

2020年07月23日

证券研究报告·公司研究报告

凯迪股份 (605288) 电气设备

买入 (首次)

当前价: 120.27 元

目标价: 180.60 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 智能家居线性驱动系统龙头，办公、汽车应用助力二次腾飞

### 投资要点

- **智能家居系统线性驱动龙头企业，业务多领域横向拓展。**公司是智能家居线性驱动全球龙头企业，该业务营收占比近七成；经过二十多年行业深耕和技术积累，公司已将产品横向拓展到智慧办公、汽车尾门、医疗康护等应用领域。公司过往业绩优秀，2015-2019年公司营收复合增长率超过30%，ROE水平维持在30%以上。2019年公司营业收入达12.2亿，归属母公司净利润达2.2亿。
- **契合消费升级和智能化趋势，线性驱动行业是长期黄金赛道，中国企业有望逐鹿全球。**线性驱动系统是一种直线运动自动化执行器，它有设计新颖精致、体积小、安全可靠等众多优势，可给用户带来舒适、便捷和人性化体验，已经在家居、办公、工业、医疗领域取得了广泛应用，TECHNAVIO估计2020年全球市场规模约为23亿美元。作为智能化的传动控制系统，线性驱动也是物联网体系的重要组成部分，在智能化大趋势下，未来将在更多的轻负载场景替代气压、液压驱动装置。目前欧洲企业仍然是线性驱动技术上的领先者；国内企业当前已经在家居、办公等应用领域完成了反超，未来有希望在要求更高的工业、医疗等领域实现更大的突破。
- **上市前产能瓶颈制约公司发展，办公、汽车应用将助力公司二次腾飞。**2019年公司各产线产能利用率都超过100%，IPO募投项目将有效缓解公司产能瓶颈。募投项目达产后，预计公司智能家居驱动系统的营收将扩张至2019年的1.7倍，继续稳居行业龙头位置；智慧办公驱动系统领域景气度高，募投项目预计将营收扩张到2019年的2.6倍；公司在汽车电动尾门驱动领域技术积累深厚，已经与多家主流主机厂合作立项，募投项目预计将电动尾门营收扩张至2019年的8.29倍。未来几年公司办公和汽车应用的爆发将助力公司实现二次腾飞。
- **盈利预测与投资建议。**线性驱动行业正处在黄金发展期，公司IPO募投项目投产将有效缓解公司产能瓶颈，尤其是办公、汽车应用领域将迎来高速增长，预测2020-2022年公司归母净利润为2.24亿元、3.01亿元、3.51亿元，对应PE 27/20/17倍，给予公司2021年30倍估值，对应目标价180.60元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**中美贸易摩擦风险；疫情反复影响下游需求；市场竞争加剧；募投产能投产进度或不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1221.60	1282.62	1795.46	2303.55
增长率	7.29%	4.99%	39.98%	28.30%
归属母公司净利润(百万元)	215.85	224.19	301.14	350.90
增长率	-17.44%	3.87%	34.32%	16.52%
每股收益EPS(元)	4.32	4.48	6.02	7.02
净资产收益率ROE	29.95%	10.66%	12.53%	12.74%
PE	28	27	20	17
PB	8.34	2.86	2.50	2.18

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋  
 执业证号: S1250520030001  
 电话: 021-58352138  
 邮箱: nzy@swsc.com.cn

联系人: 赵千里  
 电话: 021-58351929  
 邮箱: zhaoql@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	0.50
流通A股(亿股)	0.12
52周内股价区间(元)	117.09-146.66
总市值(亿元)	60.13
总资产(亿元)	12.02
每股净资产(元)	19.97

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司概况：横跨多领域应用的线性驱动系统龙头企业</b> .....	<b>1</b>
1.1 主营业务：国内线性驱动系统龙头，应用横跨四大领域.....	1
1.2 历史沿革：致力发展线性驱动产品二十余年 .....	2
1.3 股权结构：实际控制人持股比例高，股权集中 .....	3
1.4 历史业绩：业绩高增长，海外市场贡献大 .....	3
<b>2 行业分析：黄金赛道，国内企业加速追赶</b> .....	<b>5</b>
2.1 线性驱动系统：顺应消费升级和智能化趋势，应用广泛，市场空间广阔.....	5
2.2 下游市场高速发展，带动线性驱动产品需求 .....	7
2.3 竞争格局：国内双龙头并行，逐鹿全球市场 .....	16
<b>3 公司分析：家居领域稳居龙头地位，办公、汽车、医疗将迎来爆发</b> .....	<b>17</b>
3.1 主营业务分析：家居领域占比高，办公领域增长较快.....	17
3.2 研发、生产、客户、服务四大优势铸就核心竞争力.....	20
3.3 发展战略：家居领域稳居龙头，办公、汽车、医疗迎来爆发.....	23
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>25</b>
4.1 盈利预测 .....	25
4.2 相对估值 .....	26
<b>5 风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图 目 录

图 1: 凯迪股份 2019 年主营业务结构情况 .....	2
图 2: 凯迪股份 2019 年主营业务毛利情况 .....	2
图 3: 公司发展历程 .....	2
图 4: 公司股权结构图 .....	3
图 5: 凯迪股份 2015-2019 年营业收入及增速 .....	4
图 6: 凯迪股份 2015-2019 年净利润及增速 .....	4
图 7: 凯迪股份 2017-2019 年境内外收入对比 .....	4
图 8: 电动推杆剖面图 .....	5
图 9: 2015-2020 年全球线性驱动器市场规模 .....	7
图 10: 2015 年全球线性驱动市场地域分布 .....	7
图 11: 功能沙发的线性驱动系统结构图 .....	8
图 12: 2013-2017 年美国功能沙发占沙发市场比例 .....	8
图 13: 2013-2017 年中国功能沙发占沙发市场比例 .....	8
图 14: 智能家居应用图 .....	9
图 15: 中国智能家居市场规模 .....	9
图 16: 可升降办公桌的线性驱动系统结构图 .....	10
图 17: 2015-2024 年国内应用于升降办公桌的线性驱动市场规模测算 .....	11
图 18: 2017-2020 年全球医疗器械市场规模及预测 .....	12
图 19: 2011-2017 年国内医疗器械行业收入规模 .....	12
图 20: 电动病床的线性驱动系统结构图 .....	13
图 21: 2013-2018 年全国医疗卫生机构床位数 .....	13
图 22: 2012-2018 年全国养老机构床位数 .....	13
图 23: 汽车尾门线性驱动系统 .....	14
图 24: 2012-2019 年全球汽车产销量 (万辆) .....	15
图 25: 2013-2019 年中国汽车产销量 (万辆) .....	15
图 26: 公司历年业务结构演变 (单位: 亿元) .....	17
图 27: 2017-2019 年凯迪智能家居驱动系统收入 .....	18
图 28: 2017-2019 年凯迪智慧办公驱动系统收入 .....	18
图 29: 2017-2019 年凯迪电动尾门驱动系统收入 .....	19
图 30: 2017-2019 年凯迪医疗康护驱动系统收入 .....	19
图 31: 公司历年研发费用及占营业收入比例变化 .....	20
图 32: 2019 年凯迪股份前五大客户营收占比 .....	22
图 33: 2020 年第一季度凯迪股份前五大客户营收占比 .....	22
图 34: 募投前后各业务板块规模变动 (亿元) .....	24

## 表 目 录

表 1: 凯迪股份主要产品展示 .....	1
表 2: 电动驱动系统的优缺点 .....	5
表 3: 线性驱动系统常见应用领域 .....	6
表 4: 2013-2022 年全球应用于升降办公桌的线性驱动系统市场规模及预测 .....	11
表 5: 常见的应用于医疗及康护领域的线性驱动系统产品 .....	12
表 6: 国内外线性驱动生产商简介 .....	16
表 7: 凯迪股份核心技术列表 .....	20
表 8: 凯迪股份服务优势详解 .....	22
表 9: 募集资金用途 .....	23
表 10: 募投项目实施表 .....	23
表 11: 募投后预期按业务分类占营业收入比例 .....	24
表 12: 分业务收入及毛利率 .....	25
表 13: 可比公司估值 .....	26
附表: 财务预测与估值 .....	27

# 1 公司概况：横跨多领域应用的线性驱动系统龙头企业

## 1.1 主营业务：国内线性驱动系统龙头，应用横跨四大领域

常州市凯迪电器股份有限公司是国内领先的线性驱动系统生产制造商，于 2020 年 6 月 1 日正式在上交所上市。

公司主营的线性驱动系统产品由电动推杆、手控器、电器盒及其他配套零部件组成，目前多应用于智能家居领域的功能沙发、智慧办公领域的电动升降办公桌、医疗器械行业的医疗床及电动护理床、汽车行业的汽车尾门开启系统等终端产品。

表 1：凯迪股份主要产品展示

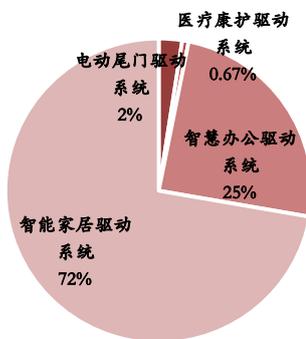
主要产品	产品系列	图示	应用领域
智能家居驱动系统	推杆		公司生产的智能家居驱动系统主要由推杆、手控和电器盒等部件组成。主要应用于功能沙发，帮助其实现多姿势变换、仰卧、辅助站立、按摩、保健等功能以及进行平稳运动。功能沙发使人们的生活更加方便、快捷和舒适。
	手控		
	沙发铁架		
智慧办公驱动系统	桌腿		公司生产的智慧办公驱动系统主要由可升降桌腿、脚板、控制器、手控等部件组成，主要应用于电动升降办公桌中。电动升降办公桌通过对桌面高度的调节，满足不同身高人群健康办公的需求，有助于预防改善脊椎、颈椎疾病，形成健康工作环境，目前多用于欧美等发达国家办公场所中。
	脚板		
	成套		
医疗康护驱动系统	立柱		公司的医疗康护驱动系统主要由推杆、手控器、立柱、控制盒等部件组成，主要应用于电动医疗床上。线性驱动系统是实现电动医疗床诸多功能的核心动力源，使电动医疗床具有较强的可控性和较高的便捷性。
	控制盒		

主要产品	产品系列	图示	应用领域
工业应用驱动系统	汽车尾门驱动系统		汽车电动尾门的线性驱动系统通过电动推杆、传感器、吸合锁装置、控制器等零部件对汽车尾门进行遥控开门、感应开门等，使车辆更加方便、快捷、更具人性化。

数据来源：公司官网、西南证券整理

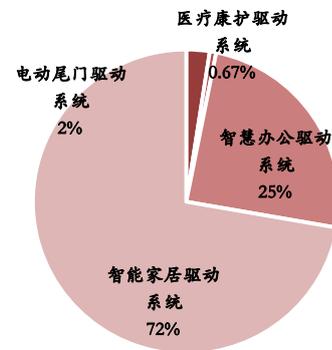
2019年，公司营收达12.2亿，归属母公司净利润达2.2亿。公司的收入主要来自于智能家居驱动系统产品，占主营收入的70%，毛利占比72%。第二大业务为智慧办公驱动系统，收入占比26%，毛利占比25%。剩下的业务为电动尾门驱动系统产品和医疗康护驱动系统产品，业务规模较小，收入占比总和仅4%，毛利占比总和为2.7%。

