

捷昌驱动 (603583)

证券研究报告

2021年06月12日

行业市场空间全测算，线性驱动龙头畅游智慧蓝海

1、专注线性驱动行业，积极开拓应用市场

公司自成立以来深耕线性驱动行业，技术沉淀深厚，办公产品已成功打入北美市场；股权结构集中且稳定，股权激励彰显管理层信心。创始人作为机械、电气方面的技术专家，主导了公司初期所有机械类产品的研发工作；19年员工股权激励计划目标19-22年营收CAGR不低于30%，或净利润不低于20%，深入绑定核心利益。20年公司营收18.68亿元，16-20年CAGR达38.61%，归母净利润4.05亿元，16-20年CAGR达33.13%；21Q1营收4.52亿元，YOY+32.46%，归母净利润0.64亿元，YOY+17.99%，在海内外疫情以及美国关税的影响下保持稳定增速，呈现良好成长性。

2、上升期新兴行业，下游应用领域广阔

智慧办公领域：自动升降桌可以满足白领健康办公、工作效率、办公舒适性和功能行等方面的需求。根据测算2020年美国、中国及欧洲的自动升降桌线性驱动系统市场空间为47.51亿元，到2025年将有望突破110亿元，CAGR为18.35%。

医疗康复领域：人口老龄化+医疗设备的升级需求是电动医疗床市场提升的主要因素，根据测算2020年美国、中国及欧洲的电动医疗床线性驱动系统市场空间为58.76亿元，到2025年将有望突破83.78亿元，CAGR为7.35%。

光伏跟踪支架：可替代跟踪支架中的回转减速器，提高太阳能发电设备的产量。根据测算到2025年市场规模有望突破24.76亿元，20-25年的CAGR为26%，其中中国2025年市场规模为4.49亿元。

竞争格局：海外对标龙头丹麦LINAK A/S及德国DEWERT Okin已实现全球布局，拥有一定的技术积累和市场积淀，中国台湾地区的TIMOTION也较早进入市场，主要布局医疗领域。国内企业包括凯迪股份、乐歌股份、青岛豪江、力姆泰克等企业。

3、公司优势：占据行业先发优势，多维度构筑企业护城河

与国内企业相比，公司的核心竞争力在于其先进技术和先发优势。公司通过多年技术积淀，技术已领先于大多数国内企业；同时多年深耕北美市场，与多家美国家具厂商保持深入稳定的合作关系，具备强大的先发优势，21年收购LEK，进军欧美高端家具市场；相比于海外巨头，公司有着快速的市场反应能力，能快速反应客户的定制需求，提供令客户满意的作品，同时在原材料与人工费用方面与海外巨头相比具有成本优势。

盈利预测：我们广泛选择了具备欧美消费升级属性的上市标的作为估值参考，测算得到可比公司2020/2021/2022年的PE算术平均值分别为82.1/47.5/34.4X。而捷昌驱动当前市值对应PE分别为42.6/37.2/27.1X，我们认为公司估值仍有一定提升空间，因而选择2021年47.5X作为目标估值，目标市值220亿元，目标价为57.7元，相较于当前市值仍有27.7%向上空间，首次覆盖并给予买入评级。

风险提示：美国加征关税、宏观经济变化及下游行业周期性波动、人民币汇率波动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,407.77	1,868.27	2,486.90	3,326.68	4,471.22
增长率(%)	26.15	32.71	33.11	33.77	34.40
EBITDA(百万元)	392.84	598.86	521.46	724.29	998.77
净利润(百万元)	283.60	405.43	463.89	636.43	859.16
增长率(%)	11.68	42.96	14.42	37.19	35.00
EPS(元/股)	0.74	1.06	1.21	1.67	2.25
市盈率(P/E)	60.86	42.57	37.20	27.12	20.09
市净率(P/B)	9.76	4.83	3.18	2.94	2.67
市销率(P/S)	12.26	9.24	6.94	5.19	3.86
EV/EBITDA	17.21	30.66	24.56	17.60	12.30

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电气自动化设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	45.19元
目标价格	57.7元

基本数据

A股总股本(百万股)	381.92
流通A股股本(百万股)	241.47
A股总市值(百万元)	17,258.78
流通A股市值(百万元)	10,912.19
每股净资产(元)	13.34
资产负债率(%)	12.85
一年内最高/最低(元)	101.00/46.58

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 深耕线性驱动行业，积极开拓应用市场	4
1.1. 发展历程：深耕线性驱动行业，智慧办公技术领先	4
1.2. 产品架构：系统延展性强，聚焦多下游应用领域	6
1.3. 出口主导收入，盈利与成长性良好	8
1.4. 资产经营效率高，现金流情况/偿债能力均健康	10
2. 上升期新兴行业，下游应用领域广阔	12
2.1. 智慧办公：欧美智慧办公市场开始爆发，国内市场蓝海初现	13
2.1.1. 政策+消费升级+美国房地产复苏，共同推动渗透率不断提升	13
2.1.2. 自动升降桌线性驱动系统市场空间测算	15
2.2. 医疗康护：人口老龄化+医疗设备升级推动市场增长	17
2.2.1. 老龄化推动医疗床需求增长，医疗支出增加促进设备电动化	17
2.2.2. 医疗器械线性驱动系统市场空间测算	20
2.3. 智能家居：消费升级促进需求日益增长	21
2.4. 工业领域：前瞻性布局的新兴市场，下游需求持续拓宽	21
2.5. 行业竞争格局：海外龙头发展成熟，国内企业大步追赶	23
3. 占据行业先发优势，多维度构筑企业护城河	25
3.1. 深入绑定家具龙头，多种销售模式并驾齐驱	25
3.2. 先进技术+先发优势，构造企业强大壁垒	27
3.3. 快速反应能力+优秀成本管控，不断开拓定制化市场	28
3.4. 募投产能逐步释放，海外建厂打开全球空间	28
3.5. 收购 LEG，完善欧洲战略布局	29
4. 盈利预测与投资建议	29
5. 风险提示	31

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司部分主要客户图谱	7
图 4：公司营收及其增速情况（单位：百万元）	8
图 5：公司归母净利润及其增速情况（单位：百万元）	8
图 6：2015-2019A 智慧办公系统占公司营收绝大部分比重	9
图 7：2016-2020A 公司出口及内销比例	9
图 8：2017A-2020 1-3M 对美销售占比	9
图 9：公司毛利率与净利率情况	10
图 10：2016A-2021Q1 公司三费及其占比情况（百万元）	10
图 11：2016A-2021Q1 公司固定与无形资产情况（单位：百万元）	11

图 12: 2016A-2021Q1 公司资产负债率情况.....	11
图 13: 2016A-2021Q1 公司流动、速动、现金比率情况.....	11
图 14: 2016A-2021Q1 经营性现金流及期末现金情况 (百万元)	11
图 15: 2016A-2021Q1 公司 ROE 及 ROA 情况.....	11
图 16: 电动推杆剖面图.....	12
图 17: 线性驱动行业产业链.....	12
图 18: 普通办公桌图示.....	13
图 19: 电动可升降办公桌图示.....	13
图 20: 各国人均 GDP 水平 (单位: 美元)	14
图 21: 可升降办公桌 (standing desk) 在谷歌搜索热度	14
图 22: 美国 30 年期抵押贷款固定利率 (单位: %)	15
图 23: 普通医疗床图示.....	18
图 24: 电动医疗床图示.....	18
图 25: 2013-2020 年全球医疗器械行业市场规模及预测 (亿美元)	18
图 26: 2019A-2023E 我国医疗器械市场规模 (亿元)	18
图 27: 2019 年部分发达国家 65 岁以上人口占比	18
图 28: 1990 年以来中国 65 岁以上人口比例不断上升 (单位: %)	18
图 29: 2010A-2019A 各国人均医疗卫生支出 (单位: 美元)	19
图 30: 2010A-2019A 中国与美国每千人医疗床位数.....	19
图 31: 2013-2017 年美国沙发及功能沙发市场规模 (十亿美元)	21
图 32: 2013-2017 年中国沙发及功能沙发市场规模 (十亿元)	21
图 33: 2020-2025E 中国光伏装机规模预测 (单位: GW)	22
图 34: 2008A-2022E 全球光伏装机规模预测 (单位: GW)	22
图 35: 跟踪支架和固定支架的占比.....	22
图 36: 线性驱动系统新兴应用领域: 光伏追踪支架	22
图 37: 各公司营业收入比较 (单位: 亿元)	24
图 38: 各公司净利润比较 (单位: 亿元)	24
图 39: 各公司毛利率比较, 国内公司较海外巨头更高.....	24
图 40: 各公司三费占比比较, 捷昌驱动成本控制占优.....	24
图 41: 各公司资产负债率比较.....	25
图 42: 各公司研发支出占比比较	25
图 43: 各公司存货周转天数比较	25
图 44: 各公司应收账款天数比较	25
图 45: 研发费用及研发费用率 (单位: 百万元)	27
图 46: 技术人员占总员工比例 (单位: 名)	27
表 1: 员工股权激励计划.....	6
表 2: 公司主要产品及应用领域介绍.....	6
表 3: 公司 18 年以来受到的美国关税的影响	10

表 4: 线性驱动产品应用领域	12
表 5: 各国关于健康办公的相关法律法规	14
表 6: 美国线性驱动系统市场测算 (单位: 亿美元)	16
表 7: 中国自动升降桌线性驱动系统市场测算 (单位: 亿元)	16
表 8: 欧洲自动升降桌线性驱动系统市场测算 (单位: 亿美元)	17
表 9: 美国、中国、欧洲自动升降桌线性驱动市场空间情况 (单位: 亿元)	17
表 10: 我国有关养老服务的相关政策	19
表 11: 全球医疗器械线性驱动系统市场空间测算 (单位: 亿元, 通过实时汇率进行换算)	20
表 12: 中国医疗器械线性驱动系统市场空间测算	20
表 13: 中国光伏追踪器线性驱动系统市场规模	22
表 14: 海外光伏追踪器线性驱动系统市场规模	23
表 15: 全球光伏追踪器线性驱动系统市场规模 (亿元)	23
表 16: 除捷昌驱动外, 海内外线性驱动系统行业主要参与厂商	23
表 17: 2017A-2018H1 公司前五大客户销售情况	26
表 18: 捷昌驱动大客户情况简介 (单位: 亿美元)	26
表 19: 销售政策、定价政策和结算政策	27
表 20: 2015-2019 年公司产能、产量及产能利用率情况 (万件)	28
表 21: 募集资金投资项目 (单位: 亿元)	29
表 22: LEG 部分财务数据 (单位: 千欧元)	29
表 23: 公司未来三年业务拆分 (单位: 亿元)	30
表 24: 可比公司估值水平一览表 (单位: 亿元)	31

1. 深耕线性驱动行业，积极开拓应用市场

1.1. 发展历程：深耕线性驱动行业，智慧办公技术领先

捷昌驱动是我国线性驱动行业的领军企业。公司前身为捷昌医疗设备有限公司，成立于 2000 年，最初主要从事医疗器械领域的电动推杆的生产与销售，2007 年进入办公家具市场，并于 2010 年开始股份制改革。2014 年，公司在新三板挂牌上市，并于 2018 年 9 月登陆 A 股主板。

公司自成立以来深耕线性驱动行业，产业技术沉淀深厚，主要从事线性驱动系统的研发、生产和销售业务。目前公司主要发展领域为智慧办公驱动系统，已成功打入北美办公核心市场，同时也在积极扩展医疗康复、智能家居等领域。在技术研发方面实力深厚，经过多年的发展与积累，已掌握自主研发的智能线性驱动技术，为大量需要驱动应用的智能终端产品提供运动控制解决方案。

不断挖掘海内外市场。公司在美国、德国、日本及印度设立四家海外分公司，在新昌（2）、宁波（2）、美国及马来西亚建立了六大生产基地。

图 1: 公司发展历程

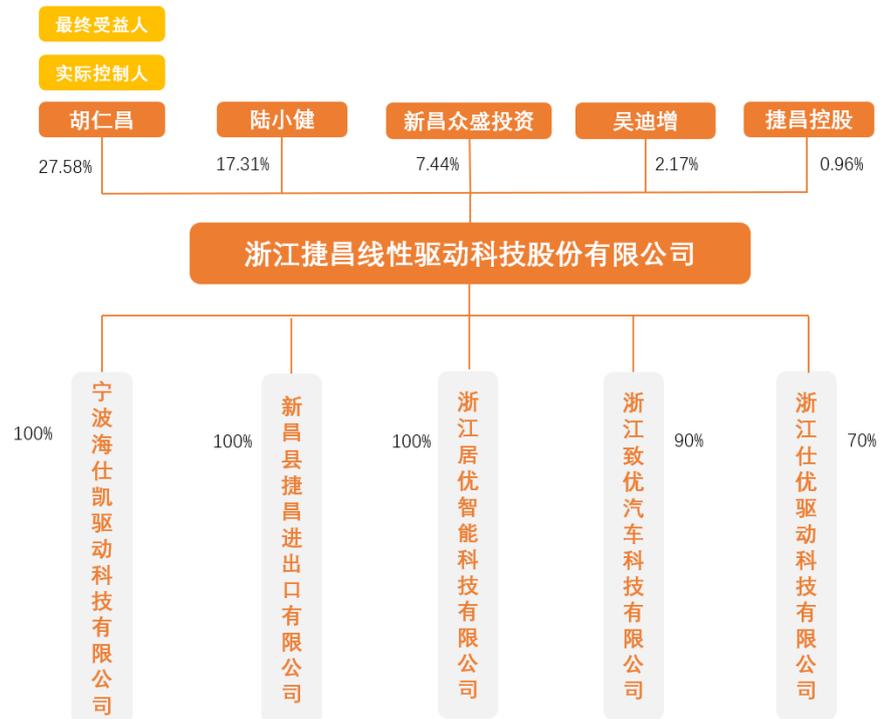


资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司成长迅速，股权结构集中且稳定。公司实际控制人为胡仁昌，其直接持有公司股份 27.58%，公司第二大股东陆小健直接持有公司股份 17.31%，两人均为公司创始人，并分别担任公司董事长及总经理职务。

