

投资评级：增持(首次)

捷昌驱动(603583)

目标价：80.0元

蓝海市场高速增长，国内龙头迈向世界

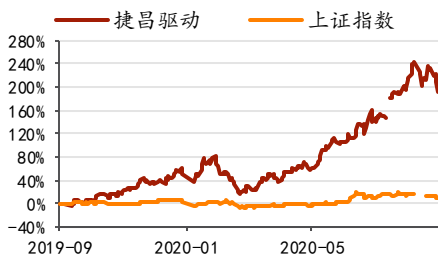
## 市场数据 2020-09-25

收盘价(元)	67.12
一年内最低/最高(元)	29.86/81.68
市盈率	43.9
市净率	8.59

## 基础数据

净资产收益率(%)	17.03
资产负债率(%)	18.7
总股本(亿股)	1.77

## 最近12月股价走势



## 联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
李渤	联系人
libo@ctsec.com	

## 相关报告

1 《捷昌驱动(603583):线性驱动行业一片蓝海,国内领军企业蓄势待发》 2019-01-30

## ● 国内线性驱动龙头, 品类齐全客户高端

捷昌驱动深耕线性驱动行业近20年,是国内线性驱动行业的龙头。公司在新昌、杭州、台湾分别设立了研发中心,在新昌、宁波、美国、马来西亚一共布局六大生产基地,具备年产立柱250万套、推杆100万套的能力。公司生产的线性驱动系统产品可分为医疗康护驱动系统、智慧办公驱动系统、智能家居控制系统以及工业系统等。公司已经和世界知名家具、医疗企业建立战略合作,约80%的收入来自欧盟及北美等发达地区。

## ● 医疗康护、智慧办公需求引领线性驱动市场高速增长

线性驱动是一个快速发展的蓝海市场。线性驱动产品广泛应用于医疗康护、智慧办公等众多智能终端领域。我们认为促进线性驱动市场高速发展的核心要素为:(1)人们健康办公意识逐步觉醒,升降办公桌等智慧办公产品逐渐由可选消费品逐渐转向必须消费品,智慧办公市场规模有望快速提升。(2)全球人口不断增长,老龄化问题日益严重,整体年龄结构变老将带动大量的医疗康护需求,刺激医疗康护市场快速发展。(3)中国、印度等新兴经济体崛起后,增加了在医疗费用上的支出,对医疗康护产品的需求有所提升,对智慧办公的需求也有所提升。

## ● 绑定优质客户尽享行业红利,定增募资解决产能瓶颈

公司在线性驱动行业布局较早,客户基础深厚。随着发达国家健康办公、医疗康护理念的兴起,公司下游客户的销售规模快速增加,对公司产品的需求也迅速提升。公司通过持续增加研发投入,不断提升生产工艺,优化升级产品性能,快速响应客户的定制化需求,大幅提升了客户粘性。公司在2020年7月实行了定增。募集资金约14.5亿元用于:(1)提升智慧办公驱动系统的产能;(2)对公司进行数字化系统升级与产线智能化改造;(3)建设全球运营中心。定增扩产后将解决产能瓶颈,提升公司运营效率,后续业绩有望持续高增长。

## ● 盈利预测及投资建议

预计公司2020-2022年EPS分别为1.77元、2.25元、3.01元,对应PE分别为40.0倍、31.5倍、23.6倍,首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示:**海外市场拓展受疫情及贸易摩擦的影响不及预期,国内市场渗透率提升不及预期。

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1,116	1,408	1,833	2,419	3,223
增长率	60.6%	26.1%	30.2%	32.0%	33.3%
归属母公司股东净利润(百万)	254	284	441	560	747
增长率	60.9%	11.7%	55.5%	27.0%	33.3%
每股收益(元)	1.02	1.14	1.77	2.25	3.01
市盈率(倍)	69.4	62.2	40.0	31.5	23.6

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

## 内容目录

1、国内线性驱动龙头，品类齐全客户高端	3
1.1 公司线性驱动产品聚焦办公、家居、医疗、工业四大领域	3
1.2 财务指标增速亮眼，海外营收占比较高	5
1.3 股权激励提振员工信心，解锁条件促进业绩持续高增长	7
2、新兴蓝海市场，广阔增长空间	8
2.1 线性驱动行业为新兴产业，消费升级带动产品渗透率逐步提升	8
2.2 行业竞争格局：跨国公司具备先发优势，国内龙头奋力追赶	9
2.3 人口增加、老龄化、新兴市场崛起带动医疗康护领域需求增长	10
2.4 消费升级带动智慧办公领域产品渗透率逐步提升	11
3、尽享行业增长红利，定增解决产能瓶颈	14
3.1 深度绑定优质客户，结构稳定粘性较强	14
3.2 下游市场快速扩张，公司市场份额有望逐步提升	14
3.3 定增解决产能瓶颈，助力公司智能化生产于全球化策略	15
4、盈利预测及投资建议	17
5、风险提示	19

## 图表目录

图 1：公司产品的主要应用领域	3
图 2：公司主要产品	4
图 1：公司的主要客户	4
图 5：公司股权结构和主要控股子公司	5
图 5：公司历年营收	5
图 6：公司历年归母净利润	5
图 7：公司历年毛利率、净利率	6
图 8：公司历年费用率	6
图 9：公司内销、外销的比例	6
图 10：线性驱动的原理就是把电机的圆周运动转化为推杆的直线运动	8
图 4：全球医疗器械市场规模预测	11
图 12：智能办公领域产品	12
图 13：全球办公家具行业销售规模及增速	12
图 14：2019 年全球各国办公家具消费占比	13
图 53：凯迪股份 PE (TTM) BAND	17
图 54：汇川技术 PE (TTM) BAND	17
图 55：捷昌驱动 PE (TTM) BAND	17
表 1：公司财务及预测数据摘要	1
表 3：捷昌驱动股权激励解锁条件	7
表 3：线性驱动技术成熟应用的领域	9
表 5：线性驱动行业主要的竞争者	10
表 5：公司在线性驱动领域的全球市占率	15
表 6：定增资金拟投资项目	15
表 5：公司业务拆分	18

## 1、国内线性驱动龙头，品类齐全客户高端

捷昌驱动是一家专业研发、生产、销售线性驱动产品的公司，公司为全球智慧办公、医疗康护、智能家居等领域提供一体化解决方案。公司深耕线性驱动行业近20年，产业技术沉淀深厚，是国内线性驱动行业的龙头企业。公司在新昌、杭州、台湾分别设立了研发中心，目前拥有近200人的专业研发团队。公司在新昌、宁波、美国、马来西亚一共布局六大生产基地，工厂装备自动切割生产线、激光焊接机器人以及一体化喷塑生产线，具备年产立柱250万套、推杆100万套的能力。