图 1：凯迪股份 2019 年主营业务结构情况



数据来源：Choice，西南证券整理

图 2：凯迪股份 2019 年主营业务毛利情况



数据来源：Choice，西南证券整理

## 1.2 历史沿革：致力发展线性驱动产品二十余年

图 3：公司发展历程

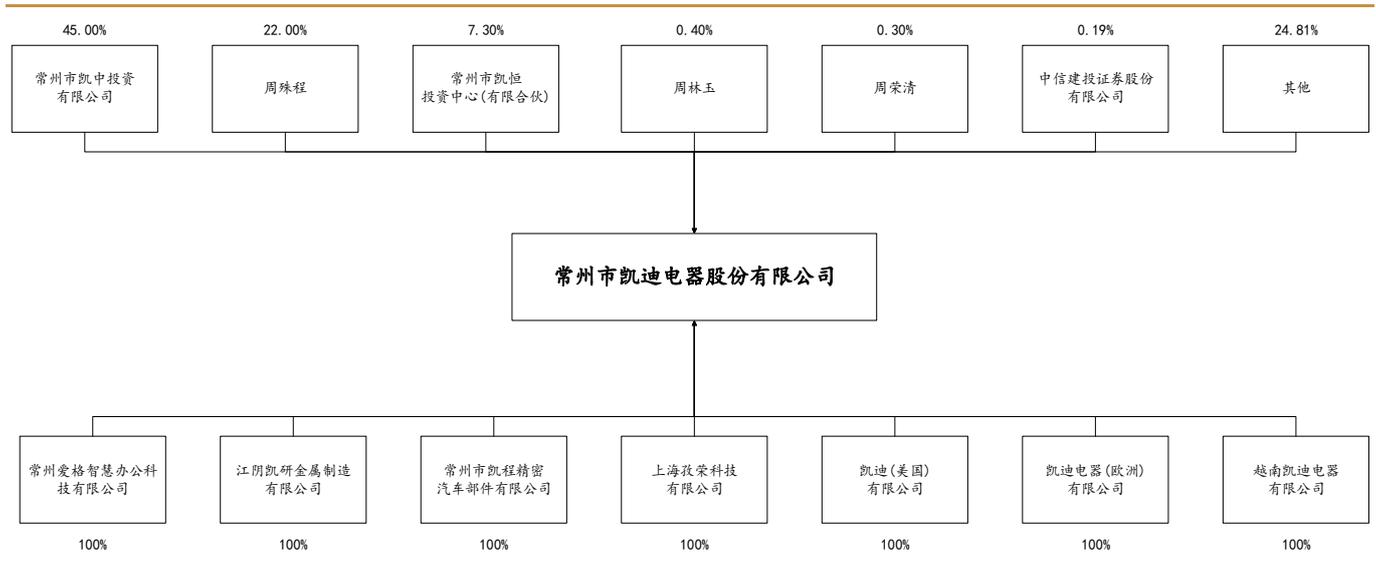


数据来源：公司官网，西南证券整理

常州市凯迪电器股份有限公司，成立于1992年，前身为富达电器厂，主营电子控制产品，历时6年分别与大东傲胜和夏普公司合作。2002年12月公司改名为凯迪电器，主营电机制导产品，并于03年4月推出沙发推杆产品，08年3月推出办公台推杆产品。2010年9月，公司的美国办事处成立，并于13年12月成立美国凯迪，同年成立欧洲办事处。公司于14年2月成立常州凯程精密汽车部件有限公司。2016年3月，公司更名为常州市凯迪电器股份有限公司，并在2020年6月1日挂牌上交所交易。

### 1.3 股权结构：实际控制人持股比例高，股权集中

图4：公司股权结构图



数据来源：Choice，西南证券整理

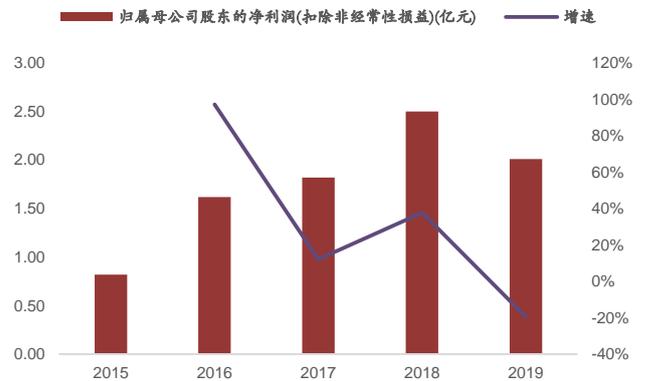
公司实际控制人为周殊程、周荣清、周林玉，其中周荣清与周殊程为父子关系，周荣清与周林玉为夫妻关系，他们三人已签署一致行动协议，通过直接和间接方式共同持股72.4%。周荣清先生现任凯迪电器股份有限公司董事长，直接持股0.30%，通过凯中、凯恒投资间接控制公司5.2%的股权，共持股5.5%。周殊程先生现任凯迪电器股份有限公司总经理，直接持股22%，通过凯中投资、凯恒投资间接控制公司44.5%的股权，共持股约66.5%。周林玉女士共持股0.4%。凯恒投资是凯迪在2015年设立的员工持股平台，共持股7.3%，参与人员一共68人。

### 1.4 历史业绩：业绩高增长，海外市场贡献大

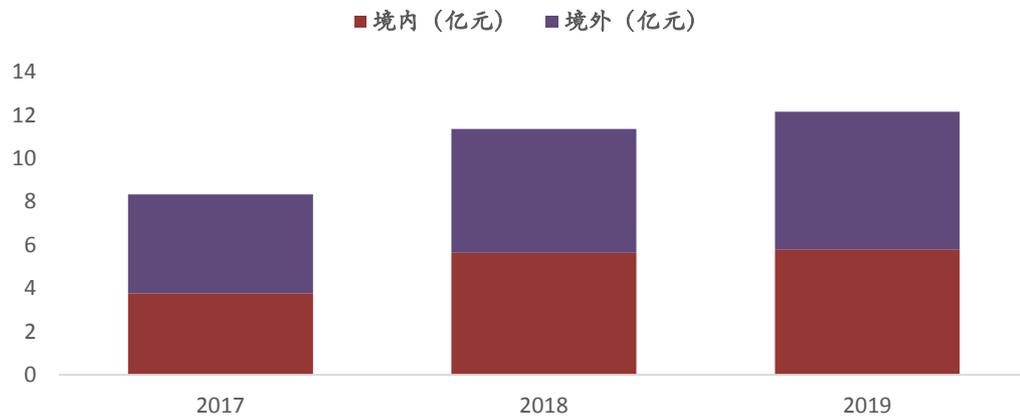
2015-2019年，公司的营业收入从4.0亿元增长到12.2亿元，年复合增长率为32.5%；扣非归母净利润从0.8亿元增长到2亿元，年复合增长率达到25.1%。与前几年业绩高速增长不同的是，2019年受中美贸易摩擦的影响，产品被临时加征关税，导致公司业绩增速在这一年出现了短暂下滑。为了进一步规避关税风险，公司把部分专供美国的产能转移到越南。今年中美关系缓和，线性驱动系列产品被美国加入豁免关税名单，预计公司业绩增速将回归正常。

**图 5: 凯迪股份 2015-2019 年营业收入及增速**


数据来源: 凯迪股份招股说明书, 西南证券整理

**图 6: 凯迪股份 2015-2019 年净利润及增速**


数据来源: 凯迪股份招股说明书, 西南证券整理

**图 7: 凯迪股份 2017-2019 年境内外收入对比**


数据来源: 凯迪股份招股说明书, 西南证券整理

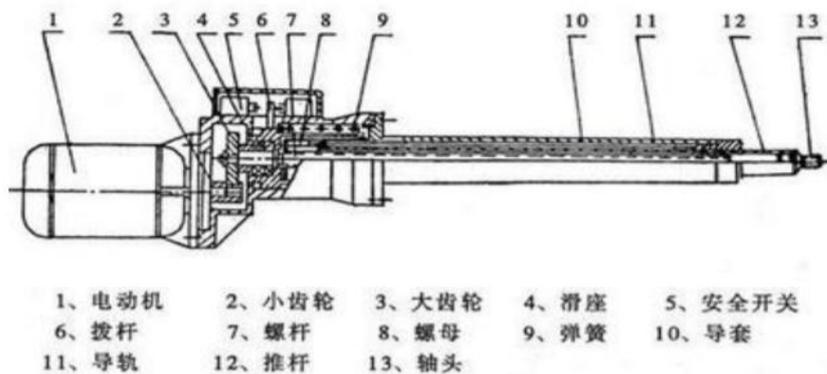
2017 年、2018 年和 2019 年, 公司在境外区域的销售收入分别为 4.6 亿元、5.7 亿元、6.4 亿元, 占全部营业收入的比例分别为 54.8%、50.4%、52.4%。按地区结构来看, 公司的海外营收占比较高, 下游应用集中在海外市场。

## 2 行业分析：黄金赛道，国内企业加速追赶

### 2.1 线性驱动系统：顺应消费升级和智能化趋势，应用广泛，市场空间广阔

线性驱动系统的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。线性驱动系统的核心部件是电动推杆，由驱动电机、减速齿轮、螺杆、螺母、导套、推杆、滑座、弹簧、外壳及涡轮、微动控制开关等组成，与开关电源、控制器或面板一起组成线性驱动系统，是众多下游行业产品的核心配件，被广泛应用于任何需要推动、拉伸、升降、定位或旋转负载的地方，可实现远距离控制、集中控制或自动控制。根据表 2 可见，电动传动器有尺寸紧凑、可参数化控制、线路配置简单、速度快、高负载、精密度高且可控制加速及减速等优点。作为智能化的传动控制系统，线性驱动系统是物联网体系的重要组成部分，未来有望在轻负载场景替代气压和液压驱动装置

图 8：电动推杆剖面图



数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

表 2：电动驱动系统的优缺点

特色	气压	液压	电动
效能	低	低	高
负载	中	高	中
功率	中	高	中
速度	高	中	中
稳定性	低	中	高
复杂性	低	高	低，且有多种不同的配置方式
准确性	低	中等。不适合较长的行程移动	高。可达到同步移动
使用寿命	中	长	长
环境友善	高噪音	液体外泄，环境污染	环境友善：低噪音、低污染、节省能源
维护成本	低，但需要较频繁维护	高需要大量的人力维护	低，基本上不需要维护，替换简单
购买成本	低	高	高
操作成本	中	高	低

数据来源：TIMOTION 官网、西南证券整理

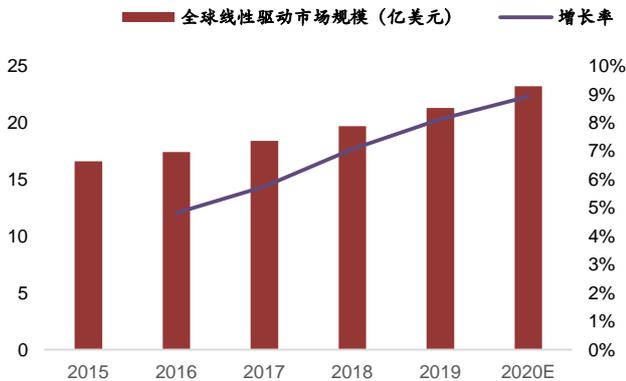
**表 3: 线性驱动系统常见应用领域**

线性驱动应用领域	应用产品	产品介绍
智能家居	躺椅/功能沙发	能够发生摇动、转动、升降等机械运动，进行高度/角度的调节。设计更符合人体工学原理，可有效缓解肩部、颈部、腰部疲劳，使身体在自然受重力作用下得到全面缓解。
	可调式厨房料理台	只需单击按钮，轻松扩大厨房空间，使用升降立柱后便可为不同家庭成员调节工作空间。
智慧办公	可升降办公桌	整天久坐与常见的健康问题有关，像是背痛、体重增加、关节僵硬等等。使用可调式书桌后，坐站交替使用户有更多的精力，减少疲劳程度，减少因久坐而造成伤害的风险，提高工作效率。
	其他常见的应用产品	办公椅、文件柜、技术工作站、会议视频系统、投影仪升降系统等
工业自动化领域	工业操作台	工业操作台必须能够承受很大的重量，因此焊工、机工和其他产业的工作者都能保证其工作站可承受他们正在进行的任何项目。使用大块金属、木材或其他重型材料，都能够让工作者轻松调整空间。
	装箱台	使用升降立柱后，工作者能够自行设定工作空间，快速出货完成工作。
	实验室工作台	进行实验时，正确的环境非常重要。使用升降立柱后，科学家/工程师能够调整工作空间，确保实验正常进行。
医疗器械	可升降手术台	可根据任意需要调节高低，实践中替代桌子，方便、省力。
	可调推车/医疗车	帮助护理人员在更舒适和安全的环境中照顾患者。帮助护理人员在医院里移动患者。
	医疗吊架	以安全舒适的方式，将病患从 A 移到 B 的装置。既能让病患安心，还减轻了须移动病患的人的压力，如护理师。
	电动病床	配备电动线性传动器和升降立柱的病床能轻松发挥作用并移动，可将床上下左右移动等。
其他	凉棚	利用线性传动器技术，可调节式凉棚可让人在需要时享受阳光，并在需要从夏日热气中降温时遮挡阳光。
	阳台遮板	阳台遮板是能够享受户外活动又能摆脱夏季炎热的绝佳产品。
	电视屏幕升降机	一般可以在酒店/度假村找到，帮助生活空间看起来更优雅，干净，整洁，并保证儿童和电器不使用时的安全。
	电动尾门	后备箱可采用电动或者是遥控方式开启或关闭。

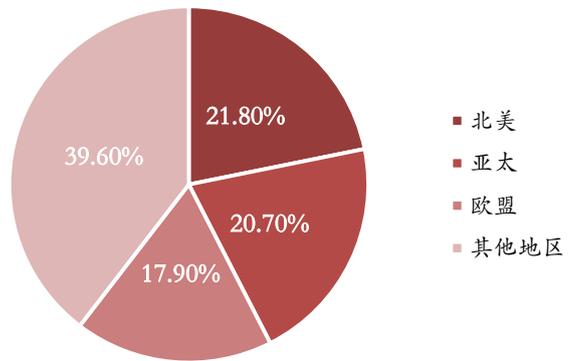
数据来源：TIMOTION 官网、西南证券整理

随着技术的不断发展，各式类型不同规格的线性驱动系统已被广泛应用于众多民用与工业领域，如表 3 所示，智能家居、智慧办公、汽车零部件、医疗器械、工业自动化等需要直线运动执行机构的产品。

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%，行业保持稳定增长。

**图 9：2015-2020 年全球线性驱动器市场规模**


数据来源：TECHNAVIO，西南证券整理

**图 10：2015 年全球线性驱动市场地域分布**


数据来源：TECHNAVIO，西南证券整理

2015 年北美地区线性驱动器市场份额占全球整体的 21.8%，为全球最大市场，亚太地区紧随其后，占全球市场份额的 20.7%，北美和亚太地区几乎占全球市场的一半，欧盟市场占全球市场份额的 17.9%。相比于欧美成熟市场，亚太地区的成长潜力更大，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。

从市场区域方面看，目前海外市场的下游需求较大，以智慧办公、医疗康护为代表的下游需求整体稳定增长；国内仍处于市场开拓初期，其中国内的医疗康护市场处于稳定增长期，智慧办公领域处于培育推广期，智能家居领域处于起步上升期。受到中国人口老龄化、智慧城市推进、市场逐步扩大和行业政策等因素影响，国内线性驱动行业的下游市场需求呈现快速上升趋势，与此同时国外线性驱动行业呈现高需求，突显线性驱动行业市场潜力巨大。

## 2.2 下游市场高速发展，带动线性驱动产品需求

### 2.2.1 智能家居高增长，带动线性驱动产品需求

随着全球科技的进步与消费者生活品质的提高，消费者对健康舒适度提出更高的要求，对于沙发的诉求已不再仅仅局限于简单的坐，对沙发健康性、舒适性和功能性提出了更高的要求。功能沙发满足了消费者对沙发舒适度的追求。与传统沙发相比，功能沙发根据人体工程学设计，依靠内置的线性驱动器作为核心动力来源，通过按钮上的上升和下降按键控制沙发的升降、倾斜及翻转，为消费者提供最合适的角度，使头部、颈部、腰部、膝盖直至双脚均处于完全放松的状态，给消费者全身提供支撑，促进血液循环，有益身体健康。

功能沙发上述功能的实现需依靠内部的线性驱动系统，一张单人功能沙发至少需配置两个线性驱动器及一套线性驱动系统来提供动力。功能沙发在日常生活中充分体现了其舒适健康的性能，经过多年的发展，其功能不断得到改善和提高，得到了消费者的一致认可。

图 11: 功能沙发的线性驱动系统结构图

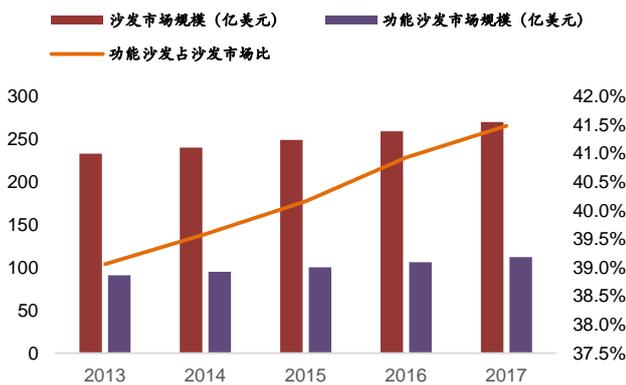


数据来源: 凯迪股份招股说明书, 西南证券整理

目前美国是全球功能沙发最大的消费国。2015 年美国功能沙发市场销售规模占整体沙发市场的比例已达到 40.2%。欧洲、日本等发达国家由于居民收入水平较高, 一贯注重健康舒适的生活品质, 因此功能沙发市场发展相对成熟, 需求量一直保持较平稳的增长态势。

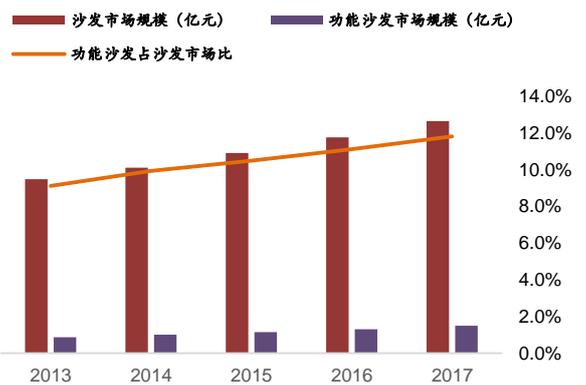
根据 Euromonitor 发布的《Motion Recliner in USA and PRC》数据显示, 2015 年美国功能沙发市场销售规模 100 亿美元, 占整体沙发市场的 40.2%。随着美国经济和房地产市场的发展以及消费者对生活质量追求的提高, 其功能沙发市场需求将会较快增长。功能沙发市场规模年复合增长率高于整体沙发市场增长率, 成为驱动美国整体沙发市场增长的主要子分类。

图 12: 2013-2017 年美国功能沙发占沙发市场比例



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 13: 2013-2017 年中国功能沙发占沙发市场比例

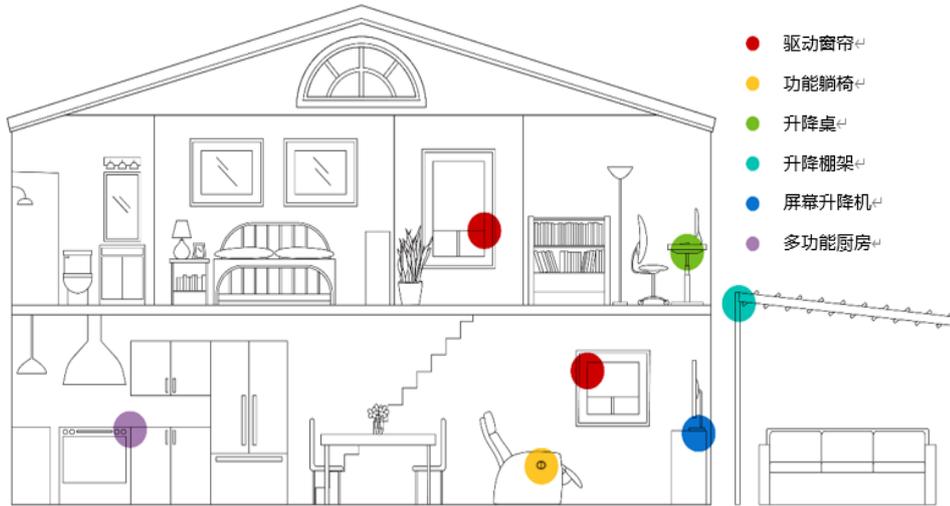


数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

中国功能沙发市场是从近十年才开始兴起的, 与发达国家相比, 功能沙发在中国仍是一种新颖小众的产品, 随着中国居民人均可支配收入及对健康舒适生活品质追求的不不断提高, 功能沙发未来在中国将得到较快发展。根据 Euromonitor 发布的《Motion Recliner in USA and PRC》数据显示, 2015 年中国沙发市场销售规模为 467 亿元, 功能沙发市场销售规模 49 亿元, 占整体沙发市场 10.5%。预计未来功能沙发市场规模年复合增长率将会大幅高于中国整体沙发市场的增长率及发达国家功能沙发的市场增长率。

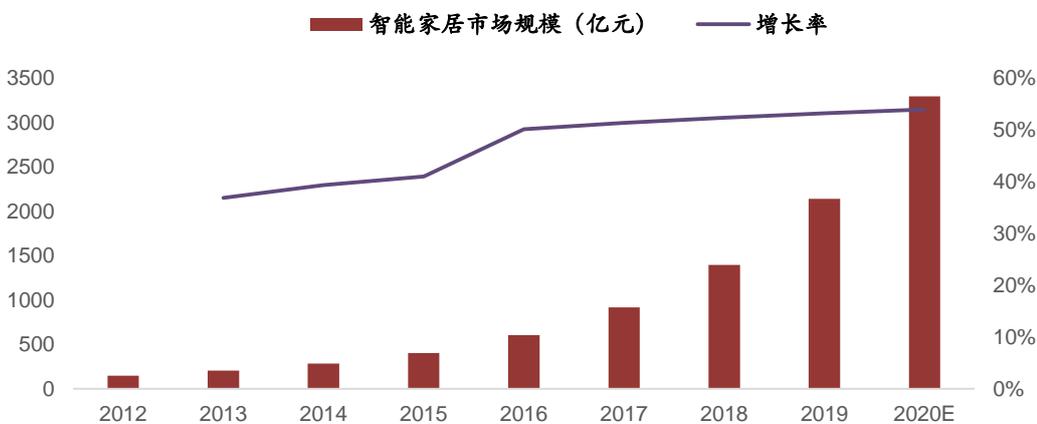
功能沙发是线性驱动系统应用于智能家居中的一大板块，实际上智能家居应用广泛，不仅包含功能沙发，厨房电器、百叶窗、躺椅、升降桌、棚架及多功能床等需要使用线性运动的物体都需要用到线性驱动系统，如图 14 所示。

图 14：智能家居应用图



数据来源：TIMOTION 官网，西南证券整理

图 15：中国智能家居市场规模



数据来源：Choice，西南证券整理

中国智能家居市场规模高速增长。2018 年中国智能家居市场规模达 1396.5 亿元，同比增长 52.4%；2019 年中国智能家居市场规模达到 2139.8 亿元，同比增长 53.2%。从 2012 到 2019 年的复合增长率约为 46.2%，预计未来几年内中国智能家居产业将迎来进一步增长，到 2020 年，智能家居市场规模将达 3294.1 亿元，市场可挖掘潜力巨大。智能家居产品使用需求的不断上升将促使形成巨大的智能家居配套市场，智能家居市场对线性驱动系统的需求潜力巨大。

