

线性驱动行业专题研究（三）

从下游市场看线性驱动之办公篇

分析师： 罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师： 刘芷君



SAC 执证号: S0260514030001

SFC CE.no: BMW928



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

分析师： 华鹏伟



SAC 执证号: S0260517030001

SFC CE.no: BNW178



010-59136752



huapengwei@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **海外消费升级，行业景气度向上：**健康办公理念由欧洲起源，向北美渗透，法律法规已成为渗透率提升的推动力。全球办公家具市场呈现三足鼎立局面，根据 BIFMA 的数据，2018 年全球市场规模约 581.4 亿美元，其中最大的几个市场分别是北美、中国和欧洲地区，其市场规模分别为 165、122、103 亿美元；从成长速度来看，中国、印度的增速较高。整体来看，办公家具的景气度与 GDP、就业人数有较高的相关性。具体到线性驱动市场来说，国内龙头企业与下游的办公室建造支出规模基本同步，并滞后于中小企业信心指数约 1-2 个季度，同时还受到终端智能产品渗透率提升的影响。
- **高产值行业有望率先引入：**考虑到较为先进的产品理念和相对较高的价格，我们认为升降办公桌的目标客户是长期伏案工作、且人均产值或人均净利润较高的行业。根据 NBER 的数据，15-18 年美国房地产、信息业、金融保险、企业管理、专业技术人员、政府、行政人员占就业总人数的 36%-37% 左右。考虑到各地区渗透率的不同，我们测算 19-21 年，北美办公领域线性驱动市场空间分别为 5.83/6.35/6.89 亿美元，增速在 8%-10% 左右；欧洲地区的市场空间分别为 3.44/3.64/3.84 亿欧元，有望保持 5% 以上的增速。国内升降办公桌市场尚处于开拓期，我们认为主要有两点原因：1. 终端产品价格较高；2. 国内市场教育尚处于初期阶段。
- **全球办公家具厂商梳理：**目前，全球主要办公家具企业集中于欧美。从营业收入规模来看，美国企业生产规模普遍大于欧洲，年收入 10 亿美元以上的均为美国公司，其中 Steelcase、Herman Miller、Haworth、HNI 四家公司超过 20 亿美元。Steelcase 旗下拥有 Migration、Flex、AirTouch 等产品系列，定价存在一定差别，面对不同市场；Herman Miller 定位相对高端，包括 Nevi、Renew 系列，定价较高。欧洲企业以 Vitra、Kinnarps 为代表，大多以私营家族企业为主，年营销额均在 5 亿欧元以下。
- **投资建议：**受到全球人口老龄化、智慧城市推进、健康办公理念兴起等因素影响，线性驱动的下游需求呈现出快速上升趋势。目前，国外市场应用较为广泛，而国内尚处于开拓期。我们建议积极关注线性驱动行业龙头捷昌驱动，公司持续的产品创新、稳定的客户结构、全球化的布局有望构建护城河，公司深挖北美大客户需求，开拓欧洲市场，12-18 年收入复合增速 50%，呈现持续、快速的成长趋势。
- **风险提示：**毛利率波动的风险、市场竞争加剧的风险、下游行业需求波动的风险、中美贸易摩擦的风险、下游大客户拓展不及预期、产品应用领域的横向拓展不及预期、测算美国和欧洲升降办公桌对应线性驱动的市场空间历史数据可能存在偏差

相关研究：

疫情对工程机械的影响:旺季也许会迟到，但不会缺席	2020-02-02
工程机械跟踪报告:春节效应提前，迎接春季旺季需求	2020-01-20
机械设备行业:制造业投资企稳，专用自动化边际改善	2020-01-16

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 孙柏阳 021-60750636 sunboyang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
捷昌驱动	603583	CNY	47.59	2019/11/10	买入	44.04	1.69	2.03	29.21	24.32	29.02	22.13	15.5	15.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、海外消费升级，行业景气向上	5
（一）由欧洲向北美渗透，法律法规是重要推手	5
（二）与宏观经济息息相关，释放行业增长空间	7
二、市场空间测算：高盈利行业有望率先引入	11
三、全球办公家具厂商梳理	15
（一）STEELCASE：全球最大办公家具厂商	17
（二）HERMAN MILLER：定位高端的国际化办公家具厂商	20
（三）HNI：办公家具与壁炉制造商	23
四、投资建议与风险提示	26

图表索引

图 1: 北美办公家具市场空间 (十亿美元)	6
图 2: 部分地区 2018 年家具办公消费额 (十亿美元) 及五年复合增速	6
图 3: 美国办公家具份额分类 (十亿美元)	7
图 4: 美国 GDP (十亿美元) 及同比增速	7
图 5: 欧盟 15 国 GDP (十亿欧元) 及同比增速	7
图 6: 美国办公家具出货 (十亿美元) 及就业率	8
图 7: 欧洲办公家具出货 (十亿欧元) 及就业人数增速	8
图 8: BIFMA 办公家具出货增速与美国就业率对比	8
图 9: 中小企业信心指数与办公室建设支出增速对比	9
图 10: 办公家具出货量 (亿美元) 与中小企业信心指数对比	9
图 11: 办公家具出货量 (亿美元) 与办公室建造支出 (十亿美元) 对比	9
图 12: 捷昌驱动营业收入与美国办公室建造支出 (百万美元)	10
图 13: 捷昌驱动智慧办公板块收入 (百万美元) 及美国办公家具出货价值	10
图 14: 美国各行业 2018 年人均产值 (万美元)	11
图 15: 美国各行业 2018 年人均企业税后利润 (万美元/人)	12
图 16: 北美办公领域线性驱动市场规模 (亿美元)	13
图 17: 欧洲办公领域线性驱动行业市场规模 (亿美元)	14
图 18: 三家公司人均产值对比 (万美元)	16
图 19: Steelcase 公司下游行业占比	19
图 20: Steelcase 营业收入 (百万美元) 及增速	19
图 21: Steelcase 收入 (百万美元) 地区结构	19
图 22: Steelcase 净利率、净利率与毛利率	20
图 23: Herman Miller 产品占比	22
图 24: Herman Miller 营业收入 (百万美元)	22
图 25: Herman Miller 北美及国际定制合同营业利润 (百万美元) 和利润率	23
图 26: HNI 营业收入 (百万美元) 按产品分类	24
图 27: HNI 集团办公家具业务收入 (百万美元) 和增速	25
表 1: 各国工作环境相关法规	5
表 2: 美国升降办公桌目标行业人群占比 (人数单位: 千人)	12
表 3: 北美办公领域线性驱动市场规模测算 (亿美元)	13
表 4: 欧洲办公领域线性驱动行业市场规模测算 (亿欧元)	14
表 5: 全球主要办公家具企业梳理	15
表 6: 三家公司典型升降办公桌产品对比 (尺寸: 毫米; 重量: 英磅)	16
表 7: Steelcase 典型产品	18
表 8: Herman Miller 典型产品表	20
表 9: HNI 典型产品	23
表 10: 行业内主要海外上市公司 PE 估值对比 (市值统计截止 2020.2.4 收盘)	26

线性驱动产品目前的主要下游包括医疗康护、智慧办公、智能家居等领域，其产品以提升人体舒适度、降低疲劳度为目的，最终客户为终端消费者。

智慧办公作为近几年快速兴起的下游行业，其需求较大程度上影响了行业发展速度，下游龙头厂商的产品结构由传统办公家具，向装有线性驱动的智能办公家具产品转换。本篇报告，我们从下游办公市场的角度，来分析线性驱动的市场空间及渗透率等问题。

一、海外消费升级，行业景气向上

（一）由欧洲向北美渗透，法律法规是重要推手

对工作健康的重视推动产品普及。线性驱动在办公领域的相关应用包括升降办公桌、电控柜子、智能投影仪器等，其中最重要的产品电动升降桌主要分为电动推杆、桌架和桌面三大部分，下游厂商一般采购完整的电动推杆和桌架，然后搭配桌面，集成完整的升降桌。

由于颈椎、腰部、背部等长期久坐所引起的肌肉骨骼疾病对于雇员健康是一个很大的威胁，欧美政府已经出台相应的法规规范办公室工作环境。根据欧盟委员会提出的《关于涉及显示器设备工作的最低安全和健康要求的指示》，雇主有义务评估工作站对雇员健康的影响，并提供空间充足且能灵活调节的工作台；丹麦的《工作场所装饰和固定装置指南》强调工作高度必须适合每个员工和工作职能，如果在技术上无法设置桌子的高度，则可以通过使用例如可调节的工作平台来根据员工的需要来调整工作高度。法律法规的出台有利于可调整办公桌、智能投影仪等智慧办公产品以及各类人体工学产品的普及，并已大量应用于欧美的办公场所。这种健康办公等理念逐渐由欧洲向北美渗透。

表 1: 各国工作环境相关法规

国家	名称	主要内容
德国	Verordnung über Arbeitsstätten	本法旨在确保员工在工作中的安全和健康。雇主应确保其工作场所及设施按照本法的规定建造以及运行，使其不会对安全和健康构成风险。
欧盟	COUNCIL DIRECTIVE on the minimum safety and health requirements for work with display screen equipment	雇主有义务对工作站进行分析，以评估他们为工人带来的安全和健康状况，特别是对视力，身体问题和精神压力问题可能造成的风险。工作台应有足够大的空间；工作椅应稳定，员工可轻松地移动并调整到舒适的位置。
英国	Health and Safety (Display Screen Equipment) Regulations 1992 & 2002	雇主必须为其员工提供可调节的办公家具。没有人的体型完全相同，椅子、书桌和显示屏都需要可调节，以使用户可以改变高度。
美国	United States Department of Labor 职业安全与健康管理局关于工作站组件的要求	雇主有责任为其工人提供安全和健康的工作场所。在工作场所，通过应用人体工程学原理，可以大大减少因身体过度劳累而导致的肌肉骨骼损害的数量和严重程度及其相关成本。 设计合理且经过适当调整的书桌将为您的腿提供足够的间隙，允许正确放置计算机组件和配件，并最大程度地减少尴尬的姿势和劳累。舒适高效的工作站的安装，设置和配置涉及以注意事项：办公桌应能够适应各种工作姿势。
丹麦	A Strategy for Working Environment Efforts up to 2020	丹麦两党派一致同意关注以下工作环境问题：工作中的意外；心理社会工作环境；肌肉骨骼疾病。并决定到 2020 年，将使遭受肌肉骨骼疾病的员工工人