### 1.1 公司线性驱动产品聚焦办公、家居、医疗、工业四大领域

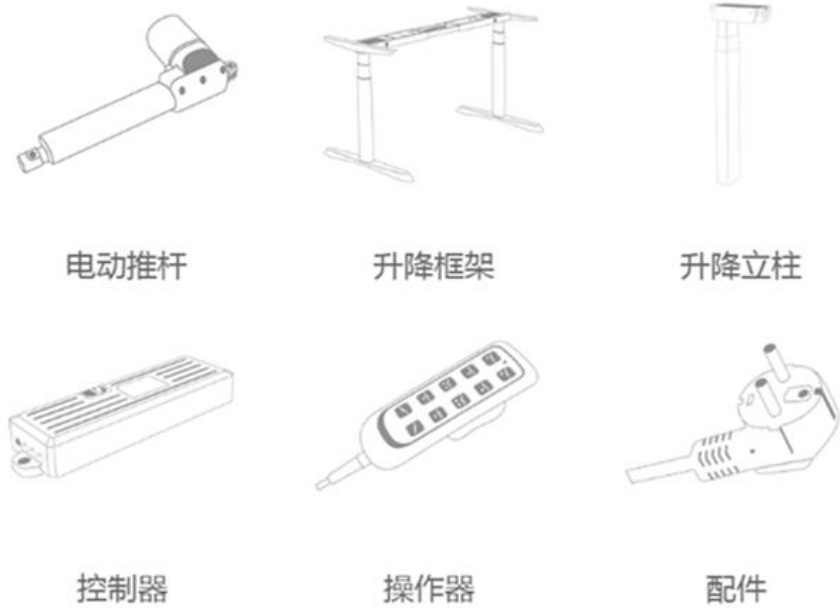
线性驱动系统的原理是通过控制系统将指令传达至机械结构，使电动机的圆周运动转换为推杆的直线运动，从而达到推拉、升降重物的效果。公司生产的线性驱动系统产品按应用领域划分可分为医疗康护驱动系统、智慧办公驱动系统及智能家居控制系统以及工业系统等。经过多年的发展与积累，公司已掌握自主研发的智能线性驱动技术，为大量智能终端产品提供运动控制解决方案。

图 1：公司产品的主要应用领域



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 2：公司主要产品



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司下游客户优质遍布全球，多款产品获得 CE 安全认证、CUL 安全认证，出口到欧盟及北美地区。公司已与世界知名家具、医疗企业建立战略合作，产品进驻谷歌、微软、苹果、亚马逊等企业。

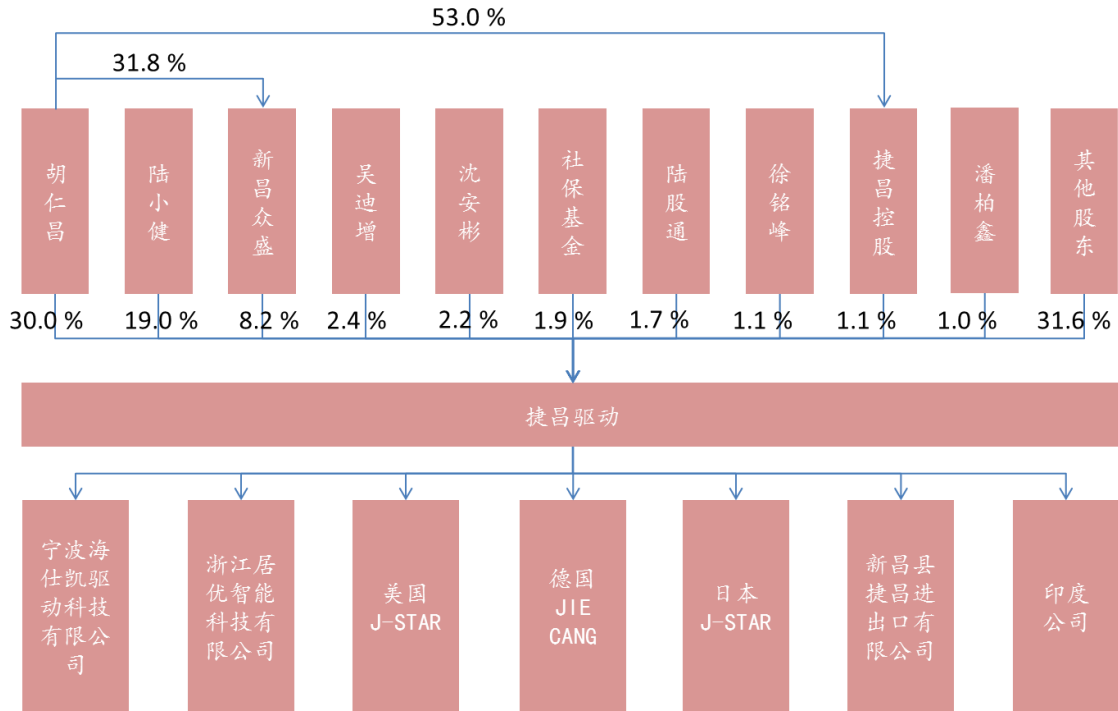
图 3：公司的主要客户



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司股权结构稳定，架构完善。大股东和实际控制人胡仁昌直接持有公司 30% 的股份，并且通过新昌众盛和捷昌控股分别间接持有公司 2.6% 和 0.6% 的股份。公司下设宁波海仕凯驱动科技有限公司、浙江居优智能科技有限公司、美国 J-STAR、德国 JIECANG、日本 J-STAR、新昌县捷昌进出口有限公司、印度公司等 7 家主要控股子公司，负责公司的生产、销售业务。