根据 Strategy Analytics 统计数据显示，2017 年全球智能家居市场规模达到 840 亿美元，同比增长 16%。预测 2018 全球智能家居市场规模有望达到 960 亿美元，未来五年复合增长率为 10%。其中 2017 年中国智能家居市场规模约为 988 亿元人民币，年复合增长率高达 39%，增长潜力巨大。

## 2.2.2 智慧办公全球需求高增长

随着全球电脑科技的广泛应用，办公室人员需要长时间在电脑前连续工作。传统办公桌通常不适合大多数人员使用，长时间静态的坐姿、频繁的上肢动作及注视电脑屏幕会导致不适、疲劳和肌肉骨骼疾病。此外，随着坐着办公的时间越来越长，人们逐渐意识到久坐反而不利于工作效率的提高，开始尝试坐站交替办公。基于职业健康及工作效率，办公人员对办公桌健康性、舒适性和功能性提出了更高的要求，这为电动升降办公桌市场提供了良好的市场机遇。

图 16：可升降办公桌的线性驱动系统结构图



数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

与传统办公桌相比，电动升降办公桌根据人体工程学设计，由升降立柱、电器盒和手控器组成的线性驱动系统是其重要组成部分及核心动力来源，只需桌面即可组装为电动升降办公桌，升降的形式主要是通过对桌面高度的调节，以满足不同身高人群的需求，从而改变传统工作方式，让使用者能够更加健康的工作，该类智慧办公产品能有效预防脊椎类职业病的发生，并能减缓脊椎类疾病的痛楚，属于生命健康产品的范畴。

电动升降办公桌起源并首先流行于欧洲。早在 1992 年，丹麦的 The Labour Supervision 在“AT notice nor.1108 of 15. December 1992 and AT anv. 4.0.1.1”中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办公室员工中的普及率高达 90%。由于欧美发达国家一贯重视职业病的防治，电动升降办公桌近几年发展迅速，已大量应用于办公场所，随着现代化办公的发展，电动升降办公桌逐渐成为现代办公生活的标准。从全球范围看，目前美国是电动办公家具普及率最高的国家。从国内看，尽管电动办公桌在国内的办公场所应用的还比较少，但随着人们越来越注重健康的办公环境，电动升降办公桌产品的不断推广、使用将成为趋势，该市场容量也将越来越大，从而带动对线性驱动系统的需求快速增长。

据中国产业信息网的数据，近年我国家具行业市场规模约为全球市场规模的 25%，家具行业中 20%为办公家具，办公家具中的 30%为办公桌产品。根据工信部统计数据，2015 年我国家具行业销售规模为 7872.5 亿元，2016 年达到 8559.5 亿元，2017 年为 9056 亿元，由此推算 2015 年、2016 年和 2017 年全球家具行业市场规模分别约为 31490 亿元、34238 亿元和 36224 亿元。

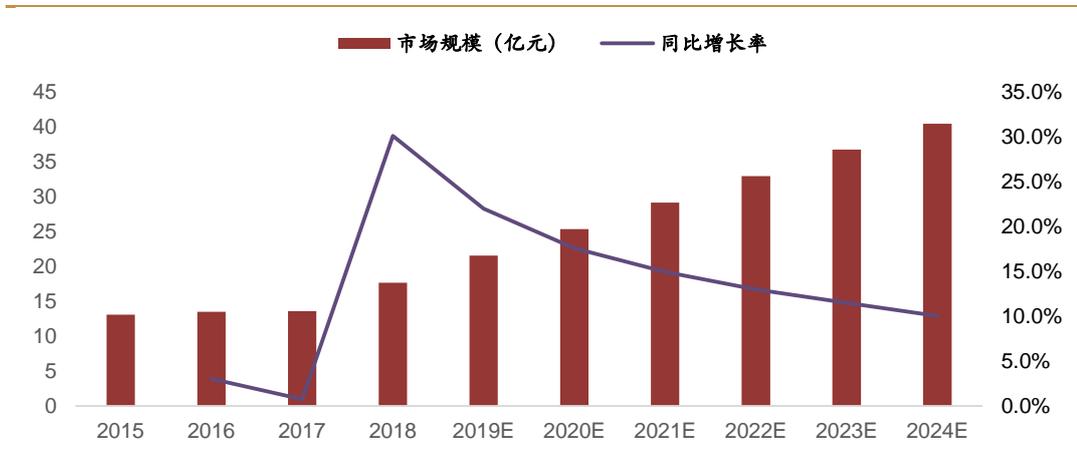
**表 4：2013-2022 年全球应用于升降办公桌的线性驱动系统市场规模及预测**

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
中国家具行业销售规模	7872.5	8559.5	9056.0	7011.9	7502.7	7915.4	8271.6	8519.7
测算全球办公桌市场规模	1889.4	2054.3	2173.4	1682.9	1800.7	1899.7	1985.2	2044.7
升降办公桌渗透率	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
测算全球可升降办公桌市场规模	94.5	123.3	152.1	134.6	162.1	190.0	218.4	245.4
测算全球升降办公桌用线性驱动市场规模	23.6	30.8	38.0	33.7	40.5	47.5	54.6	61.3

数据来源：中国产业信息网、工信部、中国自动化网、西南证券整理

根据中国自动化网的数据分析显示，全球办公桌产品市场中，2015 年可升降办公桌的渗透率约 5%-10%，我们按保守值 5% 计算，并且估计渗透率并逐年增加 1%，2015 年、2016 年和 2017 年全球可升降办公桌的市场规模大约为 94.5 亿元、123 亿元和 152 亿元，呈现稳步增长趋势。我们假设平均每套线性驱动产品价格占可升降办公桌价格的 25%，2015 年、2016 年和 2017 年全球可升降办公桌所应用的线性驱动产品的市场规模大约为 23.6 亿元、30.8 亿元和 38.0 亿元，并预测在 2019 年、2020 年、2021 年和 2022 年分别达到 48.6 亿元、57.0 亿元、65.5 亿元和 73.6 亿元。

随着我国现代写字楼建设的快速增长、企事业单位和政府机关办公条件的不断改善、商务型酒店数量的持续增加，在城市化进程推进和人们消费能力和健康意识提升的促进下，中国办公家具及办公桌需求保持快速增长。

**图 17：2015-2024 年国内应用于升降办公桌的线性驱动市场规模测算**


数据来源：智研咨询，西南证券整理

我们估计 2018 年国内升降办公桌增长速度已经达到顶峰，后续增速会逐步放缓。预计 2020、2021 年仍保持 15% 以上的规模增长，行业赛道良好。国内升降桌市场仍处于开拓期，消费升级驱动市场快速成长。目前，国内可升降桌产品市场与成熟市场还存在一定的差距。同欧美国家相比，中国人均家具消费水平尚低，但随着中国城镇化率和人民生活水平的不断提高，兼顾美观和实用的消费理念逐渐形成，消费升级趋势逐渐明显，家具特别是中高档家具消费将不断增长，从而带动中国的智慧办公家具市场。

### 2.2.3 电动病床等应用加速普及，医疗领域线性驱动未来增长可期

现代化的医院基本上已走入自动化，而大部分与病患有关的自动化技术都与电动线性推杆系统有关。为了照顾行动不便的病患，医护人员需要更灵活的移动调整。而线性驱动系统便提供了这种便利，只要简单的按下按键，病患及医护人员就能轻松的调整姿势或移动，降低病患的不适，以及提升医护人员的效率。

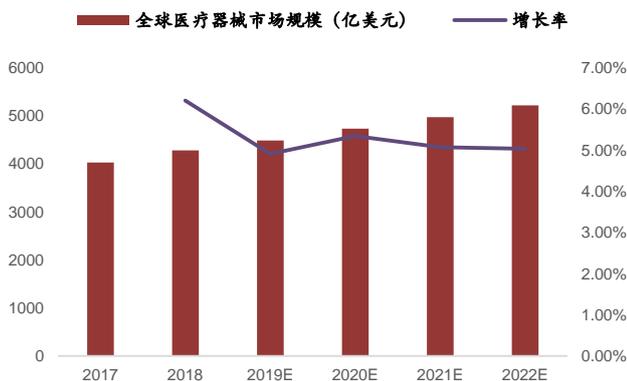
表 5: 常见的应用于医疗及康护领域的线性驱动系统产品

应用领域	产品	产品介绍
医疗领域	电动病床	分为普通电动病床和 ICU 电动病床。其中，ICU 电动病床的驱动控制系统是病床的核心，直接影响到病人的治疗、康复效果。
	电动手术床/台	可根据要求将手术床调整到所需体位。让手术视野充分暴露，操作便捷，并增强了患者不同体位的安全性和稳定性。
	牵引床	采用机械传动实行牵引，通过牵引力来改善脊椎韧带粘连，进行治疗腰脱与颈脱等急慢性损伤。
	牙科椅	可根据治疗需求，操纵控制相应部件产生移动，完成上升、下降俯仰等动作。
康护领域	电动护理床	由于老年人所患疾病多以慢性病为主，需长期进行物理方式护理。电动护理床可为其提供便利性，极大的减轻了护理人员的负担。
	可升降轮椅	它除了具有市场上轮椅普遍具有的多种功能外，还具有升降功能，减轻了护理人员的劳动强度。
其他		翻身床、康复训练床、C 型臂、核磁共振设备、吊塔、台车等。

数据来源：百度、西南证券整理

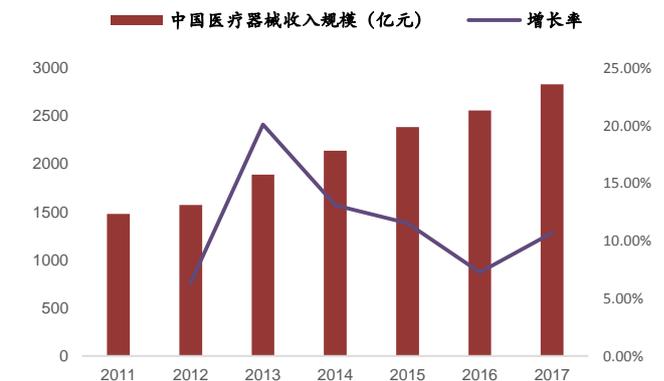
2017 和 2018 年的全球医疗器械市场销售额分别达 4030、4280 亿美元，同比增长 6.2%。预计 2022 年全球医疗器械的销售总额将达到 5220 亿美元，保持年复合增长率 5.3%。全球医疗器械设备市场潜力较大，未来市场增长主要是由于人口的增加和发达国家人口的老齡化，以及新兴经济体医疗费用的增加。根据经验，我们假设线性驱动产品市场规模占医疗器械设备市场规模的 0.5%，2017 年全球用于医疗领域的线性驱动产品市场规模约为 20.2 亿美元，预计在 2020 年将达到 26.1 亿美元。

图 18: 2017-2020 年全球医疗器械市场规模及预测



数据来源：Evaluate，西南证券整理

图 19: 2011-2017 年国内医疗器械行业收入规模



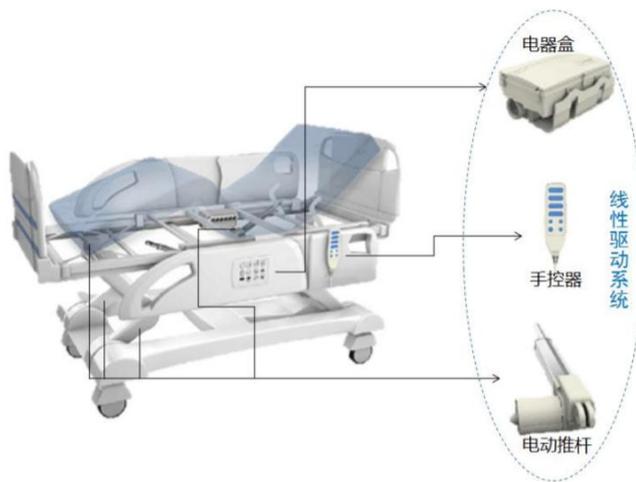
数据来源：工业和信息化部，西南证券整理

2017 年我国医疗仪器设备及器械制造主营业务收入 2828.1 亿元，同比增长 10.7%；利润总额为 325.1 亿元，同比增长 6.9%，医疗仪器设备及器械制造行业发展态势良好，稳步上行。随着下游行业市场规模的不断扩大，线性驱动的市场空间将同步提升。据工信部披露，

