

证券研究报告
机械设备行业
2021年1月18日



捷昌驱动： 线性驱动龙头，受益于全球升降办公桌渗透率提升

分析师：张小郭 执业证书编号：S1220518120001

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

深耕办公桌线性驱动领域，受益于健康办公红利释放。

- **深耕美国优质市场，持续受益于升降办公桌渗透率提升。**①2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%。②公司深耕美国市场，深度绑定全球前三办公家具商客户，2019年在美市占率超过30%。③公司产品性能优、定制化能力和快速响应能力强以及较海外对手价格优势明显，有望持续受益于美国电动升降办公桌市场的快速增长。
- **稳步开拓欧洲、中国市场，公司成长空间进一步打开。**①2025年欧洲办公桌线性驱动市场规模有望达39.39亿元，CAGR 6=9.31%。伴随公司欧洲运营中心投入使用，公司有望依托于全球办公家具商的渠道优势开拓欧洲市场，复刻美国市场的成功之路。②2025年中国办公桌线性驱动市场规模有望达32.65亿元，CAGR 6=18.64%。公司产品已成功供应到华为、中金公司等国内优质终端客户，随着中国升降办公桌市场需求的逐步培育，公司国内收入有望实现新的飞跃。
- **马来西亚新产能释放在即，产能瓶颈突破，助力公司业绩快速增长。**①公司产能长期处于紧张状态，智慧办公驱动系统产能利用率自2015年以来长期保持100%以上，产能瓶颈成为公司业绩增长的主要障碍。②马来西亚年产50万套产能释放在即。马来西亚工厂已完成设备安装，并进入试生产阶段，预计新产能将主要用于供货美国市场。公司2019年智慧办公驱动系统产能95.68万套，马来西亚工厂投产后，公司产能将新增50%，在解决公司产能瓶颈问题的同时，将极大缓解美国加征关税对公司业绩的影响。③定增项目有望进一步释放产能。2020年7月公司定增拟投7.16亿元用于智慧办公驱动系统升级扩建项目，将新建95万套智慧办公产能，进一步解决产能问题。

业务延展能力强，积极布局医疗康护、智能家居等高景气赛道，打造新的业绩增长点。

- **公司积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点。**①**业务延展能力强。**线性驱动产品应用领域广泛，公司技术积累深厚，产品性价比高，业务向不同下游领域延展的能力较强。②**公司积极布局医疗康护领域。**“银发经济”爆发在即，我们测算2022年应用于养老护理床的线性驱动产品市场规模可达38.86亿元。公司在医疗康护领域布局较早且技术不断突破，有望受益于“银发经济”红利释放。③**在智能家居领域与头部客户合作。**2016-2020年中国智能家居市场规模由620亿元增长至1820亿元，复合增速达30.89%。公司已与志邦、金牌等多家品牌进行全屋定制和整体厨房合作。④**产能将逐步释放。**公司20万套医疗康护驱动系统产能、15万套智能家居控制系统产能计划于2021年底投产。

投资建议：预计公司2020-2022年净利润分别为4.51、6.12、7.44亿元，对应PE为52.24、38.47、31.65倍。维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：中美贸易摩擦加剧、新业务拓展低预期、产能投产低预期、客户拓展低预期、同行竞争加剧、宏观经济波动

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1408	1858	2625	3473
(+/-) (%)	26.15	31.96	41.29	32.32
归母净利润	284	451	612	744
(+/-) (%)	11.68	58.93	35.77	21.57
EPS (元)	1.61	1.65	2.24	2.73
ROE (%)	0.16	0.12	0.14	0.15
P/E	50.65	52.24	38.47	31.65
P/B	8.19	6.35	5.45	4.65

数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

1 捷昌驱动：持续高速扩张的线性驱动龙头	5
1.1 专注线性驱动领域20年，业务全球广泛布局.....	6
1.2 以智慧办公为核心，向医疗康护、智能家居领域拓展.....	8
1.3 产能释放在即，业绩加速增长可期.....	11
1.3.1 马来西亚50万套产能释放在即，有望打破产能瓶颈、缓解美国关税影响.....	12
1.3.2 2020年定增持续加码产能建设，公司业绩有望持续释放.....	14
2 深耕办公桌线性驱动领域，受益于健康办公红利释放	15
2.1 办公桌线性驱动市场需求持续上行.....	16
2.1.1 全球健康办公风潮渐起，升降办公桌市场逐步打开.....	16
2.1.2 新冠疫情引爆居家办公潮，升降办公桌C端需求逐步显现.....	18
2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升.....	20
2.2.1 2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%.....	20
2.2.2 公司深耕美国市场，2019年美国市占率超过30%.....	26
2.2.3 深度绑定下游龙头，随下游集中度提升，公司在美业绩有望持续放量.....	27
2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开.....	29
2.3.1 2025年欧洲办公桌线性驱动市场规模有望达39.39亿元，CAGR 6=9.31%.....	30
2.3.2 公司有望在欧洲市场复刻美国市场成功之路.....	33
2.3.3 2025年中国办公桌线性驱动市场规模有望达32.65亿元，CAGR 6=18.64%.....	34
2.3.4 持续布局中国市场，静待业绩释放.....	37
3 公司核心竞争力：产品力+服务力+业务延展能力	39
3.1 产品优势大，精准卡位全球竞争.....	40
3.2 服务质量高，深度绑定优质客户.....	42
3.3 业务延展能力强，积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点.....	43
3.3.1 前瞻布局医疗康护领域，静待“银发经济”爆发.....	44
3.3.2 布局智能家居高景气赛道，打造新的业绩增长点.....	49
4 投资建议	50

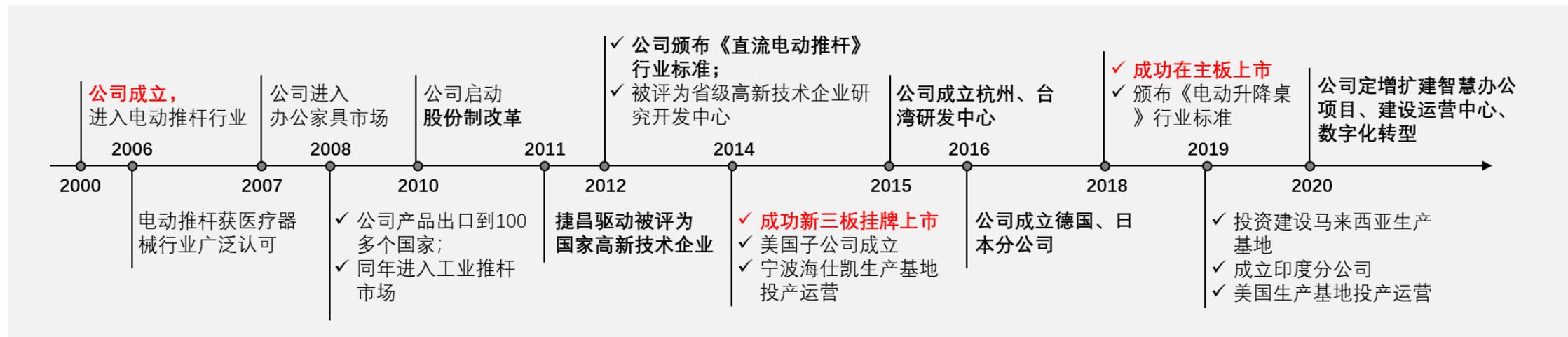
捷昌驱动：持续高速扩张的线性驱动龙头

1.1 专注线性驱动领域20年，业务全球广泛布局

公司是全球线性驱动行业领航者，深耕线性驱动行业20年。

- ①公司成立于2000年，深耕线性驱动行业20年，专注研发、生产、销售线性驱动产品，为全球智慧办公、医疗康护、智能家居、工业等行业提供传动及智能控制解决方案。作为线性驱动行业龙头，公司曾在2012、2018年牵头起草直流电动推杆、电动升降桌行业标准。
- ②公司在新昌、杭州、台湾设有研发中心，拥有近300人的研发团队。截至2020年6月，公司拥有专利458项。

图表1：捷昌驱动历史沿革

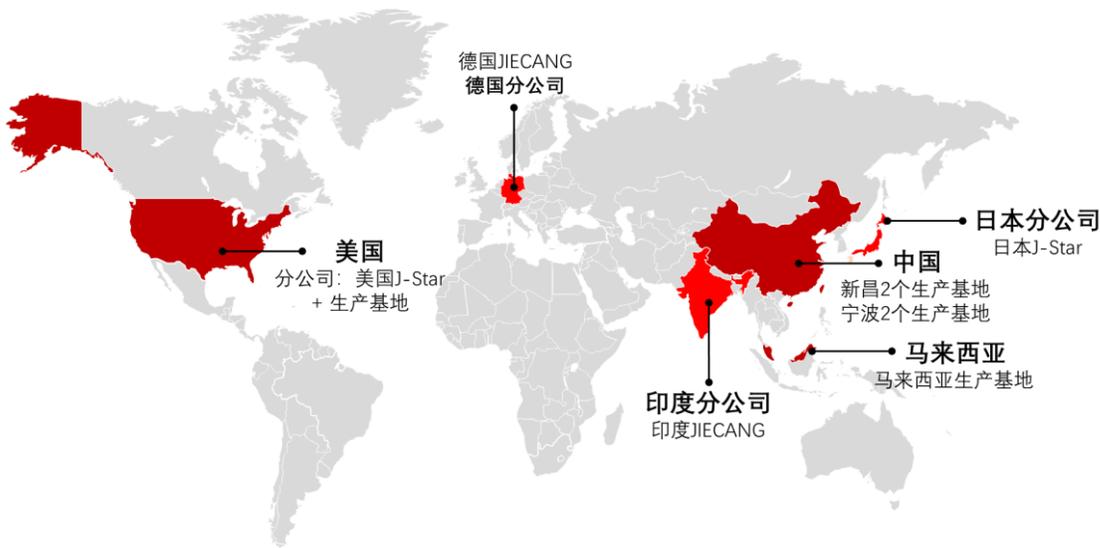


1.1 专注线性驱动领域20年，业务全球广泛布局

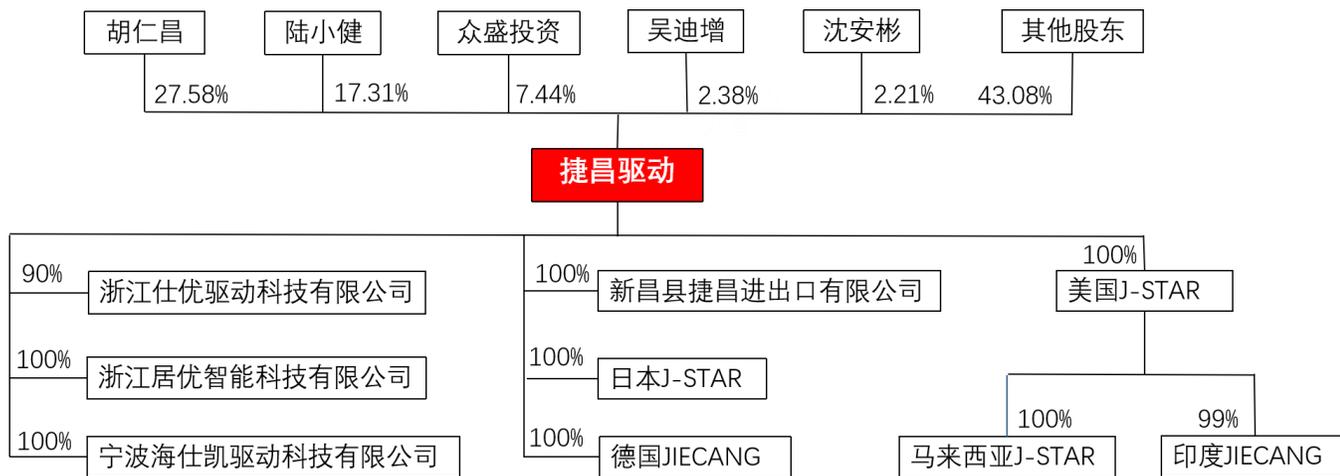
公司业务在全球广泛布局，拥有四大海外销售分公司、六大全球生产基地。

- ①公司具有完善的生产、销售体系，可满足全球客户的需求。公司为契合海外业务发展，已建立德国、美国、日本、印度四大分公司负责其所在区域的销售业务。
- ②公司建有新昌（2个）、宁波（2个）、美国、马来西亚六大生产基地，装备激光焊接机器人、自动切割生产线以及一体化喷塑生产线，可高标准、高效率地交付客户订单，公司线性驱动产品总产能超过105万套。

