

线性驱动龙头，综合布局遨游蓝海市场（更新）

线性驱动龙头，综合布局多场景应用

凯迪股份主营业务为线性驱动系统的研发、生产，主要应用于智能家居、智慧办公、汽车尾门、医疗康护等领域。2019 年，公司营业收入主要来自于智能家居板块，收入占比达 70%，第二大业务为智慧办公板块，收入占比 26%，电动尾门驱动系统业务目前规模较小，但伴随着汽车电动化、智能化趋势，未来市场空间巨大，公司已做好布局卡位。

立足功能沙发市场，开拓升降电动桌新应用

公司 2003 年便推出了应用于功能沙发的线性驱动推杆，发展至今已成为全球龙头。目前美国是全球功能沙发的最大消费国，功能沙发占整体沙发市场的比例达到 41.5%。而国内功能沙发市场近十年才开始兴起，仅占整体沙发市场的 12%，在懒人经济和消费升级带动下国内功能沙发市场仍是蓝海。立足功能沙发市场，公司相继开拓了升降电动桌以及汽车电动尾门下游应用。

慧眼独具抢占汽车电动尾门市场，先发优势获得优质客户

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、引擎盖举升、汽车电动车窗和门锁等。伴随着新能源汽车的普及以及未来汽车智能化程度不断完善与加强，对线性驱动系统的需求会越来越多。公司汽车尾门的主要客户包括小鹏汽车、本田汽车、奇瑞汽车、东风小康等。2021 年 5 月，公司收到了蔚来的零件定点通知函，订单在 5000 万套左右，预计未来几年公司在电动尾门推杆方面的订单量会有一定突破。

线性驱动下游应用广泛，蓝海市场蓬勃发展

2020 年全球线性驱动器市场规模约为 23.2 亿美元，其中亚太地区占全球市场份额的 21.8%，北美和亚太地区几乎占据了全球市场的一半。2020 年，中国线性驱动市场规模达到 32 亿元，同比增长 20%。线性驱动行业在国内仍是朝阳行业，随着人们消费水平升级，对于生活用品的智能程度、舒适程度、便利程度、网络化程度的追求逐渐提高，线性驱动行业的需求量将大大上升。

盈利预测与估值

首次覆盖给予“买入”评级。考虑到今年需计提 1675 万元股权激励费用，我们预计公司 2021-2023 年分别实现营收 15.5、20.5、26.6 亿元，实现归母净利润 2.06、2.76、3.69 亿元。公司已成长为线性驱动行业国内龙头，在功能沙发领域独占鳌头，并在汽车电动尾门市场占据了先发优势，整体线性驱动市场前景光明，

凯迪股份 (605288)

首次评级
买入
吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 执证编号：S1440519080001

SFC 中央编号：BOU764

彭元立

pengyuanli@csc.com.cn

15011456607

SAC 执证编号：S1440521010007

发布日期：2021 年 06 月 08 日

当前股价：111.87 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	3.2/-0.42	0.69/-1.92	20.82/-5.42
12 月最高/最低价 (元)			160.87/99.88
总股本 (万股)			5,050.04
流通 A 股 (万股)			1,250.0
总市值 (亿元)			56.49
流通市值 (亿元)			13.98
近 3 月日均成交量 (万股)			22.16
主要股东			
常州市凯中投资有限公司			44.55%

股价表现



单击此处输入文字。

公司将受益于未来下游应用的持续拓展，给予“买入”评级。

风险提示：技术创新风险、市场竞争加剧、中美贸易摩擦加剧、汇率风险。

重要财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,222	1,272	1,551	2,047	2,663
增长率(%)	7.3	4.1	22.0	32.0	30.1
净利润(百万元)	216	173	206	276	369
增长率(%)	-17.4	-20.1	19.3	34.4	33.6
ROE(%)	29.9	8.8	9.7	11.6	13.5
EPS(元/股, 摊薄)	5.76	3.42	4.08	5.48	7.31
P/E(倍)	18.2	30.7	25.8	19.2	14.4
P/B(倍)	5.5	2.7	2.5	2.2	1.9

目录

一、线性驱动龙头，综合布局多场景应用	1
1.1 线性驱动应用场景广泛，凯迪布局全面.....	1
1.2 立足功能沙发应用，懒人经济+消费升级国内仍是蓝海	3
1.3 职业健康催生电动升降桌需求，国内外市场增长迅猛.....	7
1.4 慧眼独具抢占汽车电动尾门市场，先发优势助力公司获得优质客户	9
二、历史业绩稳步成长，募投产能释放在即	13
2.1 股权结构稳定，股权激励绑定核心员工.....	13
2.2 营收持续增长，利润受黑天鹅事件波动成长.....	14
2.3 积极扩产，募投产能释放在即	15
三、线性驱动下游应用广泛，蓝海市场蓬勃发展.....	17
3.1 新一代驱动方式，市场前景良好	17
3.2 对标海外龙头，国内双雄大有可为	18
四、盈利预测与估值	21
五、风险分析	22
报表预测	23

图表目录

图表 1： 线性驱动系统结构示意图	1
图表 2： 公司各业务产品介绍	2
图表 3： 2015-2019 年主营业务构成	3
图表 4： 2019 年各项业务营收占比	3
图表 5： 公司用于功能沙发的沙发铁架及线性驱动器示意图.....	3
图表 6： 2013-2017 年美国沙发及功能沙发市场规模（十亿美元）	4
图表 7： 2013-2017 年中国沙发及功能沙发市场规模	4
图表 8： 2015-2019 年公司智能家居业务营业收入 CAGR 达 23.8%	5
图表 9： 2019 年智能家居驱动系统前五大客户销售情况.....	5
图表 10： 2019 年公司智能家居业务地域分布	6
图表 11： 2017-2019 年沙发电动推杆单价	6
图表 12： 公司智能家居核心技术突破	7
图表 13： 2015-2020 年全球办公桌市场规模（亿美元）	7
图表 14： 2015-2019 年公司升降桌营收迅速增长	8
图表 15： 2017-2019 年升降桌电动推杆单价	8
图表 16： 2019 年智慧办公驱动系统前五大客户销售情况.....	9
图表 17： 2019 年智慧办公业务营收地域分布	9
图表 18： 2012-2020 年中国汽车产销量（万辆）	10
图表 19： 2016-2019 年汽车尾门推杆营业收入	10
图表 20： 2017-2019 年公司汽车尾门电动推杆单价	11

图表 21: 公司汽车尾门推杆核心技术突破	11
图表 22: 蔚来汽车 ET7	12
图表 23: 凯迪股份历史沿革	13
图表 24: 凯迪股份股权结构图 (截至 2021.5.29)	13
图表 25: 2020 年限制性股票激励计划解锁目标	14
图表 26: 2015-2020 年公司营收持续增长	14
图表 27: 2015-2020 年公司归母净利润情况	14
图表 28: 2020 年境内外营业收入各占一半	15
图表 29: 历史现金流状况良好, 2020 年略有下滑	15
图表 30: 2019 年各项业务产能、产量、产能利用率	16
图表 31: 凯迪股份 IPO 募投项目	16
图表 32: 2015-2020 年全球线性驱动器市场规模	17
图表 33: 2020 年全球线性驱动器市场份额占比	18
图表 34: 2015-2020 年中国线性驱动器市场规模	18
图表 35: 国内外竞争对手各业务产品介绍	19
图表 36: 2016-2020 年 DEWERT 营业收入	19
图表 37: 2016-2020 年 DEWERT 净利润及净利率	19
图表 38: 2009-2013 年 LINAK 营业收入	20

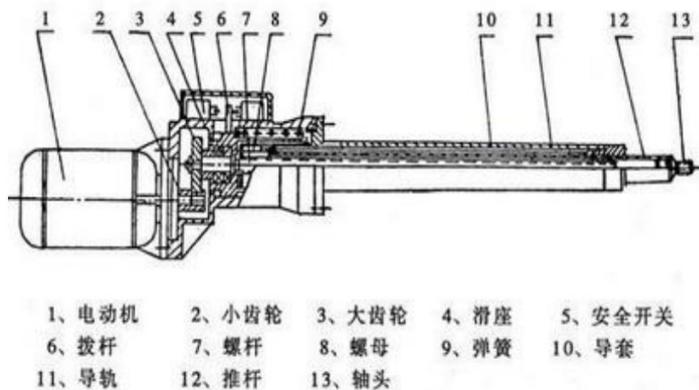
一、线性驱动龙头，综合布局多场景应用

1.1 线性驱动应用场景广泛，凯迪布局全面

常州市凯迪电器股份有限公司成立于 1992 年，主营业务为线性驱动系统的研发、生产。公司主要产品是由电动推杆、手控器、电器盒及其他配套零部件组成的线性驱动系统产品，主要应用于智能家居、智慧办公、汽车尾门、医疗康护等领域。