2017 年中等规模以上医疗仪器设备及器械行业主营业务收入为 2828.10 亿元，同比增长 10.7%。按占医疗器械设备市场规模 0.5%的比例测算，2017 年用于中国医疗领域的线性驱动产品的市场约为 14 亿元。

电动病床是最常见应用于医疗领域中的线性驱动产品。不论是看病或住院，几乎每个病患首先接触到的医疗器械就是病床。目前电动病床在全国医疗卫生机构床位中的渗透率不到 10%，随着科学技术的进步和医疗设施水平的不断提高，电动病床的普及推广将成为医疗器械领域的一个发展趋势。

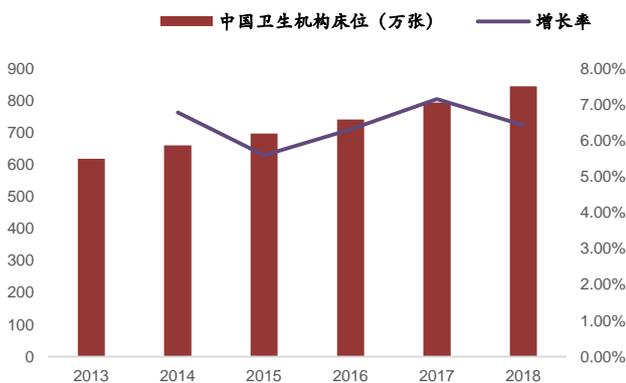
图 20: 电动病床的线性驱动系统结构图



数据来源: 凯迪股份招股说明书, 西南证券整理

2018 年，全国医疗卫生机构床位数 845 万张、养老服务床位 746 万张，以电动病床 6% 的渗透率测算，全国电动病床需求量达 96 万张，假设每张电动病床应用的线性驱动产品价格 为 1200 元，对应线性驱动系统的市场规模为 11.5 亿元。

图 21: 2013-2018 年全国医疗卫生机构床位数



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 22: 2012-2018 年全国养老机构床位数



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

2017 年，我国医疗卫生机构床位数达到 794 万张，每千人口床位数为 5.7 张。按照《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》中提出的要求，到 2020 年每千人口床位数为 6 张。因此，随着我国人口增长以及每千人口床位数的需求增加，我国病床市场规模将进

一步扩大。此外，考虑到科技进步、卫生医疗费用支出上升以及智能化改造等情况，病床中使用线性驱动的电动病床的渗透率也将提高。

老龄人口的增加和生活水平的提升也推动了我国电动护理床市场迅速发展。截至 2017 年末，我国 60 岁以上老年人口达 2.4 亿，占总人口比重达 17.3%；预计，到 2020 年全国 60 岁以上老年人口将增加到 2.6 亿人左右，占总人口比重 17.8%；每千名老人拥有养老床位 31.6 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。

### 2.2.4 汽车尾门及其他工业应用逐步渗透

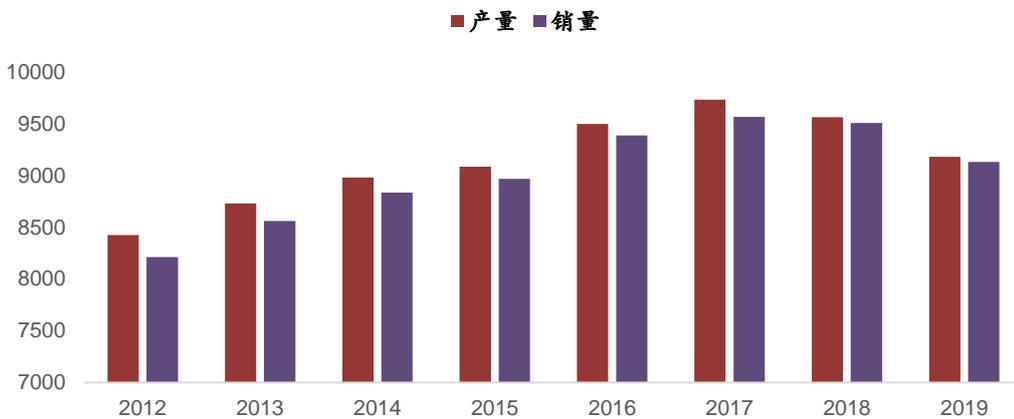
常见的应用于工业科技领域的线性驱动系统产品有汽车尾门。汽车电动尾门系统是驾乘者通过按动车辆尾门开关键、遥控车钥匙或在尾门相应区域使用人体感应操作，控制尾门开闭的装置，具备智能防夹、高度记忆等功能以及操控便捷、实用性强等优点。

图 23：汽车尾门线性驱动系统



数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

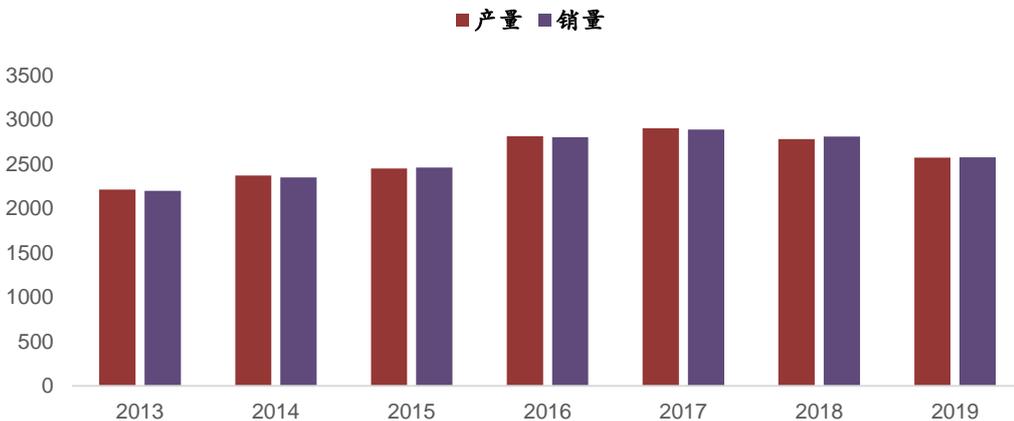
汽车电动尾门的线性驱动系统通过电动推杆、传感器、吸合锁装置、控制器等零部件对汽车尾门进行遥控开门、感应开门等，使车辆更加方便、快捷、更具人性化。

**图 24：2012-2019 年全球汽车产销量（万辆）**


数据来源：凯迪股份招股说明书，世界汽车组织（OICA），西南证券整理

Markets and Markets 数据显示，2017 年汽车市场自动驱动系统的市场规模约为 141.6 亿美元，预计 2017-2022 年间年复合增长率为 7.5%。预计到 2022 年，亚太地区会成为市场体量最大，年复合增长率最高的地区。

国民经济的快速增长及城镇化进程的不断深化推动了我国汽车工业迅猛发展，目前我国已成为全球汽车生产及消费大国。截至 2019 年 12 月底，全国机动车保有量达 3.5 亿辆，其中汽车 2.6 亿辆，私家车总量超过 2.1 亿辆，平均 7 人拥有 1 辆私家车。按照小康生活每个家庭拥有 1 辆小汽车标准，我国汽车保有量还需再新增两倍，我国汽车市场未来发展前景广阔。

**图 25：2013-2019 年中国汽车产销量（万辆）**


数据来源：凯迪股份招股说明书，WIND，中国汽车工业协会，西南证券整理

未来车辆智能化将成为趋势，类似电动尾门这样的配置会从高端车型逐步向中低端车型渗透，这为线性驱动系统在汽车行业的应用发展带来巨大的空间。

除此之外，其他常见的应用于工业的线性驱动产品还有太阳能跟踪器、清扫车、收割机、游艇、舞台、电动传动器等。

## 2.3 竞争格局：国内双龙头并行，逐鹿全球市场

参与线性驱动行业竞争的企业主要包括跨国公司和我国本土供应商。线性驱动行业在国外发达国家应用较广泛，特别是欧洲和美国发展相对较为成熟。凯迪海外的主要竞争对手为丹麦 LINAK A/S、德国 Dewert Okin、台湾 TIMOTION Technology Co.,Ltd。国外跨国公司最早进入线性驱动行业，通过多年的积累，已完成该行业的专利布局，给新进入者带来知识产权方面的障碍，同时这些企业具有较高的品牌效应和完善的分销渠道。

中国线性驱动行业起步于 21 世纪初，行业发展迅速，现已拥有捷昌驱动、浙江新益、常州凯迪、青岛豪江、德沃康等一批本土企业实现规模化生产。其中，捷昌驱动和凯迪股份的市场规模较大，领先于国内的其他同行业生产商。国内线性驱动系统生产企业经过十余年的技术积累，虽然品牌知名度相对落后于国际知名企业，但产品性能、质量已与国际制造商逐步接近。

表 6：国内外线性驱动生产商简介

	企业名称	成立时间	企业简介	员工规模
国外	丹麦 LINAK A/S.	1907	全球最早的线性驱动行业生产商之一，于 1907 年在丹麦成立，在全球线性驱动行业拥有较高的品牌知名度和领先的技术优势，在全球医疗器械行业对应的线性驱动产品市场占有率名列前茅。	2500+
	德国 Dewert Okin	1982	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 2010 年设立了中国嘉兴生产基地。	500+
国内	台湾 TIMOTION	2005	在广东东莞设有工厂，在江苏昆山设有分公司，在日本、韩国、法国、意大利等地均设有办事处，产品应用于医疗、家具、办公工作环境及工业，具有较强的产品开发能力，全球市场拓展态势较好。	1500+
	捷昌驱动	2000	从事线性驱动产品研发、生产、销售，其产品主要用于医疗康护、智慧办公、智能家居等领域，已在上交所上市。	1000+
	凯迪股份	1992	一直专注于为智能家居、智慧办公、医疗康护、汽车零部件等领域提供配套线性驱动系统产品，于 2020 年 6 月 1 日正式在上交所挂牌交易。	2000+
	青岛豪江	2003	是一家电机、马达、驱动器、配件等设施的生产厂商，产品主销欧洲、北美、东南亚、日韩等海外市场	300+
	德沃康	2010	OKIN 美卡诺公司全球重要成员之一，是一家致力于研发生产高品质的电动调节装置的专业公司。产品被应用于电动沙发、按摩椅、护理用床、家用电动床等。	450+

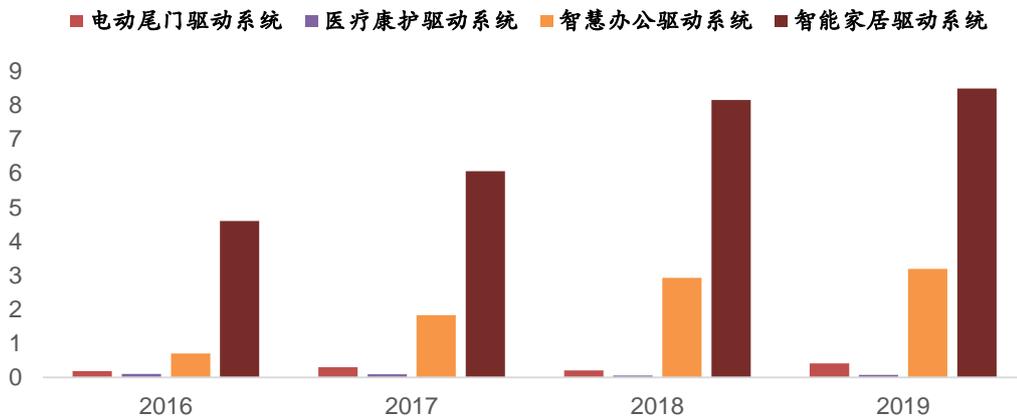
数据来源：各公司官网、Google、西南证券整理

### 3 公司分析：家居领域稳居龙头地位，办公、汽车、医疗将迎来爆发

#### 3.1 主营业务分析：家居领域占比高，办公领域增长较快

公司长期从事线性驱动系统的研发、生产与销售。历经多年发展，公司已形成集技术研发、产品开发、生产制造、国内外营销于一体的全流程服务体系，主要为智能家居、智慧办公、医疗康护、汽车零部件等领域提供配套线性驱动系统产品。

图 26：公司历年业务结构演变（单位：亿元）

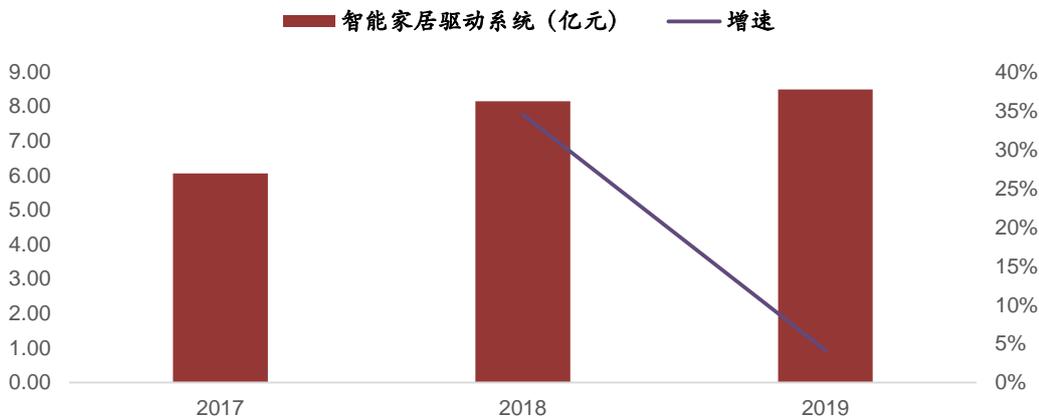


数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

2016-2019 年，智能家居驱动系统业务收入大幅增长，从 4.6 亿元增长到 8.5 亿元；智慧办公驱动系统业务收入快速增长，从 0.7 亿元增长到 3.2 亿元，逐渐成为公司业务发展的重要增长点；汽车尾门驱动系统业务收入从 0.2 亿元增长到 0.4 亿元，增长可期；医疗康护驱动系统业务收入较为稳定。

##### 3.1.1 智能家居驱动系统业务分析

智能家居驱动系统为公司的核心产品，产品覆盖智能家居沙发，智能升降床，智能家居整套驱动系统的研发与制造，下游应用的重点领域是功能沙发，通过在沙发中嵌入线性驱动系统实现沙发头枕部、腰部、背部、腿部等部件的角度调节，其中常州市凯迪电器股份有限公司子公司---凯研金属制造，主要负责智能沙发铁架制造。17-19 年内，智能家居驱动系统实现收入 6.2 亿元、8.2 亿元和 8.5 元，占主营业务收入的比重为 72.8%、71.7%和 69.8%，智能家居驱动系统收入的稳步增长是公司整体营业收入增加的主要因素之一。

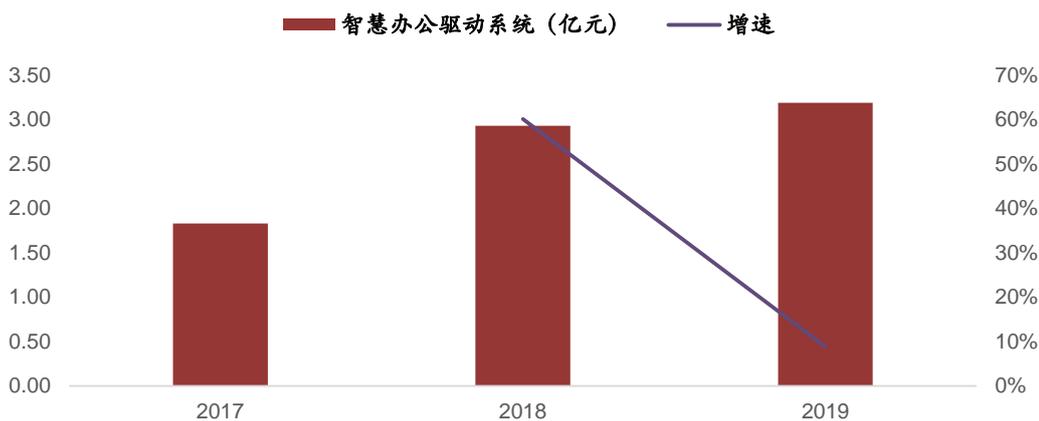
**图 27: 2017-2019 年凯迪智能家居驱动系统收入**


数据来源: 凯迪股份招股说明书, 西南证券整理

2018 年, 公司智能家居驱动系统实现收入 8.1 亿元, 较 2017 年增加 2.1 亿元, 增长率为 34.5%, 主要原因为: 智能家居行业中功能沙发产品占比提高以及手动功能沙发升级为电动功能沙发, 下游需求增长带动智能家居驱动系统产品销量、销售收入大幅增加。2019 年, 智能家居驱动系统实现收入 8.5 亿元, 较 2018 年增加 3426 万元, 增长率为 4.2%, 继续保持增长态势。

### 3.1.2 智慧办公驱动系统业务分析

智慧办公驱动系统作为公司近年来快速发展的重要产品, 其下游重点领域是电动升降办公桌。2017-2019 年, 智慧办公驱动系统实现收入 1.8 亿元、2.9 亿元和 3.2 亿元, 复合增长率达到 31.8%, 占主营业务收入的比重分别为 22%、25.8%和 26.2%, 占比逐年提高。

**图 28: 2017-2019 年凯迪智慧办公驱动系统收入**


数据来源: 凯迪股份招股说明书, 西南证券整理

2018 年, 公司智慧办公驱动系统实现收入 2.9 亿元, 较 2017 年增加 1.1 亿元, 增长率达 59.8%, 主要原因为: 海外智慧办公市场持续发展使得公司对 ESI Ergonomic Solutions, LLC 销售收入较 2017 年增加 7197 万元; 另一方面, 公司 2018 年新开发境内客户东莞市创健达智能科技有限公司并于当年形成销售收入 3091 万元。2019 年, 公司智慧办公驱动系统

实现收入 3.2 亿元，较 2018 年增加 2561 万元，增长率达 8.7%，总体稳步增长，主要是由于欧洲客户 2019 年采购增加所致。

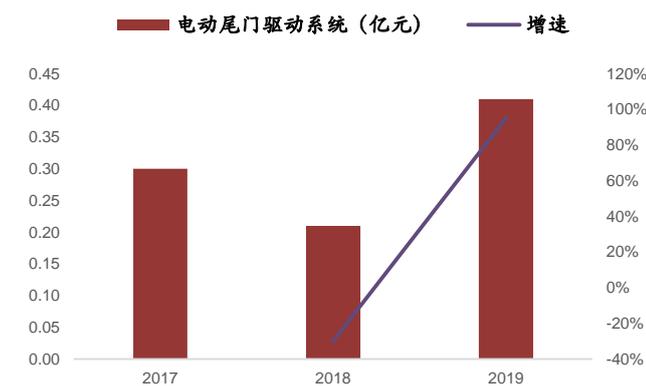
智慧办公驱动系统销售收入快速增长的主要原因，是由于欧美发达国家一贯重视职业病的防治、健康办公的消费理念已相对成熟，导致电动升降办公桌近几年发展迅速，已大量应用于办公场所，企业和员工对舒适、高效办公环境的重视使得智慧办公线性驱动行业迅速发展，市场需求旺盛。公司精准把握海外市场发展趋势，积极布局、拓展海外市场，提升公司在业内的品牌形象及知名度，公司智慧办公驱动系统产品在全球智能化办公快速发展的趋势下顺利开拓国际市场，成功开发了诸如 ESI Ergonomic Solutions, LLC、Fellowes Inc、Teknion Limited、InWerk GmbH、UAB Svenheim 等北美、欧洲办公家具行业内知名客户，带动公司智慧办公驱动系统境外销售收入大幅增长。此外，随着国内经济的发展，国内职业病防治及职业健康理念的普及与提升，国内的高端办公家具市场需求也在逐渐释放。

### 3.1.3 其他驱动系统业务分析

凯迪股份成立了子公司凯程精密制造，主要业务为汽车零部件制造，产品覆盖传统燃油车，新能源汽车等领域。业务主要覆盖传统燃油车，新能源汽车等领域。公司医疗事业部业务主要覆盖医疗床，医疗康复床，手术床，电动轮椅等医疗器械产品。

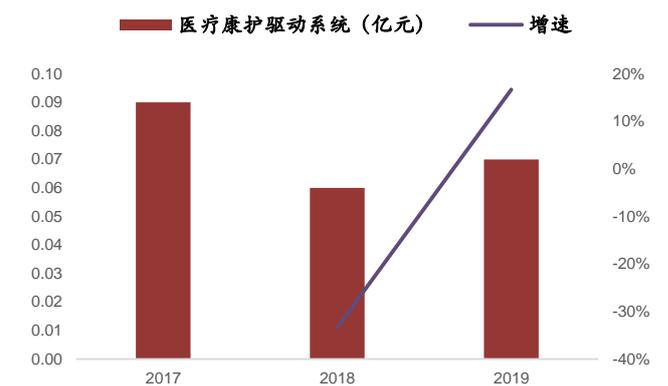
2017-2019 年公司电动尾门驱动系统的营收为 3000 万元、2100 万元、4100 万元，医疗康护系统的营收为 900 万元、600 万元、700 万元。其中，电动尾门驱动系统、医疗康护驱动系统占比较小，公司电动尾门驱动系统销售收入占主营业务收入的比例分别为 3.7%、1.8%和 3.4%，医疗康护驱动系统销售收入占主营业务收入的比例分别为 1.1%、0.6%和 0.6%。其中，电动尾门驱动系统产品由于配套车型的销量等因素，在 2017-2019 年内的销量相对较小。但目前随着合作项目的增加，公司已取得本田、奇瑞、力帆、华晨雷诺、小鹏汽车的订单，且已经与江铃福特、吉利、东风柳汽等整车制造商开展立项合作。

图 29：2017-2019 年凯迪电动尾门驱动系统收入



数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

图 30：2017-2019 年凯迪医疗康护驱动系统收入



数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

公司智能家居驱动系统、智慧办公驱动系统、医疗康护驱动系统主要由电动推杆、手控器、电源盒组成，其工艺流程基本一致；电动尾门驱动系统生产流程主要包括撑杆组件装配、ECU 制造、脚踢及支架加工装配等环节，前端的电机、丝杆、蜗杆、注塑件等工序与家居、办公类产品共用产能。在公司产能相对饱和的情况下，公司需要保证核心产品的产能和市场供应；此外，2017-2019 年内公司电动尾门驱动系统与医疗康护驱动系统销售规模较小，客户结构相对简单，其销售收入变动受下游客户订单需求影响较大。

## 3.2 研发、生产、客户、服务四大优势铸就核心竞争力

### 3.2.1 研发优势：快速响应客户定制需求

随着各行业的发展，下游产品逐渐被越来越多的消费者关注，线性驱动系统作为这类产品的核心动力部件，其稳定性、安全性等直接影响了消费者的体验感。随着消费水平的提高以及居民对生活品质要求的提升，下游产品也将越来越多元化。由于线性驱动产品属于定制化非标产品，公司需要根据客户的个性化需求，对产品外观、尺寸、功能等方面进行设计，产品定价与产品规格、功能、创新程度相关。由此公司的研发能力彰显了能否及时更新并创新产品，使其及时满足客户所需的功能。

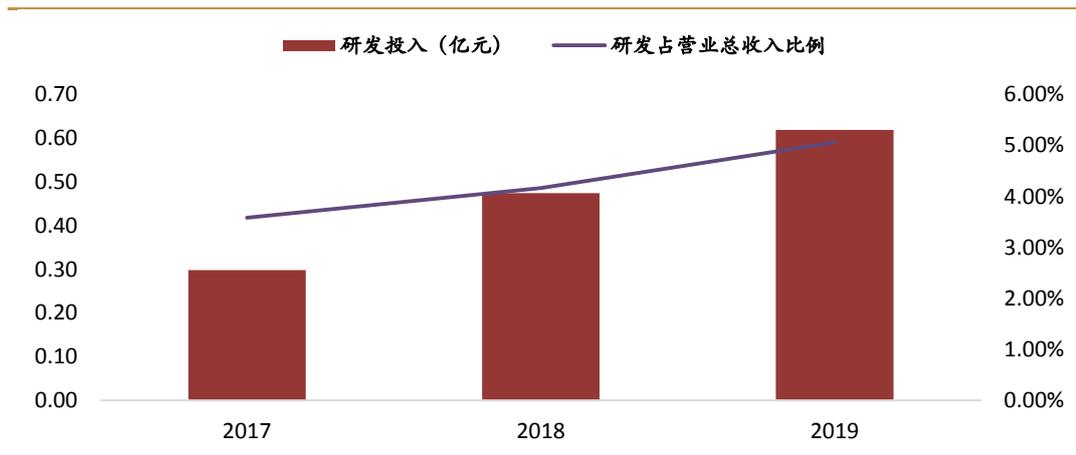
公司自成立以来一直坚持提高自主创新能力、走创新型发展道路的战略，不断加大研发投入力度，培养和吸引创新型人才，拥有较为完善的研发创新体制平台和 2000 多名产线经验丰富的实操人才，保证了公司的技术研发实力和核心竞争力在业内处于领先地位。公司始终专注于线性驱动系统的研发，能快速响应客户并按其所需提供整体解决方案，可根据客户的行业特征、产品应用领域、个性化需求以及客户最终产品的参数、功能需求、产品应用环境等多方面、多角度制定线性驱动系统产品的设计方案，满足客户的定制化需求。截至招股说明书签署日，公司拥有发明专利 11 项，实用新型专利 85 项，外观设计专利 39 项，其中公司的核心技术可见表 7。

表 7：凯迪股份核心技术列表

核心技术	意义
沙发用电动推杆的防夹技术	有效阻止了人或动物在电动沙发底部区域被夹伤的可能性，提高了电动沙发使用安全性。  填补了国内在该技术领域的空白，对提升国内线性驱动器行业的技术水平，提高产品质量和市场竞争能力等有着十分重要的意义。
电动推杆增大机械自锁技术	
线性驱动器的紧急快速释放技术	
多功能同步运动控制盒技术	

数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

图 31：公司历年研发费用及占营业收入比例变化



数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

从 2017 到 2019 年，凯迪逐年加大研发力度，研发占比从 3.6% 上升到 5.1%，且研发总额从 3000 万元上升到 6200 万元。

### 3.2.2 生产优势：规模优势，垂直一体化，柔性化，质量优势

凯迪股份是我国领先的线性驱动系统生产制造商，拥有专业化生产基地和先进的生产设备，凭借规模优势和生产效率优势，生产成本得到有效降低。同时，公司还是行业内为数不多的具有从核心产品电动推杆、精密关键部件、模具设计开发、注塑成型到整套系统组装的全产业链生产能力的企业之一。公司采取了关键零部件自制的垂直一体化生产战略，积累了丰富的研发经验和生产工艺，包括电子技术工艺、注塑工艺、模具开发工艺、制造工艺等，实现关键零部件自行设计生产，能够自主完成“模具开发—注塑—加工—制造—组装—检测”的垂直一体化经营，避免了外协带来的产品质量和技术泄露问题。

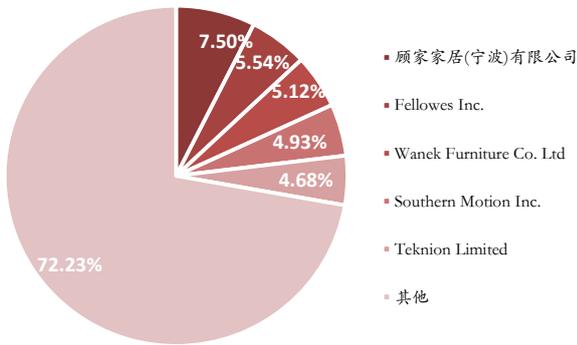
凯迪股份还建立了集设备、工艺、产品、生产能力和扩展能力于一体的快速反应柔性化制造体系，能够为客户提供包括技术研发、定制化设计、生产制造、组装配送和技术支持服务在内的全流程服务，其大幅提高了公司的应变能力，通过提升公司产能的冗余度，保证公司完成生产任务的同时降低了突发事件对公司产生的负面影响，从而提升了公司整体竞争实力。

公司始终重视产品质量和品牌声誉，积极采用国内外通用标准实施产品质量控制，于2017年通过了ISO 9001:2015质量管理体系认证。公司根据ISO 9001:2015质量管理体系要求确定了公司质量管理目标，及质量目标所必需的质量管理体系过程、产品实现过程、资源、信息和控制准则与方法，针对自身复杂的产业链结构和业务经营特点，组织制定了指导公司日常运作和管理的《质量管理体系》及《采购管理制度》、《生产车间5S管理规范》、《仓库5S管理规范》、《工艺管理规范》、《工序质量管理规定》、《工序自检互检管理规定》、《品质责任处理制度》等多个质量管理体系，从原材料采购源头把控产品质量，在各个生产制造环节不断强化质量管理，促使公司产品获得相关国际认证，如欧盟CE及CB认证、德国TÜV认证、美国UL认证等，远销欧美等发达国家和地区。

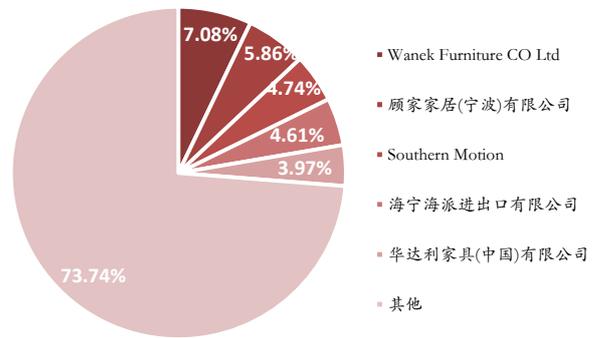
### 3.2.3 客户优势：深耕行业20余年，客户资源优质，粘性高

由于线性驱动系统产品直接影响下游客户产品的性能与质量，因此下游客户对线性驱动供应商的选择较为严格。通常下游客户在选择供应商时，会综合考虑供应商的生产能力、响应速度、研发能力、同步设计能力、企业管理水平等多项因素，且要求供应商取得相关国际通行的质量管理体系认证并通过其合格供应商认证，方可进入其供应商序列。行业内企业一旦进入大客户供应商名单，合作关系就具有较强的稳定性。新进入企业在没有客户积累的前提下难以获得大客户订单支持，难以保证企业的快速发展，其进入本行业存在客户资源壁垒。

公司专注于线性驱动系统技术及相关产品的研发、生产及销售，在国内及国外积极布局建立本土化营销团队拓展市场，先后成为多家大型企业的合格供应商并与其建立了长期而稳定的合作关系。公司前10大客户覆盖了国内及北美、欧洲等发达地区，具体包括顾家家居、海派家居等国内优势企业，以及Southern Motion、Ashley、Teknion Limited、Fellowes Inc.、Franklin Corporation等国外领先企业。上述客户大多为家居、办公设备细分领域的知名大型生产企业，对供应商的选择较为严格，会考察供应商的生产能力、响应速度、研发能力、同步设计能力、企业管理水平等，客户一旦合作后不会轻易切换稳定合作的供应商。公司通过与大客户的长期战略合作不断提升了自身竞争实力，并增强了客户对发行人的黏性与依赖性。

**图 32：2019 年凯迪股份前五大客户营收占比**


数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

**图 33：2020 年第一季度凯迪股份前五大客户营收占比**


数据来源：凯迪股份季报，西南证券整理

2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司前五大客户营收占比总和分别为 25.0%、28.1%、27.8% 和 26.2%，下游直接客户较为稳定。而终端客户主要为功能沙发、智慧办公、汽车医疗器械消费者，也将随着消费升级的需求而对公司产品产生强烈需求。其中，2019 年占比第一的客户顾家家居，自 1982 年成立以来，一直专业从事客厅及卧室家居方面的产品，产品远销世界 120 余个国家和地区，拥有超过 4500 余家品牌专卖店，在沙发领域属于一线品牌，环保优于国家 1-2 个等级，注重客户体验，性价比高，备受客户好评。Southern Motion 在美国就有 2000 余家店面，为美国上亿家庭打造健康、舒适、环保的家居产品和服务，其中官网披露的功能沙发种类丰富，从性价比高到高端设计应有尽有，选择有百余种之多。

### 3.2.4 服务优势：同步研发、快速生产、及时营销

线性驱动行业下游客户对供应商的考察不仅局限于生产规模、产品质量，同时对供应商的服务能力也相当重视。公司凭借同步研发、快速生产、及时营销服务三个方面的服务优势不断开拓市场，获得了众多下游客户的认可和赞誉。

**表 8：凯迪股份服务优势详解**

优势	实施方法	效果
同步研发	市场开发人员与技术研发人员通力合作，充分发挥开发、维护、管理优势。	可以针对客户需求，及时获取客户信息，以客户需求为导向开展产品设计、研发，并与客户保持高频次的沟通，及时快速响应并能够为客户提供后期技术支持。
快速生产	运用公司柔性化和垂直一体化生产模式；强大的产品、模具设计能力和完整的线性驱动系统制造产业链。	保证客户定制产品的快速设计、快速试制定型、快速批量生产。
及时营销	在国内配备了熟练掌握外语的销售人员和技术支持人员，并且在美国、欧洲设立了以海外销售、技术员工为主的子公司	为国外客户提供及时、优质的售前、售后服务，保持和客户的有有效接触，及时获取客户需求，并协同公司内部各环节及时响应，提升客户体验。

数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

### 3.3 发展战略：家居领域稳居龙头，办公、汽车、医疗迎来爆发

目前公司线性驱动系统产品在智能家居领域的收入占主营业务收入比重最大。为顺应线性驱动系统下游行业发展趋势，公司需完善在智能家居、智慧办公、汽车零部件、医疗器械等各个领域的产品布局，使自身产品结构能够符合线性驱动系统行业发展特点，同时能够更加充分合理的拓展发掘下游市场，深化公司在线性驱动系统的产业布局。

**表 9：募集资金用途**

项目名称	投资总额 (万元)	占比	募集资金拟投资额 (万元)
线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目	126928.92	84%	84117.67
办公家具智能推杆项目	6696.64	4%	5385.96
补充流动资金	18000	12%	18000
合计	151625.56	100%	107503.63

数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

公司正在进行的大规模研发项目有拟投资的“线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目”和“办公家具智能推杆项目”，项目成功将进一步提升公司的生产规模和盈利水平，突破公司线性驱动系统产能瓶颈，提高公司整体业务规模；开发更多的线性驱动系统产品，增强公司的技术开发能力，提升产品核心竞争力；从而优化公司产品结构，增加盈利增长点，提高公司的持续盈利能力和整体竞争力，实现公司营业收入和盈利水平的同步增长。

**表 10：募投项目实施表**

募投项目	实施方法	预期效果
线性驱动系统生产基地建设	购置先进的自动化设备与自动化生产线，同时进一步开发智慧办公、汽车零部件、医疗器械领域市场，优化公司主营业务结构，丰富产品系列。	提高产品生产能力和发挥公司生产管理和规模经济优势，解决下游需求快速增长带来的产能瓶颈问题；把握线性驱动系统市场的发展方向，以高质量产品抢占市场份额，培育新的利润增长点，提升盈利能力和持续发展能力。
研发中心建设	购进先进的研发、试验、测试等软硬件设备，引进先进优秀的技术人才，加强与科研院所的技术合作，并进行线性驱动系统静音降噪技术、汽车尾门开启系统升级、线性驱动系统生产工艺技术改进等课题的研究开发	提高公司技术创新能力和技术成果转化能力；强化公司技术引进吸收和创新能力，加强整体技术水平和产品核心技术竞争优势；进一步提升市场竞争力。
办公家具智能推杆项目	新建生产车间，购置先进的软、硬件设备，引进生产人员，对公司现有线性驱动系统产品进行扩产。	突破电动推杆生产瓶颈，扩大整体生产能力；另一方面通过提高灵活排期能力，公司将满足不同系列产品间的供货需求，以便更好地服务下游客户，增强公司市场竞争力。
补充流动资金	满足公司业务带来的资金需求，增强公司生产响应能力，优化公司资本结构，降低财务成本，提高公司抗风险能力和盈利能力，有利于业务规模的进一步扩张，为公司长期持续稳定发展提供资金保障。	

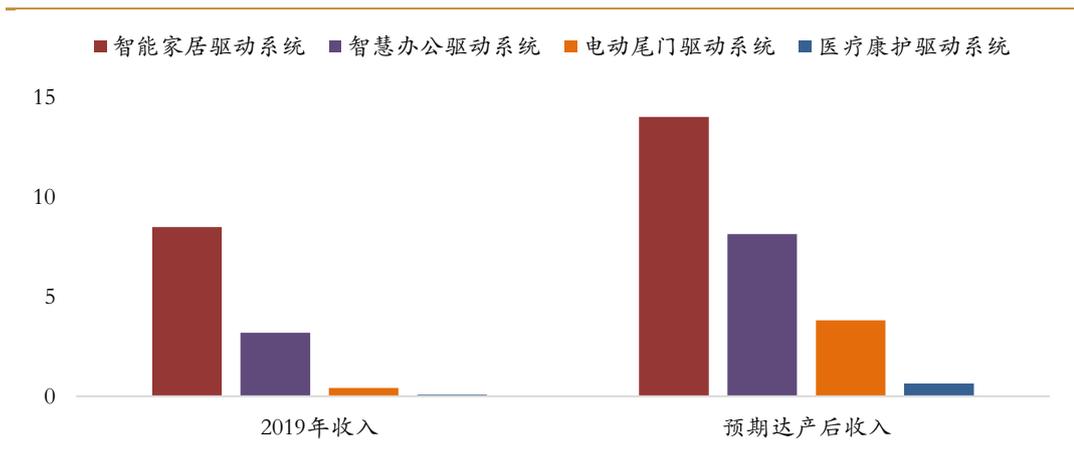
数据来源：凯迪股份招股说明书，西南证券整理

**表 11: 募投后预期按业务分类占营业收入比例**

募投项目	收入变化			
	2019 年收入 (万元)	新增收入 (万元)	预期达产后收入 (万元)	预期达产后收入占比 (万元)
智能家居驱动系统	84900	55300	140200	52.71%
智慧办公驱动系统	31900	49500	81400	30.60%
电动尾门驱动系统	4100	34000	38100	14.32%
医疗康护驱动系统	700	5600	6300	2.37%
合计	121600	144400	266000	100%

数据来源: 凯迪股份招股说明书, 西南证券整理

2019 年公司智能家居驱动系统业务、智慧办公驱动系统业务、电动尾门驱动系统业务、医疗康护驱动系统营收大约为 8.5 亿、3.2 亿、0.4 亿、0.1 亿, 募投项目达产后, 各业务线的营收规模将扩大为 2019 年的 1.7 倍、2.6 倍、8.3 倍、9 倍, 公司营收结构将更加均衡: 智能家居驱动系统业务占比保持第一, 达 52.7%, 占比有所下滑; 办公、汽车、医疗领域的营收占比将得到大幅提升, 达到 30.6%、14.3%、2.4%。

**图 34: 募投前后各业务板块规模变动 (亿元)**


数据来源: 凯迪股份招股说明书, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 公司 IPO 项目募投产能将陆续建成, 公司各业务线产能将在明后两年得到有效提升, 2021-2022 年募投项目实际产量达到设计产能的 45% 和 80% 左右;

假设 2: 由于公司扩产, 公司智能家居驱动系统业务未来三年营收同比增长 2%、17%、16%; 由于市场竞争, 毛利率逐年下降, 分别为 37%、36.5%、35%;

假设 3: 由于公司扩产, 公司智慧办公驱动系统业务未来三年营收同比增长 14%、50%、34%; 由于市场竞争, 毛利率逐年下降, 分别为 34%、33.5%、33.%;

假设 4: 由于公司扩产, 公司电动尾门驱动系统未来三年营收同比增长 1%、391%、73%; 由于公司以量换价的策略, 产品毛利率未来将有所下降, 分别为 28%、25%、25%;

假设 5: 由于公司扩产, 公司医疗康护驱动系统未来三年营收同比增长 9%、324%、62%; 医疗领域竞争壁垒较高, 毛利率未来三年维持 41% 的较高水平不变;

假设 6: 其他业务维持营收规模和毛利不变。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 12: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
智能家居驱动系统	收入	849.21	866.19	1,013.18	1,170.96
	增速	4%	2%	17%	16%
	毛利率	38.02%	37.00%	36.50%	35.00%
智慧办公驱动系统	收入	318.73	362.00	542.84	727.39
	增速	9%	14%	50%	34%
	毛利率	34.61%	34.00%	33.50%	33.00%
电动尾门驱动系统	收入	41.10	41.51	204.00	352.00
	增速	96%	1%	391%	73%
	毛利率	27.52%	28.00%	25.00%	25.00%
医疗康护驱动系统	收入	7.05	7.67	32.51	52.57
	增速	13%	9%	324%	62%
	毛利率	41.87%	41.00%	41.00%	41.00%
其他业务	收入	5.51	5.51	5.51	5.51
	增速	103%	0%	0%	0%
	毛利率	82.94%	82.94%	82.94%	82.94%
合计	收入	1,221.60	1,282.89	1,798.05	2,308.43
	增速	7.29%	5.02%	40.16%	28%
	毛利率	37.00%	36.08%	35.08%	33.86%

数据来源: Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取四家产品有消费属性的出口型制造业公司，包括春风动力、八方股份、捷昌驱动、乐歌股份，2020年四家公司平均PE为43.2倍，2021年平均PE为32.6倍，2022年平均PE为25.1倍。

我们预测2020-2022年公司归母净利润为2.2亿元、3亿元、3.5亿元，对应PE 27/20/17倍，低于可比公司平均水平。公司IPO募投产能未来三年陆续投产缓解产能瓶颈，业绩将迎来爆发，预计公司未来三年业绩复合增速超过17%。给予公司2021年30倍估值，对应目标价180.60元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603129.SH	春风动力	89.50	1.35	1.59	2.18	2.96	31.40	56.42	40.98	30.28
603489.SH	八方股份	157.00	2.70	3.05	4.25	5.59	38.07	51.56	36.91	28.09
603583.SH	捷昌驱动	58.21	1.60	1.68	2.04	2.56	27.87	34.62	28.60	22.77
300729.SZ	乐歌股份	45.99	0.72	1.52	1.93	2.37	32.78	30.35	23.87	19.43
平均值							32.53	43.24	32.59	25.14

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

中美贸易摩擦风险；疫情反复影响下游需求；市场竞争加剧；募投产能投产进度或不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1221.60	1282.62	1795.46	2303.55	净利润	215.85	224.19	301.14	350.90
营业成本	769.57	817.23	1173.14	1538.44	折旧与摊销	27.58	39.33	54.05	66.16
营业税金及附加	8.87	9.29	13.07	16.73	财务费用	-5.25	-4.93	-21.97	-25.19
销售费用	82.04	79.26	112.56	145.44	资产减值损失	-3.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	62.65	64.36	86.56	113.74	经营营运资本变动	-100.92	218.91	-78.85	-19.44
财务费用	-5.25	-4.93	-21.97	-25.19	其他	36.34	-6.25	-6.88	-7.57
资产减值损失	-3.73	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>169.87</b>	<b>471.25</b>	<b>247.49</b>	<b>364.87</b>
投资收益	5.69	6.25	6.88	7.57	资本支出	-127.09	-200.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4.78	72.92	-15.34	14.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-131.87</b>	<b>-127.08</b>	<b>-115.34</b>	<b>-85.03</b>
<b>营业利润</b>	<b>252.86</b>	<b>265.74</b>	<b>355.69</b>	<b>414.40</b>	短期借款	190.55	-193.55	0.00	0.00
其他非经营损益	0.57	-0.17	0.01	0.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>253.43</b>	<b>265.57</b>	<b>355.70</b>	<b>414.45</b>	股权融资	1.65	1157.38	0.00	0.00
所得税	37.58	41.37	54.55	63.55	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	215.85	224.19	301.14	350.90	其他	-285.04	4.79	21.97	25.19
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-92.84</b>	<b>968.61</b>	<b>21.97</b>	<b>25.19</b>
归属母公司股东净利润	215.85	224.19	301.14	350.90	<b>现金流量净额</b>	<b>-54.35</b>	<b>1312.78</b>	<b>154.12</b>	<b>305.03</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	179.53	1492.31	1646.43	1951.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	264.46	124.57	174.60	218.63	销售收入增长率	7.29%	4.99%	39.98%	28.30%
存货	190.26	190.18	278.68	362.98	营业利润增长率	-18.55%	5.09%	33.85%	16.51%
其他流动资产	293.87	258.73	478.74	585.82	净利润增长率	-17.44%	3.87%	34.32%	16.52%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-13.08%	9.07%	29.20%	17.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	350.69	513.99	562.56	599.02	毛利率	37.00%	36.28%	34.66%	33.21%
无形资产和开发支出	105.07	102.89	100.70	98.52	三费率	11.41%	10.81%	9.87%	10.16%
其他非流动资产	7.53	7.09	6.66	6.22	净利率	17.67%	17.48%	16.77%	15.23%
<b>资产总计</b>	<b>1391.43</b>	<b>2689.76</b>	<b>3248.37</b>	<b>3822.66</b>	ROE	29.95%	10.66%	12.53%	12.74%
短期借款	193.55	0.00	0.00	0.00	ROA	15.51%	8.34%	9.27%	9.18%
应付和预收款项	465.65	449.10	650.95	856.73	ROIC	42.46%	35.06%	40.92%	39.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.53%	23.40%	21.60%	19.77%
其他负债	11.44	138.45	194.07	211.67	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>670.64</b>	<b>587.55</b>	<b>845.01</b>	<b>1068.41</b>	总资产周转率	0.96	0.63	0.60	0.65
股本	37.50	50.00	50.00	50.00	固定资产周转率	6.59	4.71	4.68	5.08
资本公积	248.76	1393.63	1393.63	1393.63	应收账款周转率	4.95	7.59	18.23	17.56
留存收益	434.38	658.57	959.72	1310.62	存货周转率	4.65	4.30	5.00	4.80
归属母公司股东权益	720.78	2102.21	2403.35	2754.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.93%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>720.78</b>	<b>2102.21</b>	<b>2403.35</b>	<b>2754.25</b>	资产负债率	48.20%	21.84%	26.01%	27.95%
负债和股东权益合计	1391.43	2689.76	3248.37	3822.66	带息债务/总负债	28.86%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.41	3.58	3.09	2.95
					速动比率	1.12	3.25	2.75	2.60
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	4.32	4.48	6.02	7.02
					每股净资产	14.42	42.04	48.07	55.09
					每股经营现金	3.40	9.42	4.95	7.30
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn