

捷昌驱动(603583)

深度报告

行业公司研究—专用设备行业—

证券研究报告

打破质疑为成长赋能

——捷昌驱动跟踪报告

✍️：李锋 执业证书编号：S1230517080001
☎️：021-80105916
✉️：lifeng1@stocke.com.cn

报告导读

本文欲打破市场对捷昌的三大疑虑：高增长能否持续、高毛利能否维持及能否有效应对中美贸易战，并长期看好线性驱动产品在智能控制领域的应用以及捷昌驱动的竞争优势。

投资要点

□ 投资建议

我们认为公司中长期收入增长的持续性有望超预期；规模效应和零部件自制率提高能提升毛利率；美国加征15%关税的不利影响已经明晰并且有好转趋势。预计2019-2021年实现营业收入分别为14.61亿元、19.20亿元和25.53亿元，同比增长30.95%、31.38%和32.97%；实现净利润3.00亿元、4.13亿元和5.71亿元，同比增长18.33%、37.35%和38.35%，年均复合增长率31%；我们给予公司2020年1倍PEG，对应PE31倍。目前PE24.7倍，2020年目标价71.92元/股，目前距离20年目标价上涨幅度25.51%。给予买入评级。

□ 中长期收入增长的持续性有望超市场预期

智慧办公驱动系统在北美行业红利仍在，欧洲和国内市场即将放量增长。预计19~21年智慧办公驱动系统销量CAGR达到37%，超越行业21%的增速；2022年60后进入老龄化，支持护理床和移位器等老年用品发展的政策出台，医疗康护驱动系统需求换挡提速接力增长；2019~2022年股权激励行权条件：收入和净利润的CAGR不低于30%和20%，管理层和核心员工与公司业绩深度绑定。

□ 规模效应和零部件自制率提高提升毛利率

1) IPO募投项目、美国工厂和马来西亚工厂2020年陆续投产后公司产能超过30亿元，成为仅次于Linark的全球第二大线性驱动系统生产商，与国内中小型竞争对手相比规模优势明显；2) 钣金件和电机合计占原材料采购金额的50.45%，目前钣金件基本外购，电机50%自产；3) 未来公司可通过规模效应和零部件自制率的提高应对外部价格竞争从而保持毛利率在较高水平

□ 加征关税影响已经明晰并有明显好转趋势

公司通过在美国扩产、马来西亚建厂来等措施应对19年6月起美国对华输美2500亿美元产品新加征15%关税。根据我们测算新加征15%关税对19-21年当年度净利润影响分别为7440万元、7664万元和6573万元。如果中美第二阶段谈判顺利，新加征15%关税降低50%，则对2020~2021年的毛利率可分别提高2.0pct、1.29pct。

催化剂：1) 欧洲或国内市场取得重大突破；2) 中美第二阶段谈判取得积极进展；3) 国家扶植老人用品政策出台；4) 季度业绩超预期

风险提示：1) 人民币兑美元汇率大幅升值；2) 钢材价格持续大幅上升；3) 中美关系再度恶化导致关税税率提高

评级

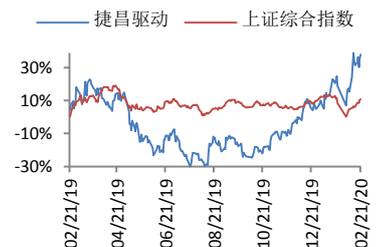
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥57.30

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2019	0.42
2Q/2019	0.51
1Q/2019	0.49
4Q/2018	0.78



公司简介

公司主要产品包括电动推杆、升降柱和控制装置。主要用于智慧办公、医疗康护领域，未来正向智能家居和工业科技领域扩展。

相关报告

- 1 《18年业绩符合预期，19年有望持续高增长——捷昌驱动2018年年报暨2019年一季报点评报告》2019.04.23
- 2 《领先线性驱动行业，分享巨大蓝海市场_捷昌驱动(603583.SH)首次覆盖报告_20190402》2019.04.02

报告撰写人：李锋

数据支持人：李锋

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1116	1461	1920	2553
(+/-)	60.64%	30.95%	31.38%	32.97%
净利润	254	300	413	571
(+/-)	60.90%	18.33%	37.35%	38.35%
每股收益(元)	1.43	1.69	2.32	3.21
P/E	40.18	33.95	24.72	17.87

正文目录

1. 中长期收入增长的持续性有望超市场预期.....	5
1.1. 智慧办公驱动系统欧洲和国内市场将放量增长.....	5
1.1.1. 北美智能升降桌渗透率持续提升，核心市场增长可持续.....	5
1.1.2. “内忧外患”将使公司大力开拓欧洲和国内升降桌市场.....	6
1.1.3. 预计 19~21 年智慧办公驱动系统销量的 CAGR 达到 37%.....	8
1.2. 医疗康护驱动系统需求将于 2022 年进入爆发期.....	8
1.2.1. 60 后 2022 年老龄化，医疗康护驱动系统需求高峰将至.....	8
1.2.2. 政策支持将成为医疗康护驱动系统需求爆发的催化剂.....	9
1.2.3. 预计 2022 年后国内医疗康护驱动系统需求进入爆发期.....	10
1.3. 股权激励行权条件严苛，管理层和员工动力充足.....	11
2. 规模效应和零部件自制率提高提升毛利率.....	12
2.1. 先发优势和高转换成本造就高毛利率.....	12
2.2. 规模效应使得公司更具成本竞争优势.....	12
2.3. 零部件自制率提高可以释放利润空间.....	13
3. 加征关税影响已经明晰并有明显转好趋势.....	15
4. 盈利预测与估值.....	17
4.1. 盈利预测.....	17
4.2. 估值.....	17
5. 风险提示.....	18
5.1. 美元汇率升值可能影响海外收入和净利润.....	18
5.2. 与钢材价格相关原材料采购价格波动风险.....	18
5.3. 中美关系再度恶化可能提高关税税率风险.....	18

图表目录

图 1: 北美坐立交替式办公场景示意图.....	5
图 2: 美国提供/资助可升降工作台比例.....	5
图 3: 2015-2017 年北美前五大客户销售额 (万元).....	6
图 4: 2016-2017 年北美前三大客户销售增速连续超过 30%.....	6
图 5: 2013-2018 年来自不同市场收入占比变化.....	6
图 6: 2015-2020 年全球主要市场线性驱动产品市场份额预测.....	7
图 7: 2013-2017 年来自欧洲市场收入占比维持在较低水平.....	7
图 8: 久坐提高了各种慢性病、致命病的患病风险.....	7
图 9: 颈椎病患者呈现年轻化趋势.....	7

图 10: 某国企研究院使用升降桌	7
图 11: 某互联网科技公司使用升降桌	7
图 12: 建国后三次生育高峰	8
图 13: 60 岁及以上占总人口比例	8
图 14: 君缘五功能电动护理床	9
图 15: 不同类型病床的零售价格	9
图 16: 2017Q3 至 2019Q2 公司单季度毛利率维持在 40% 以上	12
图 17: 公司占美国前五大客户线性驱动产品采购比例	12
图 18: 钣金件、钢材、塑料原料和铝材的采购金额占比达 25.4%	13
图 19: 钣金件、钢材、塑胶原料和铝材采购单价变动幅度较大	13
图 20: 2017 年 Q3 以来公司毛利率变化	15
图 21: 马来西亚对美国出口总额	15
图 22: 2015 年以来海外收入占比一直维持在接近 80% 水平	18
图 23: 人民币兑美元汇率贬值带来汇兑收益越来越多	18
图 24: 钣金件、钢材、塑料原料和铝材的采购金额占比达 25.4%	18
图 25: 钣金件、钢材、塑胶原料和铝材采购单价变动幅度较大	18
表 1: 北美两大传统办公家具厂商主要情况	6
表 2: 预计 2019~2021 年捷昌驱动智能升降桌的线性驱动系统销量 CAGR 达到 37%	8
表 3: 2015~2017 年捷昌在医疗康护驱动领域前五大客户销售情况	9
表 4: 2013 年以来我国出台的主要养老产业扶持政策	10
表 5: 2022 年我国电动病床和护理床需求增速明显提档	11
表 6: 授予的限制性股票的解除限售安排及业绩考核目标	11
表 7: 线性驱动领域国内外主要参与者	12
表 8: 2019-2021 年公司主要原材料的净利润敏感性分析	14
表 9: 新加征 15% 关税对公司 2019-2021 年净利润影响测算	15
表 10: 2018~2020 年预测收入和毛利率拆分	17
表附录: 三大报表预测值	20

市场对捷昌驱动存在三点疑问：1) 目前收入增长主要由智能办公驱动系统带动(智能办公驱动系统收入占比由2013年29%上升至2018年85%，年均复合增长率为95%)，未来增长持续性存疑；2) 线性驱动系统技术壁垒不高，高毛利率能否持续；3) 公司能否有效应对美国第二批对华输美产品加征25%关税带来的不利影响，从而使公司从优秀重回卓越。我们认为公司收入增长可持续并有望继续取得超越行业的增长、毛利率随着规模化效应和零部件自制率提升将会稳定在较高水平、美国对华加征关税的负面影响将随着中美关系缓和以及公司在美国、东南亚新建产能预计将逐步消除。具体分析如下：

1. 中长期收入增长的持续性有望超市场预期

1.1. 智慧办公驱动系统欧洲和国内市场将放量增长

1.1.1. 北美智能升降桌渗透率持续提升，核心市场增长可持续

1) 美国市场智能升降桌正处在渗透率快速提升的阶段。坐立交替式办公理念于2011年开始风靡北美。目前这一健康的办公理念已经从美国硅谷的互联网企业(Facebook、Google和Apple)向华尔街等金融和科研机构蔓延，并日益成为互联网企业吸引人才的重要手段。受坐立交替式办公理念的普及，智能升降桌在美国的渗透率快速上升。根据美国人力资源管理协会(SHRM)在2017年发布的调研数据显示，参与调研的人力资源专员中有44%表示公司会提供或资助可升降工作平台的使用，与2013年相比提升了13pct。美国研究机构Credence Research发布的研究报告也指出，到2025年全球可升降办公平台的市场规模将达到28亿美元，在2017~2025年实现两位数的复合增长。根据一项民意调查显示，美国员工使用站立式办公桌比例自2013年来增长两倍，不少制造业的知名企业包括雪佛龙(Chevron)、英特尔(Intel)、好事达(Allstate)、波音(Boeing)、苹果(Apple)等也开始使用站立式办公桌。

图 1：北美坐立交替式办公场景示意图



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

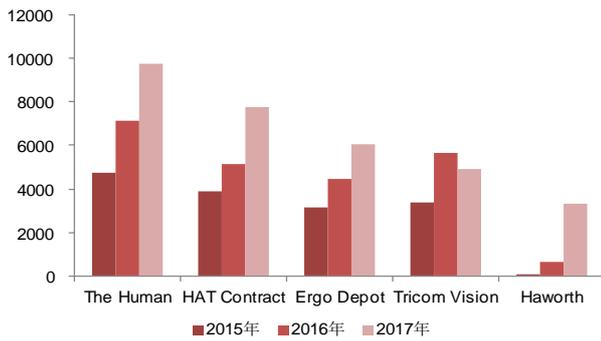
图 2：美国提供/资助可升降工作台比例



资料来源：SHRM 2017 Employee Benefit 报告、浙商证券研究所

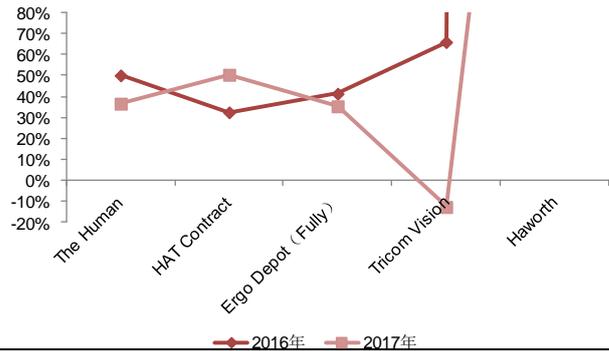
我们判断公司将在北美智能升降桌市场取得超越行业的增长。(1) 公司在北美前五大客户的销售额处于快速增长阶段，2016~2017年增速大都超过30%。公司与北美前五大客户的合作采用ODM模式，美国The Human、HAT Contract和Ergo Depot(Fully)等客户主要从事智能电动办公桌或其他智能办公家具的装配与销售业务。其从公司采购线性驱动系统，然后也从其他供应商处采购办公桌面板、椅子和其他配件。因此与公司业务黏性较强，替代风险较小。公司在招股说明书中对前五大客户2018~2023年销售额增速预测基本在20%以上(除了Haworth预测增速为15%)。根据招股说明书2017年数据，前五大客户销售额占公司当年营业收入的比例在45.76%，公司在北美前五大客户的销售额稳定增长奠定了公司超越行业增长的基础；(2) 公司在传统家具巨头Steelcase和Herman Miller的市场份额提升从而带来超越行业的增量。Steelcase和Herman Mille均是营收超过150亿元的办公家具巨头，公司目前在其销售额仅为小几千万，很多型号产品仍处在测试验证阶段，未来一旦通过产品测试，销售产品型号丰富后销售额将实现爆发式增长；AMQ Solutions(Steelcase的子品牌)是通过并购公司原来的客户Tricom Vision间接成为公司的客户，目前公司销售给AMQ的产品也仅局限于Tricom Vision，未来公司产品进入AMQ本部业务也将取得更大销售收入。

图 3：2015-2017 年北美前五大客户销售额（万元）



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

图 4：2016-2017 年北美前三大客户销售增速连续超过 30%



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

表 1：北美两大传统办公家具厂商主要情况

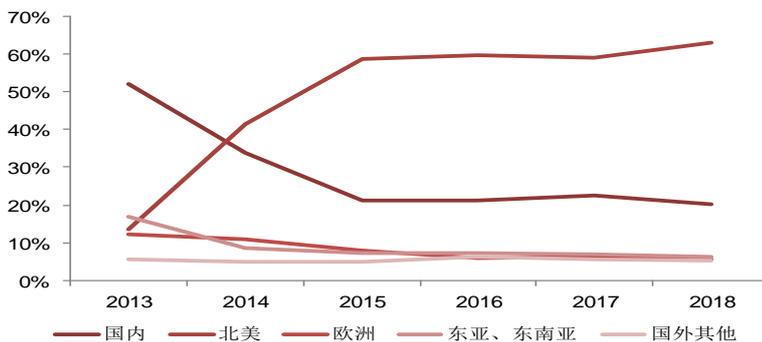
公司名称	主营业务	2018 年收入	2018 年净利润
Steelcase	办公室工作环境装修，主要为商业、教育和医疗等行业服务，产品面向全球销售。主要产品组合包括板材家具、独立家具（比如柜子、桌子以及人体工学的工具等）	231.21 亿元	8.46 亿元
Herman Miller	美国最主要的家具与室内设计厂商之一，主要设计、制造和分销各类环境的室内陈设，包括办公室、医疗保健场所、教育和住宅环境，公司的产品主要卖给独立的办公家具经销商	177.12 亿元	11.07 亿元

资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.1.2. “内忧外患” 将使公司大力开拓欧洲和国内升降桌市场

1) 过去 5 年智能驱动系统来自北美收入占比快速提升，来自欧洲和国内收入占比下降。智能驱动系统来自北美收入占比从 2013 年 13.4% 上升至 2018 年 63.00% 左右，而来自欧洲的收入占比从 2013 年的 12.15% 下降至 2018 年的 5.45%，来自国内收入占比从 2013 年的 51.97% 下降至 2018 年的 20.10%，并且国内收入主要来自医疗康护驱动系统，智能办公桌收入占比相对较少。

图 5：2013-2018 年来自不同市场收入占比变化

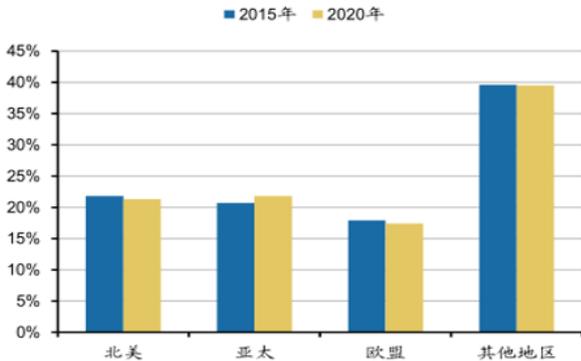


资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

2) 中美贸易摩擦频发，公司将加大欧洲线性驱动系统市场的开拓力度，有助于带来新的增量收入。（1）欧洲是智能升降桌的发源地，其应用成熟，市场规模较大。根据 TECHNAVIO 的数据，2015 年北美和欧洲地区的市场份额分别为 21.8% 和 17.9%。丹麦 LINAK、德国 Dewert OKIN 是欧洲线性驱动市场的领先者。其中 LINAK 在全球医疗器械行业拥有较高市占率，而德国 Dewert 也在全球 50 多个地区设立分支机构。欧洲智能升降桌市场与北美的显著区别是

市场较为分散，拥有众多历史悠久的中小型办公家具品牌商，而北美市场智能升降桌则主要集中在几家大型办公室家具厂商；(2) 公司海外市场率先从北美市场集中突破，中美贸易摩擦的背景下将加大对欧洲市场的开发力度。2017 年公司来自欧洲市场收入仅占总收入的 6.23%，预计未来随着公司加大欧洲市场的开发力度（包括客户开发、品牌并购等方式），来自欧洲的收入将带来增量收入。

图 6：2015-2020 年全球主要市场线性驱动产品市场份额预测



资料来源：TECHNAVIO、浙商证券研究所整理

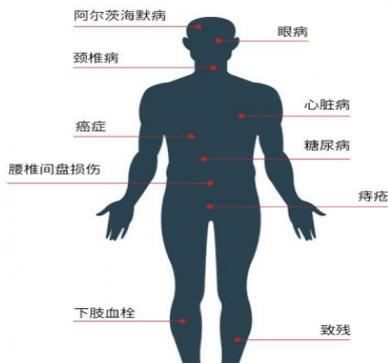
图 7：2013-2017 年来自欧洲市场收入占比维持在较低水平



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所整理

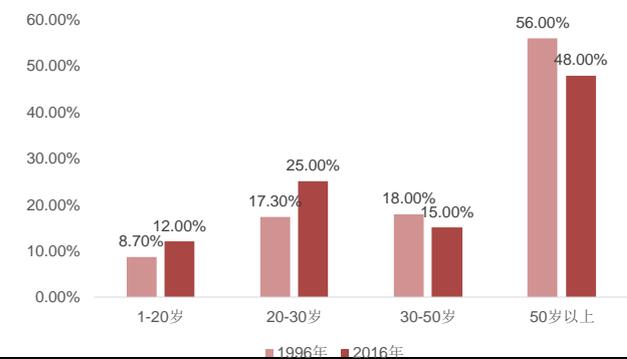
3) 国内健康办公意识觉醒，智慧办公驱动系统蓝海初现。目前近 7 成白领存在亚健康问题，IT 互联网、金融银行、政府国企、高校教育等久坐密集行业人群最为严重。由于长时间低头久坐学习和办公，颈腰椎病患者已经呈现年轻化趋势。2016 年国内一项对 2000 例颈椎病患者展开的调查显示：30 岁以下的患者约 40%，与 1996 年相比提升了 11pct。2017 年上海外服发布《2017 上海白领健康指数白皮书》中指出：上海白领体检异常率连续 6 年走高，从 2011 年 87.6% 上升到 2016 年 95.68%。据乐歌市场部负责人透露，乐歌升降桌已广泛用于国企、高校、互联网科技型公司。

图 8：久坐提高了各种慢性病、致命病的患病风险



资料来源：《生命日报》、浙商证券研究所

图 9：颈椎病患者呈现年轻化趋势



资料来源：互联网公开资料、浙商证券研究所

图 10：某国企研究院使用升降桌



资料来源：浙商证券研究所

图 11：某互联网科技公司使用升降桌



资料来源：浙商证券研究所

1.1.3. 预计 19~21 年智慧办公驱动系统销量的 CAGR 达到 37%

根据我们之前在首次覆盖报告中的测算，到 2021 年线性驱动产品在智慧办公领域的市场规模约为 81.04 亿元，2019-2021 年 CAGR 约为 21%；而国内到 2021 年我国智能升降桌需求量为 192 万套，对应线性驱动系统市场规模为 17 亿元，并且 2019-2021 年 CAGR 约为 50%。根据历史数据计算可知，2015-2018 年捷昌驱动在全球智能升降桌线性驱动市场的市占率由 8.1% 上升至 16.5%，年均提升接近 3pct。预计 2019~2021 年公司智慧办公驱动系统的市占率仍将维持年均 3pct 的速度继续提升，分别达到 19.5%、21% 和 24%。按此测算，公司 2019~2021 年智慧办公驱动系统的销量分别为 104.13 万件、141.18 万和 194.49 万，年均复合增长率达到 37.27%，超越行业 21% 的复合增速。

表 2：预计 2019~2021 年捷昌驱动智能升降桌的线性驱动系统销量 CAGR 达到 37%

项目(单位: 万件)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
全球智慧办公驱动系统销量	236	308	380	456	534	672	810
增速(%)		30.5%	23.4%	20.0%	17.0%	25.9%	20.5%
中国智慧办公驱动系统销量	9	18	35	52	87	128	192
增速(%)		100.00%	94.44%	48.57%	67.31%	47.13%	50.00%
捷昌智慧办公驱动系统销量	19.18	28.89	42.49	75.20	104.13	141.18	194.49
增速(%)		50.6%	47.1%	92.0%	38.5%	35.6%	37.8%
捷昌全球市占率	8.1%	9.4%	11.2%	16.5%	19.5%	21.0%	24.0%

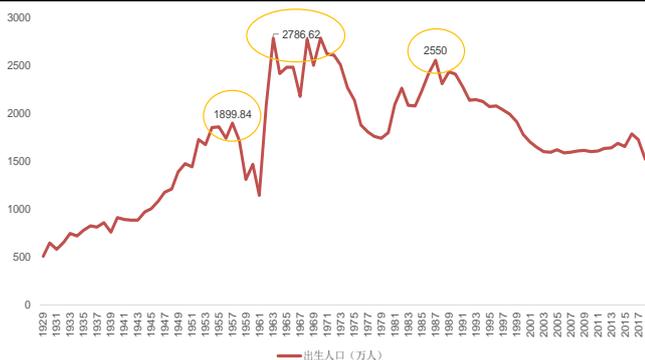
资料来源：中国产业信息网、工信部、浙商证券研究所

1.2. 医疗康护驱动系统需求将于 2022 年进入爆发期

1.2.1. 60 后 2022 年老龄化，医疗康护驱动系统需求高峰将至

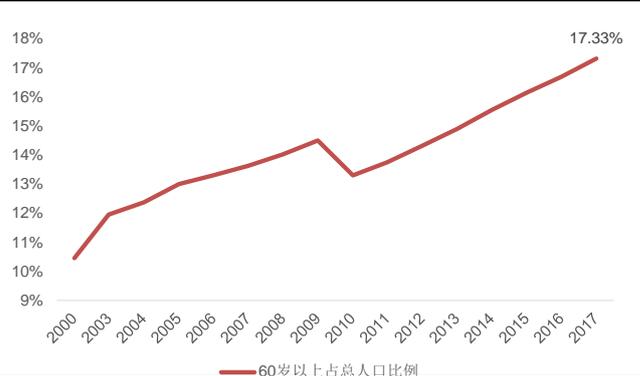
2022 年以后，我国将进入人口老龄化加速阶段。建国以来，我国出现了三次生育高峰，其中，50 年代出现了第一次生育高峰，60 年代出现第二次生育高峰，80 年代出现第三次生育高峰。第一次生育高峰的人口在 2010 年进入了老龄，第二次生育高峰的人口将在 2022 年进入老龄，第三次生育高峰的人口将在 2044 年进入老龄。因此，2022 年后我国老龄化将由快速发展时期进入加速发展时期，预计老龄化的峰值将在 2049 年左右出现。

图 12：建国后三次生育高峰



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 13：60 岁及以上占总人口比例



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

人口老龄化加速增加国内对医疗康护领域的电动床需求，预计医疗康护系统的国内市场将在 2022 年以后出现爆发式增长。国家统计局日前发布的《2018 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2018 年末我国 60 周岁及以上人口首次超过了 0-15 岁的人口。国家卫计委预测，到 2020 年，我国 60 岁及以上老年人口将达 2.55 亿左右，占总人口的 17.8% 左右。2022 年后我国将迎来第二次老年人口增长高峰，预计年均增长 1100 万。老年人口的增加将会促使电动病床和护理床需求的爆发。与板床、手动床相比，电动床使用大都使用直线推杆替代丝杆工作，具有体积小、易清理、工作噪音小等特点，并且在患者身体条件允许的条件下可以自助调节身体状态。电动病床/护理床只需一个遥控器就可

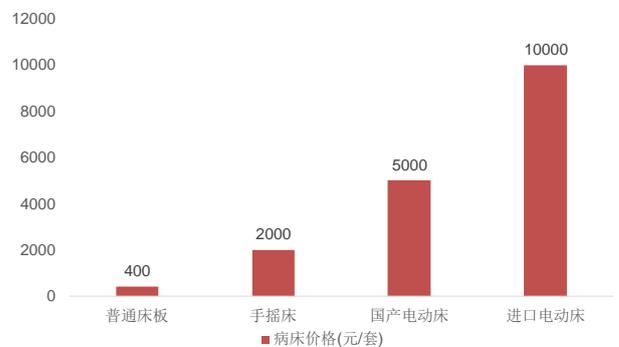
以完成整个护理流程。它模仿健康人自然翻身的姿势和原理，使病人顺利利用电动翻身。针对老人护理，传统的手摇病床给护士带来了繁重的体力劳动，大部分护理人员都有腰背疼痛的身体问题。电动病床能帮助病人在翻身时更轻松自如，护士或护工也不再需要耗费大量体力和时间帮助病人翻身；同时，电动病床的升降功能可以帮助病人上、下床更加容易，有效提升患者的安全性。

图 14：君缘五功能电动护理床



资料来源：君缘官网、浙商证券研究所

图 15：不同类型病床的零售价格



资料来源：京东商城、浙商证券研究所

1.2.2. 政策支持将成为医疗康护驱动系统需求爆发的催化剂

医疗康护驱动系统在发达国家应用成熟，政策支持必不可少。线性驱动系统作为核心动力部件，可广泛应用于医疗康护领域。目前国外主要用于医院、疗养所、各种治疗中心、养老院、私人家庭康复护理等场所，具体应用产品为电动医疗床、疗养所护理床、家庭护理床、病人移位器、升降诊察台、治疗椅、轮椅、电动洗澡椅等。国内主要用于电动病床、护理床、ICU 床、牙科椅、电动轮椅、美容床、按摩器具。医疗康护驱动系统在海外的健康发展离不开政策的支持。(1) 海外发达国家电动病床应用成熟，渗透率高。目前国内医院电动病床的比例仅为 3%-5%，内陆部分地区，电动病床的比例更低。日本 65 岁以上老人可以免费申请护理床，韩国国家对 65 岁以上老人使用护理床补贴 85%。发达国家病床基本实现了电动化。(2) 公司医疗康护驱动系统的主要收入均来自海外客户。根据公司招股说明书披露医疗康护驱动系统前五大客户除衡水恒泽康医疗机械公司之外，其余均为海外公司。其中韩国 SAPEC 为医疗康护驱动系统的第一大客户，2015-2017 年销售收入占比为 18.32%、17.94% 和 18.43%。

表 3：2015~2017 年捷昌在医疗康护驱动领域前五大客户销售情况

2015 年		2016 年		2017 年	
客户名称	销售金额 (万元)	客户名称	销售金额 (万元)	客户名称	销售金额 (万元)
韩国 SAPEC	1662.53	韩国 SAPEC	1990.45	韩国 SAPEC	2261.74
加拿大 Rotec	462.97	加拿大 FIRGELLI	464.30	衡水恒泽康	977.51
台湾 Sunnine	275.92	衡水恒泽康	358.33	印度 BIBUS	361.36
印度 BIBUS	273.67	印度 BIBUS	306.46	土耳其 Otomasyon	300.43
英国 Atuochair	227.94	浙江一达通	302.11	加拿大 Rotec	271.03
合计	2903.03	合计	3421.65	合计	4172.08
医疗康护驱动收入	9076.85		11089.96		12274.26
前五大客户占比	31.98%		30.85%		33.99%

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

政府对于养老产业发展的扶持政策日益细化，后续相关的补贴或税后优惠等扶持政策将会成为国内医疗康护驱动系统需求爆发的催化剂。2019 年之前国务院出台的养老政策主要以搭建养老政策和服务体系为主，2020 年 1 月 10 日工信部等五部委出台的《关于促进老年用品产业发展的指导意见》相对更加具体化，指明了要大力发展功能性老年服装

服饰、安全便利养老照护产品、康复训练及健康促进辅具、适老化环境改善产品，到 2025 年，老年用品产业总体规模超过 5 万亿元。其中捷昌驱动的医疗康护驱动系统可用于多功能护理床、移位器等领域。北京大学人口学系教授乔晓春认为政府出台大量扶持政策而养老产业仍难以兴旺的原因有二：一是老年人的有效需求不足；二是政府大量扶持政策和财政补贴都用于扶持一些原本应该倒闭的机构或是企业，而没有真正地用于对老年人本身的养老支持上。参考国外发达国家优惠政策直接惠及老年人本身，我们预计未来随着政府政策不断细化，将会有新的补贴和税收优惠的政策出台。预计相关扶持政策的出台将成为捷昌医疗康护驱动系统需求爆发的催化剂。

表 4：2013 年以来我国出台的主要养老产业扶持政策

年份	文件名	发布单位	主要内容
2013 年	《关于加快发展养老服务业的若干意见》	国务院	到 2020 年，全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的，功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系。养老服务产品更加丰富，市场机制不断完善，养老服务业持续健康发展。
2016 年	《关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》	国务院	到 2020 年，康复辅助器具产业规模突破 7000 亿元，布局合理、门类齐备、产品丰富的产业格局基本形成，涌现一批知名自主品牌和优势产业集群，中高端市场占有率显著提高。
2016 年	《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》	国务院	全面放开养老服务市场、大力提升居家社区养老生活品质、全力建设优质养老服务供给体系。切实增强政策保障能力。
2017 年	《关于制定和实施老年人照顾服务项目的意见》	国务院	全面建立针对经济困难高龄和失能老年人的补贴制度，发展居家养老服务，鼓励医疗卫生机构与养老服务融合发展，鼓励相关职业院校和培训机构面向老年人开设护理课程或开展专项技能培训等
2017 年	《关于加快发展商业养老保险的若干意见》	国务院	丰富商业养老保险产品供给，为个人和家庭提供个性化、差异化养老保障；推动商业保险机构提供企业年金计划等产品和服务；加快个人税收递延型商业养老保险试点
2019 年	《关于推进养老服务发展的意见》	国务院	提出了六个方面共 28 条具体政策措施，破除发展障碍，健全市场机制，持续完善居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系
2020 年	《关于促进老年用品产业发展的指导意见》	工信部等五部委	到 2025 年，老年用品产业总体规模超过 5 万亿元。发展功能性老年服装服饰、安全便利养老照护产品、康复训练及健康促进辅具、适老化环境改善产品。

资料来源：国务院，工信部等网站、浙商证券研究所

1.2.3. 预计 2022 年后国内医疗康护驱动系统需求进入爆发期

我们判断随着人口老龄化趋势加速和政府未来可能出台的扶持政策催化，我国电动病床和电动护理床的需求将会在 2022 年左右迎来爆发。**关键假设：**1) 2019-2023 年我国人口增速分别为 0.3%、0.25%、0.2%、0.19% 和 0.18%；由于过去五年我国医疗机构床位数复合增速 6.76%，我们预计每千人床位数在 2020 年将会超过之前十三五制定的 6 张/千人的目标。预计 2019-2023 年每千人医疗机构床位数分别为 6.5 张、7 张、7.5 张、8 张和 8 张；2) 2019-2023 年我国 60 岁以上人口增速 1%、1.2%、1.5%、3.09% 和 3.75%，考虑到 2020 年我国第二批生育高峰人口开始密集进入老龄化，我们预计每千老人护理床位数在 2020 年以后会有比较明显的增长，预计 2019-2023 年每千老人护理床位数分别为 31 张、32 张、33 张、35 张和 38 张；3) 预计我国线性驱动系统在医疗康护领域的渗透率从 2017 年 4% 上升至 2023 年 12%；

根据以上假设，我们预计到 2023 年医疗机构需要 1129 万张病床、养老机构需要 1052 万张护理床，其中电动病床和护理床需求 262 万张。2019~2023 年电动病床和护理床需求增速分别为 15.78%、18.64%、27.61%、23.83%、38.82% 和 41.10%。进入 2022 年之后电动病床和护理床需求增速明显提档，其对医疗康护驱动系统的需求也进入爆发期。

表 5：2022 年我国电动病床和护理床需求增速明显提档

项目	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
我国总人口 (万人)	137462	138271	139008	139538	139957	140307	140587	140854	141108
增速 (%)	0.50%	0.59%	0.53%	0.38%	0.30%	0.25%	0.20%	0.19%	0.18%
每千人口医疗机构床位数	5.11	5.37	5.72	6	6.5	7	7.5	8	8
医疗机构床位数 (万张)	702	741	794	837	910	982	1054	1127	1129
增速 (%)	6.27%	5.63%	7.15%	5.44%	8.66%	7.96%	7.36%	6.87%	0.18%
我国老龄人口 (万人)	22200	23086	24090	24949	25198	25500	25883	26683	27683
增速 (%)	4.51%	3.99%	4.35%	3.57%	1.00%	1.20%	1.50%	3.09%	3.75%
每千老龄人口床位数	30.30	31.60	30.90	30	31	32	33	35	38
养老机构床位数 (万张)	673	730	745	746	781	816	854	934	1052
增速 (%)	16.44%	8.53%	2.01%	0.21%	8.03%	10.69%	10.20%	9.34%	12.64%
我国电动病/护理床潜在需求 (万张)	1375	1471	1539	1584	1691	1798	1909	2061	2181
我国电动病/护理床渗透率	3%	3.50%	4%	5%	5%	6%	7%	6%	7%
电动病床/护理床 (万张)	41	51	62	71	85	108	134	185	262
增速 (%)	33.22%	24.90%	19.54%	15.78%	18.64%	27.61%	23.83%	38.82%	41.10%

资料来源：国家统计局、国家卫健委、浙商证券研究所

1.3. 股权激励行权条件严苛，管理层和员工动力充足

2019 年 2 月 21 日公司实施股权激励计划。本次计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 200.00 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 12080 万股的 1.66%。其中首次授予限制性股票 162.70 万股，预留 37.30 万股。激励计划授予的激励对象共计 93 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含子公司，下同）任职的董事、高级管理人员、核心技术及业务人员。授予价格为 20.93 元/股。本计划首次授予的限制性股票在授予日起满 12 个月后分四期解除限售，解除限售的比例为 25%、25%、25%、25%；预留的限制性股票在授予日起满 12 个月后分三期解除限售，每期解除限售的比例分别为 30%、30%、40%。行权条件严格，预计行权期的收入和净利润复合增长率不低于 30% 和 20%。我们认为股权激励行权条件严苛，既彰显了对公司未来发展信心，也促使管理层和核心员工为实现业绩目标而努力奋斗。

表 6：授予的限制性股票的解除限售安排及业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个限售期	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%；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%；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%；以 2021 年的净利润为基数，2022 年的净利润增长率不低于 20%

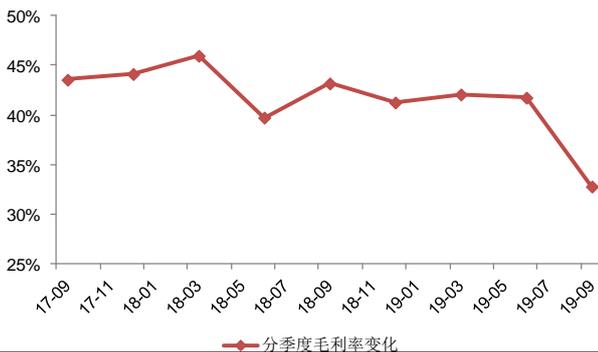
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 规模效应和零部件自制率提高提升毛利率

2.1. 先发优势和高转换成本造就高毛利率

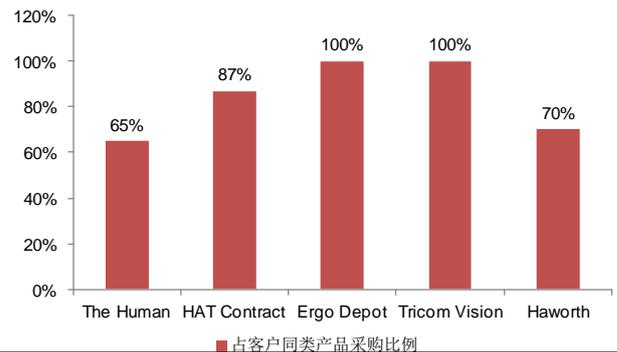
2017Q3至2019年Q2公司的单季度毛利率基本维持40%以上的较高水平(2019年Q3受美国加征关税影响毛利率下降了8.95pct)。我们认为公司毛利率维持在较高水平的原因主要有二:1)与国内同行相比,海外市场开拓早、率先分享了北美智能升降桌渗透率快速提升的行业红利。美国硅谷的智慧办公的潮流始于2011年,公司早在2010年就组织了一支精干的海外销售团队,推行主动营销策略,通过专业性展会宣传等手段提升公司品牌影响力和产品美誉度,预计到2018年公司的营业收入翻了相比2012年已经翻10倍多。在此期间公司在北美的竞争对手只有Linark等少数家。公司在保证产品性能和质量的前提下通过积极的价格策略占领美国智能升降桌市场(力纳克成熟产品的价格比公司贵10%-20%,新产品的价格是公司的2-3倍);2)公司通过ODM形式深度参与客户产品研发,与美国主要客户深度绑定,客户转换成本高。目前美国前五大人体工程学厂商都是公司的客户,这些客户提出自己的功能设想,由于国外跨国企业规模庞大,市场反应速度不够快;而公司对客户的定制要求反应迅速,发货期一般在一个月以内,甚至只需一周。一般这些从公司采购线性驱动系统,然后从其他供应商处采购办公桌面板、椅子和其他配件。他们向公司采购线性驱动系统的比例基本都在60%以上。其中向公司采购的线性驱动产品占其线性驱动采购总额的比例: The Human为65%、HAT Contact为87%、Ergo Depot、Tricom Vision和Haworth均为100%。公司与北美主要客户深度绑定,使得公司在定价过程中掌握一定的主动权。

图 16: 2017Q3 至 2019Q2 公司单季度毛利率维持在 40%以上



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 17: 公司占美国前五大客户线性驱动产品采购比例



资料来源: 招股说明书、浙商证券研究所

2.2. 规模效应使得公司更具成本竞争优势

捷昌驱动 IPO 之前产能约为 90 万套/年, IPO 募投项目将新增 20 万套/年医疗养老康护控制系统、25 万套/年智慧办公驱动系统以及 15 万套智能家居控制系统, 预计 2020 年 IPO 募投产能建成后公司总产能将提升至 150 万套/年。再加上马来西亚最大 70 万套/年产能和美国最大 50 万套/年陆续投产, 公司 2020 年以后总产能将提升至 270 万套/年, 总体设计产值接近 30 亿元。与国内众多竞争对手相比规模优势明显。从竞争格局来看, 全球及国内智慧办公驱动系统均处在快速增长阶段, 竞争对手较少, 行业仍未到低价竞争阶段。目前国外知名的线性驱动制造商主要有丹麦的 LINAK、德国的 Dewert Okin; 国内主要有捷昌驱动、嘉兴礼海、台湾 TIMOTION、青岛豪江、浙江新益、凯迪股份(A18132)和力姆泰克(836388.OC)。2020 年以后公司产能仅次于百年老店 Linark, 与国内主要竞争对手相比规模优势更加明显。

表 7: 线性驱动领域国内外主要参与者

行业主要参与者	成立年份	员工	注册资本(万元)	主要产品	下游应用	2018 年营收规模(亿元)
国外						
LINAK	1907	超过 2000		直线推杆、升降柱、控制医疗、办公、工业器/盒、配件	和家居	40~50 亿
Dewert Okin	1982	超过 500		单驱动器、双驱动器、升家居床、座椅、医		

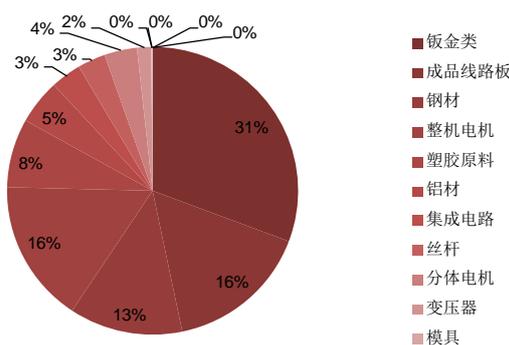
国内	降柱、控制器	疗、办公		
捷昌驱动	2000	1030 12080	直线推杆、升降柱、控制 器	办公、医疗、家居 10 亿左右
凯迪股份	1992	2046 3500	推杆、手控、电源、配件	沙发、按摩椅、医 疗床、办公桌、汽 10 亿左右 配
台湾 TIMOTION	2005	1500	推杆、升降柱、齿轮减速 机、控制盒等	医疗、家具、办公、 工业
嘉兴礼海	2010	300-500 1000	驱动器、控制开关、电源、 配件	家居、医疗、办公、 工业
青岛豪江	2003	300 500	单电机、双电机、控制器、 配件	家居、医疗、家庭 护理
浙江新益	1990	300	电动推杆、升降立柱、控 制器	医疗、家用护理、 家具
力姆泰克	2005	116 3000	螺旋升降机、伺服电动 缸、电动推杆	汽车装备、冶金、 航天军工、港机 约 6000 万元

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2.3. 零部件自制率提高可以释放利润空间

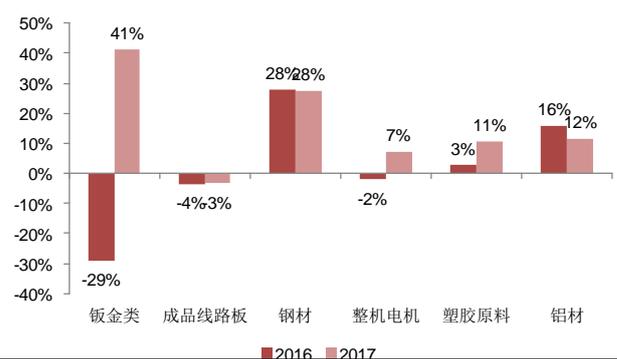
公司原材料主要包括钣金类、成品线路板、钢材、整机电机、塑胶原料、铝材等，2017 年这些原材料采购金额占比分别 30.7%、16.0%、12.6%、16.1%、7.7%、5.0%，合计占比达到 88.1%。其中钣金件、钢材、塑料原料和铝材的采购单价波动较大，而成品线路板、整机电机等零部件的采购单件较为稳定。作为线性驱动产品核心部件的钣金件和电机的采购金额合计占比达 50.4%（分体电机采购金额占比约为 3.6%），因此提高钣金件和电机自制率能够有效降低成本，在维持目标毛利率的前提下可以从容应对来自外部的竞争。

图 18: 钣金件、钢材、塑料原料和铝材的采购金额占比达 25.4%



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

图 19: 钣金件、钢材、塑胶原料和铝材采购单价变动幅度较大



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

目前公司钣金件是外购，电机约有 50%是自己生产，未来随着产销规模不断扩大自己生产更加具备经济性时公司将逐步提高钣金件和电机的自制率。根据我们的敏感性分析，当钣金件的采购金额下降-1%时，2019-2021 年净利润分别增加 213 万元、295 万元和 407 万元；当整机电机的采购金额下降 1%时，2019-2021 年净利润分别增加 85 万元、116 万元和 162 万元。

表 8：2019-2021 年公司主要原材料的净利润敏感性分析

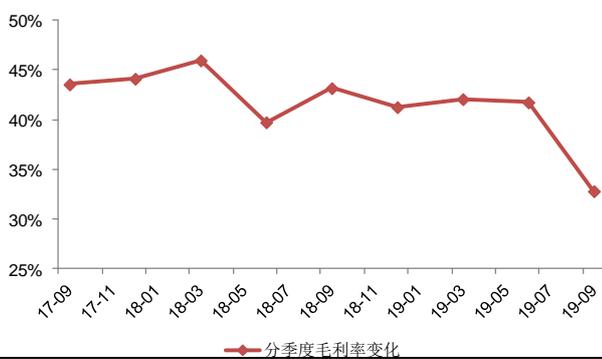
项目	改变量	销售额变化量 (百万元)	变化率	敏感系数	归母净利润变化量 (百万元)	变化率	敏感系数
钣金件-							
2019	+1%	0.00	0.00%	0.00	-2.13	-0.71%	-0.71
2020	+1%	0.00	0.00%	0.00	-2.95	-0.72%	-0.72
2021	+1%	0.00	0.00%	0.00	-4.07	-0.71%	-0.71
成品线路板							
2019	+1%	0.00	0.00%	0.00	-0.92	-0.31%	-0.31
2020	+1%	0.00	0.00%	0.00	-1.40	-0.34%	-0.34
2021	+1%	0.00	0.00%	0.00	-2.12	-0.37%	-0.37
整机电机							
2019	+1%	0.00	0.00%	0.00	-0.85	-0.28%	-0.28
2020	+1%	0.00	0.00%	0.00	-1.16	-0.28%	-0.28
2021	+1%	0.00	0.00%	0.00	-1.62	-0.28%	-0.28
钢材成本							
2019	+1%	0.00	0.00%	0.00	-0.81	-0.27%	-0.27
2020	+1%	0.00	0.00%	0.00	-1.21	-0.29%	-0.29
2021	+1%	0.00	0.00%	0.00	-1.74	-0.31%	-0.31

资料来源：浙商证券研究所

3. 加征关税影响已经明晰并有明显转好趋势

2018年8月美国对华输美的2000亿产品征收10%关税,公司的线性驱动产品也在征税范围内。这次加征的关税由于公司与客户共同承担,加上2018年公司销量大幅增长64%之后带来的规模效应对冲,公司的毛利率从2017年44.95%下降至2018年42.06%,基本保持毛利率的稳定。2019年6月1日起美国又将之前对华输美2500亿商品的关税提高至25%。公司19年三季度毛利率下滑至32.79%,为近年来最低。根据我们分拆,预计新增的15%关税公司自己承担了13.61%。因此2019年6月新增15%关税对公司毛利率影响很大。如果未来对美关税保持现有水平,公司的净利润将受到重大影响。为了应对美国加征关税的不利影响,公司通过在美国子公司在马来西亚设立工厂,未来出口至美国的商品将由马来西亚工厂来生产。马来西亚对进口商品征收5%~10%的从价税,整体税率水平较低,但是目前并没有与美国签订FTA,出口至美国商品享受最惠国税率。美国对进口商品中37%的税目施零关税,主要为机械、电子产品以及化工、钢材和纸制品。因此国内制造业行业公司如果在马来西亚设立制造基地,产品从马来西亚出口至美国,则增加的关税只有5%-10%的进口关税,出口至美国零关税。这样面临的关税水平与美国将关税税率由10%提升至25%之前从国内出口至美国的关税水平相差不多甚至更低。

图 20: 2017 年 Q3 以来公司毛利率变化



资料来源: 招股说明书、公司公告、浙商证券研究所

图 21: 马来西亚对美国出口总额



资料来源: 马来西亚央行、Wind、浙商证券研究所

考虑到公司在美国收入增长以及美国、马来西亚新建产能的投产,我们预计2019-2021年新加征15%关税对当年度的净利润影响分别为7440万元、7664万元和6573万元。具体测算过程如下:

关键假设: 1) 新加征15%关税中公司承担13.61%关税保持不变; 2) 为了应对美国贸易战,公司加大力度开拓欧洲等非美市场,2019-2021年美国收入占比分别为68%、65%和62%; 3) 美国工厂设计产值3亿,最大产值5亿;马来西亚工厂设计产能50万件,最大产能70万件;预计美国工厂19年底达产,2020-2021年分别实现销售收入3亿、4亿,马来西亚工厂预计2020年6月达产,2020-2021年分别实现销售收入3.85亿、7亿; 4) 公司上下半年收入之比为45:55。

表 9: 新加征 15% 关税对公司 2019-2021 年净利润影响测算

项目	2019 年	2020 年	2021 年
出口至美国收入 (万元)	99376.39	124799.31	158283.75
马来西亚工厂最大产能 (万元)		70000.00	70000.00
美国工厂最大产能 (万元)		30000.00	40000.00
需交付关税的收入 (万元)	54657.01	56299.31	48283.75
公司承担关税税率	13.61%	13.61%	13.61%
公司承担关税成本 (万元)	7440.11	7663.67	6572.56

资料来源: 浙商证券研究所

如果中美第二阶段谈判顺利，新加征 15% 关税降低 50%，则对 2020~2021 年的毛利率可分别提高 2.0pct、1.29pct；如果新加征 15% 关税完全取消，则 2020~2021 年的毛利率可分别提高 4pct、3.58pct。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

关键假设:

1) 收入假设:

销量方面: 预计 2019~2021 年智慧办公驱动系统销量增速分别为 38%、36%、38%; 医疗康护驱动系统销量增速分别为 23%、21%、22%; 智能家居控制系统销量增速分别为 45%、150%和 67%。

价格方面: 预计 2018-2020 年智慧办公驱动系统单价增速分别为-4%、-3.3%、-3%; 医疗康护驱动系统单价增速分别为-2.0%、-1.5%、-1.0%; 智能家居控制系统单价增速分别为-2%、-2%和-2%。

2) 成本假设:

预计 2019~2021 年智慧办公驱动系统成本增速分别为 47%、28%、30%; 医疗康护驱动系统成本增速分别为 21%、19%、20%; 智能家居控制系统成本增速分别为 42%、145%和 63%

3) 毛利率假设:

考虑到公司销量快速增长带来规模效应会使原材料采购价下降, 从而抵消产品均价下降对毛利率的影响, 但是由于出口至美国市场的产品新加征 15%关税由公司承担了其中大多数, 并且加征关税对毛利率的影响会在 2020 年马来西亚工厂投产后得到缓解, 公司的毛利率在 19 年下滑后将于 2020 年、2021 年逐步恢复。因此我们预计 2019~2021 年智慧办公驱动系统毛利率分别为 38.10%、39.55%、41.10%; 医疗康护驱动系统中规模效应带来的原材料采购价格下降抵消产品价格的下降, 毛利率基本维持不变。我们预计 19-21 年医疗康护驱动系统的毛利率分别为 32%、32%、32%; 智能家居控制系统毛利率由于销量较少, 毛利率未达到大批量生产条件下稳定状态, 我们假定分别为 40%、40%和 40%

表 10: 2018~2020 年预测收入和毛利率拆分

项目	2018A	2019E	2020E	2021E
收入-智慧办公驱动系统(万元)	94000	124959	163820	218918
收入-医疗康护驱动系统(万元)	15572	18830	22416	26966
收入-智能家居控制系统(万元)	1660	2352	5762	9412
毛利率-智慧办公驱动系统	44.00%	38.10%	39.55%	41.10%
毛利率-医疗康护驱动系统	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
毛利率-智能家居控制系统	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源: 浙商证券研究所

根据以上假设, 我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 14.61 亿元、19.20 亿元和 25.53 亿元, 同比增长 30.95%、31.38%和 32.97%; 实现净利润 3.00 亿元、4.13 亿元和 5.71 亿元, 同比增长 18.33%、37.35%和 38.35%, 年均复合增长率 31%; 对应 EPS 为 1.69 元/股、2.32 元/股和 3.21 元/股。

4.2. 估值

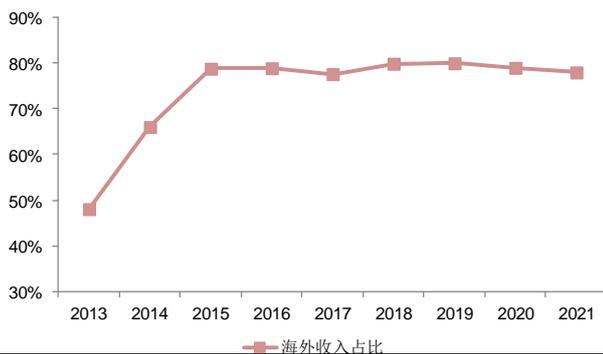
由于凯迪股份目前仍在 IPO 排队过程中, 目前 A 股中与捷昌驱动可比上市公司仅乐歌股份(300729.SZ)一家, 并且乐歌股份主营业务为显示器支架、智能升降桌以及电视挂架、电视推车、智能健身车等多种产品, 主要为线性驱动系统的下游应用领域, 并且目前市场中并无对乐歌股份 19-21 年的盈利预测与估值。考虑到公司较高的盈利能力(预计 2019 年净利率 20.56%、ROE 为 17.05%)和净利润增速(未来三年 CAGR 为 31%), 我们采用成长股通用的 PEG 估值法, 给予公司 2020 年 1 倍 PEG, 对应 PE31 倍。目前 PE24.7 倍, 2020 年目标价 71.92 元/股, 目前距离 20 年目标价上涨幅度 25.51%。给予买入评级。

5. 风险提示

5.1. 美元汇率升值可能影响海外收入和净利润

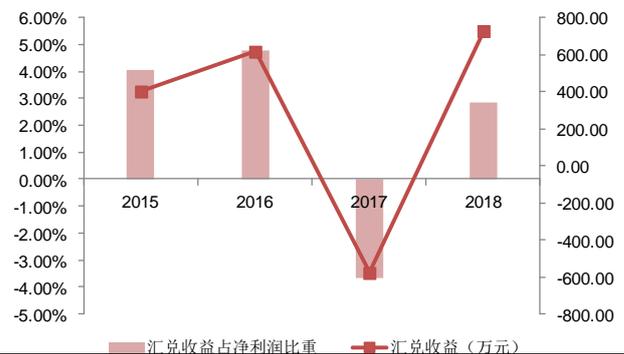
美元汇率变动对公司净利润的影响有两个途径: 1) 公司销往产品均以美元定价, 美元升值一方面会抑制海外需求, 其次海外收入折算为人民币收入时也会相应减少; 2) 美元升值将通过影响公司持有美元资产敞口期末值而产生的折算差异, 进而影响公司净利润。根据我们对 2019 年的盈利预测进行的敏感性分析的结果显示: 人民币兑美元汇率每贬值 1%, 营业收入增加 268 万元, 净利润增加 490 万元, 收入和利润的敏感系数分别为 0.18 和 1.63; **人民币兑美元汇率贬值, 将会给公司带来一定汇兑收益。** 如果未来美元汇率大幅升值, 将对公司海外收入和汇兑损益产生不利的影响。随着公司收入规模的不断扩大, 海外收入及资产越来越多, 公司仍然面临着一定的汇率风险。

图 22: 2015 年以来海外收入占比一直维持在接近 80% 水平



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

图 23: 人民币兑美元汇率贬值带来汇兑收益越来越多

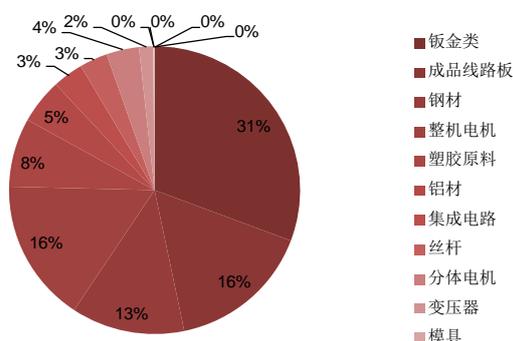


资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

5.2. 与钢材价格相关原材料采购价格波动风险

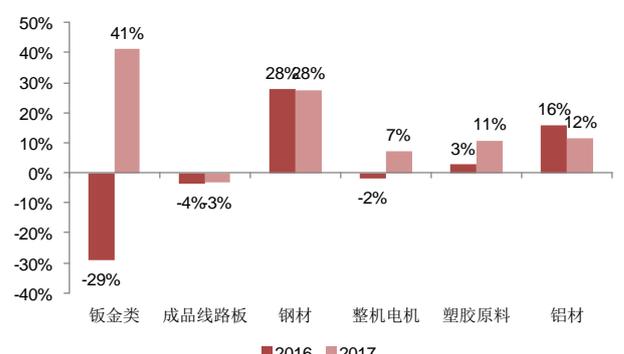
公司原材料主要包括钣金类、成品线路板、钢材、整机电机、塑胶原料、铝材等, 2017 年这些原材料采购金额占比分别 30.7%、16.0%、12.6%、16.1%、7.7%、5.0%, 合计占比达到 88.1%。其中钣金件、钢材、塑料原料和铝材的采购单价波动较大, 而成品线路板、整机电机等零部件的采购单件较为稳定。钣金件和钢材的采购金额合计占比达 46.7%, 而钣金件和钢材与钢价波动高度相关。因此, 当钢价持续大幅波动时, 钣金件和钢材的采购成本也会跟随钢价而大幅波动, 从而通过影响毛利率进而影响到公司的净利润。

图 24: 钣金件、钢材、塑料原料和铝材的采购金额占比达 25.4%



资料来源: 招股说明书、浙商证券研究所

图 25: 钣金件、钢材、塑胶原料和铝材采购单价变动幅度较大



资料来源: 招股说明书、浙商证券研究所

5.3. 中美关系再度恶化可能提高关税税率风险

公司通过在美国、马来西亚新建产能将美国 2019 年 6 月 1 日起将之前对华输美 2500 亿商品的新加征关税影响降至最低。我们预计 2019-2021 年新加征 15% 关税对当年度的净利润影响分别为 7440 万元、7664 万元和 6573 万元。考

考虑到中美第一阶段谈判取得积极进展,如果中美第二阶段谈判顺利,新加征 15%关税降低 50%,则对 2020~2021 年的毛利率可分别提高 2.0pct、1.29pct;如果新加征 15%关税完全取消,则 2020~2021 年的毛利率可分别提高 4pct、3.58pct。但是,如果中美关系再度恶化,美对华输美商品再度提高关税,则又会对公司净利润形成冲击。根据我们的敏感性测试,如果关税成本增加 1%,2019~2021 年净利润将会减少 0.2%、0.16%和 0.11%。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1487	1894	2225	2764
现金	563	1210	1323	1560
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	128	160	204	269
其它应收款	41	47	64	87
预付账款	8	8	11	15
存货	196	284	377	505
其他	551	186	247	328
非流动资产	430	485	681	871
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	276	273	383	498
无形资产	103	127	142	164
在建工程	24	59	128	182
其他	27	26	28	28
资产总计	1917	2379	2906	3635
流动负债	327	431	545	703
短期借款	0	0	0	0
应付款项	232	320	412	535
预收账款	18	32	38	49
其他	77	79	96	119
非流动负债	7	7	6	7
长期借款	0	0	0	0
其他	7	7	6	7
负债合计	334	438	552	710
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1583	1941	2354	2925
负债和股东权益	1917	2379	2906	3635
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	223	632	295	424
净利润	254	300	413	571
折旧摊销	29	20	25	33
财务费用	(10)	(13)	(17)	(18)
投资损失	0	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(504)	416	(32)	(43)
其它	453	(72)	(74)	(101)
投资活动现金流	(703)	(56)	(199)	(205)
资本支出	(97)	(50)	(200)	(200)
长期投资	0	0	0	0
其他	(606)	(6)	1	(5)
筹资活动现金流	808	70	17	18
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	808	70	17	18
现金净增加额	328	647	113	237

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1116	1461	1920	2553
营业成本	647	916	1177	1529
营业税金及附加	10	12	14	18
营业费用	71	92	119	156
管理费用	60	77	100	130
研发费用	49	66	86	115
财务费用	(10)	(13)	(17)	(18)
资产减值损失	11	15	21	27
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	20	20	20
其他经营收益	22	40	50	60
营业利润	299	356	489	676
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	300	357	490	676
所得税	46	56	77	106
净利润	254	300	413	571
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	254	300	413	571
EBITDA	321	364	496	688
EPS (最新摊薄)	1.43	1.69	2.32	3.21
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	60.64%	30.95%	31.38%	32.97%
营业利润	60.86%	19.09%	37.23%	38.24%
归属母公司净利润	60.90%	18.33%	37.35%	38.35%
获利能力				
毛利率	42.06%	37.34%	38.68%	40.10%
净利率	22.75%	20.56%	21.49%	22.36%
ROE	24.20%	17.05%	19.22%	21.63%
ROIC	15.54%	14.86%	16.82%	18.87%
偿债能力				
资产负债率	17.41%	18.41%	18.99%	19.53%
净负债比率	0.43%	0.36%	0.27%	0.21%
流动比率	4.55	4.39	4.08	3.93
速动比率	3.95	3.73	3.39	3.21
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.68	0.73	0.78
应收帐款周转率	12.13	9.64	9.24	8.93
应付帐款周转率	4.08	3.85	3.75	3.77
每股指标(元)				
每股收益	1.43	1.69	2.32	3.21
每股经营现金	1.25	3.55	1.66	2.38
每股净资产	13.11	10.90	13.22	16.43
估值比率				
P/E	40.18	33.95	24.72	17.87
P/B	4.37	5.26	4.33	3.49
EV/EBITDA	13.06	24.73	17.92	12.56

资料来源: Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>