线性驱动是通过机械结构将电动机的圆周运动转换为推杆的直线运动，可主动实现对整个机械系统的升降、伸展、角度调节等复杂功能的综合应用。线性驱动系统由驱动电机、减速齿轮、螺杆、螺母、导套、推杆、滑座、弹簧、外壳及涡轮、微动控制开关组成，与开关电源、控制器或面板一起组成线性驱动系统，是众多下游行业产品的核心配件，被广泛应用于位移、角度控制机构中，可实现远距离控制、集中控制或自动控制。其中，电动推杆是一种新型的线性驱动机构，在一定范围行程内作往返运动，把电机的旋转运动转化为直线往复运动。

图表1：线性驱动系统结构示意图



资料来源：公司招股说明书，中信建投

凯迪智能家居业务覆盖智能家居沙发、智能升降床、智能家居整套驱动系统的研发与制造，主要由推杆、手控、沙发铁架等部分组成。智能办公业务覆盖升降桌的整套驱动系统的研发与制造，主要出售桌腿、脚板、整套设备等升降桌的核心零部件。汽车尾门驱动业务覆盖汽车电动尾门、前门、侧翼门驱动推杆的整套系统的研发与制造，主要出售撑杆、推杆、ECU、传感器、吸合锁、整套设备等。智能医疗事业部业务主要覆盖医疗床、医疗康复床、手术床、电动轮椅等医疗器械产品。

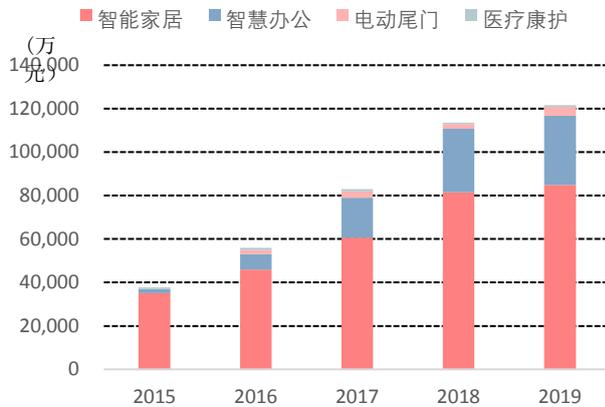
图表2： 公司各业务产品介绍

业务	在售产品	产品示意图	下游产品
智能家居驱动系统	推杆、手控、电源、控制盒、沙发铁架		智能家居沙发、智能升降床
智慧办公驱动系统	桌腿、脚板、手控器、控制盒		升降桌
电动尾门驱动系统	撑杆、推杆、ECU、传感器、吸合锁		汽车电动尾门
医疗康护驱动系统	推杆、手控器、立柱、控制盒		医疗床、医疗康复床、手术床、电动轮椅

资料来源：公司官网，中信建投

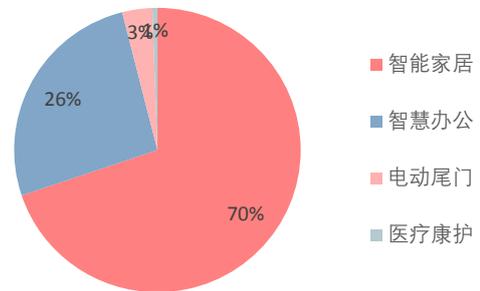
2019 年，公司营业收入主要来自于智能家居板块，收入占比达 70%，毛利占比达 72%。第二大业务为智慧办公板块，收入占比 26%，毛利占比 25%。电动尾门驱动系统和医疗康护驱动系统业务规模较小，收入占比总和仅 4%，毛利占比总和为 2.7%。

图表3： 2015-2019 年主营业务构成



资料来源: Wind, 中信建投

图表4： 2019 年各项业务营收占比



资料来源: Wind, 中信建投

1.2 立足功能沙发应用，懒人经济+消费升级国内仍是蓝海

功能沙发相比于普通沙发而言，可以控制沙发的升降、倾斜及翻转，为消费者提供最舒适的角度，使头部、颈部、腰部、膝盖直至双脚均处于完全放松的状态，给消费者全身提供支撑，促进血液循环，有益身体健康。在内置驱动方面，电动沙发根据人体工程学设计，依靠内置的线性驱动器作为核心动力来源。

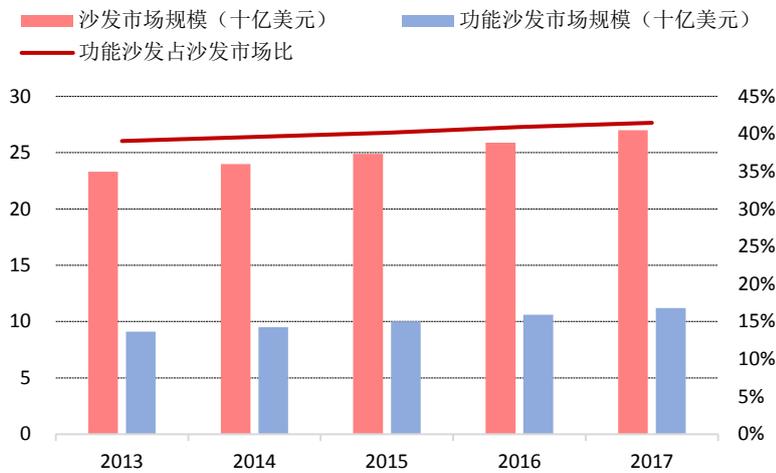
图表5： 公司用于功能沙发的沙发铁架及线性驱动器示意图



资料来源: 公司官网, 中信建投

目前美国是全球功能沙发的最大消费国，2017 年美国功能沙发市场销售规模占整体沙发市场的比例已达到 41.5%。

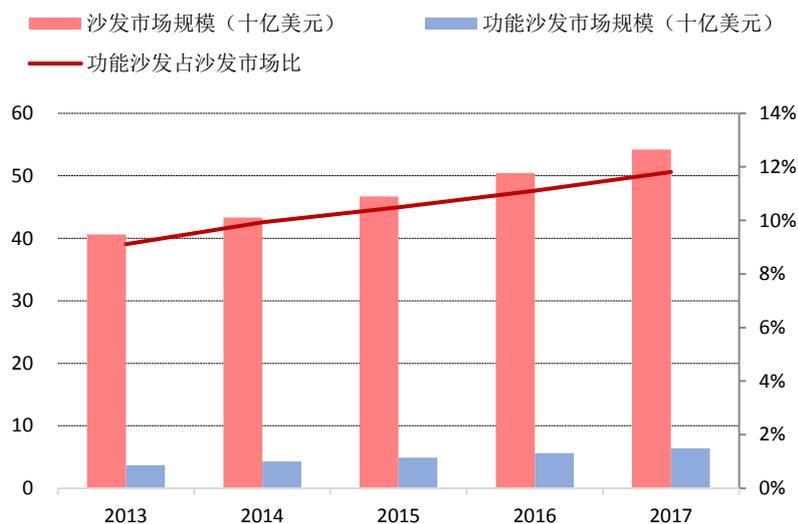
图表6: 2013-2017 年美国沙发及功能沙发市场规模 (十亿美元)