图 4：公司股权结构和主要控股子公司

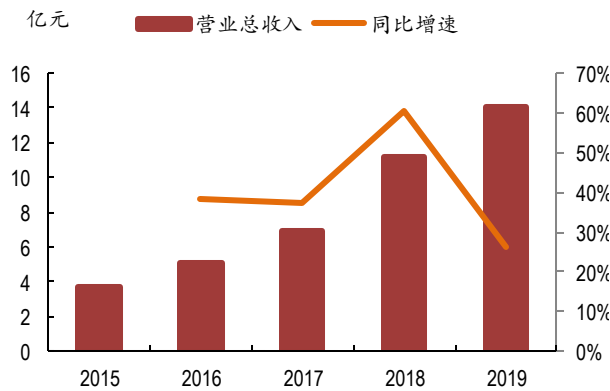


数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.2 财务指标增速亮眼，海外营收占比较高

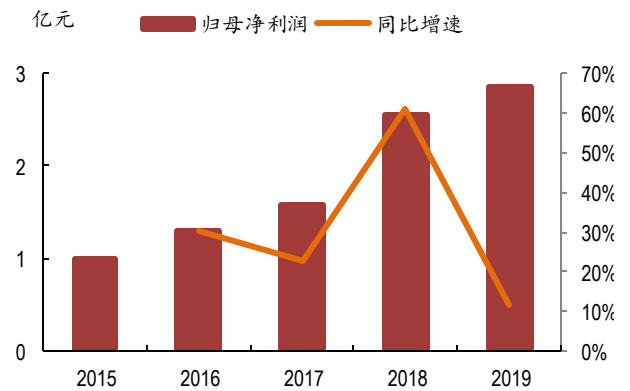
公司所处线性驱动行业目前处于高速增长期，公司尽享行业高速增长的红利，公司自身的设计、研发、制造、销售能力较强，是国内线性驱动行业的绝对龙头。因此公司近年来业绩增长较快，受贸易摩擦和疫情影响，公司在 2019 和 2020 年的增速略微放缓，我们认为后续随着疫情和贸易争端逐渐缓解，公司业绩有望继续高速增长。

图 5：公司历年营收



数据来源：公司公告，财通证券研究所

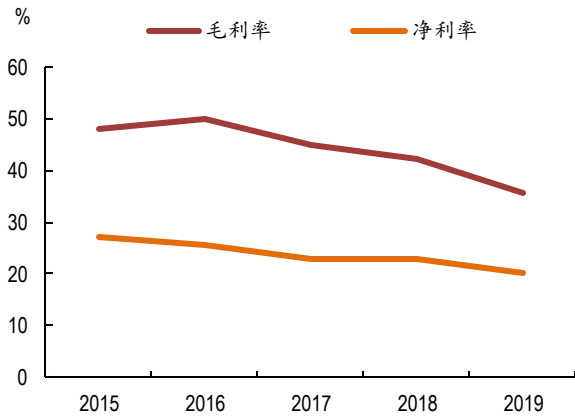
图 6：公司历年归母净利润



数据来源：公司公告，财通证券研究所

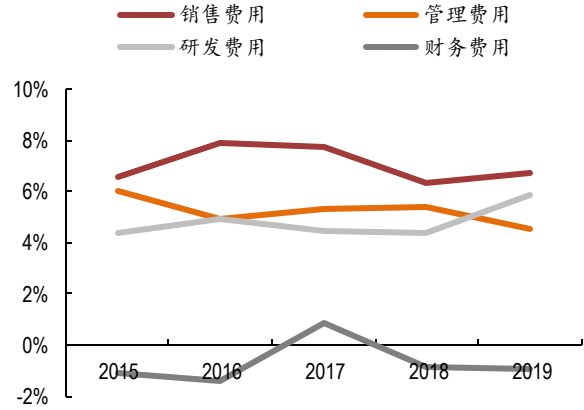


图 7：公司历年毛利率、净利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

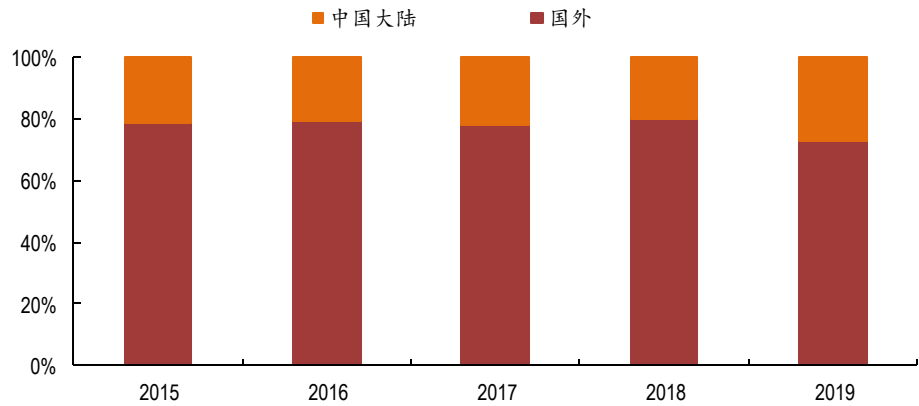
图 8：公司历年费用率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

目前，在公司大力拓展海外市场的背景下，海外销售占比较高。公司与海外厂商的合作模式主要为 ODM 模式：公司依照客户的需求进行设计与生产，并以合理的价格批量供货。该模式的客户关系较为稳固，能够通过持续研发及规模效应改善盈利水平。北美市场近几年飞速发展。公司已与美国的 AMQ SOLUTIONS LLC、The Human (Square Grove LLC)、HNI Corporation、HAT Contract、Ergo Depot 等客户通过 ODM 为主的方式建立战略合作。下游客户依托其品牌和市场渠道实现智能升降桌等终端产品的销售。公司的国内销售业务规模相对较小，但潜力巨大，目前销售区域主要集中在广东、江苏、浙江等地区，主要客户对象为医疗器械、家具生产商。公司产品主要应用于下游智能终端产品，当前目标市场主要为经济较为发达且更注重生活品质的欧美地区。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，国内市场未来增长空间广阔。

图 9：公司内销、外销的比例



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.3 股权激励提振员工信心，解锁条件促进业绩持续高增长

公司在 2019 年 2 月制定了股权激励计划，公司授予董事、高管、核心技术及业务人员共 93 人限制性股票 200 万股，占公司总股本的 1.66%。其中首次授予限制性股票 162.70 万股，占公司总股本的 1.35%；预留 37.30 万股，占公司总股本的 0.31%。公司业绩层面的考核目标为未来四年营收的同比增速超过 30%且净利润增速超过 20%。受疫情影响，2019 年的业绩目标为达成。为了更灵活的考核公司业绩，调动员工积极性，并综合考虑疫情的影响，公司于 2020 年 4 月将考核目标更改为未来三年营收的同比增速超过 30%或净利润增速超过 20%，修订后股权激励的解锁条件变成了营收和净利润增速指标二者满足其一即可，更具灵活性。

**表 2：捷昌驱动股权激励解锁条件**

	解除限售期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票	第一个解除限售期	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%；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%