Arbejdspladsens indretning og inventar 工作场所装饰和固定装置指南

数减少 20%。

工作高度必须适合每个员工和工作职能。必须通过使工作台易于调节或高度可调来做到这一点。如果在技术上无法设置桌子的高度，则可以通过使用例如可调节的工作平台来根据员工的需要来调整工作高度。

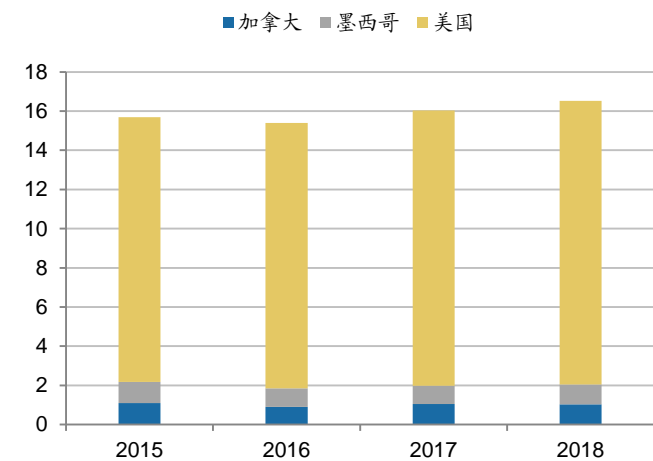
数据来源：美国 OSHA，英国 HSE，丹麦 AMID，EU，广发证券发展研究中心

办公家具当中以座椅、办公桌、储物柜为主要产品。欧美办公家具下游客户多采取整体办公室空间设计及办公家具供应为一体的采购模式，办公家具厂商为客户提供模块化办公系统，包括标准化的办公桌、座椅、挡板、电气线路配件等一体化产品，按照客户要构成办公空间。

全球办公家具市场呈三足鼎立局面。根据 BIFMA 的数据，2018 年全球办公家具市场规模约 581.4 亿美元，其中最大的几个消费市场分别是北美、中国和欧洲地区，其市场规模分别为 165、122、103 亿美元，分别占比 28%、21%、18%；从成长速度来看，中国、印度两个市场增速较高。

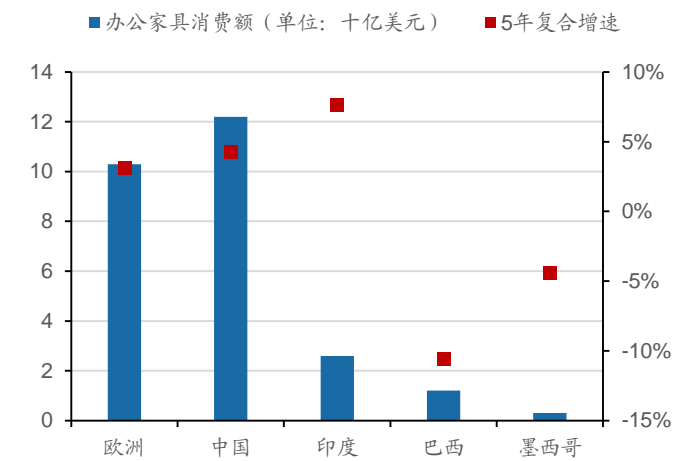
欧美办公家具市场体现出增速稳定、产品结构稳定的特点。以美国市场为例，座椅、模块化办公系统和办公桌三大类市场体积及所占比例比较接近，我们认为这与办公家具多以整体配套销售形式有关。根据 Grand View Research 的报告，2018 年美国模块化办公系统市场规模 33.3 亿美元，办公桌 26.4 亿美元，座椅 33.4 亿美元。近五年占比分别保持在 29%、23%和 29%左右。

图 1：北美办公家具市场空间（十亿美元）



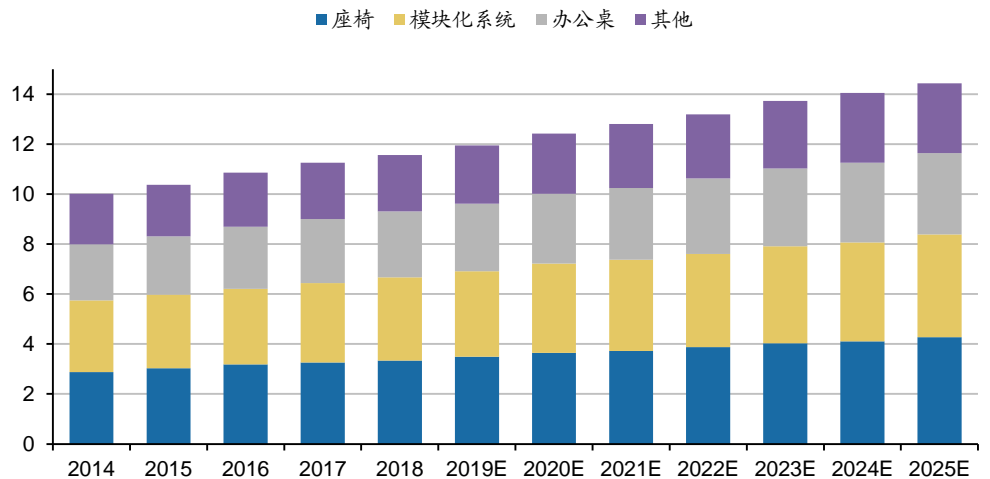
数据来源：BIFMA，广发证券发展研究中心

图 2：部分地区 2018 年家具办公消费额（十亿美元）及五年复合增速



数据来源：BIFMA，广发证券发展研究中心

图 3: 美国办公家具份额分类 (十亿美元)



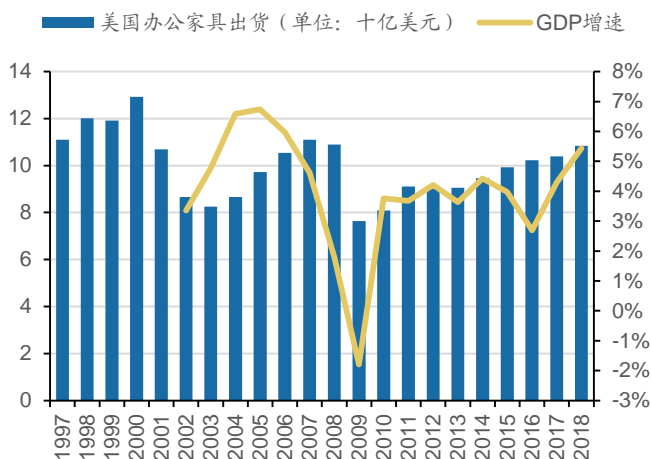
数据来源: Grand View Research, 广发证券发展研究中心

(二) 与宏观经济息息相关, 释放行业增长空间

办公家具行业与宏观经济息息相关。整体来看, 办公家具市场景气度受益于 GDP 和就业人数的增长, 2000 年以来, 欧美办公家具市场与宏观经济形势体现出一致性。美国和欧洲市场分别在 2000 年和 2008 年达到了各自历史最高点的 129.3 亿美元和 10.4 亿欧元。

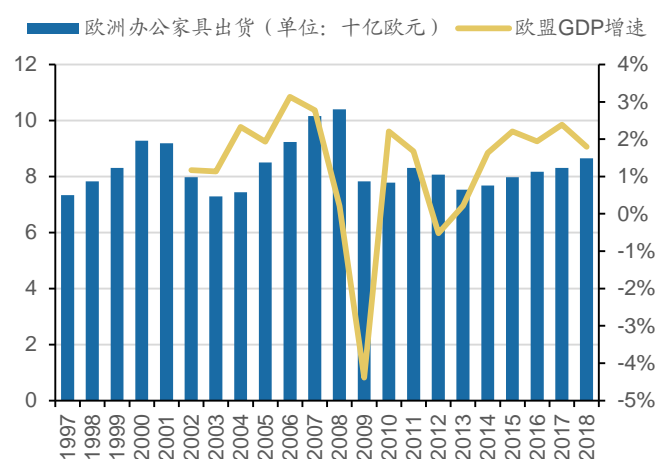
2013 年开始至今, 随着欧美地区, 特别是美国经济逐渐复苏并进入较快增长区间, 从业人数及就业率的增加, 带动办公家具出货量开始稳步回升。2018 年美国 and 欧洲办公家具出货量分别为 100.8 亿元和 86.5 亿欧元, 分别同比增长 4.4%、4.1%。

图 4: 美国 GDP (十亿美元) 及同比增速



数据来源: BIFMA, 美国商务部, 广发证券发展研究中心

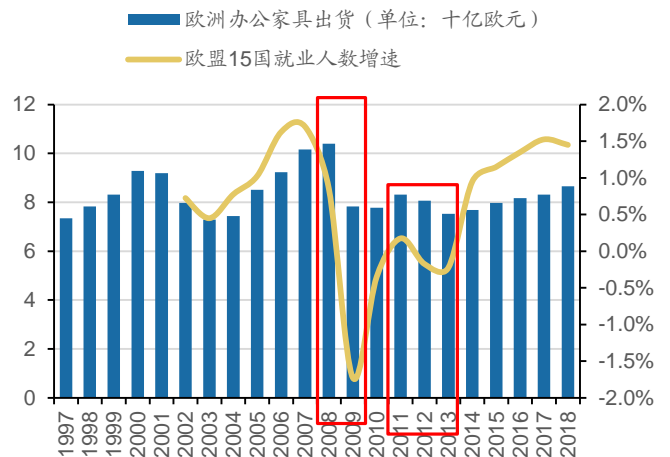
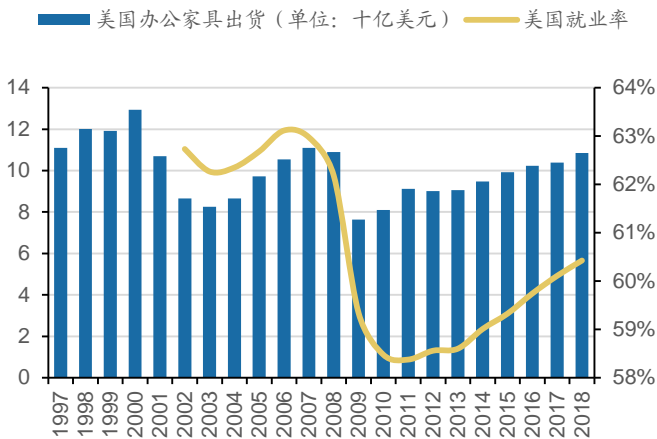
图 5: 欧盟 15 国 GDP (十亿欧元) 及同比增速



数据来源: BIFMA, 美国商务部, 广发证券发展研究中心

图 6: 美国办公家具出货 (十亿美元) 及就业率

图 7: 欧洲办公家具出货 (十亿欧元) 及就业人数增速



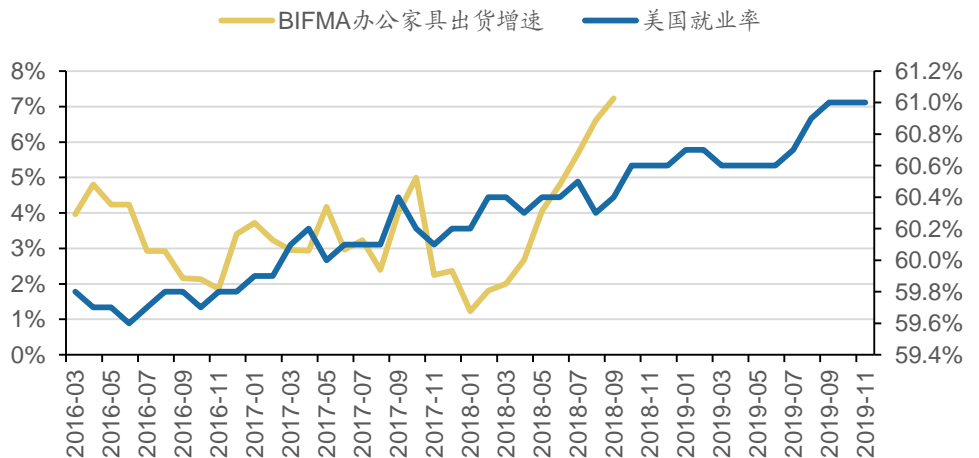
数据来源: BIFMA, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

数据来源: BIFMA, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

就业率能够前瞻性反应办公家具需求。以欧洲为例, 我们拟合了欧洲办公家具出货价值及同期就业人数的增速, 可以看到, 受到欧债危机的影响, 欧洲就业人数在 11-13 年出现短期的下滑, 办公家具出货价值同步下降。

另外, 在美国地区, 我们选取了 BIFMA 办公家具出货增速和美国就业率水平相对比。根据 BIFMA 的数据, 从 2016 年 3 月到 2018 年 9 月美国就业率水平在小幅波动中从 59.7% 逐渐上升到 60.4%, 同期的办公家具出货增速也从 3.96% 上升至 7.23%。当前就业率的变化趋势能够预判 1-2 个月内办公家具出货涨跌趋势。

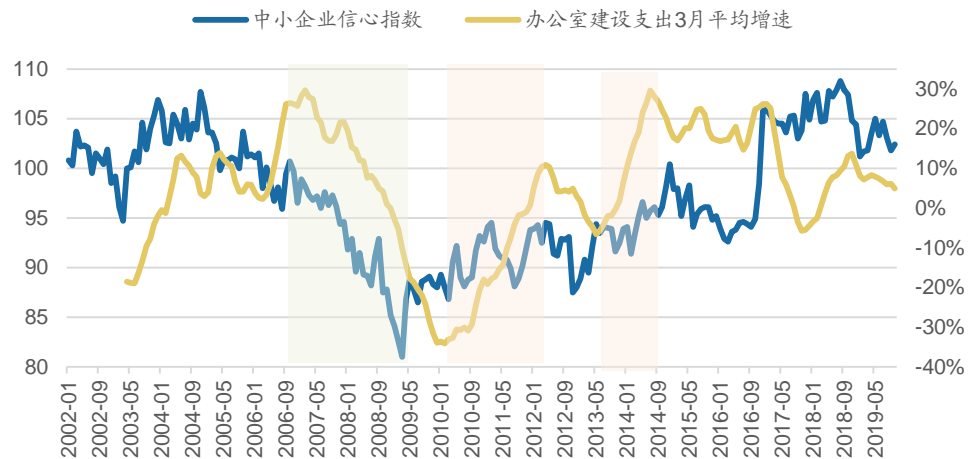
图 8: BIFMA 办公家具出货增速与美国就业率对比



数据来源: 美国商务部, BIFMA, 广发证券发展研究中心

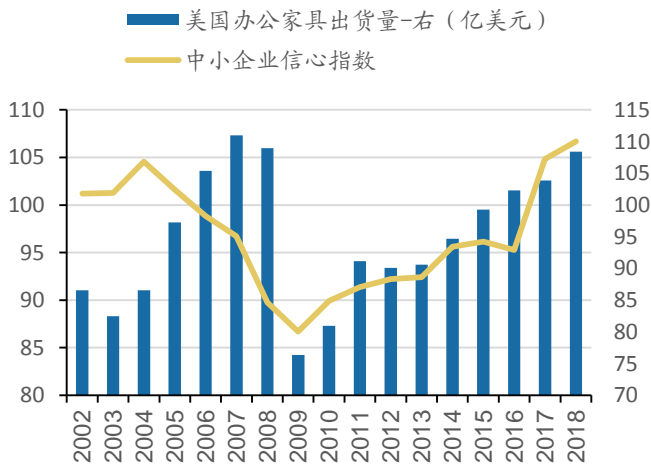
中小企业信心指数领先办公室建造支出 1-2 个季度。中小企业通常对经济周期更为敏感, 其业绩弹性相对更高, 更能反映企业对未来经济趋势的看法。从需求逻辑来看, 中小企业信心指数上升, 建筑订单提升, 办公室建造开支提速, 反之则下降。从数据拟合来看, 根据 NFIB 和美国商务部的数据, **中小企业信心指数、办公室建设支出与办公家具需求有较强的正相关性**, 中小企业信心指数的变化能反映未来 3-6 个月内办公室建设支出与办公家具需求变化趋势。

图 9: 中小企业信心指数与办公室建设支出增速对比



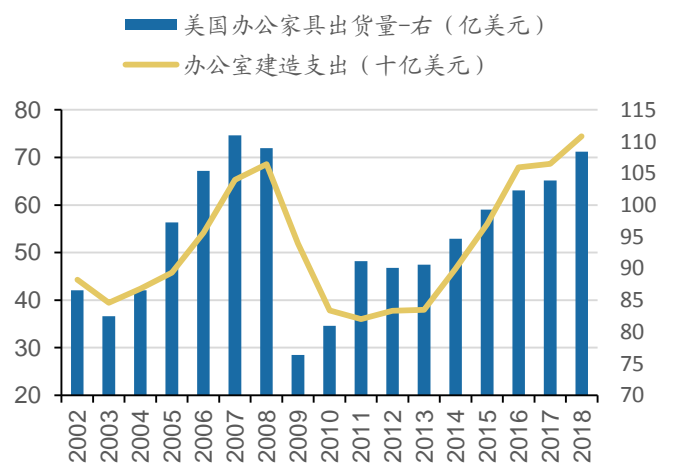
数据来源: Wind, NFIB, 广发证券发展研究中心

图 10: 办公家具出货量(亿美元)与中小企业信心指数对比



数据来源: BFIMA, NFIB, 广发证券发展研究中心

图 11: 办公家具出货量(亿美元)与办公室建造支出(十亿美元)对比

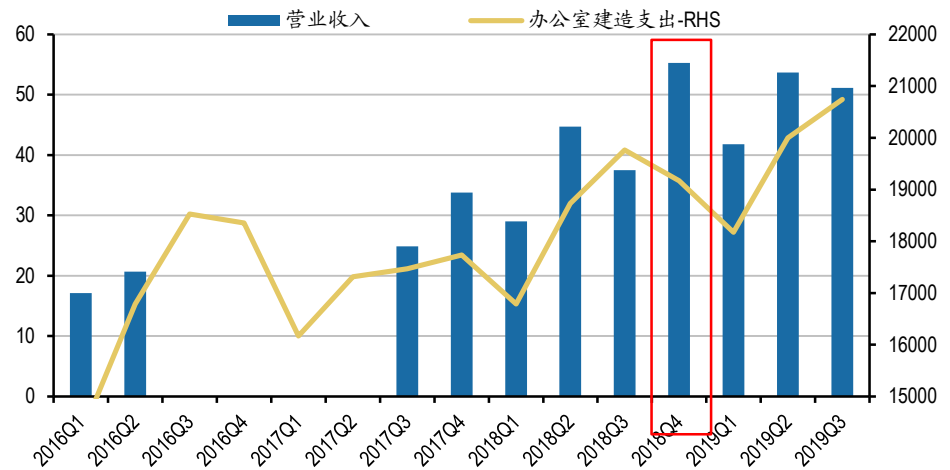


数据来源: BFIMA, 广发证券发展研究中心

捷昌驱动单季度收入规模与美国办公室建造支出规模基本同步, 滞后于美国中小企业信心指数。线性驱动产品作为升降办公桌主要组成部件之一, 其需求变化与下游办公家具市场直接相关。根据年报的披露, 捷昌驱动 2018 年营业收入 11.15 亿元, 其中海外占比近 8 成, 主要为美国地区; 从产品结构来看, 办公领域收入占比在 8 成左右。因而其营业规模与美国办公家具市场景气度相关性较高, 同时还受到智能升降办公桌渗透率提升的影响, 其下游客户包括 Steelcase、Herman Miller、Haworth 等美国办公家具品牌商。可以看到, 公司单季度收入规模与美国办公室建造支出基本同步, 18Q4 出现较大的拟合偏差, 主要在于中美贸易战造成的抢出口现象。

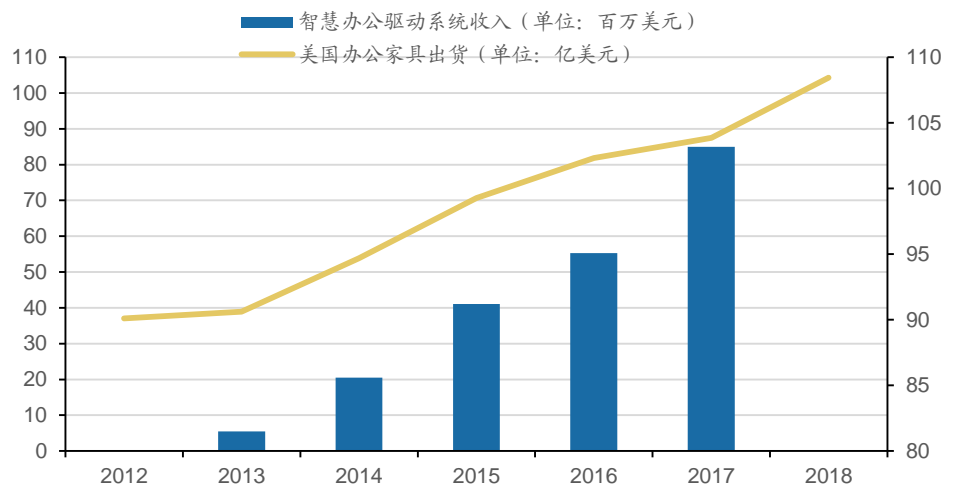
整体来看, 下游办公家具行业的景气度与当地经济形势、就业率有较高相关性。具体到线性驱动市场来说, 国内龙头企业与下游的办公室建造支出规模基本同步, 并滞后于中小企业信心指数约 1-2 个季度, 同时还受到终端智能产品渗透率提升的影响。

图 12: 捷昌驱动营业收入与美国办公室建造支出 (百万美元)



数据来源: 公司季报, 美国商务部, 广发证券发展研究中心

图 13: 捷昌驱动智慧办公板块收入 (百万美元) 及美国办公家具出货价值



数据来源: 公司年报, Steelcase, 广发证券发展研究中心

注: 2018年捷昌驱动并未公布细分口径数据。

二、市场空间测算：高盈利行业有望率先引入

颈椎、腰部、背部等长期久坐带来的职业性创伤，对于办公室员工健康是一个较大威胁。目前健康办公理念逐步在欧洲兴起，并向北美渗透，配套线性驱动系统的升降桌、操作台、投影仪等办公产品应运而生，并已大量应用于欧美的办公场所。

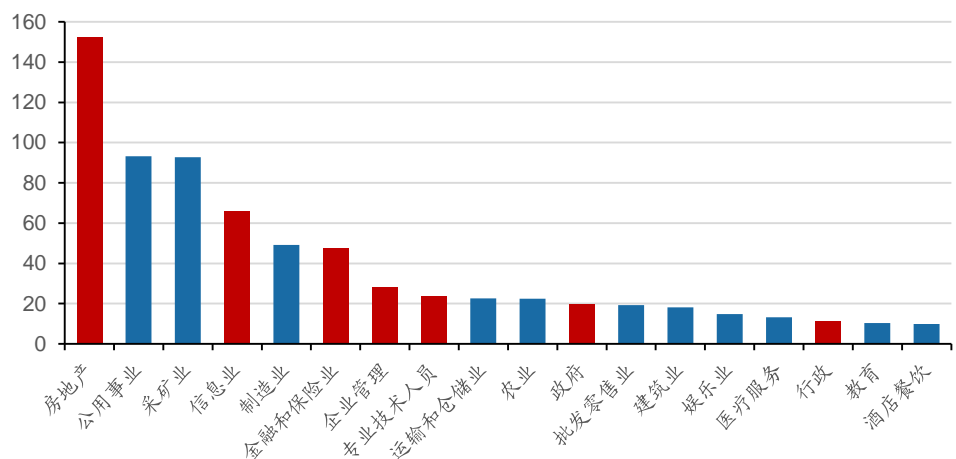
从全球范围来看，美国硅谷地区的互联网公司基本已为自己的员工配置了升降办公桌，欧美的渗透率相对较高。根据捷昌驱动招股说明书的数据，相对国外市场，国内升降办公桌市场尚处于开拓期，渗透率仅为 2% 左右。我们认为主要有两点原因：

- 1. 可升降办公桌产品价格相对较高。**由于定制化程度较高，以及核心零部件的价值量较高，我们从官网上统计了 Steelcase、Herman Miller 的产品价格，终端产品通常在 800-1500 美元/套，而国内普通工位的办公桌基本在每套几百到上千人民币。
- 2. 国内并没有健康办公理念，**市场教育还处于初期阶段。

目前投资者比较关心升降办公桌在国外，特别是欧美地区的理论渗透率上限的问题。考虑到较为先进的产品理念和相对较高的价格，我们认为该类产品的目标客户是长期久坐于办公室、且其人均产值或人均净利润较高的行业，并逐步向其他行业扩散。

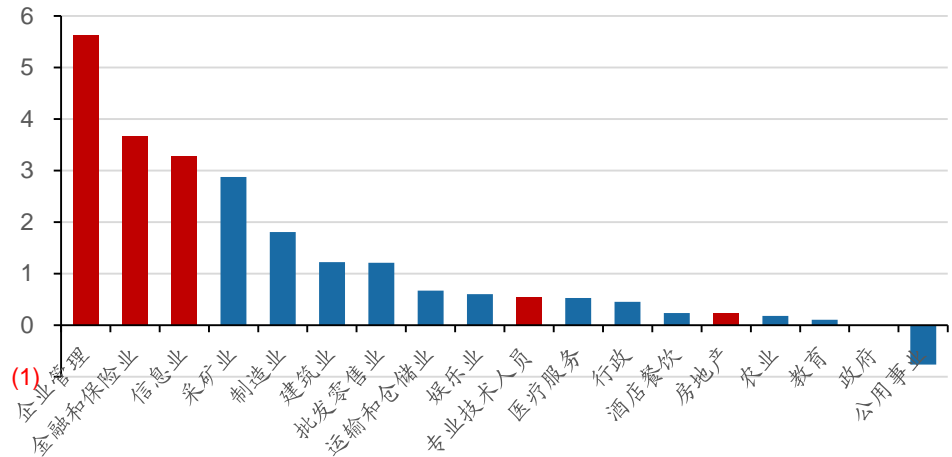
我们进一步测算了美国升降办公桌的理论目标渗透率：根据美国经济分析局的数据，我们统计出了美国各行业的产出和利润总额。其中，人均产值最高的行业分别是房地产、公用事业、采矿业、信息业等，其 2018 年人均产值分别为 152、93、93、66 万美元。考虑到升降办公桌主要应用于办公室场景，具备长期伏案工作的性质，而制造业相关行业更多处于工厂环境中。我们选取了房地产、信息业、金融保险（包括银行、保险、券商和其他金融产业）、企业管理、专业技术人员（包括计算机系统设、法律服务）、政府、行政，其 2018 年人均企业税后利润分别为 0.24、3.27、3.66、5.63、0.55、（政府无数据）、0.46 万美元/人。这些行业的人均产值、人均企业税后利润在各行业排名中靠前，具备长期伏案的工作特征，同时这类企业融资能力比较强，注重外在形象，因此我们认为该行业是有潜力和意愿更新升降办公桌取代传统办公桌。

图 14：美国各行业 2018 年人均产值（万美元）



数据来源：BEA，广发证券发展研究中心

图 15: 美国各行业2018年人均企业税后利润 (万美元/人)



数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

据美国经济分析局的数据, 2018 年房地产、信息业、金融保险、企业管理、专业技术人员、行政、政府就业人数分别为 258.8、277.6、641.4、224.5、1009.8、951.7、2043.5 万人, 上述行业合计 5407.3 万人, 合计同比增长 1.5%。2018 年美国参与生产总人数 14713.5 万人, 我们用选定的行业的从业者人数作为升降办公桌理论目标人群, 根据我们的测算, 上述行业的占比在 36%-37%之间。

(特别说明: 上述仅为我们判断的目标人群占总就业人口的比重, 不构成理论渗透率上限, 请各位投资者谨慎评估)

表 2: 美国升降办公桌目标行业人群占比 (人数单位: 千人)

项目	2015	2016	2017	2018
选定行业总就业人数	51,743	52,600	53,284	54,073
YoY		1.7%	1.3%	1.5%
信息业	2,737	2,752	2,756	2,776
金融和保险业	6,128	6,217	6,329	6,414
房地产	2,349	2,435	2,490	2,588
企业管理	2,072	2,131	2,182	2,245
专业技术人员	9,337	9,630	9,768	10,098
政府	20,063	20,178	20,310	20,435
行政	9,057	9,257	9,449	9,517
美国总就业人数(千人)	140,558	142,531	144,553	147,135
YoY		1.40%	1.42%	1.79%
选定行业占总就业人数的比例	36.81%	36.90%	36.86%	36.75%

数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

我们测算了北美办公领域升降办公桌市场空间:

根据 BFIMA 的数据, 2018 年北美办公家具行业销售规模为 165.3 亿美元, 其中加拿大、美国、墨西哥的规模分别为 10.3、144.8、10.2 亿美元。在产品结构方面, 2018 年北美地区办公家具行业中办公桌相关产品占比为 51.7% (办公桌+模块化系

统)，由此可以测算出办公桌市场规模约为 85 亿美元，其中升降办公桌价值量占比在 25%-30%左右，按照 25%的渗透率计算，对应 2018 年北美升降办公桌市场规模 21.37 亿美元。按照我们的统计，升降桌的终端市场售价在 750 美元左右，按照捷昌驱动招股说明书的披露，一套线性驱动产品的售价在人民币 1000-1200 元左右，则其价值量占比为 25%左右，由此对应 2018 年北美办公领域线性驱动市场空间在 5.34 亿美元。

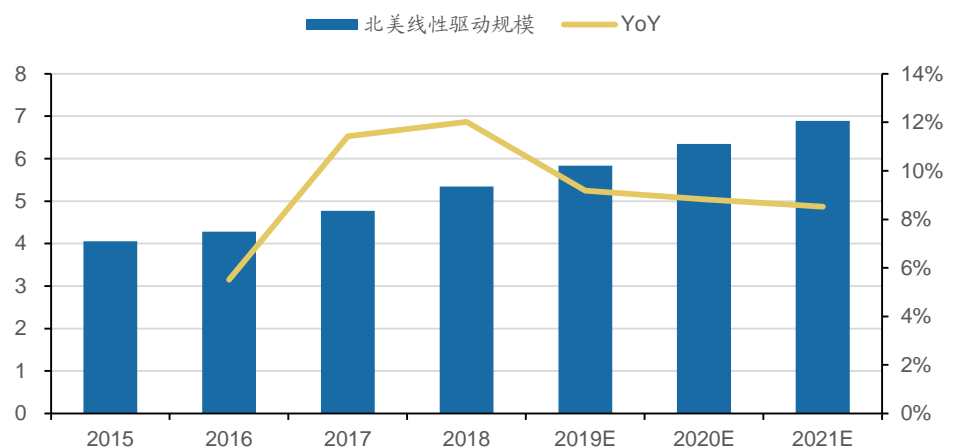
16-18 年北美办公家具行业复合增速 3.6%，我们假设未来行业增速在 3%左右。随着健康办公理念的深入，升降办公桌渗透率的提升是一种必然趋势，我们假设未来 3 年渗透率每年提升 1.5 个 pct。根据测算，2019-2021 年，北美办公线性驱动市场空间分别为 5.83/6.35/6.89 亿美元；在办公家具行业小幅增长、智能产品渗透率提升的背景下，未来北美市场增速有望保持在 8%-10%左右。

表 3: 北美办公领域线性驱动市场规模测算 (亿美元)

项目	2018	2019E	2020E	2021E
北美办公家具市场规模	165.30	170.26	175.37	180.63
YoY	3.05%	3.00%	3.00%	3.00%
加拿大	10.30	10.61	10.93	11.26
美国	144.8	149.14	153.62	158.23
墨西哥	10.2	10.51	10.82	11.15
办公家具中办公桌占比	51.7%			
北美办公桌市场规模	85.46	88.02	90.66	93.38
升降办公桌渗透率	25.0%	26.5%	28.0%	29.5%
北美升降办公桌市场规模	21.37	23.33	25.39	27.55
线性驱动产品价值占比	25%			
北美办公领域线性驱动规模	5.34	5.83	6.35	6.89
YoY	12.02%	9.18%	8.83%	8.52%

数据来源: BFIMA, CSIL, Steelcase, 广发证券发展研究中心

图 16: 北美办公领域线性驱动市场规模 (亿美元)



数据来源: BFIMA, CSIL, Steelcase, 广发证券发展研究中心

我们用相同的逻辑测算欧洲办公领域线性驱动的市场空间：

根据 Steelcase 公司提供的数据，2018 年欧洲办公行业销售规模为 87 亿欧元，考虑到北美办公家具中办公桌占比在 51.7%，我们假设欧洲地区的办公桌占比为 50%，由此测算出 2018 年欧洲办公桌市场规模约为 43.27 亿欧元。欧洲升降办公桌市场渗透率相对较高，约为 30%-35%；按照 30%来测算，对应 2018 年欧洲升降办公桌市场规模 12.98 亿欧元，对应相关线性驱动市场空间约为 3.24 亿欧元。

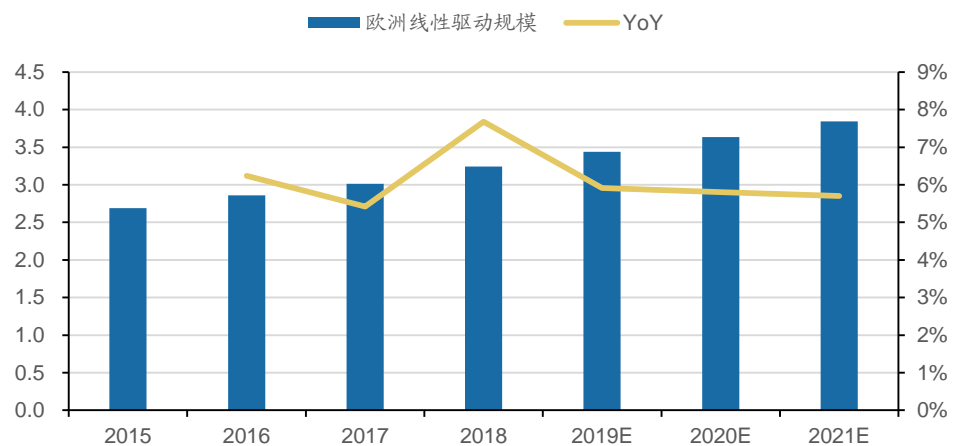
15-18 年欧洲办公家具复合增速 2.77%，类似的，我们假设未来几年的增速保持在 2.5%左右，渗透率每年提升 1 个 pct。根据测算，2019-2021 年，欧洲办公领域线性驱动市场空间分别为 3.44/3.64/3.84 亿欧元，有望保持 5%以上的增速。

表 4：欧洲办公领域线性驱动行业市场规模测算（亿欧元）

项目	2018	2019E	2020E	2021E
欧洲办公家具市场规模	86.53	88.69	90.91	93.18
YoY	4.09%	2.50%	2.50%	2.50%
办公家具中办公桌占比	50%			
欧洲办公桌市场规模	43.27	44.35	45.46	46.59
升降办公桌渗透率	30%	31%	32%	33%
欧洲升降办公桌市场规模	12.98	13.75	14.55	15.38
线性驱动产品占比				
欧洲办公领域线性驱动市场规模	3.24	3.44	3.64	3.84
YoY	7.68%	5.92%	5.81%	5.70%

数据来源：BFIMA, CSIL, Steelcase, 广发证券发展研究中心

图 17：欧洲办公领域线性驱动行业市场规模（亿美元）



数据来源：BFIMA, CSIL, Steelcase, 广发证券发展研究中心

三、全球办公家具厂商梳理

欧洲和美国市场电动升降桌市场较为成熟，面对的客户主要以互联网企业和高端办公场景，其采购通常采用招标项目制，办公家具企业为客户提供办公室整体设计方案和办公家具产品。

目前，全球主要办公家具企业集中于欧美。从营业收入规模来看，美国企业生产规模普遍大于欧洲，年收入 10 亿美元以上的均为美国公司，其中 Steelcase、Herman Miller、Haworth、HNI 四家公司超过 20 亿美元。欧洲企业以 Vitra、Kinnarps 为代表，大多以私营家族企业为主，年营销额均在 5 亿欧元以下。

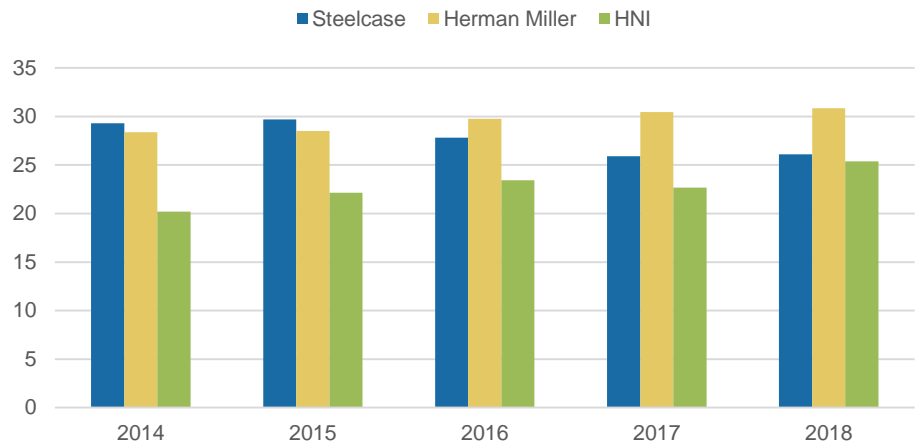
表 5: 全球主要办公家具企业梳理

品牌	成立时间	地区	主要产品	营业收入 (百万美元)	营业利润 (百万美元)
Steelcase	1902	美国	座椅、办公桌、储物柜	3635.7	191.2
Herman Miller	1905	美国	座椅、办公桌、储物柜	2567.2	213.7
Haworth	1948	美国	座椅、办公空间、照明、桌子、储物柜	2140	
HNI	1905	美国	办公家具、壁炉	2257.9	146.2
LA-Z-Boy	1927	美国	沙发	1745.4	137.1
Knoll Inc	1938	美国	办公家具、桌子、座椅、储藏	1302.37	133.5
Global Group	1966	美国	座椅、桌子		
Kimball	1970	美国	座椅、办公桌、储物柜		
KI	1941	美国	座椅、办公桌、隔板、储物柜	768.1	51.3
Vitra	1950	瑞士	座椅、桌子		
Kinnarps	1942	瑞典	座椅、桌子、储物柜、隔板		
Teknion	1981	加拿大	办公桌、储物柜、室内空间设计		
Flexsteel Furniture	1893	美国	家居和办公家具		
NowyStyl Group	1992	波兰	办公家具、软座、座椅		
Ahrend	1896	英国	办公桌、座椅、储物、降噪产品		

数据来源: Bloomberg, 各公司官网、年报等, 广发证券发展研究中心

Steelcase、Herman Miller 和 HNI 是三家领先的美国办公家具品牌商。根据年报披露的数据，上述三家公司 2018 年的营业收入分别为 36.4、25.7、22.6 亿美元，人均产值分别为 26.12、30.85、25.37 万美元/人，生产效率差距不大。自 2014 年以来，Steelcase 人均产值呈下降趋势，Herman Miller 和 HNI 则逐渐上升。具体到升降办公桌来看，Steelcase 旗下拥有 Migration、Flex、AirTouch、Series 5 等产品系列，定价存在一定差别，面对不同市场；Herman Miller 定位相对高端，包括 Nevi、Renew 系列，定价较高。

图 18: 三家公司人均产值对比 (万美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 6: 三家公司典型升降办公桌产品对比 (尺寸: 毫米; 重量: 英磅)

产品系列	尺寸	升降范围	预设升降高度 (速度)	桌脚	噪音	承载	价格 (美元)
Steelcase							
Migration	长 1400,1500,1600,1800	610-1260	4 种 (1.75 英寸/秒)	3 节	<50 分贝	220	1000-2500
	宽 1200,1400,1600						
Flex	长 1150,1500,1800	640-1300	4 种 (1.5 英寸/秒)	2 节	<45 分贝	360	1700-4500
	宽 700,800						
AirTouch	长 1000, 1200, 1500 宽 600, 700	650-1075	4 种 (1.7 英寸/秒)	2 节		150	2600-2800
Series 5	长 1150,1500,1600,1800,1900 宽 700,800	640-1300	4 种 (1.7 英寸/秒)	2 节	<50 分贝	175	2100-3500
HNI							
Avail	长 1400,1500,1600,1800	700-1200	3 种 (9 秒)	2 节			
	宽 1200,1400,1600						
	高 715-1050	640-1300	3 种 (9 秒)	3 节脚			
	长 1400,1500,1600,1800						
宽 1200,1400,1600	700-1200	3 种 (9 秒)	2 节脚				
高 625-1275							
独立	长 1400,1500,1600,1800 宽 700,800,900,1000	640-1300	3 种 (9 秒)	3 节脚			
Envole	独立 长 1800 宽 900 高 748-1200	640-1300	3 种 (9 秒)	2 节脚			
Sizza	双边 长 1400,1500,1600 宽 1400,1600	700-1170	4 种	3 节脚			

高 635-1285

	独立	长 1400,1500,1600 宽 700,800 高 635-1286	610-1260			
	A3	长 1400,1500,1600 宽 700,800 高 635-1286	610-1260	4 种 (1.4 英寸/秒)	250 磅	3000-5000
Altitude	A5	长 1400,1500,1600 宽 700,800 高 635-1286	610-1260		3 节脚	450 磅
	A8	长 1400,1500,1600 宽 700,800 高 635-1286	610-1260	4 种 (1.5 英寸/秒)		3800-4000
Herman Miller						
	Nevi	独立	长 1200,1400,1500,1600, 1800 宽 700,800	700-1200 550-1200	200	4800-5500
	Renew	双边	长 1200,1400,1500,1600, 1800 宽 700, 801 (单边)	700-1200 550-1200	250	1500-3000

数据来源: Steelcase、Herman Miller、HNI 公司官网, 广发证券发展研究中心

(一) Steelcase: 全球最大办公家具厂商

Steelcase成立于1912年,总部位于美国密歇根州,员工超过12000人。公司最初以生产金属纸篓为主,逐渐发展成为全球最大的办公家具生产商,并于1998年在纽约证券交易所上市。公司旗下的产品包括办公座椅、办公桌、存储系统(如书架及存储柜等)、科技产品、空间隔断(如挡板、屏风等)等,客户领域涵盖办公场所、医疗保健和教育行业等。

公司旗下品牌包括主线品牌: Steelcase、Coalesse(2008年合并3个品牌Brayton International, Metro Furniture 和 Vecta成立)和Turnstone; **支线品牌包括:** Designtex(1988年收购)、PolyVision(2001年收购)、Steelcase Health and Education、Orangebox、AMQ(2017年收购)。

根据官网的披露,公司在全球拥有15个工厂,其中9个位于北美地区,在美洲,欧洲,亚洲,中东,澳大利亚和非洲设有办事处和工厂。公司2017年收购了升降办公家具品牌AMQ,后者成立于2009年,是捷昌驱动的主要客户之一,其主要产品为升降办公桌、人体工程学支架、座椅和储物柜。捷昌驱动通过AMQ打入Steelcase供应链体系。

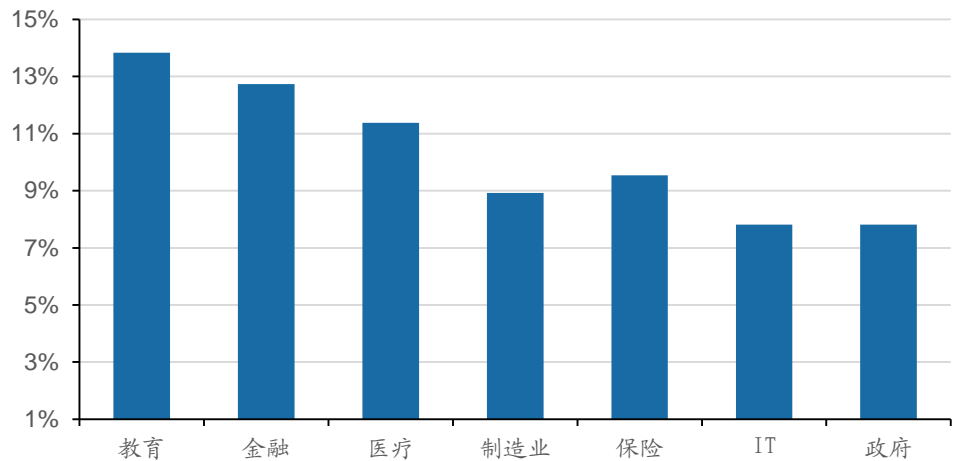
表 7: Steelcase 典型产品

产品	品牌	价格(美元)	尺寸(英寸)	重量(磅)
办公座椅 	Series 1	415	23.5"W 21"D 36.5"H	
客椅 	Bindu	1223	35.5" W 25"D 25" H	
凳子 	Think	799	44.25"W 22"D 22" H	
休闲座椅 	Bob	2189	35"W 4.25"D 41.25"H	
户外座椅 	EMU	1065	24.75"W 23.25" D 32"H	
升降办公桌 	Migration	965	46"W 29"D 22" - 48"H	38
桌子 	Bassline	406	20"D 36"W 13"H	
会议桌 	Groupwork	1385	48"D 96"W 28.5"H	
户外桌 	EMU	484	27.5"D 27.5"W 29.5"H	52
书架 	Depot	817	14"D 60"W 28.25"H	90
文件柜 	Mobile	290	22"D 15.25"W 21"H	60

数据来源: Steelcase 官网, 广发证券发展研究中心

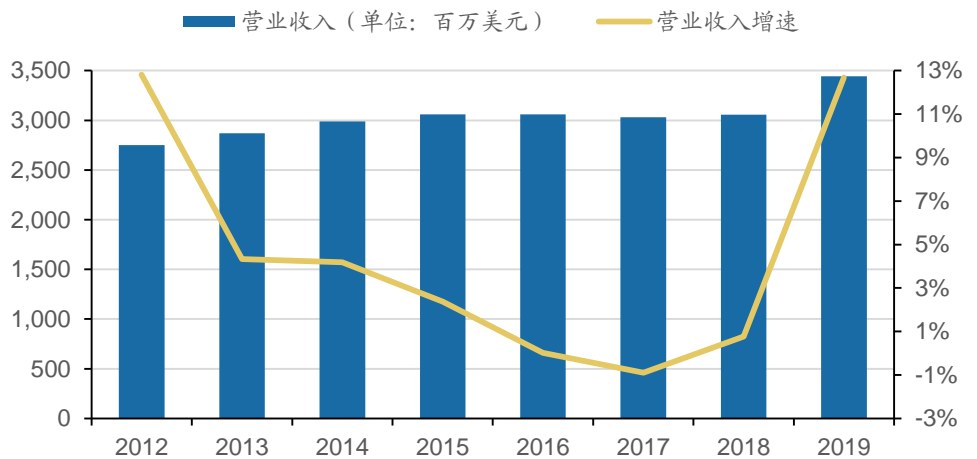
根据Steelcase的财报披露, 2019财年(2018.2.23-2019.2.22)公司收入34.43亿美元, 同比增长12.69%; 按照产品端分类, 座椅和办公系统、储物占比分别为30%和46%。公司下游市场以教育、金融、医疗为主, 占比分别为14%、13%、12%。从地区收入结构来看, 2019财年公司来自美国、EMEA地区的收入占比分别为72%、18%。

图 19: Steelcase 公司下游行业占比



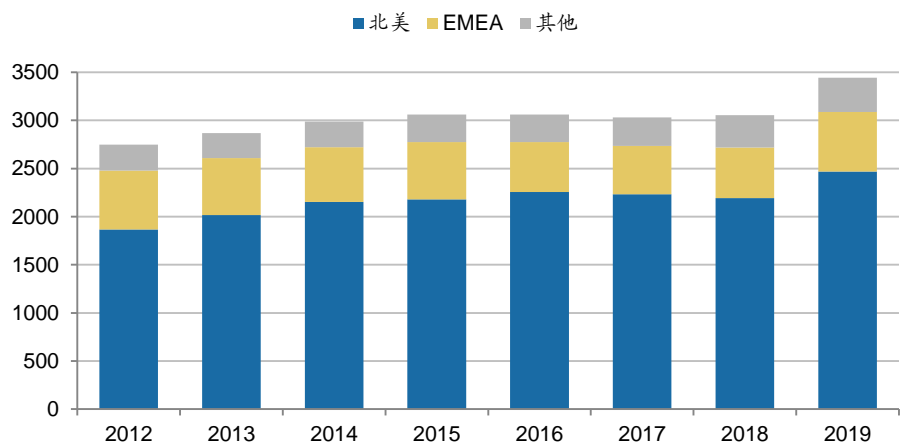
数据来源: Steelcase, 广发证券发展研究中心

图 20: Steelcase 营业收入 (百万美元) 及增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 21: Steelcase 收入 (百万美元) 地区结构

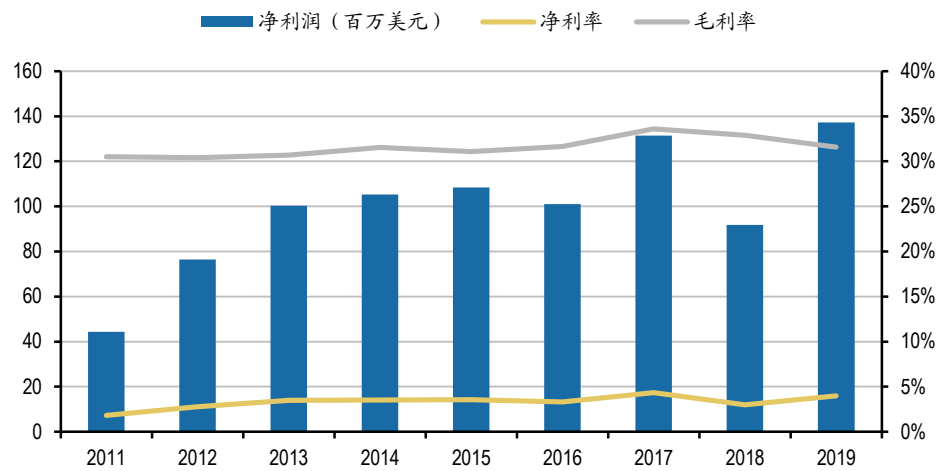


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

公司近几年净利率与毛利率保持相对平稳的态势, 根据年报的披露, 公司净利率基

本保持在3%-4%之间，毛利率保持在30%以上。净利润曾出现一定波动，主要在于2018财年出现较多营业外支出和投资亏损。

图 22: Steelcase 净利率、净利率与毛利率







数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(二) Herman Miller: 定位高端的国际化办公家具厂商

Herman Miller成立于1905年，是一家位于美国密歇根州的跨国家具生产商，最初以生产套房家具为主，当前的产品类别主要分为座椅、办公桌和办公空间、桌子、储藏和临床医用五大类。Herman Miller的主要优势在办公座椅，1976年推出Ergon座椅，由此进入人体工程学办公家具领域，较为典型的Herman Miller产品有Equa椅、Aeron椅、Noguchi桌、Marshmallow沙发和Eames Lounge椅。公司目标市场较为高端，产品定价较高，根据我们从公司官网整理的的数据，其主流产品定价普遍在2000美元以上。

表 8: Herman Miller 典型产品表

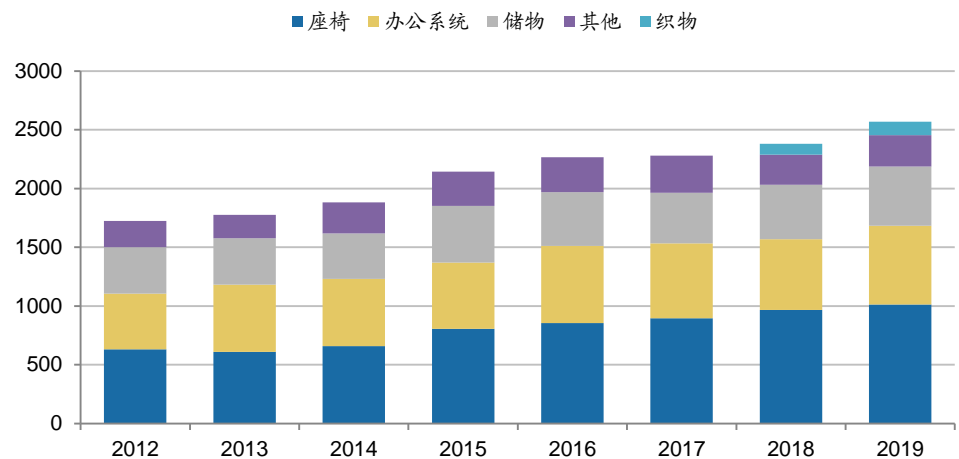
产品	品牌	价格 (美元)	尺寸	重量(磅)
办公座椅	 Aeron	1395	H:38.5" W: 25.75" D:16"	40
客椅	 Keyn	520	H:34.5" W: 23.75" D:21.5"	19.6
堆叠座椅	 Caper	355	H:32" W: 24.25" D:17.25"	19
凳子	 Eames	745	H:40.5" W: 18.75" D:21.5"	27

休闲座椅		Striad	3695	H:42" W: 35" D:36"	
长凳		nelson	1995	H:14" W: 48"/60"/72" D:18.5"	34
户外座椅		Eames	2025	H:38.75" W: 25.75" D:25.75"	
办公桌		Eames	2195	H:29" W: 60" D:28"	165
升降办公桌		Renew	2000	H:28.5" - 47.25" W:48"-72" D:24"-30"	
会议桌		AGL	6790	H:28.4" W:38" D:75"	254
餐桌		Nelson	3130	H:28.5" W:72" D:28.5"	77
休闲桌		Eames 咖啡桌	1295	H:15" W:15" D:15"	
储物柜		Nelson	2815	H:34" W:40" D:18.5"	153
屏风		Eames	3265	H:68" W:60" D:2.5"	40

数据来源：Herman Miller 官网，广发证券发展研究中心

根据Herman Miller的财报，2019财年（2018.6.2-2019.6.1）公司营业收入25.67亿美元，同比增长7.81%，其中座椅产品、办公系统、储物家具收入分别为10.13、6.68、5.05亿美元，占比分别为39.48%、26.02%、19.69%。从地区收入结构来看，2019财年公司66%的收入来自于北美市场，并在美国、中国、意大利和英国设有制造厂。Herman Miller属于高端家具品牌，北美地区的接受度更高。

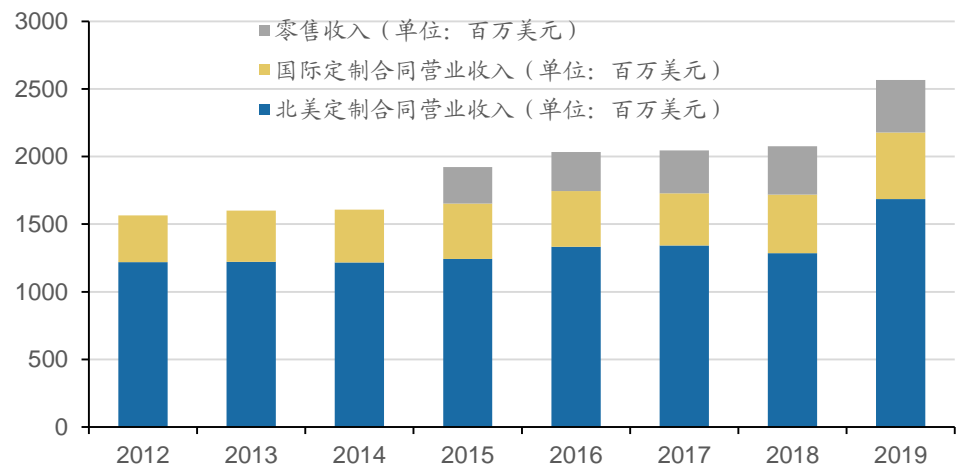
图 23: Herman Miller 产品占比



数据来源: Bloomberg, Herman Miller, 广发证券发展研究中心

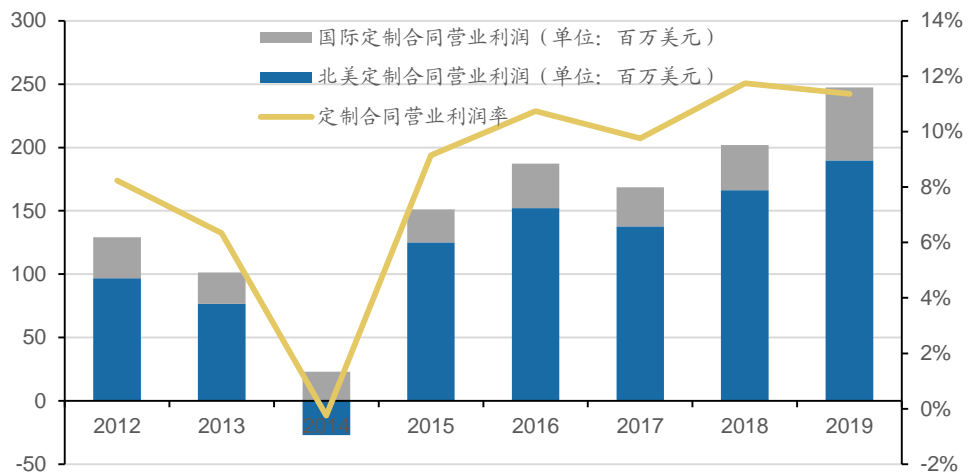
Herman Miller的办公家具收入分为北美、国际定制合同，以及零售收入三部分，前两者ToB，零售业务ToC。办公家具的主要销售形式为招标项目制，包含在整体设计及具体产品。2019财年定制办公合同北美和及国际两部分收入为21.79亿美元，同比增长26.7%，北美部分收入增长明显；其中，定制合同营业利润率11.4%，显著高于零售业务。整体来看，公司2019财年净利润1.69亿美元，同比增长27.6%，净利率6.6%，保持稳定。

图 24: Herman Miller 营业收入 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: Herman Miller 北美及国际定制合同营业利润 (百万美元) 和利润率



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

(三) HNI: 办公家具与壁炉制造商

HNI是一家美国办公家具生产商, 于1944年在爱荷华州成立。公司业务分为办公家具和壁炉产品, 包括金属制和木制的商用和家用办公家具, 以及以天然气、电力、木材为能源的家用壁炉和火炉。

表 9: HNI典型产品

产品	品牌	价格 (美元)	尺寸	重量(磅)
 办公座椅	Ignition	742	41.0"D 27.5"W 47.0"H	61/300
 客椅	Accomdate	814	22.25"D 23.5"W 31.5"H	50/300
 凳子	Motivate	558	23.0"D x 21.0"W x 32.25"H	40/30
 休闲座椅	Flock	1770	23.0"D x 21.0"W x 32.25"H	45/300
 升降办公桌	Avail	700-1200	1800W 900D 748-1200H (毫米)	
 桌子	Ami		42"D 30"H	

会议桌		Ingage	W1600 D800 H748 (毫米)
文件柜		Cube	400W 500D 605H (毫米)
壁炉		Harman	

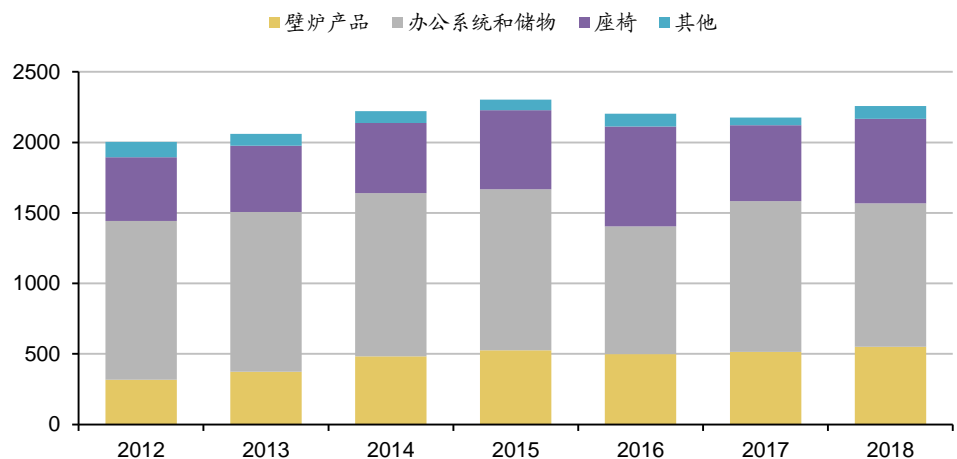
数据来源：HNI 官网，广发证券发展研究中心

公司分成两大业务部门：办公家具Office Furniture和壁炉产品Hearth Products。

- 办公家具部门——主要产品包括办公桌、书柜、椅子、独立办公室隔板和面板系统等，该部门产品品牌包括HON、Allsteel、Maxon、Gunlocke、HBF、OFM、Lamex和HNI India。各个品牌有不同的销售渠道和销售区域，其中Allsteel和Lamex两个品牌产品涉及办公升降桌业务。
- 壁炉产品部门——提供各种燃料的壁炉和配件产品，旗下品牌包括Heatilator、Heat & Glo、Majestic、Monessen、Quadra-Fire、Harman Stove、Vermont Castings等。

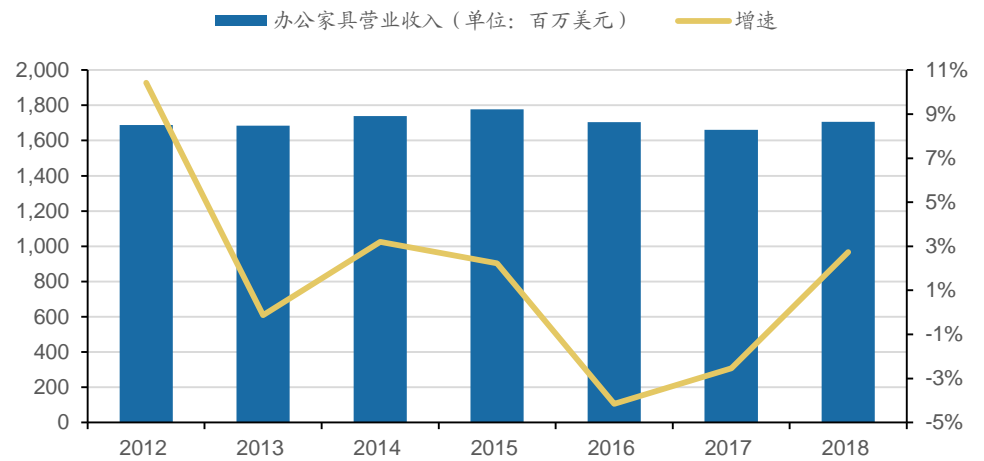
根据HNI集团披露的数据，2018年整体收入22.58亿美元，同比增长3.77%；净利润1.07亿元，净利率4.72%。分产品来看，公司座椅、办公系统和储物业务收入分别为5.98亿美元和10.15亿美元，占比分别为26.5%和45%。公司业务主要分布在北美和亚太地区，在美国、加拿大、中国大陆、香港和新加坡等地设有分支机构。

图 26: HNI 营业收入（百万美元）按产品分类



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 27: HNI 集团办公家具业务收入 (百万美元) 和增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

四、投资建议与风险提示

投资建议:

受到全球人口老龄化、智慧城市推进、健康办公理念兴起等因素影响，线性驱动的下游需求呈现出快速上升趋势。目前，国外市场应用较为广泛，而国内尚处于开拓期。我们建议积极关注线性驱动行业龙头捷昌驱动，公司持续的产品创新、稳定的客户结构、全球化的布局有望构建护城河，公司深挖北美大客户需求、开拓欧洲市场，12-18年收入复合增速50%，呈现持续、快速的成长趋势。

表 10: 行业内主要海外上市公司PE估值对比（市值统计截止2020.2.4收盘）

公司名称	代码	业务类型	单位	市值 /亿元	净利润（百万元）			PE 估值水平		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
Steelcase	SCS.US	办公家具	USD	21.34	137.26	162.50	180.00	15.55	13.13	11.86
Herman Miller	MLHR.US	办公家具	USD	27.89	168.56	202.00	219.50	16.55	13.81	12.71
HNI	HNI.US	办公家具	USD	16.78	106.68	111.00	124.50	15.73	15.12	13.48

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 本表格内公司的盈利预测均来源于Bloomberg一致预期。

风险提示:

毛利率波动的风险: 线性驱动产品当前的毛利率在机械行业中属于较高水平，随着市场规模的进一步扩展，若产品没有后续的创新和技术附加值，行业整体毛利率存在下降的风险。

市场竞争加剧的风险: 国外知名的线性驱动公司进入行业较早，具有稳定的客户群体和市场份额，形成先发趋势；同时，这些企业具有较高的品牌效应和完善的分销渠道，在国内也设立了分子公司，加剧了市场竞争。此外，随着我国线性驱动行业的快速发展，国内主要企业扩大产能，面临市场竞争加剧的风险。

下游行业需求波动的风险: 线性驱动产品目前主要应用于医疗、办公、家居、工业等领域，在渗透率较低背景下，过去几年行业呈现快速发展的趋势。若下游行业盈利水平出现波动，势必会影响其购买升降办公桌等产品的资本支出，行业可能面临需求波动的风险。

中美贸易摩擦的风险: 当前线性驱动市场主要集中于欧洲和北美，而国内厂商近几年快速崛起，中国已经占据全球产能的较大份额。中美贸易摩擦将对企业成本造成较大的额外负担，对于国内厂商来说是一个不利因素。

下游产品应用领域拓展不及预期的风险: 目前，下行驱动的下游行业应用还处于拓展期，新领域、新应用给行业带来持续的增长。若产品应用的横向拓展不及预期，可能会降低整体行业增速，从而给下游需求带来不利影响。

测算美国、欧洲升降办公桌对应线性驱动的市场空间历史数据可能存在偏差: 本文在测算美国、欧洲地区升降办公桌对应线性驱动市场空间时，运用到了升降办公桌

对应整体办公桌市场的价值量比率, 该比率没有官方披露数据, 仅为我们预测数据, 可能与历史真实数据存在偏差。

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富机械行业第一名。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：高级分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。