资料来源: 中国产业信息网, 中信建投

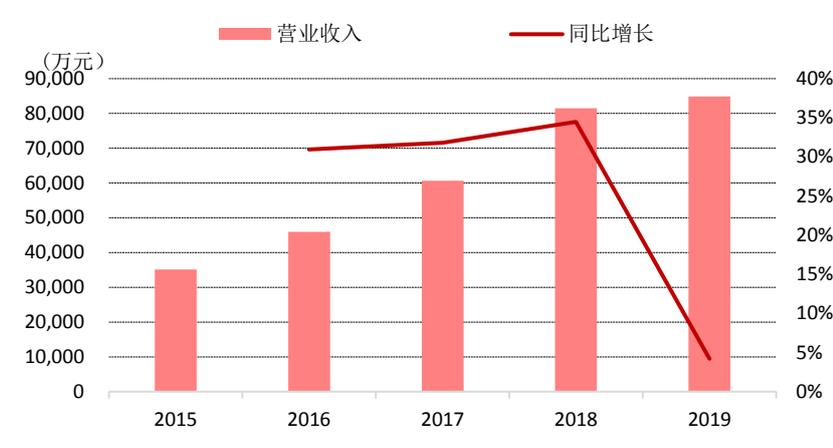
中国功能沙发市场近十年才开始兴起, 目前仍属于小众的家居产品。2017 年中国沙发市场销售规模为 542 亿元, 功能沙发市场销售规模 64 亿元, 占整体沙发市场的 12%。随着中国居民可支配收入的不断增加、消费观念的转变以及老龄化趋势的加快, 我国现正处于消费快速增长期, 近几年功能沙发在中国发展迅速, 随着消费风格趋于年轻化、享受型和功能型, 国内居民对功能沙发将有更高的接受度与认可度, 这将大大拓宽功能沙发的销售规模。全球功能沙发市场发展前景广阔, 从而带动线性驱动系统的需求日益增长。

图表7: 2013-2017 年中国沙发及功能沙发市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 中信建投

2019 年, 凯迪股份家居沙发业务实现营收 8.5 亿元, 2015~2019 年 CAGR 为 23.8%, 2018 年之前高速增长, 2019 年增速有所减缓。智能家居驱动系统是公司最主要的营业收入来源, 其销量已经做到全球第一。

图表8： 2015-2019 年公司智能家居业务营业收入 CAGR 达 23.8%


资料来源: Wind, 中信建投

公司在智能家居驱动系统方面的客户主要包括国内几大家居生产商，如顾家家居、海派家居等，以及海外的 Southern Motion、Wanek Furniture、Franklin 等客户。

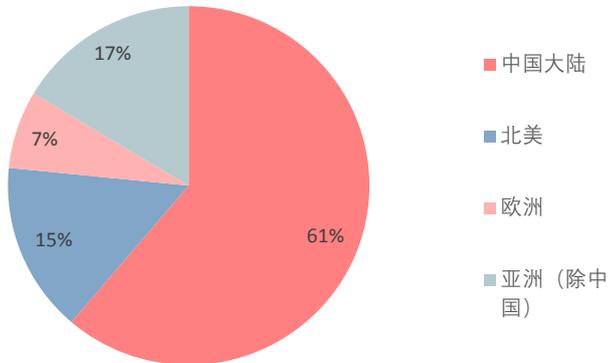
图表9： 2019 年智能家居驱动系统前五大客户销售情况

客户名称	销售数量	收入金额	占营业收入的比例
顾家家居（宁波）有限公司	791,210	9,164.99	7.54%
Wanek Furniture Co.,Ltd.	729,609	6,254.36	5.14%
Southern Motion,Inc.	745,632	6,023.81	4.93%
海宁海派进出口有限公司	416,088	4,699.00	3.85%
华达利家具（中国）有限公司	293,791	4,012.21	3.28%
小计	2,976,330	30,154.39	24.68%

资料来源: 凯迪股份招股说明书, 中信建投

按地域划分，2019 年公司智能家居业务中国大陆的营收为 5.15 亿元，北美为 1.29 亿元，欧洲为 0.59 亿元，亚洲（除中国）为 1.38 亿元。公司产品通过配套国内家居厂商实现出海。

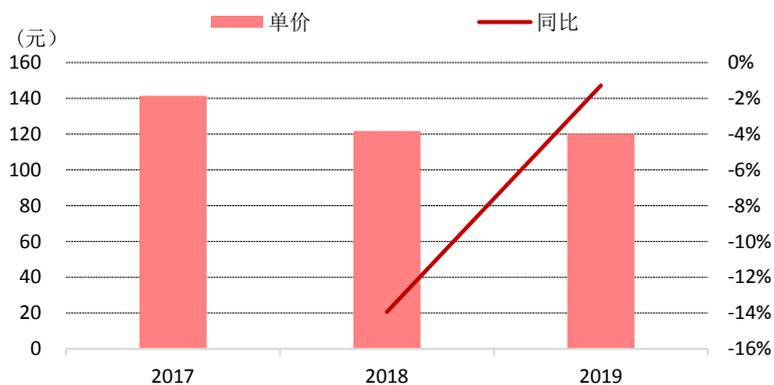
图表10： 2019 年公司智能家居业务地域分布



资料来源：招股说明书，中信建投

近年来，公司着力提高零部件自产率，目前注塑、蜗杆、丝杆、冲压件均已实现自产，为公司降本做出了重要贡献。近两年，规模效应已达到瓶颈，智能家居用线性驱动产品的降本空间逐渐减少，进一步降价的空间有限。另外，今年以来，由于大宗商品的涨价趋势，公司的推杆单价从 2019 年的 120.12 元/套开始涨价。此外，一套产品由一个或多个推杆及相关配件组成，公司根据客户终端产品的需求，即推杆、配件的比例不同会导致客户的价格存在一定差异。

图表11： 2017-2019 年沙发电动推杆单价



资料来源：凯迪股份招股说明书，中信建投

凯迪股份的生产中涉及几项核心技术提高了电动沙发的技术含量及安全性，提高了产品质量和市场竞争能力。

图表12： 公司智能家居核心技术突破

技术名称	技术简介
沙发用电动推杆的防夹技术	本技术用于电动沙发底部区域的防夹保护，包括开关电源、推动电动沙发支撑架伸缩动作的电动推杆以及操控电动推杆的手控器。电动沙发的底部内侧设置有红外感应探头，电动沙发的金属支架上设置有电容感应器，电动沙发的底部设置有机械开关，控制盒接收红外感应探头或电容感应器或机械开关的检测信号而控制电动推杆停止动作或反向运动，有效阻止了人或动物在电动沙发底部区域被夹伤的可能性。
电动推杆增大机械自锁技术	本技术是电动推杆在电机输出轴处设置有作用于输出轴的阻尼装置，阻尼装置包括至少两瓣的抱设在输出轴上的摩擦瓦，摩擦瓦的外围套设有将摩擦瓦抱紧在输出轴上的螺旋弹簧，在摩擦瓦的轴向两端设有防止螺旋弹簧脱落的防脱凸台，并且至少一处的防脱凸台径向延伸成止转翅片，止转翅片被设置在电机外壳上的挡块挡住以阻止摩擦瓦随输出轴转动，摩擦瓦上在于输出轴接触的内壁上设有轴向储油槽，增加摩擦瓦的使用寿命。
多功能同步运动控制盒技术	本技术涉及一种多功能同步运动控制盒，包括盒体与操作面板，盒体内设置有控制电路板;控制电路板上设置有 CPU 控制模块;CPU 控制模块分别连接有电源模块、键盘显示单元模块、监控复位模块、系统时钟模块、LIN 通讯单元模块、RS232 扩展模块以及多个电机的位置信号反馈模块;控制电路板与操作面板电路连接;控制电路板控制多个电机同步运动。

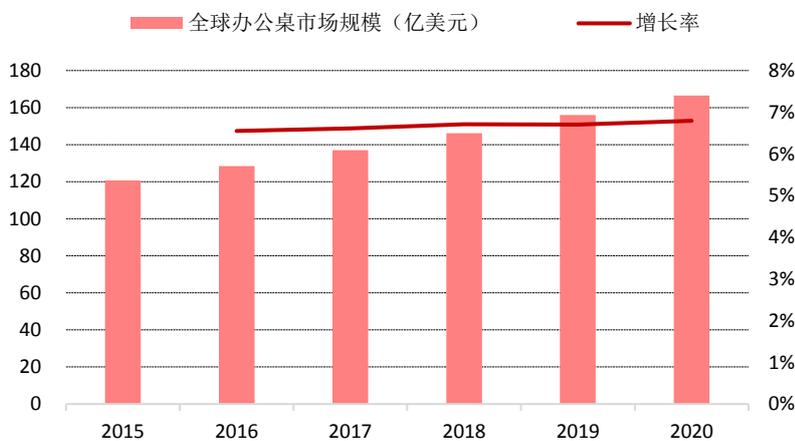
资料来源：招股说明书，中信建投

1.3 职业健康催生电动升降桌需求，国内外市场增长迅猛

现如今，办公室人员需要长时间在电脑前工作，容易患上颈背及上肢疾病。出于职业健康及工作效率考虑，办公人员对办公桌健康性、舒适性和功能性提出了更高的要求，这为电动升降办公桌市场提供了良好的市场机遇。与传统办公桌相比，电动升降办公桌根据人体工程学设计，由升降立柱、电器盒和手控器组成的线性驱动系统是其重要组成部分及核心动力来源，升降的形式主要是通过对桌面高度的调节，以满足不同身高人群的需求。