数据来源：财通证券研究所，备注：净利润指扣非归母净利润且提出股权激励的支付费用

## 2、新兴蓝海市场，广阔增长空间

### 2.1 线性驱动行业为新兴产业，消费升级带动产品渗透率逐步提升

线性驱动行业是一个处于上升期的新兴发展行业。线性驱动产品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。目前线性驱动产品在各行业的渗透率较低，通常高端产品才会配备线性驱动的功能，随着后续消费升级，线性驱动产品的渗透率有望快速提升，未来市场增长空间非常广阔。

图 10：线性驱动的原理就是把电机的圆周运动转化为推杆的直线运动



数据来源：财通证券研究所

技术创新是引领线性驱动行业发展的关键因素，随着计算机技术和数控加工技术的发展，加工精度和加工效率显著提升，使得线性驱动产品除了在医疗器械、办公家具、家居、机床等传统领域得到广泛应用外，在风力发电、轨道交通、电动汽车等新领域的应用也逐渐增多。线性驱动行业迎来了新的发展机遇。随着产品开发能力提升，工艺技术提升，未来线性驱动技术将在下游更多子行业得到广泛应用，蓝海市场大有可为。目前线性驱动已经成熟应用的领域有：



**表 3：线性驱动技术成熟应用的领域**

线性驱动主要应用领域	重点产品
医疗康护领域	电动医疗床，护理床，病人移位器，升降观察台，治疗椅，电动洗澡椅
智能家居领域	升降沙发，老人椅，升降家居床，按摩椅子，升降电视机架，智能厨房电器
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
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

数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2.2 行业竞争格局：跨国公司具备先发优势，国内龙头奋力追赶

**(1) 欧洲跨国企业是行业先驱，市场地位稳固主导高端市场。**全球线性驱动行业主要有两类参与者：欧洲的老牌企业和国内的新兴势力。丹麦 LINAK 和德国 DEWERT 最早进入线性驱动产品制造业，是行业开拓者，通过多年的积累，其生产规模较大、技术和管理水平较高、具有稳定的客户群体和市场份额，已形成了巩固的市场地位；同时欧洲老牌企业具有较高的品牌效应和完善的分销渠道，在国外基础医疗设备的控制系统业务中占据了主导地位。由于国外医疗器械厂家对产品的技术标准要求比较高，对部件的品牌经常有指定要求，所以主要采用的是同行业中规模、标准化、市场占有率较高的国际龙头企业的产品。

**(2) 国内企业凭借快速反应+不断提升产品质量提高自身国际影响力。**线性驱动市场的下游客户会提出自己对产品的功能设想，希望厂商能提供更针对性的产品来满足需求，由于欧洲跨国公司规模庞大，市场反应速度较慢，国内企业抓住这点进行切入。虽然进入线性驱动行业的时间不长，但国内企业通过十多年的技术积淀和工艺优化，在产品性能指标上已经有了较大提升，与跨国企业相比，国内企业的劣势是产品设计和品牌知名度；优势是产品的性价比和快速反应能力。近年来国内线性驱动企业的海内外市场正在逐步扩大，已经具备参与国际中高端市场竞争的实力。我国线性驱动行业起步较晚，发展至今已形成了一批具有领先优势的本土企业，例如捷昌驱动、浙江新益控制系统有限公司、常州市凯迪电器股份有限公司、青岛豪江电器有限公司、嘉兴礼海电气科技有限公司等。国内线性驱动产品主要应用在电动病床、护理床、ICU 床、牙科椅、电动轮椅、美容床、按摩器具等领域。国内线性驱动市场尚处于市场成长期，多数生产企业的规模也相对较小，国内线性驱动市场仍有较大的成长空间。

**表 4：线性驱动行业主要的竞争者**

公司名称	公司简介
海外企业	<b>丹麦 LINAK 公司</b> 全球最早的线性驱动行业生产商之一，总部位于丹麦，在美国、斯洛伐克和深圳设立了工厂，在全球线性驱动行业拥有市场领先优势。拥有较高的品牌知名度与认知度，近年来其还推出大功率推杆，应用在光伏产业，提供太阳能跟踪器的整套解决方案，产品类型广泛，价格较高、订货周期较长。
	<b>德国 DEWERT 公司</b> 欧洲领先的线性驱动器生产企业，已在全球 50 多个地区设立办事处壮大其销售业务。DEWERT 致力于开拓全球市场，于 2004 年在中国、台湾和韩国设立了销售公司。德国 DEWERT 开发、生产和销售的电动直线驱动器、控制盒和手控器，符合人体工程学并广泛应用于医疗领域中，产品价格普遍高于亚洲品牌。
国内龙头	<b>礼海电气科技</b> 公司是一家致力于专业研发生产高品质电动调节装置的高新技术企业。公司生产的电动调节装置产品主要应用于多个领域，如电动沙发、按摩椅、护理用床、家用电动床、电动病床、ICU 病床、病人起吊架等。
	<b>TIMOTION 公司</b> 公司公司的客户主要集中在医疗器械领域。东莞堤摩讯传动科技有限公司是台湾 TIMOTION 公司在广东东莞设立的子公司，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。
	<b>豪江电器</b> 公司创立于 2003 年，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。
	<b>新益控制系统</b> 公司成立于 1990 年，一直致力于工业自动化研究与开发。自 2002 年开发生产了首批线性驱动器后，确立了医护、家具自动化的主要发展方向，其生产的线性驱动器主要应用在办公室、医护、家具等领域。主导产品有：双马达电机、直线驱动器、电动推杆、床用电机、船型马达、床用双马达、床用双电机。
	<b>凯迪电器</b> 公司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。
<b>力姆泰克</b> 2005 年 LIM-TEC 集团公司与北京瑞隆昌合资成立力姆泰克（北京）传动设备有限公司，力姆泰克扎根于中国北京，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。	

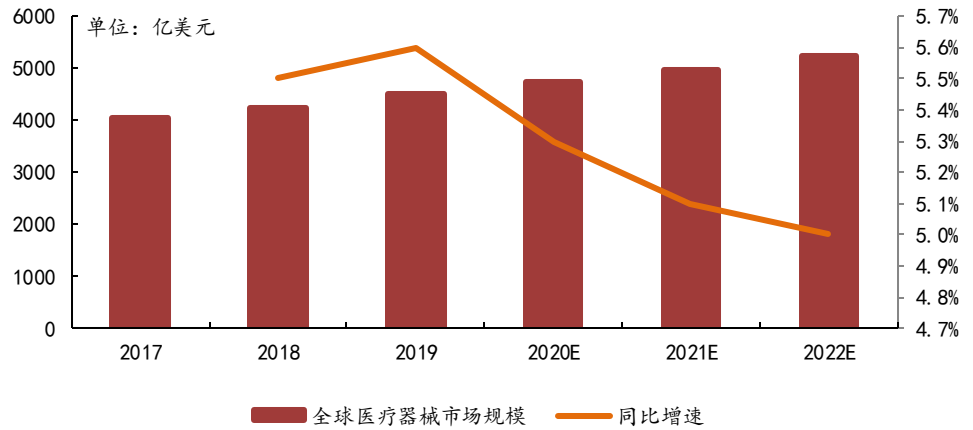
数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.3 人口增加、老龄化、新兴市场崛起带动医疗康护领域需求增长