图表2：公司业务全球广布局



图表3：公司股权结构图



1.2 以智慧办公为核心，向医疗康护、智能家居领域拓展

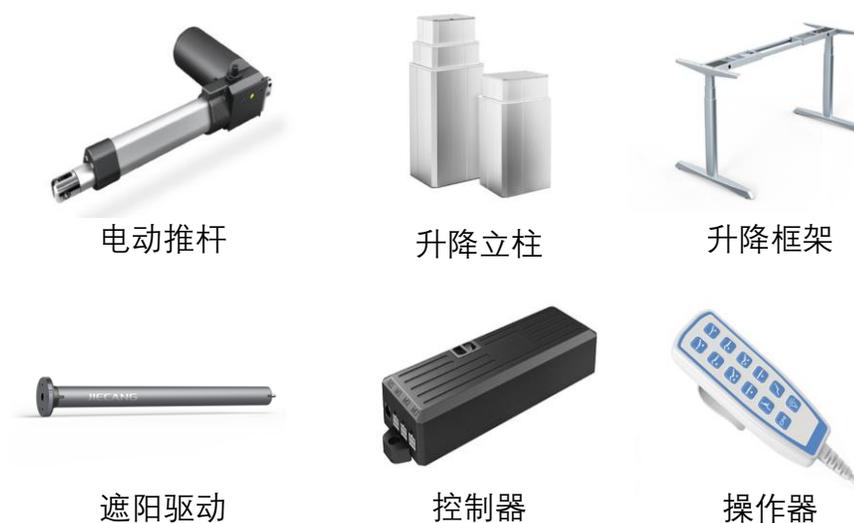
公司产品主要为线性驱动产品，线性驱动产品通用性强、业务拓展范围广。

- ①线性驱动产品主要包括电动推杆、升降立柱、控制器和操作器等部分，其原理是是通过控制系统将指令发送到机械结构，使电机的旋转运动转变为推杆的直线运动，从而达到推拉、升降重物的目的。
- ②线性驱动产品拓展能力强、应用范围广，可用于智慧办公、医疗康护、智能家居和工业领域等众多细分方向，例如办公桌的智慧升降、医疗床和护理床的电动调节，以及工业、农业自动化的各种设备等。

图4：电动推杆结构图



图5：公司主要产品



1.2 以智慧办公为核心，向医疗康护、智能家居领域拓展

公司形成智慧办公、医疗康护、智能家居三大产品体系。

图表6：智慧办公驱动系统



图表7：医疗康护驱动系统



图表8：智能家居控制系统
(智能厨卫升降系统)

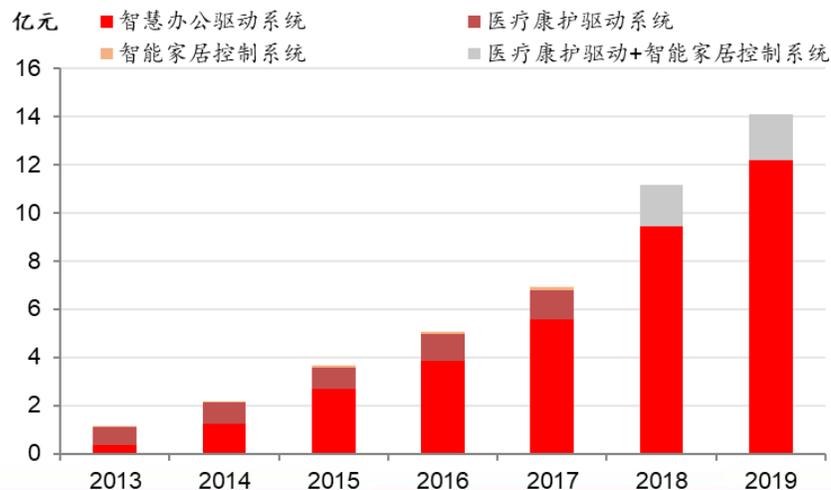


1.2 以智慧办公为核心，向医疗康护、智能家居领域拓展

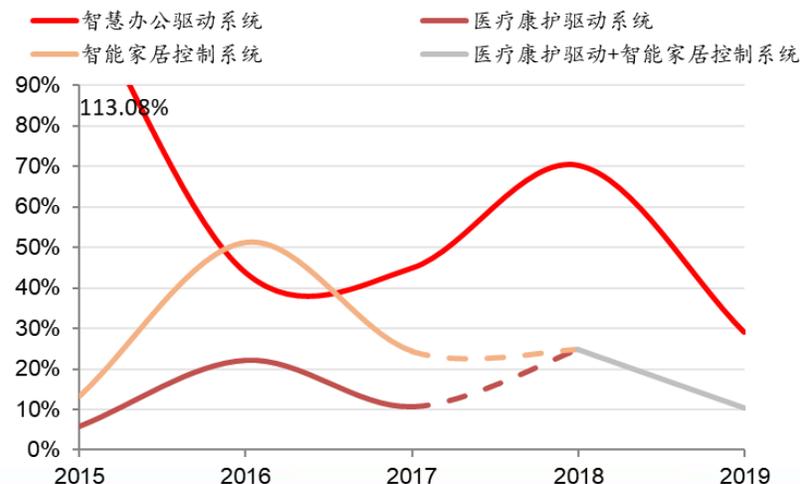
公司形成智慧办公、医疗康护、智能家居三大产品体系。

- ①从收入结构看，智慧办公系统业务占公司收入超过85%。2019年公司收入14.08亿元，其中智能办公驱动系统收入12.19亿元，占总收入的比重为86.59%；医疗康护驱动和智能家居控制系统收入合计为1.89亿元，占总收入的比重为10.41%。
- ②从收入增速看，智慧办公系统业务增速最快。2016-2019年公司智慧办公驱动系统收入由3.83亿元提升至12.19亿元，复合增速高达47.05%；医疗康护驱动和智能家居控制系统收入由1.22亿元提升至1.89亿元，复合增速为15.56%。
- ③从业务布局看，公司在持续发力智慧办公的同时，逐步加强在医疗康护和智能家居市场的布局与开拓。公司已与志邦、金牌等多家品牌开展了全屋定制和整体厨房的合作。同时，IPO募投项目（20万套医疗康护驱动系统产能、15万套智能家居控制系统产能）预计于2021年底投产。

图表9：智慧办公驱动系统是公司核心产品



图表10：智慧办公驱动系统收入增速最快

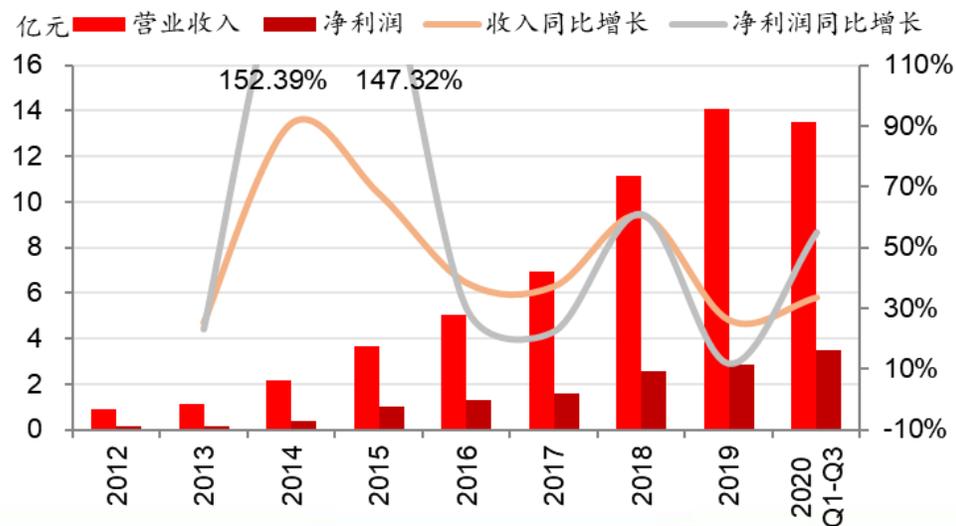


1.3 产能释放在即，业绩加速增长可期

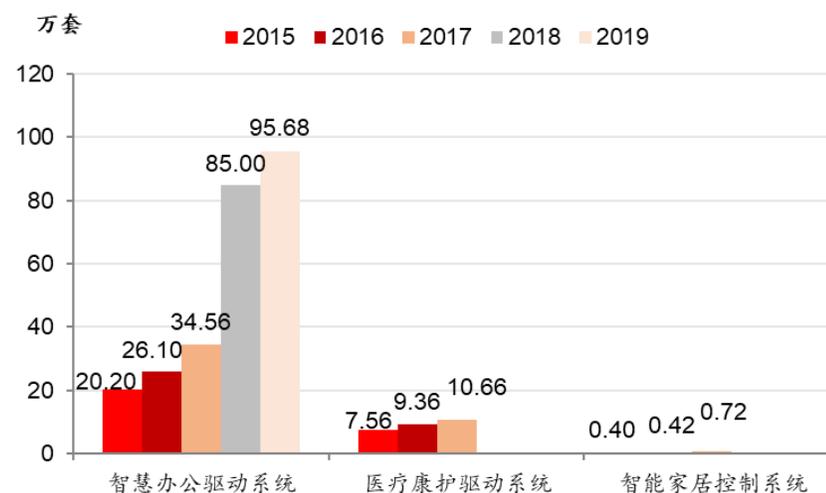
线性驱动产品的需求持续景气，公司在2014年和2018年的两次产能释放推动了公司业绩的两次快速增长。

- ①2014年公司智慧办公业务在北美地区的开拓初显成效，随着宁波海仕凯生产基地投产运营，公司业绩增速达到8年来最高点。2014年公司收入、净利润分别同比增长90.82%、152.39%，是近8年业绩增速最高点。
- ②2018年智慧办公产品产能大幅释放，智慧办公业务产能瓶颈被打破，公司收入同比增长60.64%。2018年公司智慧办公系统产能由34.56万套增长至85.00万套，同比增长145.95%；智慧办公业务收入同比增长70.20%，带动公司整体收入同比增长60.64%、净利润同比增长60.90%。

图表11：公司业绩稳健增长



图表12：2018年智慧办公产能同比暴增145.95%



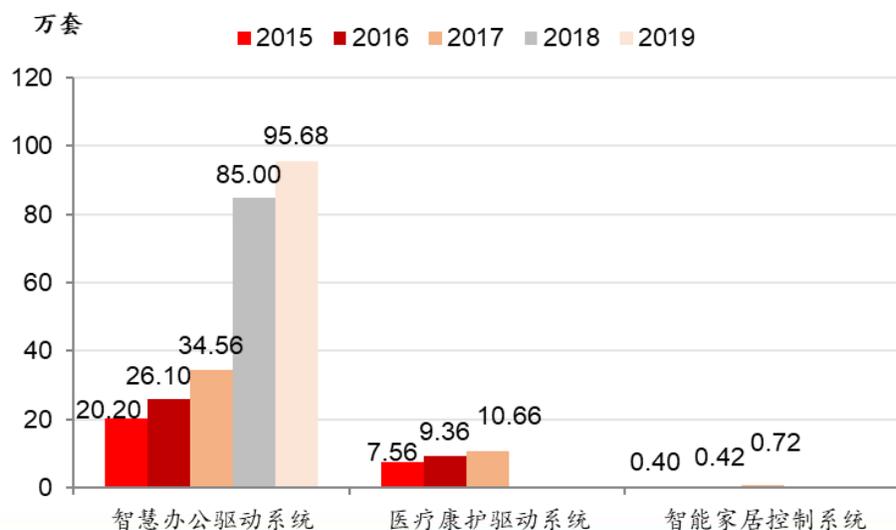
1.3 产能释放在即，业绩加速增长可期

1.3.1 马来西亚50万套产能释放在即，有望打破产能瓶颈、缓解美国关税影响

马来西亚50万套产能2020Q4投产，有望推动公司业绩快速增长。2019年8月公司通过美国子公司出资，在马来西亚设立孙公司并作为东南亚的生产基地，马来西亚工厂已于2020年12月完成设备安装，并进入试生产阶段。

- ①马来西亚工厂投产有望打破公司产能瓶颈。智慧办公驱动系统产能利用率自2015年以来长期保持100%以上，产能瓶颈成为公司业绩增长的主要障碍。马来西亚工厂投产后，公司产能将新增50%。线性驱动产品需求持续旺盛，产能大幅释放有望推动公司业绩快速增长。

图表13：2019年智慧办公驱动系统年产能为95.68万套



图表14：智慧办公驱动系统产能利用率自2015年以来长期保持100%以上

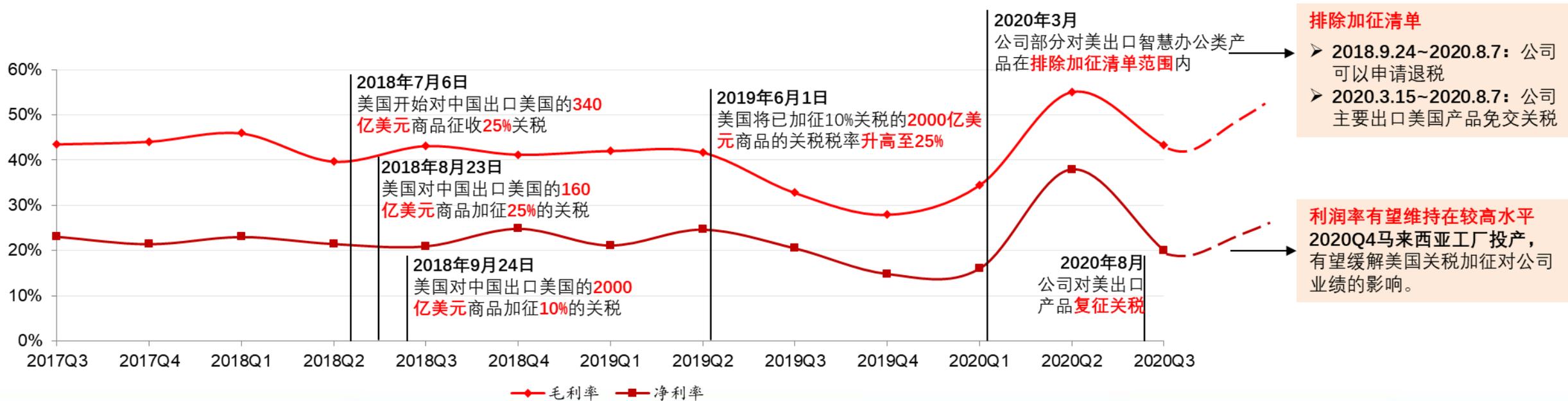


1.3 产能释放在即，业绩加速增长可期

1.3.1 马来西亚50万套产能释放在即，有望打破产能瓶颈、缓解美国关税影响

- ②马来西亚工厂投产有望缓解美国加征关税对公司业绩的影响。中美贸易摩擦导致公司2018-2019年利润率有所波动。2020年公司接获美国贸易办公室（USTR）的通知，公司对美出口的部分产品在排除加征清单范围内，8月前出口美国产品免交关税，2020Q1-Q3公司毛利率同比+6.85pcts，净利率同比+3.54pcts。我们认为随着马来西亚工厂的投产运营，美国加征关税对公司业务的影响有望缓解，公司利润率有望维持较高水平。

图表15：马来西亚工厂投产有望缓解美国加征关税对公司业绩的影响



1.3 产能释放在即，业绩加速增长可期

1.3.2 2020年定增持续加码产能建设，公司业绩有望持续释放

线性驱动产品需求持续景气，公司产能再加码，业绩有望持续释放：2020年公司定增募资14.85亿元，用于智慧办公产能建设、数字化改造和全球运营中心建设。

- **①定增募投项目落地，公司产能翻倍。**2020年募投的**新增95万套智慧办公产能项目**预计3年投产、5年达产。募投项目落地达产后，公司智慧办公总产能预计达240万套/年。
- **②数字化改造将进一步加强公司生产效率。**公司预计引入CPQ销售前端选配平台、WMS仓储管理系统等众多数字化系统，有望大幅降低沟通成本、提升生产效率，进一步加强公司的快速出货能力。

图表16：定增资金投向

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	拟投入募集 资金 (亿元)
1	智慧办公驱动系统升级扩建项目	7.29	7.16
2	数字化系统升级与产线智能化改造项目	2.06	2.00
3	捷昌全球运营中心建设项目	2.30	2.22
4	补充流动资金	3.47	3.47
	合计	15.12	14.85

深耕办公桌线性驱动领域，受益于健康办公红利释放

2.1 办公桌线性驱动市场需求持续上行

2.1.1 全球健康办公风潮渐起，升降办公桌市场逐步打开

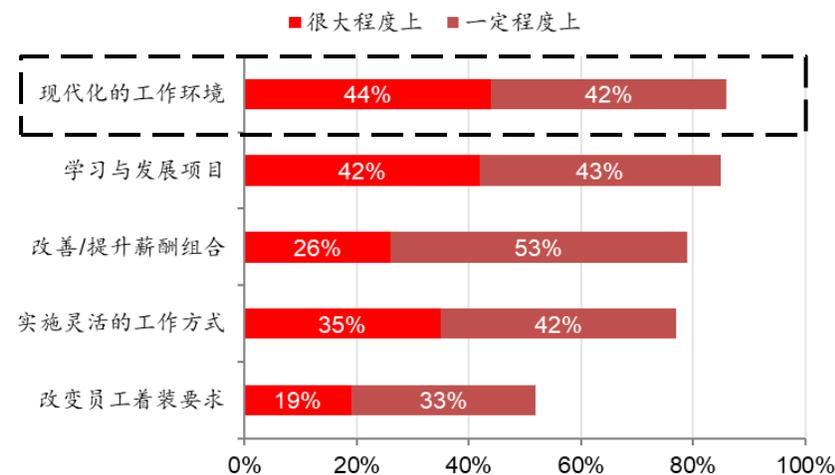
伴随消费升级和健康办公理念的渗透，升降办公桌市场逐步打开，带动线性驱动产品需求增长。

- ①随着人们对健康办公的重视程度逐步加深，现代化的办公环境逐步成为企业吸引人才的重要方式。
- ②科技巨擘引领北美健康办公风潮，升降办公桌B端市场逐步打开。苹果公司在2017年启用新办公总部Apple Park时，给全公司12,000名员工配备了电动升降办公桌；数据分析巨头Tableau也给1,200名员工全部装配了电动升降办公桌。

图表17：升降桌引导的站坐交替办公方式能有效降低员工颈椎、腰椎患病风险



图表18：CEO问卷调查：你通常采取那些策略吸引和留住人才？

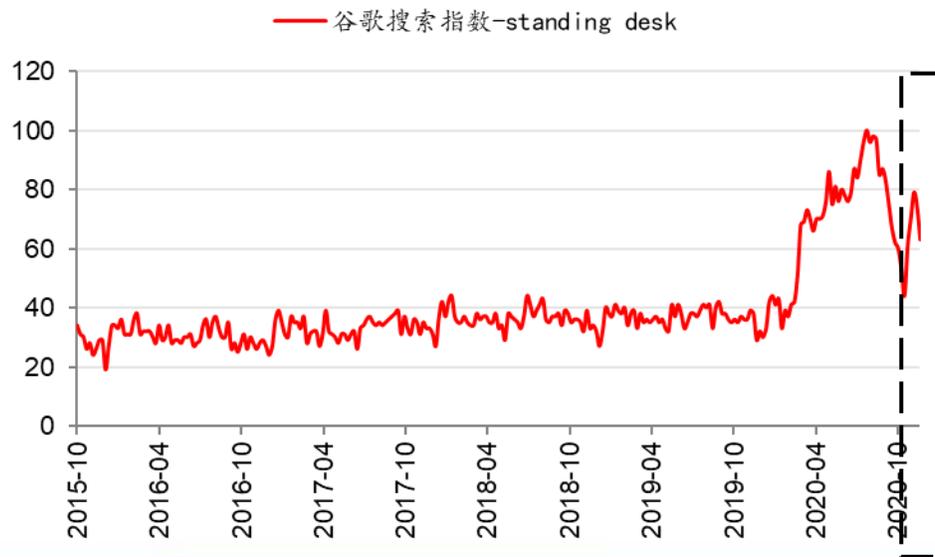


2.1 办公桌线性驱动市场需求持续上行

2.1.1 全球健康办公风潮渐起，升降办公桌市场逐步打开

- 升降办公桌正逐渐由金融、IT等高收入行业群体向大众化渗透。从谷歌搜索指数来看，在美国促销日“黑色星期五”，升降办公桌达到谷歌搜索次高点。由此推断，随着升降桌价格逐步亲民，升降办公桌渗透率将有较大提升空间。

图表19：美国促销日“黑色星期五”，升降桌搜索再上高点



2.1 办公桌线性驱动市场需求持续上行

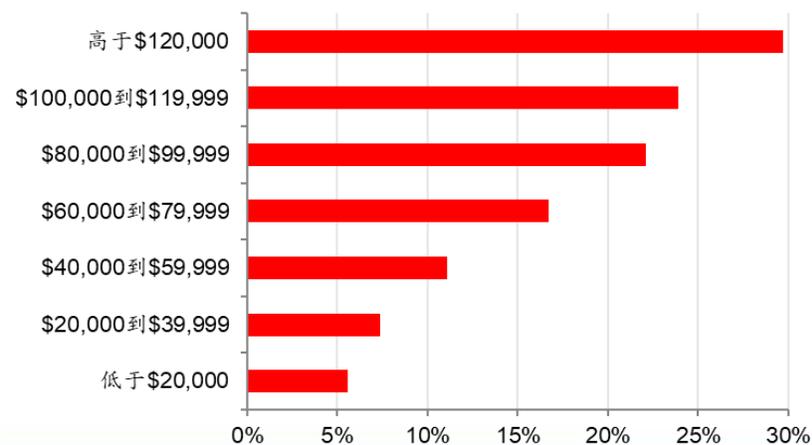
2.1.2 新冠疫情引爆居家办公潮，升降办公桌C端需求逐步显现

随着信息化程度加深，居家办公比例逐步提升，电动升降桌C端需求逐渐出现。

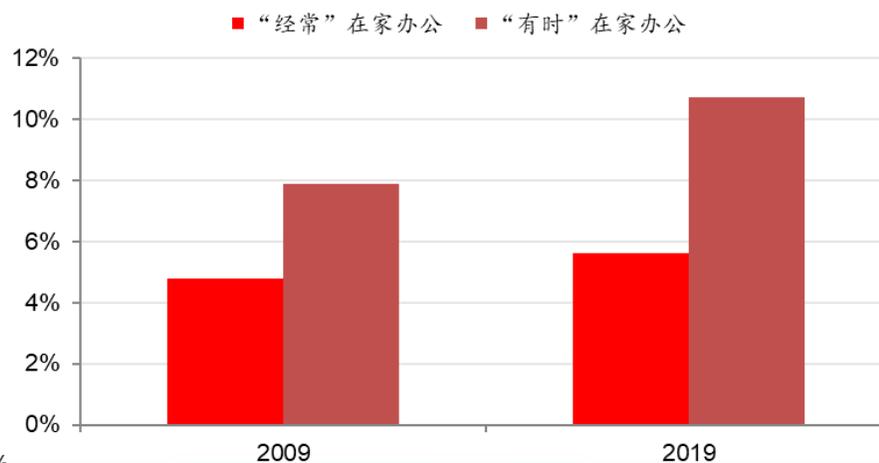
- ①根据Eurostat的统计，2009年“经常”和“有时”在家办公比例为4.8%和7.9%，2019年分别涨至5.6%和10.7%，居家办公趋势逐步显现。
- ②根据2015年加拿大社会综合调查显示，收入越高的人群，居家办公概率越大。
- ③2020年新冠疫情引爆居家办公潮，电动升降桌C端市场需求快速放量。谷歌搜索指数“Standing Desk”随疫情爆发而快速飙升，到2020年8月达到峰值。

图表20：收入越高的人群，居家办公概率越大

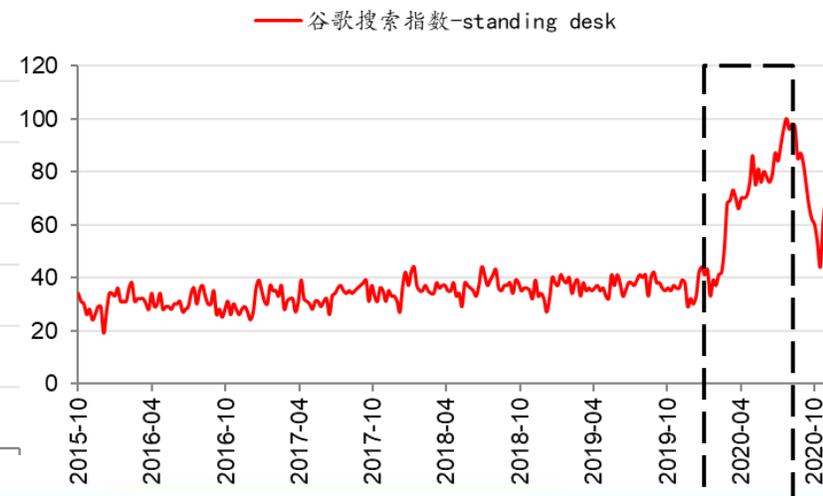
【除去加班时间，你是否经常在家办公？%的加拿大人回答了“是”】



图表21：疫情前居家办公比例也在逐步提升



图表22：2020年升降桌谷歌指数飙升



2.1 办公桌线性驱动市场需求持续上行

2.1.2 新冠疫情引爆居家办公潮，升降办公桌C端需求逐步显现

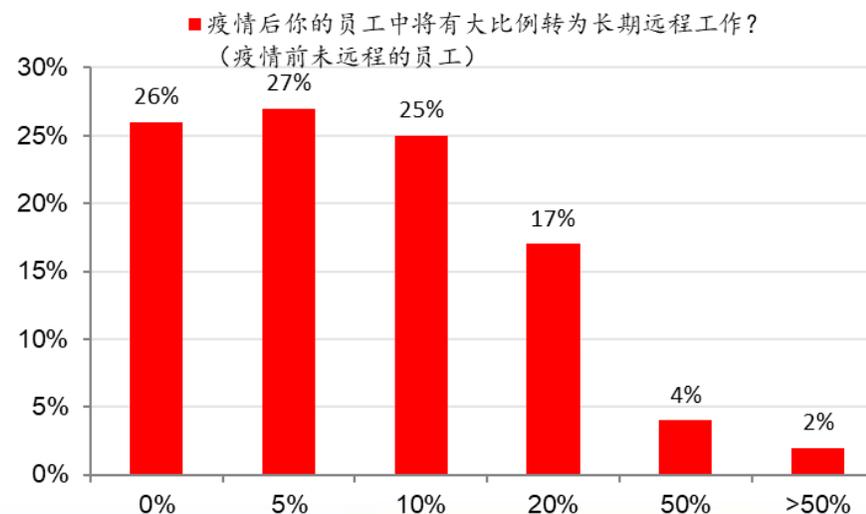
后疫情时代，长期居家办公可能成为新的选择，升降办公桌C端需求有望持续放量。

- 互联网科技巨擘开始支持长期居家办公，升降办公桌C端终端市场需求有望持续增长。①Twitter在2020年5月份宣布员工可选择长期居家办公；②微软表示疫情结束后，将允许员工每周有低于50%的工作时间居家办公，或经管理层批准后可长期远程办公。③Facebook创始人扎克伯格预测，未来5-10年Facebook可能有50%的员工会远程办公。长期居家办公工作方式的推行将持续推动升降办公桌C端市场需求持续放量。

图表23：后疫情时代，居家办公常态化逐步开启

公司名称	长期居家办公计划
Facebook	Facebook将允许大部分员工申请长期远程工作。与此同时，现有工作岗位或将调整，远程工作岗位增多，公司招聘部门也将加大对远程员工的招聘力度。据预测，未来5到10年内，Facebook可能有50%的员工会远程办公。
Twitter	员工如果愿意，可以选择长期居家办公，即使是疫情结束之后。
Microsoft	将允许员工每周有50%以下的工作时间在家办公，或者经管理层批准长期远程办公。
富士通	位于日本的办公空间将缩减一半，同时为在日本工作的8万名员工提供“史无前例的灵活”办公方式。

图表24：Gartner调研：疫情后近3/4的CEO表示至少5%的原在岗员工将转为远程工作



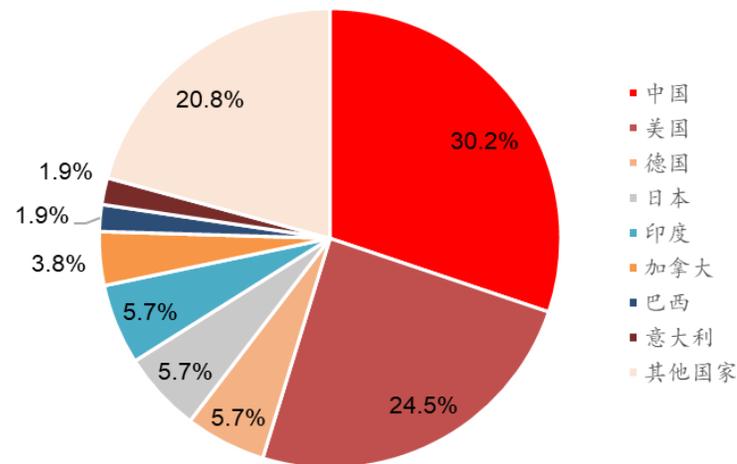
2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升

2.2.1 2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%

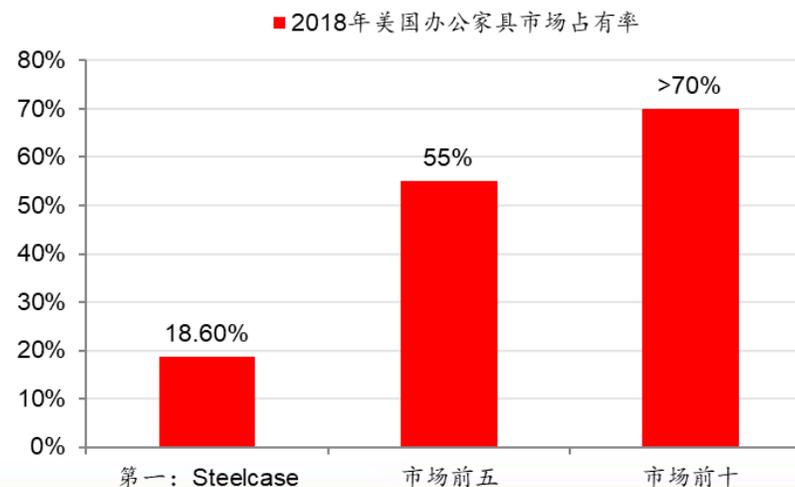
从办公家具市场看，美国是升降办公桌优质大市场：规模大、增速快、集中度高。

- ①**规模大**：根据恒林股份年报，2019年美国办公家具市场规模为130.0亿美元，占全球总市场的24.53%。
- ②**增速快**：根据恒林股份公告，美国存在定期更换家具的生活习惯，使得美国家具市场在平稳期保持较高的增速。根据BIFMA数据，2014-2019年美国办公家具市场CAGR 5=4.03%。
- ③**集中度高**：2018年美国办公家具市场CR 10 超过70%，而Steelcase作为美国排名第一的办公家具销售企业，市占率高达18.6%。

图表25：2019年美国办公家具市场规模占全球的24.53%



图表26：美国办公家具市场已呈现寡头垄断态势



2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升

2.2.1 2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%

美国升降办公桌线性驱动市场爆发期即将到来。

- **萌芽期（2010年前）**：2010年前美国市场对升降办公桌的认知度较低，“Standing Desk”的谷歌搜索量处于低位。
- **起步期（2011-2015年）**：“Standing Desk”的谷歌搜索量随产品认知度上升而不断提升。2013年HAT Contract成立，到2018年已成为美国市场上最大的电动办公桌供应商之一。

图表27：升降办公桌市场即将迎来爆发期



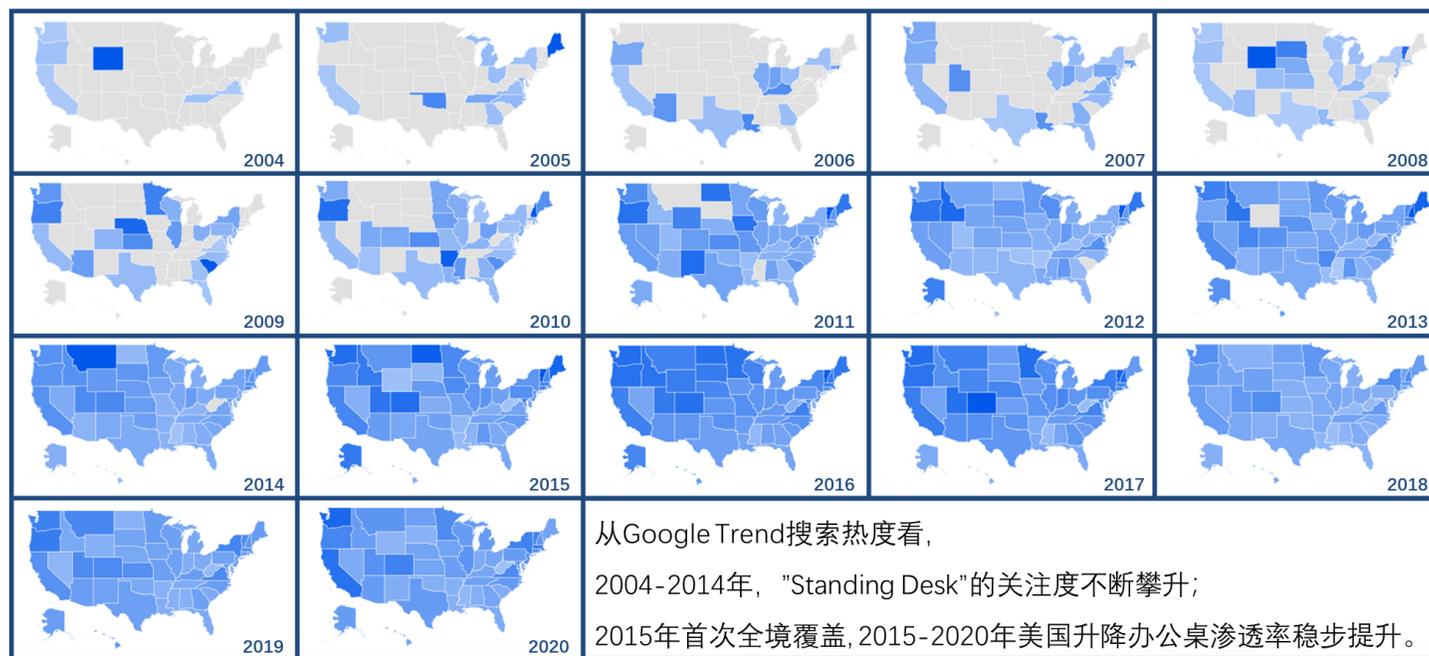
2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升

2.2.1 2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%

美国升降办公桌线性驱动市场爆发期即将到来。

- **发展早期（2015-2019年）**：2015年“Standing Desk”词条的搜索热度首次完全覆盖美国全境，2016年美国升降办公桌的搜索热度达到较高水平，2017年美国办公家具巨头加速布局升降办公桌业务。其中，Steelcase通过并购AMQ丰富升降办公产品组合、加强销售网络，Haworth通过和OMT Veyhl展开战略合作以获取BIFMA级别的产品认证。

图表28：升降办公桌市场即将迎来爆发期



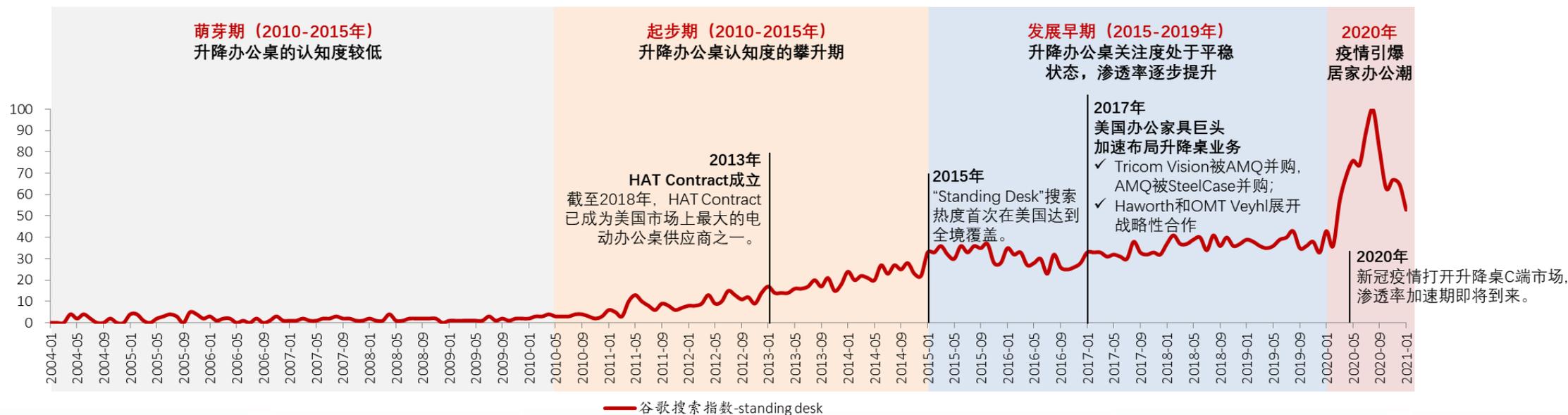
2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升

2.2.1 2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%

美国升降办公桌线性驱动市场爆发期即将到来。

- 2020年疫情爆发，有望促使升降办公桌爆发期加速到来，带动线性驱动市场快速放量。
 - 新冠疫情加速打开升降办公桌C端市场，带动线性驱动产品需求快速上量。
 - 根据公司2020年定增公告，全球办公桌产品市场中，线性驱动产品的渗透率为5%-10%，预计美国市场渗透率为全球上限10%。
- 我们认为随着美国市场升降办公桌产品渗透率的提升，线性驱动产品有望迎来爆发期。

图表29：升降办公桌市场即将迎来爆发期



2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升

2.2.1 2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%

2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%。

核心假设：

- ①假设办公桌市场规模占办公家具市场规模的比例约为26%。（2015年全球办公家具市场规模为464亿美元，全球办公桌市场规模为120.6亿美元，占比25.99%。）
- ②由于美国存在定期更换家具的习惯，我们假设2019-2025年美国办公家具市场规模保持4.0%的年增速。
- ③根据公司2020年定增公告，全球办公桌产品市场中，线性驱动产品的渗透率为5%-10%。美国作为健康办公理念的先锋地区，我们以10%作为美国市场2019年线性驱动渗透率进行计算。
- ④2020年疫情催化C端市场需求逐步放量。同时，我们认为美国市场的渗透率即将进入加速期，假设2019-2025年办公桌线性驱动渗透率以每年4-5pct的增幅递增。
- ⑤根据Office Depot（美国办公家具销售平台）和亚马逊的办公桌销售价格，美国升降办公桌单价约为3500元人民币，办公桌价格约为800元人民币。

2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升

2.2.1 2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%

2025年美国办公桌线性驱动市场规模有望达58.88亿元，CAGR 6=15.50%。

图表30：2019-2025年美国办公桌用线性驱动市场规模复合增速有望达17.01%

升降桌市场规模测算-美国	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
美国办公家具市场规模（亿美元）	130.00	135.20	140.61	146.23	152.08	158.16	164.49
美国办公家具市场规模增速		4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
办公桌占办公家具比例	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
美元兑人民币汇率（20210104）	6.5408	6.5408	6.5408	6.5408	6.5408	6.5408	6.5408
美国办公桌市场规模（亿元人民币）	221.08	229.92	239.12	248.68	258.63	268.98	279.74
美国办公桌出货量（万张）	2066	1952	1859	1750	1662	1591	1510
线性驱动办公桌渗透率	10.0%	14.0%	18.0%	23.0%	28.0%	33.0%	39.0%
美国电动升降办公桌出货量（万张）	206.6	273.3	334.7	402.5	465.4	524.9	588.8
升降桌用线性驱动产品单价（元人民币/套）	1200.0	1160.0	1120.0	1080.0	1040.0	1020.0	1000.0
美国升降办公桌线性驱动市场规模（亿元人民币）	24.79	31.70	37.49	43.47	48.40	53.54	58.88
升降办公桌线性驱动市场规模增速		27.84%	18.26%	15.97%	11.34%	10.62%	9.96%

注：采用2021年1月4日的汇率进行转换

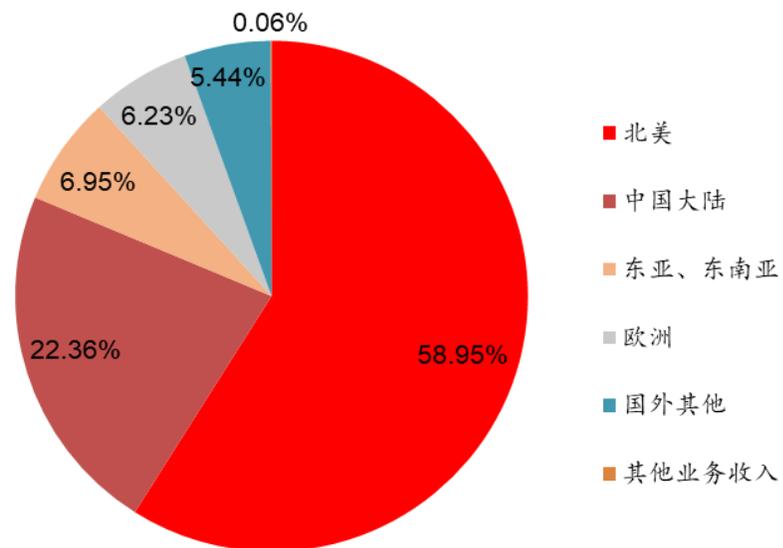
风险提示：本部分测算数据均为理论计算值，可能与实际情况存在差异。

2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升

2.2.2 公司深耕美国市场，2019年美国市占率超过30%

- 公司深耕美国市场，2019年公司智慧办公驱动产品在美国的市占率已超过30%。2019年公司智慧办公驱动系统收入12.19亿元。2015-2017年北美区域收入占公司总收入的比重平均约60%，以此估算公司2019年北美地区收入接近8亿元，美国市场规模约25亿元，公司智慧办公业务在北美市场占有率超过30%。

图表31：北美是公司第一大市场（2017年）



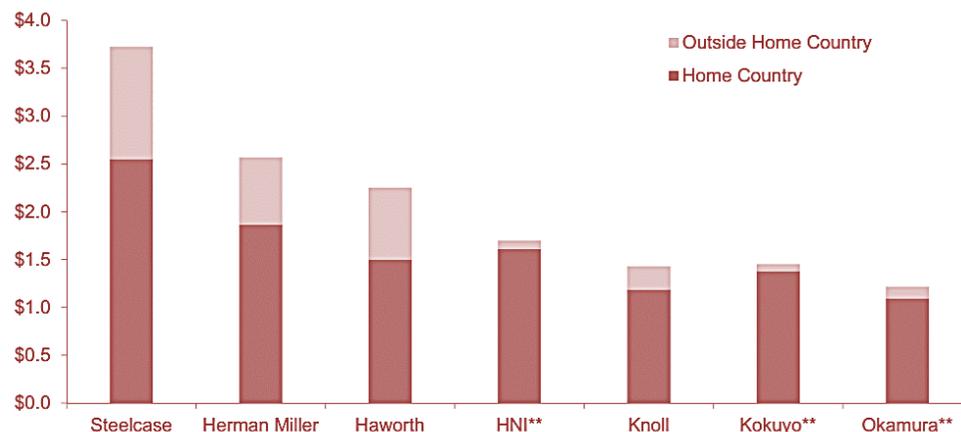
2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升

2.2.3 深度绑定下游龙头，随下游集中度提升，公司在美业绩有望持续放量

公司深度绑定美国下游办公家具龙头，有望持续受益于下游行业的集中度提升。

- ①公司已进入全球前三的办公家具企业（Steelcase、Herman Miller和Haworth）的供应商体系。公司产品依托客户的品牌和市场渠道实现了向谷歌、微软、苹果、亚马逊等全球知名科技企业的出货。

图表32：2019年全球前7办公家具企业



*Most recently published annual data and/or internal estimates

**Only office furniture segments included

2.2 深耕美国优质市场，持续受益于升降桌渗透率提升

2.2.3 深度绑定下游龙头，随下游集中度提升，公司在美业绩有望持续放量

公司深度绑定美国下游办公家具龙头，有望持续受益于下游行业的集中度提升。

- ②公司与下游头部客户深度合作。公司对客户的销售额占客户同类产品总采购额的比例超过60%，其中对Ergo Depot和Tricom Vision供货比例高达100%。
- ③随下游集中度提升，公司在美业务有望持续放量。根据恒林股份年报，美国办公家具市场处于成熟稳定期，行业集中度不断提升，小微企业正逐步退出市场竞争。公司深度绑定下游龙头客户并保持高供货比例，有望受益于下游集中度提升。

图表33：2017年公司前五大客户

公司名称	美国The Human	美国HAT Contract	美国Ergo Depot (Fully)	美国Tricom Vision	Haworth
基本情况	该客户成立于2002年，由其创始人Jon Paulsen100%持股。该客户是美国知名人体工程学零售商，致力于为个人及公司提供定制化的办公室解决方案。	该客户成立于2013年，是一家较早开始专注于可调节高度办公设备的公司，由Brian McNay和Anthony Graves分别持股55%，45%，该公司已经成为了美国市场最大的电动办公桌供应商之一。	该客户成立于2006年，实际控制人为David Kahl。该公司致力于制造世界上最好的人体工程学产品，其设计的可升降桌可满足市场需求，具有一定的市场地位。	该客户成立于2010年，股东Tse Cho Wai和Chin Kar Voon分别持有50%股权。该公司是人体工程学北美市场领导者品牌，具有雄厚的研发设计和销售能力，产品畅销北美地区，主要客户包括谷歌、微软等世界名企。	该公司主要从事办公家具制造、销售业务，在国际家具行业处于领先地位，haworth在全球120多个国家设有分支机构，在10个国家拥有超过20个独资的制造厂房。
公司对客户的销售金额占公司当期收入的比例	14.07%	11.15%	8.71%	7.07%	4.75%
公司对客户的销售金额占客户同类产品总采购额的比例	65%	87%	100%	100%	70%

2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开

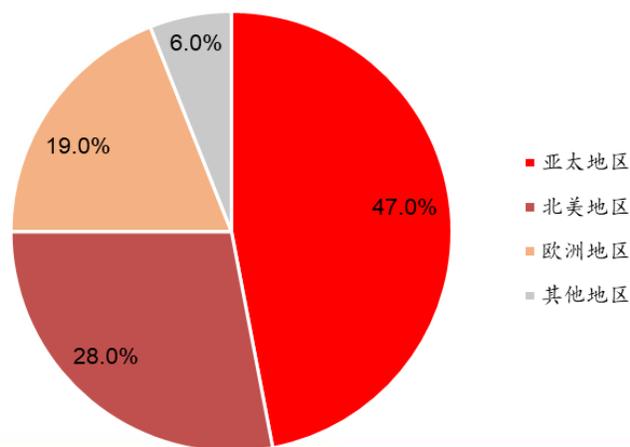
欧洲和中国升降桌线性驱动市场是公司重要战略布局方向。2020年7月公司发布定增预案，拟募集2.22亿元资金在欧洲和中国杭州建设捷昌全球运营中心。

- **欧洲市场：**线性驱动技术的发源地，相对成熟的升降桌大市场。
- **中国市场：**健康办公理念兴起、极富潜力的新市场。

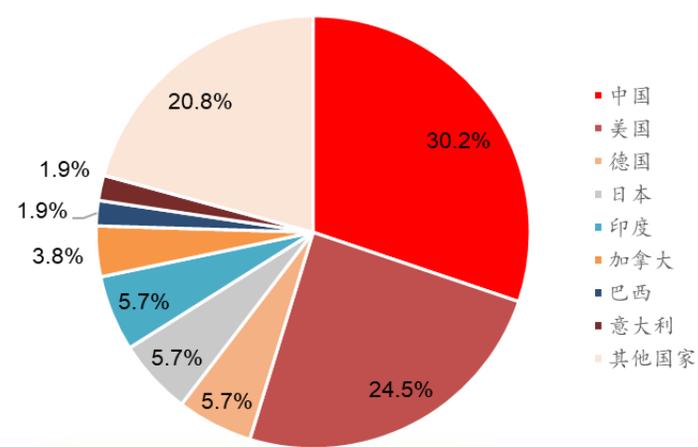
图表34：2020年定增资金投向

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	拟投入募集 资金 (亿元)
1	智慧办公驱动系统升级扩建项目	7.29	7.16
2	数字化系统升级与产线智能化改造项目	2.06	2.00
3	捷昌全球运营中心建设项目	2.30	2.22
4	补充流动资金	3.47	3.47
合计		15.12	14.85

图表35：2019年欧洲市场办公家具市场
占全球总量的19%



图表36：2019年中国和美国为办公家具前二大国家



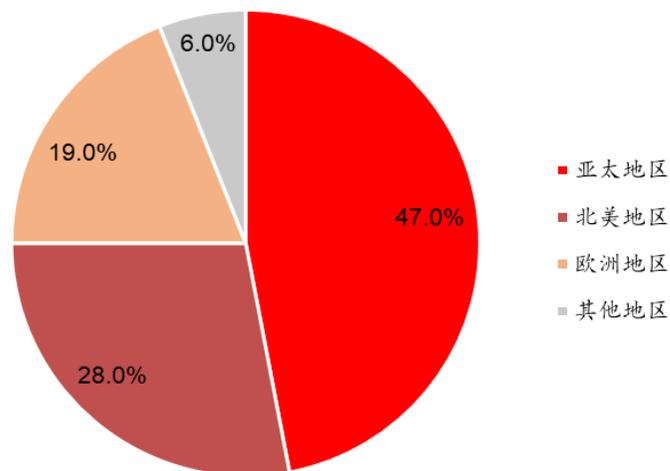
2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开

2.3.1 2025年欧洲办公桌线性驱动市场规模有望达39.39亿元，CAGR 6=9.31%

欧洲市场：线性驱动技术的发源地，相对成熟的升降办公桌大市场。

- ①线性驱动办公桌起源于欧洲。LINAK于1998年推出全球第一个全套办公桌推杆系统。
- ②欧洲是相对成熟的升降办公桌大市场。
 - 办公家具市场规模大、需求稳定：2019年欧洲办公家具市场规模为**100.70亿美元**，占全球总量的19.0%。但由于家具更换频次较低，市场需求基本保持稳定。
 - 相对成熟：升降办公桌兴起的核心在于消费升级和健康办公理念的渗透，北美及西欧是人均家具消费最高的区域。

图表37：2019年欧洲市场办公家具市场占全球总量的19%



2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开

2.3.1 2025年欧洲办公桌线性驱动市场规模有望达39.39亿元，CAGR 6=9.31%

2025年欧洲办公桌线性驱动市场规模有望达39.39亿元，CAGR 6=9.31%。

核心假设：

- ①假设办公桌市场规模占办公家具市场规模的比例约为26%。（2015年全球办公家具市场规模为464亿美元，全球办公桌市场规模为120.6亿美元，占比25.99%。）
- ②欧洲家具市场已进入成熟阶段、需求稳定，我们假设2019-2025年欧洲办公家具市场规模保持不变。
- ③根据公司2020年定增公告，全球办公桌产品市场中，线性驱动产品的渗透率为5%-10%。欧洲是线性驱动升降办公桌的发源地且家具人均消费高，我们以10%作为欧洲市场2019年线性驱动渗透率进行计算。
- ④欧洲市场家具更换周期较美国长，我们预计欧洲升降办公桌渗透率增速略低于美国，假设2019-2025年办公桌线性驱动渗透率以每年3-4pct的增幅递增。
- ⑤欧洲市场对家居产品的品质要求较美国更高，根据亚马逊平台办公桌的销售价格，欧洲升降办公桌单价约为3700元人民币，办公桌价格约为850元人民币。

2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开

2.3.1 2025年欧洲办公桌线性驱动市场规模有望达39.39亿元，CAGR 6=9.31%

2025年欧洲办公桌线性驱动市场规模有望达39.39亿元，CAGR 6=9.31%。

图表38：2019-2025年欧洲办公桌用线性驱动市场规模复合增速有望达9.31%

升降桌市场规模测算-欧洲	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
欧洲办公家具市场规模（亿美元）	100.70	100.70	100.70	100.70	100.70	100.70	100.70
欧洲办公家具市场规模增速		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
办公桌占办公家具比例	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
美元兑人民币汇率（20210104）	8.0095	8.0095	8.0095	8.0095	8.0095	8.0095	8.0095
欧洲办公桌市场规模（亿元人民币）	209.70						
欧洲办公桌出货量（万张）	1923.90	1781.69	1659.06	1519.60	1401.77	1300.90	1193.54
线性驱动办公桌渗透率	10.0%	13.0%	16.0%	20.0%	24.0%	28.0%	33.0%
欧洲电动升降办公桌出货量（万张）	192.4	231.6	265.4	303.9	336.4	364.3	393.9
升降桌用线性驱动产品单价（元人民币/套）	1200.0	1160.0	1120.0	1080.0	1040.0	1020.0	1000.0
欧洲升降办公桌线性驱动市场规模（亿元人民币）	23.09	26.87	29.73	32.82	34.99	37.15	39.39
升降办公桌线性驱动市场规模增速		16.38%	10.65%	10.40%	6.60%	6.19%	6.01%

注：采用2021年1月4日的汇率进行转换

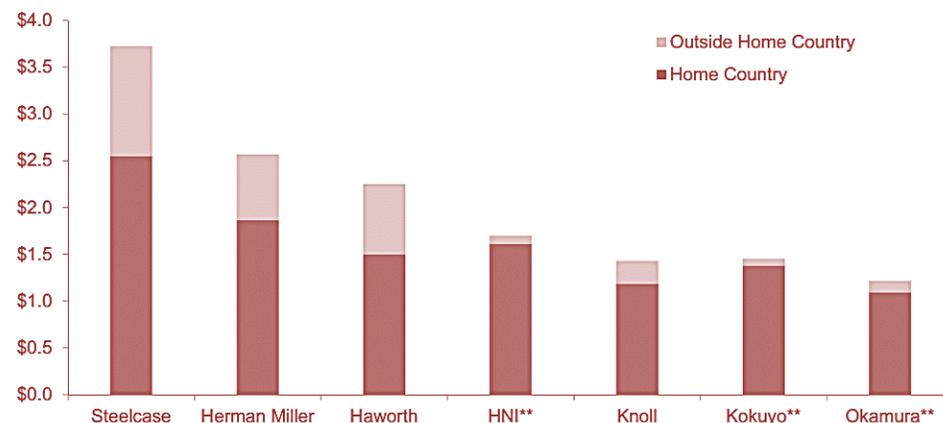
风险提示：本部分测算数据均为理论计算值，可能与实际情况存在差异。

2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开

2.3.2 公司有望在欧洲市场复刻美国市场成功之路

- 公司深度绑定全球办公家具巨头，有望依托大客户的品牌优势和渠道优势对欧洲市场进行开拓。公司已进入全球办公家具市场前三企业Steelcase、Herman Miller和Haworth的供应商体系。其中Steelcase是德国、法国、西班牙和英国办公家具市场龙头，2020财年Steelcase西欧区域收入5.8亿美元，CAGR 3=11.23%，占Steelcase总收入的比重为15.64%。
- 2020年募投项目的落地后将进一步增强公司服务优势、提升产品服务性价比。公司成立欧洲运营中心后，联合原有的德国子公司，在进一步提升为当地客户提供专业化服务的能力的同时，将能够及时从客户处得到产品的反馈信息，不断改进产品设计、提升产品性能以满足客户的个性化需求，从而提升公司产品的市场竞争力。

图表39：2019年全球前7办公家具企业



*Most recently published annual data and/or internal estimates

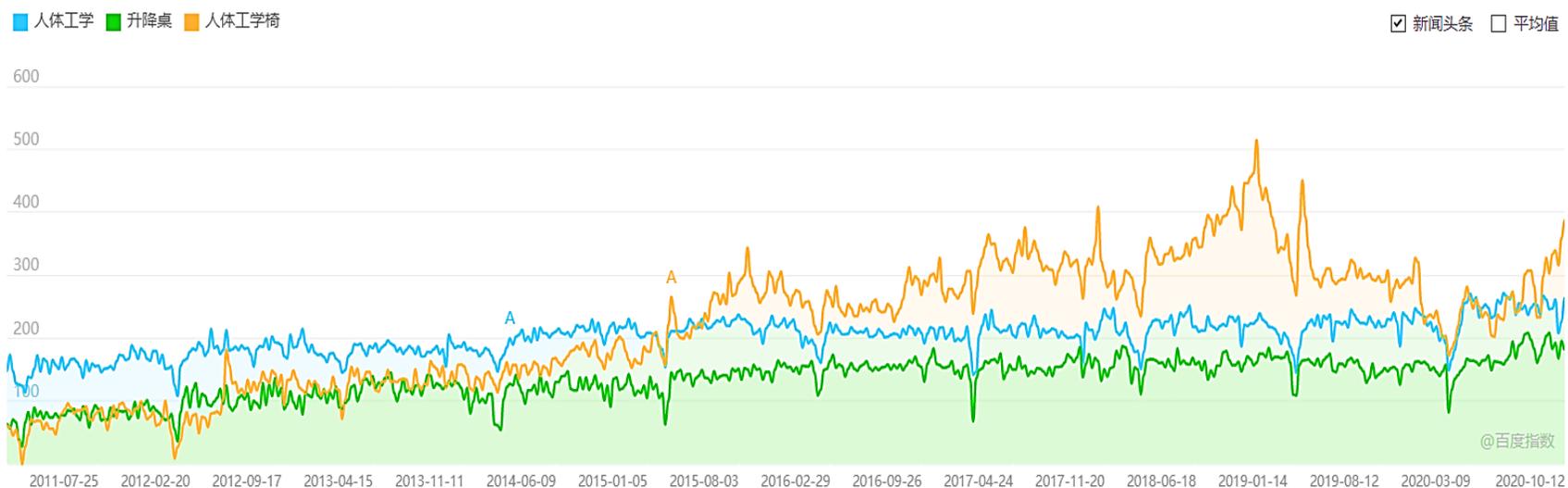
**Only office furniture segments included

2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开

2.3.3 2025年中国办公桌线性驱动市场规模有望达32.65亿元，CAGR 6=18.64%

- 中国办公家具市场规模大，2019年中国办公桌市场规模为160.0亿美元。
- 中国健康办公理念仍处早期阶段，升降办公桌需求有望随健康理念渗透而逐步放量。在百度搜索指数中，单价相对较低的人体工学椅的关注度自2015年不断攀升。随健康办公理念进一步渗透，升降办公桌市场也将逐步放量。

图表40：单价较低的人体工学椅关注度相对较高



2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开

2.3.3 2025年中国办公桌线性驱动市场规模有望达32.65亿元，CAGR 6=18.64%

2025年中国办公桌线性驱动市场规模有望达32.65亿元，CAGR 6=18.64%。

核心假设：

- ①假设办公桌市场规模占办公家具市场规模的比例约为26%。（2015年全球办公家具市场规模为464亿美元，全球办公桌市场规模为120.6亿美元，占比25.99%。）
- ②我们选取中国计算机服务业、证券业、国家机构和教育业等16个对办公家具是刚需的细分行业进行统计，2018年所选行业的就业人员数量CAGR 8=4.92%。我们假设2019-2025年中国办公家具市场将以4.9%的复合增速增长。
- ③假设2019年中国市场办公桌用线性驱动渗透率为2%，每年渗透率递增0.3-0.8pct。根据公司公告，2018年中国市场办公桌线性驱动渗透率为2%左右，2024年渗透率预计达4%左右，我们以此估算2019年线性驱动渗透率约为2%，每年渗透率递增0.3-0.8pct。
- ④根据淘宝平台办公桌的销售价格，中国升降办公桌单价约为2000元人民币，办公桌价格约为460元人民币。

2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开

2.3.3 2025年中国办公桌线性驱动市场规模有望达32.65亿元，CAGR 6=18.64%

2025年中国办公桌线性驱动市场规模有望达32.65亿元，CAGR 6=18.64%。

图表41：2019-2025年中国办公桌用线性驱动市场规模复合增速有望达18.33%

升降桌市场规模测算-中国	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国办公家具市场规模（亿美元）	160.00	167.84	176.06	184.69	193.74	203.23	213.19
中国办公家具市场规模增速		4.90%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%
办公桌占办公家具比例	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
美元兑人民币汇率（20210104）	6.7796	6.7796	6.7796	6.7796	6.7796	6.7796	6.7796
中国办公桌市场规模（亿元人民币）	282.03	295.85	310.35	325.55	341.51	358.24	375.79
中国办公桌出货量（万张）	5321.35	5535.10	5741.86	5940.78	6131.18	6312.61	6484.80
线性驱动办公桌渗透率	2.0%	2.3%	2.7%	3.2%	3.8%	4.5%	5.3%
中国电动升降办公桌出货量（万张）	106.4	127.3	155.0	190.1	233.0	284.1	343.7
升降桌用线性驱动产品单价（元人民币/套）	1100.0	1060.0	1020.0	980.0	960.0	950.0	950.0
中国升降办公桌线性驱动市场规模（亿元人民币）	11.71	13.49	15.81	18.63	22.37	26.99	32.65
升降办公桌线性驱动市场规模增速		15.27%	17.18%	17.82%	20.05%	20.66%	20.99%

注：采用2021年1月4日的汇率进行转换

风险提示：本部分测算数据均为理论计算值，可能与实际情况存在差异。

2.3 稳步开拓欧洲和中国市场，公司成长空间持续打开

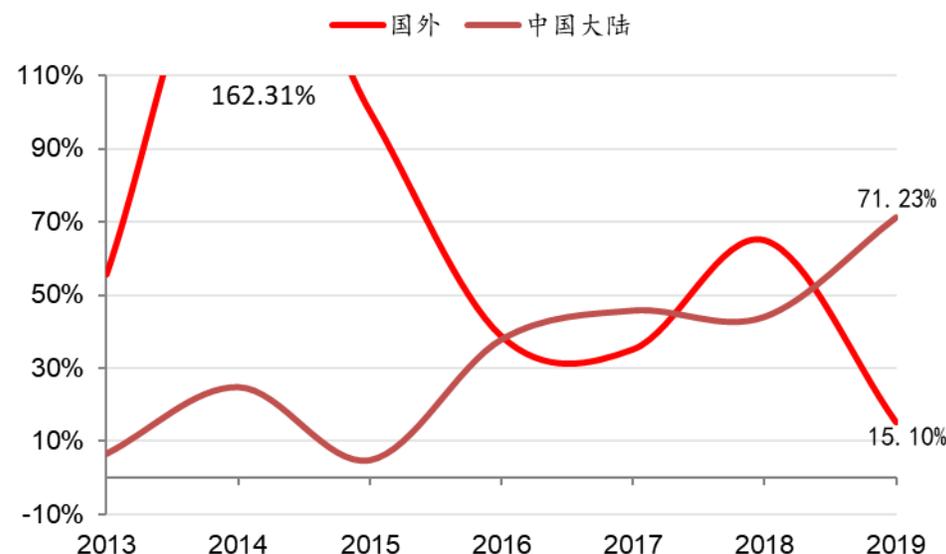
2.3.4 持续布局中国市场，静待业绩释放

- 中国升降办公桌需求渐起，公司产品已成功供应到华为、中金公司等国内优质终端客户。中国IT、银行、保险、能源、房地产等领域的部分头部企业已进入公司的客户名单中。
- 中美贸易摩擦期间，中国市场为公司业绩提供强力支撑。2019年公司大力开发国内市场，成效显著。2019年公司在大陆的收入同比暴增71.23%，带动公司整体业绩同比增长26.15%。随着中国升降办公桌市场需求的逐步培育，公司国内收入有望实现新的飞跃。

图表42：公司已成功向阿里、华为等中国优质终端客户供货



图表43：2019年公司在大陆收入同比增长71.23%



- 智慧办公线性驱动市场是高成长的优质赛道。受益于消费升级和健康办公理念逐步渗透，2019-2025年美国市场CAGR 6=15.50%，欧洲市场CAGR 6=9.31%，中国市场CAGR 6=18.64%。
- 公司深耕美国市场，公司大步进军欧洲，稳步布局中国。公司产品性能优、定制化能力和快速响应能力强以及较海外对手价格优势明显，持续受益于升降办公桌市场的快速增长。

图表44：智慧办公线性驱动市场是高成长的优质赛道

升降桌市场规模测算汇总 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR 6
美国升降办公桌用线性驱动市场规模	24.79	31.70	37.49	43.47	48.40	53.54	58.88	15.50%
同比增速		27.84%	18.26%	15.97%	11.34%	10.62%	9.96%	
欧洲升降办公桌用线性驱动市场规模	23.09	26.87	29.73	32.82	34.99	37.15	39.39	9.31%
同比增速		16.38%	10.65%	10.40%	6.60%	6.19%	6.01%	
中国升降办公桌用线性驱动市场规模	11.71	13.49	15.81	18.63	22.37	26.99	32.65	18.64%
同比增速		15.27%	17.18%	17.82%	20.05%	20.66%	20.99%	
线性驱动市场规模合计	59.59	72.06	83.03	94.93	105.76	117.68	130.91	14.02%
同比增速		20.93%	15.22%	14.33%	11.41%	11.28%	11.24%	

风险提示：本部分测算数据均为理论计算值，可能与实际情况存在差异。

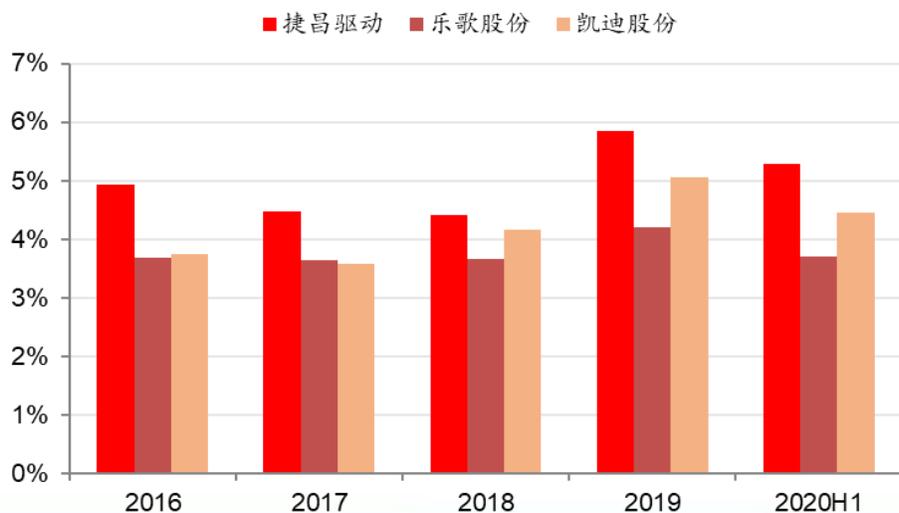
公司核心竞争力：产品力+服务力+业务延展能力

3.1 产品优势大，精准卡位全球竞争

产品性能好，精准卡位全球竞争：比肩全球对手，领先国内同行。

- 产品性能比肩全球对手。经过多年技术积累和沉淀，公司产品在**传感技术、同步控制技术和网络技术**上已与海外企业比肩。
- 技术领先国内同行。a.公司技术领先国内对手，**升降速度**是购买升降桌重要的考量因素，国内升降桌速度普遍水平为**38mm/s**，公司JC35TS-R13SF升降桌采用捷昌ZOOM Tech升降技术，**升降速度最快可达80mm/s**。b.公司持续高研发，引领国内标准。2016-2020H1公司研发费用率持续高于乐歌股份和凯迪股份。此外，公司曾在2018年牵头起草电动升降桌行业标准。

图表45：捷昌驱动研发费用率长期高于国内竞争对手



图表46：JC35TS-R13SF快速升降桌最快升降速度可达80mm/s

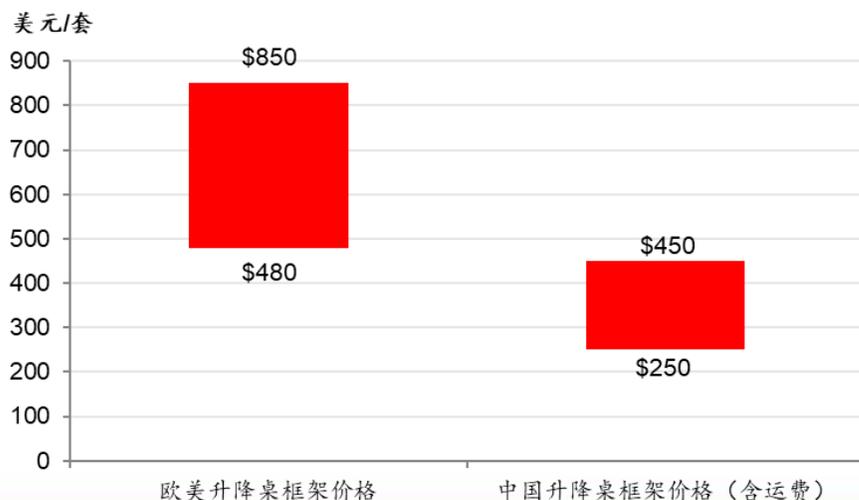


3.1 产品优势大，精准卡位全球竞争

价格优势明显，契合升降办公桌逐步向大众化渗透的趋势，持续受益于消费升级。

- **对比海外对手，公司产品价格优势明显。**在Architects Diary的美国DIY升降办公桌教程提到，美国和欧洲的升降桌框架价格多在\$480-\$850之间，而捷昌驱动自动升降桌框架平均出货价仅为200美元左右。
- **公司产品综合性价比高。**美国BTOD测评网站从装配过程、稳定性、电子控制系统、支撑力度、调节范围、升降速度和保修7个方面测评了30余款升降办公桌，在2020年综合评分最高的9款升降桌中，4款使用的均是公司的升降框架。
- 伴随健康办公理念的普及，升降办公桌将逐步由IT、金融等高收入群体向大众化渗透，公司依托于产品的高性价比优势，有望持续受益于行业需求提升。

图表47：公司产品价格优势明显



图表48：在2020年综合评分最高的9款升降桌中，4款使用的均为捷昌升降框架

排名	产品型号	装配	稳定性	电控系统	支撑力度	调节范围	升降速度	保修	分数	价格	升降框架
1	NewHeights XT	8.2	9.2	8.8	8.8	9.2	8	9.6	8.8/10	\$1,347.99	NewHeights XT
2	VertDesk v3	7	8.8	8.8	8	7.5	8	9.4	8.2/10	\$567.99	其他
3	Uplift Commercial v2	7	8.5	6.2	9	9.1	6.5	9.4	8.0/10	\$649.00	jiechang
4	VARIDESK ProDesk 60	9.3	8.5	7	7	8.7	6.1	8	7.8/10	\$695	其他
5	Fully Jarvis	7	6.6	6	9	9	7.9	9.4	7.8/10	\$519.00	jiechang
6	Uplift v2	7	6.9	6.2	9	9	6.9	9.4	7.8/10	\$589.00	jiechang
7	IKEA Idasen	7.5	8.8	7.5	4	9	4.5	9.4	7.2/10	\$599	LINAK
8	Autonomous Edition Business	7	3.4	4.5	8.2	9	9.5	9	7.2/10	\$449	TiMotion
9	GeekDesk v3	8	7.8	5	8	9	6.5	4	6.9/10	\$749.00	jiechang

3.2 服务质量高，深度绑定优质客户

服务质量高：产品定制化优势和快速响应能力助力公司深度绑定优质客户。

- **公司产品定制化程度高。**①颜色定制：公司与全球知名品牌阿克苏、老虎等保持长期合作，目前拥有**200+**颜色库，可满足客户独特的色彩需求。②钣金定制：地脚、侧板、框架等所有钣金件的个性需求均可满足。③手控器和APP定制：公司积极配合客户完成独特造型、功能、使用场景等的手控器定制开发和智能化APP定制开发，例如蓝牙组网系统等。
- **公司快速响应，产品发货期最短仅需一周。**国外大型企业从接到订单到产品发货通常需要6-8周，而公司发货期一般保持在一个月以内，甚至只需一周。

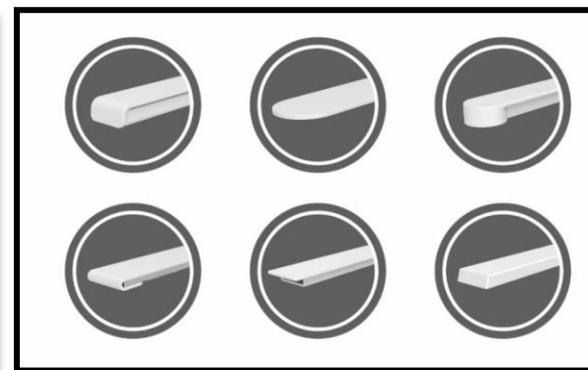
图表49：公司产品定制化程度高



200+颜色库



可满足客户的手控器和APP定制需求



可满足客户地脚、侧板和框架等所有钣金件的个性需求

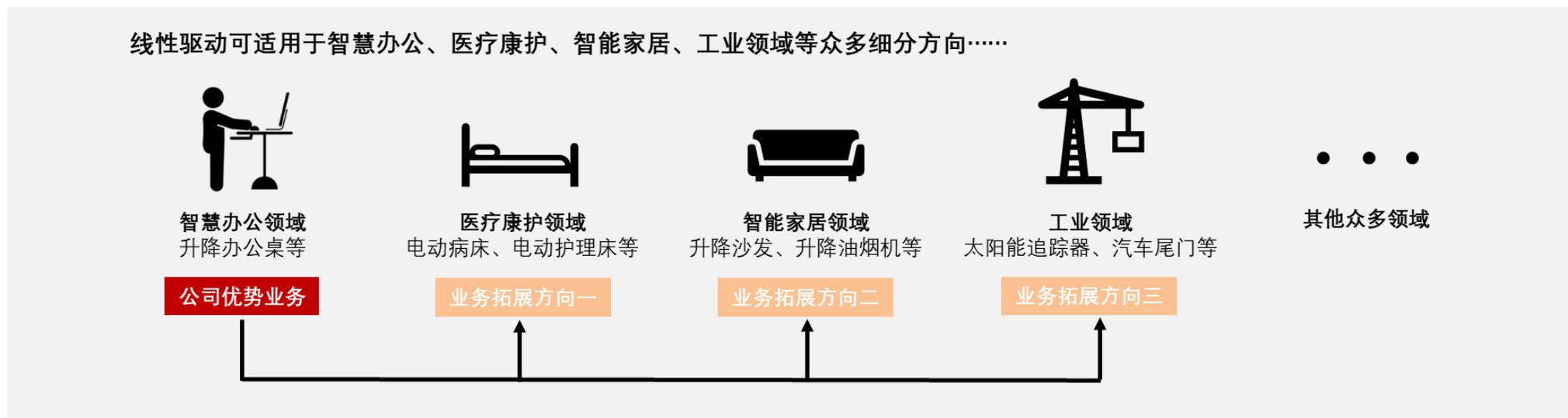
3.3 业务延展能力强，积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点

线性驱动产品通用性强、应用范围广，且应用场景多为消费升级带来的新需求，例如电动病床、升降沙发等。

公司在持续夯实智慧办公领域优势地位的同时，积极布局 医疗康护 和 智能家居 两大高景气赛道。

- **医疗康护领域：**前瞻布局医疗康护领域，静待“银发经济”爆发
- **智能家居领域：**布局智能家居高景气赛道，打造新的业绩增长点

图表50：业务延展能力强，积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点



3.3 业务延展能力强，积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点

3.3.1 前瞻布局医疗康护领域，静待“银发经济”爆发

公司持续布局医疗康护领域。

- **布局时间较早：**2006年公司电动推杆已获医疗器械行业广泛认可。
- **技术不断突破：**公司完成“多功能医疗床智能驱动与控制系统”、“高精度电动推杆”两项国家火炬计划项目；完成“智能护理床控制系统”、“多轴驱动数字化ICU病床驱动控制系统”省级工业新产品项目。
- **2019年，IPO募投项目“年产20万套医疗康护驱动系统的生命健康产业园项目”主体工程已基本完成，预计2021年投产。**项目达产后，公司医疗康护驱动系统产能预计超过30万套/年。

图表51：2018年公司IPO募投项目

项目名称	总投资 (万元)	募集资金投资额 (万元)
生命健康产业园建设项目	34,002.97	34,002.97
年产25万套智慧办公驱动系统生产线新建项目	14537.9	14537.9
年产15万套智能家居控制系统生产线新建项目	7,705.07	7,705.07
补充营运资金	22,574.13	22,574.13
合计	80,820.07	80,820.07

3.3 业务延展能力强，积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点

3.3.1 前瞻布局医疗康护领域，静待“银发经济”爆发

公司医疗康护驱动系统产品主要应用于高档电动病床、养老护理病床、病人移位器等医疗康护设备。

- ①公司医疗康护驱动系统产品性能优。以多功能ICU病床为例，病床采用公司的驱动系统后，可根据负载、旋转方向、速度等综合因素，自主调节推杆运行位置，从而使定位精度控制在 $\pm 0.5\text{mm}$ 。
- ②公司线性驱动产品在医疗康护领域应用拓展性强，可以应用在电动医疗床、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、电动洗澡椅等产品中。

我们主要以护理床为例分析公司医疗康护领域市场空间。

图表52：公司线性驱动产品在医疗康护领域应用拓展性强

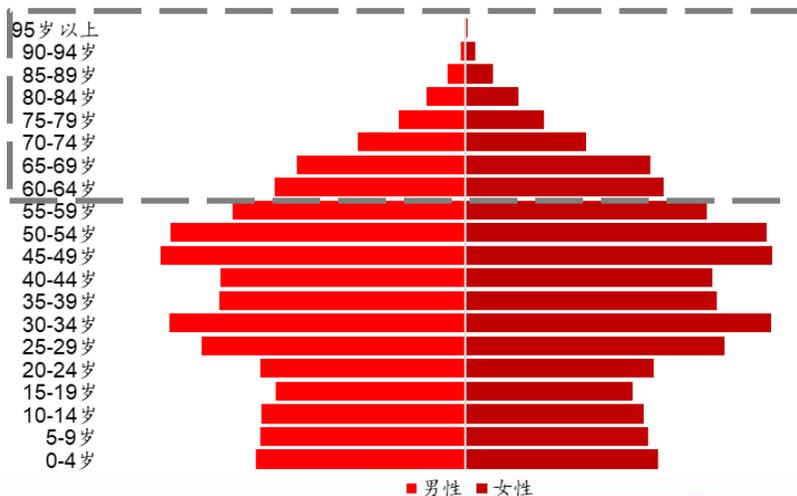


3.3 业务延展能力强，积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点

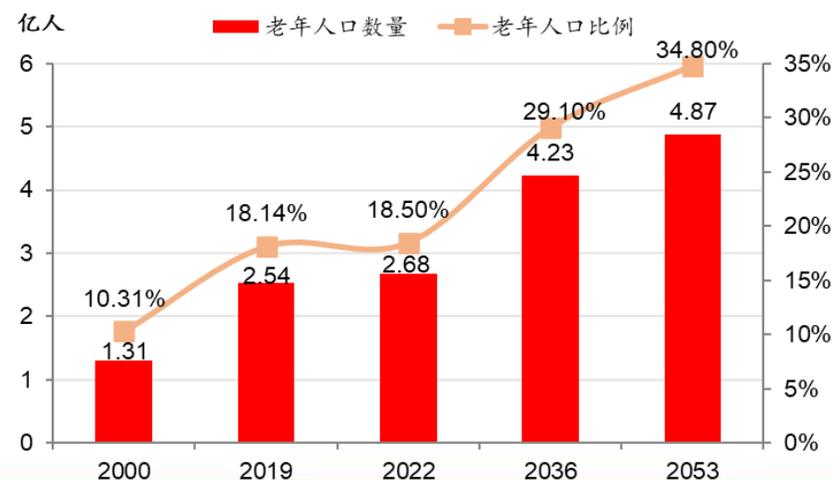
3.3.1 前瞻布局医疗康护领域，静待“银发经济”爆发

- 中国人口老龄化发展进程极快，预计于2022年进入老龄社会。①2019年中国60岁以上老年人人口占比达18.14%，65岁以上人口占比达12.58%。②根据《中国发展报告2020》，2000年中国65岁及以上人口占总人口比例达7%，老年型人口结构初步形成；2022年中国65岁以上老人人口占比将突破14%，中国社会也将由老龄化社会进入老龄社会。③中国由老龄化社会到老龄社会仅用22年，远快于最早进入老龄社会的法国和瑞典（法国和瑞典分别用了115年和85年实现向老龄社会的转变），也快于其他主要的发达国家。
- 高龄化是中国老龄社会的重要特征。①2000-2019年中国低龄、中龄和高龄老年人口比例分别由6.16%、3.34%、0.96%提升至10.61%、5.33%和2.20%。其中高龄老年人口平均增速最快。②随着三次生育高峰的出生人口相继进入高龄期，未来老年人口年龄结构中“高龄化”现象将会进一步凸显。

图表53：2019年60岁以上老人人口比例达18.14%



图表54：2053年中国老年人口数量将达到峰值4.87亿

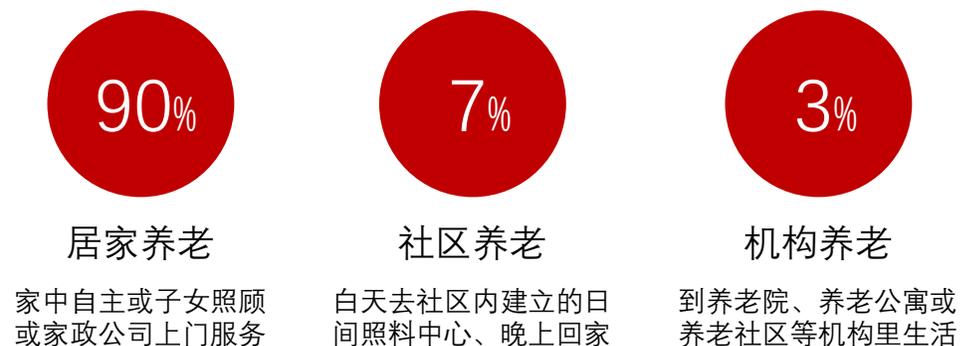


3.3 业务延展能力强，积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点

3.3.1 前瞻布局医疗康护领域，静待“银发经济”爆发

- 中国蓄力打造以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系。2019年2月多部门联合公告，到2020年，中国以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系应更加完善，养老床位中护理型床位比例不低于30%；到2022年，全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合，功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系，社区日间照料机构覆盖率大于90%，居家社区养老紧急救援系统普遍建立，“一刻钟”居家养老服务圈基本建成。

图表55：上海“9073”养老模式



3.3 业务延展能力强，积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点

3.3.1 前瞻布局医疗康护领域，静待“银发经济”爆发

2022年护理床线性驱动产品市场规模达38.86亿元。护理床市场主要有两个方向：养老机构/社区B端市场和居家养老C端市场。

- 核心假设：**①根据《健康老龄化白皮书》，2022年中国老年人口数量达2.68亿人。②2015-2018H1公司医疗康护驱动系统平均单价为1020元/套，考虑到产品价格随技术成熟会有所下降，我们预测每个线性驱动护理床的线性驱动产品单价为900元。
- 养老机构/社区B端市场：**①按照“9073”养老模式，每千人老年人机构养老床位应达30个以上；②政策要求，护理床位应该是养老床位的30%；③根据前瞻产业研究院，2015年线性驱动护理床的渗透率为4%，我们预测2022年B端市场线性驱动护理床的渗透率预计达8%。
- 居家养老C端市场：**①根据北京大学人口研究所对3348名老年人的调研结果显示，北京市老年人日常生活需要护理的比例为17.10%，我们以此估计2022年全国老年人需要护理的比例达17.10%；②日常需要护理的老年人居家养老，电动护理床能有效降低护理人员的护理难度，我们预测2022年C端市场线性驱动护理床的渗透率预计达10%。

图表56：2022年护理床先行驱动市场有望达38.86亿元

2022年护理床线性驱动-市场空间测算	
B端市场线性驱动产品市场空间	
2022年老年人口数量（亿人）	2.68
社会养老床位需求比例	30/1000
机构养老床位数量（万张）	804.00
护理床占养老床位的比例	30.00%
老年人需要的护理床数量（万张）	241.20
线性驱动护理床渗透率	8%
线性驱动护理床数量（万张）	19.30
线性驱动产品单价（元/张）	900.00
B端护理床市场线性驱动产品市场空间（亿元）	1.74
C端市场线性驱动产品市场空间	
老年人口数量（亿人）	2.68
居家养老比例	90%
老年人需要护理的人口比例	17.10%
老年人需要的护理床数量（万张）	4124.52
线性驱动护理床渗透率	10%
线性驱动护理床数量（万张）	412.45
线性驱动产品单价（元/张）	900.00
C端护理床市场线性驱动产品市场空间（亿元）	37.12
2022年护理床线性驱动产品市场空间（亿元）	38.86

3.3 业务延展能力强，积极布局高景气赛道，打造新的业绩增长点

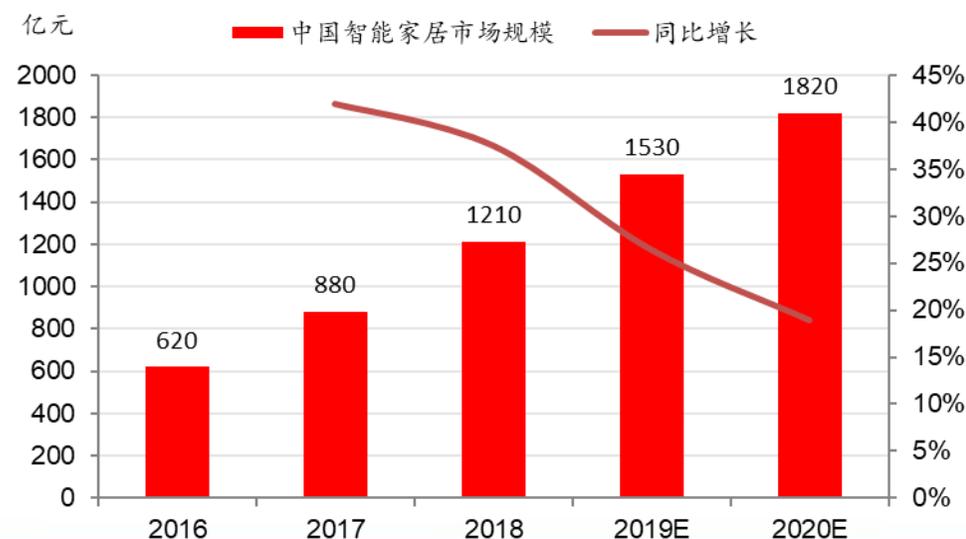
3.3.2 布局智能家居高景气赛道，打造新的业绩增长点

- 公司智能家居业务体量虽小，但增速高且稳定。①2013-2017年公司智能家居控制系统由0.05亿元增长至0.14亿元，复合增速达28.75%。②2019年，IPO募投项目“年产15万套智能家居控制系统生产线项目”处于项目规划设计阶段，预计2021年投产。项目达产后，公司智能家居产能有望超过15.72万套/年。
- 布局千亿级规模且高成长的智能家居市场，有望为公司打开新的成长空间。①2020年中国智能家居市场规模为1820亿元，CAGR 5=30.89%。②线性驱动产品在智能家居领域应用广泛，如升降沙发、升降家居床、智能厨房电器等。公司已与志邦、金牌等多个品牌进行全屋定制和整体厨房合作，随着在智能家居领域的持续布局，公司成长空间有望进一步拓宽。

图表57：公司智能厨房案例展示



图表58：2020年中国智能家居市场规模有望达1820亿元



投资建议

捷昌驱动投资亮点：

- ① 健康办公理念渗透带动智慧办公驱动系统市场需求持续旺盛。公司深耕美国市场，稳步开拓欧洲和中国新市场，持续加码产能建设，有望凭借产品优势和服务质量，持续受益于全球升降办公桌市场的渗透率提升。
- ② 业务延展能力强，积极布局医疗康护、智能家居等高景气赛道，打造新的业绩增长点。

我们预计公司2020-2022年净利润分别为4.51、6.12、7.44亿元，对应EPS分别为1.65、2.24、2.73元，对应PE分别为52.24、38.47、31.65倍。维持“强烈推荐”投资评级。

图表59：公司分业务拆分及预测（单位：百万元）

项目	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1407.77	1857.74	2624.75	3473.05
YoY	26.15%	31.96%	41.29%	32.32%
营业总成本	906.18	1022.84	1482.20	2031.02
毛利率	35.63%	44.94%	43.53%	41.52%
分业务				
智慧办公驱动系统				
营业收入	1209.47	1632.78	2367.53	3077.79
YoY	29.32%	35%	45%	30%
营业成本	769.58	865.37	1302.14	1754.34
毛利率	36.37%	47%	45%	43%
占总收入比例	85.91%	87.89%	90.20%	88.62%
医疗康护+智能家居				
营业收入	196.43	224.96	257.22	395.26
YoY	15.29%	14.52%	14.34%	53.67%
营业成本	136.48	157.47	180.05	276.68
毛利率	30.52%	30%	30%	30%
占总收入比例	13.95%	12.11%	9.80%	11.38%

我们预计公司2020-2022年净利润分别为4.51、6.12、7.44亿元，对应EPS分别为1.65、2.24、2.73元，对应PE分别为52.24、38.47、31.65倍。维持“强烈推荐”投资评级。

图表60：可比公司估值对比(2021-1-18)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE(倍)		
			2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603583.SH	捷昌驱动	235.44	2.84	4.51	6.12	7.44	52.24	38.47	31.65
300729.SZ	乐歌股份	58.17	0.63	2.19	3.26	4.37	27.31	18.84	12.94
605288.SH	凯迪股份	63.54	2.16	1.78	2.42	3.19	35.96	26.40	19.96
300124.SZ	汇川技术	1,553.25	9.52	19.75	25.21	31.55	78.66	61.61	49.23
603489.SH	八方股份	238.21	3.24	4.26	5.75	7.82	56.60	42.04	30.94
603129.SH	春风动力	253.37	1.81	3.66	5.15	6.81	68.31	48.01	36.23
平均值							53.37	39.38	29.86

注：①市值以2021年1月18日收盘价为准；②乐歌股份、凯迪股份、汇川技术、八方股份和春风动力的盈利预测为万得一致预期。

风险提示：中美贸易摩擦加剧、新业务拓展低预期、产能投产低预期、客户拓展低预期、同行竞争加剧、宏观经济波动

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1581	3414	3960	4751
货币资金	1082	2868	3192	3733
应收票据	0	0	0	0
应收账款	145	180	254	336
其它应收款	24	48	68	87
预付账款	8	10	15	20
存货	282	270	391	536
其他	39	40	40	40
非流动资产	592	732	993	1163
长期投资	0	0	0	0
固定资产	478	619	882	1062
无形资产	80	78	77	66
其他	35	35	35	35
资产总计	2173	4146	4953	5914
流动负债	395	424	619	836
短期借款	0	0	0	0
应付账款	244	252	364	499
其他	150	173	255	337
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
负债合计	406	435	630	847
少数股东权益	0	0	0	0
股本	178	273	273	273
资本公积	926	2324	2324	2324
留存收益	692	1143	1755	2499
归属母公司股东权益	1768	3711	4323	5067
负债和股东权益	2173	4146	4953	5914

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1408	1858	2625	3473
营业成本	906	1023	1482	2031
税金及附加	11	14	20	26
销售费用	95	125	177	234
管理费用	64	95	132	170
研发费用	82	109	153	203
财务费用	-13	-10	-27	-30
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	17	0	0	0
营业利润	326	529	717	871
营业外收入	9	1	1	1
营业外支出	3	1	2	2
利润总额	332	532	721	875
所得税	49	81	109	131
净利润	284	451	612	744
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	284	451	612	744
EBITDA	295	548	740	916
EPS (元)	1.61	1.65	2.24	2.73

现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	222	485	662	813
净利润	284	451	612	744
折旧摊销	46	55	79	107
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-17	0	0	0
营运资金变动	-71	-18	-26	-33
其他	-20	-3	-3	-4
投资活动现金流	378	-192	-337	-272
资本支出	-170	-192	-337	-272
长期投资	520	0	0	0
其他	27	0	0	0
筹资活动现金流	-89	1492	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	34	1492	0	0
资本公积增加	0	-1	-2	7
其他	-122	1	2	-7
现金净增加额	511	1786	325	541

数据来源: wind 方正证券研究所

主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业总收入	1408	1858	2625	3473
营业利润	326	529	717	871
归属母公司净利润	284	451	612	744
获利能力				
毛利率	0.36	0.45	0.44	0.42
净利率	0.20	0.24	0.23	0.21
ROE	0.16	0.12	0.14	0.15
ROIC	0.32	0.51	0.51	0.53
偿债能力				
资产负债率	0.19	0.11	0.13	0.14
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.01	8.05	6.39	5.68
速动比率	3.29	7.41	5.76	5.04
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.59	0.58	0.64
应收账款周转率	10.34	11.46	12.11	11.78
应付账款周转率	6.32	7.49	8.52	8.04
每股指标(元)				
每股收益	1.61	1.65	2.24	2.73
每股经营现金	1.25	1.78	2.43	2.98
每股净资产	9.96	13.60	15.84	18.57
估值比率				
P/E	50.65	52.24	38.47	31.65
P/B	8.19	6.35	5.45	4.65
EV/EBITDA	45.37	35.38	25.76	20.22

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，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。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边

机械行业分析师：张小郭 执业证书编号：S1220518120001 联系方式：159-9955-6826



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层
11F, Pacific Insurance Building, No. 28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China