管理层均具备专业素养，深耕行业多年。董事长胡仁昌具备机械制造技术背景，90 年代初即开始从事机械制造业，具备丰富的机械制造经验，主导了公司初期所有机械类产品的研发工作，并主持完成多项新产品的研究开发工作；总经理陆小健长期从事先进制造技术和光机电一体化产品的研究开发，曾参与国家“863”计划 CIMS 攻关小组的研究，在产品研发方面，主持完成了十多只新产品的研究开发工作。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind、天风证券研究所

开展股权激励计划，绑定核心利益，彰显公司管理层对未来业绩的信心。2019 年公司发布员工股权激励计划，本次计划拟授予限制性股票数量 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，占发布激励计划公告时公司总股本的 1.35%，预留 37.3 万股，占本次授予总额的 18.65%。此次激励对象共计 93 人，包括董事、高级管理人员，以及核心技术及业务人员，其中核心骨干员工授予股票总数占授予总额的 81.35%。考核目标以公司 2018 年营收和净利润为基数，2019-2022 年营收的 CAGR 不低于 30%，净利润的 CAGR 不低于 20%。以 2019 年营收/净利润为基数，2020-2022 年公司营业收入应不低于 18.3/23.79/30.93 亿元，或 2020-2022 年净利润不低于 3.4/4.08/4.9 亿元。本次股权激励计划重点为公司核心管理及技术骨干人员，将有效调动员工积极性，确保公司发展战略和经营目标的实现，彰显出公司对未来长期持续发展的信心。

表 1: 员工股权激励计划

解锁批次	对应考核年度	业绩考核目标
第一个解锁限售期	2019	以 2018 年营收/净利润为基数, 2019 年的营业收入增长率不低于 30%, 或净利润增长率不低于 20%。
第二个解锁限售期	2020	以 2019 年营收/净利润为基数, 2019 年的营业收入增长率不低于 30%, 或净利润增长率不低于 20%。
第三个解锁限售期	2021	以 2020 年营收/净利润为基数, 2019 年的营业收入增长率不低于 30%, 或净利润增长率不低于 20%。
第四个解锁限售期	2022	以 2021 年营收/净利润为基数, 2019 年的营业收入增长率不低于 30%, 或净利润增长率不低于 20%。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.2. 产品架构: 系统延展性强, 聚焦多下游应用领域

公司主要产品线性驱动系统由推杆、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、工业自动化领域等。其中, 医疗康护驱动系统主要应用于电动医疗床、轮椅、家庭护理床等医疗康护设备中, 智慧办公驱动系统主要应用于自动升降办公桌、升降办公椅等办公设备中, 智能家居控制系统主要应用于升降沙发、自动升降桌、升降电视机架等家居设备中, 工业领域主要应用于工业自动化、木工机械、新能源领域。

表 2: 公司主要产品及应用领域介绍

产品类别	应用领域	产品图示	主要组件	组件介绍
医疗康护驱动系统	主要应用于医院、疗养所、各种治疗中心、养老院、私人家庭康复护理等场所，具体应用产品为电动医疗床、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		医用电动推杆	通过将电动机的旋转运动转变为推杆的直线运动以实现远距离、集中或自动控制。
			升降立柱	实现医疗康护驱动系统升降功能
			控制器	连接电动推杆并依此控制电动推杆
			其他相关配件	护士操作台、触摸显示屏、脚踏开关、传感器等
智慧办公驱动系统	智能办公桌、电控柜子、升降办公椅、智能投影仪器等		升降立柱	实现智能电动升降办公桌等办公家具升降功能
			控制器	连接、控制升降立柱以实现智能传动
			手控制器	对立柱进行实时运动控制
智能家居控制系统	升降沙发、老人椅、升降家居床、按摩椅、按摩床、升降电视机架、智能厨房电器等		升降立柱	是智能家居终端产品实现升降功能的执行组件。
			控制器	是智能家居控制系统的控制中心，也是连接、控制升降立柱和手控制器的核心部件
			手控制器	对升降立柱进行实时运动控制的输入设备
工业领域	工业自动化：伺服压机、坐标机器人、自由度平台 木工机械应用：辊涂设备、裁板机 特种车辆应用：垃圾清扫车、农业机械、特种车辆 新能源应用：光热塔式太阳能电站、光热碟式太阳能电站、单轴光伏电站			

资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

公司下游客户主要为欧美办公家具龙头企业，需求稳定。目前，公司已与海沃氏、Steelcase、赫曼米勒等美国大型家具企业建立了稳定良好的战略合作关系，产品先后进驻谷歌、微软、苹果、亚马逊等大型跨国企业。

图 3：公司部分主要客户图谱



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.3. 出口主导收入，盈利与成长性良好

2016A-2021 第一季度，公司业绩持续增高，呈现出较好的成长性。公司营业收入由 2016 年 5.06 亿元增长至 2020 年 18.68 亿元，公司近五年营收年均复合增速达 38.61%，2021 年第一季度实现营收 4.52 亿元，同比增长 32.46%；公司归母净利润从 2016 年 1.29 亿元增长至 2020 年 4.05 亿元，近五年归母净利润年均复合增速达 33.13%，2021 年第一季度实现归母净利润 0.64 亿元，同比增长 17.99%，在海内外疫情以及美国关税的影响下保持稳定增速，呈现良好成长性。

图 4：公司营收及其增速情况（单位：百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

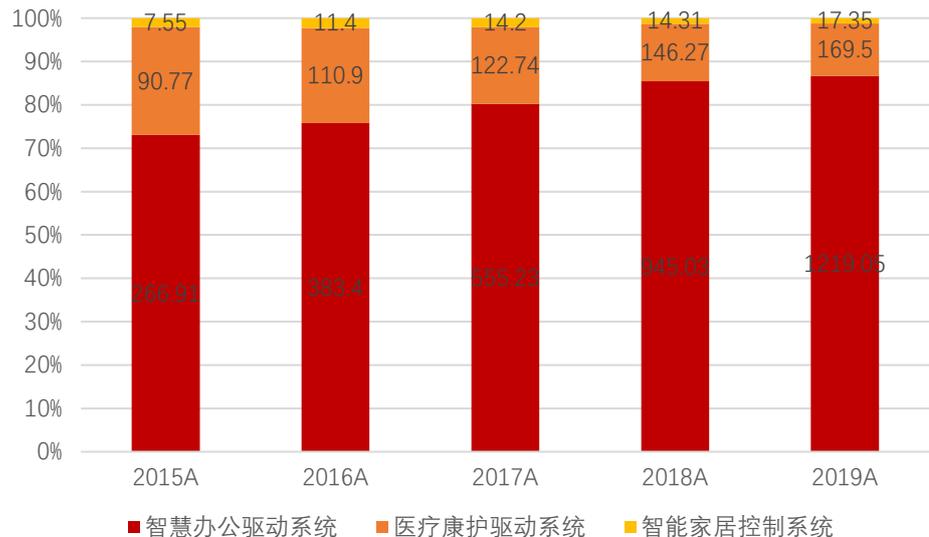
图 5：公司归母净利润及其增速情况（单位：百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

从营收结构来看，公司主营产品主要分为智慧办公、医疗康护、智能家居及工业控制系统。公司自 2007 年进入办公家具市场，目前智慧办公驱动产品为公司主要发展领域，17、18、19 年分别占公司业务收入比例 80.2%、85.5%、86.7%，医疗康复及智能家居作为新进入市场还处于初步发展阶段。

图 6：2015-2019A 智慧办公系统占公司营收绝大部分比重



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

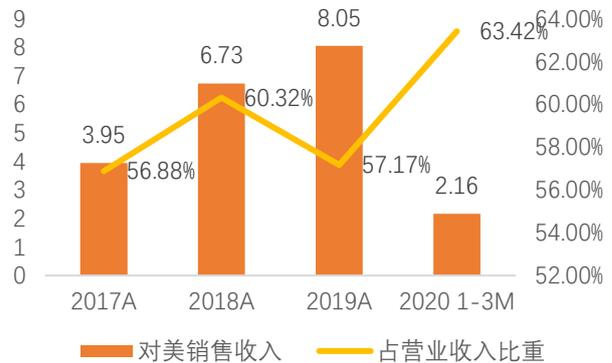
从客户结构来看，由于线性驱动系统在欧美处于快速发展阶段，国内相对渗透率较低，公司整体收入来源以出口为主，2020 年出口收入 14.54 亿元，占收入比例约 77.92%，其中主要以北美市场为主，2017 年-2020 年 Q1 对美销售占比均超过 55%，17-19 年占海外销售收入超过 70%。

图 7：2016-2020A 公司出口及内销比例



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：2017A-2020 1-3M 对美销售占比



资料来源：wind、天风证券研究所

公司的上游产业主要为原材料生产制造厂商，主要包括钣金件、电子元器件、线路板、钢板、电机、塑胶原料、丝杠等。在下游的应用市场上，线性驱动行业为客户提供带有定制化特点的生产服务，生产出具有差异性的产品。欧美由于技术水平发达，医疗器械厂家对产品的技术标准要求比较高，同时终端客户对部件的品牌经常有指定要求，因此行业初期竞争程度较低，行业内整体平均毛利率水平会高于普通标准件制造企业。

公司盈利能力稳定向好，关税影响有望钝化。同时受益于海外出口较高的定价、国内较低的人工成本等因素，公司产品综合毛利率稳定在 40%左右，但在 18、19 年有所下滑，主要原因系自 2018 年以来中美贸易摩擦，2019 年加征 25%关税抑制了公司出口北美地区的盈利能力，智慧办公驱动产品的毛利率受关税影响下降 8.54%，但今年 3 月公司产品被美国贸易办公室 USTR 排除出加征清单范围，排除有效期自 2018 年 9 月 24 日至 2020 年 8 月 7 日，如果 19 年排除关税影响，公司智慧办公驱动产品的毛利率为 44.91%，较 2018 年 43.94%略有上升。

公司针对美国关税对公司的影响，一方面积极与客户就清关方式和销售价格调整进行沟通，由 FBO 销售改为自行办理清关，并通过与客户协商产品涨价的方式，与客户共同分担关税

成本。虽然订单价格存在一定幅度上浮，但公司通过承担海运风险及清关费用的方式满足了客户关于其到货成本能够锁定的要求，稳定了客户关系，继续保持了业务竞争力。

另一方面，公司加大国外办厂力度，2019年8月公司设立马来西亚工厂，计划总投资额2,530万美元，目前生产基地建设已经基本完成，并已经投入生产，正处于试运营及产能爬坡阶段，预计未来将逐步形成50万套智慧办公、医疗康复等领域线性驱动产品的产能，关税影响有望钝化。

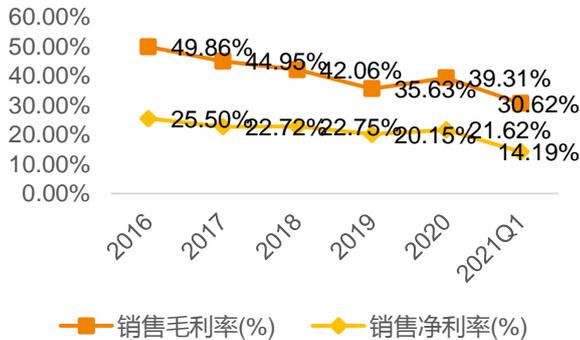
表 3: 公司 18 年以来受到的美国关税的影响

时间	事件	关税税率
2018年6月	美国政府宣布对 2,000 亿美元中国产品加征 10%，公司生产的智慧办公类线性驱动产品在产品清单内。	10%
2019年5月	美国政府宣布自 2019 年 5 月 10 日起，对价值 2,000 亿美元中国商品加征关税从 10%调高至 25%。	25%
2020年3月	公司产品被美国贸易办公室 USTR 排除加征清单范围内，排除有效期自 2018 年 9 月 24 日至 2020 年 8 月 7 日，公司自 2020 年 3 月 15 日至 2020 年 8 月 7 日免征关税，往期退税金额在 9000 万元左右。	0%
2020年8月	排除有效期结束，公司对美国出口产品复征关税 25%，须重新发起关税排除申请。	25%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司三费控制良好，体现出优秀的公司管理能力。2016A-2021Q1，公司的三费占收入的比重基本控制在 12%以内，呈现出非常稳定的低占比状态。我们认为，未来只要在继续保持较低三费水平的基础上，进一步提升公司的管理效率，公司的利润水平将得到有效的提升。

图 9: 公司毛利率与净利率情况



资料来源：wind、天风证券研究所

图 10: 2016A-2021Q1 公司三费及其占比情况 (百万元)



资料来源：wind、天风证券研究所

1.4. 资产经营效率高，现金流情况/偿债能力均健康

从公司的固定资产情况与无形资产情况来看，近年来由于海内外需求旺盛，公司生产销售规模持续较快增长，公司为达到销售规模的不断提升添置多项新设备，持续建设产能。公司固定资产净值稳步增长，固定资产总额从 2016 年 1.69 亿元增长至 2021 年第一季度的 6.05 亿元。无形资产方面，公司近年来持续进行技术研发，无形资产总额从 2016 年 0.74 亿元增长至 2021 年第一季度的 0.88 亿元。