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。2014 年全球医疗器械市场规模为 3,610 亿美元，2015 年全球医疗器械市场规模为 3,810 亿美元；2017 年全球医疗器械市场规模为 4,030 亿美元，预期到

2022 年可达 5220 亿美元。支撑全球医疗器械设备市场增长的三个主要因素分别为：(1) 人口数量的不断增长；(2) 发达国家人口老龄化；(3) 新兴经济体在医疗费用支出上的增加。我们按照线性驱动医疗产品占整个医疗器械设备市场份额的 0.5% 来测算。2022 年全球线性驱动医疗产品的市场规模约为 26 亿美元。

图 11：全球医疗器械市场规模预测



数据来源：Evaluate，财通证券研究所

#### 2.4 消费升级带动智慧办公领域产品渗透率逐步提升

消费观念升级，带动线性驱动办公用品渗透率持续提升。随着各国经济增长带动消费理念持续升级，智慧办公领域迎来发展契机。近年来，全球智慧办公产品的整体渗透率还处于偏低阶段，低渗透率决定行业处于成长期。未来升降办公桌等智慧办公产品将逐步由可选消费品转向必须消费品，包含电动升降办公桌在内的智慧办公行业有望快速发展。北美亚马逊、Facebook 等互联网巨头正在普及符合人体工程学设计理念的线性驱动办公桌椅。国内健康办公意识正在觉醒，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，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，未来线性驱动产品在智慧办公领域的应用将迎来新一轮爆发，智慧办公市场的规模有望快速提升。

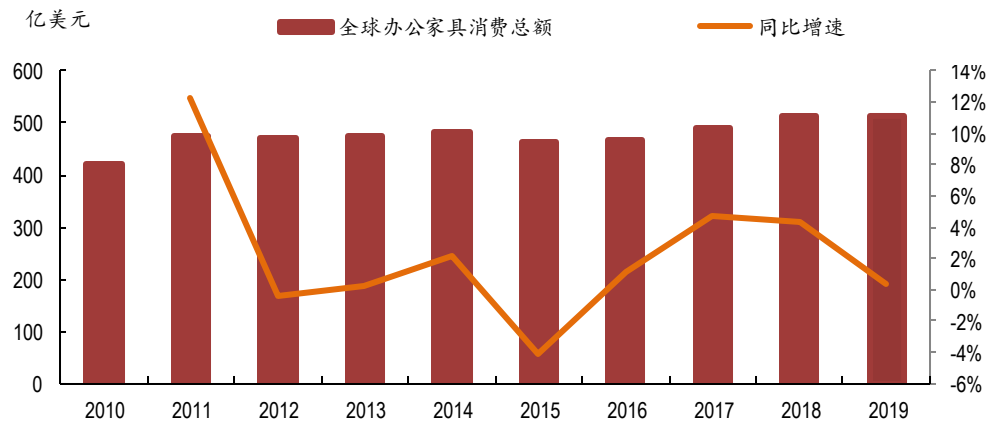
图 12: 智能办公领域产品



数据来源: 公司官网, 赫曼米勒官网, 财通证券研究所

智慧办公领域的主要产品包括智能办公桌、电控柜子、升降办公椅、智能投影仪器等, 其中发展最快的重点产品是可升降办公桌。我国家具行业的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。

图 13: 全球办公家具行业销售规模及增速

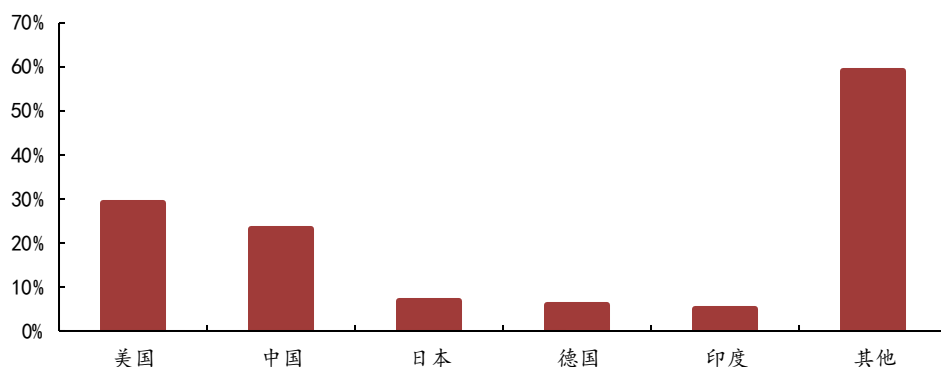


数据来源: 华经产业研究院, 财通证券研究所

全球范围内美国、中国和日本为世界三大办公家具消费国, 占比分别达到 29%、23% 和 7%。中国虽然总体消费量位居世界第二, 但人均消费量仍处于世界较低水平。智慧办公家具在欧美国家非常流行。美国、德国、英国、法国、日本等发达国家已形成较大且较为稳定的市场规模, 是智慧办公家具的主要消费区域。除欧美市场外, 中国、俄罗斯、印度等新兴市场未来发展空间巨大。北美市场是全球最大的办公家具消费市场, 其中, 美国是世界上最大的办公家具进口国和消费国。北美市场消费者高度重视办公家具消费。中国智慧办公家具市场虽然目前的规模

仍然较小，但消费升级趋势十分明显，我国久坐办公人群的数目较大，一旦渗透率提升，市场规模将快速增长。我们认为智慧办公的理念有望快速在金融、互联网等领域率先推广，并波及其他行业，带动我国智慧办公家具市场全面扩张。

图 14：2019 年全球各国办公家具消费占比



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

全球范围内智慧办公产品的渗透率约为 5%-10%，高渗透率国家主要集中在经济较为发达的北美地区，按照 10% 的渗透率进行估算，2019 年全球智慧办公家具的市场规模约为 51.4 亿美元。目前国内智慧办公家具市场尚处于市场开拓期，与全球市场还存在一定的差距以 2% 的渗透率进行测算，国内智慧办公家具的市场规模约为 2.4 亿美元，参考当前北美市场的渗透率，我国智慧办公家具市场仍有数倍的提升空间。



### 3、尽享行业增长红利，定增解决产能瓶颈

#### 3.1 深度绑定优质客户，结构稳定粘性较强

公司的主要客户如韩国 SAPEC、加拿大 Workrite、芬兰 Ahti Vesalainen Oy 等均较早涉足医疗配件领域和办公自动化领域，公司在线性驱动行业的下游市场布局早，客户基础深厚。因此，随着美国、欧洲等发达国家和地区健康办公、医疗康护理念的兴起，公司主要客户的销售规模较快增加，其对公司产品的需求也保持快速增长。近年来，公司持续增加研发投入，不断提升生产工艺成熟度，优化升级产品性能，同时公司积极主动地与下游客户建立更紧密的合作关系，快速响应客户的定制化需求，为其提供整体化的解决方案，提升客户粘性。目前公司已经逐渐形成了比较集中和稳定的客户群体。

#### 3.2 下游市场快速扩张，公司市场份额有望逐步提升

公司是国内线性驱动产品制造企业中的佼佼者，其产品技术、质量等均得到国内外下游客户的认可。公司参与全球市场的竞争，在成长中不断提高自身的竞争力，并在全球线性驱动产品制造领域占有一定的市场份额，且具有较大发展空间。

#### 公司在医疗康护和智慧办公领域的市场份额仍有较大提升空间

根据市场医疗保健研究机构卡洛拉马（Kalorama Information）研究公司分析，2015 年全球医疗器械市场规模实际约为 3,810 亿美元。按占医疗器械设备市场规模 0.5% 来计算，2015 年全球用于医疗领域的线性驱动产品的市场规模约为 129 亿元。至 2019 年全球用于医疗康护领域的线性驱动产品的市场规模已经达到了约为 159 亿元。公司在医疗康护领域线性驱动产品的销售额也从 2015 年的 0.9 亿元，提升至 2017 年的 1.2 亿元。市占率在 1% 左右并不断提升。在医疗智能化的大趋势下，国内外医疗应用领域线性驱动市场将进一步被开发，公司产品的市场占比也将得以攀升。

在智慧办公领域，公司生产的线性驱动重点产品是可升降办公桌。经估算，2015 年全球可升降办公桌所应用线性驱动产品的市场规模为 144 亿元，2016 年全球可升降办公桌所应用线性驱动产品的市场规模大约为 154 亿元，至 2019 年发展至约为 349 亿元。公司在智慧办公领域线性驱动产品的销售额从 2015 年的 2.7 亿元，提升至 2017 年的 5.6 亿元。在全球市场中所占份额已达到 2% 左右，且随着未来公司在国内市场的同步开发，智慧办公驱动产品的市场潜力也将得以进一步激发。

**表 5：公司在线性驱动领域的全球市占率**

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019
捷昌医疗康护&智慧办公收入	3.6	4.9	6.8	11.1	14.1
全球医疗康护&智慧办公市场规模	273.5	290.0	479.4	500.4	508.8
捷昌市场份额	1.3%	1.7%	1.4%	2.2%	2.8%
捷昌医疗康护驱动系统收入	0.9	1.1	1.2		
捷昌市场份额	0.7%	0.8%	0.8%		
捷昌智慧办公驱动系统收入	2.7	3.8	5.6		
捷昌智市场份额	1.9%	2.5%	1.7%		
全球医疗康护的线性驱动市场规模	129.5	136.0	145.6	152.2	159.3
全球智慧办公的线性驱动的市场规模	144.0	154.0	333.9	348.2	349.5

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3.3 定增解决产能瓶颈，助力公司智能化生产于全球化策略

为了进一步扩充产能，满足快速增长的市场需求，提升数字化管理和制造智能化效率，拓宽销售渠道，公司在 2020 年 7 月实行了定增。公司拟向包括实际控制人胡仁昌在内的不超过 35 名的投资者非公开发行股票数量不超过 7452.8 万股，募集资金不超过 14.5 亿元，本次定增的发行数量不超过发行前公司总股本的 30%。本次定增募集的资金拟用于如下项目：

**表 6：定增资金拟投资项目**

项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
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	2.00
捷昌全球运营中心建设项目	2.30	2.22
补充流动资金	3.47	3.47
总计	15.12	14.85

数据来源：财通证券研究所

(1) 消费升级效应明显，解决产能瓶颈助力公司业绩快速提升。智慧办公驱动系统是公司目前主要收入来源，长期来看，智慧办公驱动系统在北美市场的红利依然存在，欧洲和国内市场增长潜力巨大。近年来，随着美国市场智能升降桌等智慧办公产品的快速渗透，公司深耕北美市场，通过不断提升快速响应客户需求的能力来增强客户黏性。公司目前需要进一步扩充产能，以满足日益增长的市场订单。公司与北美办公家具巨头海沃氏、Steelcase、赫曼米勒等公司达成了友好合作的基础，未来需要长期稳定的资金支持促使多样智慧办公产品的问世，从而推动公司与客户更为紧密的合作，促使公司在美国的市场份额继续增长。本次发行的募集资金用于智慧办公驱动系统升级项目后，将有效扩大产能，保障公司销售收入规模的进一步扩大，并促进产品的自动化生产，提高生产效率，增厚公司经营业绩，抢占更有利的市场位置。

(2) **实施数字化管理和智能化生产有利于企业的快速和可持续发展。**公司销售规模不断扩大，也对公司系统化、信息化的管理提出了更高挑战，需要进行企业数字化系统升级与产线智能化改造。本次发行的部分募集资金用于数字化系统升级与产线智能化改造项目后，将有效地加强公司及各个子公司管理水平，有效地将生产过程中的设备、物料、数据流、质量监测、自动化物流等进行集成整合，实现生产过程中的产品定位、数据追踪、生产过程控制等，提升制造智能化和数字化管理效率。

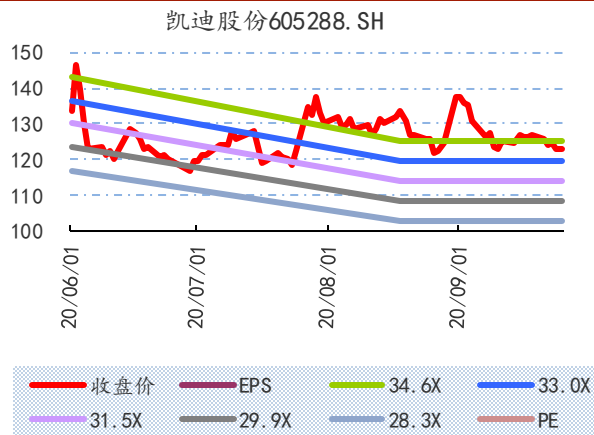
(3) **全球化运营战略有利于企业提升技术和品牌价值、更好地服务客户。**公司作为国内线性驱动行业的龙头，一直致力于提升快速响应客户需求的能力。欧洲作为线性驱动技术的起源地，在技术上引领着行业的发展，在品牌和研发人才方面也领先于国内企业；美国作为全球主要的智慧办公、智能家居消费市场，对于产品的设计和功带有普遍的个性化需求，是公司重点开拓的市场；而国内对于线性驱动产品的需求，未来潜力巨大。为了满足客户不断提出的新需求以及开拓新客户需要，公司需要不断提升自己的线性驱动技术和品牌价值，同时需要不断加强公司的运营能力和销售渠道。本次发行募集资金部分用于全球运营中心的建立，将促进公司实现全球布点分布，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。

#### 4、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别同比增长 30.2%、32.0%、33.3%，归母净利润分别同比增长 55.5%、27.0%、33.3%，EPS 分别为 1.77 元、2.25 元、3.01 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 40.0 倍、31.5 倍、23.6 倍。

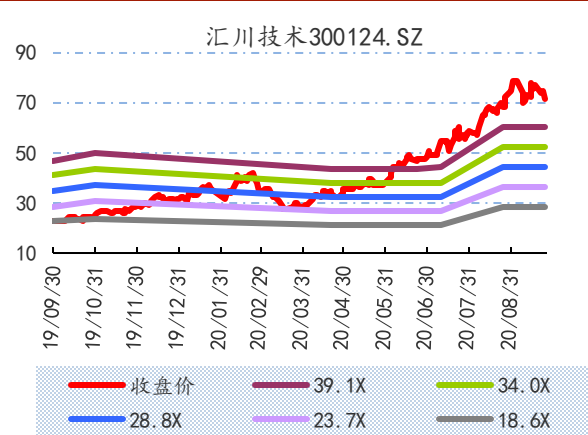
预计公司 2020 年实现归母净利润 4.4 亿元，参考同行业公司凯迪股份(605288.SH) 的估值水平，以及同属于新兴高增长市场的汇川技术（300124.SZ）的估值水平，同时考虑捷昌驱动行业龙头的地位，给予公司 45 倍 PE，对应目标价 80.0 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图 15: 凯迪股份 PE (TTM) BAND



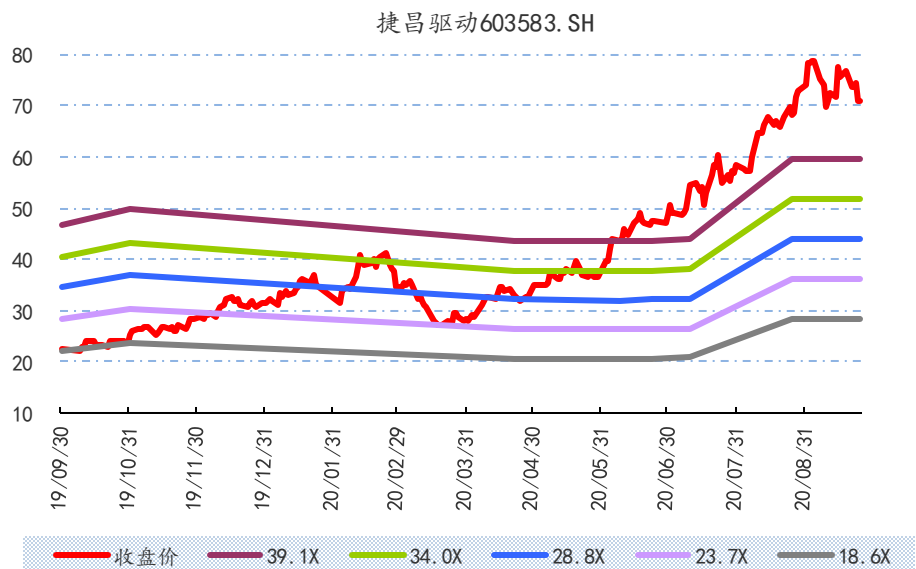
数据来源: 万得, 财通证券研究所

图 16: 汇川技术 PE (TTM) BAND



数据来源: 万得, 财通证券研究所

图 17: 捷昌驱动 PE (TTM) BAND



数据来源: WIND, 财通证券研究所

**表 7：公司业务拆分**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>公司总收入</b>	3.7	5.1	6.9	11.1	14.1	18.3	24.2	32.2
同比增速		38.0%	37.3%	60.2%	26.4%	30.2%	32.0%	33.3%
成本	1.9	2.5	3.8	6.5	9.1	12.0	15.8	21.1
毛利	1.8	2.5	3.1	4.7	5.0	6.3	8.4	11.1
毛利率(%)	48.1	49.9	45.1	41.9	35.6	34.6	34.6	34.6
净利	1.0	1.3	1.6	2.5	2.8	4.4	5.6	7.5
净利率(%)	27.0	25.5	22.8	22.8	20.2	24.1	23.2	23.2
净利同比增速		30.3%	22.5%	60.8%	11.8%	55.4%	27.0%	33.3%
<b>智慧办公驱动系统</b>								
收入	2.7	3.8	5.6	8.9	11.4	14.8	19.5	26.0
同比增速		43.4%	44.9%	60.3%	28.0%	30.0%	32.0%	33.0%
成本	1.3	1.8	2.9	4.6	5.9	9.6	12.7	16.9
毛利	1.4	2.1	2.7	4.3	5.5	5.2	6.8	9.1
毛利率(%)	52.8	54.0	48.1	48.2	48.2	35.0	35.0	35.0
业务收入比例(%)	73.0	75.8	79.9	80.0	81.0	80.9	80.9	80.7
<b>医疗康护驱动系统</b>								
收入	0.9	1.1	1.2	2.0	2.4	3.1	4.1	5.6
同比增速		22.0%	10.8%	62.7%	19.4%	31.0%	32.0%	35.0%
成本	0.6	0.7	0.8	1.4	1.6	2.1	2.8	3.8
毛利	0.3	0.4	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3	1.8
毛利率(%)	33.8	36.8	31.8	32.0	32.0	32.1	32.0	32.1
业务收入比例(%)	24.8	21.9	17.7	18.0	17.0	17.1	17.1	17.3
<b>智能家居控制系统</b>								
收入	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6
同比增速		37.5%	27.3%	34.2%	39.9%	30.0%	31.0%	30.5%
成本	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
毛利	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
毛利率(%)	42.9	35.5	37.2	37.2	37.2	37.2	37.1	37.3
业务收入比例(%)	2.1	2.3	2.0	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8
<b>其他</b>								
收入	0.00	0.00	0.02	0.04	0.02	0.03	0.04	0.04
同比增速		10.4%	395.0%	100.0%	-50.0%	50%	17%	9%
成本	0.00	0.00	0.02	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
毛利	0.00	0.00	0.00	0.03	0.02	0.02	0.03	0.03
毛利率(%)	80.0	80.0	15.5	83.2	93.6	80.0	78.0	82.0
业务收入比例(%)	0.1	0.1	0.4	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1

