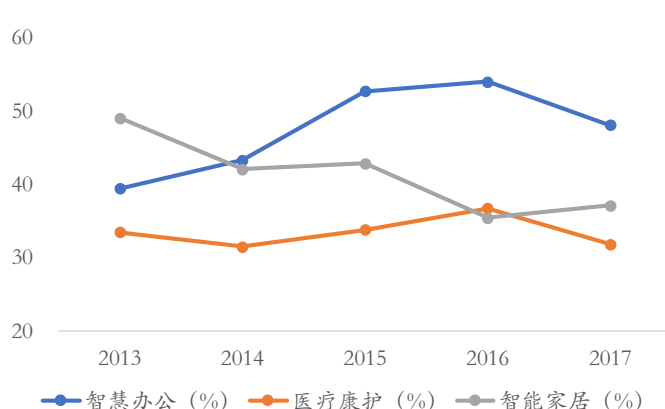
智慧办公系统为公司主要营收，2018H1 占比达 83%。受益北美智慧办公渗透率提升及国内健康办公理念逐步深入，公司智慧办公业务高速增长。产品综合毛利率保持较高水平，波动系原材料成本、客户开拓等因素影响。分产品毛利率差异一方面为规模效应下制造成本摊销所致，另一方面反应了公司在不同细分市场定价能力，其中智能家居出货量较少，且单位成本较高，可参考性较弱。

图表 16 2017 年智慧办公系统占公司 70% 以上营收



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 毛利率受贸易摩擦影响波动



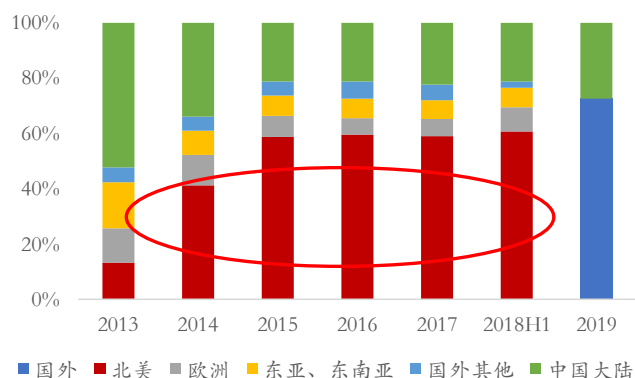
资料来源: wind, 华安证券研究所

公司以外销为主，北美市场占据公司营收超 60%。北美是全球最大办公家具市场，第二大智慧办公家具市场，公司通过直销方式与北美人体工学厂商、办公家具品牌厂商合作。医疗养老业务通过与日韩经销商合作，进入医疗机构

内部。截止 2018H1，海外出口比例 78.8%

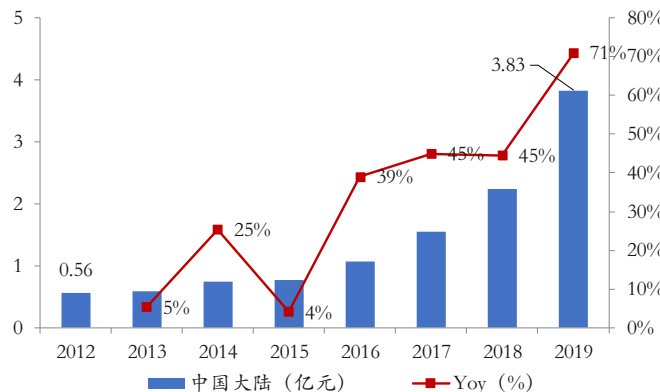
国内市场智慧办公与医疗养老市场逐步从培育期走向高速成长阶段，公司智慧办公业务复制北美销售模式，对接本土办公家具厂商，医疗养老则对接 C 端养老护理器械制造商，2019 年本土业务实现 71% 的增长。

图表 18 北美占 70% 以上收入，贸易战影响关税



资料来源：wind，华安证券研究所

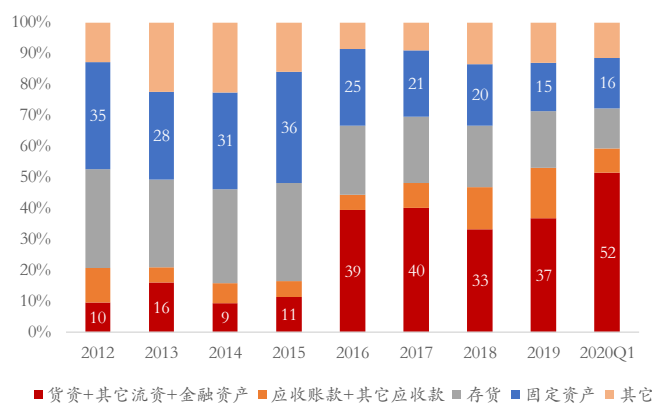
图表 19 智慧办公与医疗业务推动国内收入快速增长



资料来源：wind，华安证券研究所

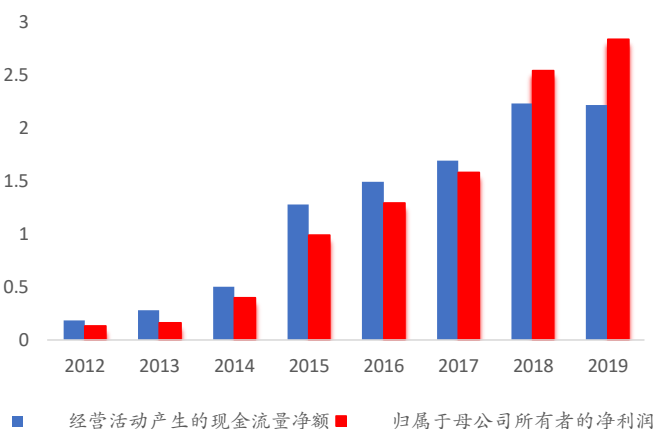
资产结构优良，盈利质量高。公司的整体财务指标非常健康，2019Q1 货币+其它流动资产+金融资产占比超过 52%。应收账款占比较小，新客户在签订订单时一般预付全部货款；对于重要客户公司通常给予 1-2 个月左右的信用期。

图表 20 轻资产经营模式，货币资金充足



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 盈利质量高，2019 年突破大客户账期拉长



资料来源：wind，华安证券研究所

股权激励解锁高业绩考核目标，彰显管理层对未来发展信心。公司与 2019 年 3 月实施了股权激励计划，授予激励对象的限制性股票数量 200 万股，占总股本的 1.66%，其中首次授予限制性股票 162.70 万股，预留 37.30 万股。授予对象 93 人，为核心技术及业务人员。解锁条件以 2018 年营收与净利润为基数，2019-2021 年营收与净利润 CAGR 分别不低于 30%/20%，高增长解锁条件彰显管理层对未来发展信心。

解锁条件调整激发核心员工动力，不改长期高增长目标。受贸易摩擦影响，

2019 年解锁条件未能达成，公司 2019 年实现营业收入 yoy 26%，净利润 yoy 11%，未达到成解锁条件。为健全公司长效激励约束机制，公司将解锁条件调整为，以 2019 年营收为基数每年增速不低于 30%，或以 2019 年净利润为计划书增速不低于 20%。

图表 22 股权激励解锁条件 (20200428 调整后)

		限售期与解锁条件
首次授予的限制性股票	第一个解除限售期 (未解禁)	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%； 或以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%； 或以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%； 或以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%； 或以2021年的净利润为基数，2022年的净利润增长率不低于20%
预留授予的限制性股票	第一个解除限售期	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%； 或以2019年的净利润为基数，2020年的净利润增长率不低于20%
	第二个解除限售期	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%； 或以2020年的净利润为基数，2021年的净利润增长率不低于20%
	第三个解除限售期	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%； 或以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：公司公告，华安证券研究所

大手笔定增有望消除业务掣肘。为解决公司产能瓶颈、提升公司数字化管理与制造效率、拓展销售渠道。公司与 2020 年 5 月发布定增预案，拟募集 15 亿资金用于项目建设。本次非公开发行的发行对象为包括公司实际控制人胡仁昌在内的不超过 35 名的投资者，其中胡仁昌的认购金额不低于 3000 万元，不高于 5000 万元，且认购数量不超过公司已发行股份的 2%。

图表 23 IPO 募投项目与定增募投项目对比

	项目名称	投入总额 (亿元)
2020.05 定增	95 万套智慧办公驱动系统升级扩建项目	7.29
	数字化系统升级与产线智能化改造项目	2.06
	捷昌全球运营中心建设项目	2.30
	补充流动资金	3.52
	合计	15.17
2018.09 IPO	20 万套医疗养老康护控制系统生产线项目	3.40
	年产 25 万套智慧办公驱动系统生产线新建项目	1.45
	年产 15 万套智能家居控制系统生产线项目	0.97
	补充流动资产	2.26
	合计	8.08

