

凯迪股份 (605288)

证券研究报告

2021年01月08日

国内线性驱动系统领跑者，技术及客户优势凸显

赛道好，线性驱动器广泛应用于众多智能终端，延展性强，全球规模超 20 亿美元。全球线性驱动器规模到 2019 年末预计增长至 21.3 亿美元，到 2020 年末预计增长至 23.2 亿美元，2015-2020 年复合增长率预计达 6.9%，人体工学设计理念认可度提高，行业趋势推动线性驱动器需求增长。

国内线性驱动器行业领跑者，业务覆盖家居、办公、医疗、汽车零配件多领域。2016-2019 年公司营业收入增速亮眼，从 5.65 亿元上升至 12.22 亿元，CAGR 达到 29.33%，利润端 2016-2019 年归母净利润从 1.63 亿元上升至 2.16 亿元，CAGR 为 9.84%。2020 年 10 月，公司发布股权激励计划，绑定核心员工利益，彰显公司未来发展信心，20/21/22 年营收考核目标为 12.20/15.54 亿元/20.40 亿元，21/22 年净利润业绩考核目标为 1.69/1.97 亿元。募投项目总投资 15.16 亿元，将用于家居、办公、汽车尾门驱动器产线的扩产，公司预计募投项目达产后年营业收入 13.26 亿元，净利润 2.59 亿元。

家居占公司总营收 70%，内外销双轮驱动。2016-2019 年家居板块分别实现收入 4.60/6.06/8.15/8.49 亿元，占比为 81.43%/72.72%/71.57%/69.52%，同比增速 31.79%/34.48%/4.20%，其中 2017-2019 年外销收入分别为 2.70/3.22/3.35 亿元，同比增速 19.03%/3.98%。内销方面通过与顾家家居、海派家居等客户合作，2017-2019 年内销实现收入分别为 3.36/4.93/5.15 亿元，同比增速 19.03%/3.98%。**17 年以来办公驱动器上量迅速，逾九成成为外销。**2016-2019 年办公板块分别实现 0.70/1.83/2.93/3.19 亿元，占比为 12.45%/22.01%/25.74%/26.09%，同比增速 160.91%/59.81%/8.74%。办公板块以外销为主，2017-2019 年办公系统外销收入分别为 1.79/2.47/2.97 亿元，同比增速 38.14%/20.18%。**电动尾门系统业务快速拓展，**2019 年公司获得小鹏汽车的新增订单，2020 年公司开始为丰田提供汽车尾门推杆产品。随着新客户成功开拓，电动尾门业务具有较大潜力。

技术端来看，公司重视研发投入，以技术壁垒护航定制化经营模式。公司重视产品研发创新能力，研发费用投入高，员工激励充分。客户端来看，公司以长期战略合作协议绑定国内外大客户，增强客户黏性。目前公司已经与国内软体家居龙头如顾家家居、华达利家具等，以及国外领先的厂商如 Southern Motion、Ashley、Teknion Limited 等形成长期战略合作关系，在智能家居驱动系统、智慧办公驱动系统两条业务上确保了订单稳定。

盈利预测与评级：公司在业内制造能力领先，家居业务长期增长稳健，办公及汽车业务成为新的发力点。我们预计 21/22 归母净利润 2.33/3.14 亿元，分别同比增长 36.27%/34.41%，考虑到公司未来 2 年业绩或将维持高增长，给予公司 2022 年 PE 范围 28-30 倍，对应目标价格区间 175.84-188.40 元，目标市值区间 87.86-94.13 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：技术创新风险、下游行业市场需求不足、市场竞争加剧、贸易摩擦加剧、专利诉讼风险等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,138.61	1,221.60	1,222.44	1,613.94	2,156.65
增长率(%)	36.64	7.29	0.07	32.03	33.63
EBITDA(百万元)	354.53	334.00	216.56	289.44	382.27
净利润(百万元)	261.46	215.85	171.32	233.46	313.78
增长率(%)	77.56	(17.44)	(20.63)	36.27	34.41
EPS(元/股)	5.23	4.32	3.43	4.67	6.28
市盈率(P/E)	23.68	28.69	36.15	26.53	19.73
市净率(P/B)	12.31	8.59	6.85	5.44	4.27
市销率(P/S)	5.44	5.07	5.07	3.84	2.87
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.66	19.28	13.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 电气设备/电气自动化设备

6 个月评级 增持（首次评级）

当前价格 123.85 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	50.00
流通 A 股股本(百万股)	12.50
A 股总市值(百万元)	6,192.50
流通 A 股市值(百万元)	1,548.13
每股净资产(元)	38.02
资产负债率(%)	17.98
一年内最高/最低(元)	160.87/111.11

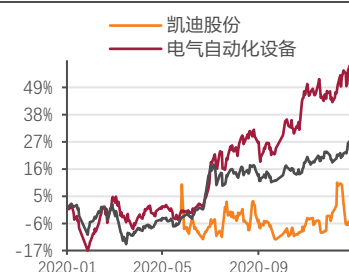
作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

刘佳昆 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080004
liujiakun@tfzq.com

尉鹏洁 联系人
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 国内线性驱动龙头企业，上市后进入新的发展阶段	5
1.1. 股权结构稳定，员工持股计划推出彰显未来发展信心	5
1.2. 收入稳步增长	6
1.3. 家居和办公系统为主要产品	7
1.4. 上市募投产能规划清晰	8
2. 乘消费升级东风，线性驱动器为多行业赋能	9
2.1. 下游应用领域广阔，线性驱动系统延展性强	9
2.2. 线性驱动各产品渗透率低，市场增长潜力大	10
2.3. 人体工学设计理念认可度提高，行业趋势推动线性驱动系统需求增长	11
2.3.1. 功能沙发领域：美国市场成熟，国内渗透率低	12
2.3.2. 功能电动床领域：有望复制功能沙发细分领域发展路径	13
2.3.3. 升降办公桌领域：欧美市场起步早，国内市场有望扩张	14
2.3.4. 医疗器械领域：老龄化倒逼医疗器械领域智能化，线性驱动应用深化	15
2.4. 创新业务发力，线性驱动产品下游需求继续拓宽	16
2.4.1. 汽车工业领域：多部件可嵌入线性驱动器，中低端车型渗透率提高	16
2.4.2. 光伏发电领域：太阳能板智能调整，提高发电效率	16
3. 家居为基本盘，办公系统及汽车业务增长亮眼	16
3.1. 家居业务：内外销双轮驱动，对整体营收贡献超 70%	18
3.2. 办公业务：17-19 年外销占比平均超 90%，欧美消费升级拉动增长	19
3.3. 汽车尾门业务：新客户成功开拓，尾门新业务更具备潜力	21
3.4. 海外对标：国际线性驱动产品制造龙头 LINAK 与 Dewert Okin	21
4. 重申公司技术端与客户端两大优势	23
4.1. 研发能力护航定制化经营模式，核心技术构筑行业壁垒	23
4.2. 进入境外领军企业供应商名册，与境内龙头公司深度绑定	24
5. 盈利预测及投资建议	26
5.1. 盈利预测	26
5.2. 风险提示	27

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司营业总收入及同比增长（亿元）	6
图 4：2015-2020Q3 年归母净利润（亿元）	6
图 5：公司 2016-2020Q3 毛利率净利率	7
图 6：2016-2020Q3 期间费用率	7
图 7：2016-2019 年分品类主营业务收入（百万元）	7
图 8：2016-2019 年分品类毛利率	7

图 9: 线性驱动系统产品四大应用案例	9
图 10: 2015-2020 年全球线性驱动市场规模 (亿美元)	10
图 11: 2015 年全球线性驱动市场份额	10
图 12: 2020 年全球线性驱动市场份额预测	10
图 13: 2013-2017 年美国沙发及功能沙发市场规模 (十亿美元)	12
图 14: 2013-2017 年中国沙发及功能沙发市场规模 (十亿元)	12
图 15: 中国功能沙发市场渗透率逐步提升	13
图 16: 中国功能沙发市场 CR5 达 69.1%	13
图 17: 美国市场智能电动床销售额 (百万美元) (间接销售)	14
图 18: 美国市场智能电动床销售状况 (直接销售和间接销售)	14
图 19: 2015-2020 年全球办公桌市场规模及预测 (亿美元)	15
图 20: 我国金融、IT 行业就业人数及其增长 (万人)	15
图 21: 2017-2022 年全球医疗器械市场规模 (亿美元)	15
图 22: 2012-2017 年中国医疗器械市场规模 (亿元)	15
图 23: 2012-2019 年全球汽车产销量 (万辆)	16
图 24: 2013-2019 年中国汽车产销量 (万辆)	16
图 25: 主营业务收入按产品分类 (亿元)	16
图 26: 各项产品销售收入增速	16
图 27: 智能家居驱动系统毛利率及其变动	17
图 28: 智慧办公驱动系统毛利率及其变动	17
图 29: 电动尾门驱动系统毛利率及其变动	17
图 30: 医疗康护驱动系统毛利率及其变动	17
图 31: 2019 年各项产品境内外销售结构	18
图 32: 智能家居驱动系统境内外销售毛利率	18
图 33: 智慧办公驱动系统境内外销售毛利率	18
图 34: 医疗康护驱动系统境内外销售毛利率	18
图 35: 智能家居驱动系统内外销收入及增速	18
图 36: 智能家居驱动系统外销各地区收入及增速	18
图 37: 智能家居驱动系统销售结构	18
图 38: 智能家居驱动系统各区域销售单价 (元/套)	18
图 39: 智慧办公驱动系统内外销收入及增速	19
图 40: 智慧办公驱动系统外销各地区收入及增速	19
图 41: 智慧办公驱动系统销售结构	20
图 42: 智慧办公驱动系统各区域销售单价 (元/套)	20
图 43: 电动尾门驱动系统营收及增速 (亿元)	21
图 44: 电动尾门驱动系统单价 (元/套) 与销售量 (万套)	21
图 45: LINAK 主营业务收入	22
图 46: LINAK 净利润和净利率	22
图 47: 2008-2017 年机械部件部门营收 (百万欧元)	22
图 48: 2008-2017 年机械部件部门盈利 (百万欧元)	22
图 49: 2015-2019 年研发费用及其增速 (万元)	23

图 50: 研发费用占营业收入比例	23
图 51: 2017-2019 年研发费用各分项 (万元)	23
图 52: 2018-2019 年研发费用各分项增速	23
图 53: 2017-2019 年线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目与在建工程 (万元) ..	24
图 54: 2017-2019 年线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目在建工程中占比	24
图 55: 2017-2019 年公司对主要客户销售额 (亿元)	25
图 56: 2017-2019 年主要客户销售额占营业收入比例	25
图 57: 2017-2019 年新增及退出的客户数	26
图 58: 2017-2019 年新增客户销售额及退出客户上年销售额 (亿元)	26
表 1: 员工股权激励计划目标	6
表 2: 2019 年产能产量销量	8
表 3: 公司上市募投项目	8
表 4: 线性驱动系统应用领域广阔	10
表 5: 人体工学运用领域	11
表 6: 智能家居产品符合消费升级趋势	11
表 7: 功能沙发功能	13
表 8: 2018 年美国地区固定床、智能电动床销售情况	14
表 9: 智能家居驱动系统主要客户单价	19
表 10: 智慧办公驱动系统主要客户单价	20
表 11: 线性驱动行业主要公司概况	21
表 12: 分品类收入拆分表 (单位: 百万元)	26
表 13: 可比公司估值情况	27

1. 国内线性驱动龙头企业，上市后进入新的发展阶段

常州市凯迪电器股份有限公司为国内线性驱动行业龙头，主要业务涵盖线性驱动系统的研发、生产、应用研究、海内外营销，通过 2B 的方式为国内外客户提供家居、办公、医疗康护、汽车零部件等领域配套的线性驱动系统产品。目前公司已经与国内软体家居龙头如顾家家居、华达利家具等，以及国外领先的厂商如 Southern Motion、Ashley、Teknion Limited 等形成长期战略合作关系。

- 1992 年 8 月，公司前身武进县富达电器厂成立，主营生产电子控制产品。自 2002 年起，公司开始主营电机制导产品，进军线性驱动行业，并于 2003 年 4 月推出沙发推杆产品，于 2008 年 5 月推出升办公驱动系统产品。
- 公司于 2010 年 9 月成立美国办事处，2014 年 2 月成立常州凯程精密汽车部件有限公司，2015 年 11 月收购常州凯程精密汽车部件有限公司作为全资子公司。
- 2016 年 3 月公司更名为常州市凯迪电器股份有限公司。2016 年 6 月欧洲凯迪成立，2017 年 9 月 27 日 171 亩凯迪智能推杆项目奠基，2018 年 10 月越南凯迪成立。2020 年 6 月 1 日，公司正式在 A 股上市。

图 1: 公司发展历程

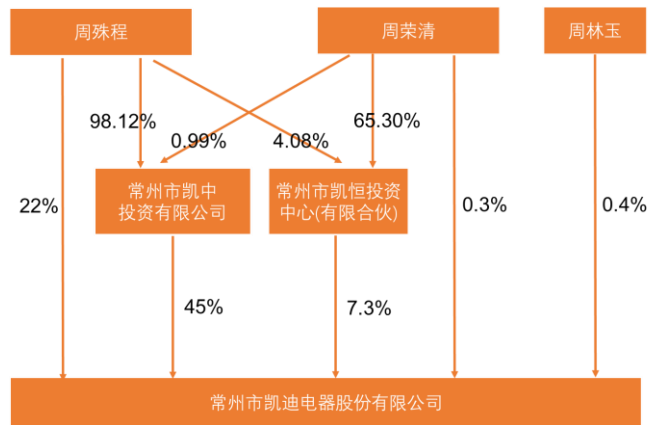


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 股权结构稳定，员工持股计划推出彰显未来发展信心

周殊程先生、周荣清先生和周林玉女士为公司实际控制人，周荣清先生为公司董事长，周殊程先生为公司董事及总经理。截至 2020 年 6 月，实际控制人周殊程先生直接持股 1100 万股，占总股本的比例为 22%，并通过凯中投资间接控股 2207.68 万股，占总股本的 44.15%；周荣清先生直接持股 15 万股，占总股本比例为 0.30%，并通过凯中投资间接 22.30 万股，占总股本比例为 0.45%。同时，周殊程和周荣清先生通过凯恒投资间接持股 365 万股，占总股本比例为 7.30%。周林玉女士直接持股 20 万股，占总股本比例为 0.40%。