数据来源：公司公告，财通证券研究所



## 5、风险提示

- (1) 海外市场拓展受疫情及贸易摩擦的影响不及预期；
- (2) 国内市场渗透率提升不及预期。

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,116</b>	<b>1,408</b>	<b>1,833</b>	<b>2,419</b>	<b>3,223</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	647	906	1,199	1,582	2,108	营业收入增长率	60.6%	26.1%	30.2%	32.0%	33.3%
营业税费	10	11	13	17	23	营业利润增长率	60.9%	8.9%	55.5%	27.2%	33.7%
销售费用	71	95	101	131	168	净利润增长率	60.9%	11.7%	55.5%	27.0%	33.3%
管理费用	60	64	77	106	133	EBITDA 增长率	54.3%	13.7%	30.4%	33.3%	34.8%
财务费用	-10	-13	-66	-66	-79	EBIT 增长率	55.0%	9.9%	26.4%	31.2%	35.4%
资产减值损失	11	0	21	22	26	NOPLAT 增长率	52.3%	9.1%	41.4%	31.4%	35.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	280.2%	-37.5%	39.0%	49.4%	4.3%
投资和汇兑收益	-	17	18	18	18	净资产增长率	207.2%	11.6%	22.8%	17.8%	20.1%
<b>营业利润</b>	<b>299</b>	<b>326</b>	<b>507</b>	<b>645</b>	<b>862</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1	6	7	7	7	毛利率	42.1%	35.6%	34.6%	34.6%	34.6%
<b>利润总额</b>	<b>300</b>	<b>332</b>	<b>514</b>	<b>652</b>	<b>869</b>	营业利润率	26.8%	23.2%	27.7%	26.7%	26.7%
减:所得税	46	49	73	92	123	净利润率	22.8%	20.1%	24.1%	23.1%	23.2%
<b>净利润</b>	<b>254</b>	<b>284</b>	<b>441</b>	<b>560</b>	<b>747</b>	EBITDA/营业收入	31.0%	27.9%	27.9%	28.2%	28.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	28.4%	24.8%	24.0%	23.9%	24.3%
货币资金	563	1,082	1,169	1,131	1,554	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	30	30	30	30	固定资产周转天数	76	80	81	77	66
应收账款	128	169	218	293	388	流动营业资本周转天数	95	86	15	22	13
应收票据	0	-	0	0	0	流动资产周转天数	305	392	346	309	276
预付账款	8	8	11	15	20	应收账款周转天数	33	38	38	38	38
存货	196	282	317	474	580	存货周转天数	46	61	59	59	59
其他流动资产	593	9	202	268	160	总资产周转天数	423	523	501	476	434
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	203	207	146	161	147
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROE	16.0%	16.0%	20.3%	21.9%	24.3%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROA	13.2%	13.0%	15.1%	16.1%	17.3%
固定资产	276	351	470	562	626	ROIC	93.7%	26.9%	60.8%	57.4%	52.0%
在建工程	24	127	182	249	332	<b>费用率</b>					
无形资产	103	78	217	347	470	销售费用率	6.4%	6.7%	5.5%	5.4%	5.2%
其他非流动资产	27	36	4	-111	-199	管理费用率	5.4%	4.6%	4.2%	4.4%	4.1%
<b>资产总额</b>	<b>1,917</b>	<b>2,173</b>	<b>2,925</b>	<b>3,476</b>	<b>4,304</b>	财务费用率	-0.9%	-0.9%	-3.6%	-2.7%	-2.5%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	10.9%	10.4%	6.1%	7.0%	6.9%
应付账款	201	281	358	468	645	<b>偿债能力</b>					
应付票据	31	37	56	58	117	资产负债率	17.4%	18.7%	25.8%	26.4%	28.6%
其他流动负债	94	76	261	307	367	负债权益比	21.1%	23.0%	34.7%	35.9%	40.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.55	4.01	2.88	2.65	2.42
其他非流动负债	7	11	78	85	102	速动比率	3.95	3.29	2.41	2.08	1.91
<b>负债总额</b>	<b>334</b>	<b>406</b>	<b>754</b>	<b>918</b>	<b>1,231</b>	利息保障倍数	-32.82	-27.83	-6.66	-8.70	-9.88
少数股东权益	-	0	0	0	0	<b>分红指标</b>					
股本	121	178	248	248	248	DPS(元)	0.49	0.36	0.55	0.70	0.93
留存收益	1,461	1,618	1,923	2,309	2,824	分红比率	47.6%	31.3%	31.0%	31.0%	31.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,583</b>	<b>1,768</b>	<b>2,171</b>	<b>2,557</b>	<b>3,073</b>	股息收益率	0.7%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	254	284	441	560	747	EPS(元)	1.02	1.14	1.77	2.25	3.01
加:折旧和摊销	29	46	72	104	137	BVPS(元)	6.37	7.11	8.74	10.29	12.37
资产减值准备	11	-0	21	22	26	PE(X)	69.4	62.2	40.0	31.5	23.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.1	10.0	8.1	6.9	5.7
财务费用	0	0	-66	-66	-79	P/FCF	-36.8	26.8	89.5	132.8	25.5
投资收益	-	-17	-18	-18	-18	P/S	15.8	12.5	9.6	7.3	5.5
少数股东损益	-	-0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	23.1	29.1	31.9	24.0	17.3
营运资金的变动	-616	459	27	-104	207	CAGR(%)	30.2%	38.1%	40.8%	30.2%	38.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>223</b>	<b>222</b>	<b>477</b>	<b>498</b>	<b>1,020</b>	PEG	2.3	1.6	1.0	1.0	0.6
投资活动产生现金流量	-703	378	-417	-429	-445	ROIC/WACC	8.9	2.6	5.8	5.5	5.0
融资活动产生现金流量	808	-89	28	-107	-152	REP	0.9	7.2	3.3	2.3	2.4

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。