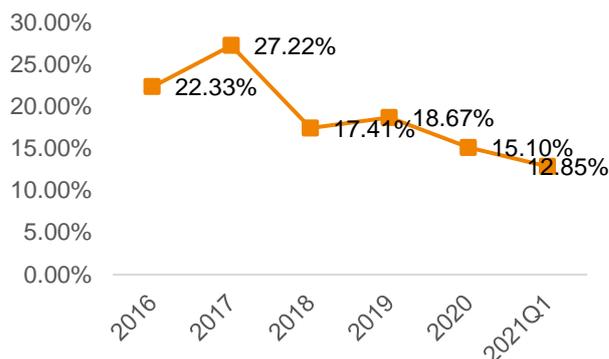
公司资产负债率方面，公司固定资产的增长和技术的研发没有影响到公司的杠杆水平，甚至在 2018 年相较前一年下降了将近 10 个百分点；2021 年第一季度，公司资产负债率下降至 12.85%，创历史新低。在进行资产建设的同时保持低杠杆水平，我们认为这在一定程度上反映了公司高效经营资产的能力。

图 11: 2016A-2021Q1 公司固定与无形资产情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 2016A-2021Q1 公司资产负债率情况



资料来源: wind、天风证券研究所

除了健康的杠杆率外, 公司整体资产流动性改善明显, 现金情况整体健康。公司流动比率从 2016 年的 2.34x 上升至 2021Q1 的 6.20x, 速动比率从 2016 年的 1.84x 上升至 2021Q1 的 5.31x, 经营性现金流净额从 2016 年的 1.49 亿元上升至 2020 年的 4.95 亿元。期末现金及现金等价物余额常年为正, 2021 年第一季度达到 10.00 亿元, 现金情况整体健康。

图 13: 2016A-2021Q1 公司流动、速动、现金比率情况



资料来源: wind、天风证券研究所

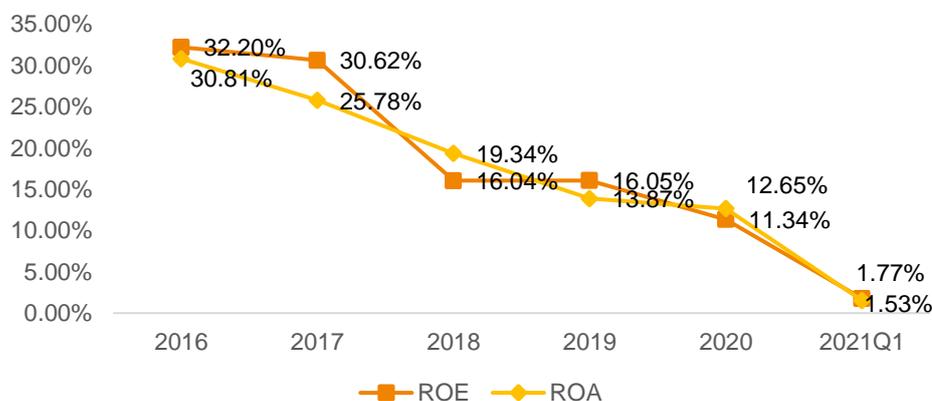
图 14: 2016A-2021Q1 经营性现金流及期末现金情况 (百万元)



资料来源: wind、天风证券研究所

从公司整体的资产回报能力角度分析, 公司的 ROA 和 ROE 水平在近年来有所下滑, 我们认为 2018 年下滑严重的主要原因是公开发行的股票后募集到的资金投资项目需要一定的实施期, 项目产生效益需要一定的时间, 导致净资产收益率和资产回报率有所下滑。我们预计, 投资的项目开始产生稳定效益后, 公司的资产回报能力将会得到提升。

图 15: 2016A-2021Q1 公司 ROE 及 ROA 情况

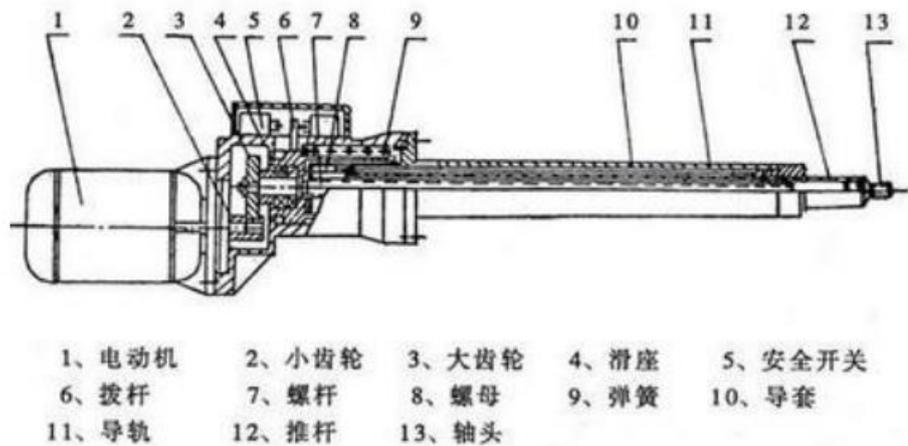


资料来源: wind、天风证券研究所

2. 上升期新兴行业，下游应用领域广阔

线性驱动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，可主动实现对整个机械系统的升降、伸展、角度调节等复杂功能的综合应用。线性驱动器又称电动推杆，由驱动电机、减速齿轮、螺杆等结构组成，与开关电源、控制器或面板一起组成线性驱动系统（电动调节系统），是众多下游行业产品的核心配件，被广泛应用于位移、角度控制机构中，可实现远距离控制、集中控制或自动控制。

图 16：电动推杆剖面图



资料来源：凯迪股份招股说明书、天风证券研究所

线性驱动行业是一个处于上升期的新兴发展行业，尤其在国内正刚起步。线性驱动产品作为一种实现智能终端产品运动控制功能的关键装置，能应用到众多智能终端领域，例如医疗床和护理床的电动调节，办公桌的智能升降，以及工业、农业自动化的各种设备，其原理是通过控制系统将指令传达至机械结构，使电动机的圆周运动，转换为推杆的直线运动，从而达到推拉、升降重物的效果。

表 4：线性驱动产品应用领域

应用领域	具体应用产品
医疗康护领域	主要应用于医院、疗养所、各种治疗中心、养老院、私人家庭康复护理等场所，具体应用产品为电动医疗床、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；
智能家居领域	升降沙发、老人椅、升降家居床、按摩椅、按摩床、升降电视机架、智能厨房电器等；
智慧办公领域	智能办公桌、电控柜子、升降办公椅、智能投影仪器等；
工业科技领域	太阳能跟踪器、清扫车、收割机、游艇、汽车、舞台等。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

在产业链方面，线性驱动产品的主要原材料为钣金件、电子元器件、线路板、钢材、电机、塑胶原料等，因此其上游行业主要是钢铁、电解铝、高分子以及五金配件等制造业。而下游可以广泛应用于医疗康复、智慧办公、智能家居、汽车尾门、工业领域等，最终客户为终端消费者。

图 17：线性驱动行业产业链



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.1. 智慧办公：欧美智慧办公市场开始爆发，国内市场蓝海初现

2.1.1. 政策+消费升级+美国房地产复苏，共同推动渗透率不断提升

自动升降桌作为普通办公桌的智能升级产品，主要客户人群为需要久坐的白领员工，可以满足其对健康办公、工作效率、办公舒适性和功能性等方面的需求。

自动升降桌最早起源并首先流行于欧洲，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调节桌面高度，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。

近年来，健康办公愈发成为办公人群的关注点：随着电脑办公的推广，对于需要久坐于办公桌前注视电脑屏幕的员工而言，长时间静态的坐姿、频繁的上肢动作注视电脑屏幕，容易患上与工作相关的颈背及上肢疾病，一般称为累积性创伤疾患，也称为重复性劳损症或职业性过劳综合症。中国健康促进与教育协会发布的《2016 北京白领健康白皮书》显示，颈椎病是困扰京城白领的前三类常见病。

此外，不合适的桌面高度以及坐立时间较长也将导致员工办公效率降低。随着人们愈发察觉久坐将减少工作专注度，降低工作效率，但传统的办公桌无法进行站立办公。因此，可以自动调节高度，站坐交替的可升降办公桌逐渐作为新兴办公用品进入了大家的眼帘。

图 18：普通办公桌图示



资料来源：京东，天风证券研究所

图 19：电动可升降办公桌图示



资料来源：捷昌驱动官网，天风证券研究所

由于欧美发达国家一贯重视职业病的防治，智慧办公理念已在欧美快速普及，目前各国已陆续出台多项有关健康办公的法律条文，推动可升降办公桌在近几年内迅速发展，已大量应用于办公场所。

表 5: 各国关于健康办公的相关法律法规

国家	法律法规		主要内容
美国	关于电脑办公的要求(Compliance for Computer Workstations)	OSHA 美国职业安全健康管理局	规定了雇主应给员工提供安全和健康的办公场所, 其中对办公桌进行了相关规定: 办公桌应提供足够的活动空间, 并能够正确放置计算机组件, 办公桌应最大程度减少不适宜的姿势。针对长时间执行重复任务带来的肌肉损伤, 建议配置可调节办公用品解决。
欧盟	有关使用显示屏设备的最低安全和健康要求 (the minimum safety and health requirements for work with display screen equipment)	Council Directive 90/270/EEC of 29 May 1990 理事会指令	规定了显示屏设备工作的最低安全和健康要求, 对办公桌进行具体规定: 1) 办公桌应可以灵活布置屏幕, 键盘, 文件和相关设备。2) 办公设备应稳定且可调节, 以最大程度地减少对头部和眼睛不舒服的移动的需求。
英国	显示屏设备 (DSE) 条例 (Guidance to employers and employees on the Display Screen Equipment (DSE) Regulations 1992)	HSE 行业协会	旨在保护员工免受与 DSE 相关的健康危害, 其中对办公桌椅进行相关规定: 1) 办公桌应可以灵活布置屏幕, 键盘, 文件和相关设备; 2) 使用者应有足够的空间来找到舒适的位置; 3) 办公设备应稳定且可调节。4) 可升降办公桌及屏幕应使用单独的底座。
加拿大	the Canada Labour Code, Part II, section 125(1) (t) and (u)	加拿大劳动法 (The Canada Labour Code)	雇主必须确保工作场所, 工作场所和程序符合规定的人体工程学标准, 并确保员工在就业过程中使用的机械, 设备和工具符合规定的健康, 安全和人体工程学标准。

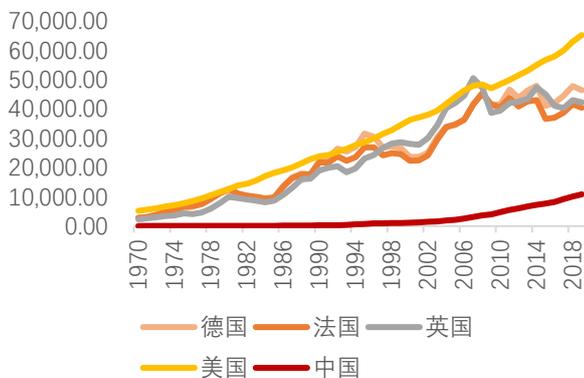
资料来源: OSHA, Council Directive, HSE, Government of Canada, 天风证券研究所

欧美消费升级所带来的智能办公趋势, 也进一步扩大可升降办公桌市场需求。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, 欧美发达国家人均 GDP 大多超过 4 万美元, 美国高达 6.5 万美元, 均远高于中国。高收入在职群体对健康办公的较大需求将带动可升降办公桌渗透率的不断提升。

根据 Google Trend 数据, 美国民众对于可升降办公桌 (standing desk) 的搜索指数自 2010 年以来已有接近百倍的增长, 近年由于疫情的影响, 美国在家办公人数骤增, 长时间的久坐使得可升降办公桌的需求增大, 谷歌搜索热度在 2020 年大幅上升。

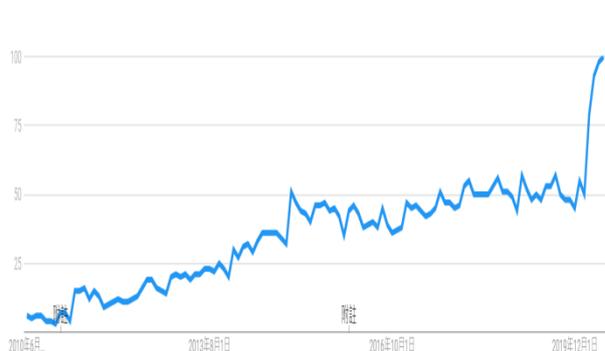
从国内看, 尽管电动办公桌在国内的办公场所应用的还比较少, 但随着人们越来越注重健康的办公环境, 员工健康管理已经上升为企业和员工的共同需求。电动升降办公桌产品的不断推广, 使用将成为趋势, 该市场容量也将越来越大, 从而带动对线性驱动系统的需求快速增长。

图 20: 各国人均 GDP 水平 (单位: 美元)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 21: 可升降办公桌 (standing desk) 在谷歌搜索热度



资料来源: Google trend、天风证券研究所

另一方面, 疫情期间长期在家办公的形势以及疫情加速美国房地产短周期的复苏趋势, 有望促进可升降办公桌在 C 端零售的突破。疫情期间, 美国 30 年期抵押贷款固定利率于年底降至 2.67%, 极低的贷款成本刺激了居民的购房需求。与此同时, 大量美国高科技企业