由于欧美发达国家一贯重视职业病的防治，电动升降办公桌近几年发展迅速，已大量应用于办公场所，电动升降办公桌逐渐成为现代办公生活的标准。从全球范围看，目前美国是电动办公家具普及率最高的国家。2015 年全球办公桌市场规模为 120.6 亿美元，到 2020 年已增长至 166.6 亿美元。

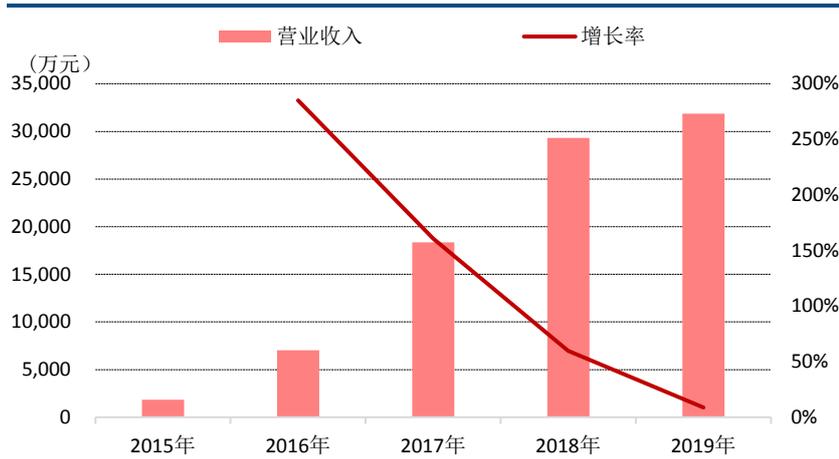
图表13： 2015-2020 年全球办公桌市场规模（亿美元）



资料来源：中国产业信息网，中信建投

国内市场中电动办公桌在办公场所应用的还比较少，但随着人们越来越注重健康的办公环境，电动升降办公桌产品的不断推广、使用将成为趋势。2016-2019 年，公司升降桌线性驱动产品的营收从 0.7 亿元迅速增长至 3.2 亿元，CAGR 达 65%。

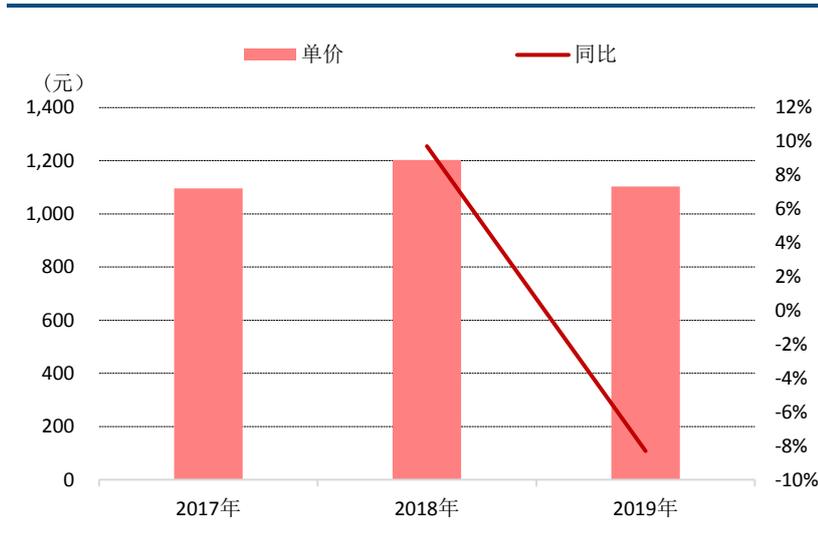
图表14： 2015-2019 年公司升降桌营收迅速增长



资料来源：招股说明书，中信建投

升降桌电动推杆的单价在 2017-2019 年间均维持在 1100 元/套至 1200 元/套之间，由于定制化订购，公司预设了三种形式的升降桌设备，分别是一控二、一控三、一控四三个系列，分别包括 2~4 个撑杆。

图表15： 2017-2019 年升降桌电动推杆单价



资料来源：凯迪股份招股说明书，中信建投

公司的前十大客户中有 Fellowes Inc 和 Teknion Limited 两家公司属于智慧办公领域厂商，公司对其销售收入分别为 6763 万元和 5720 万元，分别处于第二和第四位。除此之外，公司也积极扩宽销售渠道，2020

年，受疫情影响，越来越多的职员选择在家办公，于是公司得以在面向 C 端的跨境电商领域较快成长。

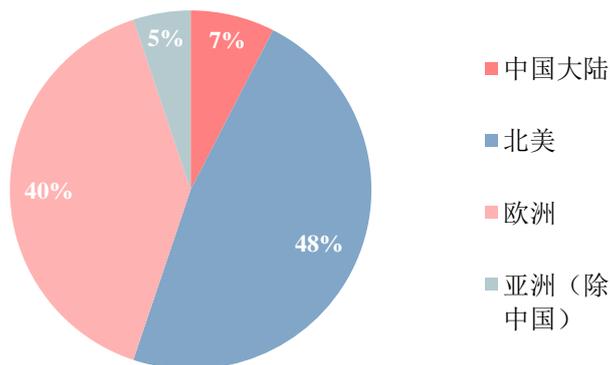
图表16： 2019 年智慧办公驱动系统前五大客户销售情况

客户名称	销售数量	收入金额	占营业收入的比例
Fellowes Inc.	55,770	6,762.54	5.54%
Teknion Limited	50,927	5,719.97	4.68%
乐联工业股份有限公司	21,335	1,983.10	1.62%
东莞市创健达智能科技有限公司	17,327	1,647.57	1.35%
TEKNION FURNITURE SYSTEMS(M) SDNBHD	13,212	1,371.01	1.12%
小计	158,571	6,762.54	14.31%

资料来源：招股说明书，中信建投

2019 年，公司智慧办公业务在中国大陆实现营收 0.22 亿元，北美营收为 1.39 亿元，欧洲营收为 1.16 亿元，亚洲（除中国）营收为 0.15 亿元。

图表17： 2019 年智慧办公业务营收地域分布



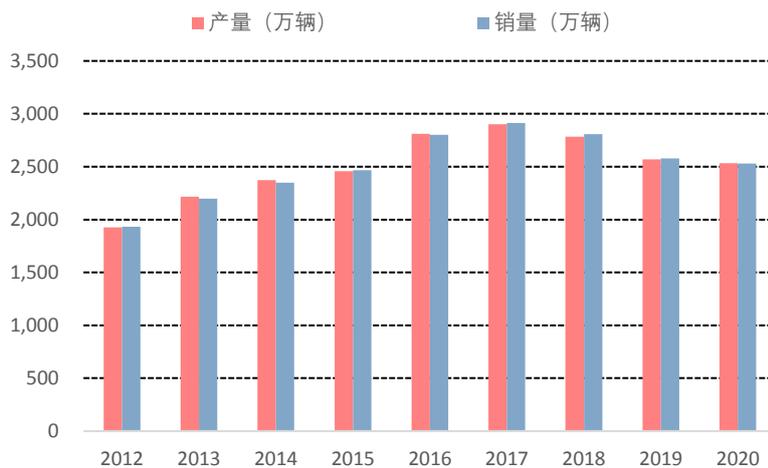
资料来源：凯迪股份招股说明书，中信建投

1.4 慧眼独具抢占汽车电动尾门市场，先发优势助力公司获得优质客户

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、引擎盖举升、汽车电动车窗和门锁等。电动尾门系统将成为未来汽车的标准配置。目前国内的线性驱动电动尾门系统多用于高端豪华轿车，然而高端豪华轿车电动销量只占了国内汽车销量的 10%。虽然目前线性驱动系统在汽车行业的应用并不算广泛，但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，逐步将豪华车的一些配置向中低端车型转移。其中，新能源汽车目前配备电动尾门系统的车型较多，伴随着新能源汽车的普及以及全球技术创新，未来汽车智能化程度将会不断得到完善与加强，从而对线性驱动系统的需求也会越来越多。

