

投资评级：增持(首次)

凯迪股份(605288)

目标价:154.6元

智能家居线性驱动龙头勇拓多元化市场

市场数据 2020-09-25

收盘价(元)	121.70
一年内最低/最高(元)	111.11/160.87
市盈率	33.6
市净率	3.27

基础数据

净资产收益率(%)	35.27
资产负债率(%)	48.2
总股本(亿股)	0.5

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

● 智能家居线性驱动业务为主，逐步拓展多元化市场

凯迪股份的线性驱动产品主要覆盖智能家居、智慧办公、医疗器械以及电动尾门领域。其中智能家居业务收入占比约七成是公司最大的细分业务，近年来公司不断在智慧办公、医疗器械和电动尾门领域加大投入，全方位开拓市场。公司下游客户既包括 Southern Motion、Ashley 等跨国企业，也包含顾家、海派、荣泰等国内龙头，目前海外和国内营收规模大致相当。

● 新兴蓝海市场，下游需求日益增加

线性驱动是一个处于上升期的新兴行业。目前线性驱动产品在智能家居、智慧办公、汽车零部件、医疗器械、工业自动化等领域都有较好的应用，随着人们收入增加以及消费观念提升，线性驱动的应用领域将会不断拓宽，下游市场需求有望成倍增长。欧美地区的经济较为发达，人均收入较高，目前是线性驱动系统消费的主要地区。亚洲、大洋洲、南美洲等新兴市场的经济增速较快，是线性驱动市场规模持续增长的重要动力。预计 2020 年全球线性驱动市场的规模有望达到 23.2 亿美元，2015-2020 年的复合增速约为 6.9%。

● 上市募资解决产能瓶颈，绑定优质客户合作长期稳定

近年来公司的产能利用率较为饱和，难以满足市场对线性驱动系统产品的需求，公司于 2020 年 5 月公开发行 1250 万股，募集资金净额 10.7 亿元，用于扩充产能以及建设研发中心。产能扩充有助于公司继续强化在线性驱动领域的竞争优势，巩固市场地位。目前公司已经深度绑定海内外优质客户，建立二轮长期稳定的合作关系。公司通过不断提升自身产品质量、产品设计能力、柔性生产能力和快速响应能力来提升客户粘性与依赖性。

● 盈利预测及投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.87 元、5.13 元、6.82 元，对应 PE 分别为 31.4 倍、23.7 倍、17.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：全球新冠疫情及中美贸易摩擦对公司的海外业务造成冲击；公司国内市场开拓力度不及预期。

表 1：公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1,139	1,222	1,239	1,601	2,005
增长率	36.6%	7.3%	1.4%	29.2%	25.2%
归属母公司股东净利润(百万)	261	216	193	256	341
增长率	77.6%	-17.4%	-10.4%	32.5%	33.0%
每股收益(元)	5.23	4.32	3.87	5.13	6.82
市盈率(倍)	23.3	28.2	31.4	23.7	17.9

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

内容目录

1、深耕线性驱动市场，品类齐全覆盖广泛	4
1.1 产品品类齐全，覆盖智能家居、智慧办公、医疗器械以及电动尾门领域	4
1.2 下游客户需求提升，线性驱动系统产品销量增速较快	5
1.3 深度绑定下游客户，长期供货粘性较强	7
1.4 股权较为集中，大股东占比较高	8
1.5 受疫情和贸易摩擦影响 2019 年营收增速放缓，国内和海外的收入大致相当	8
2、新兴蓝海市场，下游需求日益增加	10
2.1 线性驱动下游应用愈发广泛，市场需求不断提升	10
2.2 智能家居消费升级，为线性驱动系统提供广阔增长空间	11
2.3 智慧办公需求提升，为线性驱动系统提供广阔的发展空间	12
2.4 汽车智能化升级，带来线性驱动系统的需求	13
2.5 人口增长和老龄化促进线性驱动系统市场发展	14
2.6 行业竞争格局：国外先驱具备先发优势，国内企业不断追赶	15
3、上市募资解决产能瓶颈，绑定优质客户合作长期稳定	17
3.1 上市融资扩充产能，强化研发	17
3.2 深度绑定海内外优质客户，产业链垂直一体化降本提质	18
3.3 深厚技术积累+产业链垂直一体化+快速响应客户需求打造公司优秀口碑	19
4、盈利预测及投资建议	20
5、风险提示	22

图表目录

图 1：公司的线性驱动产品的应用领域	4
图 2：公司股权结构及主要全资子公司	8
图 3：公司历年营收及同比增速	9
图 4：公司历年归母净利润及同比增速	9
图 5：公司历年毛利率、净利率	9
图 6：公司历年费用率	9
图 7：公司内销、外销的比例	9
图 8：线性驱动器	10
图 9：全球线性驱动器市场规模预测	10
图 10：2015 和 2020 年全球线性驱动器市场份额	11
图 11：美国沙发和功能沙发市场规模及增速	12
图 12：中国沙发和功能沙发市场规模及增速	12
图 13：2015-2020 年全球办公桌市场规模及同比增速	13
图 14：全球汽车产销量及同比增速	14
图 15：中国汽车产销量及同比增速	14
图 16：全球医疗器械市场规模及同比增速	15
图 17：中国医疗器械市场规模及同比增速	15
图 18：中国医疗机构卫生机构床位数	15
图 19：捷昌驱动 PE (TTM) BAND	20
图 20：汇川技术 PE (TTM) BAND	20
图 21：凯迪股份 PE (TTM) BAND	20
表 1：公司财务及预测数据摘要	1
表 2：线性驱动系统在各领域的重要作用	5
表 3：公司在线性驱动各领域的产能、产量、产能利用率和销量	6
表 4：公司主要产品近年来的价格变动	6
表 5：公司在各领域的主要客户	7

表 6: 全球线性驱动行业的主要参与者.....	16
表 7: 上市募集资金投资项目.....	17
表 8: 智能家居驱动系统前五大客户销售情况.....	18
表 9: 智慧办公驱动系统前五大客户销售情况.....	18
表 10: 公司业务拆分.....	21

1、深耕线性驱动市场，品类齐全覆盖广泛

凯迪股份主要为下游的智能家居、智慧办公、医疗康护、汽车零部件等领域提供配套的线性驱动系统产品。目前公司已经建立了包括技术研发、产品开发、生产制造、国内外营销于一体的全流程服务体系，公司深耕线性驱动产业链，建立了“模具开发—注塑—加工—制造—组装—检测”的垂直一体化生产模式，生产能力在国内居于领先地位。

1.1 产品品类期齐全，覆盖智能家居、智慧办公、医疗器械以及电动尾门领域

公司的主要产品是线性驱动系统产品，由电动推杆、手控器、电器盒及其他配套零部件组成，目前主要应用于智能家居领域的功能沙发、智慧办公领域的电动升降办公桌、医疗器械行业的医疗床及电动护理床、汽车行业的汽车尾门开启系统等终端产品。随着技术研发能力的不断加强，公司线性驱动系统产品的应用领域将不断丰富。

图1：公司的线性驱动产品的应用领域

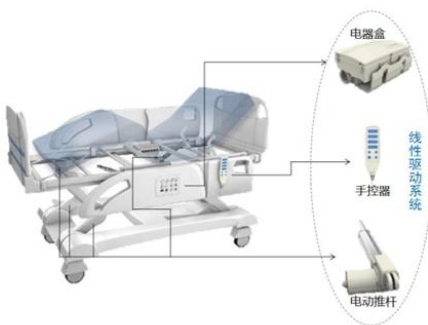
应用于功能沙发的线性驱动系统



应用于电动升降办公桌的线性驱动系统



应用于电动医疗床的线性驱动系统



应用于汽车电动尾门的线性驱动系统



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表2：线性驱动系统在各领域的重要作用

线性驱动系统的应用	产品特点	线性驱动系统发挥的作用
功能沙发	功能沙发与人体工程学相结合，具备多姿势变换、仰卧、辅助站立、按摩、保健、助力等功能，使生活更加方便、快捷和舒适。	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。
电动升降办公桌	通过对桌面高度的调节，满足不同身高人群健康办公的需求，有助于预防改善脊椎、颈椎疾病，形成健康工作环境。	线性驱动系统是电动升降办公桌的核心动力部件，实现电动升降办公桌快速、平稳地调节桌面高度。
电动医疗床	电动医疗床能够帮助病人实现转换坐卧姿、翻身、根据空间的需要而移动等需求，有助于提高病人的康复效率，目前多用于ICU护理床，或养老院护理床等。	线性驱动系统是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。
汽车电动尾门	驾乘者通过按动车辆尾门开关键、遥控车钥匙或在尾门相应区域使用人体感应操作，控制尾门开闭，具备智能防夹、高度记忆等功能。	线性驱动系统通过电动推杆、传感器、吸合锁装置、控制器等零部件对汽车尾门进行遥控开门、感应开门等。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 下游客户需求提升，线性驱动系统产品销量增速较快

近年来公司产品的销量表现较好，产能利用率较高。2017年、2018年和2019年，公司智能家居驱动系统的销量分别为426.5万套/609.3万套/726.6万套。销量快速增长的原因为：（1）下游家居类客户的订单快速提升，公司增加生产设备和生产人员积极满足下游客户需求。（2）公司对生产设备进行升级改造，大幅提升了设备利用率和生产效率。上市募资后公司将继续提升产能，推动公司业绩高速增长。

表 3：公司在线性驱动各领域的产能、产量、产能利用率和销量

产品类别	2019 年			
	产能 (套)	产量 (套)	产能利用率	销量 (套)
智能家居驱动系统	7,000,000	7,266,189	103.8%	7,069,406
智慧办公驱动系统	310,000	324,443	104.7%	289,004
医疗康护驱动系统	27,000	28,132	104.2%	27,400
电动尾门驱动系统	60,000	64,553	107.6%	53229
产品类别	2018 年			
	产能 (套)	产量 (套)	产能利用率	销量 (套)
智能家居驱动系统	5,700,000	6,903,078	121.1%	6,699,134
智慧办公驱动系统	220,000	210,468	95.7%	243,704
医疗康护驱动系统	25,000	23,720	94.9%	20,995
电动尾门驱动系统	40,000	23,373	58.4%	22362
产品类别	2017 年			
	产能 (套)	产量 (套)	产能利用率	销量 (套)
智能家居驱动系统	4,000,000	4,265,660	106.6%	4,285,941
智慧办公驱动系统	150,000	195,519	130.4%	167,316
医疗康护驱动系统	30,000	34,913	116.4%	32,968
电动尾门驱动系统	35,000	45,846	131.0%	33730

数据来源：公司公告，财通证券研究所

线性驱动产品属于定制化非标产品，公司需要根据客户的个性化需求，对产品外观、尺寸、功能等方面进行设计，所以产品定价与产品规格、功能、创新程度相关，同时考虑客户的重要性及市场竞争策略，此外公司出口产品的定价还需要考虑关税、运费、汇率波动等因素，因此公司同类型产品每年的价格都会有所变化，但毛利率变化趋势保持一致。

表 4：公司主要产品近年来的价格变动

产品类别	2019 年度		2019 年度		2017 年度
	单价 (元)	变动 (元)	单价 (元)	变动 (元)	单价 (元)
智能家居驱动系统	120.1	-1.5	121.7	-19.7	141.3
智慧办公驱动系统	1,102.9	-99.9	1,202.8	106.5	1,096.2
医疗康护驱动系统	772.2	-163.2	935.5	34.7	900.8
电动尾门驱动系统	257.2	-41.0	298.2	12.4	285.8

数据来源：公司公告，财通证券研究所

智能家居驱动系统是公司的核心业务，为了增加客户粘性，扩大市场份额，公司对核心客户价格有所下调，因此 2018 年、2019 年智能家居系统的单位售价较 2017 年有所下降。此外部分客户减少了整套系统中配件的采购，因此按整套计算的单位价格也有所下滑。智慧办公驱动系统包含了桌腿、手控器、电器盒、脚板等零部件，每年客户对零部件的采购数量不同，因此整套价格每年都有波动。电动尾门驱动系统产品的销售价格与应用的整车车型相关，2017-2018 年，公司的主要客户为众泰汽车，2019 年主要客户变为奇瑞汽车和小鹏汽车，由于配套客户的车型不同，开发成本和原材料成本也不同，因此电动尾门驱动系统产品的销售均

价每年都有较大变化。

1.3 深度绑定下游客户，长期供货粘性较强

经过多年研发、生产经验积累，公司在生产规模、工艺设计、制造技术、产品质量等方面日益成熟，已具备国际竞争力。目前公司已与顾家家居、海派家居、Southern Motion、Ashley、White Feathers、华达利等知名企业建立了长期稳定的合作关系。并通过良好的口碑持续赢得越来越多知名客户的认可。

表 5：公司在各领域的主要客户

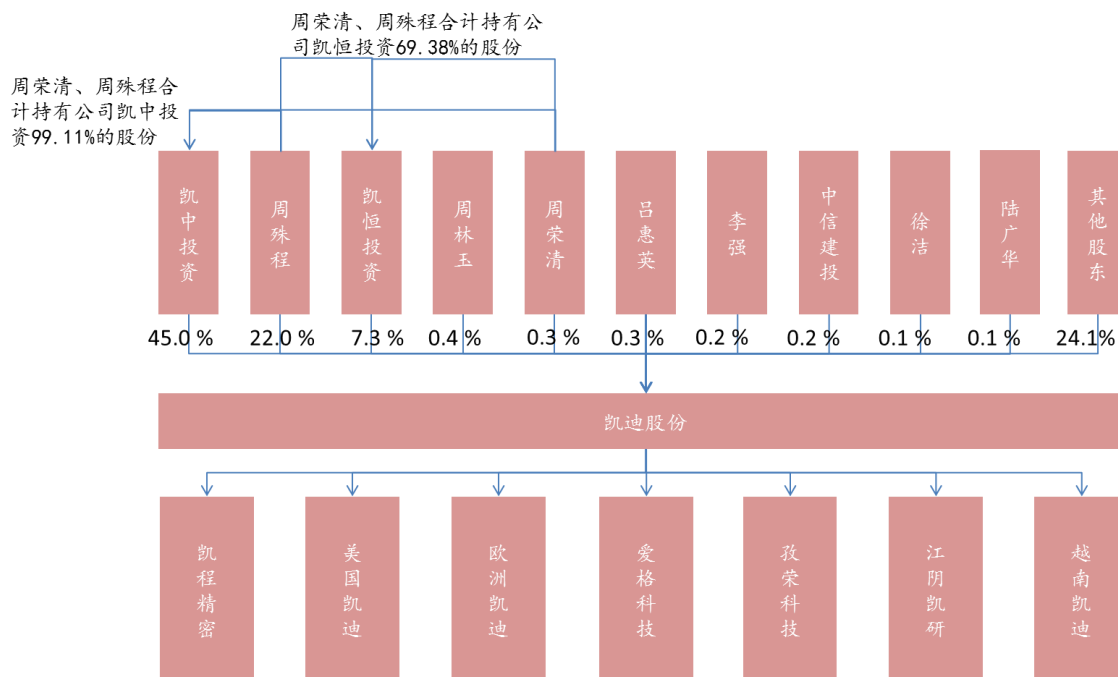
公司各领域主要客户	客户基本情况
智能家居驱动系统	
顾家家居	顾家家居是一家专业从事客厅、卧室家具的研究、开发、生产与销售的大型企业，致力于提供舒适安全、环保人性化的客厅以及卧室的家具用品。目前顾家家居已经远销至全球 160 多个国家和地区。
Wanek Furniture Co., Ltd.	Wanek Furniture Co., Ltd 成立于 2008 年，是 Ashley 在越南设立的子公司，主要从事家具设备的生产销售，在平阳省有两家工厂和一家配送中心。
Southern Motion, Inc.	Southern Motion 成立于 1996 年，位于美国密西西比州，公司产品主要包括：功能沙发、功能头垫、可倾斜靠椅及其他家具等。
海宁海派进出口有限公司	海宁海派进出口有限公司成立于 2012 年，系浙江海派智能家居股份有限公司的全资子公司，主要从事各类商品及技术的进出口等业务。
华达利家具	华达利家具成立于 2002 年，位于江苏昆山，为宜华生活下属子公司，主要从事软垫家具的生产与销售。
智慧办公驱动系统	
Fellowes Inc.	Fellowes Inc. 创立于 1917 年，位于美国伊利诺伊州，是一家全球领先的办公家具及电子产品配套设施生产商，在世界各地有众多分支机构，收购了 ESI Ergonomic Solutions 并承继了所有业务。
Teknion Limited	Teknion Limited 位于加拿大，从事办公家具及设备的生产和销售，公司主要产品包括高度可调节办公桌、显示器伸缩支架等。
乐联工业股份有限公司	公司是一家台湾的办公家具设备生产商，近年来进入电动升降办公台设备生产领域，公司自 2018 年起成为其供应商
东莞市创健达智能科技有限公司	公司成立于 2016 年，主要从事办公家具设备、灯饰、办公用品等的生产与销售。
电动尾门驱动系统	
奇瑞汽车	奇瑞汽车主要从事汽车整车的生产与销售。凯程精密成为该客户合格供应商后于 2018 年向其销售电动尾门驱动系统产品。
小鹏汽车	小鹏汽车主要从事汽车整车的研发、生产、销售。凯程精密成为该客户合格供应商后于 2018 年向其销售电动尾门驱动系统产品。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.4 股权较为集中，大股东占比较高

公司大股东及一致行动人周荣清、周殊程、周林玉通过持有凯中投资 99.11%的股权，凯恒投资 69.38%的股权以及自身持股，合计直接及间接持有凯迪股份 72.36%的股权。其中周荣清与周殊程系父子关系，周林玉和周殊程系母子关系，周荣清和周林玉系夫妻关系。公司下设凯程精密、美国凯迪、欧洲凯迪、爱格科技、孜荣科技、江阴凯迪、越南凯迪等 7 个全资子公司负责公司各领域线性驱动系统业务的研发、生产、销售和运营。

图2：公司股权结构及主要全资子公司

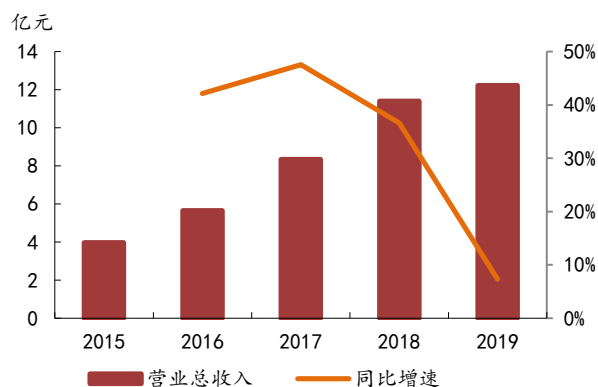


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.5 受疫情和贸易摩擦影响 2019 年营收增速放缓，国内和海外的收入大致相当

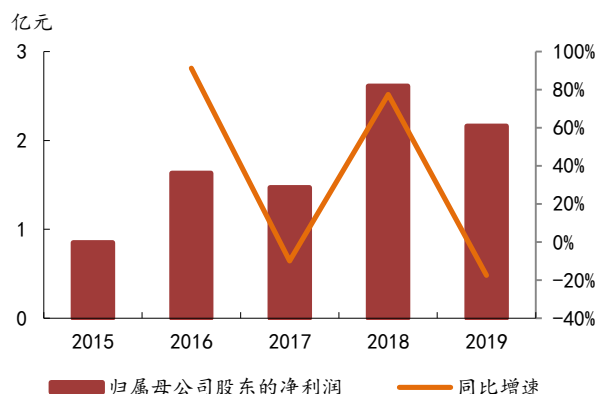
公司所处线性驱动行业目前处于高速增长期，公司尽享行业高速增长的红利，公司自身的设计、研发、制造、销售能力较强。因此公司近年来业绩增长较快，受贸易摩擦和疫情影响，公司在 2019 和 2020 年的增速放缓甚至下滑，我们认为后续随着疫情和贸易争端逐渐缓解，公司业绩有望重回高增长通道。

图 3：公司历年营收及同比增速



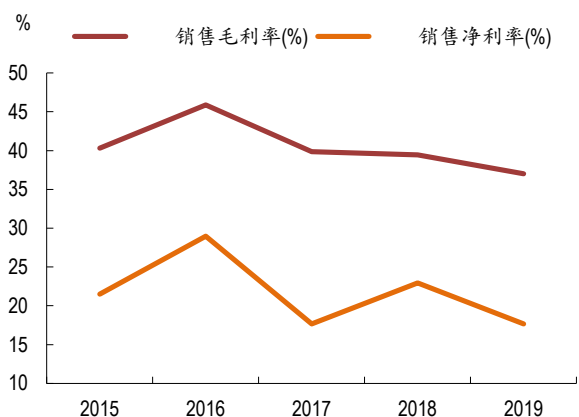
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 4：公司历年归母净利润及同比增速



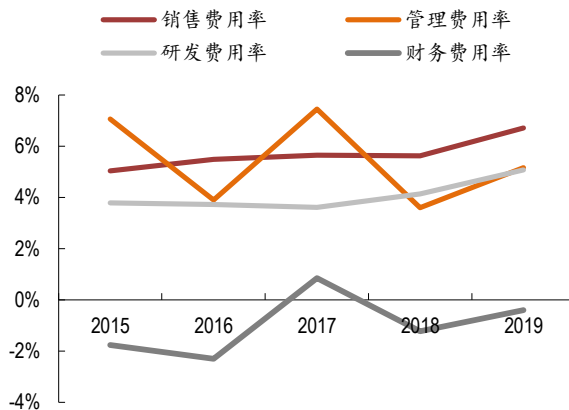
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 5：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

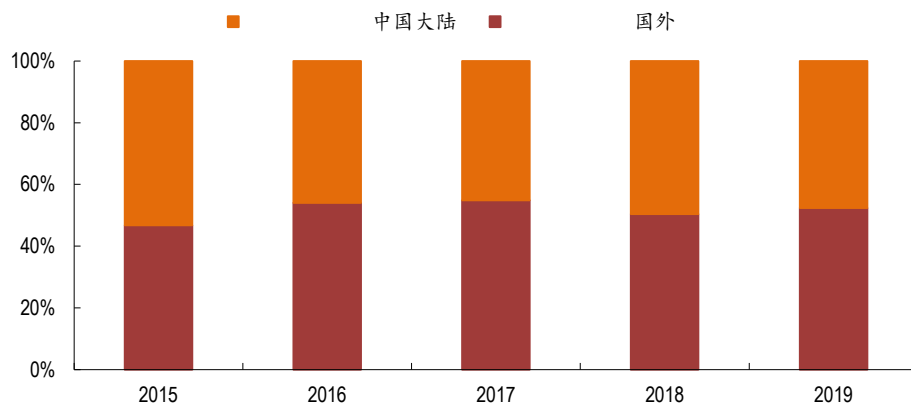
图 6：公司历年费用率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

目前，公司国内和海外的收入大致相当，海外收入略高于国内。

图 7：公司内销、外销的比例



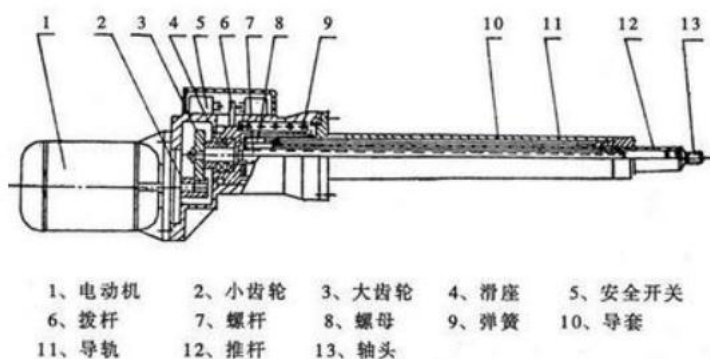
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2、新兴蓝海市场，下游需求日益增加

2.1 线性驱动下游应用愈发广泛，市场需求不断提升

线性驱动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。线性驱动器由驱动电机、减速齿轮、螺杆、螺母、导套、推杆、滑座、弹簧、外壳及涡轮、微动控制开关等组成，线性驱动器与开关电源、控制器或面板一起组成线性驱动系统，广泛应用于位移、角度控制机构中。

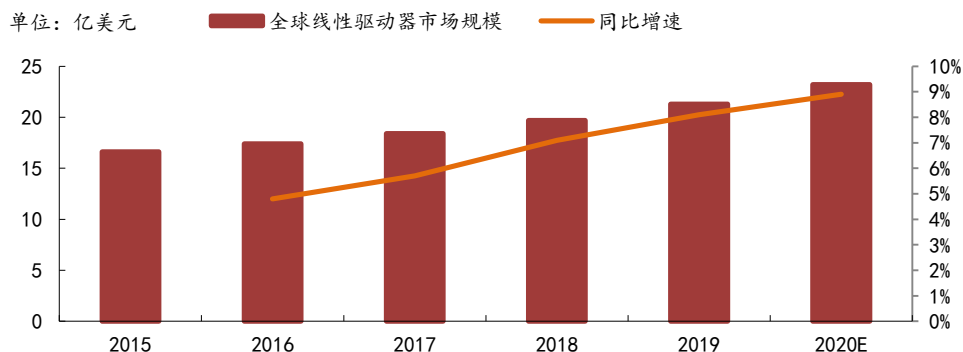
图8：线性驱动器



数据来源：公司公告，财通证券研究所

随着技术的发展，线性驱动系统已被广泛应用于众多民用与工业领域，如智能家居、智慧办公、汽车零部件、医疗器械、工业自动化等。线性驱动行业是一个处于上升期的新兴发展行业，随着人们对消费品便利化、智能化程度需求的提升，线性驱动系统的应用领域正在不断拓宽，下游市场需求量日益增加。根据TECHNAVIO的预测，2015年全球线性驱动器的市场规模为16.6亿美元，预测到2020年将增长到23.2亿美元，年复合增长率为6.9%。

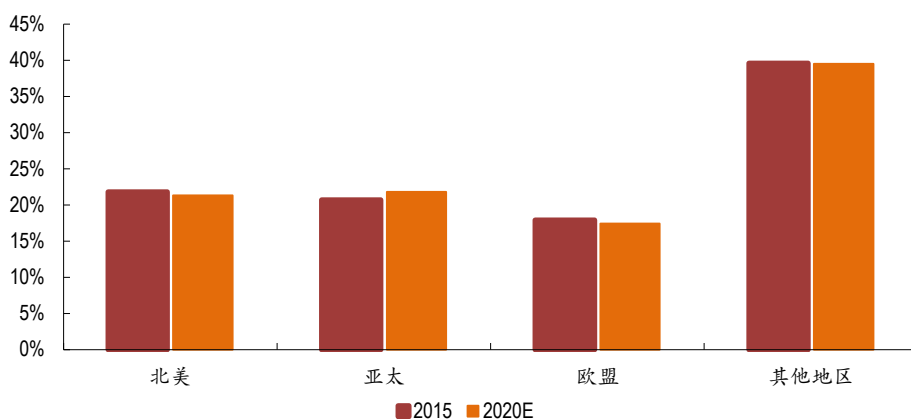
图9：全球线性驱动器市场规模预测



数据来源：TECHNAVIO，财通证券研究所

2015年北美地区线性驱动器市场份额21.8%，为全球最大市场，亚太地区紧随其后，占全球市场份额的20.7%，欧盟市场占全球市场份额的17.9%。根据TECHNAVIO的预测数据，2020年亚太地区将超越北美地区成为全球线性驱动器最大的消费市场，市场份额将达到21.8%。亚太地区的增长潜力主要来自于新兴市场中国和印度，由于新兴市场的中产阶级人数增多，消费升级需求提升，对智能产品的需求日益旺盛。

图10：2015和2020年全球线性驱动器市场份额

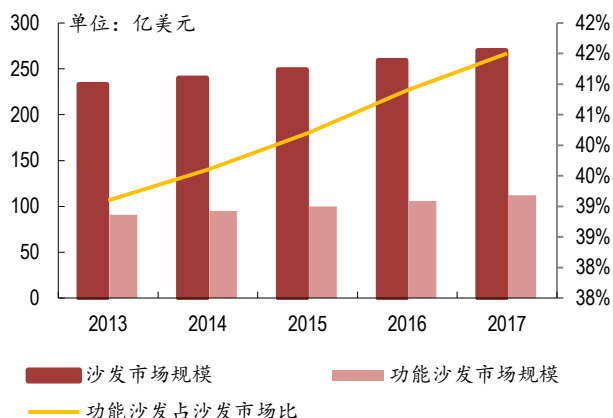


数据来源：TECHNAVIO，财通证券研究所

2.2 智能家居消费升级为线性驱动系统提供广阔增长空间

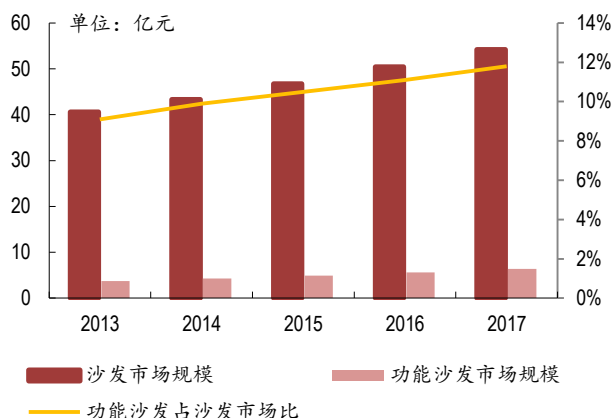
功能沙发与传统沙发相比，依靠内置的线性驱动器作为核心动力来源，通过按钮控制沙发的升降、倾斜及翻转，为消费者提供最合适的角度，使头部、颈部、腰部、膝盖直至双脚均处于完全放松的状态。美国是全球功能沙发最大的消费国，2015年美国功能沙发市场销售规模占整体沙发市场的比例已达到40.2%，功能沙发市场的增速高于整体沙发市场的增速，成为驱动美国沙发市场增长的主要因素。欧洲、日本等发达国家的居民收入水平较高，功能沙发市场发展相对成熟，需求量一直保持较平稳增长的态势。中国功能沙发目前仍属于小众的家居产品。功能沙发在中国市场尚处于开拓期，市场渗透率及普及率较低，随着人口老龄化进程的加快以及消费者对健康舒适产品的更高追求，高舒适性的功能沙发将会得到越来越多消费者的认可，未来发展空间广阔。整体来看全球功能沙发市场发展前景较为乐观，为线性驱动系统提供了广阔的增长空间。

图 11: 美国沙发和功能沙发市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 财通证券研究所

图 12: 中国沙发和功能沙发市场规模及增速



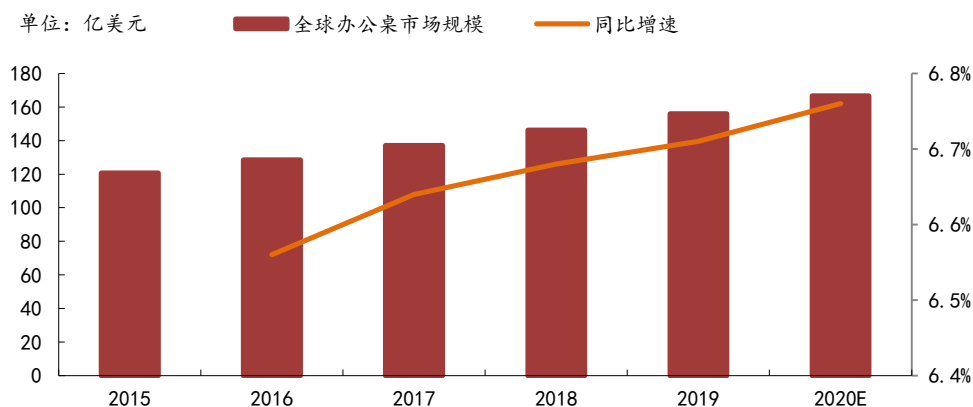
数据来源: Euromonitor, 财通证券研究所

2.3 智慧办公需求提升为线性驱动系统提供广阔的发展空间

办公室人员需要长时间在电脑前工作, 容易患上颈背及上肢疾病。此外久坐并不利于工作效率的提高, 坐站交替办公已经成为新式的办公潮流, 但传统办公桌无法满足站着办公的需求。因此, 基于职业健康及工作效率的考虑, 人们对办公桌健康性、舒适性和功能性提出了更高的要求, 这为电动升降办公桌市场提供了良好的市场机遇。与传统办公桌相比, 电动升降办公桌由升降立柱、电器盒和手控器组成。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, 满足不同身高人群的需求。

从全球范围看, 美国是智慧办公用品普及率最高的国家。欧美发达国家一贯重视职业病的防治, 电动升降办公桌近几年发展迅速。国内电动办公桌的渗透率仍较低, 我们认为随着人们越来越注重健康的办公环境, 电动升降办公桌产品的普及将成为趋势, 带动对线性驱动市场规模快速增长。近年来全球办公桌市场保持稳定增长, 同时电动升降办公桌的渗透率有望不断提升。2015 年全球办公桌市场规模为 120.6 亿美元, 预计到 2020 年将增长到 166.6 亿美元, 年复合增长率为 6.68%。

图13：2015-2020年全球办公桌市场规模及同比增速



数据来源：TECHNAVIO，财通证券研究所

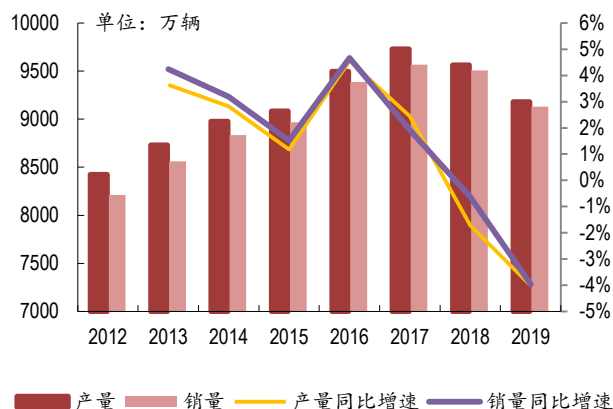
线性驱动系统广泛应用于智慧办公领域，目前主要应用产品包括电动升降桌、办公椅、文件柜、工业操作台、技术工作站、会议视频系统、投影仪升降系统等。随着现代化办公的发展，未来智慧办公产品的种类会不断增多，将显著推动线性驱动系统行业快速发展。

2.4 汽车智能化升级，带来线性驱动系统的需求

随着人们生活水平的提高、消费者对于汽车的诉求不再仅仅局限于代步，对汽车的驾驶便利性和乘坐舒适性提出了更高的要求，未来“智能化”汽车将成为发展方向。线性驱动系统作为汽车智能化升级的重要部件，可广泛作用于汽车尾门开启和关闭、调节汽车座椅、控制汽车风挡雨刷、引擎盖举升、控制油门调节发动机转速、汽车电动车窗和门锁等。目前线性驱动电动尾门系统多用于高端豪华轿车，随着市场竞争加剧，厂商为了保持市场竞争优势，逐步将豪华车的一些配置向中低端车型转移，国内合资品牌和自主品牌厂商为了提升市场竞争力，也逐步开发配置有电动尾门的车型。电动尾门系统已经逐渐成为汽车的标准配置，未来汽车的智能化程度将会不断提升与加强，对线性驱动系统的需求也会越来越高。

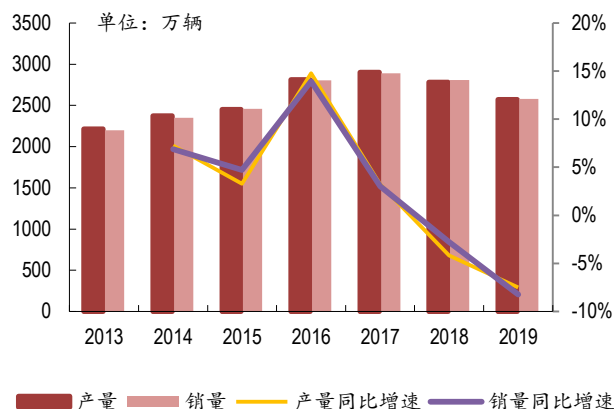
根据 OICA 统计数据，2019 年全球汽车产量 9,179 万辆，同比下滑 4.02%；销量 9,130 万辆，同比下滑 3.96%。根据中汽协统计数据，2019 年中国汽车产量 2,572 万辆，同比下降 7.52%，销量 2,577 万辆，同比下降 8.23%，中国汽车产销量继续蝉联全球第一。2017 年汽车市场自动驱动系统的市场规模约为 141.6 亿美元，预计到 2020 年有望达到 199.4 亿美元，年复合增长率为 7.49%。亚太地区有望成为市场体量最大，年复合增长率最高的地区。

图14：全球汽车产销量及同比增速



数据来源：OICA，财通证券研究所

图15：中国汽车产销量及同比增速



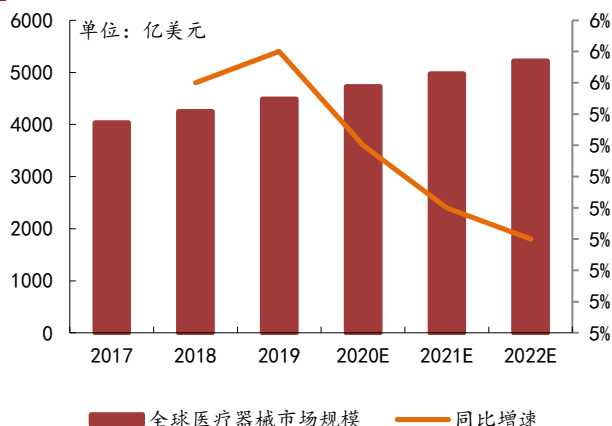
数据来源：中汽协，财通证券研究所

中国汽车市场发展前景广阔，带来线性驱动系统市场巨大发展空间。中国经济持续发展，汽车消费潜力特别是城乡汽车消费潜力不断释放，国内汽车保有量快速增长。2019年全国汽车保有量2.6亿辆，按照每个家庭拥有1辆小汽车的标准，我国汽车保有量还需再新增两倍，发展前景广阔。新车的智能化升级使得更多的安全与电子功能开始变成标准配置，带来线性驱动系统的市场规模在汽车领域高速增长。

2.5 人口增长和老龄化促进线性驱动系统市场发展

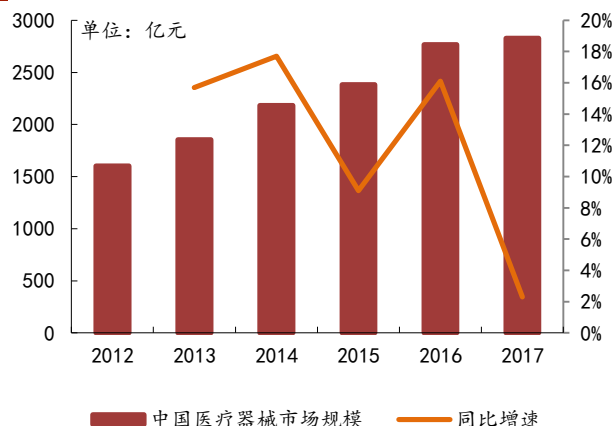
全球人口不断增长，老龄化问题加剧，越来越多的老年病人长期得不到照顾，因此配备智能护理设备就显得十分关键。线性驱动系统作为核心动力部件广泛应用于医疗器械领域。目前主要的应用产品为电动病床、护理床、ICU床、翻身床、电动手术床、牙科椅、康复训练床、C型臂、核磁共振设备、吊塔、电动轮椅、台车等。近年来，全球医疗器械市场规模稳步提升。2017年全球医疗器械市场规模为4,030亿美元，预计2022年全球医疗器械市场规模将达到5,220亿美元，年复合增长率为5.3%。国内医疗器械产业同样发展迅速，2017年我国医疗器械设备及器械的市场规模为2,828.1亿元，同比增长2.3%。医疗器械设备及器械制造行业发展态势良好，稳步上行。随着医疗器械向自动化、智能化方向发展，将出现越来越多搭载线性驱动系统的医疗器械产品，从而带动线性驱动系统在医疗器械领域更广泛地应用。

图16: 全球医疗器械市场规模及同比增速



数据来源: Evaluate, 财通证券研究所

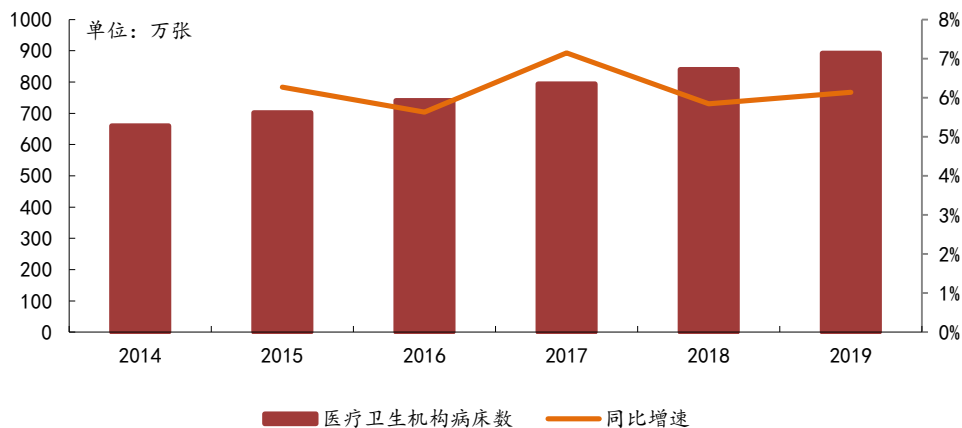
图17: 中国医疗器械市场规模及同比增速



数据来源: Evaluate, 财通证券研究所

人口增加以及老龄化推动电动护理床市场快速发展。2019 年我国医疗卫生机构床位数达到 892 万张，每千人口床位数为 6.37 张。随着我国人口持续增长以及每千人口床位数的需求增加，病床市场规模将进一步扩大。此外病床中使用线性驱动的电动病床的渗透率也将提高。截至 2019 年末，我国 60 岁以上老年人口达 2.54 亿，占总人口比重达 18.1%；预计到 2020 年全国 60 岁以上老年人口将增加到 2.55 亿人左右，占总人口比重 17.8%；不断增加的老龄人口数量推动了电动护理床产业发展。

图 18: 中国医疗机构卫生机构床位数



数据来源: 国家健康卫生委员会, 财通证券研究所

2.6 行业竞争格局: 国外先驱具备先发优势, 国内企业不断追赶

参与线性驱动行业竞争的企业主要包括欧洲先驱公司和国内企业。由于国外公司最早进入线性驱动行业，通过多年的积累，已完成该行业的专利布局，具有较高

的品牌效应和完善的分销渠道。目前，国际线性驱动制造龙头为丹麦 LINAK A/S. 和德国 Dewert Okin。国内线性驱动企业虽然进入市场较晚，在品牌知名度上落后于国际巨头，但经过十几年发展，在产品性能和质量已逐步达到国际水平。国内企业凭借性价比优势以及快速响应优势，逐步获得了国内外大客户的信任，不断拓展业务范围和市场份额。

表6: 全球线性驱动行业的主要参与者

企业名称	企业简介
丹麦 LINAK A/S.	全球最早的线性驱动行业生产商之一，1907年在丹麦成立，在全球线性驱动行业拥有较高的品牌知名度和领先的技术优势，在全球医疗器械行业对应的线性驱动产品市场占有率名列前茅。
德国 Dewert Okin	总部位于德国，是欧洲领先的线性驱动器生产企业之一；自1992年起在全球50多个地区设立办事处从事销售业务，并于2010年设立了中国嘉兴生产基地。
TIMOTION Technology Co., Ltd.	在东莞设有工厂，在江苏昆山设有分公司，在日本、韩国、法国、意大利等地均设有办事处，产品应用于医疗、家具、办公及工业，具有较强的产品开发能力，全球市场拓展态势较好。
捷昌驱动科技股份有限公司	成立于2010年，从事线性驱动产品研发、生产、销售，产品主要用于医疗康护、智慧办公、智能家居等领域。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3、上市募资解决产能瓶颈，绑定优质客户合作长期稳定

3.1 上市融资扩充产能，强化研发

公司于2020年5月公开发行1250万股，占发行后总股本的25%，募集资金净额10.7亿元，用于投资（1）线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目、（2）办公家具智能推杆项目、（3）补充流动资金。

表 7：上市募集资金投资项目

项目名称	投资总额（万元）	募集资金拟投资额（万元）
线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目	126,928.9	84,117.7
办公家具智能推杆项目	6,696.6	5,386.0
补充流动资金	18,000.0	18,000.0
合计	151,625.6	107,503.6

数据来源：公司公告，财通证券研究所

新建线性驱动系统生产基地将突破产能瓶颈，巩固公司市场地位

线性驱动行业的下游市场如智能家居、智慧办公、汽车零部件等行业迎来新一轮增长，带动了线性驱动系统产品市场需求进一步扩大。现有客户需求持续增长以及新客户开发都对公司线性驱动系统产品的产能提出挑战。近年来公司的产能利用率较为饱和，难以满足市场对线性驱动系统产品的需求，产能不足制约公司发展，因此公司亟需提升产能，满足日益增长的下游客户需求，强化公司在线性驱动领域的竞争优势，巩固市场地位。

新建研发中心有助于公司顺应行业趋势，优化产品结构

公司线性驱动系统产品已用于功能沙发、智慧办公台、汽车尾门、医疗护理床等。目前公司在智能家居领域的收入比重最大。为顺应下游行业发展趋势，公司需完善在智能家居、智慧办公、汽车零部件、医疗器械等各个领域的产品布局，使自身产品结构能够符合行业发展特点，不断拓展下游市场。通过新建研发中心，配置先进的研发、试验、测试设备，引进技术人才，加强与科研院所的技术合作，不断提高公司的技术创新能力和技术成果转化能力。

新建生产车间，扩大办公家具智能推杆产能

公司上市募集的部分资金将用于新建办公家具智能推杆生产车间，对现有线性驱动系统产品进行扩产。一方面将突破公司目前电动推杆生产瓶颈，进一步扩大整体生产能力；另一方面由于下游客户对线性驱动系统产品型号、外观等方面的需求存在不同，线性驱动系统产品具有较强的定制化特点，线性驱动系统制造企业必须保持较高的产能水平，以便满足市场对于产品多样化的需求，通过提高灵活排期能力，公司将满足不同系列产品的供货需求，更好地服务下游客户，增强公司市场竞争力。

3.2 深度绑定海内外优质客户，产业链垂直一体化降本提质

公司在线性驱动领域的研发实力、产品质量、产能保证和快速响应能力均处于行业领先水平，先后成为多家大型企业的全球供应商并与之建立了长期稳定的合作关系。目前公司在全球范围内覆盖的客户主要包括 Southern Motion、Ashley、Teknion Limited、White Feathers、华达利等国外领先企业，以及顾家家居、海派家居、荣泰健康等国内优势企业。通过与大客户的长期战略合作不断提升自身竞争实力，也增强了客户对公司的黏性。

表 8：智能家居驱动系统前五大客户销售情况

年度	客户名称	销售数量(套)	收入金额(万元)	占营业收入的比例
2019	顾家家居	791,210	9,165.0	7.5%
	Wanek Furniture Co.,Ltd.	729,609	6,254.4	5.1%
	Southern Motion, Inc.	745,632	6,023.8	4.9%
	海宁海派进出口有限公司	416,088	4,699.0	3.9%
	华达利家具	293,791	4,012.2	3.3%
	小计	2,976,330	30,154.4	24.7%
2018	浙江海派智能家居股份有限公司	473,381	6,404.0	5.6%
	Wanek Furniture Co., Ltd.	685,683	6,147.2	5.4%
	Southern Motion	674,202	5,236.5	4.6%
	顾家家居	336,033	4,207.9	3.7%
	华达利家具	301,358	4,190.8	3.7%
	小计	2,470,657	26,186.3	23.0%
2017	Southern Motion	722,786	6,139.1	7.4%
	顾家家居	277,419	3,718.0	4.5%
	高峰创建家私	334,348	3,627.6	4.4%
	华达利家具	215,246	2,888.0	3.5%
	Franklin Corporation	132,178	2,779.5	3.3%
	小计	1,681,977	19,152.3	23.0%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

表 9：智慧办公驱动系统前五大客户销售情况

年度	客户名称	销售数量(套)	收入金额(万元)	占营业收入的比例
2019	Fellowes Inc.	55,770	6,762.5	5.5%
	Teknion Limited	50,927	5,720.0	4.7%
	乐联工业股份有限公司	21,335	1,983.1	1.6%
	东莞市创健达智能科技有限公司	17,327	1,647.6	1.4%
	TEKNION FURNITURE SYSTEMS(M) SDNBHD	13,212	1,371.0	1.1%
	小计	158,571	6,762.5	14.3%
2018	ESI Ergonomic Solutions, LLC	72,584	9,636.6	8.5%
	Teknion Limited	36,116	4,546.2	4.0%
	东莞市创健达智能科技有限公司	43,487	3,091.4	2.7%
	BALDEKA SVENHEIM GROUP	16,327	1,679.1	1.5%
	再兴电子(深圳)有限公司	12,481	1,364.6	1.2%
小计	180,995	20,317.9	17.8%	

2017	Teknion Limited	38,853	4,456.3	5.4%
	MTM Group, LLC	23,672	2,744.1	3.3%
	ESI Ergonomic Solutions, LLC	23,252	2,439.4	2.9%
	BALDEKA SVENHEIM GROUP	17,710	1,759.8	2.1%
	Isku Interior Oy	15,545	1,597.8	1.9%
	小计	119,032	12,997.4	15.6%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3 深厚技术积累+产业链垂直一体化+快速响应客户需求打造公司优秀口碑

技术方面：公司不断加大研发投入力度，保持研发实力在业内处于领先地位。公司始终专注于线性驱动系统的研发，具备根据按客户需求提供整体解决方案的能力，可根据客户的行业特征、产品应用领域、个性化需求以及客户最终产品的参数、功能需求、产品应用环境等多方面、多角度制定线性驱动系统产品的设计方案，满足客户的定制化需求。

生产方面：公司采取产业链垂直一体化的生产战略，积累了丰富的研发经验和生产工艺，包括电子技术工艺、注塑工艺、模具开发工艺、制造工艺等，实现关键零部件自行设计生产，能够自主完成“模具开发—注塑—加工—制造—组装—检测”的垂直一体化经营，从而避免外协带来的产品质量和技术泄露问题。公司是行业内为数不多的具有从核心产品电动推杆、精密关键部件、模具设计开发、注塑成型到整套系统组装的全产业链生产能力的企业之一。垂直一体化生产对公司控制零部件供应、提升产品质量、降低生产成本、保护公司核心技术等发挥了重要的作用。

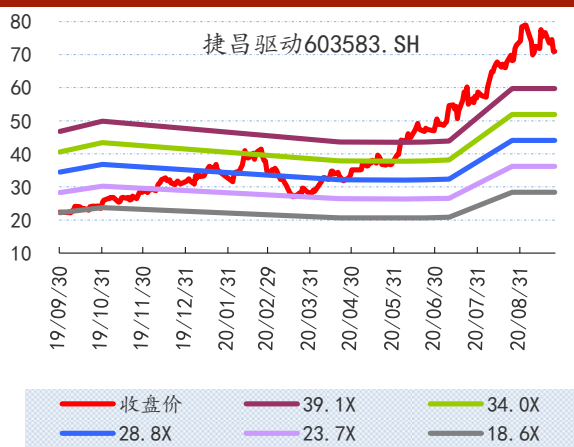
快速响应客户需求方面：公司市场人员与研发人员通力合作，及时获取客户信息，以客户需求为导向开展产品设计、研发，并与客户保持高频次的沟通，及时快速响应并能够为客户提供后期技术支持。同时基于公司强大的产品、模具设计能力和完整的线性驱动系统制造产业链，保证客户定制的产品可以快速设计、快速试制定型、快速批量生产。

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 1.4%、29.2%、25.2%，2020 年归母净利润同比下滑 10.4%，2021/2020 年归母净利润分别同比增长 32.5%、33.0%，EPS 分别为 3.87 元、5.13 元、6.82 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 31.4 倍、23.7 倍、17.9 倍。

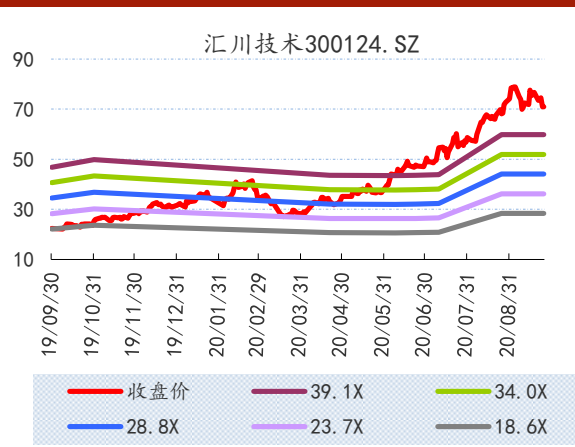
预计公司 2020 年实现归母净利润 1.9 亿元，参考同行业公司捷昌驱动(605288.SH) 的估值水平，以及同属于新兴高增长市场的汇川技术(300124.SZ) 的估值水平，给予公司 40 倍 PE，对应目标价 154.6 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图 19：捷昌驱动 PE (TTM) BAND



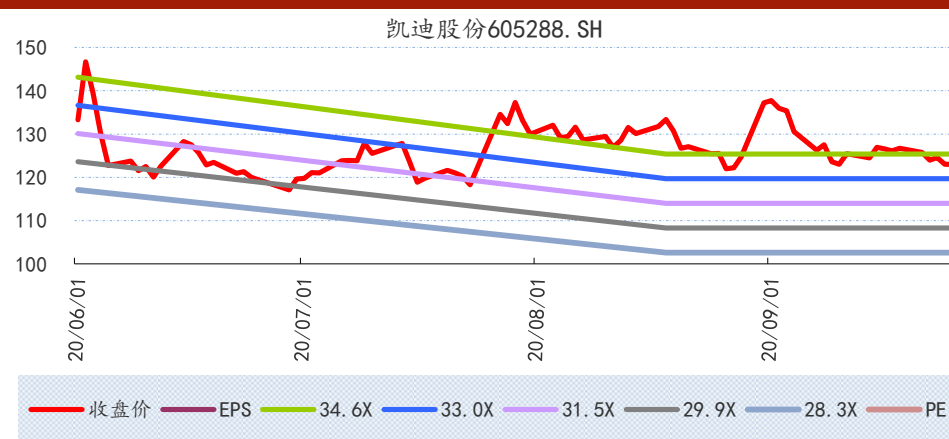
数据来源：万得，财通证券研究所

图 20：汇川技术 PE (TTM) BAND



数据来源：万得，财通证券研究所

图 21：凯迪股份 PE (TTM) BAND



数据来源：万得，财通证券研究所

表 10: 公司业务拆分

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公司总收入	4.0	5.6	8.3	11.4	12.2	12.4	16.0	20.0
同比增速		42.1%	47.6%	36.6%	7.3%	1.4%	29.2%	25.2%
成本	0.0	3.1	5.0	6.9	7.7	8.5	10.1	12.2
毛利	4.0	2.6	3.3	4.5	4.5	3.9	5.9	7.9
毛利率(%)	100.0	45.9	39.9	39.5	37.0	31.6	37.1	39.3
净利	0.9	1.6	1.5	2.6	2.2	1.9	2.6	3.4
净利率(%)	21.5	29.0	17.7	23.0	17.7	15.6	16.0	17.0
净利同比增速		91.2%	-9.9%	77.5%	-17.4%	-10.4%	32.5%	33.0%
智能家居驱动系统								
收入	3.6	4.6	6.1	8.1	8.5	8.6	11.1	13.9
同比增速		27.3%	31.8%	34.5%	4.2%	1.0%	30.0%	25.0%
成本		2.5	3.6	4.9	5.3	5.8	6.9	8.4
毛利	1.5	2.1	2.4	3.2	3.2	2.7	4.2	5.6
毛利率(%)	41.2	46.1	40.2	39.8	38.0	32.0	38.0	40.0
业务收入比例(%)	90.9	81.4	72.7	71.6	69.5	69.2	69.6	69.5
智慧办公驱动系统								
收入	0.2	0.7	1.8	2.9	3.2	3.3	4.2	5.2
同比增速		284.2%	160.9%	59.8%	8.7%	2.0%	28.0%	26.0%
成本		0.4	1.1	1.8	2.1	2.2	2.7	3.2
毛利	0.1	0.3	0.7	1.2	1.1	1.0	1.5	2.0
毛利率(%)	44.2	48.8	39.7	39.6	34.6	31.5	36.0	39.0
业务收入比例(%)	4.6	12.5	22.0	25.7	26.1	26.2	26.0	26.2
电动尾门驱动系统								
收入		0.2	0.3	0.2	0.4	0.4	0.6	0.7
同比增速			60.0%	-31.3%	96.7%	5.0%	30.0%	28.0%
成本		0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
毛利		0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
毛利率(%)		41.2	37.1	23.3	27.5	24.0	27.0	29.0
业务收入比例(%)		3.4	3.7	1.8	3.4	3.5	3.5	3.6
医疗康护驱动系统								
收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
同比增速		25.9%	-7.8%	-33.0%	11.1%	5.0%	10.0%	10.0%
成本		0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
毛利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利率(%)	36.3	45.4	43.4	44.4	41.9	40.0	43.0	43.0
业务收入比例(%)	2.0	1.8	1.1	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
其他								
收入	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
同比增速		-44.9%	-24.1%	-17.1%	61.8%	5.0%	3.0%	3.0%
成本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利率(%)	-3.1	-77.8	9.8	41.2	83.6	30.0	30.0	30.0
业务收入比例(%)	2.5	1.0	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

5、风险提示

- (1) 全球新冠疫情及中美贸易摩擦对公司的海外业务造成冲击；
- (2) 公司国内市场开拓力度不及预期。

公司财务报表及指标预测

公司财务报表						财务指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						成长性					
营业收入	1,139	1,222	1,239	1,601	2,005	营业收入增长率	36.6%	7.3%	1.4%	29.2%	25.2%
减:营业成本	689	770	847	1,007	1,217	营业利润增长率	71.9%	-18.6%	-10.4%	36.9%	33.7%
营业税费	8	9	8	13	17	净利润增长率	77.6%	-17.4%	-10.4%	32.5%	33.0%
销售费用	64	82	52	120	159	EBITDA 增长率	53.1%	-9.3%	-17.1%	41.3%	34.6%
管理费用	41	63	95	139	182	EBIT 增长率	54.7%	-11.8%	-28.2%	37.9%	34.3%
财务费用	-14	-5	-5	-5	-5	NOPLAT 增长率	62.2%	-15.8%	-10.6%	33.5%	33.6%
资产减值损失	-7	-4	21	22	26	投资资本增长率	-42.9%	136.2%	71.4%	37.2%	27.8%
加:公允价值变动收益	-0	-	-	-	-	净资产增长率	-8.8%	43.3%	28.6%	27.7%	28.8%
投资和汇兑收益	7	6	6	6	6	利润率					
营业利润	310	253	227	310	415	毛利率	39.5%	37.0%	31.6%	37.1%	39.3%
加:营业外净收支	-1	1	1	1	1	营业利润率	27.3%	20.7%	18.3%	19.4%	20.7%
利润总额	310	253	227	311	415	净利润率	23.0%	17.7%	15.6%	16.0%	17.0%
减:所得税	48	38	34	54	74	EBITDA/营业收入	32.4%	27.3%	22.3%	24.4%	26.3%
净利润	261	216	193	256	341	EBIT/营业收入	30.7%	25.2%	17.8%	19.0%	20.4%
资产负债表						运营效率					
货币资金	219	180	99	128	160	固定资产周转天数	47	55	78	87	85
交易性金融资产	-	200	200	200	200	流动营业资本周转天数	32	9	31	32	33
应收帐款	238	256	247	394	419	流动资产周转天数	240	262	257	218	204
应收票据	18	-	19	6	24	应收帐款周转天数	68	73	73	72	73
预付帐款	8	8	9	11	13	存货周转天数	42	49	53	49	47
存货	140	190	174	260	263	总资产周转天数	316	375	444	440	441
其他流动资产	229	94	94	95	96	投资资本周转天数	97	111	208	241	254
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	52.0%	29.9%	20.9%	21.7%	22.4%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROA	22.6%	15.5%	11.6%	11.4%	12.8%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	64.1%	94.5%	35.7%	27.8%	27.1%
固定资产	167	204	335	438	512	费用率					
在建工程	57	147	202	269	352	销售费用率	5.6%	6.7%	4.2%	7.5%	7.9%
无形资产	17	105	247	385	519	管理费用率	3.6%	5.1%	7.7%	8.7%	9.1%
其他非流动资产	64	8	-68	-150	-246	财务费用率	-1.2%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
资产总额	1,157	1,391	1,662	2,253	2,654	三费/营业收入	8.1%	11.4%	11.5%	15.9%	16.8%
短期债务	3	194	245	239	234	偿债能力					
应付帐款	168	213	207	292	312	资产负债率	56.5%	48.2%	44.2%	47.5%	42.6%
应付票据	105	188	135	249	216	负债权益比	130.0%	93.0%	79.3%	90.5%	74.2%
其他流动负债	377	66	70	71	77	流动比率	1.30	1.41	1.28	1.29	1.40
长期借款	-	-	69	212	283	速动比率	1.09	1.12	1.02	0.98	1.09
其他非流动负债	0	10	10	8	9	利息保障倍数	-25.58	-58.62	-41.04	-58.28	-80.00
负债总额	654	671	735	1,070	1,131	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	38	38	50	50	50	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	466	683	877	1,133	1,474	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	503	721	927	1,183	1,524	业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	5.23	4.32	3.87	5.13	6.82
净利润	261	216	193	256	341	BVPS(元)	10.06	14.42	18.53	23.66	30.48
加:折旧和摊销	20	28	56	86	117	PE(X)	23.3	28.2	31.4	23.7	17.9
资产减值准备	7	9	21	22	26	PB(X)	12.1	8.4	6.6	5.1	4.0
公允价值变动损失	0	-	-	-	-	P/FCF	14.1	59.4	-95.8	104.7	98.6
财务费用	0	-3	-5	-5	-5	P/S	5.3	5.0	4.9	3.8	3.0
投资收益	-7	-6	-6	-6	-6	EV/EBITDA	11.6	13.1	21.9	15.7	11.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	-0.7%	16.4%	9.5%	-0.7%	16.4%
营运资金的变动	234	-178	-48	-27	-54	PEG	-35.4	1.7	3.3	-36.1	1.1
经营活动产生现金流量	287	170	212	327	419	ROIC/WACC	6.4	9.4	3.6	2.8	2.7
投资活动产生现金流量	-156	-132	-430	-442	-457	REP	3.0	0.9	1.9	1.8	1.4
融资活动产生现金流量	-10	-93	137	143	71						

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。