资料来源：招股说明书、公司公告，华安证券研究所

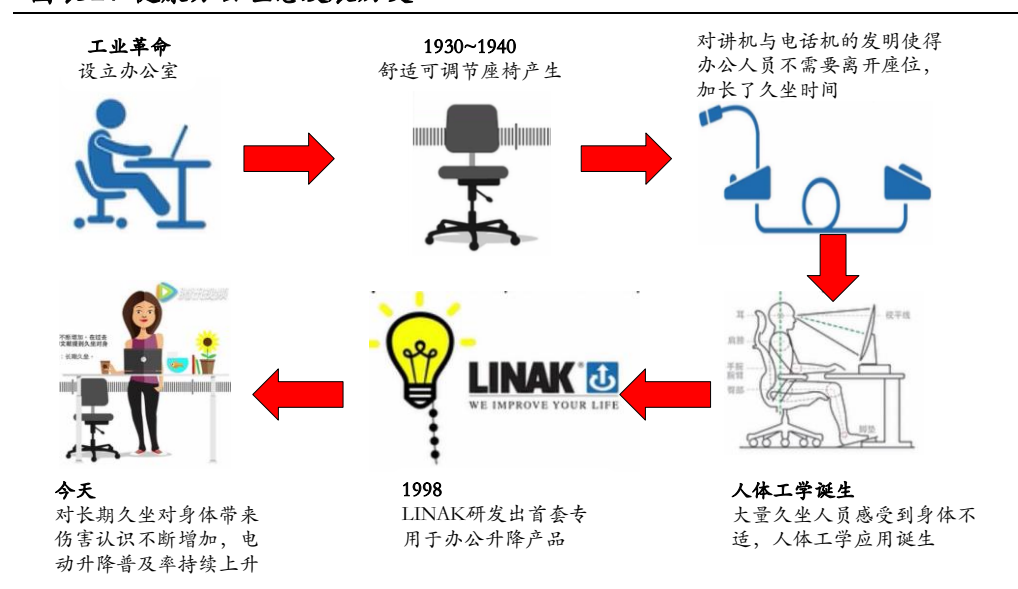
2 智慧办公加速渗透，全球化布局

2.1 健康办公理念普及推动升降桌渗透率提升

自工业革命开始为了能让员工更多地坐在椅子上，提高工作量，雇主们设立了办公室，尽量让员工长时间留在座位上提高工作产量。1930 和 40 年代办公室革命开始，固定的木制和铁制椅子开始被市场淘汰：办公室开始变得更舒适和更灵活调节。对讲机和电话的普及，使办公人员可以更长时间在桌边工作随着大量长期保持坐姿工作的人员开始感到因久坐带来身体上的不适，人体工学诞生。

1998 年 LINAK 研发和生产出第一套专用于办公升降的电动升降柱产品。随着人们对长期久坐对身体带来伤害的认识不断增加，升降办公桌普及率逐步提升。

图表 24 健康办公理念发展历史



资料来源：Linak 官网，华安证券研究所

消费升级的逻辑基础是人均可支配收入达到一定阶段后的产物，中国经济的加速成长也带动国内消费理念持续升级。电动升降办公桌起源并首先流行于欧洲。早在 1992 年，丹麦的劳工法规定了丹麦公司必须为员工提供可升降办公桌，目前升降办公桌在丹麦的普及率高达 90%。由于欧美发达国家一贯重视职业病的防治，自 2013 年开始电动升降办公桌近几年发展迅速，已大量应用于办公场所，在美国硅谷，从 Apple、Google、Facebook、Amazon 等科技巨头到小型的初创企业均为员工配备了升降办公桌，市场渗透率较高，行业发展成熟。

2.2 北美渗透率持续提升，疫情加速需求开始从 B 端向 C 端渗透

据美国劳动部 2016 年统计，美国人站/坐的工作时间比例分别为 61%和 39%，但根据职业性质的不同，软件开发、会计、保险经纪、律师等 80%以上的工作时间保持坐姿。

图表 25 美国劳工部数据显示会计师、软件工程师、教育工作者等久坐时间超过 50%

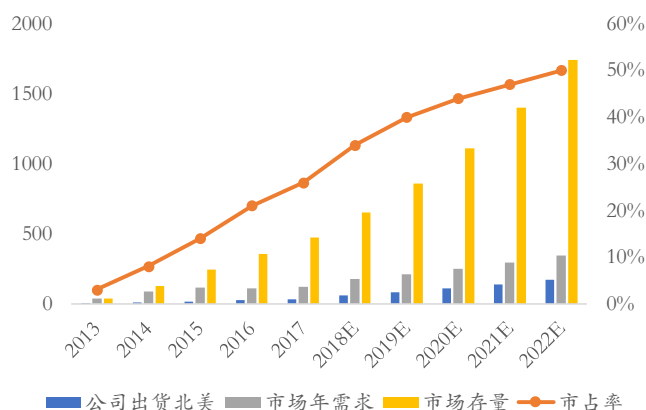
Occupation	Sitting	Standing
Accountants and auditors	88.9%	11.1%
Bus drivers, school	86.6%	13.4%
Secretaries and administrative assistants, except legal, medical, and executive	83.3%	16.7%
Construction managers	57.7%	42.3%
Light truck drivers	52.4%	47.6%
Firefighters	45.1%	54.9%
Nurse practitioners	34.7%	65.3%

资料来源：Bureau of Labor Statistics, Occupational Requirements Survey, 华安证券研究所

参考捷昌驱动营收与北美升级办公桌渗透率从 2013 年开始爆发, 2019 年基本已经成为北美最大的办公家具领域线性驱动制造商, 均价取 1300 元/套计算, 2013-2019 年捷昌驱动共出货北美 223 万套办公领域线性驱动系统。我们假设捷昌驱动自 2013 年在北美市占率 3% 上升至 2019 年 40%, 则可以测算出北美 2013-2019 年共出货智慧办公领域线性驱动系统 861 万套。

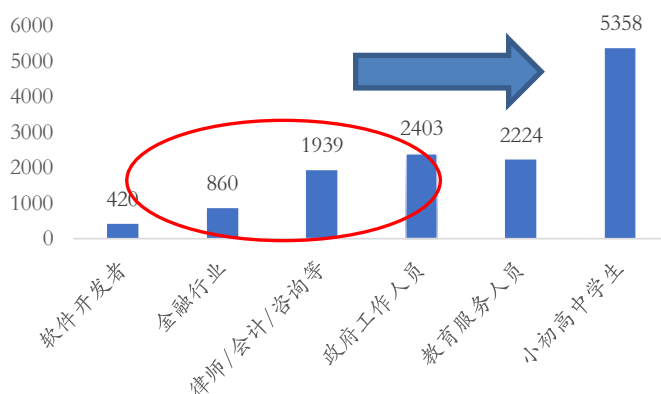
美国办公家具市场规模约为 2300 万张, 处于稳步增长。根据 BIFMA 统计, 2016 年美国办公桌规模约为 21.6 亿美元, 预计 2017-2024 年 CAGR 达 4.3%。以平均单价 100 美元/张测算, 2019 年更新需求约为 2450 万张, 电动升降出货占比占全美 8.5%。

图表 26 捷昌北美销量及北美市场存量测算



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 27 2018 年北美久坐职业人数



资料来源：wind, 华安证券研究所

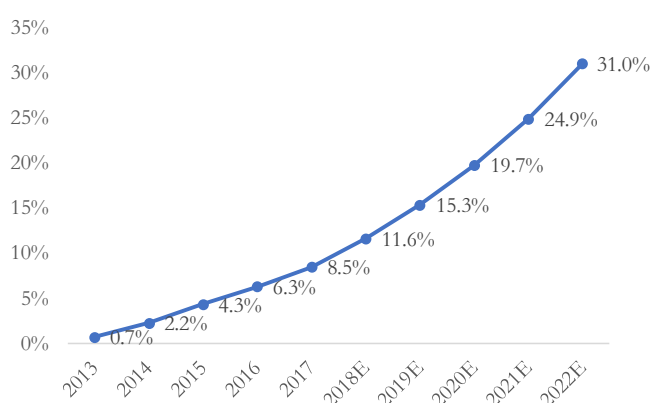
综合考虑职业人员久坐需求、人均收入与产品价格, 以软件开发、金融行业、律师 HR 共计 5613 万人为基数测算北美渗透率。假设 2012-2019 年公司以每年 3% 的市占率提升至 40%, 则根据公司历年北美出货数量 (2018-2019 为预测数据), 测算出 2012-2019 年北美市场存量为 861 万套, 则电动升降桌在 2019 年渗透率为 15.3%, 仍有提升空间。假设 2020-2021 年提升至 19.7%/24.9% 渗透率, 捷昌在北美市占率提升至 44%/47% 水平, 对应北美地区智慧办公办公线驱出货量增速分别为 29%/26%。

图表 28 公司北美出货及市场渗透率测算

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
公司出货北美 (万套)	1.15	6.92	16.46	23.31	31.54	60	84	108.67	137.18	171.20
市占率	3%	8.0%	14.0%	21.0%	26.0%	34.0%	40.0%	44.0%	47%	50%
市场年需求 (万套)	38.33	86.50	117.57	111.00	121.31	176.47	210.00	246.97	291.88	342.39
市场存量 (万套)	38.33	124.83	242.40	353.40	474.71	651.18	861.18	1108.16	1400.03	1742.42

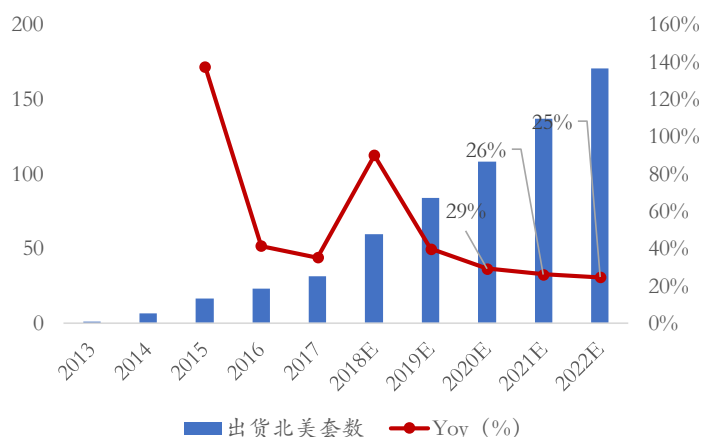
资料来源：华安证券研究所整理

图表 29 北美电动升降桌在 IT/金融/政府人员渗透率测算



资料来源：华安证券研究所整理

图表 30 公司北美智慧办公业务营收预测

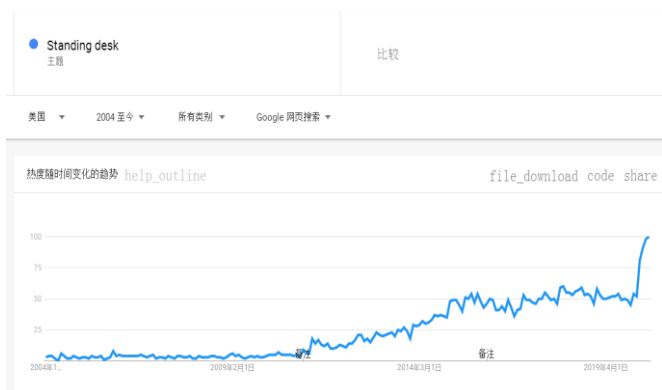


资料来源：华安证券研究所整理

2020 年 2 月下旬北美受疫情影响，办公家具集采项目延后，居家办公兴起，C 端需求崛起。英国招聘网站 eFinancialCareers 发文称，50%的高盛员工未来可以永久居家办公，主要包括技术和数据岗位，未来金融业和科技业的差别将越来越小。5月22日，Facebook CEO 马克·扎克伯格(Mark Zuckerberg)表示，他预计在未来 5 到 10 年间，该公司 50%的员工可能将远程工作。

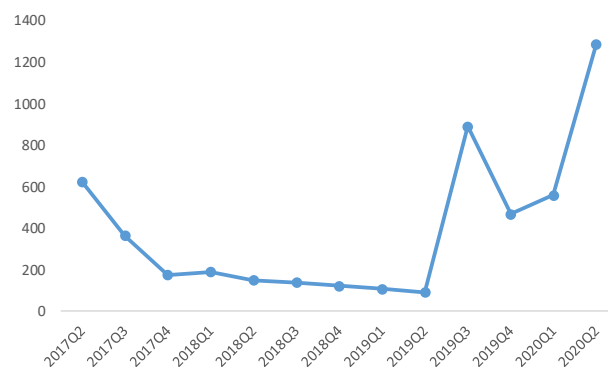
Google “Standing Desk” 热词搜索显示 2020 年 6 月谷歌搜索指数为 100，近三个月上涨 92.3%，同时 ebay 交易网站显示，截止 6 月 21 日，2020Q2 办公桌/工作台网销售数量同比增长 9 倍。

图表 31 “Standing Desk” 搜索热度飙升



资料来源：Google，华安证券研究所

图表 32 ebay 办公桌、工作台 2020Q2 销量 yoy 9 倍 (套)



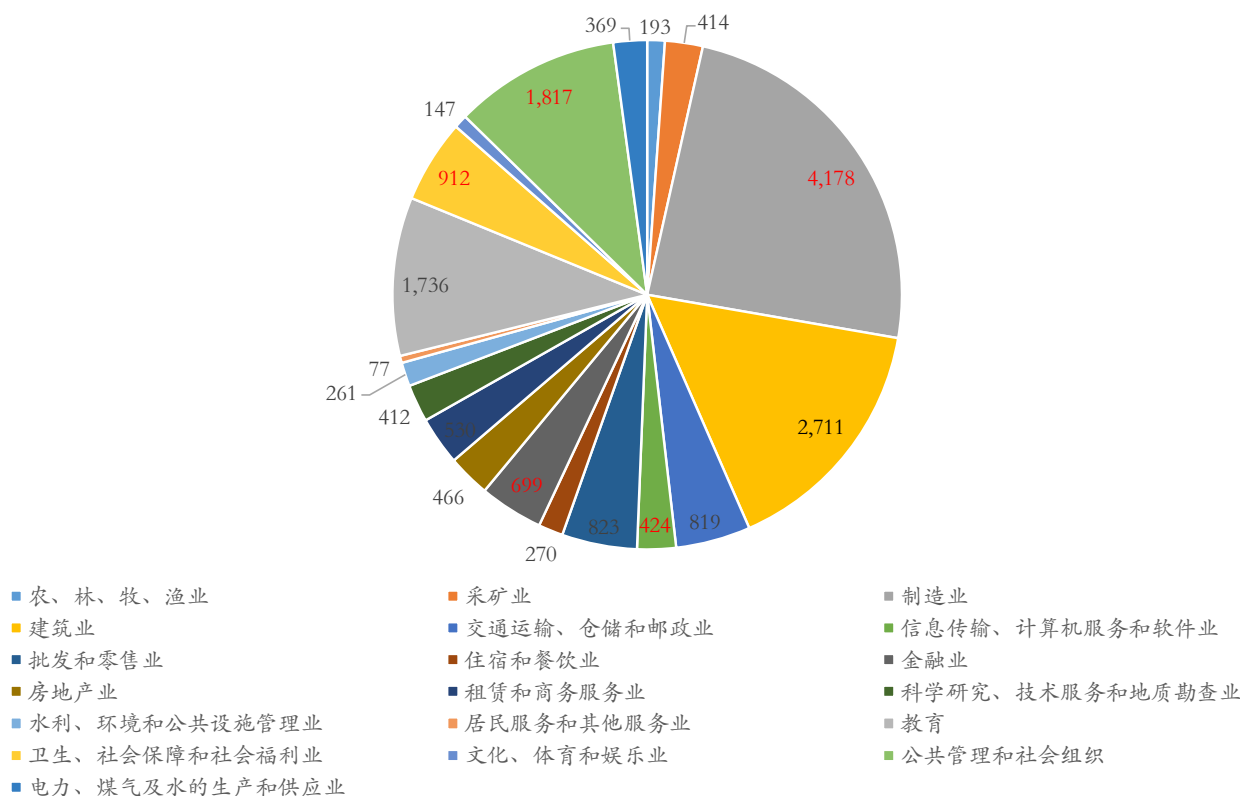
资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 国内市场有望接力北美电动升降桌市场

目前中国 IT 互联网、金融银行、政府国企、高校教育等久坐密集行业人群尤为严重，长时间的低头久坐和办公，颈椎病患者呈现低龄化趋势，伴随着国内外人体工学理念的进一步普及以及人们对健康生活的追求，智慧办公市场的规模也在快速提升

国内电动升降办公桌起步较晚，市场空间巨大，渗透率目前处于较低水平。受健康办公意识欠缺、产品价格较高、供给端有限等因素影响，市场普及率仍处于较低水平。根据国家统计局数据，2018 年国内 IT 与金融行业就业人口达 1123 万人，与美国同行业就业人口相当。随着健康办公水平的意识和购买力提升，IT、金融公司新设办公楼开始配置电动升降办公桌，供给端价格的下行渗透率有望大幅提升。

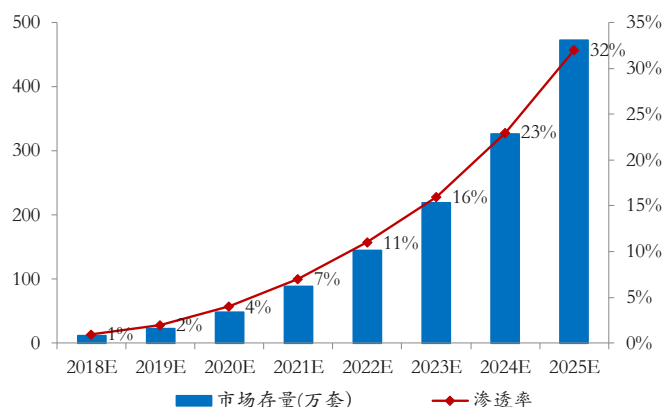
图表 33 2018 年国内金融、IT 就业人口达 1123 万，与美国相当



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

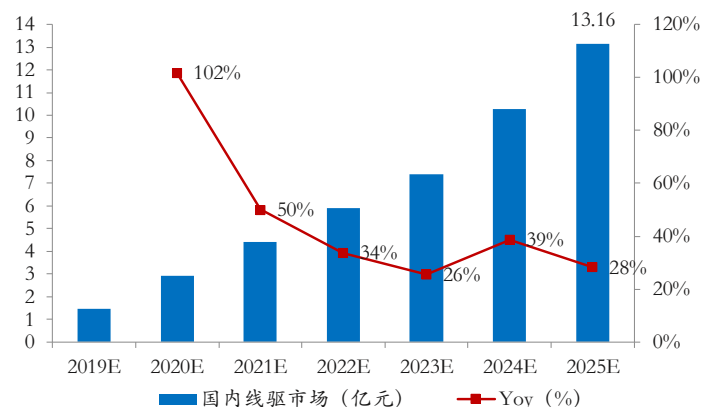
国内办公领域线性驱动市场空间 2025 年有望达 13.16 亿元。假设国内 IT&金融行业 2025 年渗透率达到北美 2017 年水平 (32%)，IT 行业每年就业人数提升 7%，线性驱动价格年降 5% 计算，则至 2025 年国内市场存量电动办公桌为 473 万套，国内线性驱动市场空间达 13.16 亿元，2020-2025 年复合增速达 34.95%。

图表 34 国内电动升降桌在 IT&金融行业渗透率预测



资料来源：华安证券研究所整理

图表 35 国内线性驱动市场空间预测



资料来源：wind，华安证券研究所整理

公司作为国家高新技术企业，深耕线性驱动行业 20 年，牵头起草了中国直流电动推杆、电动升降桌行业标准，填补行业标准空白。公司已获专利 400 多项，自主创新研发的线性驱动控制系统产品通过 UL、CE、ROHS、SAA、PSE、KC、BIFMA 等国际认证，深受全球办公家具制造商的信赖。中金公司在全新的办公大楼建设中，就为每位员工配备了搭载捷昌智能控制系统的升降桌产品。

图表 36 捷昌客户覆盖国内大型金融与互联网企业



资料来源：捷昌驱动官方公众号，华安证券研究所

图表 37 中金新办公楼全部配备搭载捷昌控制系统的产品

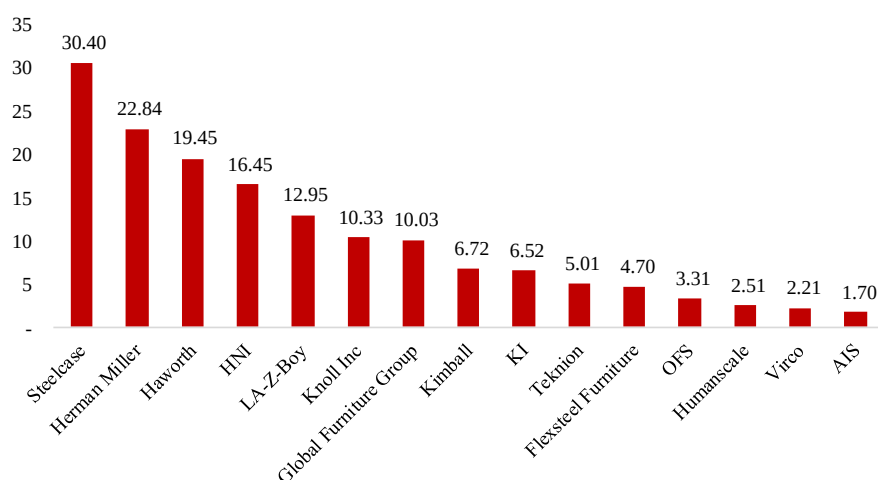


资料来源：捷昌驱动官方公众号，华安证券研究所

2.4 深度绑定北美办公家具制造商，欧洲市场持续突破

北美市场办公家具厂商包含传统家具制造商 Steelcase、Herman Miller、Haworth, 人体工学制造商 The Human, Fully, 和平板支架领域制造商 Milestone 等。

图表 38 2017 年美国办公家具生产商销售额 (亿美元)



资料来源: Statista, 华安证券研究所

公司智慧办公产品以 ODM 模式为主, 为客户提供定制化产品, 客户覆盖人体工学厂商及传统办公家具厂商, 销售模式分为 2B 和 2C。

B 端销售与下游企业客户签订协议提供产品或整体方案采用该种模式的下游厂商主要是面向企业客户。以美国的 HAT Contract 公司为例, 在通过 ODM 的合作方式从公司采购线性驱动产品的同时又从其他供应商采购桌面板材等组件进行配套, 组合而成的产品通过其下游的客户 (提供整体家装、办公设计方案的公司) 或者直接作为整体智慧办公方案的一部分销售给最终使用客户。这类厂商一般会与其下游客户签订协议, 直接或者间接为最终使用客户提供一系列的智慧办公及家装方案

C 端为在线商店销售或者零售模式。采用该种模式的下游厂商主要是面向个人终端客户。以美国的 The Human 公司为例, 在通过 ODM 的合作方式从公司采购线性驱动产品的同时又从其他供应商采购桌面板材等组件进行配套, 组合而成的终端产品以 The Human 公司的自有品牌通过其在线商店对个人终端客户进行销售。这类客户的主要目标是利用网络技术缩短企业与顾客的距离, 从而更方便地向消费者直接销售产品或提供服务。

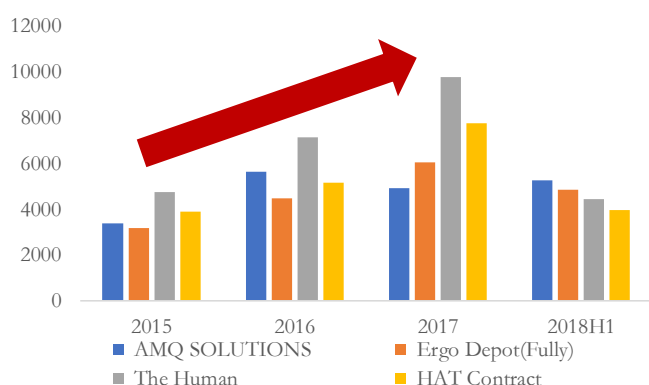
图表 39 北美主要电动升降办公桌制造商

公司	国家	主营业务	主要产品	主要销售地区	2017销售额 (亿美元)	捷昌驱动 客户
Steelcase	美国	全球办公家具行业领导者, 致力于办公室工作环境装修	公司的家具组合包括板材家具, 独立家具等, 诸如柜子, 桌子以及人体工学的工具等	北美, 欧洲和亚洲地区	30.4	是
Herman Miller	美国	研究、设计、制造和分销用于各种环境的室内陈设, 包括办公室、医疗保健场所、教育和住宅环境	办公桌、座椅、配件	美国	22.8	是
Haworth	美国	办公家具制造商, 其产品应用于室内各种陈设, 通过产品组合, 为需求空间进行量身定制	活动地板, 可移动墙壁, 家具系统, 座椅, 存储和木柜子	美国、加拿大	19.5	
HNI	美国	世界第二大办公家具制造商, 办公家具及壁炉产品供应商, 经营办公家具及壁炉产品两项业务	壁炉产品包括天然气, 电力, 木材和生物质燃烧壁炉, 炉灶和配件; 办公家具包括座椅、办公桌、文件柜、工作站等		16.5	是
Tricom Vision	美国	公司始建于1990年, 1996年进军家具行业, 1998年进军办公家具业, 是人体工程学北美市场领导者品牌。	可移动可调节桌椅等	美国	-	是
Ergo Depot	美国	初创公司, 创始人 David Kahl 辞去工作后将其父亲的谷仓改造成了一个仓库并开始了(家具)设计工作室, 致力于生产可移动可调节桌椅等其他工具。	可移动可调节桌椅等	美洲、欧洲、加拿大	3.5	是
HAT Contract	美国	成立于2013年1月, 初创型定制家具制造商, 专注于升降工作台。18年6月, 被美国人体工程学办公家具巨头 Innovative Office Products 收购。	升降工作台、电动办公桌	美洲、夏威夷、阿拉斯加	-	是
Milestone	美国	美国大屏显示支架行业大的公司, 公司在平板显示领域主要有两个品牌分别是 Sanus 和 Chief, Chief 主攻美国专业安装市场; Sanus 主攻民用零售市场。	平板电视安装架, 投影仪安装架, 显示器安装架, 安装架配件, 投影屏幕, AV 配件等	北美、亚洲、非洲和欧洲	-	
Ergotron	美国	主要应用于医疗保健、可调节办公室、智能学习教育领域	产品包括显示器支架、坐立交替办公系统、医用推车等			
Humanscale	美国	于1983年创建, 聚焦于制造能支持健康、积极工作的高性能工具, 现在它已是全球人体工学界的领导品牌, 致力于人体工程学和医疗保健护理产品设计及制造	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、工作台灯		2.5	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

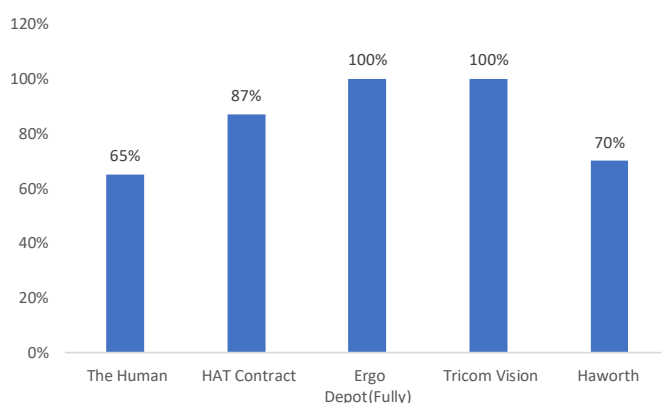
深度绑定老客户, 新客户持续拓展。公司与北美智慧办公家具厂商长期稳定合作, 随着 2012 年电动升降桌渗透率提升陪伴公司成长至今。公司主要客户构成变化较小, 前五大客户体内份额达 65%-100%。经过长期良好的业务合作以及市场化的双向选择, 公司已经逐渐形成了比较集中和稳定的客户群体。2018 年新进 Steelcase 与 Herman Miller

图表 40 公司绑定北美客户一起成长



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 41 2017 年公司对客户销售占客户同类采购比例



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司除继续深耕北美市场外, 也将欧洲作为公司下一个大力开发的市场,

包括渠道建设、品牌运营和研发投入。本次发行募集资金部分用于全球运营中心的建立，将促进公司实现全球布点分布，全面拓展公司的销售渠道和加强公司的品牌运营建设，从而更好地服务于客户的需求，将公司打造成为世界领先的线性驱动产品方案供应商之一。

公司已在美国设立了子公司以负责北美市场的销售和售后服务；在德国和日本也先后设立了子公司，从而提升欧洲和日本市场的服务能力。同时，海外销售中介服务商协助公司开拓和维护国外客户。公司在海外依靠当地销售中介服务商和设立子公司，将有效降低当地市场销售成本，同时提高客户开发效率和售后服务满意度。

贸易摩擦驱动下，2019年由美国子公司 J-Star 出资 2350 万美元，在马来西亚设立全资孙公司，加速产能转移，规避贸易摩擦影响。至此，公司已经完成新昌本部、生命科技产业园、慈溪、马来西亚四大生产基地布局。

图表 42 公司海外生产基地与销售布局

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例
宁波海仕凯驱动科技有限公司	宁波慈溪	生产	100
J-STAR MOTION CORPORATION	美国	生产、销售	100
浙江居优智能科技有限公司	宁波慈溪	生产	100
JIECHANG EUROPE GMBH	德国	销售	100
株式会社 J-STAR	日本	销售	100
新昌县捷昌进出口有限公司	绍兴新昌	销售	100
J-STAR MOTION SND.BHD.	马来西亚	生产	100
JIECHANG PVT LTD	印度	销售	99

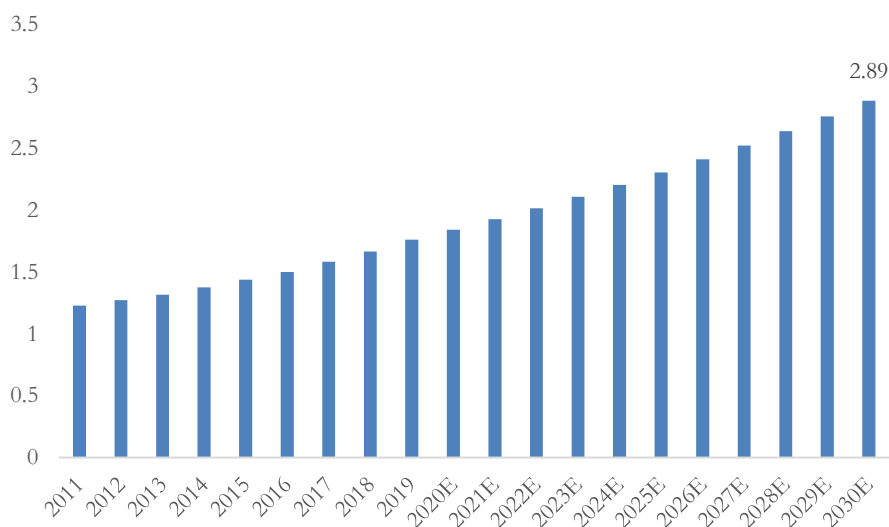
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 医疗养老 C 端先行，前瞻布局抢占先发优势

电动护理床产品优势明显。电动护理床使用直线推杆替代丝杆工作，具有体积小、易清理、工作噪音小等特点，并且能帮助病人在翻身时更轻松自如，护士或护工也不再需要耗费大量体力和时间帮助病人翻身；同时，电动病床的升降功能可以帮助病人上、下床更加容易，有效提升患者的安全性。产品优势明显，未来具有非常广阔的市场空间。

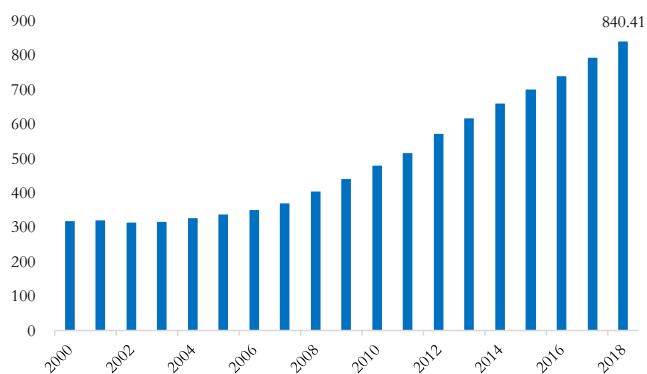
人口老龄化和生活水平的提升推动了国内电动护理床市场迅速发展。根据统计局公布数据显示，截至 2019 年末，我国 65 岁以上老年人口达 1.76 亿，占总人口比重达 18.1%，最近十年的复合增速达到 4.6%；根据国家统计局公布数据显示，截至 2019 年末，全国共有养老服务床位 761.4 万张，每千名老人拥有养老床位 30.0 张，养老用床具有一定市场；国务院 2017 年下发的《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》指出，应大幅提高养老服务供给能力，繁荣养老用品市场，要求到 2020 年护理型床位占当地养老床位总数的比例不低于 30%，65 岁以上老年人健康管理率达到 70%。上述背景及政策导向共同推动了电动护理床产业发展。

图表 43 65 岁及以上人口数量预测 (亿人)



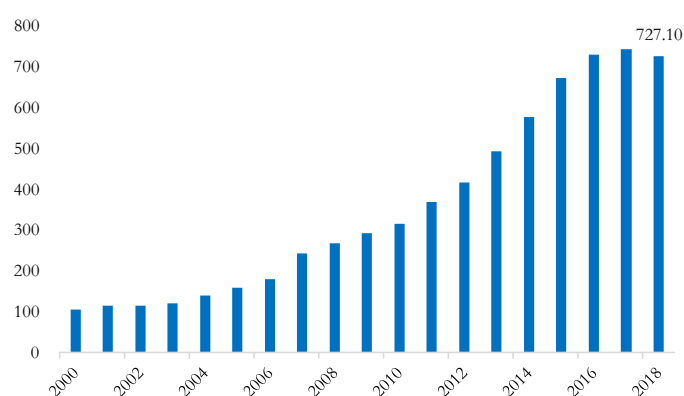
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 44 养老机构床位数 (万张)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 45 医疗机构床位数 (万张)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 46 天猫网售养老护理床