图 2: 公司股权结构



资料来源: wind, 天风证券研究所

员工激励计划推出彰显公司对未来发展信心, 20/21/22 年营业收入考核目标为 12.20 亿元/15.54 亿元/20.40 亿元, 21/22 年净利润考核目标为 1.69 亿元/1.97 亿元。2020 年 10 月, 公司发布员工股权激励计划, 本次计划拟授予限制性股票数量 112.31 万股, 占总股本的 2.25%, 其中首次授予限制性股票 89.85 万股, 占发布激励计划公告时公司总股本的 1.80%, 预留 89.85 万股, 占本次授予总额的 20%。此次激励对象共计 154 人, 包括董事、高级管理人员 5 人, 以及核心骨干员工 149 人, 其中核心骨干员工授予股票总数占授予总额的 74.39%。业绩考核方面, 2021/2022 年净利润目标分别为 1.69/1.97 亿元, 营收增速目标为 45.96%/91.61%, 定比 17-19 年营收平均值, 20/21/22 年营收目标分别为 12.20/15.54/20.40 亿元。

表 1: 员工股权激励计划目标

解锁批次	对应考核年度	考核年度净利润		定比 2017-19 年营收平均值, 考核年度营收增长率	
		目标值	触发值	目标增长率	触发增长率
第一个解锁限售期	2020			14.59%	9.89%
第二个解锁限售期	2021	1.69 亿元	1.54 亿元	45.96%	35.63%
第三个解锁限售期	2022	1.97 亿元	1.58 亿元	91.61%	60.33%

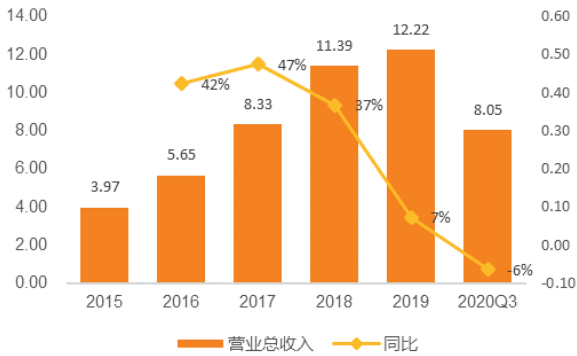
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.2. 收入稳步增长

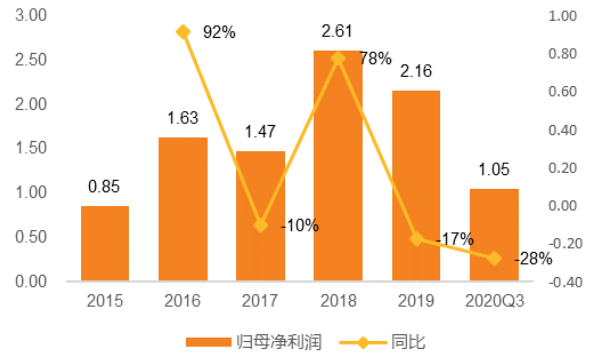
2016-2019 年, 公司营业收入增速亮眼, 从 5.65 亿元上升至 12.22 亿元, CAGR 达到 29.33%, 2020 年以来由于国内外新冠肺炎疫情影响, 前三季度公司营业收入 8.05 亿元, 同比下滑 6%。2016-2019 年, 公司归母净利润从 1.63 亿元上升至 2.16 亿元, CAGR 为 9.84%, 2020 年前三季度公司实现归母净利润 1.05 亿元, 同比下降 28%。2018 年以来公司营收同比增速有一定回落, 主要由于产能和高基数因素影响。

图 3: 公司营业总收入及同比增长 (亿元)

图 4: 2015-2020Q3 年归母净利润 (亿元)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

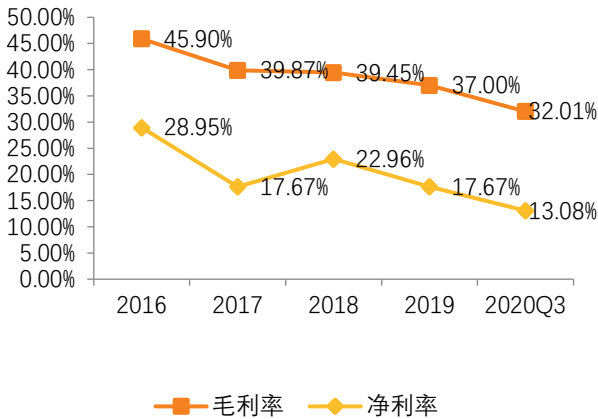


资料来源：公司财报，天风证券研究所

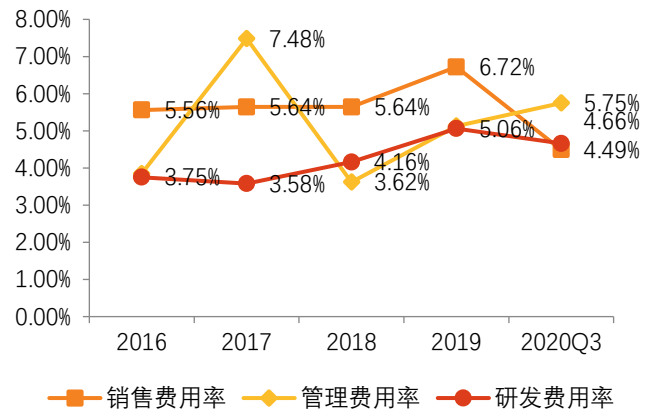
2016-2019 年，公司整体毛利率、净利率维持在高位，2020 年主要由于疫情影响下上半年拖累。费用率角度，公司多年来一直维持较高比例的研发费用率投入，销售及管理费用率维持平稳。

图 5：公司 2016-2020Q3 毛利率净利率

图 6：2016-2020Q3 期间费用率



资料来源：公司财报，天风证券研究所



资料来源：公司财报，天风证券研究所

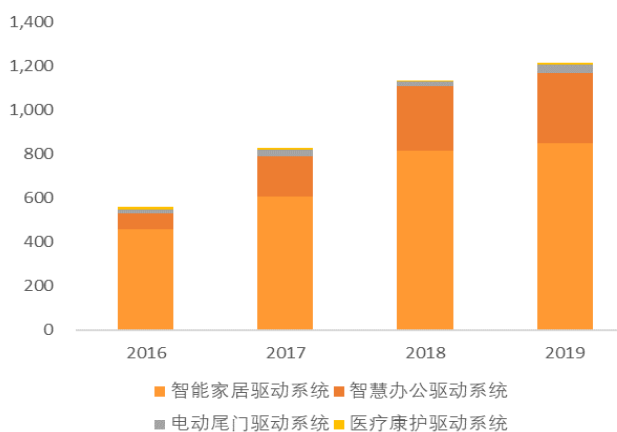
1.3. 家居和办公系统为主要产品

家居板块占比约为 70%，家居驱动器为公司主力产品。2016/2017/2018/2019 年公司家居板块分别实现收入 4.60/6.06/8.15/8.49 亿元，占比分别为 81.43%/72.72%/71.57%/69.52%。办公板块 2017 年以来上量快。2016/2017/2018/2019 年分别实现收入 0.70/1.83/2.93/3.19 亿元，占比分别为 12.45%/22.01%/25.74%/26.09%。另外，公司电动尾门和医疗康护驱动系统两项业务还处于起步阶段，2019 年分别实现收入 0.41 亿元和 0.07 亿元。

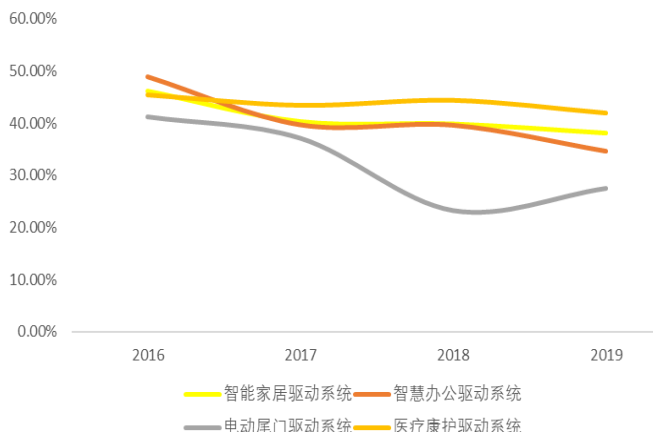
从盈利能力角度，医疗康护驱动系统业务毛利率三年来均最高，2019 年毛利率达 41.87%，19 年智能家居驱动系统的毛利率为 38.02%。由于客户结构变化，及产能利用率不足，电动尾门驱动系统毛利率在 2018 年出现一定下滑，为 23.28%，19 年随着电动尾门客户拓展，加之生产规模上升带来的规模效益，2019 年尾门的单位成本下降，毛利率同比上升 4.24 个 pct，为 27.52%。

图 7：2016-2019 年分品类主营业务收入（百万元）

图 8：2016-2019 年分品类毛利率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.4. 产能规划战略清晰, 募投产能逐步释放

公司产能利用饱满, 产能利用率、产销率高, 募投产能需求较高。2019 年, 公司产品总产能为 739.70 万套, 总产量 770.01 万套, 总销量 743.92 万套, 整体产能利用率达 104.10%, 整体产销率达 96.61%, 其中产销量最大的智能家居驱动系统和智慧办公驱动系统产能利用率分别高达 103.80% 和 107.88%, 产销率分别达到 97.29% 与 86.42%。此外, 2018 年 10 月 30 日凯迪股份在越南设立全资子公司越南凯迪作为生产基地, 将部分智能家居驱动系统产能移至越南。

表 2: 2019 年产能产量销量

产品	设计产能 (万套)	产量 (万套)	产能利用率	销量 (万套)	产销率
智能家居驱动系统	700	726.62	103.80%	706.96	97.29%
智慧办公驱动系统	31	33.44	107.88%	28.90	86.42%
电动尾门驱动系统	6	6.46	107.59%	5.32	82.35%
医疗康护驱动系统	2.7	3.49	129.31%	2.74	78.51%

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

公司首次公开发行募集基金将部分用于线性驱动系统生产基地项目和办公家具智能推杆项目。项目建成并达产后, 将缓解电动推杆生产瓶颈, 扩充整体产能。

➤ 线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目

(1) 线性驱动系统生产基地建设项目: 新建线性驱动系统产业基地, 购置自动化设备与生产线, 本项目计划总投资 10.13 亿元, 主要包括土地、建设和设备投资。本项目建设期为 1.5 年, 于次年开始产品生产, 并达到 40% 的产能, 第 3 年预计达产 70%, 第 4 年预计达产 90%, 第 5 年预计达产 100%。

(2) 研发中心建设项目: 新建研发中心大楼, 购进硬件设备, 通过线性驱动系统静音降噪技术、线性驱动系统生产工艺技术改进等课题的研发, 提高创新能力。本项目计划投资 2.56 亿元。

➤ 办公家具智能推杆项目

通过新建生产车间, 购置设备并引进人员, 来对产品进行扩产。本项目计划总投资 6696.64 万元, 建设期为 1 年, 于次年开始产品生产, 并达到 40% 的产能, 第 3 年预计达产 70%, 第四年预计达产 90%, 第五年达产 100%。

表 3: 公司上市募投项目

募集资金投资项目	投资总额 (亿元)	首次上市募集资金拟投资额 (亿元)
线性驱动系统生产基地及研	12.69	8.41

发中心建设项目		
办公家具智能推杆项目	0.67	0.54
补充流动资金	1.80	1.80
合计	15.16	10.75

数据来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 乘消费升级东风，线性驱动器为多行业赋能

➢ 什么是线性驱动系统？

线性驱动原理，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。

➢ 什么是线性驱动器？

线性驱动器 Linear Actuator，又称电动推杆，由驱动电机、减速齿轮、螺杆、螺母、导套、推杆、滑座、弹簧、外壳及涡轮等组成。线性驱动器与开关电源、控制器或面板一起组成电动调节系统，是众多下游行业产品的核心配件，被广泛用于位移、角度控制机构中，可实现远距离控制、集中控制或自动控制。线性驱动系统为嵌入家具、办公、专用设备及器械，经定制化设计则形成可应用于不同领域的线性驱动产品。

图 9：线性驱动系统产品四大应用案例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.1. 下游应用领域广阔，线性驱动系统延展性强

线性驱动产品主要应用于众多智能终端领域，包括智能家居、智慧办公、医疗康护以及汽车零部件。

(1) 家居领域，线性驱动产品主要应用于功能沙发、电动床、按摩器、电视升降、厨房电器及平板屏幕等；

(2) 办公领域，线性驱动产品主要应用于电动升降桌、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；

(3) 医疗器械领域，线性驱动产品主要应用于电动病床、护理床、ICU 床、翻身床、电动手术床、牙科椅、康复训练床、核磁共振设备等；

(4) 汽车零部件领域，线性驱动系统主要应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、汽车电动车窗和门锁等。

表 4：线性驱动系统应用领域广阔

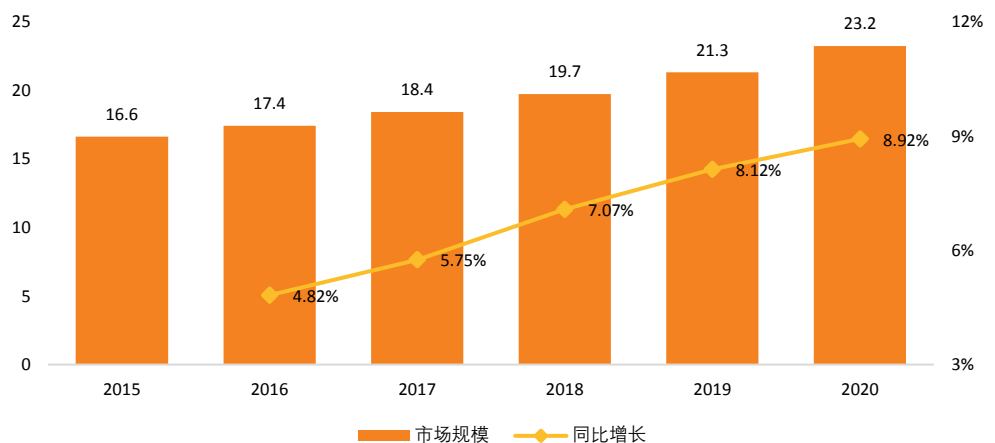
应用领域	使用场景
医疗康护领域	主要应用于医院、疗养所、各种治疗中心、养老院、私人家庭康复护理等场所，具体应用产品为电动医疗床、疗养所护理床、家庭护理床、病人移位器、升降诊察台、治疗椅、轮椅、电动洗澡椅等
智能家居领域	升降沙发、老人椅、升降家居床、按摩椅、按摩床、升降电视机架、智能厨房电器等
智慧办公领域	智能办公桌、电控柜子、升降办公椅、智能投影仪器等
工业科技领域	太阳能跟踪器、清扫车、收割机、游艇、汽车、舞台等

资料来源：中商情报网，天风证券研究所

2.2. 线性驱动各产品渗透率低，市场增长潜力大

根据 TECHNAVIO 2019 年发布的《GLOBAL ACTUATOR MARKET》数据，全球线性驱动器规模到 2019 年末预计增长至 21.3 亿美元，到 2020 年末预计增长至 23.2 亿美元，2015-2020 年间复合增长率预计达 6.9%。

图 10：2015-2020 年全球线性驱动市场规模（亿美元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

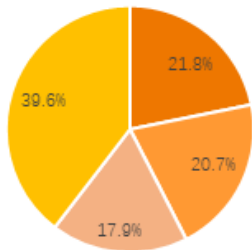
欧美为线性驱动系统主要消费市场，亚太地区增速更高，预计 2020 年全球市场份额超越北美成为第一。欧洲、北美线性驱动系统市场成熟，是线性驱动系统消费的主要地区，主要原因在于行业发展较早，人均消费水平较高，欧美消费者更注重家居、办公、出行、医疗等的健康、舒适和便捷性。

2015 年欧美线性驱动器市场合计占全球市场的 39.7%。根据 TECHNAVIO 统计数据，2015 年北美、欧盟的线性驱动器市场规模分别为 3.62 亿美元与 2.97 亿美元，份额分别占全球的 21.8%、17.9%；预计 2020 年市场规模预计分别为 4.94 亿美元与 4.04 亿美元，市占率将分别达到 21.3%、17.4%。2015-2020 年北美及欧洲市场复合增长率预计为 6.43%和 6.32%，略低于同期全球市场预计复合增长率。

亚太地区更具备增长潜力，预计 2020 年亚太市场份额将达到 21.8%。根据 TECHNAVIO 统计数据，2015 年亚太市场规模为 3.44 亿美元，市占率为 20.7%，预计 2020 年份额增长至 21.8%，市场规模达到 5.06 亿美元，2015-2020 年亚太市场复合增长率预计为 8.04%，高于全球平均市场增速。

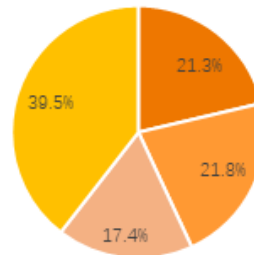
图 11：2015 年全球线性驱动市场份额

图 12：2020 年全球线性驱动市场份额预测



■北美 ■亚太 ■欧盟 ■其他地区

资料来源：招股说明书，天风证券研究所



■北美 ■亚太 ■欧盟 ■其他地区

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3. 人体工学设计理念认可度提高，行业趋势推动线性驱动系统需求增长

人体工学是一门关于技术和人协调关系的科学，以使用产品的人作为产品设计的出发点，要求产品的外形、色彩、性能等，都要围绕人的生理、心理特点来设计，使产品和环境的设计更好地适应和满足人的生理和心理特点，让人在工作中更舒适、安全和健康。

从本质上来看，人体工学使产品的使用方式尽量适合人体的自然形态，让使用者的身体和精神不需要任何主动适应，尽量减少疲劳，更加舒适安全。合理的人体工学设计能够帮助避免肢体的重复性劳损和其他肌肉骨骼疾病。人体工学理念不仅被广泛应用于日常生活和办公领域，同时还广泛运用于智慧城市、金融、医疗、IT 等专业领域。

表 5：人体工学运用领域

生活	功能沙发、平板电视支架、曲面电视支架、升降书桌、可升降儿童学习桌、升降茶几	
办公	电脑支架、坐立交替办公系统、健身车	
金融	多屏电脑、多屏支架、升降桌、升降台	
专业领域	电竞	电竞屏幕、电竞椅、电竞鼠标、电竞键盘
	医疗	医疗仪器、显示设备、医疗推车、医疗床、助行助站设备
	智慧城市	轨道交通、航空调度、电力能源、公共安全

资料来源：乐歌股份招股说明书，天风证券研究所

消费升级推动人体工学家居行业发展，线性驱动系统作为核心部件为相关产品赋能。随着人们对健康舒适的生活、工作环境的要求不断提高，以及消费者对人体工学产品的认知逐步提升，人体工学家居行业迅速发展。例如，功能沙发对传统沙发形成替代，智能电动床对普通的床形成替代，可升降桌对高度固定的桌形成替代。为更好地让人体工学产品主动适应使用者，线性驱动产品被广泛嵌入各类人体工学产品，用来提升产品的自动化程度，缺乏线性驱动系统将极大阻碍人体工学产品实现自主调节。所以，线性驱动系统有效提高了初始产品的附加值，人体工学家居行业的发展趋势拉动线性驱动系统需求增长。

表 6：智能家居产品符合消费升级趋势

产品	相关领域布局公司
----	----------

功能沙发

国内：敏华控股、顾家家居等
国外：La-Z-Boy、Ashley 等



品牌：芝华仕
型号：50366
价格：¥ 6939-8099

电动床

国内：麒盛科技、梦百合等
国外：Leggett & Platt、Reverie 等



品牌：舒福德
型号：洛可可分体
价格：¥ 20954-28676

升降桌

国内：乐歌股份、捷昌驱动等
国外：Linak、Humanscale 等



品牌：乐歌
型号：ET102
价格：¥ 1099-2299

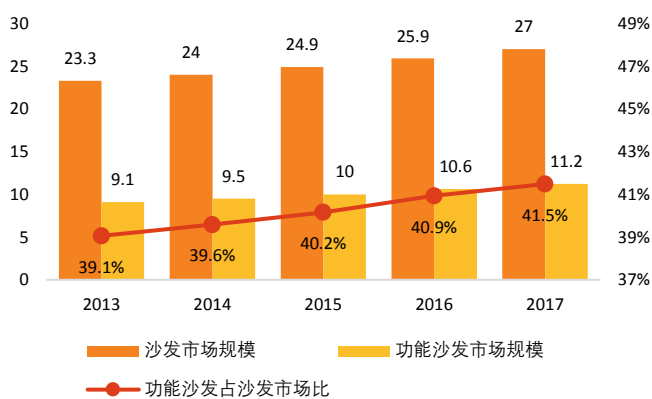
资料来源：天猫商城、天风证券研究所

2.3.1. 功能沙发领域：美国市场成熟，国内渗透率低

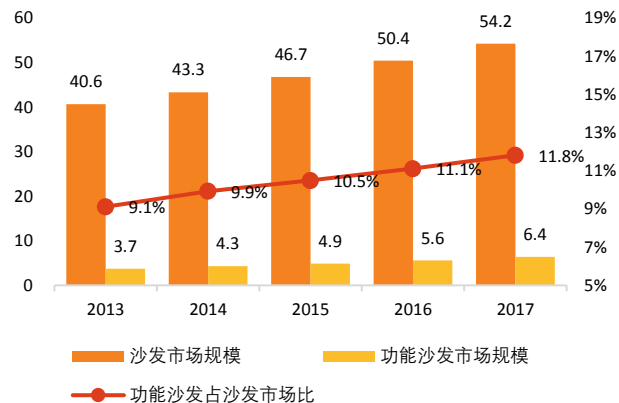
2017 年美国功能沙发渗透率为 41.5%，功能沙发渗透率逐年提升，欧美国家市场较为成熟。线性驱动器为功能沙发核心零部件，对终端产品的自动化实现起决定性作用。从 2017 年结构性数据看，2017 年美国功能沙发市场规模为 112 亿美元，功能沙发市场销售规模占整体沙发市场 41.5%。根据敏华控股 2019 年年报，2020 年全球功能沙发市场规模约 251 亿美元。

图 13：2013-2017 年美国沙发及功能沙发市场规模（十亿美元）

图 14：2013-2017 年中国沙发及功能沙发市场规模（十亿元）



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

功能沙发产品性能更强。相比传统沙发, 功能沙发在舒适性和功能性上具有显著的优势。其内置的电动机能够根据用户不同的身姿调节形态, 更好地适应用户在吃饭、睡觉、看电视、玩游戏等不同场景下的需求; 附带的脚垫、腿垫、扶手、杯托槽口以及智能锁等功能也使其能够更好地满足老年人和儿童的需求, 覆盖消费者群体更广泛。

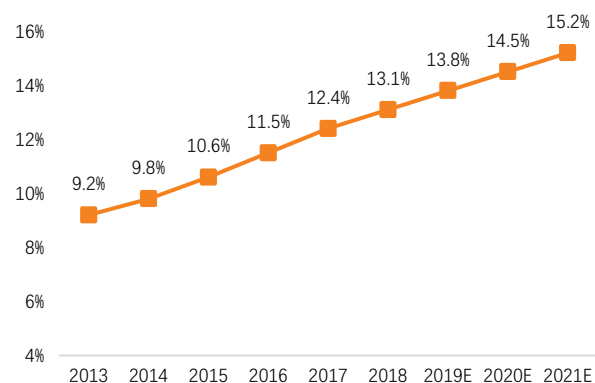
表 7: 功能沙发功能

功能	内容	
智能调节	靠背、头靠角度	根据坐、躺、睡的不同需求手动或自动调节靠背和头靠角度, 贴合人体工学
	沙发角度	无需搬动, 360 度自由调节沙发角度
	整体摇动	实现前后 30 度安全摇动
	支撑脚踏	脚踏可折叠, 节省空间, 增加舒适度
智能体验	照明、USB 充电、一键操控、无线储电、儿童安全锁、储物	

资料来源: 天猫芝华士、乐至宝、顾家旗舰店、天风证券研究所

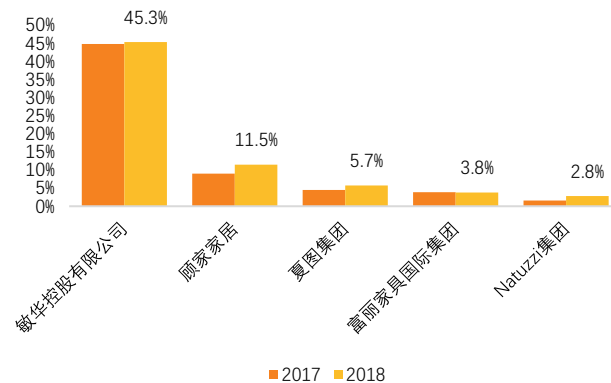
中国市场仍处于低渗透、高增长的红利期, 发展潜力较大。2018 年中国功能沙发市场渗透率仅为 13.1%, 较美国市场渗透率还有一定差距, 但市场呈现逐步扩大态势, 目前仍处于高增长的红利期, 预计 2021 年中国功能沙发市场渗透率将提升至 15.2%。中国市场行业集中度较高, 2018 年 CR5 为 69.1%, 高于美国市场, 由于行业发展初期, 龙头企业卡位优势明显。其中仅敏华控股就占据了 45.3% 的市场份额, 竞争优势明显。在全球功能沙发的供给上, 中国厂商也占据龙头地位, 2018 年敏华控股全球功能沙发销量为 109.7 万套。

图 15: 中国功能沙发市场渗透率逐步提升



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图 16: 中国功能沙发市场 CR5 达 69.1%



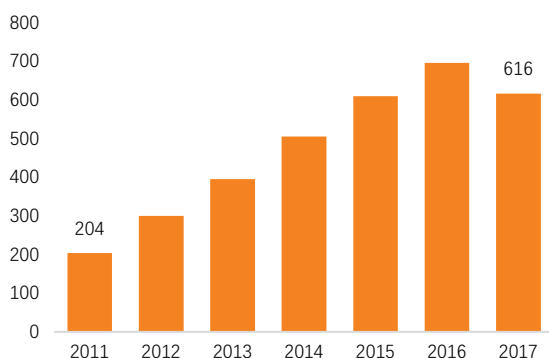
资料来源: 敏华控股官网, 天风证券研究所

2.3.2. 功能电动床领域: 有望复制功能沙发细分领域发展路径

智能电动床市场规模不大，但增速强劲。据 ISPA 统计，美国地区仅通过床垫企业间接实现销售的智能电动床销售额从 2011 年的 2.04 亿美元增长至 2017 年的 6.16 亿美元，年均复合增长率高达 20.25%，2017 年通过床垫企业间接实现销售的金额较之 2016 年有所下降，主要由于智能电动床直接向零售商销售的比例明显提升。

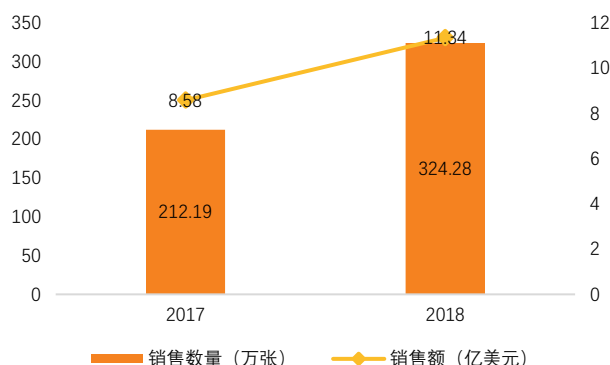
自 2017 年起，ISPA 增加了对于直接向零售商销售智能电动床的数据统计，17 年美国地区直接向零售商销售以及通过床垫企业间接销售的智能电动床数量约为 212.19 万张，同比增长 14.04%，实现销售额 8.58 亿美元，同比增长 5.7%；2018 年两种渠道销售智能电动床数量为 324.28 万张，同比增长 52.83%，共实现销售额 11.34 亿美元，同比增长 32.16%，增速强劲。

图 17：美国市场智能电动床销售额（百万美元）（间接销售）



资料来源：ISPA，天风证券研究所

图 18：美国市场智能电动床销售状况（直接销售和间接销售）



资料来源：ISPA《2018 Mattress Industry Trends Report》，天风证券研究所

智能电动床渗透率逐步提升。2018 年智能电动床销量占固定床比例为 13.74%，较 2017 年同期增加 3.41pct，智能电动床市场渗透率逐步提升。单价来看，2018 年固定床平均单价为 67.90 美元，智能电动床的平均单价为 349.76 美元，后者是普通床价格的 5 倍左右。未来随着家具智能化的普及以及消费习惯的转型升级，智能电动床市场规模有望继续提升。

表 8：2018 年美国地区固定床、智能电动床销售情况

产品	销售额 (亿美元)	销售量 (万件)	单价 (美元)
固定床	13.83	2036.35	67.90
智能电动床	11.34	324.28	349.76
2018 年智能电动床销售变化情况			
占全部床型销量比例	13.74%		
占比变化	+3.41pct		

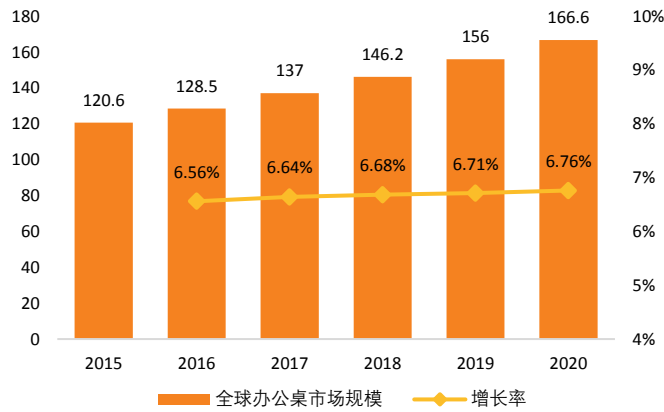
资料来源：ISPA，天风证券研究所

2.3.3. 升降办公桌领域：欧美市场起步早，国内市场有望扩张

由于欧美一贯重视职业病的防治，升降办公桌已大量应用于办公场所。早在 1992 年，丹麦规定了其公司必须为员工提供可升降办公桌，与传统办公桌不同，电动升降办公桌可通过线性驱动系统对桌面高度自动调节，以满足不同身高人群的站立办公需求，让使用者能够更加健康地工作。自 1998 年 LINAK 成功推出全球第一款针对办公领域升降桌的电动升降柱 DL1 系统后，电动升降桌在欧美发展迅速。随着现代化办公进一步发展，电动升降办公桌逐渐成为全球现代办公生活的标准。

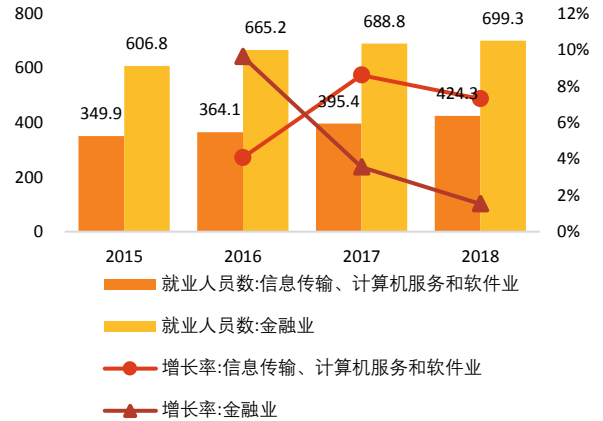
近年来随着国内居民消费能力、健康意识的提升，国内升降办公桌市场规模有望进一步扩张。从国内情况看，金融、IT 等行业从业人数，以及白领阶层、中产阶级人数均逐步增加，久坐人群越发庞大，颈椎病、腰椎间盘突出等疾病呈现发病率上升、低龄化的趋势。伴随着健康工作的意识在国内进一步普及，办公室内长期久坐的危害被逐渐重视，在过去 5 年的 google 和百度搜索指数上，“升降办公桌”一词的搜索量增加超一倍。国内可升降办公桌市场起步较晚，但市场空间较大，规模有望扩张。

图 19：2015-2020 年全球办公桌市场规模及预测（亿美元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 20：我国金融、IT 行业就业人数及其增长（万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3.4. 医疗器械领域：老龄化倒逼医疗器械领域智能化，线性驱动应用深化

医疗器械向自动化、智能化的方向发展，线性驱动系统在医疗器械领域应用深化。医疗器械是指直接或间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物、材料及其他类似或者相关的物品，主要用于医疗诊断、监护和治疗。其中，电动医疗床属于一类重要的医疗器械。医疗床基于人体工学理念设计，由内部线性驱动器提供核心动力，不仅具有护理作用，还能促进病人病情的缓和康复。随着全球人口老龄化加剧，越来越多的老年人需要长期物理治疗及护理，其对能由自己控制的智能医疗设备、护理设备需求显著上升，推动线性驱动系统在医疗器械的渗透率提升。

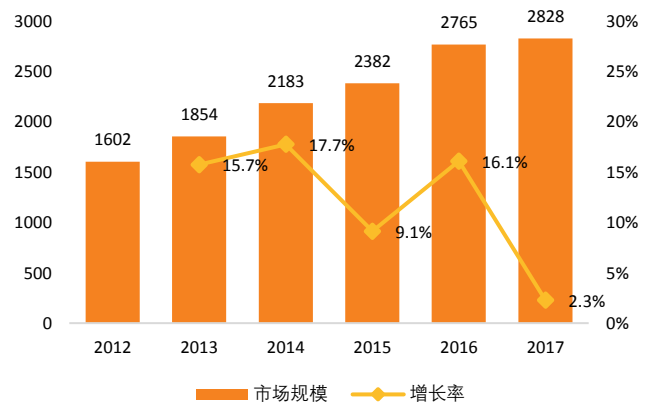
全球医疗器械市场规模快速扩大，国内“重器械”政策释放医疗器械市场潜力。Evaluate 发布的数据显示，2017 年全球医疗器械市场销售额为 4030 亿美元，预计 2022 年全球医疗器械的销售额将达到 5220 亿美元，年复合增长率为 5.3%。据工业和信息化部披露，2017 年我国医疗仪器设备及器械制造主营业务收入 2828 亿元，同比增长 2.3%；利润总额为 325.1 亿元，同比增长 6.9%，医疗仪器设备及器械制造行业发展态势良好，稳步上行。此外，我国医疗器械销售额仅有医药销售额的三分之一，同时低于世界平均水平。预计未来几年我国医疗器械将保持稳定快速增长，医疗器械市场潜力有望释放。

图 21：2017-2022 年全球医疗器械市场规模（亿美元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 22：2012-2017 年中国医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

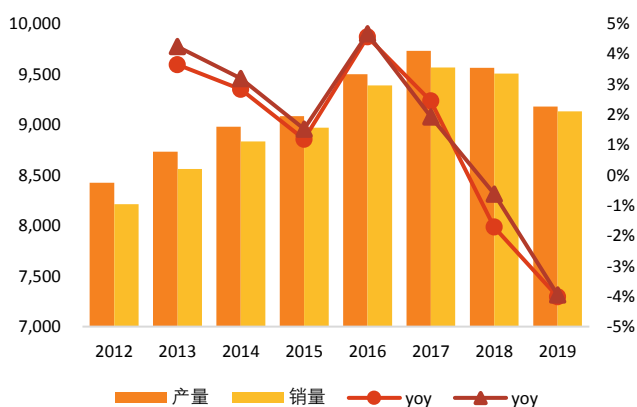
2.4. 创新业务发力，线性驱动产品下游需求继续拓宽

2.4.1. 汽车工业领域：多部件可嵌入线性驱动器，中低端车型渗透率提高

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、汽车电动车窗和门锁等。随着汽车市场竞争的日趋加剧，厂商为了保持市场竞争优势，开始更多地向中低端车型安装电动尾门。Markets and Markets 数据显示，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 2017-2022 年间年复合增长率为 7.49%。预计到 2022 年，亚太地区会成为市场体量最大，年复合增长率最高的地区。

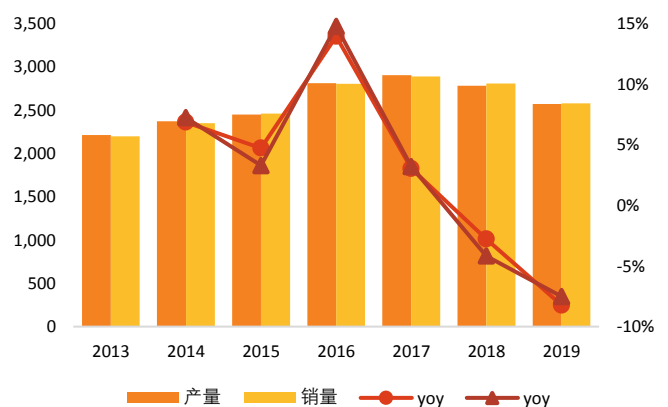
国民经济的快速增长及城镇化进程的不断深化推动了我国汽车工业迅猛发展。目前我国已成为全球汽车生产及消费大国。根据中国汽车工业协会的统计数据，2019 年中国汽车产量 2572 万辆，同比下降 7.52%，销售量 2577 万辆，同比下降 8.23%，产销量蝉联全球第一。

图 23：2012-2019 年全球汽车产销量（万辆）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 24：2013-2019 年中国汽车产销量（万辆）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.4.2. 光伏发电领域：太阳能板智能调整，提高发电效率

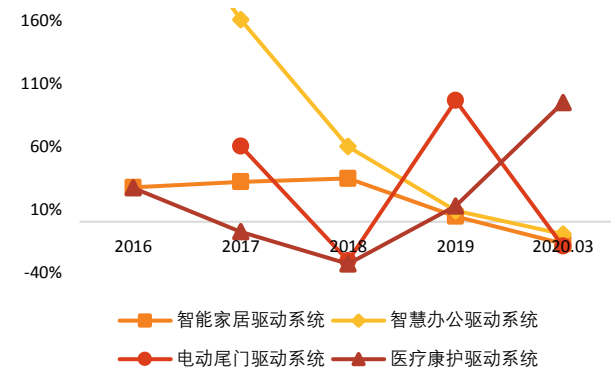
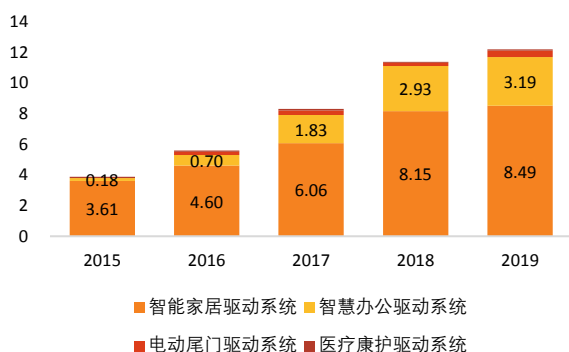
在工业领域，线性驱动系统还被运用于提升光伏发电效率。光伏发电是利用半导体界面的光生伏特效应而将光能直接转变为电能的一种技术。太阳能电池板串联后经封装，可形成大面积的太阳电池组件，再配合功率控制器等部件形成光伏发电装置。因太阳光在一天内照射角度不断变化，可将线性驱动系统安装于光伏发电装置内，用来调整太阳能电池板的位置与角度，达到提高光伏发电效率的目的。

3. 家居为基本盘，办公系统及汽车业务增长亮眼

家居驱动系统为公司业务核心，2016-2019 年营业收入分别为 4.60 亿元、6.06 亿元、8.15 亿元、8.49 亿元，17-19 年增速分别为 31.8%、34.5%、4.2%，2019 年家居销售收入占主营业务收入比重约 70%。办公驱动系统为公司业务发展重要增长点，2016-2019 年营业收入分别 0.70 亿元、1.83 亿元、2.93 亿元、3.19 亿元，17-19 年增速分别为 160.9%、59.8%、8.7%，占主营业务收入比重逐年提高，2019 年超越 26%。电动尾门驱动系统、医疗康护驱动系统营收规模小，2019 年合计占主营业务收入比重略低于 4%。

图 25：主营业务收入按产品分类（亿元）

图 26：各项产品销售收入增速

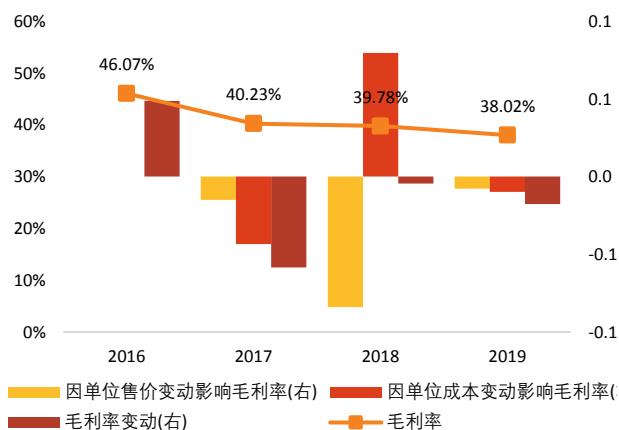


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

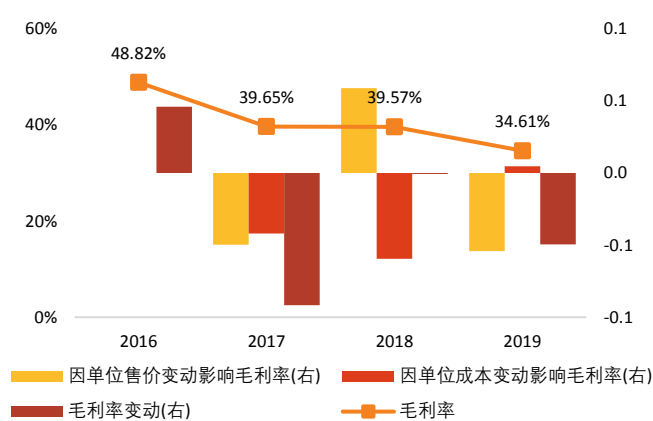
家居/办公系统毛利率稳中略降。2016-2019 年家居驱动系统毛利率分别为 46.07%、40.23%、39.78%、38.02%，办公驱动系统毛利率分别为 48.82%、39.65%、39.57%、34.61%，毛利率变化主要由于中美贸易摩擦及 2017 年上游原材料铝型材、钢材、塑料粒子等受供给侧改革影响，原材料市场价格逐步上升。

图 27：智能家居驱动系统毛利率及其变动



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

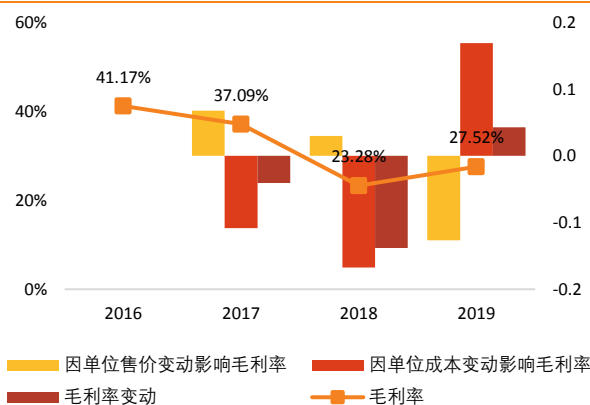
图 28：智慧办公驱动系统毛利率及其变动



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

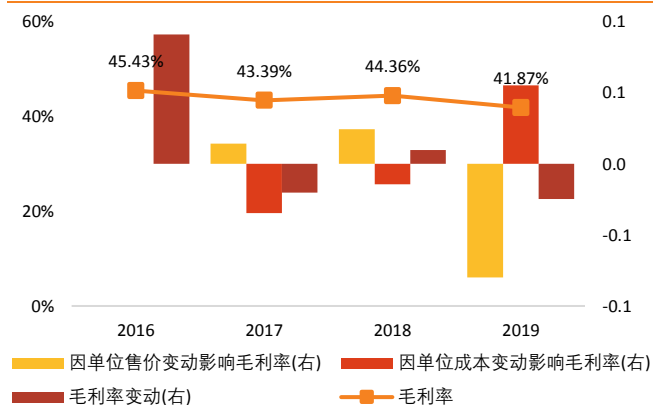
医疗、汽车尾门业务尚处起步阶段，毛利率易受客户订单影响而波动明显。2016-2019 年电动尾门驱动系统毛利率分别为 41.17%、37.09%、23.28%、27.52%，毛利率下降主要系该业务尚在起步爬坡阶段。2016-2019 年医疗康护驱动系统毛利率较高，分别为 45.43%、43.39%、44.36%、41.87%。

图 29：电动尾门驱动系统毛利率及其变动



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：医疗康护驱动系统毛利率及其变动

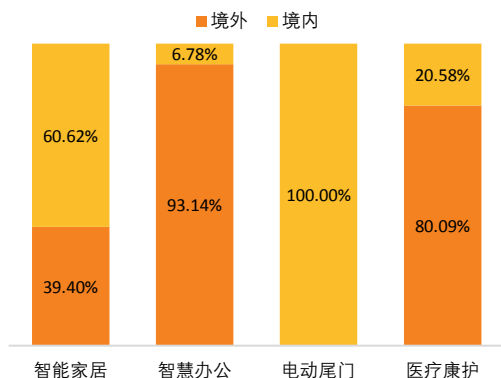


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2019 年公司智能家居驱动系统/智慧办公驱动系统/电动尾门驱动系统/医疗康护驱动系统

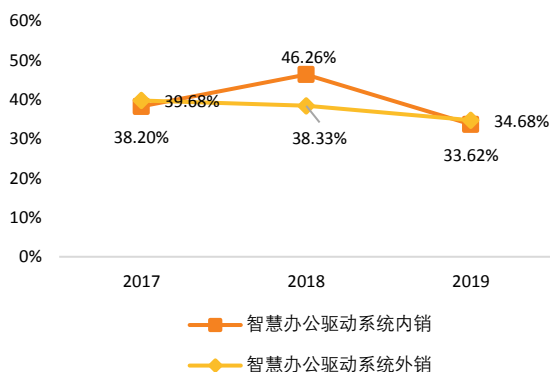
外销占比分别为 39.4%/93.1%/0%/80.1%。

图 31：2019 年各项产品境内外销售结构



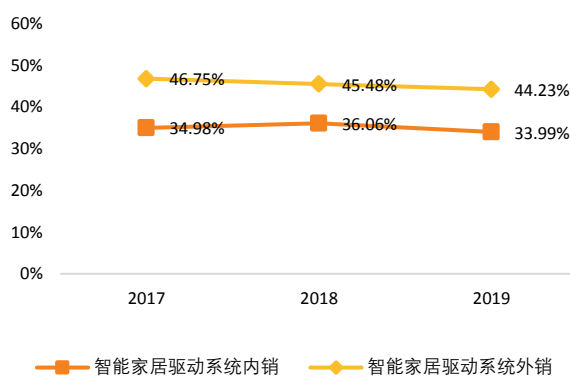
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 33：智慧办公驱动系统境内外销售毛利率



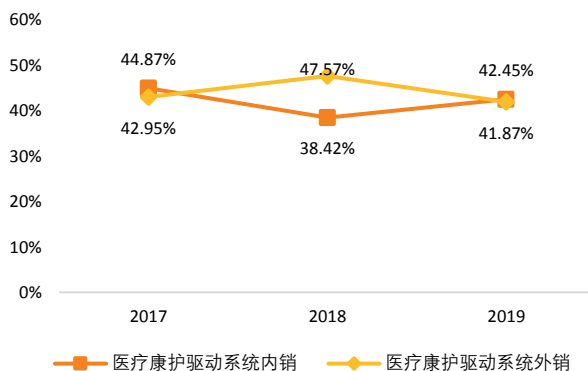
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 32：智能家居驱动系统境内外销售毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 34：医疗康护驱动系统境内外销售毛利率

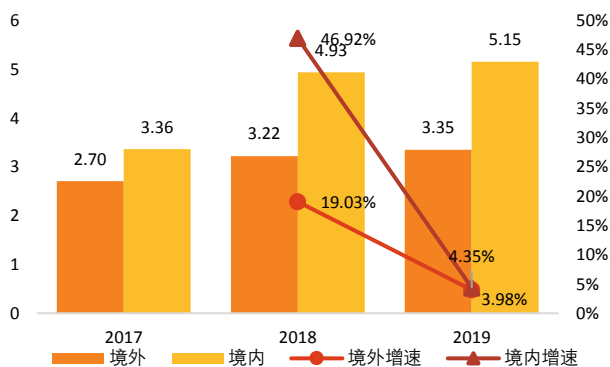


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1. 家居业务：内外销双轮驱动，对整体营收贡献超 70%

2017-2019 年公司智能家居驱动系统营收由内外销双轮驱动。2017-2019 年，公司在智能家居驱动系统外销方面与 Southern Motion、Ashley 等客户紧密合作，17-19 年外销收入分别为 2.70 亿元、3.22 亿元、3.35 亿元。2017-2019 年，公司在智能家居驱动系统内销方面与顾家家居、海派家居等客户已建立长期合作关系，17-19 年内销收入分别为 3.36 亿元、4.93 亿元、5.15 亿元。

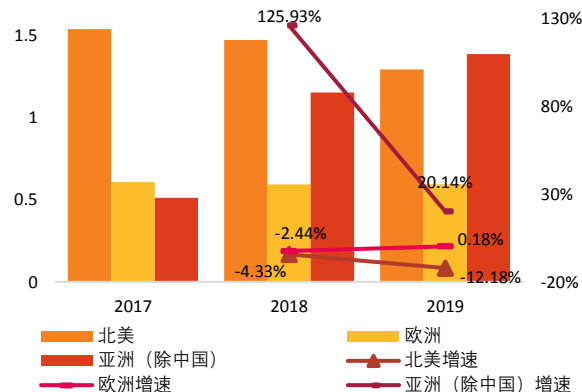
图 35：智能家居驱动系统内外销收入及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

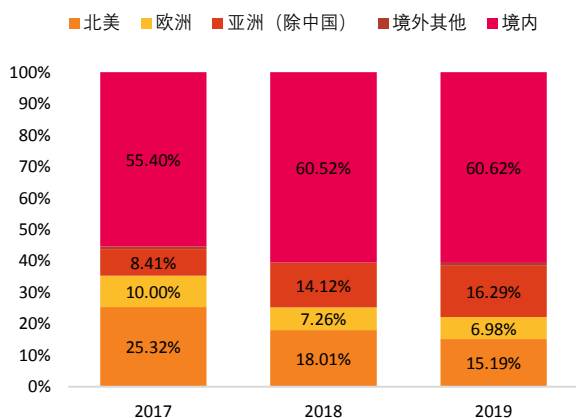
图 37：智能家居驱动系统销售结构

图 36：智能家居驱动系统外销各地区收入及增速

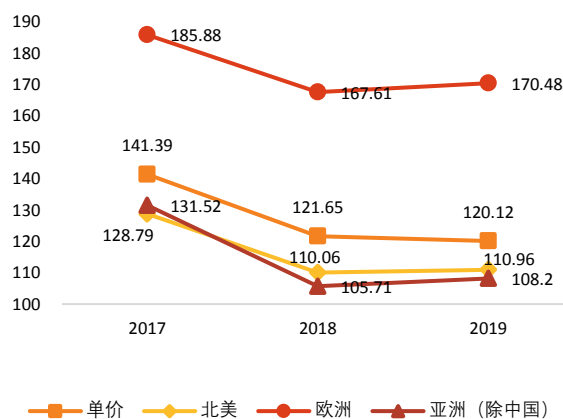


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：智能家居驱动系统各区域销售单价 (元/套)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

配件采购减少拉低智能家居驱动系统成套单价。2017-2019 年智能家居驱动系统出厂价分别为 141.39 元/套、121.65 元/套、120.12 元/套。

表 9: 智能家居驱动系统主要客户单价

年份	主要客户	销售收入 (万元)	单价 (元/套)
2019 120.12 元/套	顾家家居 (宁波) 有限公司	9,164.99	115.84
	Wanek Furniture Co., Ltd.	6,254.36	85.72
	Southern Motion, Inc.	6,023.81	80.79
	海宁海派进出口有限公司	4,699.00	112.93
	华达利家具 (中国) 有限公司	4,012.21	136.57
2018 121.65 元/套	浙江海派智能家居股份有限公司	6,403.98	135.28
	Wanek Furniture Co., Ltd.	6,147.17	89.65
	Southern Motion	5,236.51	77.67
	顾家家居 (宁波) 有限公司	4,207.92	125.22
2017 141.39 元/套	华达利家具 (中国) 有限公司	4,190.76	139.06
	Southern Motion	6,139.07	84.94
	杭州顾家智能家居有限公司	3,718.04	134.02
	高峰创建家私 (深圳) 有限公司	3,627.64	108.50
	华达利家具 (中国) 有限公司	2,888.02	134.17
	Franklin Corporation	2,779.52	210.29

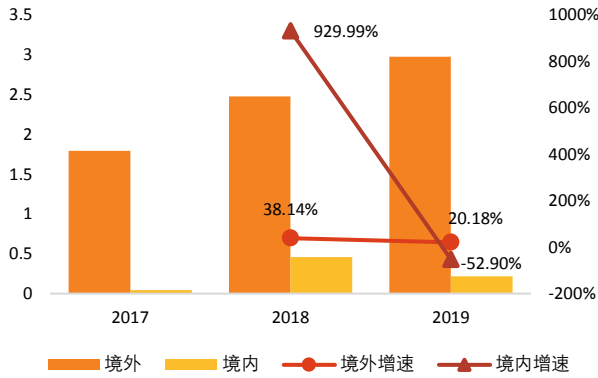
资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

3.2. 办公业务: 17-19 年外销占比平均超 90%, 欧美消费升级拉动增长

智慧办公驱动系统以外销为主, 2017-2019 年外销占比分别为 97.80%、84.38%、93.14%。17-19 年智慧办公驱动系统外销收入分别为 1.79 亿元、2.47 亿元、2.97 亿元。其中 2018 年外销扩张主要因北美地区增长 49.73%, 由北美客户 ESI Ergonomic Solutions, LLC 的采购拉动, 2019 年外销延续上年增长趋势主要因欧洲地区增速达 100.33%。2017-2019 年办公驱动系统内销收入分别为 0.04 亿元、0.46 亿元、0.22 亿元。其中 2018 年内销放量, 主要因公司成功开发境内客户东莞市创健达智能科技有限公司。

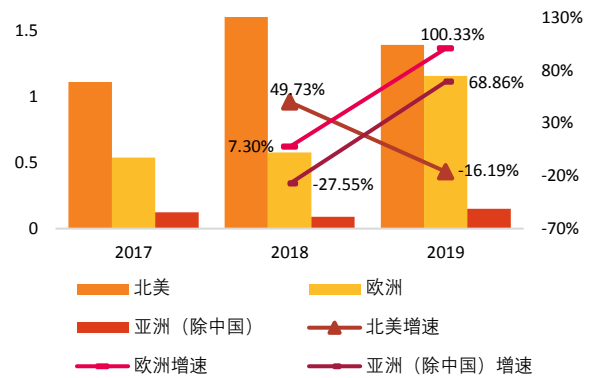
图 39: 智慧办公驱动系统内外销收入及增速

图 40: 智慧办公驱动系统外销各地区收入及增速



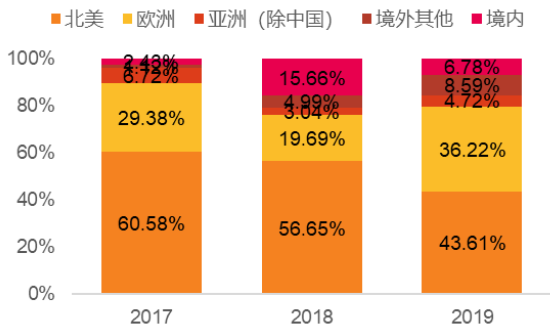
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 41: 智慧办公驱动系统销售结构

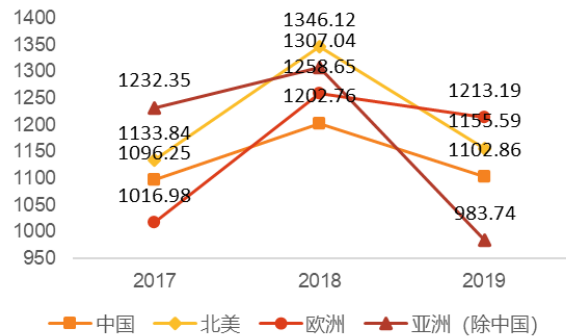


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 42: 智慧办公驱动系统各区域销售单价 (元/套)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

单价受配件采购与新客户定制化需求影响，各地区增减变动方向一致。2017-2019年办公驱动系统出厂价分别为1096.25元/套、1202.76元/套、1102.86元/套。2018年各地区单价均有所抬升，主要在于（1）下游客户对终端产品改进设计，向公司采购时增加每套智慧办公驱动系统搭配的桌腿、手控器、脚板等零部件，例如北美客户 ESI-ergonomic solutions 定位高端，采购功能配件较多；（2）公司陆续新增 Only Ergo GmbH、The Senator Group、Rack Systems (Engineering) Ltd、Hartnagel Handels 等多家德国、英国客户，为满足新增客户定制化需求，公司需进行设计、开模，遵循成本加成的定价原则，新客户采购单价较高；（3）通常每套智慧办公驱动系统产品仅包含两根推杆，但公司销售大部分产品内含三根推杆。

表 10: 智慧办公驱动系统主要客户单价

年份	主要客户	销售收入 (万元)	单价 (元/套)	
2019 年	Fellows Inc.	6,762.54	1,212.58	
	Teknion Limited	5,719.97	1,123.17	
	乐联工业股份有限公司	1,983.10	929.51	
	1,102.86 元/套	东莞市创健达智能科技有限公司	1,647.57	950.87
	TEKNION FURNITURE SYSTEMS(M)SDNBHD	1,371.01	1,037.70	
2018 年	ESI Ergonomic Solutions, LLC	9,636.62	1,327.65	
	1,202.76 元/套	Teknion Limited	4,546.16	1,258.77
	东莞市创健达智能科技有限公司	3,091.35	710.87	
	BALDEKA SVENHEIM GROUP	1,679.10	1,028.42	
	再兴电子 (深圳) 有限公司	1,364.64	1,093.37	
2017 年	Teknion Limited	4,456.29	1,146.96	
	1,096.25 元/套	MTM Group, LLC	2,744.13	1,159.23
	ESI Ergonomic Solutions, LLC	2,439.42	1,049.12	

BALDEKA SVENHEIM GROUP	1,759.79	993.67
Isku Interior Oy	1,597.77	1,027.84

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

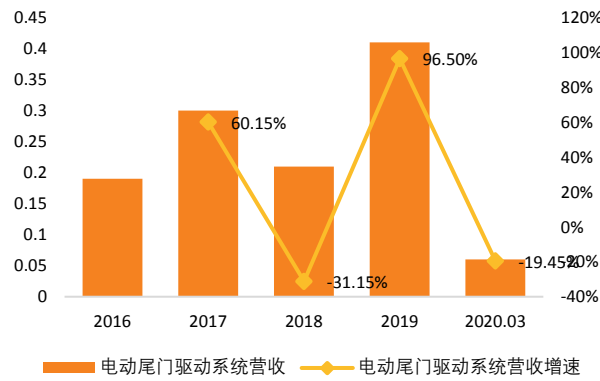
3.3. 汽车尾门业务：新客户成功开拓，尾门新业务更具备潜力

2017-2019 年，公司境内销售收入分别为 0.30 亿元、0.21 亿元、0.41 亿元。2018 年公司电动尾门驱动系统业务呈现负增长，影响来源于浙江众泰汽车制造有限公司，其自身经营不善进而减少了对公司的采购。

2019 年公司新客户开拓取得一定成效，获取了奇瑞汽车河南有限公司、广州小鹏汽车科技有限公司等客户的新增订单，营收增速回升至 96.50%。17-19 年电动尾门驱动系统单位售价分别为 900.80 元/套、935.46 元/套、772.23 元/套。

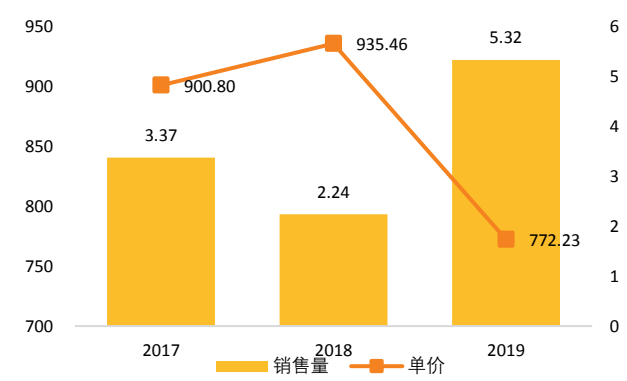
2020 年，公司全资子公司常州市凯程精密汽车部件有限公司的汽车尾门推杆获得丰田认可，开始为丰田供货。

图 43：电动尾门驱动系统营收及增速（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 44：电动尾门驱动系统单价（元/套）与销售量（万套）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.4. 海外对标：国际线性驱动产品制造龙头 LINAK 与 Dewert Okin

国外企业已具有较高的品牌效应和完善的分销渠道，先发优势明显。2015 年北美线性驱动市场规模为 28.94 亿美元，预计到 2024 年均会有大幅增长。国际较为知名的线性驱动制造厂商包括丹麦 LINAK、德国 Dewert Okin 等，其中 LINAK 在全球医疗器械行业拥有较高市场占有率，而德国 Dewert 也在全球 50 多个地区设立分支机构，并于 2010 年设立中国嘉兴生产基地。

表 11：线性驱动行业主要公司概况

线性驱动行业主要公司概况	主营业务介绍
<p>LINAK (力纳克) 是一家从 1976 年起归 Bent Jensen 所有的家族企业。公司创建于 1907 年，现在已成为全球电动直线推杆的市场领先者。力纳克拥有 2200 名以上专业员工，在丹麦、斯洛伐克、中国和美国均设有生产工厂，并在全球 35 多个国家设有子公司。</p>	<p>公司现在分为四大战略业务单元：TECHLINE (工业系列)、DESKLINE (办公系列)、HOMELINE (家庭系列)、MEDLINE&CARELINE (医护系列)。公司设计和制造运动平稳和可靠的全套推杆系统，应用场景广泛，方便了工作场所、办公室、医院、工业生产和农业等各种场合中人体工学的改进。</p>
<p>Dewert Okin 公司是国际领先的驱动系统制造商，总部位于德国基希伦格恩。公司是瑞士 Phoenix Mecano 集团的子公司，隶属于机械部件部门。公司自 1992 年起在全球 50 多个地区设立办事处从事销售业务，在欧洲、北美和亚洲均设有生产基</p>	<p>公司主要设计、制造和销售单驱动器和双驱动器，升降柱，控制键盘和控制单元。Dewert Okin 的驱动系统可安装于床、座椅，应用于医疗、办公诸多领域。</p>

地，其中包括 2010 年设立于中国嘉兴的生产基地。

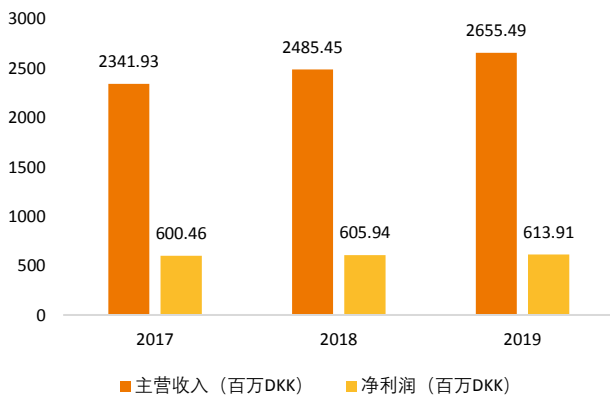
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

● 丹麦 LINAK 主要有以下三个看点：

- **多年经营沉淀，全球线性驱动龙头。**LINAK(力纳克)是一家从 1976 年起归 Bent Jensen 所有的家族企业。公司创建于 1907 年，现在已成为全球**电动直线推杆的市场龙头**。力纳克拥有 2200 名以上专业员工，在丹麦、斯洛伐克、中国和美国均设有生产工厂，并在全球 35 多个国家设有子公司。
- **全球产能，全球服务触及性强。**LINAK 在全球范围合理布局产能、供应链及服务网络，**四大部门产品满足多元场景需求**。LINAK 产能布局全球，能够较好地保证为全球各地供应商及时供货。因线性驱动行业服务周期较长，线性驱动公司针对产品的售后服务周期很大程度上能够覆盖终端产品正常使用的生命周期。因此 LINAK 所建立的全球化网络，能够确保其在产品服务期内更快地解决客户所提出的设计、返修、维护等系列问题。
- **产品品类丰富。**公司分为四大战略业务单元，依次为 TECHLINE(工业系列)、DESKLINE(办公系列)、HOMELINE(家庭系列)、MEDLINE&CARELINE(医护系列)，技术优势明显，能够设计和制造运动平稳和可靠的全套推杆系统，应用场景广泛，方便了工作场所、办公室、医院、工业生产和农业等各种场合中人体工学的改进。

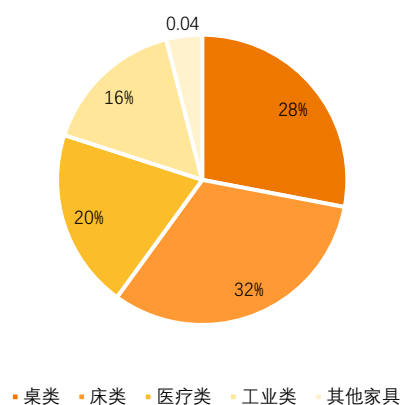
LINAK 主营业务收入 17-19 年呈增长态势。2017 年以来主营业务收入和净利润较十年前有明显提升。2017-2019 年，公司主营业务收入分别为 23.42 亿丹麦克朗、24.85 亿丹麦克朗、26.55 亿丹麦克朗，近两年同比增长 6.13%、6.84%。2017-2019 年，公司净利润分别为 6.00 亿丹麦克朗、6.06 亿丹麦克朗、6.14 亿丹麦克朗，近两年同比增长 0.91%、1.32%。自 2017 年以来，公司净利率保持在 20%以上，但 17-19 年逐年小幅下调。公司各项业务均衡发展，在桌类、床类、医疗类和工业类产品上的营收占比分别为 28%、32%、20%、16%。

图 45：LINAK 主营业务收入



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 46：LINAK 净利润和净利率



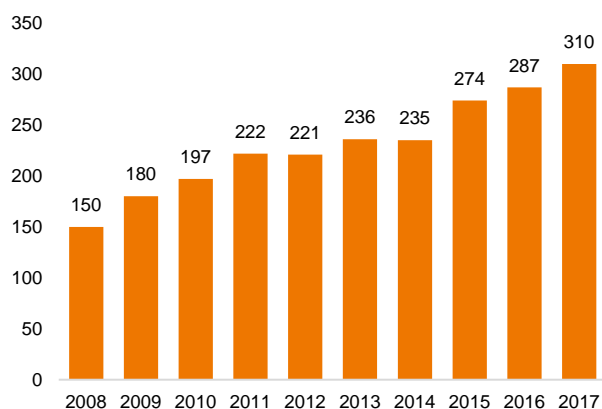
资料来源：彭博，天风证券研究所

● 德国 Dewert Okin 机械部门营业收入及利润整体呈上升趋势。

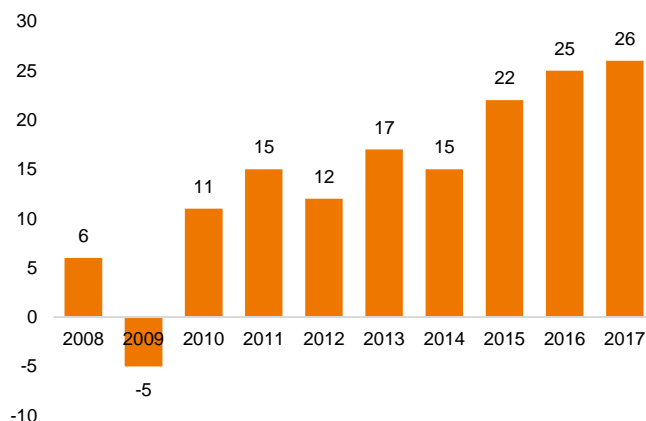
Dewert Okin 成立于 1982 年，是 Phoenix Mecano 集团机械元器件部门的一部分，总部位于德国，其生产基地位于欧洲、北美和亚洲。公司所属机械部件部门近年来营收小幅波动，总体呈上升趋势。2015-2017 年机械部门营收分别为 2.74 亿欧元、2.87 亿欧元、3.1 亿欧元，同比增速分别为 16.60%、4.74%、8.01%；同时期净利润分别为 0.22 亿欧元、0.25 亿欧元、0.26 亿欧元，同比增速分别为 46.67%、13.64%、4.00%。

图 47：2008-2017 年机械部件部门营收（百万欧元）

图 48：2008-2017 年机械部件部门盈利（百万欧元）



资料来源：彭博，天风证券研究所



资料来源：彭博，天风证券研究所

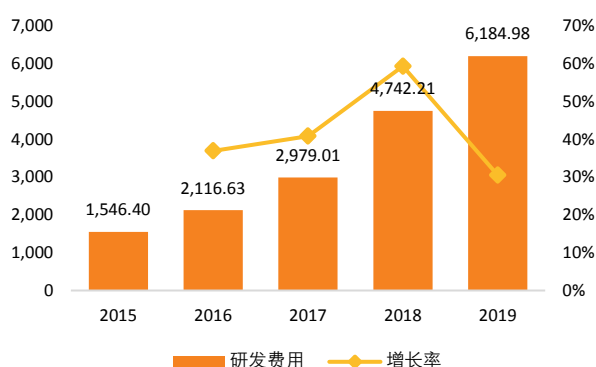
4. 重申公司技术端与客户端两大优势

4.1. 研发能力护航定制化经营模式，核心技术构筑行业壁垒

公司始终坚持对产品、技术的创新，已被认定为“高新技术企业”、“常州市电动直线驱动器工程研究中心”。2019年末，公司设立独立的研发中心，主要负责开发新产品，定制产品设计，编制新品标准，制作新品样机，中心雇用研发技术人员285名，占公司所有员工的10.4%。到2020年5月，公司已拥有发明专利11项，实用新型专利85项，外观设计专利39项。公司的核心技术包括“沙发用电动推杆的防夹技术”、“电动推杆增大机械自锁技术”、“线性驱动器的紧急快速释放技术”、“多功能同步运动控制盒技术”等，较好填补了国内在线性驱动领域的技术空白。

重视研发投入。2017-2019年，公司研发支出分别为0.30亿元、0.47亿元、0.62亿元，呈逐年增长态势，占营业收入比例分别为3.58%、4.16%、5.06%，与收入变动较为匹配。其中，2019年研发费用率增长较快，同比提升了0.9pct，主要因办公家具AI智能控制系统、平行式电动推杆等研发项目投入较多使得研发费用增幅较大。

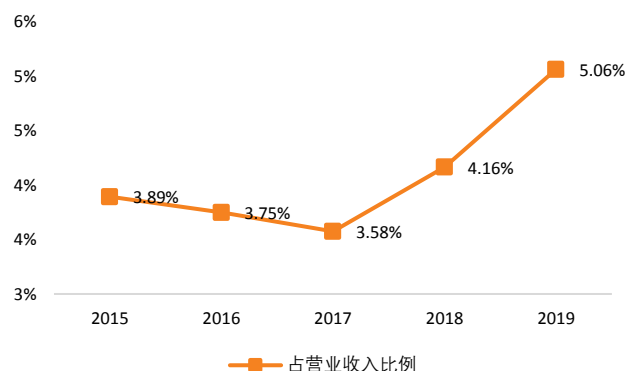
图 49：2015-2019 年研发费用及其增速（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

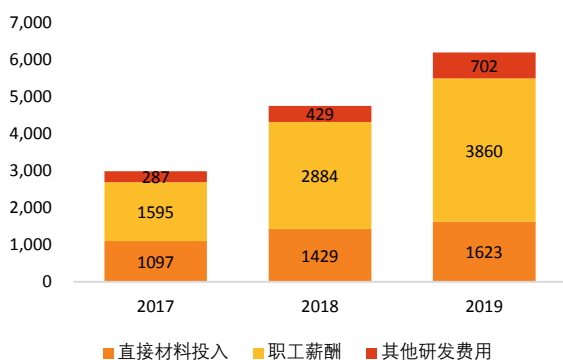
图 51：2017-2019 年研发费用各分项（万元）

图 50：研发费用占营业收入比例

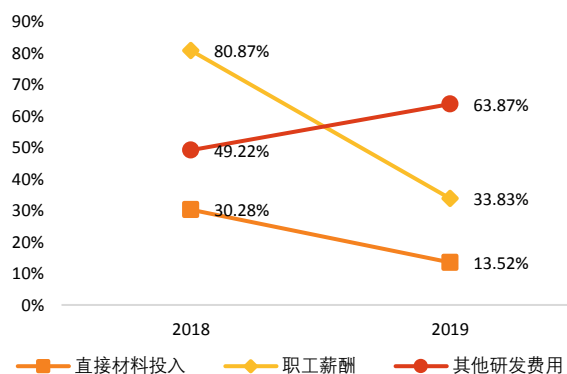


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 52：2018-2019 年研发费用各分项增速



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

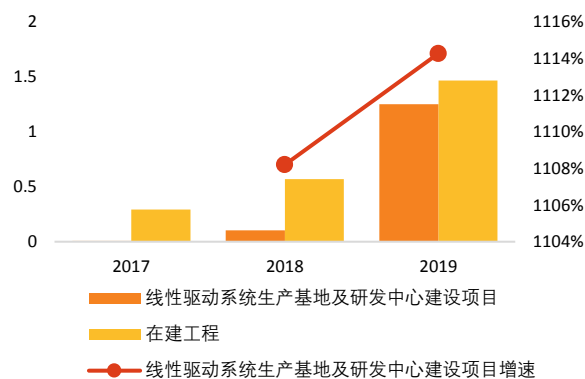


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

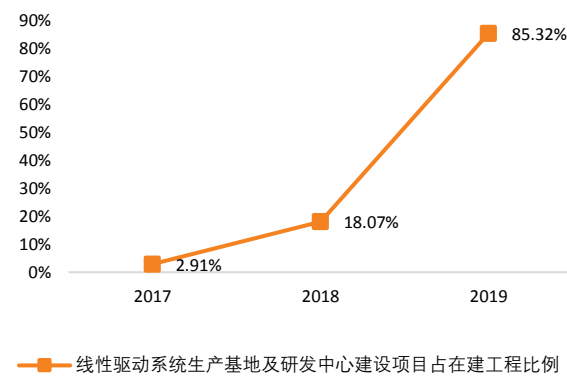
公司强力推进研发中心基础设施建设, 奠定未来较大的研发潜力。2017-2019 年, 在建工程中线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目依次为 85 万元、1030 万元、12505 万元, 增幅明显, 主要因公司近些年正在进行专用机器设备、自动化生产线的采购。

图 53: 2017-2019 年线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目与在建工程 (万元)

图 54: 2017-2019 年线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目在建工程中占比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

4.2. 进入境外领军企业供应商名册, 与境内龙头公司深度绑定

公司以长期战略合作协议绑定国内外大客户, 增强客户对公司的黏性与依赖性。公司在全球范围内覆盖的客户主要包括 Southern Motion、Ashley、Teknion Limited、White Feathers 等国外领军企业, 以及顾家家居、海派家居等国内龙头企业。通过战略合作协议, 公司与大客户长期捆绑, 在智能家居驱动系统、智慧办公驱动系统两条业务上确保了订单流的稳定, 使增长更加平稳与可持续。境外客户方面, 2017-2019 年公司对 Southern Motion、Teknion Limited 销售额较为平稳, 2018 年及以后公司对 Ashley、ESI Ergonomic Solutions, LLC 销售额中枢明显抬升。境内客户方面, 2018 年公司对顾家家居、宜华生活、海派家居销售放量, 2019 年对三家公司的销售额占营业收入比例依次为 9.34%、8.18%、7.66%。

智能家居驱动系统产品主要客户:

- Ashley: Ashley 爱室丽家居 1945 年创立于美国。目前, Ashley 爱室丽家居中国已开设近 150 家门店, 全球门店已超过 900 家, 其产品包括床垫、床品、灯具等各类家居饰品, 应用场景包括客厅、餐厅、卧室、书房等。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: Southern Motion 成立于 1996 年, 位于美国密西西比州, 约有 1400 余名雇员; 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

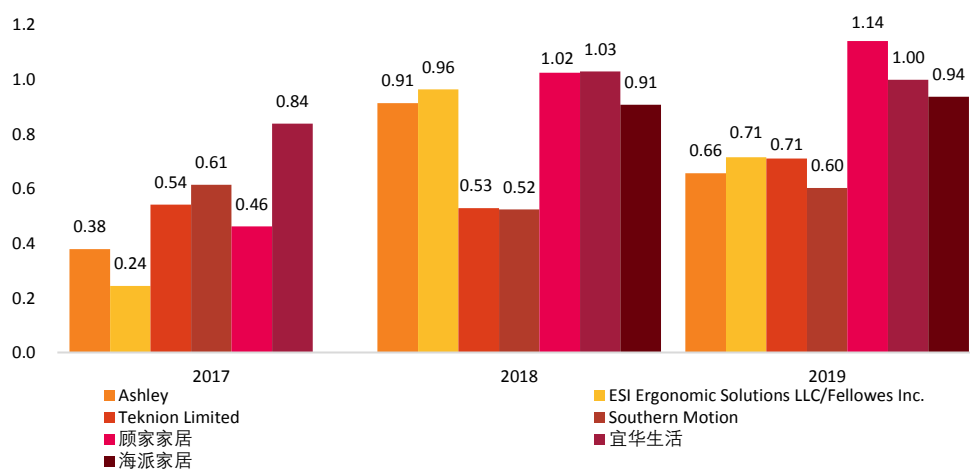
具等，2018 年销售收入约为 4.34 亿美元。

- 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，为全球亿万家庭提供舒适化的家居用品，顾家家居 2019 年营业收入约 110.94 亿元。
- 浙江海派：浙江海派位于浙江海宁，是国内主要的沙发布置制造商之一，主营功能沙发，在浙江、安徽、柬埔寨等地设有生产基地，历经多年发展，公司已形成集研发设计、生产制造、营销服务于一体的全流程体系，主要客户为全球知名家具品牌商，主要产品包括固定沙发、功能沙发及沙发套，产品主销美国、日本、欧洲等国家。年销售额为 10 亿以上。

智慧办公驱动系统产品主要客户：

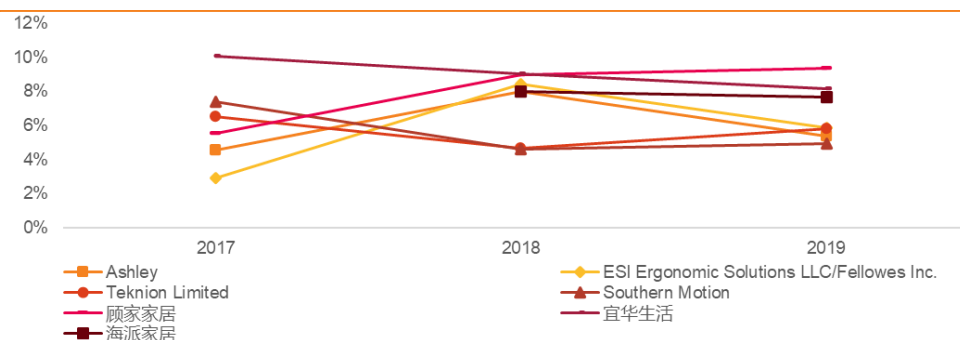
- Fellowes：“范罗士”于 1917 年在美国芝加哥市成立，是一家全球领先的办公家具及电子产品配套设施生产商，在世界各地有众多分支机构，致力于提供多样化办公用品解决方案。
- ESI Ergonomic Solutions, LLC：ESI Ergonomic Solutions, LLC 成立于 1988 年，位于美国亚利桑那州凤凰城，是一家美国知名的办公家具及设备生产商，主要产品包括电动升降办公桌、支架、照明设备等办公设备。公司后被 Fellowes 收购。
- Teknion Limited：Teknion Limited 位于加拿大，主要从事办公家具及设备的生产和销售，致力于提供更为舒适、健康的办公环境；公司主要产品包括高度可调节办公桌、显示器伸缩支架等。

图 55：2017-2019 年公司对主要客户销售额（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 56：2017-2019 年主要客户销售额占营业收入比例

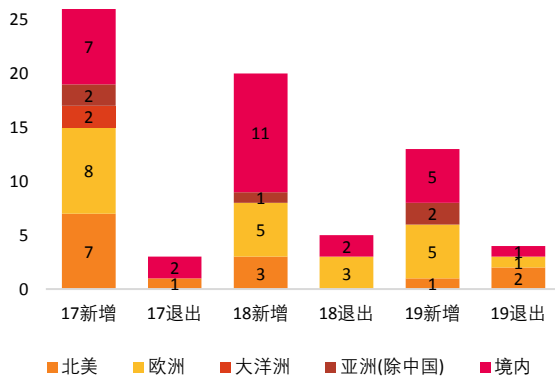


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司新客户开拓收获成效。其中，新增重要客户 ESI Ergonomic Solutions, LLC、乐联工业

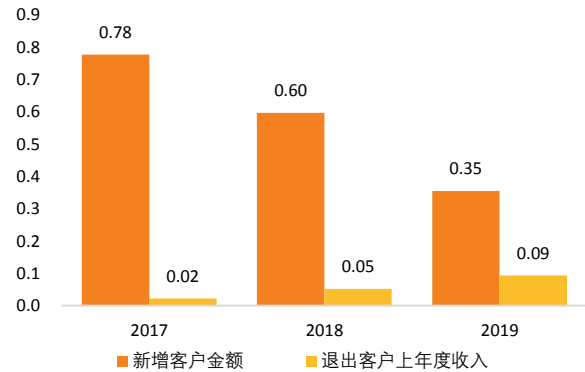
股份有限公司等通过展会交流开拓；东莞市创健达智能科技有限公司、华诺家具（深圳）有限公司等通过定向开发的方式开拓；奇瑞汽车河南有限公司、广州小鹏汽车科技有限公司通过凯程精密获准成为其合格供应商后开拓。

图 57：2017-2019 年新增及退出的客户数



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 58：2017-2019 年新增客户销售额及退出客户上年销售额(亿元)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

核心假设：

- 家居驱动系统：2020-2022 年收入分别增长 -5%/24.74%/17.81%，毛利率分别为 33.68%/36.03%/36.03%。
- 办公驱动系统：2020-2022 年收入分别增长 9%/37.36%/30.29%，毛利率分别为 34.61%/35.06%/36.03%。
- 汽车尾门驱动系统：2020-2022 年营业收入同比增速依次为 32%/110%/190%，毛利率伴随产能爬坡稳中有升。
- 医疗康护驱动系统：2020-2022 年营业收入同比增速分别为 5%/15%/10%，毛利率未来三年保持 42%。

表 12：分品类收入拆分表（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
分品类收入（单位：百万元）							
营业总收入	564.69	833.28	1138.61	1221.60	1222.44	1613.94	2156.65
YOY		47.56%	36.64%	7.29%	0.07%	32.03%	33.63%
营业成本	305.50	501.05	689.42	769.57	809.93	1,046.55	1,411.07
毛利	259.19	332.22	449.19	452.03	412.51	567.39	745.58
毛利率（%）	45.90%	39.87%	39.45%	37.00%	33.74%	35.16%	34.57%
智能家居驱动系统							
营业收入	459.81	605.99	814.95	849.21	806.75	1006.33	1185.56
YOY		31.79%	34.48%	4.20%	-5.00%	24.74%	17.81%
营业成本	247.97	362.20	490.79	526.33	535.01	643.78	758.43
毛利	211.84	243.79	324.16	322.88	271.73	362.56	427.13
毛利率	46.07%	40.23%	39.78%	38.02%	33.68%	36.03%	36.03%
业务收入比例	81.43%	72.72%	71.57%	69.52%	65.99%	62.35%	54.97%
智慧办公驱动系统							
收入	70.30	183.42	293.12	318.73	347.42	477.21	621.76

YOY		160.91%	59.81%	8.74%	9.00%	37.36%	30.29%
成本	35.98	110.70	177.13	208.42	227.17	309.88	397.75
毛利	34.32	35.32	36.32	37.32	38.32	39.32	40.32
毛利率(%)	48.82%	39.65%	39.57%	34.61%	34.61%	35.06%	36.03%
业务收入比例(%)	12.45%	22.01%	25.74%	26.09%	28.42%	29.57%	28.83%
汽车尾门驱动系统							
收入	18.97	30.38	20.92	41.11	54.26	113.94	330.43
YOY		60.15%	-31.15%	96.50%	32.00%	110.00%	190.00%
成本	11.16	19.11	16.05	29.79	42.32	86.60	247.83
毛利	7.81	11.27	4.87	11.31	11.94	27.35	82.61
毛利率(%)	41.17%	37.09%	23.28%	27.52%	22.00%	24.00%	25.00%
业务收入比例(%)	3.36%	3.65%	1.84%	3.36%	4.44%	7.06%	15.32%
医疗康护驱动系统							
收入	10.23	9.42	6.26	7.05	7.40	8.51	9.36
YOY		-7.93%	-33.55%	12.55%	5.00%	15.00%	10.00%
成本	5.58	5.33	3.48	4.10	4.29	4.94	5.43
毛利	4.65	4.09	2.78	2.95	3.11	3.57	3.93
毛利率(%)	45.43%	43.39%	44.36%	41.87%	42.00%	42.00%	42.00%
业务收入比例(%)	1.81%	1.13%	0.55%	0.58%	0.61%	0.53%	0.43%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们采用相对估值法, 选取捷昌驱动/乐歌股份作为可比公司, 可比公司 2021/2022 年平均 PE 估值分别为 28.32X/21.78X。公司在业内制造能力领先, 家居业务长期增长稳健, 办公业务成为新的发力点, 内外销双向布局。我们预计 21/22 归母净利润 2.33/3.14 亿元, 分别同比增长 36.27%/34.41%, 考虑到公司未来 2 年业绩或将维持高增长, 给予公司 2022 年 PE 范围 28-30 倍, 对应目标价格区间 175.84-188.40 元, 目标市值区间 87.86-94.13 亿元, 首次覆盖给予“增持”评级

表 13: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	现价 (元)	PE (2020E)	PE (2021E)	PE (2022E)
603583.SH	捷昌驱动	80.31	47.70	38.65	30.16
300729.SZ	乐歌股份	41.97	26.72	17.99	13.41
	平均		37.21	28.32	21.78

资料来源: wind, 天风证券研究所

5.2. 风险提示

技术创新风险: 行业技术更新换代的速度快, 公司或存在不能及时将新技术运用于产品开发和升级风险。

下游行业市场需求不足的风险: 如果未来全球经济出现经济增速放缓, 公司产品市场需求量或可能存在下降风险。

市场竞争加剧的风险: 随着行业市场空间的不断扩大, 更多竞争者可能会加入本行业, 或存在市场竞争加剧风险。

贸易摩擦加剧的风险: 近年来, 美国采取贸易保护主义的贸易政策的倾向逐渐增大, 如果中美贸易摩擦进一步持续和升级, 将可能对公司经营业绩造成不利影响。

诉讼风险: 根据公司公告, 公司与 LINAK 境内专利诉讼及公司与 Limoss US,LLC 专利诉讼还尚未有最终判决, 或存在专利诉讼风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	218.55	179.53	263.51	487.60	984.53
应收票据及应收账款	256.15	256.02	245.47	329.01	438.65
预付账款	7.60	8.45	7.77	13.40	15.35
存货	140.43	190.26	132.95	289.91	274.60
其他	229.23	293.87	365.69	365.41	344.30
流动资产合计	851.96	928.13	1,015.39	1,485.32	2,057.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	166.61	204.13	274.29	339.33	388.29
在建工程	57.00	146.57	123.94	122.36	103.42
无形资产	17.07	105.07	101.92	98.77	95.62
其他	64.28	7.53	26.72	30.35	19.05
非流动资产合计	304.96	463.30	526.88	590.82	606.38
资产总计	1,156.92	1,391.43	1,542.27	2,076.13	2,663.81
短期借款	3.00	193.55	17.95	26.35	48.76
应付票据及应付账款	273.40	401.29	243.09	606.97	561.66
其他	377.25	65.64	319.38	221.22	449.30
流动负债合计	653.65	660.48	580.42	854.54	1,059.72
长期借款	0.00	0.00	53.86	79.05	146.28
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.19	10.16	3.52	4.62	6.10
非流动负债合计	0.19	10.16	57.38	83.68	152.38
负债合计	653.84	670.64	637.80	938.22	1,212.10
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	37.50	37.50	50.00	50.00	50.00
资本公积	247.11	248.76	248.76	248.76	248.76
留存收益	465.64	683.14	854.46	1,087.92	1,401.70
其他	(247.17)	(248.62)	(248.76)	(248.76)	(248.76)
股东权益合计	503.08	720.78	904.46	1,137.92	1,451.70
负债和股东权益总计	1,156.92	1,391.43	1,542.27	2,076.13	2,663.81

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	261.46	215.85	171.32	233.46	313.78
折旧摊销	19.80	27.58	15.61	19.69	23.14
财务费用	0.12	(2.77)	(2.64)	(5.08)	(10.07)
投资损失	(7.01)	(5.69)	(5.24)	(5.24)	(5.24)
营运资金变动	(82.59)	146.99	66.43	17.35	120.37
其它	95.41	(212.10)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	287.20	169.87	245.48	260.17	441.98
资本支出	88.54	231.24	66.64	78.90	48.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(244.89)	(363.11)	(121.39)	(153.65)	(93.28)
投资活动现金流	(156.35)	(131.87)	(54.76)	(74.76)	(44.76)
债权融资	3.00	193.55	71.81	105.40	195.04
股权融资	59.88	53.04	60.93	51.02	56.01
其他	(72.58)	(339.43)	(239.49)	(117.75)	(151.34)
筹资活动现金流	(9.70)	(92.84)	(106.75)	38.68	99.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	121.15	(54.84)	83.98	224.09	496.93

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,138.61	1,221.60	1,222.44	1,613.94	2,156.65
营业成本	689.42	769.57	809.93	1,046.55	1,411.07
营业税金及附加	8.47	8.87	8.76	11.76	15.61
营业费用	64.25	82.04	64.73	85.46	114.20
管理费用	41.17	62.65	79.38	122.96	153.69
研发费用	47.42	61.85	61.12	80.70	107.83
财务费用	(13.64)	(5.25)	(2.64)	(5.08)	(10.07)
资产减值损失	6.91	(3.73)	2.82	2.00	0.37
公允价值变动收益	(0.18)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.01	5.69	5.24	5.24	5.24
其他	(22.67)	(12.95)	(10.49)	(10.49)	(10.49)
营业利润	310.46	252.86	203.58	274.84	369.21
营业外收入	0.66	0.81	0.70	0.72	0.74
营业外支出	1.24	0.24	1.23	0.90	0.79
利润总额	309.87	253.43	203.05	274.66	369.16
所得税	48.42	37.58	31.72	41.20	55.37
净利润	261.46	215.85	171.32	233.46	313.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	261.46	215.85	171.32	233.46	313.78
每股收益(元)	5.23	4.32	3.43	4.67	6.28

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	36.64%	7.29%	0.07%	32.03%	33.63%
营业利润	71.91%	-18.55%	-19.49%	35.00%	34.34%
归属于母公司净利润	77.56%	-17.44%	-20.63%	36.27%	34.41%
获利能力					
毛利率	39.45%	37.00%	33.74%	35.16%	34.57%
净利率	22.96%	17.67%	14.01%	14.47%	14.55%
ROE	51.97%	29.95%	18.94%	20.52%	21.61%
ROIC	64.06%	94.46%	32.16%	47.17%	58.10%
偿债能力					
资产负债率	56.52%	48.20%	41.35%	45.19%	45.50%
净负债率	-42.85%	1.95%	-21.19%	-33.59%	-54.38%
流动比率	1.30	1.41	1.75	1.74	1.94
速动比率	1.09	1.12	1.52	1.40	1.68
营运能力					
应收账款周转率	4.94	4.77	4.88	5.62	5.62
存货周转率	8.62	7.39	7.56	7.63	7.64
总资产周转率	1.14	0.96	0.83	0.89	0.91
每股指标(元)					
每股收益	5.23	4.32	3.43	4.67	6.28
每股经营现金流	5.74	3.40	4.91	5.20	8.84
每股净资产	10.06	14.42	18.09	22.76	29.03
估值比率					
市盈率	23.68	28.69	36.15	26.53	19.73
市净率	12.31	8.59	6.85	5.44	4.27
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.66	19.28	13.56
EV/EBIT	0.00	0.00	28.73	20.69	14.43

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com