补贴员工购买可升降办公桌在家办公，长期在家办公的趋势也将在一定程度上改变人们购置家庭办公桌的习惯，更多去选择有利于身体健康的可升降办公桌，促使产品销售结构由 B 端向 C 端不断延伸。

图 22：美国 30 年期抵押贷款固定利率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.1.2. 自动升降桌线性驱动系统市场空间测算

在市场方面，欧洲、北美的自动升降桌市场成熟、需求稳定，是线性驱动系统消费的主要地区。亚洲、大洋洲、南美洲等作为自动升降桌市场的新兴市场，市场潜力较大，未来需求将逐步释放，是自动升降桌消费规模持续增长的重要动力。

我们对美国的自动升降桌线性驱动系统市场进行了测算，可得到 2020 年，线性驱动在美国的市场空间为 2.11 亿美元，到 2025 年将达到 5.01 亿美元，CAGR 为 18.9%，主要基于以下假设：

- 1) 根据美国办公家具制造商协会（BIFMA）披露的数据，美国办公家具市场规模由 2015 年 135.6 亿美元增长至 2019 年 148.3 亿美元，CAGR 为 2.26%，与美国 GDP 增速基本保持一致。展望未来，美国为缓解疫情对经济的负面影响，降低了银行贷款利率，将会刺激未来几年房市和基建的发展，办公家具市场将间接受到刺激，预计 21-24 年市场规模增速会提升至 4%，5%，4%，4%。
- 2) 根据中国产业信息网的数据，全球办公家具中约 30%为办公桌产品，根据 BIFMA 官网对办公用品的定义（包含办公椅、办公桌、储物台、会议桌椅、配件及系统等），办公椅约占其价值量 30%，因此我们假设办公桌占办公家具市场规模 30%，且该比例在未来保持不变。
- 3) 根据我们对捷昌驱动核心客户（The Human/ HAT Contract 等）官网的查阅，自动升降桌价格集中在 500-700 美元，捷昌驱动 2019 年智慧办公驱动系统平均售价为 1276 元，海外企业驱动系统售价会更加昂贵，由此可假设线性驱动系统占自动升降桌约 35% 左右份额。
- 4) 由于市场上未有自动升降桌的官方数据，因此我们对自动升降桌的渗透率根据以下几点进行判断：

根据招股说明书，捷昌驱动 15-17 年的五大家具供应商销售额分别为 1.52、2.33、3.18 亿元，由于捷昌驱动对五大客户的销售金额占客户同类产品总采购额的比例分别为 65%、87%、100%、100%、70%，可知五大家具供应商 15-17 年对线性驱动系统的采购额分别为 1.84、2.82、3.96 亿元，由于该五大家具厂为美国知名家具厂商，保守估计共占美国自动升降桌市场 40%的份额，由此推断 15-17 年美国自动升降市场规模为 1.62、2.48、3.48 亿美元，渗透率分别为 3.99%、6.1%、8.4%。

根据 ALCHEMY MARKET RESEARCH 的调研报告，2019 年全球自动升降桌市场空间为 13 亿美元，由于目前欧美为自动升降桌主要销售市场，假设其中 40-45% 的自动升降桌销往美国，2019 年美国自动升降桌市场空间为 5.2-5.85 亿美元，与此对应的渗透率为 11.69-13.56%，取中间值约为 12.4%。

通过以上三种验证方式，并对 18 年的渗透率取中间值进行预测，我们认为自动升降桌 15-19 年的渗透率分别为 3.99%、6.1%、8.4%、10%、12.4%，2020 年由于疫情原因，部分企业补贴员工在家购置自动升降桌在家办公，我们假设 20 年渗透率提升至 14%，未来随着健康办公概念的不断发 展，渗透率有望进一步提升，我们假设每年按照 2-3% 的比率进行提升。

表 6：美国线性驱动系统市场测算（单位：亿美元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
美国办公家具（亿美元）	135.1	135.6	137.8	140.9	148.3	143.9	149.6	157.1	163.4	169.9	176.7
办公家具 YOY		0.37%	1.62%	2.25%	5.25%	-3.0%	4.0%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%
GDP 增速		1.6%	2.2%	2.9%	2.3%	-4.6%	3.0%	4.0%	2.0%	2.0%	2.0%
办公桌占比	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
办公桌市场规模	40.53	40.68	41.34	42.27	44.49	43.16	44.88	47.13	49.01	50.97	53.01
线性驱动办公桌渗透率	3.99%	6.1%	8.4%	10.0%	12.4%	14.0%	17.0%	20.0%	23.0%	25.0%	27%
线性驱动办公桌市场空间	1.62	2.48	3.48	4.23	5.52	6.04	7.63	9.43	11.27	12.74	14.31
线性驱动系统占比	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
线性驱动系统	0.57	0.87	1.22	1.48	1.93	2.11	2.67	3.30	3.95	4.46	5.01
线性驱动系统 YoY			40.5%	21.4%	30.5%	9.5%	26.3%	23.5%	19.6%	13.0%	12.3%

资料来源：BIFMA，ALCHEMY MARKET RESEARCH，中国产业信息网，天风证券研究所

中国办公家具市场庞大，但健康办公的意识近年来才有所觉醒，渗透率还较低，未来随着中国经济的加速成长，人们对健康办公的诉求逐渐加深，企业也更愿意购置自动升降办公桌改善员工办公环境，智慧办公驱动系统蓝海初现。我们根据以下假设，对中国自动升降桌线性驱动系统的市场空间进行了测算。

- 1) 根据前瞻经济学人的统计，我国办公家具 2019 年销售收入为 1850 亿元，考虑到中国房地产行业已逐步步入稳定期，没有类似于美国的刺激计划。参考中国市场之前的增速以及对 GDP 增长率的预测，我们假设办公家具市场将会保持 5% 左右的增长。
- 2) 随着国内头部企业收入增加，优质的互联网和金融公司预计会为员工采购更好的办公家具。由于国内自动升降桌渗透率基数较小，按照公司官方数据可大致推算出 13-19 年公司在国内销售出 65 万台电动升降办公桌，由于自动升降桌在 10 年后才逐渐进入市场，并且除捷昌驱动外供应可升降自动桌线性驱动系统的供应商较少，我们假设捷昌驱动国内市占率为 40%，目前自动升降桌存量为 162.5 万套。根据国家统计局数据，2019 年中国使用办公桌较多的行业分别为信息传输，计算机服务和软件业、金融业、房地产业、租赁和商务服务业、教育、卫生，社会保障和社会福利业、公共管理和社会组织这些行业，人数共为 7,357.32 万人，则可大致推算出 19 年使用办公桌人数为 7,357.32 万人，按照一人使用一张办公桌进行推算，19 年自动升降桌渗透率约为 2.21%。
- 3) 其他假设条件与美国相同。

表 7：中国自动升降桌线性驱动系统市场测算（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国	1575	1712	1811	1753	1850	1943	2040	2142	2249	2361	2479
YOY		8.70%	5.78%	-3.20%	5.53%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
办公桌占比	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
办公桌市场空间	473	514	543	526	555	583	612	642	675	708	744
线性驱动办公桌渗透	0.50%	1.00%	1.3%	1.7%	2.2%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8%

率											
线性驱动办公桌市场空间	2.36	5.14	7.06	8.94	12.27	17.48	24.48	32.12	40.48	49.58	59.50
线性驱动系统占比	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
线性驱动系统	0.83	1.80	2.47	3.13	4.29	6.12	8.57	11.24	14.17	17.35	20.83
线性驱动系统 YoY			37.5%	26.6%	37.2%	42.5%	40.0%	31.3%	26.0%	22.5%	20.0%

资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

我们对欧洲市场根据相似方法进行测算。根据 STATISTA OUTLOOK 数据，2019 年欧洲办公家具市场空间为 229.75 亿美元，至 2025 年将增长至 263.63 亿美元。由于升降办公桌起源并首先流行于欧洲，政策支持以及消费升级均与美国相同，我们假设欧洲自动升降桌渗透率高于美国 5%，其他假设条件与美国相同，对欧洲自动升降桌线性驱动系统市场空间进行了测算：

表 8：欧洲自动升降桌线性驱动系统市场测算（单位：亿美元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
欧洲办公家具（亿美元）	195.1	205.52	214.47	222.74	229.75	215.52	230.78	241.88	251.22	258.28	263.63
办公家具 YOY	6.50%	5.30%	4.40%	3.90%	3.10%	-6.20%	7.10%	4.80%	3.90%	2.80%	2.10%
办公桌占比		30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
办公桌市场规模		61.66	64.34	66.82	68.93	64.66	69.23	72.56	75.37	77.48	79.09
线性驱动办公桌渗透率	8.99%	11.09%	13.42%	15.00%	17.40%	19.00%	21.50%	24.00%	28.00%	30.00%	32.00%
线性驱动办公桌市场空间		6.84	8.63	10.02	11.99	12.28	14.89	17.42	21.10	23.25	25.31
线性驱动系统占比		35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
线性驱动系统		2.39	3.02	3.51	4.20	4.30	5.21	6.10	7.39	8.14	8.86
线性驱动系统 YoY			26.28%	16.08%	19.65%	2.43%	21.17%	17.00%	21.17%	10.15%	8.88%

资料来源：前瞻经济学人，STATISTA OUTLOOK，天风证券研究所

根据以上的测算，2020 年美国、中国及欧洲的自动升降桌线性驱动系统市场空间为 47.51 亿元，到 2025 年将有望突破 110 亿元，CAGR 为 18.35%。其中中美两国 2020 年的自动升降桌线性驱动系统市场空间为 19.76 亿元，2025 年将达到 53.15 亿元，CAGR 为 21.88%。

表 9：美国、中国、欧洲自动升降桌线性驱动市场空间情况（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
美国	3.65	5.60	7.86	9.55	12.46	13.65	17.23	21.29	25.46	28.78	32.33
中国	0.83	1.80	2.47	3.13	4.29	6.12	8.57	11.24	14.17	17.35	20.83
欧洲	11.89	15.44	19.50	22.64	27.09	27.75	34.40	40.97	47.66	52.50	57.16
总计	16.37	22.84	29.84	35.32	43.84	47.51	60.20	73.50	87.29	98.64	110.31

资料来源：BIFMA，ALCHEMY MARKET RESEARCH，中国产业信息网，STATISTA OUTLOOK，天风证券研究所

2.2. 医疗康护：人口老龄化+医疗设备升级推动市场增长

2.2.1. 老龄化推动医疗床需求增长，医疗支出增加促进设备电动化

线性驱动系统在医疗康护领域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，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。

与普通病床不同，电动医疗床及护理床可以通过线性驱动系统调整床的角度及高度，并让他们可以自主完成仰卧起坐、屈膝蜷腿和左右翻身等基本的需要，方便医护人员对病人的治疗、护理，减轻医护人员负担，并有助于提高病人的康复效率。

图 23：普通医疗床图示



资料来源：阿里巴巴，天风证券研究所

图 24：电动医疗床图示



资料来源：公司官网，美国天风证券研究所

随着经济的快速发展和全球老龄化速度的加快，社会公众对医疗器械设备的需求不断增加，该领域未来发展潜力较大。根据医疗行业调研机构 EvaluateMedtech 研究公司分析，2016 年以来，全球医疗器械销售总额不断增加，同比增长率在 5% 上下波动；2019 年，全球医疗器械销售总额已达 4,519 亿美元，同比增长率 5.63%，预计 2020 年全球医疗器械销售总额将达 4,774 亿美元，同比增长 5.64%。

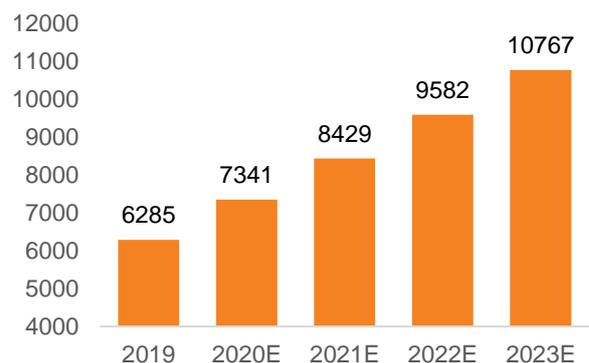
根据国家卫健委统计信息中心公布的最新数据，截至 2020 年 2 月底，全国医疗卫生机构数达 100.70 万个，同比增加 7,812 个。随着政府在医疗卫生领域的投入不断加大，我国医院数量和医疗机构数量呈现出稳定的增长趋势，目前 新冠疫情将进一步加大我国对医疗器械市场的投资。据智研咨询估计，预计 2024 年我国医疗机构数量将上升至 1,003,243 家，医院数量上升至 46,891 家。新建的医院和医疗机构一般都会采用较为先进的医疗器械产品比如电动病床，从而推动对线性驱动产品需求的不断增长，根据前瞻研究院数据，2019 年我国医疗器械市场规模已突破 6,000 亿元，达到 6,285 亿元，未来五年年均复合增长率约为 14%，并预测在 2023 年我国医疗器械市场规模将突破万亿元，达到 10,767 亿元。若按医疗器械设备市场规模 0.50% 测算，2023 年我国用于医疗领域的线性驱动产品的市场约为 54 亿元。