 手电一体 智能遥控 618 返场 原价: ¥998 现价: ¥1398.00 嘉顿手动电动翻身护理床家用多功能升 嘉顿医疗器械旗舰店 月成交 1265笔 评价 4993	 官方旗舰店 MAIDESITE 迈德斯特 百万补贴 买贵退差 原价: ¥2980 现价: ¥2980.00 迈德斯特电动护理床家用多功能老人 迈德斯特医疗器械旗舰店 月成交 495笔 评价 5523	 3期免息 天猫618返场 MAIDESITE 迈德斯特 618返场价 原价: ¥2180 现价: ¥2180.00 迈德斯特电动护理床家用多功能医院床 迈德斯特森森专卖店 月成交 231笔 评价 2371	 SF 顺丰包邮 送货上楼 可上门安装 防侧滑 防下滑 原价: ¥868 现价: ¥868.00 老人电动护理床家用多功能病床瘫痪病 好护士器械旗舰店 月成交 483笔 评价 7460
 加急发货 可上门安装 终身质保 FUSON 辅森 全自动 手电一体 新升级4个电机 电动便孔开关 原价: ¥2380 现价: ¥2380.00 老人电动护理床家用多功能瘫痪病人 好护士器械旗舰店	 顺丰/德邦包邮 FUSON 辅森旗舰店 整体翻身 电动护理床 防侧滑下滑 床垫防尿漏 原价: ¥2188 现价: ¥2988.00 辅森电动护理床家用多功能瘫痪病人 辅森医疗器械旗舰店	 定时智能翻身 MAIDESITE 迈德斯特 90天无理由退货 手电一体可遥控 大促狂欢价 原价: ¥1680 现价: ¥1680.00 迈德斯特电动护理床家用多功能瘫痪病 迈德斯特奇邦专卖店	 顺丰/德邦包邮 FUSON 辅森 防侧滑/防下滑 定时整体翻身 一键电动便孔 原价: ¥3080 现价: ¥1680.00 电动护理床家用多功能病床老人瘫痪病 辅森医疗器械旗舰店

资料来源：天猫网，华安证券研究所

电动护理床市场 C 端前景广阔。随着人口老龄化趋势加速和政府未来可能出台的扶持政策催化，我国电动病床和电动护理床线性驱动市场将会在未来几年内快速扩张，预计到 2023 年市场空间将达到超过 60 亿元。

关键假设 1) 根据国家统计局的数据，2019 年 65 岁及以上人口达到 1.76 亿，2011 年来复合增速为 4.6%，人口老龄化趋势加剧，预计到 2023 年 65 岁及以上人口将达到 2.1 亿；

2) 公司招股说明书公布的 18H1 向恒泽医疗器械有限公司出货量约为 8900 套，预计全年出货量为 1.7 万套用于生产电动护理床，后者旗下品牌迈德斯特 19 年护理床淘宝平均市场份额约为 12%，保守估计电动护理床市场份额为 15%，则 18 年电动护理床市场总量约为 11.3 万张，渗透率不到 0.1%，而 19 年迈德斯特电动床京东天猫等电商年评价量达到近 4 万次，按相同市场份额预估电动护理床市场空间达到 26.67 万张，渗透率达到 0.15%，预计随着消费升级和未来可能出台的扶持政策催化，渗透率将继续快速提升，18 至 23 年分别为 0.068%，0.15%，0.4%，0.8%，1.5%，2.5%；

3) 公司招股说明书公布的 17 年医疗养老控制系统产品平均销售价格为 955 元人民币，考虑到目前市场竞争较为有序，未来销售价格预计缓慢下降到 900 元人民币。

图表 47 国内 C 端电动护理床市场规模测算

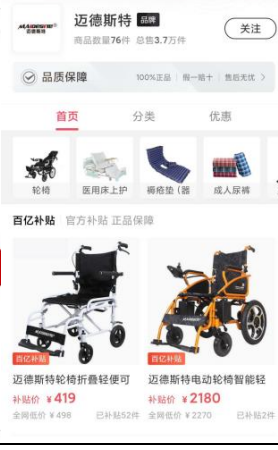
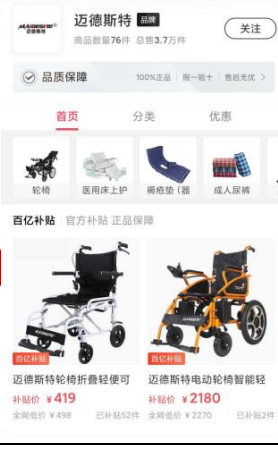
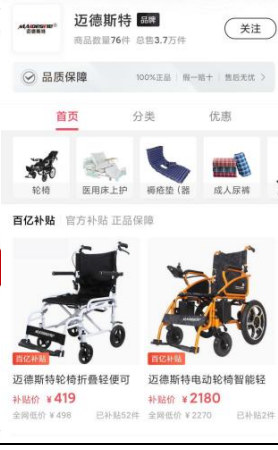
年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
65 岁及以上人口 (万人)	16,658	17603	18,411	19,258	20,143	21,068
电动护理床渗透率	0.07%	0.15%	0.40%	0.80%	1.50%	2.50%
电动护理床 (万张)	11.33	26.40	73.64	154.06	302.15	526.70
年需求量 (万张)		15.08	47.24	80.42	148.08	224.56
线性驱动单价 (元)	955	945	935	925	910	900
电动护理床线性驱动市场规模 (亿元)	1.08	1.42	4.42	7.44	13.48	20.21

资料来源：华安证券研究所整理

公司在医疗养老领域前瞻布局。目前国内电动护理床主要通过网络电商面向 C 端消费者。根据公司招股说明书，公司向前五大客户中的衡水恒泽康医疗器械公司出货量增长迅速。

衡水恒泽康医疗器械有限公司是一家集产品研发、生产、销售为一体的现代化公司。公司主营产品包括：医用护理床系列、家用护理床系列、养老院系列、轮椅系列、防褥疮气床垫系列以及其他医用产品。公司通过了 ISO9001 质量体系认证以及 ISO13485 医疗器械质量体系认证。

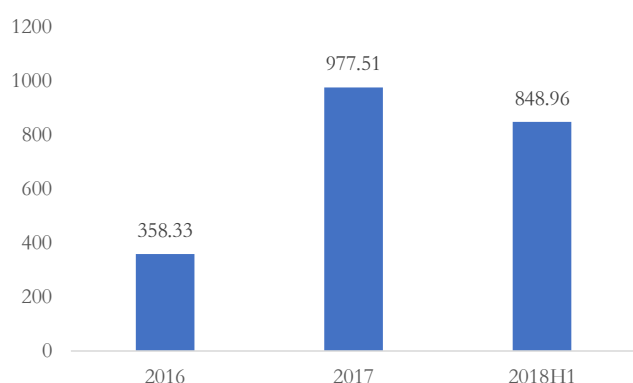
图表 48 迈德斯特产品矩阵

产品类别	终端产品	销售渠道
护理床		 
防褥疮气床垫		 
轮椅		 
其他康复类用品		 

资料来源：公司官网，天猫、京东、阿里巴巴、拼多多，华安证券研究所

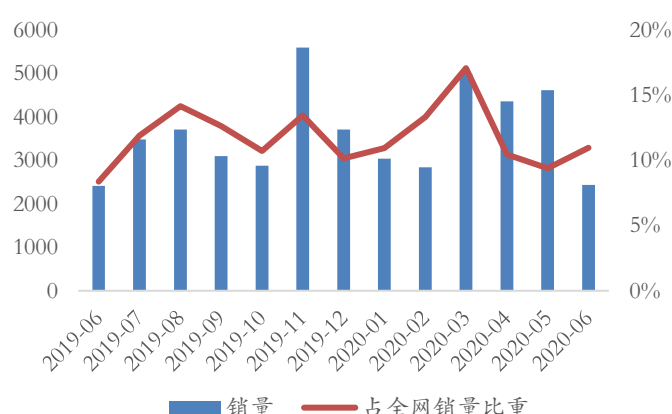
衡水恒泽康旗下有包括迈德斯特品牌等多个护理床商品品牌，销售渠道覆盖了包括天猫、京东、拼多多等在线商城。过去一年迈德斯特淘宝旗舰店护理床销量达到 4.7 万张，销售额达到 8142 万元，平均占全网护理床销量 12%，在众多品牌中排名第三，消费者中品牌接受度较高，随着国内消费者对电动床的认可和接受度提高，公司在医疗养老领域的收入有望持续提升。

图表 49 公司对衡水恒泽医疗器械公司出货



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 50 衡水恒泽旗下品牌迈德斯特护理床天猫网销(套)



资料来源：淘数据，华安证券研究所

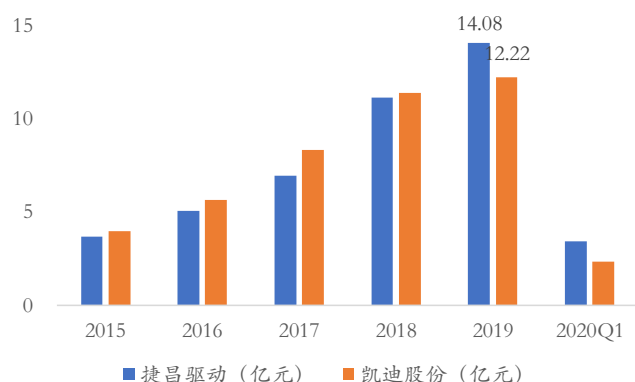
4 凯迪 VS 捷昌，成本控制与定价能力的较量

凯迪通过成本控制能力更强，捷昌更聚焦在研发设计领域，产品定价力强于凯迪。对比捷昌驱动和凯迪股份的智慧办公产品价格和毛利率，两家办公产品都是出口，B 端模式。2015-2018H1 捷昌定价高了 20%，毛利率高了 4 个百分点左右。

捷昌的产品溢价来源于产品质量和服务，海外客户更注重产品品质。捷昌的产品在噪音、平稳性方面较好，同时捷昌从过去的人体工学厂商客户向传统家具制造客户渗透，渠道的优势在持续扩大。

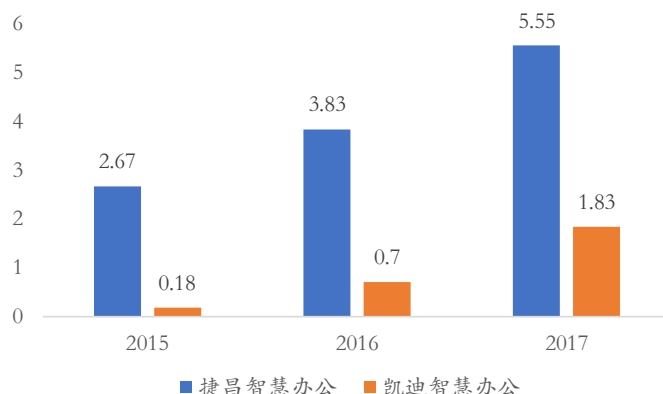
凯迪的毛利率波动较小，低规模效应下实现了稳定的毛利率。15-18H1 捷昌降了 8 个点，其中一方面来源于原材料成本凯迪降了 4 个点。同期凯迪智慧办公产品规模效应（产品结构、成本与沙发线驱差别很大）较弱，而仅下滑 4pct，说明凯迪的成本控制能力更强，这也是它的生产制造模式适用于功能沙发的原因，单套系统价格只有智慧办公的 1/6。

图表 51 捷昌与凯迪收入体量相当



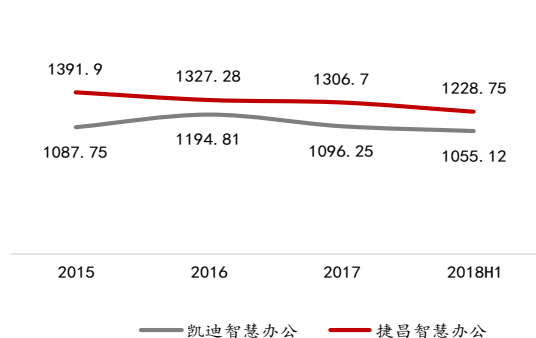
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 52 捷昌驱动与凯迪股份智慧办公营收对比 (亿元)



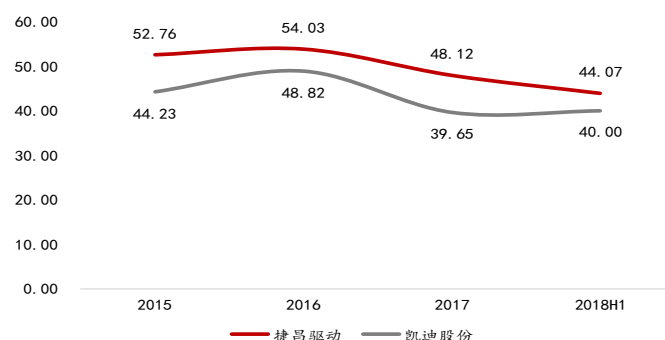
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 53 捷昌与凯迪智慧办公单价对比 (元/套)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 54 捷昌与凯迪智慧办公毛利率对比

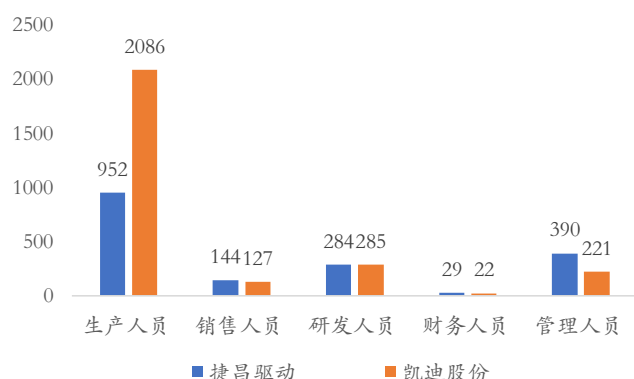


资料来源: wind, 华安证券研究所

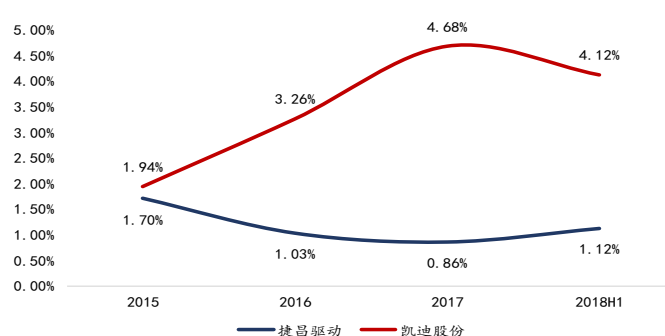
凯迪通过更多的设备类固定资产投入和生产人员提升了零部件自制比例,大幅降低了成本。通过拆分两家公司的制造成本我们发现,凯迪的直接材料费用占比低于捷昌,但是人力成本和制造费用远高于捷昌,。捷昌大部分零部件通过外购方式获得,即使需要二次加工的零部件也通过外协方式获得。

凯迪具备国内领先的生产能力,具备规模化、柔性化、垂直一体化的生产特点,建立了集设备、工艺、产品、生产能力和扩展能力于一体的快速反应柔性化制造体系,能自主完成“模具开发—注塑—加工—制造—组装—检测”的垂直一体化经营。

图表 55 捷昌与凯迪员工人数对比



图表 56 捷昌与凯迪外协加工对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 57 凯迪与捷昌制造成本构成对比

捷昌驱动

项目	2015		2016		2017		2018H1	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
直接材料	15488.37	81.31	20662.73	81.43	31510.67	82.39	23428.99	84.58
直接人工	1,159.00	6.08	1,557.45	6.14	2,242.06	5.86	1,587.23	5.73
燃料与动力	237.82	1.25	324.76	1.28	437.86	1.14	274.23	0.99
制造费用	2163.83	11.36	2829.48	11.15	4056.14	10.61	2409.93	8.7
合计	19,049	100	25,374	100	38,247	100	27,700	100

凯迪股份

项目	2015		2016		2017		2018H1	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
直接材料	17616.81	74.35	22724.82	74.39	37201.65	74.31	24913.85	75.01
人工成本	3,111.59	13.13	3,924.01	12.84	6,387.34	12.76	4,192.40	12.63
制造费用	2,965.94	12.52	3,901.40	12.77	6,474.65	12.93	4,099.24	12.36
合计	23,694	100	30,550	100	50,063	100	33,206	100

资料来源: 捷昌驱动招股说明书, 凯迪股份招股说明书, 华安证券研究所

根据两者招股书原材料清单显示, 捷昌采购的大多是加工成型的零配件, 而凯迪多为待加工材料。2018H1 捷昌驱动原材料采购占成本 85%, 同期凯迪股份仅为 75%。从生产设备资本开支开, 凯迪 2019 年底设备资产原值 1.03 亿, 2018H1 捷昌仅为 3578 万元。

图表 58 凯迪与捷昌原材料采购对比

凯迪股份

原材料名称	数量	(单位)	均价(元/吨、元/万件)	金额(万元)	占采购总额比例
钢材	6,678.76	吨	4,735.67	3,162.84	11.30%
线束	1,314.30	万件	22,125.58	2,907.96	10.39%
塑料粒子	1,044.41	吨	15,583.64	1,627.57	5.82%
铝型材	956.35	吨	16,843.36	1,610.81	5.76%
漆包线	227.12	吨	48,216.20	1,095.09	3.91%
粉末冶金件	1,244.03	万件	8,749.50	1,088.47	3.89%
包材	4,071.29	万件	2,502.55	1,018.86	3.64%
二三级管	4,402.09	万件	2,237.07	984.78	3.52%
开关	1,400.63	万件	6,668.02	933.94	3.34%
机壳	323.87	万件	25,837.74	836.8	2.99%
IC+MOSS	692.93	万件	11,451.32	793.5	2.84%
合计				16,060.63	57.40%