目前我国已成为全球汽车生产及消费大国。2020 年中国汽车销量 2531.1 万辆，占全球销量的 32.5%。2020 年我国新能源汽车年产销达到 137 万辆，预计到 2025 年我国新能源汽车销量将占汽车产销 20% 以上。在国家产业政策和科学技术发展下，新能源汽车的发展前景广阔，电动系统迎合了消费者对于舒适经济的需求，在电驱的情景下，人们原本需要手动完成的互动均可以通过遥控和驱动推杆完成，应用于新能源汽车的电动尾门系统发展潜力巨大。

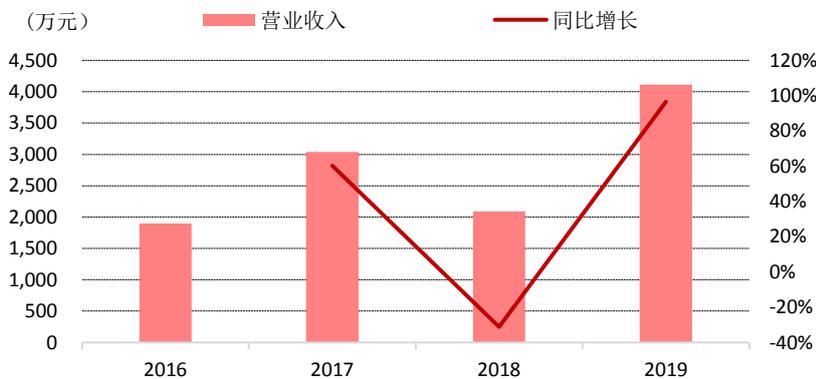
图表18： 2012-2020 年中国汽车产销量（万辆）



资料来源: Wind, 中信建投

公司汽车尾门业务主要面向国内汽车厂商，2017~2020 年营业收入分别为 3038 万元、2091 万元、4110 万元、4500 万元，CAGR 为 14%。2020 年销量和 2019 年相比并无很大增幅主要是因为 2020 年上半年销售整体大受疫情影响。疫情影响消退后，2021Q1 公司汽车尾门推杆的营业收入同比增长了 3.5 倍，比 2019Q1 增长超过一倍。

图表19： 2016-2019 年汽车尾门推杆营业收入

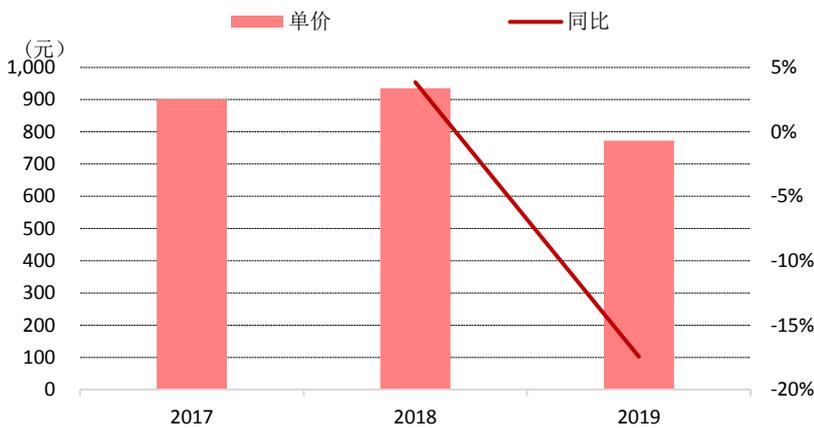


资料来源: 凯迪股份招股说明书, 中信建投

公司的汽车尾门推杆单价从 200 元至 500 元不等，整套设备包括撑杆、推杆、ECU、传感器、吸合锁

等，均价在 600 元/套至 2000 元/套不等。此外，公司根据客户终端产品的需求，一套产品由一个或多个推杆及相关配件组成，定制化意味着客户可以选择买单个推杆抑或是整套设备，定价则根据客户所需配置来决定。

图表20： 2017-2019 年公司汽车尾门电动推杆单价



资料来源：凯迪股份招股说明书，中信建投

针对将来单价可能走低的局面，公司加强了技术研发，目前主打电动尾门线性驱动生产研发的子公司常州凯程精密汽车部件有限公司的技术研发人员占比达 80%，在尾门的核心技术方面，以下技术突破使得公司在中国大陆汽车尾门的线性驱动领域尚处独家地位：

图表21： 公司汽车尾门推杆核心技术突破

技术名称	技术简介
汽车尾门锁止技术	本技术采用汽车尾门锁止装置配套传统的电动尾门锁，即可实现复杂电吸尾门锁的功能
电动撑杆防水技术	本技术通过精巧的结构设计、合理布局 O 圈和油封，能够实现有效、低成本的防水效果
电动撑杆扭矩闭环传递技术	本技术主传递扭矩的方式采用了轴向外筋与轴向槽、轴向内筋与轴向卡槽之间的卡接配合，实现电机扭矩闭环的同时能够是电动撑杆整体结构紧凑，从而达到最优化设计
电动撑杆减速器技术	本技术涉及的电动撑杆减速器体积小，结构强度高，采用了二级行星齿轮结构，并且内齿圈采用不分段整体式，减少了累计误差。整套系统有传动精度高、运行平稳、负载能力强的特
电动撑杆降噪技术	减摩擦避免阻力弹簧与螺母套管直接接触，从而降低滑动噪声；又通过减震套实现减速器、电机与外套管之间的牢固连接，从而消音减震。多结构协同作用进而实现电动撑杆运动过程中的降噪

资料来源：凯迪股份招股说明书，中信建投

据公司公告，2021 年 5 月，公司子公司凯程精密收到了上海蔚来汽车有限公司零件定点通知函，凯程精密将为上海蔚来汽车开发并配套“电撑杆”零件。该项目预计将从 2022 年 9 月 30 日开始，订单在 5000 万套左右。同时，蔚来汽车的新产品 ET7 也将在 2022 年开始放量，预计未来几年公司在电动尾门推杆方面的订单量会有一定突破。公司的其他主要客户还包括小鹏汽车、本田汽车、奇瑞汽车、东风小康等。

图表22： 蔚来汽车 ET7



资料来源：蔚来官网，中信建投

我们认为，和蔚来的合作对于公司而言有重要的战略意义，第一、蔚来汽车的品牌知名度尚佳，公司与其合作也是蔚来汽车对凯迪的技术能力一个认可，有助于凯迪进军合资、外资车企；第二、作为蔚来汽车的战略合作供应商，凯迪是国内唯一正向研发推杆制造商，并且正在研究汽车内部除了尾门推杆之外其他可应用线性驱动领域。此外，由于汽车的零部件行业的前期拓产是一个较为艰难的过程，而后期量产后将迅速放量。在此背景之下，可以预见，汽车的线性驱动业务将是公司未来涉足的一片蓝海领域，特别是汽车的引擎前盖、尾门的推撑杆、侧翼门等等部件都将是电动推杆的应用领域。

二、历史业绩稳步成长，募投产能释放在即

2.1 股权结构稳定，股权激励绑定核心员工

公司前身“武进县富达电器厂”成立于1992年，后于2002年更名为常州市凯迪电器有限公司，此后分别于2003年、2008年、2014年推出沙发推杆产品、办公台推杆产品以及汽车尾门推杆驱动系统，2020年登陆上交所。

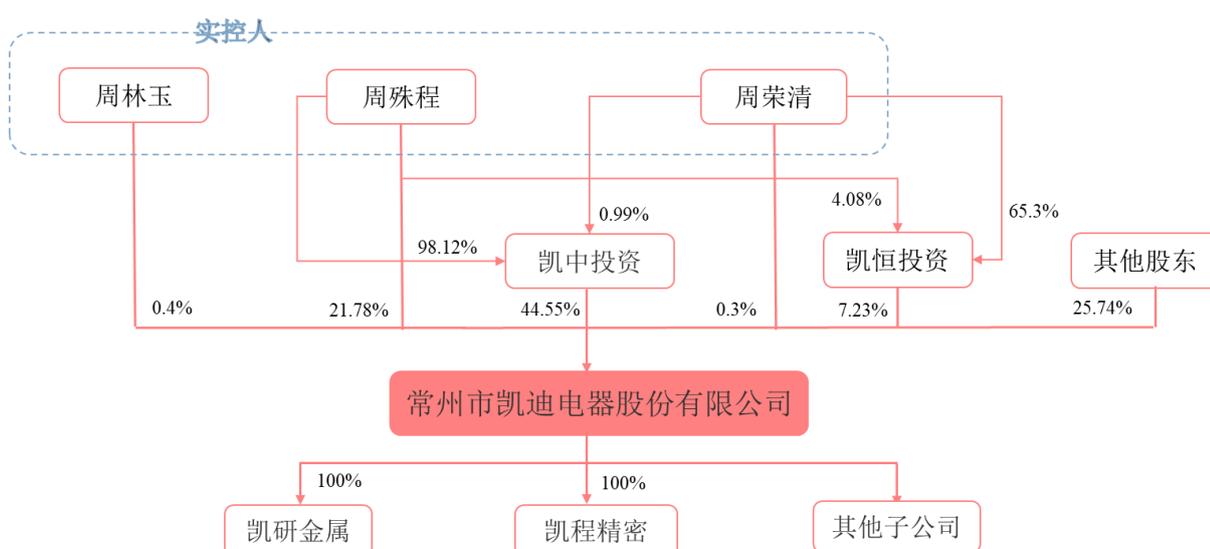
图表23： 凯迪股份历史沿革

日期	具体事件
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
2002年12月	公司更名为常州市凯迪电器有限公司，主营业务变更为电机制导产品
2003年4月	公司推出沙发推杆产品
2008年3月	公司推出办公台推杆产品
2014年2月	成立子公司常州凯程精密汽车部件有限公司，主营业务是汽车尾门推杆驱动系统
2020年6月	在上交所上市

资料来源：公司官网，中信建投

公司实控人为周荣清及其配偶周林玉、儿子周殊程三人。周殊程直接持股 21.78%，通过凯中投资间接持股 43.71%，通过凯恒投资中心间接持股 0.3%。周荣清直接持股 0.30%，通过凯恒投资中心间接持股 4.72%。周林玉直接持股 0.40%。公司的一致行动人包括凯恒投资、常州凯磊、常州凯杨、周潇颖女士、徐淼女士、陆晓波先生、徐建峰先生、徐潇星女士、蒋荣华女士、严国红先生、周燕琴女士、姚步堂先生、陈绪培先生。

图表24： 凯迪股份股权结构图（截至 2021.5.29）



资料来源：Wind，中信建投

公司上市后不久便于 2020 年 10 月实施了限制性股票激励计划，并于 2021 年 1 月完成首次授予，共授予 102 人 50.04 万股，授予价格 60.31 元/股。从授予人员来看，本次股权激励计划将吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心骨干人员的积极性，使各方共同关注公司的长远发展。

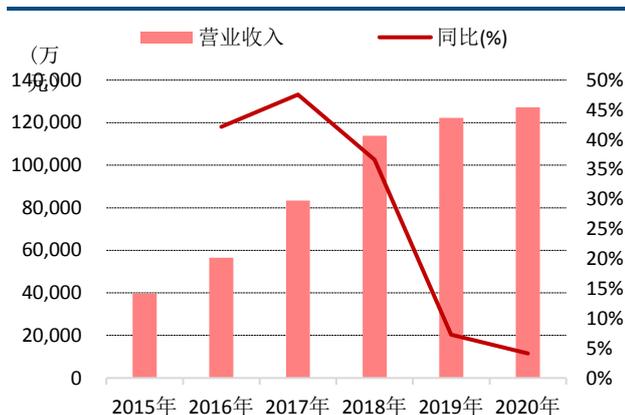
图表25： 2020 年限制性股票激励计划解锁目标

解锁批次	对应考核年度	考核年度扣非归母净利润 (A) 定比 2017-2019 年的营业收入平均值，考核年度的营业收入增长率 (B)			
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标增长率 (Bm)	触发增长率 (Bn)
首次授予第二 个解除限售期	2021	1.69 亿元	1.54 亿元	45.96%	35.63%
首次授予第三 个解除限售期	2022	1.97 亿元	1.58 亿元	91.61%	60.33%

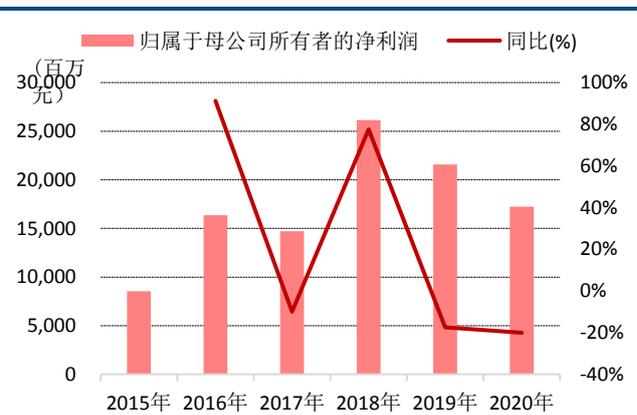
资料来源：公司公告，中信建投

2.2 营收持续增长，利润受黑天鹅事件波动成长

2020 年，公司实现营业收入 12.7 亿元，同比增长 4.12%；实现归母净利润 1.73 亿元，同比下降 20%。净利润同比下降主要受新冠疫情影响、汇兑损失增加所致。2015-2020 年，公司的营业收入从 3.97 亿元增长到 12.7 亿元，CAGR 为 26.2%；归母净利润从 0.85 亿元增长到 1.73 亿元，CAGR 为 15.3%。

图表26： 2015-2020 年公司营收持续增长


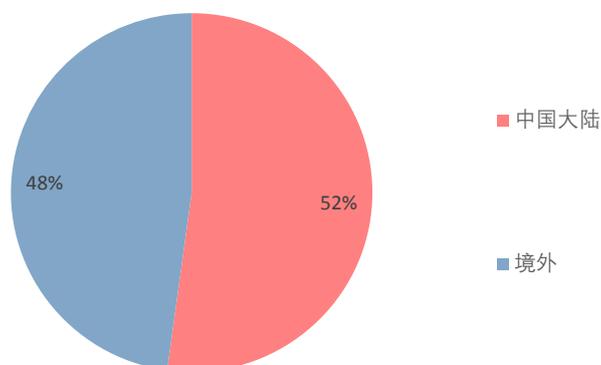
资料来源：Wind，中信建投

图表27： 2015-2020 年公司归母净利润情况


资料来源：Wind，中信建投

2020 年，受疫情的影响公司业绩有所下滑，再加上中美贸易摩擦的影响，产品被临时加征关税，2020 年的关税费用总额为 2587 万元，公司海外营业收入占比约 50%，受到了较大影响。2021 年以来，美国多个州的国民疫苗接种比例超过 60%，员工开始回归办公室办公，B 端需求逐渐回暖，疫情对于凯迪的冲击逐渐消退。此外，2021 年中美关系缓和，线性驱动系列产品被美国加入豁免关税名单，预计公司业绩增速将逐渐回归正常。

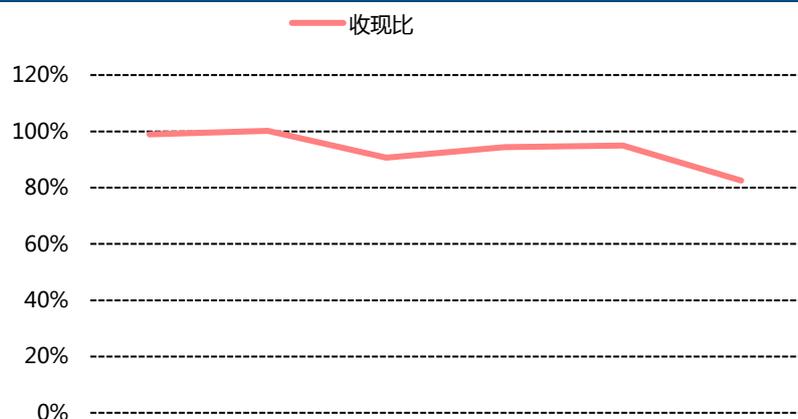
图表28： 2020 年境内外营业收入各占一半



资料来源: Wind, 中信建投

2020 年，公司收现比为 82.51%，低于近五年平均水平，也略低于同行龙头公司。但总体而言，公司历史现金流水平比较健康，盈利质量较好。

图表29： 历史现金流状况良好，2020 年略有下滑



资料来源: Wind, 中信建投

2.3 积极扩产，募投产能释放在即

2019 年，公司产品总产能为 739.70 万套，整体产能利用率达 104.10%，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 104.66%，公司产能利用率近三年维持在高位，急需扩张产能。

图表30： 2019年各项业务产能、产量、产能利用率

产品类别	设计产能	产量	产能利用率
智能家居驱动系统	7,000,000	7,266,189	103.80%
智慧办公驱动系统	310,000	324,443	104.66%
医疗康护驱动系统	27,000	28,132	104.19%
电动尾门驱动系统	60,000	64,553	107.59%

资料来源：凯迪股份招股说明书，中信建投

公司 IPO 募投项目计划投资 12.7 亿元用于建设生产基地，项目达产后预计年营业收入 13.3 亿万元、年净利润 2.6 亿元。另投资 6700 万元用于建设办公家具智能推杆项目，项目达产后年营业收入 1.18 亿元、年净利润 0.36 亿元。项目建设期约为 24 个月，预计项目全部达产后将有力保障公司的未来成长。

图表31： 凯迪股份 IPO 募投项目

项目名称	投资总额（万元）	募集资金拟投资额
线性驱动系统生产基地及研发中心建设项目	126,928.92	84,117.67
办公家具智能推杆项目	6,696.64	5,385.96
补充流动资金	18,000.00	18,000.00
合计	151,625.56	107,503.63

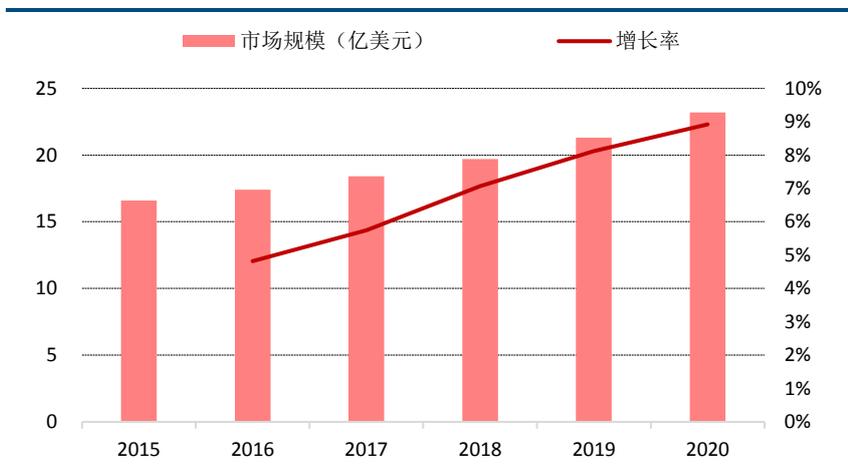
资料来源：凯迪股份招股说明书，中信建投

三、线性驱动下游应用广泛，蓝海市场蓬勃发展

3.1 新一代驱动方式，市场前景良好

线性驱动系统相比传统液压和气动系统的优势在于：精确的位置控制；可实现无温度漂移；稳定时间长，速度也易于控制；灵活可编程；低能耗，运行成本低；不需要定期维护；安全系数高。线性驱动器是线性驱动系统的核心部件，2020 年全球线性驱动器的市场规模约为 23.2 亿美元，市场前景良好。

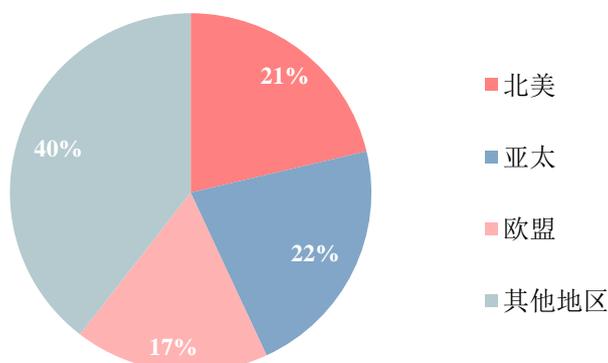
图表32： 2015-2020 年全球线性驱动器市场规模



资料来源：中国产业网，中信建投

2020 年亚太地区占全球市场份额的 21.8%，为全球最大市场，北美和亚太地区几乎占据了全球市场的一半，北美地区线性驱动器市场份额占全球整体的 21.3%，欧盟市场占全球市场份额的 17.4%。北美、欧洲市场起步较早，在 2015 年之前北美、欧洲的线性驱动市场占全球的大部分比重，是线性驱动系统消费最为成熟、需求最为稳定的两大区域。而亚洲、大洋洲、南美洲作为新兴市场，成为了该行业持续上行的中坚力量，其未来对于线性驱动产品的需求不可小觑。

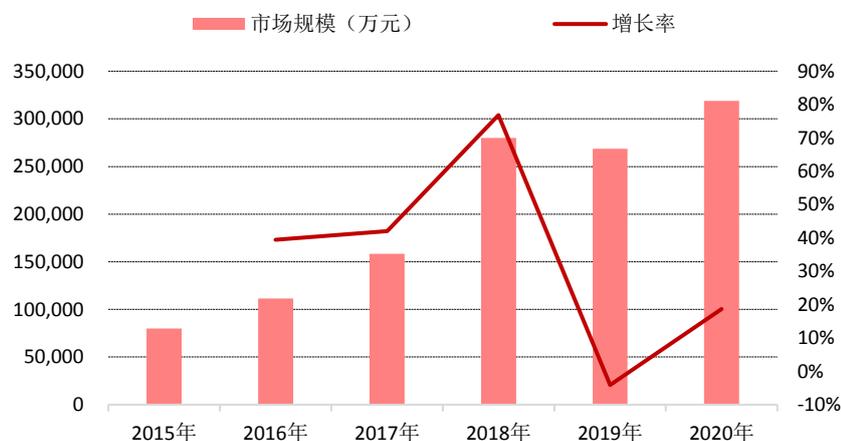
图表33： 2020 年全球线性驱动器市场份额占比



资料来源：中国产业网，中信建投

线性驱动行业在国内仍是朝阳行业，其主要应用领域有智能办公、智能家居、智能医疗、汽车零部件、工业自动化等。随着人们消费水平升级，对于生活用品的智能程度、舒适程度、便利程度、网络化程度的追求逐渐提高，线性驱动行业的需求量将大大上升。2020 年，中国线性驱动市场规模达到 32 亿元，同比增长 20%。

图表34： 2015-2020 年中国线性驱动器市场规模



资料来源：中国产业网，中信建投

3.2 对标海外龙头，国内双雄大有可为

公司的竞争对手国内主要是捷昌驱动，海外主要是 Linak（力纳克）和 Dewert。Linak 是全球最早的线性驱动行业生产商之一。其总部位于丹麦，并在美国、斯洛伐克和中国深圳设立了生产工厂，在全球线性驱动行业处于领先地位。德国 DEWERT 公司是欧洲领先的线性驱动器生产企业，已在全球 50 多个地区设立办事处壮大其销售网络。

图表35： 国内外竞争对手各业务产品介绍

公司名称	所在地	营收	公司简介
捷昌驱动	中国	19 亿元	浙江捷昌驱动线性驱动科技股份有限公司，创立于 2000 年，注册资本 1.72 亿元，专业研发、生产、销售线性驱动产品，为全球智慧办公、医疗康护、智能家居、工业等行业提供传动及智能控制解决方案。作为直流电动推杆、电动升降桌国家行业标准起草单位，国家高新技术企业，公司设有新昌、杭州、台湾研发中心，拥有近 300 人的专业研发团队，联合上海交通大学、浙江大学等探索前沿技术。截至 2019 年 10 月，公司已获专利 400 多项。
LINAK	丹麦	40 亿元	Linak 是全球最早的线性驱动行业生产商之一。其总部位于丹麦，并在美国、斯洛伐克和中国深圳设立了海外生产工厂，在全球线性驱动行业拥有市场领先优势。丹麦 LINAK 公司拥有较高的品牌知名度与认知度，近年来还推出大功率推杆，应用在光伏产业，提供太阳能跟踪器的整套解决方案；丹麦 LINAK 公司产品类型广泛，但是与之相对应的是其价格较高、订货周期较长。力纳克传动系统（深圳）有限公司是丹麦 LINAK 公司在中国建立的生产和销售中心。
DEWERT	德国	311 亿元	德国 DEWERT 公司是欧洲领先的线性驱动器生产企业之一，自 1992 年已在全球 50 多个地区设立办事处壮大其销售业务。从 2003 年起，德国 DEWERT 公司致力于开拓全球市场并深入远东，于 2004 年在中国、台湾和韩国设立了销售公司。德国 DEWERT 公司开发、生产和销售的电动直线驱动器、控制盒和手控器，产品价格普遍高于亚洲品牌。