图 25：2013-2020 年全球医疗器械行业市场规模及预测（亿美元）



资料来源：EvaluateMedtech、天风证券研究所

图 26：2019A-2023E 我国医疗器械市场规模（亿元）

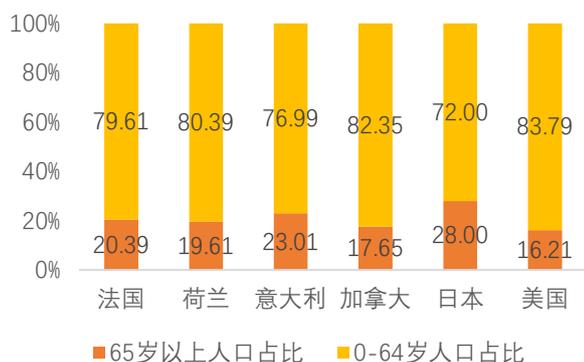


资料来源：前瞻经济学院，天风证券研究所

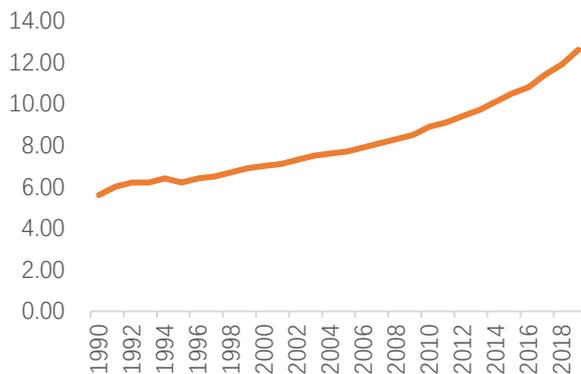
人口老龄化是电动护理床市场增长的最大动力。近年来由于卫生及医疗水平的提高，人们的平均寿命增加，具有高收入水平的发达国家逐步进入人口老龄化时代，65 岁以上人口占比逐年提升，2019 年欧洲及日本等国家 65 岁以上人口占比已超过 20%。老龄人口由于身体功能开始退化，所患疾病多以慢性病为主，需长期进行物理方式护理，因此配备必要的智能护理设备，尤其是一种能够由病人自己控制的电动护理床就显得十分必要，在经济发展和医疗升级的趋势下，电动护理床渗透率有望大幅提升。

图 27：2019 年部分发达国家 65 岁以上人口占比

图 28：1990 年以来中国 65 岁以上人口比例不断上升（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

目前发达国家的养老服务业已经较为完善,我国养老服务产业才刚起步,但在政策的推动下发展迅速,每千名老年人拥有养老床位数已成为养老服务发展的关键指标,未来养老床位数量的增长也将带动电动护理床需求的提升:

表 10: 我国有关养老服务的相关政策

时间	部门	政策	内容
2014年9月	国家发展改革委、民政部等10部门	关于加快推进健康与养老服务工程建设的通知	要求加强养老服务体系,到2020年,全面建成覆盖城乡的养老服务体系,每千名老年人拥有养老床位数达到35-40张。
2019年	国家发改委、民政部、国家卫健委	城企联动普惠养老专项行动实施方案(试行)	到2022年,要形成支持社会力量发展普惠养老的有效合作新模式,每千名老年人拥有40张养老床位,护理型床位占比超过60%,并在中央预算内投资适当补助,按每张养老床位2万的标准测算补助金额,每个城市补助床位数不超过1万张。
2020年12月	国务院办公厅	关于建立健全养老服务综合监管制度,促进养老服务高质量发展的意见	对防坠床和防跌倒等制定了标准,并实施养老机构的等级评定示范工程,在全国形成一批星级养老机构,通过示范带动行业质量整体提升。

资料来源:民政部,发改委,天风证券研究所

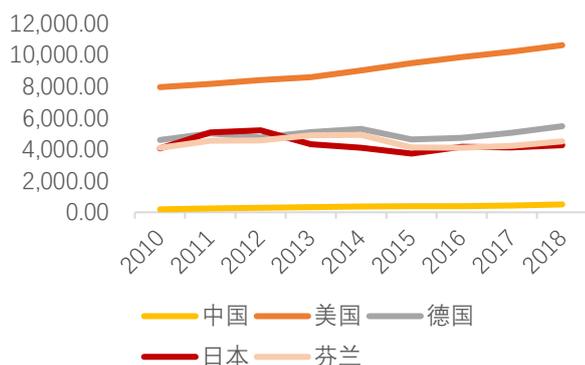
医疗设备的升级需求是电动医疗床市场提升的主要因素。随着全球经济水平的提高,近年来各国人均医疗卫生支出也不断在提升,中国由于与发达国家相比医疗水平尚有差距,医疗卫生支出基数较低,因此到2018年,中国人均医疗卫生支出为501.6美元,与美国人均10,624美元、德国人均5472美元、日本人均4267美元、芬兰人均4516美元相比还有相当大的上涨空间。

中国的医疗床位数伴随着医改的启动也在快速提升,由2010年的每千人平均3.56张提升至2019年的6.3张,病床的增加将会促进电动病床数量的提升。中国目前由于人均医疗卫生支出水平与发达国家还有一定距离,导致电动医疗床的渗透率还较低,根据捷昌驱动招股说明书的数据,目前国内电动医疗床的渗透率不足10%,但伴随着经济水平的不断提高,我国较大的病床基数与智能化改造需求,都为电动医疗床及其配套的线性驱动系统提供了良好的发展空间。

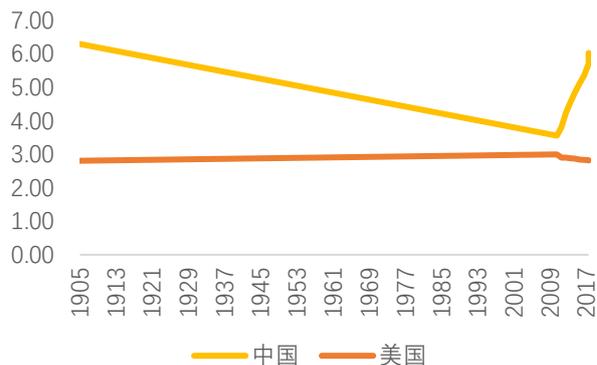
与之相反的是,欧美人均医疗床位数近年来却呈现出下降趋势,2019年美国每千人医疗床位数仅为2.81张,远低于中国,2020年疫情爆发导致欧美地区床位短缺,将促进欧美近几年床位数大量增长,从而刺激电动医疗床市场的增长。

图 29: 2010A-2019A 各国人均医疗卫生支出 (单位: 美元)

图 30: 2010A-2019A 中国与美国每千人医疗床位数



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, STATISTA, 天风证券研究所

2.2.2. 医疗器械线性驱动系统市场空间测算

我们根据以下假设对全球医疗器械线性驱动系统市场空间进行了测算: 根据 global market insights 和 grand view research 的数据, 2019 年全球电动医疗床和护理床的市场规模为 80.5 亿美元, 预计 2021-2025 年的 CAGR 为 6.8%, 至 2025 年市场规模将达到 119 亿美元。根据我们对电动医疗床厂商 Invacare 官网查阅的数据, 电动护理床价格大概为 2000 美元左右, 可以推算出线性驱动系统价值占比约为 15%。

表 11: 全球医疗器械线性驱动系统市场空间测算 (单位: 亿元, 通过实时汇率进行换算)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
电动医疗和护理床市场空间	521.24	556.68	594.54	634.96	678.14	724.26	773.51
YOY	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%
线性驱动系统占比	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
线性驱动系统市场空间	78.19	83.50	89.18	95.24	101.72	108.64	116.03

资料来源: grand view research, global market insights, 天风证券研究所

我们根据以下假设对中国医疗器械线性驱动系统市场空间进行了测算:

- 1) 根据民政部数据, 已知 2016 年-2020 年每千名老人养老床位数及全国养老床位总数, 可推断出 2016-2020 年中国老年人口数, 由于 11-18 年老年人口增长比率均保持在 4% 左右, 假设未来 5 年内老年人口增长比率保持在 4% 不变。
- 2) 2019 年我国出台《城企联动普惠养老专项行动实施方案》中提到, 到 2022 年, 要形成支持社会力量发展普惠养老的有效合作新模式, 每千名老年人拥有 40 张养老床位, 保守估计 21-25 年每千名老人养老床位数分别为 32、34、36、38、40 张。
- 3) 根据卫生机构数据, 16-19 年每万人医院床位数为 53.7、57.2、60.3 和 63 张, 2020 年受疫情影响床位数预计会有较大提升, 未来由于医院床位数趋于饱和, 增长速度预计将会放缓, 假设 20-24 年每万人医院床位数为 67、69、71、73、74、75 张。
- 4) 根据捷昌驱动招股说明书, 由于我国缺乏电动医疗床相关政策引导, 17 年我国电动病床及护理床的渗透率不到 10%, 但随着经济发展和医疗基础设施的提升, 电动医疗床的需求提升将会是必然趋势, 因此保守假设 19 年渗透率为 3%, 预计未来渗透率每年提升 0.5%。

表 12: 中国医疗器械线性驱动系统市场空间测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
老年人口数 (千)	241,036	249,863	259,857	270,251	281,061	292,304	303,996	316,156	328,802
老年人口数 YOY	4.32%	3.66%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
每千名老人养老床位数	30.90	29.10	29.29	29.88	32.00	34.00	36.00	38.00	40.00
全国养老床位总数(万张)	745	727	761	808	899	994	1,094	1,201	1,315
总人口数 (万)	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000

每万人医院床位数	57.20	60.30	63.00	67.00	69.00	71.00	73.00	74.00	75.00
全国医院床位总数(万张)	801	844	882	938	966	994	1,022	1,036	1,050
床位总数(万张)	1,546	1,571	1,643	1,746	1,865	1,988	2,116	2,237	2,365
线性驱动渗透率	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6%
线性驱动床位数(万张)	31	39	49	61	75	89	106	123	142
线性驱动系统单价(元)	1,410	1,425	1,320	1,280	1,242	1,205	1,169	1,134	1,100
线性驱动市场规模(亿元)	4.36	5.60	6.51	7.82	9.27	10.78	12.37	13.95	15.60
线性驱动系统 YoY		28.4%	16.2%	20.2%	18.5%	16.3%	14.7%	12.8%	11.9%

资料来源: wind, 天风证券研究所

2.3. 智能家居: 消费升级促进需求日益增长

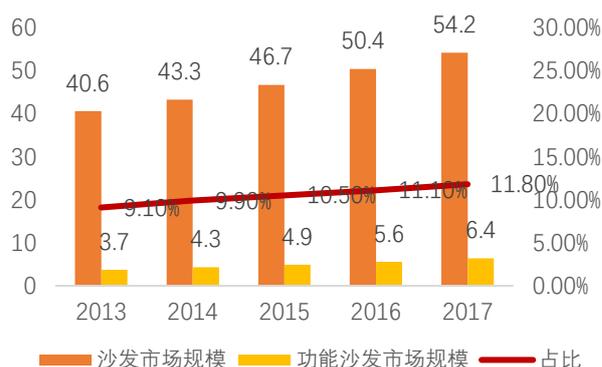
沙发作为工作、休憩、娱乐的主要工具,可以有效缓解疲劳、放松心情,是人们日常生活的必需品。随着全球科技的进步与消费者生活品质的提高,消费者对健康舒适度提出更高的要求,对于沙发的诉求已不再仅仅局限于作为简单的坐具,对沙发健康性、舒适性和功能性提出了更高的要求。

线性驱动系统在智能家居的领域主要应用于功能沙发,与传统沙发相比,功能沙发与人体工程学相结合,在座面、靠背、扶手的设计上更加符合人类的身体构造,具备多姿势变换、仰卧、辅助站立、按摩、保健、助力等功能。功能沙发使人们的生活更加方便、快捷和舒适。而线性驱动系统是功能沙发的核心动力来源,帮助功能沙发实现多种功能以及进行平稳运动,对其尺寸参数和运动特性有较大影响。

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40.9%。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。中国功能沙发市场是从近十年才开始兴起的,目前仍属于小众的家居产品。随着中国居民可支配收入的不断增加、消费观念的转变以及老龄化趋势的加快,近几年功能沙发在中国发展迅速,未来的需求量也将保持快速增长趋势。全球功能沙发市场发展前景广阔,从而带动线性驱动系统的需求日益增长。

图 31: 2013-2017 年美国沙发及功能沙发市场规模 (十亿美元)


资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图 32: 2013-2017 年中国沙发及功能沙发市场规模 (十亿元)


资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

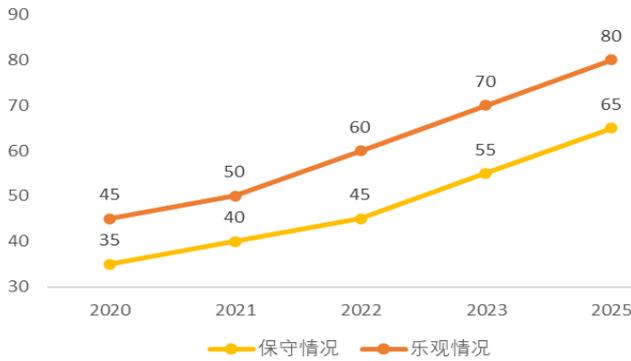
2.4. 工业领域: 前瞻性布局的新兴市场, 下游需求持续拓宽

线性驱动系统在工业领域的应用较为广泛,主要包括工业自动化(伺服压装机、坐标机器人、自由度平台)、木工机械(辊涂设备、裁板机)、特种车辆应用(垃圾清扫车、农业机械、特种车辆)、新能源应用(光热塔式太阳能电站、光热碟式太阳能电站、单轴光伏电站),其中新能源作为未来海内外的战略布局重要方向,该领域有望成为行业的一个潜在增长点。

由于传统的化石能源逐步淘汰,可再生能源产量的需求将会增长,受益于光伏技术不断革新,成本持续下降,光伏将在越来越多的国家成为成本最低的电力来源之一,今年是我国

光伏迈入平价上网的元年，海外光伏新兴市场也在不断涌现，2019 年全球新增装机超过 GW 级别的市场数量已达 16 个以上，CPIA 预计未来光伏装机规模将不断扩大。

图 33：2020-2025E 中国光伏装机规模预测（单位：GW）



资料来源：CPIA，天风证券研究所

图 34：2008A-2022E 全球光伏装机规模预测（单位：GW）

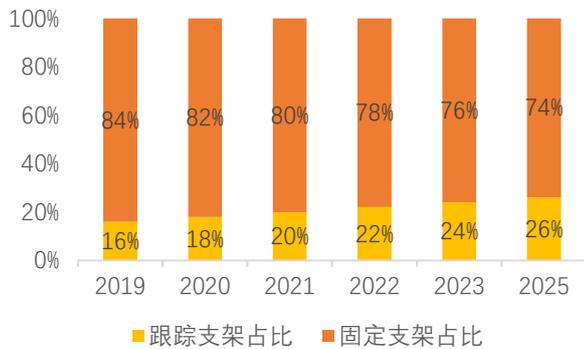


资料来源：CPIA，天风证券研究所

线性驱动系统在光伏设备的应用领域主要为光伏跟踪支架。光伏支架按照能否跟踪太阳转动区分为固定支架和跟踪支架，采用跟踪支架的光伏系统，其组件朝向根据光照情况进行自动调整，可减少组件与太阳直射光之间的夹角，获取更多的太阳辐照，可有效提高发电效率，但由于其存在高成本投入及稳定性等问题，2019 年跟踪支架占比仅为 16%，国家已出台了“光伏电站领跑者计划”等产业政策鼓励跟踪支架的推广应用，根据 CPIA 的预测，到 2025 年跟踪支架占比将提升至 26%。

使用电动推杆解决方案将替代跟踪支架中的回转减速器，提高太阳能发电设备的产量。由于配有集中器的太阳能发电设备上必须进行精确和最佳的定位，电动推杆可以确保阳光精准对准受电设备，提升发电效率及产量。

图 35：跟踪支架和固定支架的占比



资料来源：CPIA，天风证券研究所

图 36：线性驱动系统新兴应用领域：光伏跟踪支架



资料来源：中信博官网，天风证券研究所

根据中信博招股说明书，2019 年跟踪支架单位成本为 50.47 万元/MW，其中回转减速装置成本占比为 12.05%，由于目前线性驱动系统对回转减速器的替代还处于初步阶段，保守估计 2019 年渗透率为 17%，保守估计未来 5 年渗透率每年提升 3-4%。由此可以推算出到 2025 年，全球光伏跟踪支架线性驱动市场规模将达到 24.76 亿元，20-25 年的 CAGR 为 26%，其中中国 2025 年市场规模为 4.49 亿元。

表 13：中国光伏跟踪器线性驱动系统市场规模

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2025
中国新增装机规模(GW)	53	44.26	30.1	45	50	60	70	80
跟踪支架占比	14%	15%	16%	18%	20%	22%	24%	26%
中国跟踪支架市场规模 (GW)	7.42	6.64	4.82	8.10	10.00	13.20	16.80	20.80
跟踪支架单位成本 (亿元/GW)	5.59	5.31	5.05	4.85	4.65	4.47	4.29	4.12

YOY		-4.98%	-4.92%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
减速装置占比	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
减速装置成本 (亿元/GW)	0.84	0.80	0.76	0.73	0.70	0.67	0.64	0.62
减速装置市场规模 (亿元)	6.22	5.29	3.65	5.89	6.98	8.84	10.80	12.84
线性驱动系统渗透率	10%	14%	17%	20%	23%	26%	29%	35%
线性驱动系统市场规模 (亿元)	0.62	0.74	0.62	1.18	1.60	2.30	3.13	4.49
YOY		19.03%	-16.25%	89.96%	36.30%	43.25%	36.28%	21.72%

资料来源: CPIA, 中信博招股说明书, 天风证券研究所

表 14: 海外光伏追踪器线性驱动系统市场规模

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2025
光伏新增装机规模 (GW)	49	61.74	89.9	95	105	105	105	120
跟踪支架占比	15%	20%	25%	30%	34%	38%	42%	48%
海外跟踪支架市场规模 (GW)	7.35	12.348	22.475	28.5	35.7	39.9	44.1	57.6
跟踪支架单位成本 (亿元/GW)	5.59	5.31	5.05	4.85	4.65	4.47	4.29	4.12
YOY		-4.98%	-4.92%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
减速装置占比	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
减速装置成本 (亿元/GW)	0.84	0.80	0.76	0.73	0.70	0.67	0.64	0.62
减速装置市场规模 (亿元)	6.16	9.83	17.01	20.71	24.91	26.72	28.36	35.56
线性驱动系统渗透率	15%	21%	27%	32%	37%	42%	47%	57%
线性驱动系统市场规模 (亿元)	0.92	2.06	4.59	6.63	9.22	11.22	13.33	20.27
YOY		123.49%	122.51%	44.28%	39.04%	21.79%	18.74%	26.03%

资料来源: CPIA, 中信博招股说明书, 天风证券研究所

表 15: 全球光伏追踪器线性驱动系统市场规模 (亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2025
中国	0.62	0.74	0.62	1.18	1.60	2.30	3.13	4.49
海外	0.92	2.06	4.59	6.63	9.22	11.22	13.33	20.27
总计	1.55	2.80	5.21	7.81	10.82	13.52	16.46	24.76

资料来源: CPIA, 中信博招股说明书, 天风证券研究所

2.5. 行业竞争格局: 海外龙头发展成熟, 国内企业大步追赶

海外对标龙头: 欧洲作为线性驱动系统的起源地, 孕育了两大世界领先的线性驱动厂商, 丹麦的 LINAK A/S 及德国的 DEWERT Okin, 均已实现全球布局, 占据医疗领域大部分市场份额, 19 年营业收入分别达到 5.6 亿及 3.61 亿欧元, 为捷昌驱动开拓海外市场的主要竞争对手。中国台湾地区的 TIMOTION 也较早进入市场, 拥有一定的技术积累和市场积淀, 在医疗领域有较高占比。

国内除捷昌驱动外, 主要参与厂商还有凯迪股份、乐歌股份、青岛豪江、力姆泰克等企业。其中凯迪股份优势集中在智能家居领域, 乐歌股份主要产品为人体工学工作站。

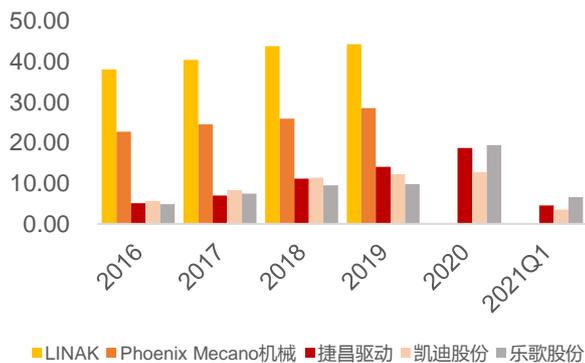
表 16: 除捷昌驱动外, 海内外线性驱动系统行业主要参与厂商

国家和地区	公司名称	成立时间	公司简介	应用领域	19 年营业收入
丹麦	LINAK (力纳克)	1907	1) 专注电动线性推杆研发。1979 年推出世界首个量产的电动推杆, 1998 年推出了全球第一个办公桌全套推杆系统。 2) 生产基地遍布全球。1999 年在美国建厂, 2006 年在中国深圳建厂, 2008 年在捷克建厂, 截止 2018 年在全球超过 60 个国家和地区	工农业、医疗 (优势较大)、办公、家居	5.6 亿欧元

		拥有分公司及分销商公司。			
德国	DEWERT Okin	1982	公司隶属于 Phoenix Mecano 集团的机械元器件部门，已在全球 50 多个地区设立办事处壮大其销售业务。从 2003 年起，德国 DEWERT 公司致力于开拓全球市场并深入远东，为应对持续的全球化挑战，于 2004 年在中国、台湾和韩国设立了销售公司。	家居、办公、医疗、农业	3.61 欧元
中国台湾	TIMOTION	2005	客户主要集中在医疗器械领域。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，主要研发、生产、销售医疗床和手术台的电机及控制器系统，产品销往欧美、日韩等发达国家。	医疗、家居、办公、工业	
中国	乐歌股份	2002	位于宁波市鄞州经济开发区，公司于 2017 年 12 月在创业板上市。目前已拥有宁波滨海、宁波姜山及越南胡志明市 3 大制造基地，产品远销全球 75 个国家和地区，包括北美洲、亚洲和欧洲等，在海外市场拥有较为稳定的市场份额。	主打办公领域	9.78 亿元
中国	凯迪股份	1992	是国内领先的线性驱动系统生产制造商，主要生产电动推杆系列、微电机系列、控制线路板系列产品，应用于健身器材、休闲椅、医疗康复设备、办公家具、汽车制造等领域，主要出口东南亚、欧美等国家。	家居（主打）、医疗、办公、家居、汽车零部件	12.22 亿元
中国	青岛豪江	2017	是专业从事家具、家庭护理及医疗器械用驱动器和控制器的研发和生产的企业。主要产品有单马达驱动器、双马达驱动器、遥控器、按摩器等。	医疗、家居、办公、工业	
中国	力姆泰克	2005	LIM-TEC 集团公司与北京瑞隆昌合资成立，分布在全国已有 10 个办事处，其主要产品包括：电动推杆、螺旋升降机、伺服电动缸、伺服系统集成等，2016 年新三板上市。		0.72 亿元

资料来源：招股说明书，公司官网，wind，天风证券研究所

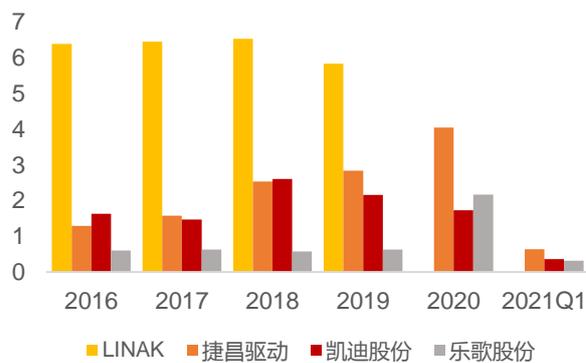
图 37：各公司营业收入比较（单位：亿元）



资料来源：wind，公司官网，天风证券研究所

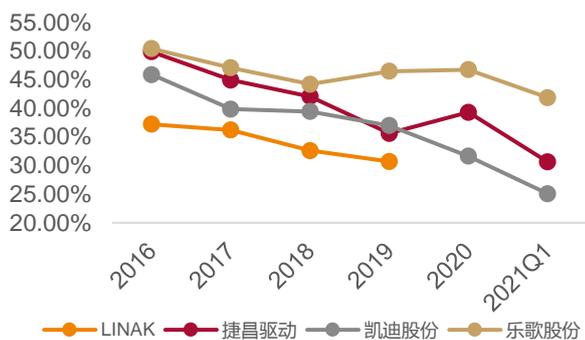
图 39：各公司毛利率比较，国内公司较海外巨头更高

图 38：各公司净利润比较（单位：亿元）



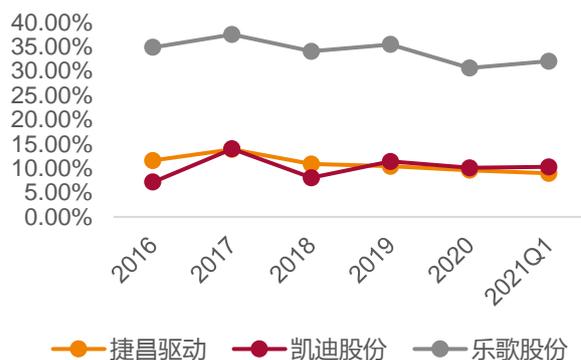
资料来源：wind，公司官网，天风证券研究所

图 40：各公司三费占比较，捷昌驱动成本控制占优



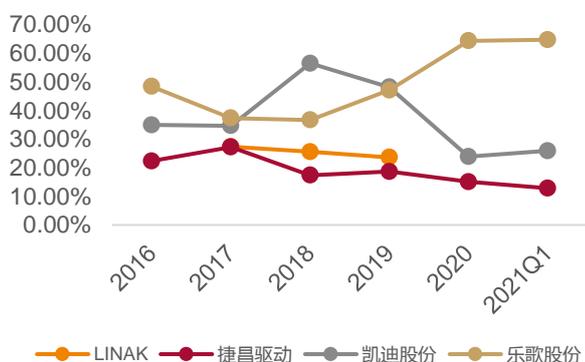
资料来源: wind, 公司官网, 天风证券研究所

图 41: 各公司资产负债率比较



资料来源: wind, 公司官网, 天风证券研究所

图 42: 各公司研发支出占比比较



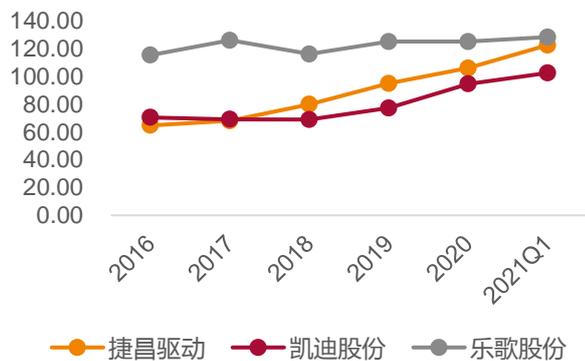
资料来源: wind, 公司官网, 天风证券研究所

图 43: 各公司存货周转天数比较

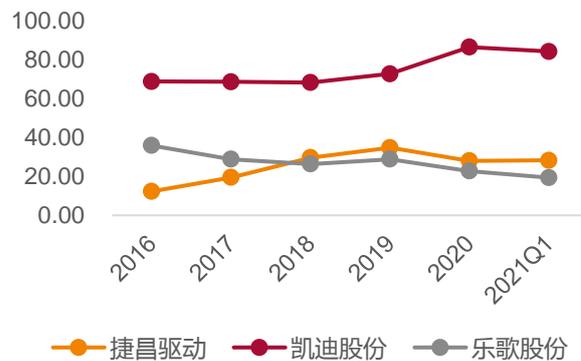


资料来源: wind, 公司官网, 天风证券研究所

图 44: 各公司应收账款天数比较



资料来源: wind, 公司官网, 天风证券研究所



资料来源: wind, 公司官网, 天风证券研究所

3. 占据行业先发优势，多维度构筑企业护城河

3.1. 深入绑定家具龙头，多种销售模式并驾齐驱

公司在北美市场已深耕多年，与当地客户维持良好的合作关系，产品设计、质量以及服务广受认可，形成了一定的品牌效应和口碑效应。因此，公司与前五大客户关系稳定，2015 年以来前五大客户营收占比长期稳定在 45%-50%，市场集中度较高，2019 年，公司前五名客户销售额达到 67127.17 万元，占年度销售总额 47.74%，前五名供应商采购额 23,639.65 万元，占年度采购总额 32.58%。

客户有着较高黏性。由于线性驱动系统针对大多数不同型号的办公桌及其他产品均有不同的配置要求，公司通常依照购买方提供的产品需求进行针对性的产品设计与生产，因此公司与客户关系较为稳固但对主要客户不存在依赖，而客户出于更换供应商成本较高等多种因素通常倾向于与生产厂商建立长期稳定的战略合作伙伴关系，黏性较高。

表 17：2017A-2018H1 公司前五大客户销售情况

2018H1			2017A		
客户名称	金额（万元）	占比	客户名称	金额（万元）	占比
AMQ SOLUTIONS	5,259.67	10.99%	The Human	9,771.48	14.07%
Ergo Depot (Fully)	4,859.27	10.16%	HAT Contract	7,747.78	11.15%
The Human	4,431.34	9.26%	Ergo Depot (Fully)	6,054.16	8.71%
HAT Contract	3,949.97	8.26%	Tricom Vision	4,912.95	7.07%
HNI	3,690.84	7.71%	Haworth	3,302.60	4.75%
合计	22,191.09	46.38%	合计	31,788.97	45.75%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

北美升降桌办公市场近年来发生了并购整合的情况，捷昌驱动的主要客户 Tricom Vision 在被可升降办公桌制造商 AMQ 收购后，2017 年年末 AMQ 又被北美第一大家具制造商 Steelcase 收购，捷昌驱动也因此被纳入 Steelcase 全球供货体系。除此之外，公司已与海沃氏、赫曼米勒、HNI 等全球办公家具巨头建立了稳定良好的战略合作关系，产品先后进驻谷歌、微软、苹果、亚马逊等大型跨国企业。在有了办公家具市场巨头的加持下，可升降办公产品未来可成长空间较大，有利于其未来进一步拓展海外市场。

表 18：捷昌驱动大客户情况简介（单位：亿美元）

客户	简介	2020 收入	全球办公家具市场排名
Steelcase	成立于 1912 年，位于密歇根州大急流城。公司生产用于办公环境以及教育，保健和零售行业的办公家具，建筑和技术产品，是世界上最大的办公家具制造商，在美洲，欧洲，亚洲，中东，澳大利亚和非洲设有设施，办事处和工厂。现有员工数约为 12,700，旗下品牌 Steelcase, Steelcase Health, Steelcase Education, Coalesse, DesignTex, AMQ, Smith System, Orangebox。	37.3	1
Herman Miller	成立于 1905 年，总部位于密歇根州泽兰，公司生产办公家具和设备以及家居陈设。它的标志性产品包括 Equa 椅子，Aeron 椅子，Noguchi 桌子，棉花糖沙发和 Eames 休闲椅。在 1968 年发明了办公室隔间（最初称为“行动办公室”）。	24.9	2
Haworth	成立于 1948 年，是一家私有的家族式办公家具制造商，总部位于美国密歇根州和荷兰。通过由 650 个经销商和 7000 多名员工组成的全球网络服务于 120 多个国家的市场。公司在全球有 20 个独资工厂和 55 个销售办事处拥有近 7,500 名员工。	22.5	3
HNI	HNI Corporation 是全球最大的办公家具制造商之一。该公司由工程师 C. Maxwell Stanley，广告执行官 Clem Hanson 和工业设计师 H. Wood Miller 于 1944 年成立。其总部位于美国爱荷华州马斯喀汀，其业务遍及美国其他州和亚洲。	17	4

资料来源：公司官网，statista，天风证券研究所

在销售方式方面，公司根据不同市场发展特点，采取不同销售政策，建立有效渠道：

公司与海外厂商的合作模式主要为 ODM 模式：由于海外家具及医疗等市场较为成熟，大客户对供应商选择要求较高，公司通常依照客户提供的产品需求进行产品设计与生产，并以合理的价格批量供货。该模式的客户关系较为稳固，经营重心围绕客户及具体产品，能够通过持续研发及规模效应改善盈利水平，订单规模与客户的产品决策、市场拓展能力较为相关，适合欧美较为成熟的线性驱动市场。并且该模式下定价有主动权，并且不需要支付额外的平台宣传费用和管理费用，可以通过销售渠道提升公司的净利率，2020 年前三季度年公司净利率达到 25.73%，较 17 年增加 3 个百分点。

国内线性驱动市场规模相对较小，但随着我国经济的快速发展，居民收入水平不断提高，部分消费者的消费理念正在发生改变，逐渐接受改善健康医疗环境和提高生活品质的医疗、家居产品，市场未来潜力较大。**国内市场销售主要采用与客户直接接触的方式**，按地区对业务人员进行分工负责，由业务人员直接电话联系和登门拜访洽谈业务。这种直销的方式在国内市场急速扩张下可以快速发展客户，加强与客户的联系，在占领国内市场的战役中抢占先机。

表 19：销售政策、定价政策和结算政策

销售模式	销售政策	定价政策	结算政策
内销	主要通过展会、客户拜访等多种方式获取客户订单。公司依照客户提供的产品需求进行产品设计与研发，在通过样品测试后，安排进行批量生产。	主要采取成本加成的定价策略，在此基础上与客户协商确定价格。	新客户在签订订单时一般预付全部货款，对于部分信誉良好、业务规模较大的客户，一般给予一定信用期。
外销	主要通过展会、客户拜访等多方式获取客户订单，主要采用直接销售给国外下游客户的方式，以 ODM 模式进行合作。运输时公司主要通过第三方物流将产品运送至港口，并采用 FOB 的贸易方式。	主要采取成本加成的定价策略，在此基础上与客户协商确定价格，在原材料价格、汇率等出现较大幅度波动时，销售人员需与客户重新协商定价。	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；其余客户公司会要求对方在签订销售订单时按照一定的比例预付部分货款。
直销	主要通过展会、客户拜访等多方式获取订单，公司将产品销售给客户之后，产品的风险和收益完全转移，属于买断式销售。	主要采取成本加成的定价策略，在此基础上与客户协商确定价格。	新客户在签订订单时一般预付全部货款，对于重要客户，一般给予 1-2 个月左右信用期。
经销	主要通过展会、客户拜访等多方式获取订单。公司主要采取与区域经销商合作的方式进行销售，公司将产品销售给客户之后，产品的风险和收益完全转移，属于买断式销售。	主要采取成本加成的定价策略，在此基础上与客户协商确定价格。	新客户在签订订单时一般预付全部货款，对于重要客户，一般给予 1-2 个月左右信用期。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3.2. 先进技术+先发优势，构造企业强大壁垒

相比于国内企业，公司的核心竞争力在于其先进技术和先发优势。线性驱动行业目前技术已逐渐走向成熟，国外已形成专利布局，该行业涉及计算机软件、机械等多行业技术综合运用，有较高的进入门槛，目前衡量线性驱动产品性能的主要技术指标包括运行速度、噪音、推力、平衡性、效率等。

公司作为国内龙头企业，通过多年的技术积淀，在传感技术、同步控制技术和网络技术上已经可以和国外企业相竞争，领先于大多数国内企业。目前公司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，形成了强大的产品研发和设计能力，公司研发中心根据目标市场上产品样式、功能需求的变化趋势及客户的实际需求进行新产品的设计与研发，在主导产品的生产技术上拥有专利权且不断取得突破。

在技术团队方面，公司创始人为机械、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，技术团队也涵盖机械设计、电子工程、自动化控制、嵌入式软件、工业设计模具设计等多领域，专业技术涵盖全面，创新设计能力强。

截至 2020 年 12 月 31 日，公司已取得各项专利 535 项，其中国内发明专利 40 项、国际发明专利 5 项，同时已获得软件著作权共 57 项。近年来，销售端费用的降低使公司继续将更多的精力投入到产品的技术研发中，提升技术壁垒，2020 年公司研发费用 1.02 亿元，占营业收入 5.46%。

图 45：研发费用及研发费用率（单位：百万元）

图 46：技术人员占总员工比例（单位：名）



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

渠道方面, 公司经过多年努力已与美国多家家具巨头取得了长期稳定的合作, 在海外拥有一定的市场认可度, 并建立了完善的分销渠道。由于国外人体工学家具产业已经较为成熟, 国内企业的产品如果想要进入国外市场, 需要经过品牌商、批发商、大型连锁超市等渠道, 这些大客户对供应商有着较为严格的评审制度、验厂程序, 通过相关程序进入国外市场的国内企业依然只是少数, 客观上构成了进入国外市场的渠道壁垒。公司多年深耕北美市场, 已与多家美国家具厂商保持深入稳定的合作关系, 近年来不断在培育欧洲市场, 相比国内企业具备强大的先发优势。

3.3. 快速反应能力+优秀成本管控, 不断开拓定制化市场

相比于海外巨头, 公司有着快速的市场反应能力和优秀的成本管控能力。海外龙头企业最早进入线性驱动产品制造行业, 经营时间较长, 已形成了一定的市场地位, 公司在技术水平以及全球营销方面仍有差距。但随着自动化技术、网络技术的飞速发展, 许多下游厂商会提出自己对产品的功能设想, 希望供应商能提供更有针对性的产品来满足自己的需求, 由于海外公司规模庞大, 往往很难快速反应。而公司通过在海内外的全方位覆盖, 目前已在美国、日本、德国及马来西亚设立了子公司以负责北美、日本、欧洲、东南亚的销售和售后服务, 能快速反应客户的定制需求, 提供令客户满意的作品。

在成本管控方面, 公司原材料主要为钣金件、电子元器件、线路板、钢材、电机及其他配件, 均为国内采购, 仅有少部分检测设备等需要境外采购, 在原材料与人工费用方面与海外巨头相比具有成本优势。

3.4. 募投产能逐步释放, 海外建厂打开全球空间

公司产能利用饱满, 扩产需求较高。受益于公司良好的订单情况、行业市场空间的增长以及公司在技术、品牌、客户资源等方面的市场竞争优势, 公司近 5 年最近三年智慧办公驱动系统产品的产能利用率均超过 100%, 现有产能的缺乏成为制约智慧办公驱动系统业务规模进一步发展壮大的主要瓶颈制约。

表 20: 2015-2019 年公司产能、产量及产能利用率情况 (万件)

指标	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
产能	95.68	85	34.56	26.1	20.2
产量	106.26	95.11	44.31	30	20.7
产能利用率	111.06%	111.90%	128.21%	114.05%	102.44%

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 天风证券研究所

2020 年 7 月, 公司发布 2020 年度非公开发行股票预案修订稿, 募集资金共 14.85 亿元, 投资项目预计达产后新增 95 万套智慧办公驱动系统, 相当于 19 年将近一倍的产能, 以满足日益增长的订单需求, 促进公司市占率的进一步提升。捷昌全球运营中心建设项目也将带动公司在国内外进行布点, 加强公司销售渠道以及研发设计能力。

表 21: 募集资金投资项目 (单位: 亿元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	智慧办公驱动系统升级扩建项目	7.3	7.2
2	数字化系统升级与产线智能化改造项目	2.1	2
3	捷昌全球运营中心建设项目	2.3	2.2
4	补充流动资金	3.5	3.5
	合并	15.1	14.9

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

海外建厂也将进一步打开全球市场。由于欧美等发达国家的线性驱动市场正处于市场快速扩张阶段, 公司已在美国、德国、日本出资设立了美国捷事达、德国捷昌和日本捷事达, 分别负责对北美市场、欧洲市场、日本市场相关产品的销售及售后服务。

与此同时, 为应对未来中美贸易摩擦可能出现的不利变化以及开拓东南亚市场, 公司在 2019 年成立马来西亚子公司, 并投资 2530 万美元用于建立马来西亚生产基地, 预计未来将逐步形成 50 万套智慧办公、医疗康复等领域线性驱动产品的产能。目前马来西亚生产基地设备已经安装完毕, 正在进行试生产的准备工作, 预计 2021 年将正式投产。

3.5. 收购 LEG, 完善欧洲战略布局

2021 年 5 月, 公司拟使用自筹资金通过境外全资子公司 J-Star 收购 LEG 100% 的股权, 本次收购总对价为 7917.84 万欧元, 为增强其资金实力, 公司拟通过 J-Star 对标的公司增资 2000 万欧元。

公司成立于 1997 年, 是奥地利一家专业从事可调家具机电集成研发、销售、生产的公司, 目前在欧洲、美国、中国共有约 270 名员工, 研发人员约占总人数的三分之一, LDAT 的产品开发能力在业内处于顶尖水平, 其 SLIMdrive 推杆, COMPACT 控制器等产品受到如 Herman Miller、Steelcase 等国际知名家具品牌的青睐。

LEG 及其旗下子公司公司一直致力于为可调家具市场提供领先的解决方案及产品, 在升降桌驱动系统领域有显著的研发优势, 其主要产品属于行业内顶尖水平, 并且有较高的专利壁垒。本次收购完成后将更好的树立捷昌驱动在欧美高端市场的品牌形象, 有助于公司的行业地位和市场份额得到进一步提升。

表 22: LEG 部分财务数据 (单位: 千欧元)

项目	2020 年度	2019 年度
资产总额	86,427	86,248
负债总额	49,406	47,415
净资产	37,021	38,833
营业收入	60,103	84,579
净利润	-1,212	6,854

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们对公司业务进行拆分, 分别为智慧办公驱动系统、医疗康护驱动系统、智能家居控制系统以及工业领域, 由于 2020 年没有具体板块数据, 2019 年收入分别为 12.19 亿、1.69 亿、0.17 亿, 毛利率分别约为 36.37%、30.42%、28.45%。我们认为:

- 1) 智慧办公驱动系统作为公司成熟业务, 在海外具备成熟的渠道和稳定的客户, 未来产能扩张有望释放业绩弹性, 受益于行业渗透率的不断提升以及自身市占率的提升, 因此假设 20-23 年销售增速分别为 30.34%、34.64%、35.14%、35.63%, 收入将分别达到 15.89、

21.39、28.91、39.21亿。

- 2) 医疗康护驱动系统是公司未来发展的重要方向，未来预计将会有一定放量，因此假设20-23年销售增速分别为28.7%、24.74%、25.73%、26.72%，收入将分别达到2.18亿、2.72亿、3.42亿、4.34亿。
- 3) 智能家居控制系统作为公司传统业务，预计将保持稳定增速，因此假设20-23年销售增速分别为12%、12%、12%、12%，收入将分别达到0.19亿、0.22亿、0.24亿、0.27亿。
- 4) 工业领域作为公司20年的新增业务，具备一定发展潜力，因此假设21-23年销售增速分别为30%、30%、30%，20-23年收入将达到0.4亿、0.52亿和0.68亿、0.88亿

表 23：公司未来三年业务拆分（单位：亿元）

报告期	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
智慧办公驱动系统									
收入	2.67	3.83	5.55	9.45	12.19	15.89	21.39	28.91	39.21
YOY		43.64%	44.82%	70.21%	29.00%	30.34%	34.64%	35.14%	35.63%
出货量（万件）	19.18	28.89	42.49	76.46	95.50	127.02	172.74	235.79	323.04
出货量 YOY		50.64%	47.10%	79.95%	24.90%	33.00%	36.00%	36.50%	37.00%
均价（元）	1,391	1,327	1,307	1,236	1,276	1250.95	1238.44	1226.06	1213.80
成本	1.26	1.76	2.88	5.30	7.76	9.37	13.48	18.07	24.31
毛利	1.41	2.07	2.67	4.15	4.43	6.51	7.92	10.84	14.90
毛利率(%)	52.76	54.03	48.12	43.94	36.37	41.00	37.00	37.50	38.00
医疗康护驱动系统									
收入	0.91	1.11	1.23	1.46	1.69	2.18	2.72	3.42	4.34
YOY		22.18%	10.68%	19.17%	15.88%	28.70%	24.74%	25.73%	26.72%
出货量（万件）	8.40	10.28	12.84	15.56	17.86	23.21	29.25	37.15	47.55
出货量 YOY		22.42%	24.92%	21.10%	14.80%	30.00%	26.00%	27.00%	28.00%
均价（元）	1,080.63	1,078.54	955.60	940.30	949.19	939.70	930.30	921.00	911.79
成本	0.60	0.70	0.84	1.01	1.18	1.51	1.96	2.45	3.08
毛利	0.31	0.41	0.39	0.45	0.52	0.67	0.76	0.98	1.26
毛利率(%)	33.80	36.76	31.83	30.88	30.42	30.70	28.00	28.50	29.00
智能家居控制系统									
收入	0.08	0.11	0.14	0.14	0.17	0.19	0.22	0.24	0.27
收入 YOY		51.12%	24.37%	0.77%	21.25%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
成本	0.04	0.07	0.09	0.09	0.12	0.13	0.16	0.17	0.19
毛利	0.03	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08
毛利率(%)	42.87	35.47	37.16	36.33	28.45	31.0	28.0	28.5	29.0
工业领域									
收入						0.40	0.52	0.68	0.88
收入 YOY							30.00%	30.00%	30.00%
成本						0.30	0.40	0.52	0.67
毛利						0.10	0.12	0.16	0.21
毛利率(%)						25.0	23.0	23.5	24.0
其他				0.04	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
收入总计	3.65	5.06	6.92	11.10	14.08	18.68	24.87	33.27	44.71

毛利总计	1.75	2.52	3.12	4.66	5.00	7.34	8.86	12.04	16.45
毛利率	47.84%	49.82%	45.00%	41.96%	35.51%	39.31%	35.61%	36.20%	36.78%
营业收入增长率		38.46%	36.87%	60.31%	26.88%	32.71%	33.11%	33.77%	34.40%

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们广泛选择了具备欧美消费升级属性的上市标的作为估值参考, 测算得到可比公司 2020/2021/2022 年的 PE 算术平均值分别为 82.1/47.5/34.4X。而捷昌驱动 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 4/4.6/6.4 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 42.6/37.2/27.1X, 我们认为公司估值仍有一定提升空间, 因而选择 2021 年 47.5X 作为目标估值, 目标市值 220 亿元, 目标价为 57.7 元, 相较于当前市值仍有 27.7% 向上空间, 首次覆盖并给予买入评级。

表 24: 可比公司估值水平一览表 (单位: 亿元)

代码	股票	净利润			总市值		PE	
		20201231	2021231	20221231	20210611	20201231	2021231	20221231
605288.SH	凯迪股份	1.7252	2.3054	3.1074	54.8182	31.7741	23.7783	17.6414
603129.SH	春风动力	3.6490	5.3140	7.2110	192.8046	52.8378	36.2823	26.7376
603489.SH	八方股份	4.0229	5.8381	7.6883	286.3496	71.1790	49.0487	37.2448
603486.SH	科沃斯	6.4121	13.6690	19.7887	1,106.0978	172.5019	80.9201	55.8955
平均值		3.9523	6.7816	9.4488	410.0175	82.0732	47.5074	34.3798
603583.SH	捷昌驱动	4.0543	4.6378	6.3621	172.5878	42.5692	37.2132	27.1274

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

我们认为, 公司主要存在以下三个方面的风险:

1) 美国加征关税

自 2018 年以来, 公司出口北美市场的产品持续受到美国加征关税的影响, 并在 2019 年出口北美市场产品的成本因美国进一步提高关税而明显上升。虽然目前公司可以申请退税, 但未来美国的关税政策仍具有一定的不确定性, 退税政策及执行亦具有不确定性, 从而对公司的生产经营产生影响。

2) 宏观经济变化及下游行业周期性波动

近年来, 随着智能家居与办公自动化的接受程度不断提高, 医疗配套设施的不断健全, 线性驱动行业发展迅速。但如果未来宏观经济出现较大波动, 医疗康护、智慧办公、智能家居等领域发展速度减缓, 下游厂商的经营状况下滑, 将可能造成公司订单减少、存货积压、货款收回困难等状况, 因此, 公司存在受宏观经济变化及下游行业周期性波动影响的风险。

3) 人民币汇率波动

公司产品出口以美元作为主要结算货币, 人民币对美元汇率的波动在一定程度上将影响公司出口产品的盈利能力。未来, 随着募集资金投资项目的竣工投产, 公司海外市场销售规模会进一步扩大, 出口收入会进一步增加, 汇率的波动将影响公司的出口业务及经营业绩。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,081.98	2,125.32	3,738.74	3,815.67	4,314.23
应收票据及应收账款	144.56	146.63	240.22	277.26	418.26
预付账款	8.48	12.86	13.82	21.55	25.56
存货	282.34	385.76	548.28	689.77	959.13
其他	63.65	694.58	687.87	715.77	726.02
流动资产合计	1,581.00	3,365.15	5,228.94	5,520.03	6,443.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	350.95	572.52	601.10	676.02	732.72
在建工程	126.77	127.55	194.28	346.00	347.20
无形资产	78.35	88.66	84.53	80.40	76.28
其他	36.20	59.33	81.07	60.37	30.00
非流动资产合计	592.26	848.05	960.98	1,162.79	1,186.19
资产总计	2,173.26	4,213.21	6,189.91	6,682.82	7,629.40
短期借款	0.00	99.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	281.65	351.05	538.51	640.58	929.80
其他	113.03	176.65	215.61	170.02	238.19
流动负债合计	394.68	626.70	754.13	810.60	1,167.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.06	9.34	10.22	10.00	10.00
非流动负债合计	11.06	9.34	10.22	10.00	10.00
负债合计	405.74	636.03	764.35	820.60	1,177.99
少数股东权益	0.01	2.10	1.52	0.47	(1.43)
股本	177.50	272.82	381.92	381.92	381.92
资本公积	926.42	2,344.15	3,734.15	3,734.15	3,734.15
留存收益	1,618.34	3,352.78	5,042.13	5,479.84	6,070.93
其他	(954.75)	(2,394.67)	(3,734.15)	(3,734.15)	(3,734.15)
股东权益合计	1,767.52	3,577.18	5,425.57	5,862.23	6,451.41
负债和股东权益总	2,173.26	4,213.21	6,189.91	6,682.82	7,629.40

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	283.60	403.92	463.89	636.43	859.16
折旧摊销	45.65	52.17	58.81	77.49	96.23
财务费用	0.19	2.24	(51.93)	(69.69)	(75.00)
投资损失	(17.25)	(4.25)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	423.48	53.36	(43.32)	(137.71)	(37.01)
其它	(513.67)	(12.80)	(0.58)	(1.06)	(1.90)
经营活动现金流	222.00	494.63	421.87	500.46	836.47
资本支出	192.68	285.93	149.12	300.22	150.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	184.92	(2,140.73)	(294.12)	(595.22)	(295.00)
投资活动现金流	377.59	(1,854.80)	(145.00)	(295.00)	(145.00)
债权融资	2.93	103.37	2.91	3.40	3.56
股权融资	35.36	1,497.16	1,601.55	69.69	75.00
其他	(126.86)	(124.96)	(267.90)	(201.62)	(271.48)
筹资活动现金流	(88.56)	1,475.57	1,336.55	(128.53)	(192.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	511.03	115.40	1,613.42	76.93	498.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,407.77	1,868.27	2,486.90	3,326.68	4,471.22
营业成本	906.18	1,133.85	1,601.21	2,122.37	2,826.69
营业税金及附加	10.69	9.84	19.90	26.61	35.77
营业费用	94.68	97.78	161.65	212.91	281.69
管理费用	64.32	87.97	109.42	143.05	187.79
研发费用	49.30	82.30	136.78	179.64	241.45
财务费用	(12.53)	(6.30)	(51.93)	(69.69)	(75.00)
资产减值损失	0.41	(1.85)	0.30	0.30	0.30
公允价值变动收益	0.00	2.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.25	4.25	5.00	5.00	5.00
其他	(48.44)	(16.62)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	325.92	474.67	544.57	746.50	1,007.54
营业外收入	8.87	0.74	1.50	2.00	2.00
营业外支出	2.56	3.75	1.00	1.00	1.00
利润总额	332.23	471.67	545.07	747.50	1,008.54
所得税	48.64	67.75	81.76	112.12	151.28
净利润	283.60	403.92	463.31	635.37	857.26
少数股东损益	(0.00)	(1.51)	(0.58)	(1.06)	(1.90)
归属于母公司净利润	283.60	405.43	463.89	636.43	859.16
每股收益(元)	0.74	1.06	1.21	1.67	2.25

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	26.15%	32.71%	33.11%	33.77%	34.40%
营业利润	8.94%	45.64%	14.73%	37.08%	34.97%
归属于母公司净利润	11.68%	42.96%	14.42%	37.19%	35.00%
获利能力					
毛利率	35.63%	39.31%	35.61%	36.20%	36.78%
净利率	20.15%	21.70%	18.65%	19.13%	19.22%
ROE	16.05%	11.34%	8.55%	10.86%	13.31%
ROIC	26.88%	64.46%	48.72%	59.17%	58.58%
偿债能力					
资产负债率	18.67%	15.10%	12.35%	12.28%	15.44%
净负债率	-61.05%	-56.52%	-68.86%	-65.03%	-66.82%
流动比率	4.01	5.37	6.93	6.81	5.52
速动比率	3.29	4.75	6.21	5.96	4.70
营运能力					
应收账款周转率	10.33	12.83	12.86	12.86	12.86
存货周转率	5.89	5.59	5.33	5.37	5.42
总资产周转率	0.69	0.59	0.48	0.52	0.62
每股指标(元)					
每股收益	0.74	1.06	1.21	1.67	2.25
每股经营现金流	0.58	1.30	1.10	1.31	2.19
每股净资产	4.63	9.36	14.20	15.35	16.90
估值比率					
市盈率	60.86	42.57	37.20	27.12	20.09
市净率	9.76	4.83	3.18	2.94	2.67
EV/EBITDA	17.21	30.66	24.56	17.60	12.30
EV/EBIT	19.38	33.55	27.68	19.71	13.61

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com