捷昌驱动

原材料名称	数量	单位	均价	单位	金额(万元)	占采购总额比例
钣金类	506.19	万个	10.89	元/个	5514.32	19.23%
整机电机	32.64	万个	35.28	元/个	2798.58	9.76%
成品线路板	41.29	万个	67.79	元/个	2012.19	7.02%
钢材	3976.4	吨	5.06	元/千克	1151.33	4.01%
塑胶原料	47.17	万个	22.65	元/个	1068.21	3.72%
铝材	487.5	吨	16.66	元/千克	812.39	2.83%
分体电机	11.57	万个	30.38	元/个	669.65	2.34%
集成电路	480.58	万个	1.39	元/个	516.43	1.80%
丝杆(10/4)	58.43	万个	8.84	元/个	351.52	1.23%
变压器	5.4	万个	36.08	元/个	194.77	0.68%
合计					15,089.39	52.62%

资料来源：捷昌驱动招股说明书，凯迪股份招股说明书，华安证券研究所

图表 59 凯迪与捷昌设备资产结构对比

凯迪股份2019					捷昌驱动2018H1				
设备名称	取得方式	数量	资产原值 (万元)	资产净值 (万元)	资产名称	数量	资产原值	资产净值	成新率
高速冲床、压力机	外购	69台	2,164.88	1,176.16	数控激光切管机	2	533.28	406.24	76.18%
		18台			数控激光切管机	2	487.84	341.05	69.91%
		4台			数控激光切管机	2	374.36	332.87	88.92%
激光切割机	外购	14套	1,889.83	1,519.56	数控激光切管机	2	344.7	328.33	95.25%
注塑机	外购	121台	1,438.91	938.1	粉末喷涂生产线	2	266.05	200.74	75.45%
旋风铣专用机	外购	8台	988.83	557.72	处理悬挂自动涂装流水	1	189.63	133.29	70.29%
数控车床	外购	70台	616.2	476.3	转子自动线成套设备	1	179.49	153.91	85.75%
		1台			转子自动线成套设备	1	177.78	174.96	98.42%
贴片机	外购	11台	589.9	343.46	桌腿检测线	4	155.56	154.32	99.21%
滚丝机	外购	24台	443.8	347.27	安川搬运机器人系统	3	93.59	80.25	85.75%
机器人焊接系统	外购	18套	337.83	283.14	丝杆组件自动组设备	1	92.31	86.46	93.67%
		3套			自动贴片机	2	85.98	81.22	94.46%
涂装设备	外购	3台	271.55	260.83	数控激光切割机	1	85.83	64.76	75.45%
三合一送料机	外购	13台	248.53	232.83	桌腿检测线	2	83.76	75.14	89.71%
卧式插件机	外购	2台	245.87	12.29	贴片机及喂料器	2	82.78	67.05	81.00%
自动转子生产线	外购	2条	220.51	190.9	注塑机	4	55.56	45.44	81.79%
绕线机	外购	17台	164.21	65.49	注塑机	3	53.08	50.56	95.25%
		2台			三防漆涂覆线设备	1	51.28	42.35	82.58%
		2台			贴片机	1	48.06	16.85	35.06%
水浸漆线	外购	1条	157.95	145.47	数控点对点钻孔加工中心	1	47.86	39.91	83.37%
数控电火花切割机	外购	1台	127.35	87.06	多功能贴片机 (三星)	1	47.39	30.13	63.57%
波峰焊机	外购	3台	113.63	13.2	塑料注塑成型机	3	42.05	33.73	80.21%
喷粉线	外购	1条	113.53	104.56	合计		3,578.22		
合计			10,133.31						

资料来源: wind, 华安证券研究所

捷昌持续通过供应链一体化提升成本控制能力。2014 年捷昌全资子公司海仕凯科技的正式投产, 2014 年末产品重要配件——喷塑件由委托外协加工转为自制生产, 导致 2015 年、2016 年外协加工成本有所下降; 深圳市唯真电机有限公司是捷昌的主要整机电机供应商, 公司 2017 年电机生产线投产, 开始自制部分电机材料, 从而减少了对整机电机的采购需求。

5 投资建议

5.1 分项业务收入预测

图表 60 预计 2020-2022 年营业收入为 18.54/25.02/32.56 亿元

项目	单位	2019A	2020E	2021E	2022E
智慧办公					
销售收入	百万元	-	1574	2052	2606
增长率	%	-	-	30.37	27.01
医疗养老					
销售收入	百万元	-	240	320	400
增长率	%	-	-	33.33	25.00
智能家居					
销售收入	百万元	-	20	80	150
增长率	%	-	-	300.00	87.50
工业品					
销售收入	百万元	-	20	50	100
增长率	%	-	-	150.00	100.00
合计					
销售收入	百万元	1,408	1854	2502	3256
增长率	%	26.15	31.70	34.95	30.14

资料来源：华安证券研究所整理

5.2 可比公司估值与投资建议

我们选取八方股份、春风动力、乐歌股份、浙江鼎力作为海外出口及消费升级对比估值对标，2020-2021 年平均 PE 为 40X/30X，捷昌驱动低于可比公司平均估值水平。

公司所处赛道为新兴成长行业，疫情背景下 C 端需求崛起，Q2 开始关税取消竞争格局优化，盈利能力拐点向上，首次推荐，给予“买入”评级。

图表 61 可比公司 2020-2021 年平均估值水平 PE 40X/30X

证券代码	公司简称	EPS			PE		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603489.SH	八方股份	2.70	3.04	4.33	46	40	28
603129.SH	春风动力	1.35	1.59	2.18	50	42	31
603338.SH	浙江鼎力	1.43	1.78	2.23	52	42	34
300729.SZ	乐歌股份	0.72	1.48	1.86	68	33	26
	平均值				54	40	30
603583.SH	捷昌驱动				42	28	26

资料来源：Wind，华安证券研究所（可比公司盈利预测与估值取自 2020/06/24 Wind 一致预期）

风险提示:

- 1、贸易摩擦加剧;
- 2、疫情反复影响 B 端需求;
- 3、欧洲市场智慧办公业务开拓低于预期;
- 4、医疗养老业务渠道开拓低于预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1581	1950	2463	3143
现金	1082	1403	1713	2174
应收账款	145	155	218	285
其他应收款	24	46	62	80
预付账款	8	11	15	20
存货	282	259	371	491
其他流动资产	39	75	84	93
非流动资产	592	774	924	1072
长期投资	0	9	19	29
固定资产	478	653	792	929
无形资产	80	78	78	78
其他非流动资	35	35	35	35
资产总计	2173	2724	3387	4215
流动负债	395	517	711	928
短期借款	0	0	0	0
应付账款	244	266	372	490
其他流动负债	150	252	339	438
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	11	11	11	11
负债合计	406	528	722	939
少数股东权益	0	0	0	0
股本	178	178	179	179
资本公积	926	926	926	926
留存收益	692	1120	1588	2198
归属母公司股东	1768	2196	2665	3276
负债和股东权	2173	2724	3387	4215

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	222	449	498	656
净利润	284	428	468	610
折旧摊销	46	44	54	63
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-17	-9	-10	-11
营运资金变动	-71	75	-10	-2
其他经营现金	-20	-90	-4	-4
投资活动现金	378	-128	-189	-195
资本支出	-170	-128	-189	-195
长期投资	520	0	0	0
其他投资现金	27	0	0	0
筹资活动现金	-89	1	1	1
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	34	0.58	0.58	0.58
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-122	0	0	0
现金净增加额	511	321	310	462

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1408	1854	2502	3256
营业成本	906	1105	1543	2033
营业税金及附加	11	16	21	27
销售费用	95	130	170	212
管理费用	64	124	123	143
财务费用	-13	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	17	9	10	11
营业利润	326	414	547	713
营业外收入	9	60	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	332	504	551	718
所得税	49	76	82	107
净利润	284	428	468	610
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	284	428	468	610
EBITDA	295	416	554	728
EPS (元)	1.59	2.40	2.62	3.41

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	26.15%	31.70%	34.95%	30.14%
营业利润	8.94%	26.88%	32.22%	30.48%
归属于母公司净利	11.68%	50.78%	9.54%	30.33%
获利能力				
毛利率(%)	35.63%	40.43%	38.35%	37.57%
净利率(%)	0.26%	20.15%	23.06%	18.72%
ROE(%)	16.05%	19.47%	17.58%	18.64%
ROIC(%)	32.36%	41.67%	46.99%	54.19%
偿债能力				
资产负债率(%)	18.67%	19.40%	21.33%	22.28%
净负债比率(%)	0.17%	0.13%	0.11%	0.09%
流动比率	4.01	3.77	3.46	3.39
速动比率	3.29	3.27	2.94	2.86
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.76	0.82	0.86
应收账款周转率	10.34	12.37	13.40	12.95
应付账款周转率	6.32	7.27	7.85	7.55
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	1.59	2.40	2.62	3.41
每股经营现金流	1.25	2.51	2.78	3.65
每股净资产(最新	9.93	12.29	14.87	18.22
估值比率				
P/E	39.04	28.00	25.64	19.74
P/B	6.26	5.47	4.52	3.69
EV/EBITDA	33.73	25.43	18.58	13.56

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。