资料来源：LINAK 官网，DEWERT 官网，捷昌驱动官网，中信建投

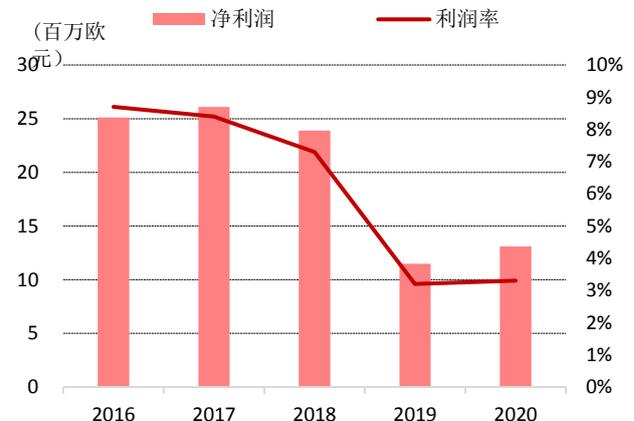
2020 年，LINAK 实现营业收入 6.14 亿美元，约合人民币 40 亿元；DEWERT 2020 年实现营业收入 3.99 亿欧元，约合人民币 31 亿元。国际上较为知名的线性驱动制造企业凭借自身多年的积累，积累了先进的技术优势，形成了成熟的制造工艺，我国线性驱动行业技术在规模和发展水平上与国外发达国家相比还有一定的差距。

图表36： 2016-2020 年 DEWERT 营业收入



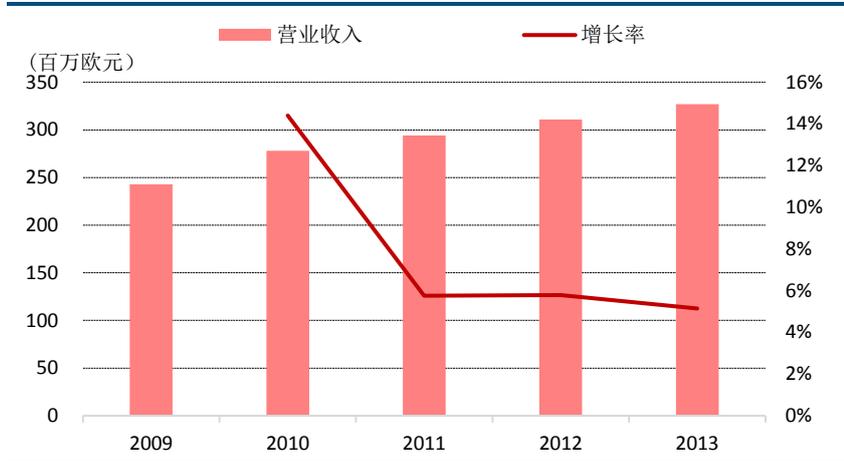
资料来源：DEWERT 年报，中信建投

图表37： 2016-2020 年 DEWERT 净利润及净利率



资料来源：DEWERT 年报，中信建投

图表38： 2009-2013 年 LINAK 营业收入



资料来源: LINAK 报告, 中信建投

四、盈利预测与估值

首次覆盖给予“买入”评级。考虑到今年需计提 1675 万元股权激励费用，我们预计公司 2021-2023 年分别实现营收 15.5、20.5、26.6 亿元，实现归母净利润 2.06、2.76、3.69 亿元。公司已成长为线性驱动行业国内龙头，在功能沙发领域独占鳌头，并在汽车电动尾门市场占据了先发优势，整体线性驱动市场前景光明，公司将受益于未来下游应用的持续拓展，给予“买入”评级。

五、风险分析

技术创新风险、市场竞争加剧、中美贸易摩擦加剧、汇率风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	928	1976	2182	2649	2966
现金	180	611	710	853	933
应收票据及应收账款合计	256	355	420	555	713
其他应收款	9	10	13	17	22
预付账款	8	9	12	16	21
存货	190	267	332	443	532
其他流动资产	285	724	693	765	744
非流动资产	463	611	672	782	921
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	204	192	276	378	486
无形资产	105	105	122	140	162
其他非流动资产	154	313	274	264	273
资产总计	1391	2587	2853	3431	3888
流动负债	660	596	731	967	1087
短期借款	194	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	401	500	650	856	988
其他流动负债	66	96	81	111	99
非流动负债	10	22	22	22	22
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	22	22	22	22
负债合计	671	618	752	989	1109
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	38	51	51	51	51
资本公积	249	1342	1342	1342	1342
留存收益	434	607	792	1032	1335
归属母公司股东权益	721	1969	2101	2442	2779
负债和股东权益	1391	2587	2853	3431	3888

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	170	58	235	302	287
净利润	216	173	206	276	369
折旧摊销	28	32	30	43	59
财务费用	-5	20	0	-3	-7
投资损失	-6	-10	-7	-8	-8
经营性应收项目的减少	-120	-296	-68	-138	-163
经营性应付项目的增加	98	203	134	236	120
其他经营现金流	57	139	75	132	37
投资活动现金流	-132	-492	-84	-146	-190
资本支出	85	127	61	110	139
长期投资	-28	-380	0	0	0
其他投资现金流	-75	-745	-22	-36	-51
筹资活动现金流	-93	890	-52	-14	-16
短期借款	191	-194	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	2	1094	0	0	0
其他筹资现金流	-285	-23	-52	-14	-16
现金净增加额	-54	449	99	143	80

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1222	1272	1551	2047	2663
营业成本	770	869	1094	1434	1851
营业税金及附加	9	8	11	14	18
销售费用	82	50	64	88	120
管理费用	63	58	81	104	133
研发费用	62	55	70	95	120
财务费用	-5	20	0	-3	-7
资产减值损失	-4	-8	8	10	13
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
其他收益	14	8	10	11	9
投资净收益	6	10	7	8	8
营业利润	253	209	245	329	441
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	3	2	2	2
利润总额	253	207	244	328	439
所得税	38	34	38	51	70
净利润	216	173	206	276	369
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	216	173	206	276	369
EBITDA	287	221	254	347	472
EPS (元)	5.76	3.42	4.08	5.48	7.31

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	7.3	4.1	22.0	32.0	30.1
营业利润(%)	-18.6	-17.2	17.0	34.3	34.1
归属于母公司净利润(%)	-17.4	-20.1	19.3	34.4	33.6
获利能力					
毛利率(%)	37.0	31.6	29.5	30.0	30.5
净利率(%)	17.7	13.6	13.3	13.5	13.9
ROE(%)	29.9	8.8	9.7	11.6	13.5
ROIC(%)	41.4	21.7	24.3	28.7	29.9
偿债能力					
资产负债率(%)	48.2	23.9	26.4	28.8	28.5
净负债比率(%)	1.9	-31.0	-33.5	-35.8	-34.2
流动比率	1.4	3.3	3.0	2.7	2.7
速动比率	1.1	2.9	2.5	2.3	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.9	4.2	4.0	4.2	4.2
应付账款周转率	4.0	3.2	3.0	3.2	3.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.76	3.42	4.08	5.48	7.31
每股经营现金流(最新摊薄)	3.99	0.39	4.65	5.99	5.68
每股净资产(最新摊薄)	19.22	38.99	42.04	47.18	54.03
估值比率					
P/E	18.2	30.7	25.8	19.2	14.4
P/B	5.5	2.7	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	17.8	18.4	15.6	11.0	7.9

分析师介绍

吕娟：董事总经理，上海区域总监，高端制造组组长&首席分析师，机械行业首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

彭元立：中信建投证券研究发展部机械团队成员。伦敦政治经济学院 LSE 管理学硕士，南京大学金融系学士，巴黎高商 HEC、美国伯克利大学交换生。2018.2-2021.1 曾就职于国盛证券研究所任机械行业分析师，新财富团队核心成员。专注于激光、通用设备、检测服务、轨交装备等领域的研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk