

2021 年 07 月 15 日

国茂股份 (603915.SH)

减速机国产替代领军者，跨周期长赛道稳健成长

■通用减速机，跨越周期的千亿市场。据前瞻产业研究院统计，2019 年我国减速机行业市场规模达到 1155 亿元。2010~2019 年市场规模始终保持增长，复合增长率达到 11%，是一个跨周期的稳健成长行业。

■紧抓渠道+成本两大要害，奠定长期发展动能。公司建立了完善的经销商网络和具有竞争力的激励机制。同时，公司通过建设产能、提升自产率、推广模块化等多种方式控制成本，增强竞争力。2016~2020 年公司收入复合增长率超 17%，持续超越市场增速。中低端减速机市场规模超 800 亿，作为行业龙头，公司市占率仅 2.5%。随着其渠道、成本优势愈加凸显，市占率料将稳健上行。

■高端产品发展迅速，200 亿市场待掘金。当前高端减速器超 200 亿市场，主要由 SEW、FLENDER、NORD 等国外企业占据，公司去年收购美国莱克斯诺公司中国子公司，推出“捷诺”品牌高端减速机，今年 3 月公告增资 2 亿元自有资金用于项目扩产，力争在 2022 年底完成扩产，预计达产后实现年产 9 万台高端减速机。海外技术叠加国内渠道，高速发展可期。

■耕耘工程机械专用市场，打造新增长极。专用减速机单一领域市场空间较大、客户突破后收入增长迅速。公司集中力量往工程机械领域拓展，已取得较大进展。2019 年高承载挤出机 JE 系列减速机小批量产；2020 年塔机回转减速机已批量供应客户；轧机专用减速机成功研制。立足公司品牌力强、成本低廉、质量稳定等优势，专用减速机业务有望快速增长。

■投资建议：我们认为公司在渠道、成本两个核心方面的优势已经形成，未来将稳健的扩张市占率；高端通用、工程机械专用减速器两个方面构建弹性，看好公司在长赛道中的广阔发展前景。预计公司 2021 年-2023 年的收入增速分别为 32.6%、33.2%、36.6%，净利润增速分别为 34.7%、37.0%、37.4%。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 47.94 元，相当于 2021 年 47X 的动态市盈率。

■风险提示：市场竞争加剧，新业务推进不顺利等。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,895.7	2,184.1	2,897.0	3,857.3	5,269.8
净利润	283.8	359.1	483.8	662.7	910.7
每股收益(元)	0.60	0.76	1.02	1.40	1.93
每股净资产(元)	4.76	5.36	6.35	7.34	8.73

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	62.2	49.1	36.5	26.6	19.4
市净率(倍)	7.8	7.0	5.9	5.1	4.3
净利润率	15.0%	16.4%	16.7%	17.2%	17.3%
净资产收益率	12.6%	14.2%	16.1%	19.1%	22.1%
股息收益率	0.5%	0.7%	0.6%	1.1%	1.4%
ROIC	47.9%	54.4%	60.8%	145.9%	621.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

其他通用机械

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**47.94 元**
 股价 (2021-07-14) **37.28 元**

交易数据

总市值(百万元)	18,292.31
流通市值(百万元)	4,835.94
总股本(百万股)	472.47
流通股本(百万股)	124.93
12 个月价格区间	17.02/45.98 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

李哲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040001
 lizhe3@essence.com.cn

相关报告

国茂股份：通用减速机领先者，国产替代先驱/李哲 2021-06-29

内容目录

1. 通用减速机龙头，市占率稳步提升	4
1.1. 深耕通用减速器 28 年，逐步成长为国内龙头	4
1.2. 增长快于行业，利润率持续提升	5
1.3. 股权集中，股权激励凝聚人心	6
2. 通用减速机：千亿市场空间，跨周期稳健成长	7
2.1. 通用减速机应用于制造业各个领域，市场空间超千亿	7
2.2. 高端市场由国外垄断，SEW、FLENDER 占据大部分份额	9
2.3. 中低端市场国内分散竞争，龙头更具竞争优势	10
3. 紧抓渠道+成本，持续扩大市场份额	11
3.1. 经销商网络完善，激励机制有竞争力	11
3.2. 持续扩产，缓解产能瓶颈	12
3.3. 提升自产率，降低生产成本	13
3.4. 推进模块化，从非标到标准	14
4. 进军高端通用减速机，国产替代刚起步	15
4.1. 收购莱克斯诺，进军高端通用减速机	15
4.2. 对标 SEW、高端替代刚起步	16
5. 涉足专用减速机，掘进工程机械大市场	18
5.1. 塔机减速机率先突破	18
5.2. 挖掘机等市场逐步攻克	19
6. 盈利预测	20
7. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司产品分类及型号	4
图 3：公司主营产品	4
图 4：公司前 100 名直销客户行业分布（2018 年）	5
图 5：公司合作客户	5
图 6：公司近年营收情况	6
图 7：公司近年业绩情况	6
图 8：公司近年盈利能力情况	6
图 9：ROE 及杜邦分析拆分三要素折线图	6
图 10：公司股权结构图（截至 2021Q1）	7
图 11：减速机应用于原动机和工作机之间	8
图 12：减速机下游应用领域	8
图 13：减速机下游行业分布(2019 年)	8
图 14：中国减速机产量（万台）	9
图 15：中国减速机行业市场规模（亿元）	9
图 16：2019 年国际减速机市场竞争格局	9
图 17：SEW 集团销售额（亿元）	9
图 18：减速机行业竞争格局	10

图 19: 2018 年中国减速机行业集中度(%).....	10
图 20: 2019 年中国减速机销售区域分布.....	11
图 21: 公司 A 类经销商分布.....	11
图 22: 公司深度绑定 A 类经销商 (占比为 2018 年收入占比)	12
图 23: 公司产量及增速 (万台)	13
图 24: 公司减速机销量逐年提升 (万台)	13
图 25: 公司减速机成本构成情况.....	14
图 26: 公司减速机原材料采购成本占比.....	14
图 27: 模块化减速机收入占比 (2018 年)	15
图 28: 减速机模块划分.....	15
图 29: 公司 GPS 摆线装配精益生产流水线.....	15
图 30: 齿轮部精益智能化齿轮加工机群.....	15
图 31: 福克系列减速机.....	16
图 32: 福克齿轮马达 S4 系列.....	16
图 33: SEW 全球布局.....	17
图 34: SEW 集团的产品	17
图 35: SEW 在中国的布局.....	18
图 36: SEW 中国的销售额 (亿元)	18
图 37: 塔机结构示意图.....	18
图 38: 国内的塔机销量 (台)	18
图 39: 挖机车体部分示意图.....	20
图 40: 挖掘机销量 (台) (21 年为 1-5 月数据)	20
表 1: 公司齿轮减速机分为模块化减速机和大功率减速机.....	5
表 2: 激励对象名单及授予情况.....	7
表 3: 减速机的分类.....	8
表 4: 通用减速机主要外资企业.....	10
表 5: 中低端减速机主要厂商.....	11
表 6: 公司扩产扩建项目.....	13
表 7: 收购泛凯斯特股权细节.....	14
表 8: 收购常州莱克斯诺齿轮箱业务细节	16
表 9: SEW 中国成立的子公司.....	17
表 10: 塔机减速机市场空间测算.....	19
表 11: 目前工程机械领域减速机主要厂商	19
表 12: 国内挖掘机安装减速机市场空间测算.....	20
表 13: 公司收入预测及拆分 (百万元)	21

1. 通用减速机龙头，市占率稳步提升

1.1. 深耕通用减速器 28 年，逐步成长为国内龙头

江苏国茂减速机股份有限公司创建于 1993 年，是国内通用减速机龙头企业。公司具备雄厚的各类工业减速机和电机研发、制造全套技术力量及先进测试手段，以“成为世界级传动专家”为愿景，为产品提供系统化的整体技术解决方案服务。

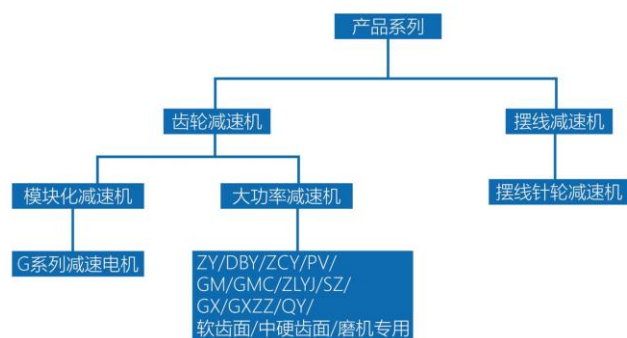
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司主营产品为齿轮减速机、摆线针轮减速机两大类，齿轮减速机可细分为模块化减速机和功率减速机。产品广泛应用于冶金、矿山、物流、化工、建筑、粮食机械、纺织、能源、制药、环保、电力、烟机、塑机、海洋工程、船舶、钻井平台、农田水利、轨道交通、港口码头、立体车库等多个领域。

图 2：公司产品分类及型号



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 3：公司主营产品



齿轮减速机

传动效率高
传递功率范围较广
结构灵活，可以满足各种工况要求





摆线针轮减速机

结构紧凑体积小
单级传动比大
运转平稳噪声低，拆装方便，易维修

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

其中，齿轮减速机可细分为模块化减速机和功率减速机。模块化减速机所有零部件均采用高度模块化技术设计，广泛应用于中小功率工业传动领域。功率减速机传递功率较大，适用于电力、石油、船舶等领域。

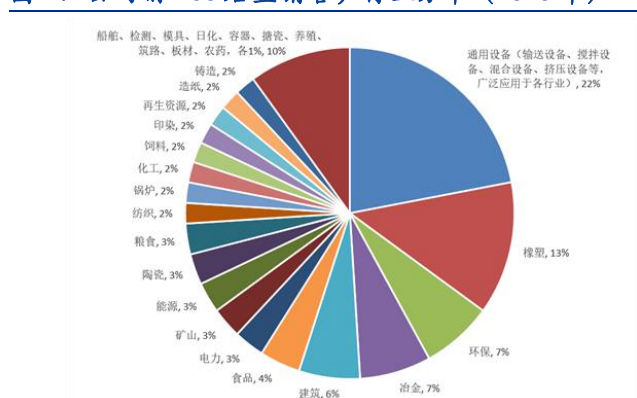
表 1：公司齿轮减速机分为模块化减速机和大功率减速机

产品种类	产品图片	特点	应用领域
模块化减速机		所有零部件均按高度模块化技术设计 传递功率覆盖 0.12-200kW，广泛应用于中小功率工业传动领域 结构中包含减速机与电机的快速接口，便于电机的安装 传动比划分细，安装形式几乎不受限制，因此，应用范围非常广泛，是公司在目标市场中最受欢迎的产品之一	广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶、矿山、冶金、水利、饲料、纺织、印染等领域
大功率减速机		传递功率较大，最高可达 5100kW，承载能力高 结构中不包含减速机与电机的快速接口，电机可以根据客户需求灵活配置 使用寿命长，易于拆装，传动效率高，运转平稳	广泛应用于冶金、矿山、化工、环保、水泥、建筑、电力、石油、船舶、水利、塑料、橡胶等领域

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司采取经销与直销相结合的销售模式，下游行业分布广泛，客户群体较为分散。其中前 100 名直销客户分布于通用设备领域、橡塑、环保、冶金、建筑等行业。公司加强大客户开发力度，与宝钢股份、河南省矿山起重机有限公司、江苏润鼎智能装备制造有限公司、成都大宏立机器股份有限公司、常州市武进广宇花辊机械有限公司等公司保持合作。

图 4：公司前 100 名直销客户行业分布（2018 年）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 5：公司合作客户



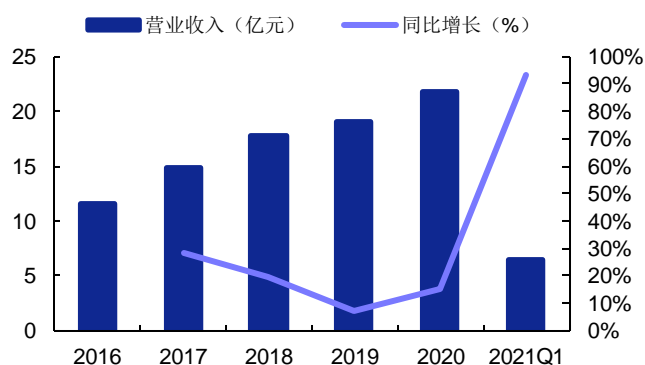
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 增长快于行业，利润率持续提升

行业持续成长，公司增长更快。在 2020 年实现营收 21.84 亿元，同比增长 15.21%；归母净利润 3.59 亿元，同比增长 26.56%。2021Q1 实现营收 6.42 亿元，同比增长 93.59%；归母净利润 0.79 亿元，同比大幅增长 145.38%。国内减速机行业继续保持较高景气度。2020 年，我国规模以上企业减速机产量为 917 万台，同比上年增加 11.42%。

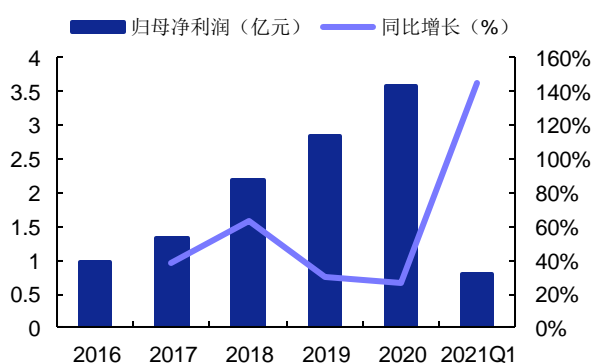
建立精益化生产导向，成本控制成效显著。公司净利润增速大于收入增速，采取“集中制造、分散组装”的生产战略，对公司厂区进行整体规划、搬迁。通过供应链的优化、加工及装配环节质量和效率的改善，以及物资浪费的有效减少等方式，使产品品质再上新台阶，成本控制成效显著。全年在出货量增加的前提下，实现了人均产值、人均产量创新高。

图 6：公司近年营收情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：公司近年业绩情况

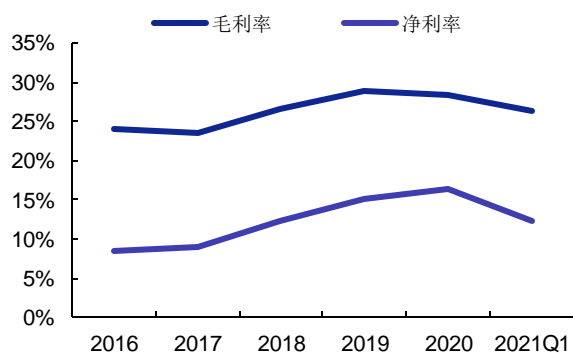


资料来源：wind，安信证券研究中心

公司毛利率表现小幅下降，净利率呈现上升趋势。公司 2020 年毛利率为 28.28%，同比下降了 0.62 个 pct，主要原因系会计准则变更影响，若剔除运输费用影响，公司实际毛利率同比上升 1.07 个 pct。；净利率为 16.49%，上升了 1.52 个 pct。在 2021Q1 毛利率为 26.39%，同比下降了 0.56 个 pct；净利率为 12.40%，同比上升了 2.59 个 pct。

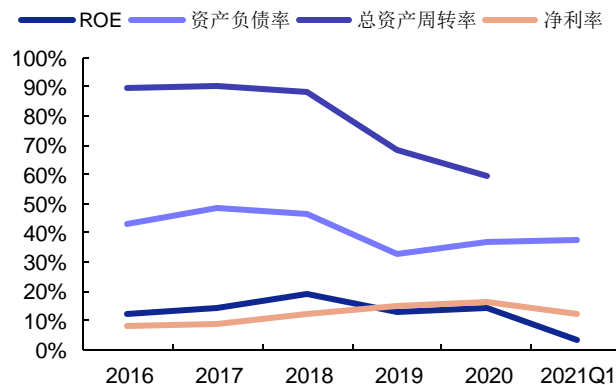
公司盈利能力和经营情况整体向好，ROE 及杜邦分析指标同比呈现上升。公司 2020 年 ROE(摊薄) 为 14.18%，同比上升了 1.57 个 pct；资产负债率为 36.54%，同比上升了 3.85 个 pct；总资产周转率为 0.59%，同比下降了 0.09 个 pct，主要原因系期末在手订单增长导致产品库存增加。在 2021Q1 资产负债率为 37.22%，同比上升了 7.45 个 pct。

图 8：公司近年盈利能力情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：ROE 及杜邦分析拆分三要素折线图

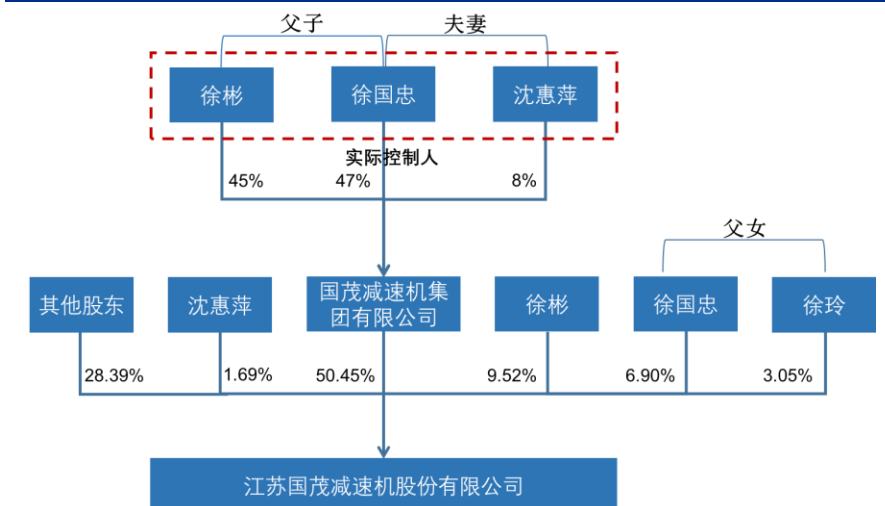


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.3. 股权集中，股权激励凝聚人心

公司股权集中，国茂集团为公司控股股东，占公司总股份的 50.45%。徐国忠、徐彬（儿子）、沈惠萍（妻子）组成的徐氏家族直接和间接持有公司股份合计 68.56%，为公司的实际控制人。徐玲为徐国忠之女，直接持有公司 3.05% 股权，为实际控制人的一致行动人。

图 10：公司股权结构图（截至 2021Q1）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

推出五年期股权激励计划，增强公司凝聚力。公司 2020 年 8 月推出限制性股票激励计划，涉及激励对象包括公司董事、高级管理人员和核心技术（业务）人员共计 172 人。考核目标为公司 2020-2024 年净利润分别不低 2.90 亿元、3.35 亿元、4.00 亿元、4.80 亿元、6.00 亿元。其中 2020 年净利润达到考核目标。2020 年 8 月 28 日为首次授予日，向 166 名激励对象授予 924.50 万股限制性股票，授予价格为 9.48 元/股。

表 2：激励对象名单及授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	获授限制性股票占授予总量的比例
陆一品	董事、副总经理、财务负责人、董秘	50	5.00%
王晓光	董事、副总经理	25	2.50%
谭家明	副总经理	21	2.10%
孔东华	总经理助理	17	1.70%
郝建男	副总经理	16	1.60%
杨渭清	制造总监	20	2.00%
核心技术（业务）人员（161 人）		775.5	77.55%
预留		75.5	7.55%
合计		1,000.00	100.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 通用减速机：千亿市场空间，跨周期稳健成长

2.1. 通用减速机应用于制造业各个领域，市场空间超千亿

减速机是一种减速传动装置，用于在原动机和工作机或执行机构之间匹配转速和传递转矩，从而满足应用的技术驱动要求。结构上是一种由封闭在刚性壳体内部的齿轮传动、蜗杆传动、齿轮-蜗杆传动所组成的独立部件，在现代机械中应用极为广泛。

图 11：减速机应用于原动机和工作机之间



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

减速机根据用途可以划分为通用减速机和专用减速机。其中通用减速机可以按照传动方式、传动技术、布置形式和齿轮形状进行区分。

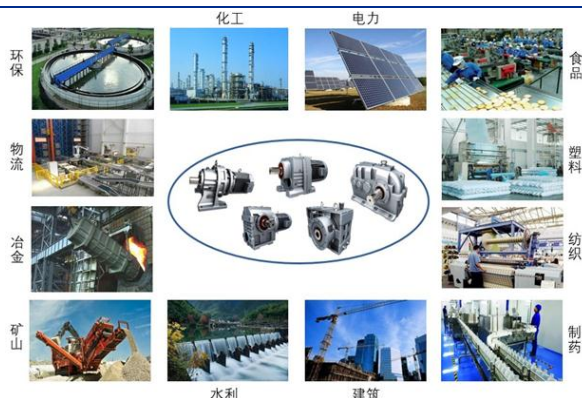
表 3：减速机的分类

分类标准	特点	传动方式	传动级数	齿轮形状	传动的布置形式
通用减速机	中小型规格为主，模块化、系列化，应用广泛	齿轮	单级	圆柱	展开式
		蜗杆		圆锥	分流式
		行星齿轮	多级	圆锥-圆柱	同轴式
专用减速机	大型、特大型规格为主，多为非标	船用、冶金、风力发电、航空航天、机器人专用减速机等			

资料来源：机械自动化前沿，安信证券研究中心

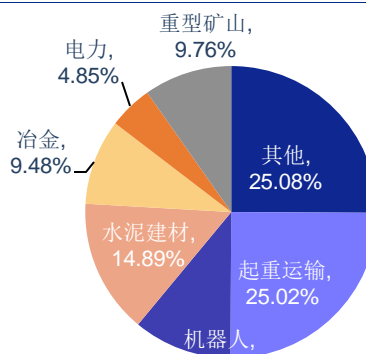
减速机作为基础传动元件，下游应用领域广泛。减速机搭配电动机、汽轮机、汽油机使用，广泛应用于国民经济各领域，包括环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶、矿山、冶金、石油、水泥、船舶、水利、纺织、印染、饲料、制药等。随着国民经济的持续发展，作为下游行业所使用机器设备的重要基础部件，减速机的需求将稳步增长。其中在起重运输领域应用占比达到 25.02%。

图 12：减速机下游应用领域



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 13：减速机下游行业分布(2019 年)

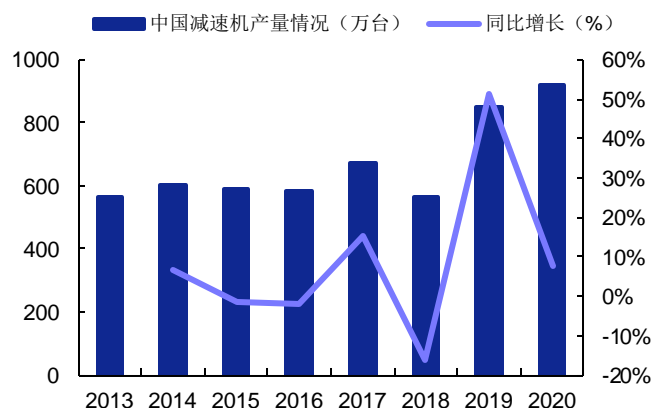


资料来源：中国机械工业联合会，前瞻产业研究院，安信证券研究中心

千亿市场空间，长期稳健上行。根据前瞻产业研究院统计数据及预测，从 2010 年-2019 年中国减速机行业市场从 456 亿增长到 1155 亿元，复合增长率 11%，十年来从未下滑。预计

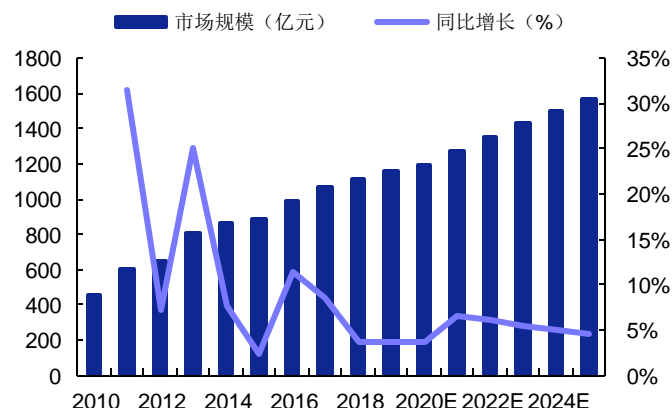
到 2025 年将达到 1566 亿元。近年中国减速机产量同样呈现上升趋势，2020 年，中国减速机产量为 917 万台，同比增长 7.6%，2021 年我国减速机产量有望突破 1000 万台。

图 14：中国减速机产量（万台）



资料来源：中国通用机械工业协会，前瞻产业研究院，安信证券研究中心

图 15：中国减速机行业市场规模（亿元）



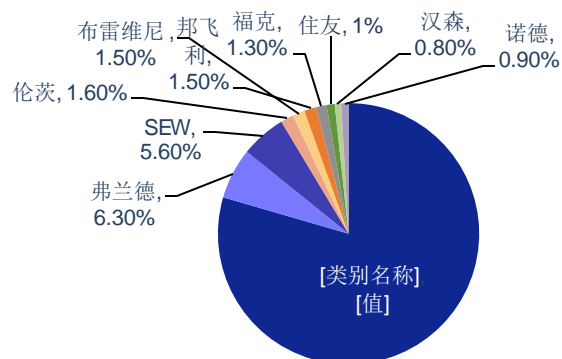
资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

2.2. 高端市场由国外垄断，SEW、FLENDER 占据大部分份额

减速机行业整体市场情况较为分散，其中高端市场被国外垄断，通用减速机主要为 SEW、FLENDER、Nord 等企业。据前瞻产业研究院发布数据，2019 年 SEW 集团在全球减速机市场份额为 5.6%，略低于 FLENDER 6.3% 的市场份额。在 2019 年 SEW 的销售额已突破 32 亿欧元，在 2020 年突破 33 亿欧元，高于 2019 年 FLENDER 20.21 亿欧元和 2020 年 21.85 亿元销售额，SEW 集团同时提供伺服系统、控制技术、电机、智能化工厂驱动解决方案等多个业务板块。高端减速机在材料、精密度、可靠性、低噪音、工作寿命、特定环境下使用、漏油情况等方面表现性能更佳。

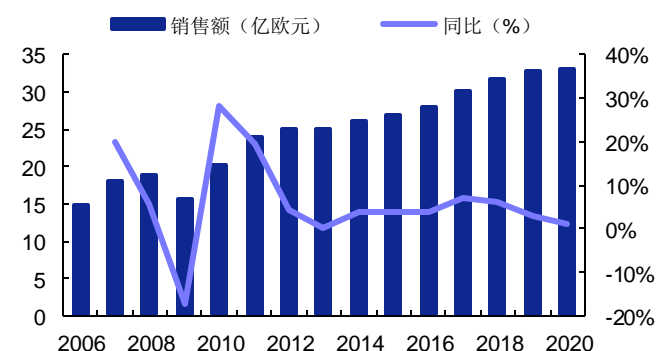
SEW 成立于 1931 年，以电机起家，目前提供电机、减速机、伺服系统、减速电机等产品，并提供涉及大量工程的驱动解决方案。SEW 于 1993 年进入中国市场，据公司官网介绍，目前在国内拥有 3 个制造厂，7 个装配厂以及 56 个销售分公司和办事处，天津总部拥有员工 2500 余人。在 2019 年 SEW 中国实现销售额突破 100 亿元，占集团 2020 年销售总额的 39.43%。

图 16：2019 年国际减速机市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

图 17：SEW 集团销售额（亿元）



资料来源：SEW 官网，安信证券研究中心

SEW、FLENDER、Nord 均成立于德国。其中 FLENDER 在 2005 年以 12 亿欧元被西门子

收购；2020 年 10 月，西门子以 20.25 亿欧元将 FLENDER 全部出售给凯雷投资集团。Nord 集团于 2005 年进入中国市场，并在天津建立减速机组装基地，2011 年 Nord 天津工厂正式投产使用，天津的第二座工厂进入运行阶段。2013 年在苏州成立新的电机厂。

表 4：通用减速机主要外资企业

公司名称	成立时间	总部	主营业务	销售额(亿欧元)	进入中国市场时间	在中国的布局
SEW	1931 年	德国布鲁克塞尔	产品应用于汽车、食品、运输、建筑等多个行业， 模块化产品和智能化驱动系统，提供驱动解决方案	2002 年总计达 33 亿欧元	1993 年	天津总部，拥有员工 2500 余人，是 SEW 集团的亚太制造中心。目前在国内共拥有 3 个制造厂，7 个装配厂以及 56 个销售分公司和办事处，员工总数超过 4800 人，服务网络遍布全国各大、中城市
FLENDER	1899 年	德国 Bocholt 市	港口起重、冶金、水泥、电力、煤炭等行业。 提供全套动力传动系统，功率覆盖 0.2kw-20,000kw	2020 年 21.85 亿欧元	1996 年	天津总部。共设有 3 条总装线，生产各种用途的减速机、联轴器、齿轮马达和电机
Nord	1965 年	德国汉堡	减速电机、电机、工业齿轮箱、变频器、电机启动器和分布式变频驱动控制系统	—	2005 年	目前在苏州和天津设有工厂，拥有减速机组装厂和电机生产厂，可进行设备的调试、测试和维修，拥有 2 个技术服务中心和 25 个销售公司

资料来源：各公司官网，安信证券研究中心

2.3. 中低端市场国内分散竞争，龙头更具竞争优势

减速机行业呈现由外资品牌、内资知名品牌和小品牌三部分厂家构成。其中外资品牌占据垄断高端市场分额地位，市占率达 15%-20%；内资中端品牌近年来在技术方面不断取得突破，渠道方面逐渐铺开，营收合计占比 20%。其余超过 60% 市场份额被分散给内资低端小品牌。据国家统计局统计，2019 年，齿轮及齿轮减变速机行业规模以上企业 800 家，拥有资产总额 1598.92 亿元，中小型企业遍及全国，产品主要集中在中低端市场，企业竞争较为激烈。

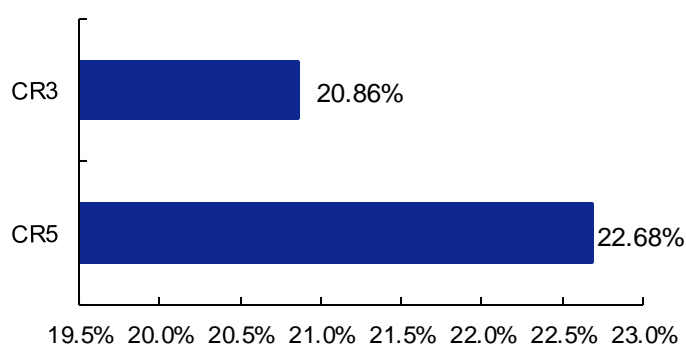
从减速机系列产品来看，国内减速机市场同样较为分散。其中 CR3 系列减速机为 20.86%，CR5 为 22.68%。这也反映了减速机产品型号多样，下游应用范围广的特点。市场分散化是目前通用减速机行业较为明显的特征，未来随着国内领先企业不断技术突破，产线开拓和发挥渠道优势，有望改变分散竞争局面。

图 18：减速机行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

图 19：2018 年中国减速机行业集中度(%)



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

表 5：中低端减速机主要厂商

公司名称	成立时间	主营业务	营收规模 (亿元)	核心技术	战略布局
国茂股份	1993 年	主齿轮减速机和摆线针轮减速机的生产、销售，广泛应用于冶金、矿山、物流、化工、建筑、粮食机械、能源、环保、电力、塑机、海洋工程、船舶、立体车库等多个领域	21.84 亿元	模块化设计、精益生产技术、有限元分析、锌基合金材料应用、锥面包络蜗轮蜗杆啮合副、锥面迷宫密封结构等核心技术	多措并举，推进齿轮和减速机扩产项目；提高高端市场市占率；研发创新，覆盖更多工程机械领域
宁波东力	1998 年	齿轮箱主要应用于冶金、矿山等行业。齿轮箱、电机、电控门等的生产、销售及供应链管理服务等	12.38 亿元	硬齿面齿轮制造技术、高效电机制造技术和模块化减速机集成技术和医用门智能控制技术	数字化工厂建设，拓展“智能+”
江苏泰隆	1999 年	摆线针轮减速机、圆柱齿轮减速机、中硬齿轮硬齿面减速机等。产品应用于冶金、有色、煤炭、建材、船舶、水利、电力、工程机械及石化等领域，产品配套销往多个国家和地区	11 亿元	建立了全国同行业中检测功能全、检测功率大、仪器先进的 2000KW 测试中心，模块化、点线啮合等技术	以直销为主、经销为辅，不断扩大电子商务进行交易的三位一体立体营销网络

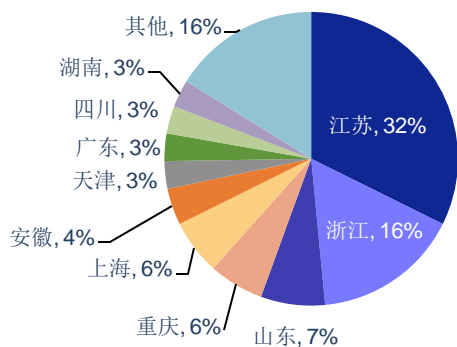
资料来源：wind，各公司公告，安信证券研究中心

3. 紧抓渠道+成本，持续扩大市场份额

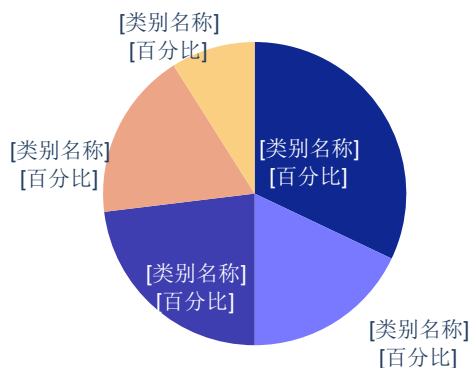
3.1. 经销商网络完善，激励机制有竞争力

减速机行业下游客户较为分散，公司建立稳定和高效的销售渠道有利于长久的业绩和品牌知名度的提升。中国减速机行业的销售区域分布情况为江苏最多，占比为 32%，其次为浙江和山东，分别为 16%和 7%。公司根据分散的下游销售区域情况，建立了完善的经销商网络，形成一支稳定的、覆盖全国的经销商团队，可以随时随地地为客户提供售前售后服务，成为了公司发展的一大核心优势。

公司设立 A、B 和一般经销商网络，已覆盖中国大部分地区。通用减速机下游行业多样化，销售区域分布广，通过经销商网络不断开拓市场覆盖范围。公司采用经销+直销的销售模式，2018 年经销模式收入占比为 57.81%，截至 2020 年底，公司共有 78 家专营公司产品的 A 类经销商，公司销售网络的核心力量。同时，公司设立销售经验丰富的业务员团队，直接开发和管理客户。

图 20：中国减速机销售区域分布


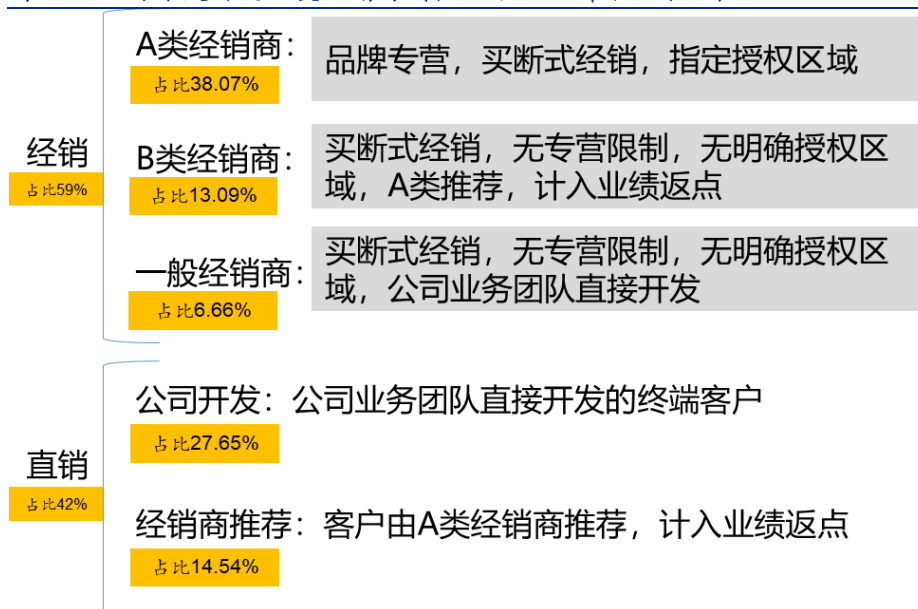
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 21：公司 A 类经销商分布


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司对 A 类经销商建立返点机制。根据年末 A 类经销商及其推荐的 B 类经销商和终端客户的总销售规模、总到账金额、到账率、回款方式、销售产品类型、是否完成年初合同指标等标准，确定给予 A 类经销商的返点。其中 2018 年公司对 A 类经销商返利 10,310.61 万元，占 A 类及其推荐合计实现销售收入的 7.17%。

图 22：公司深度绑定 A 类经销商（占比为 2018 年收入占比）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

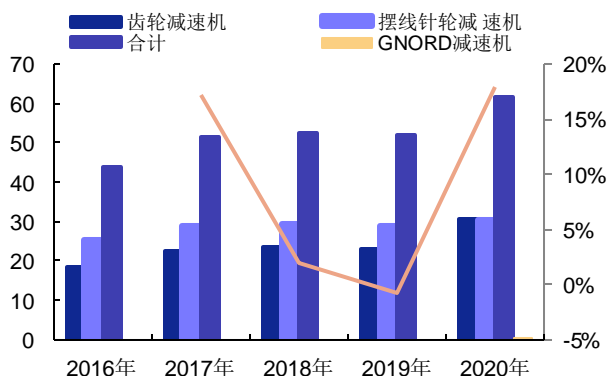
3.2. 持续扩产，缓解产能瓶颈

募投项目落地，公司持续扩产。公司在 2019 年的 IPO 募投项目顺利推进，目前处于持续扩产，据公司公告介绍，“35 万台减速机项目”于 2020 年底已初步达产约 11 万台。

年产 35 万台减速机项目：总投资 6.5 亿元。新建生产厂房 3 座，总建筑面积 100,792 平方米，购置设备设施 215 台。项目建设期为两年，项目建设期结束后进入运营阶段，运营期第 1 年生产负荷达到 50%，运营期第 2 年生产负荷达到 80%，运营期第 3 年完全达产。建成达产后，将形成年产 35 万台减速机（模块化减速机 30 万台，大功率减速机 5 万台）的生产规模。

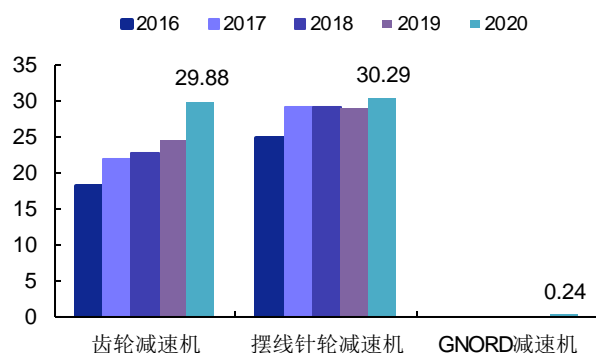
年产 160 万件齿轮项目：总投资 3 亿元，拟利用厂区内原有车间 2 座进行建设。总建筑面积 31,778 平方米；购置设备设施 232 台。建设期为四年，分为两期，各期均新增 80 万件齿轮产能。建设期第 2 年生产负荷达到 25%，建设期第 3 年生产负荷为 50%，建设期第 4 年生产负荷为 75%。项目建设期结束后进入运营阶段，运营期第 1 年生产负荷为 90%，运营期第 2 年完全达产。

图 23：公司产量及增速（万台）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：公司减速机销量逐年提升（万台）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从产量端来看，公司产能逐渐增大。2020 年齿轮减速机产量为 30.87 万台，摆线针轮减速机产量为 30.35 万台，分别同比上升 33.39% 和 4.62%。募投项目不断实施，公司齿轮减速机处于产能爬坡，有望快速放量。

从销售端来看，公司 2020 年销售齿轮减速机和摆线针轮减速机分别为 29.88 万台和 30.29 万台，并新增“GNORD”高端减速机品牌，自 2020 年 9 月发布收购莱克斯诺齿轮箱部分资产至 2020 年底，其销量为 2432 台。其中摆线针轮减速机销量变化幅度较小，2020 年同比增长 4.10%；齿轮减速机呈现快速增长趋势，2020 年实现销量同比增长 22.35%。

公司在 2021 年 3 月发布公告，向全资子公司捷诺传动增资 2 亿元，用于减速机生产扩建，开拓减速机高端市场。增资完成后，捷诺传动注册资本由 1 亿元变为 3 亿元。公司力争在 2022 年底前完成扩产项目建设，总建筑面积 63,309 平方，新增设备约 153 台，达产后预计年产能约 9 万台高端减速机。

表 6：公司扩产扩建项目

公司募投项目					
序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投资额（万元）	工程进度（2020 年底）	项目进展
1	年产 35 万台减速机项目	65,000	45,000	57%	2020 年底初步达产约 11 万台。2021 年产能持续爬坡，计划到 2021 年底新增约 11 万台减速机产能。
2	年产 160 万件齿轮项目	30,000	30,000	30%	与“35 万台减速机项目”扩产进度大体保持一致。
3	研发中心建设项目	5,000	5,000	11%	——
合计		100,000	80,000		
公司自有资金投资扩产					
序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投资额（万元）	工程进度（2020 年底）	项目进展
1	高端减速机项目	20,000	/	/	计划 2022 年底前完成厂房及道路建设、办公楼装修、管道安装等工作。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

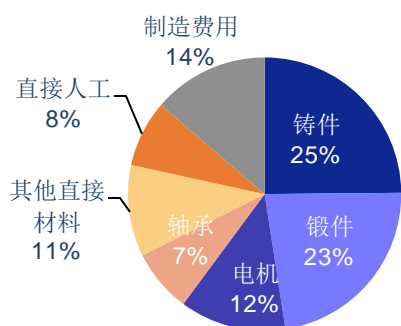
3.3. 提升自产率，降低生产成本

延伸上游产业链，发挥协同效应。2020 年 2 月，公司以 1,500 万元收购了泛凯斯特 51% 的股权，成为其控股股东。泛凯斯特主要产品为灰铁件和球铁件等铸件。公司减速机直接材料占成本比例为 78.42%，其中铸件占原材料采购成本的 34.35%。通过控股泛凯斯特，打通了上游铸件原材料生产环节，与减速机产品形成协同效应，在保证供应链可靠性的同时，有利于毛利率的提升。

泛凯斯特汽车零部件(江苏)有限公司成立于 1979 年 12 月，具备年产耐高低温、耐腐蚀、耐磨损的精密汽车、液压、桥梁行业铸件 12000 吨的生产能力，产品出口至澳洲、德国、美国等国家。

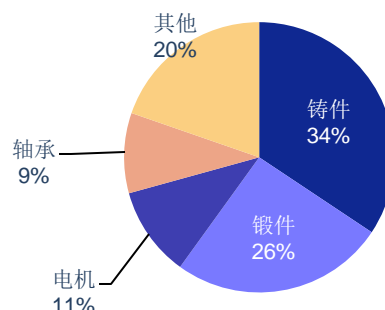
公司于 2020 年 3 月 2 日完成收购和股权变更。据公司公告，自购买日开始，2020 年度泛凯斯特子公司实现营收 5,568.16 万元，净利润为 373.17 万元。

图 25：公司减速机成本构成情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26：公司减速机原材料采购成本占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 7：收购泛凯斯特股权细节

收购泛凯斯特情况	具体指标	具体内容
收购细节	收购方式	现金收购
	收购股权比例	51%
	泛凯斯特营收（自购买日 2020.3.2-2020 年底）	5,568.16 万元
	泛凯斯特营收（自购买日 2020.3.2-2020 年底）	373.17 万元
收购子公司具体业务	汽车零部件的制造、加工；铸件的制造、加工；机械配件加工；铸件的批发。配备自动化铸造生产线年产 1.2 吨铸件	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

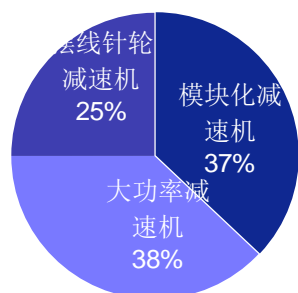
3.4. 推进模块化，从非标到标准

模块化减速机是公司在目标市场中最受欢迎的产品之一，广泛应用于中小功率工业传动领域。模块化减速机具有以下特点：所有零减速机部件均按高度模块化技术设置；传递功率覆盖 0.12-200kW；结构中包含减速机与电机的快速接口，便于电机的安装；传动比划分细，安装形式几乎不受限制。

建立模块化产品标准体系，提高交货效率。据公司公告介绍，公司在通用减速机领域产品线齐全，拥有 3 万多种零部件类别，产品型号达数十万种以上。采取统一模块化标准，“集中制造、分散组装”的制造方式，可以实现小批量多批次的柔性化生产，从而减少材料损耗、降低成本、提高交货效率。公司作为主起草单位制定的《模块化电动减速机通用技术要求》

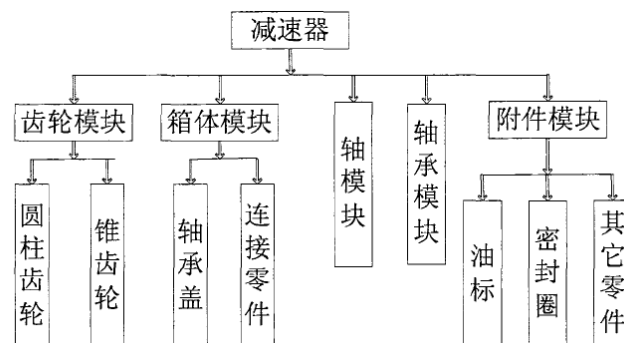
团体标准已于 2020 年发布。

图 27：模块化减速机收入占比（2018 年）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 28：减速机模块划分



资料来源：《批量减速机模块化系统设计与研究》沈裙，安信证券研究中心

公司实行精益生产的理念，在 2013 年首次导入实行第一条精益生产线，摆线针齿壳加工生产线。以后又相继建立了摆线组装线、G 系列加工线等。精益化的生产方式，真正实现了准时化和最低库存的灵活应对市场的快速反应。针齿壳加工周期从一个月到最快可缩短为一天，带来了加工周期和制造成本的提升。精益生产后续可以结合设备的智能化，逐步形成工业生产新格局。

图 29：公司 GPS 摆线装配精益生产流水线



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 30：齿轮部精益智能化齿轮加工机群



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

4. 进军高端通用减速机，国产替代刚起步

4.1. 收购莱克斯诺，进军高端通用减速机

2020 年 9 月，公司宣布下属全资子公司捷诺传动拟以 580 万美元收购常州莱克斯诺在中国拥有的与齿轮箱有关的部分业务及业务资产。常州莱克斯诺是 Rexnord Industries, LLC 的子公司，是较早进入中国市场的国际品牌，从事复杂工业系统中使用的特定化、高精密机械部件的设计、生产、营销和服务。

莱克斯诺工业中国成立 1986 年，总部位于上海。莱克斯诺工业常州生产基地占地面积 46000 平方米，采用全套进口设备及工艺，按照美国原厂要求和德国 DIN 标准设计进行生产和质量控制，为客户提供优质的动力传动产品。

表 8：收购常州莱克斯诺齿轮箱业务细节

交易双方	具体细节
买方主体	公司全资子公司捷诺传动，成立于 2020 年 8 月 26 日。未来开拓公司高端产线
卖方主体	常州莱克斯诺传动设备有限公司，系美国莱克斯诺工业集团（成立于 1892 年，1986 年进入中国市场）的全资子公司
收购方式	现金收购
收购业务	齿轮箱相关的制造和销售，包括部分产品线、减速机、焊接和涂装机器人齿轮箱
收购业务资产	常州莱克斯诺在中国有关齿轮箱的部分设备、存货、型号原件、知识产权及相关可辨认无形资产。
“GNORD”品牌系列产品	ABB 机器人 专用齿轮、CZ08 齿轮箱、S4 系列齿轮马达等产品

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

此次收购完成后，公司以全新的“GNORD”品牌开拓减速机高端市场，在同一赛道与外资品牌一争高低。公司目前的主要产品系列为 S4 系列齿轮马达、CZ 齿轮箱以及 ABB 机器人专用齿轮箱。公司力争在 2022 年底前完成扩产项目建设。该项目总建筑面积 63,309 平方，新增设备约 153 台。达产后预计年产约 9 万台高端减速机。

图 31：福克系列减速机



资料来源：莱克斯诺官网，安信证券研究中心

图 32：福克齿轮马达 S4 系列



资料来源：莱克斯诺官网，安信证券研究中心

莱克斯诺中国旗下的福克摆线针轮行星减速机有如下突出的特点：

- 一级传动力 11-87，二级传动可达 7569，多级传动可达数万。
- 与其它类型减速机相比重量，体积均可小 1/3 以上，并可由电动机与减速机直联。
- 传动部分均为滚动摩擦，单级传动效率可在 90% 以上。
- 多齿均载啮合，均载传力，运转可靠，耐冲击过载。
- 主要传动零件均系轴承钢并经淬火处理；故机械性能及耐磨性能高，使用寿命可达十年以上。

莱克斯诺福克齿轮马达 S4 系列减速器具有**强劲**-传递扭矩高出市场同类产品；**低噪音**-独特的低噪音齿轮齿形设计；**模块化**-系列产品对市场标准的适应力强；**轻巧**-使用了较少的零部件，易于选型和维护的特点。

4.2. 参照 SEW、高端替代刚起步

德国 SEW 集团成立于 1931 年，是专业生产各种系列电机、减速机和变频控制设备的跨国性国际集团，在国际动力传输领域举世闻名，驱动产品及系统解决方案供应商。公司总部设在德国巴符州 Bruchsal，在全球范围内独资拥有 12 个制造厂、63 个组装厂和 200 多个销售

服务办事处，遍布世界五大洲和几乎所有的工业国家。

图 33: SEW 全球布局



资料来源: SEW 官网, 安信证券研究中心

图 34: SEW 集团的产品



资料来源: SEW 官网, 安信证券研究中心

SEW 公司 1993 年进入中国市场，在天津成立亚太制造中心。据公司官网介绍，目前在国内共拥有 3 个制造厂，7 个装配厂以及 56 个销售分公司和办事处，天津总部拥有员工 2500 余人。在 2019 年 SEW 中国实现销售额合计突破 100 亿元，其中包含减速机产品销售业务，以及公司电机、驱动技术支持、提供工厂工业自动化驱动技术方案等。

表 9: SEW 中国成立的子公司

子公司名称	成立时间	投产时间	占地面积 (m ²)	备注
SEW-传动设备 (天津) 有限公司	1994.6	1997.5	175,000	唯一的亚太制造中心，生产 SEW 系列减速机零件，具备齿轮、蜗轮、蜗杆、轴、箱体及法兰端盖的加工和检测能力。装配 SEW 公司减速机、电动机全系列产品，全面采用德国 SEW 公司整体检测标准。一、二期总投资超过 2 亿欧元
SEW-工业减速机 (天津) 有限公司	2005.8	2007.9	110,000	生产、销售减速机、减速电机、电动机、变速器、电子控制器及其零部件，并提供相关技术及售后服务
SEW-传动设备 (苏州) 有限公司	2001.8	2002.7	25,000	华东地区业务中心，组装全系列减速机产品，提供相关技术服务。三期 72,000m ² 工厂已建成投产
SEW-电机 (苏州) 有限公司	2004.3	2005	80,000	按照德国标准，生产电机产品
SEW-传动设备 (广州) 有限公司	2003.1	2004.1	25,362	二期工程正在建设之中
SEW-传动设备 (沈阳) 有限公司	2004.11	2006.1	40,000	东北地区业务中心，组装和提供技术服务
SEW-传动设备 (武汉) 有限公司	2007.1	2008.3	40,000	华中地区业务中心
SEW-传动设备 (西安) 有限公司	2007.9	2008	33,000	西北地区业务中心
SEW-技术服务中心 (太原) 有限公司	2011.12	—	—	提供相关技术咨询及售后服务

资料来源: SEW 官网, 安信证券研究中心

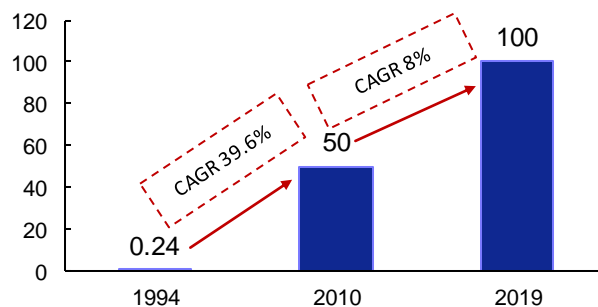
SEW 逐步拓宽中国市场，在中国减速机高端市场中占据领先地位。(1) 投资规模较大: SEW 在天津成立亚太制造中心一期投资额达 1 亿美元，后不断在国内成立全资子公司和销售分公司。(2) 全方位人才本土化: 管理层及以下均采用中国员工，把握本土市场的发展规律;(3) 通过不断建厂扩张，服务覆盖面积广，实行“快速专递”信息流、物流及服务一体化的绿色通道。

图 35: SEW 在中国的布局



资料来源: SEW 官网, 安信证券研究中心

图 36: SEW 中国的销售额 (亿元)



资料来源: SEW 官网, 安信证券研究中心

5. 涉足专用减速机, 掘进工程机械大市场

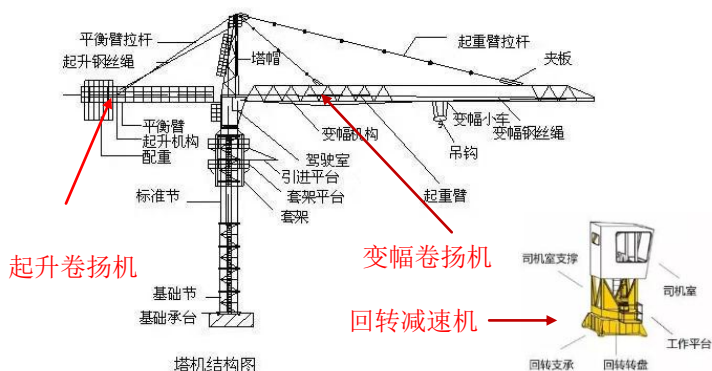
5.1. 塔机减速机率先突破

公司以塔机市场为切入口, 生产的 **GLW** 系列回转减速机在 2020 年实现批量出货, 配套于徐工集团及其下属徐工重庆子公司大中型塔机; **GTR** 系列卷扬减速机也实现了及小批量出货, 有望在 2021 年快速量产。

减速机是塔机中基本应用的零部件之一。减速机通过降速和增加转矩, 实现从高速运转的动力输入装置端到动力输出装置端的过程。塔机需要配套两台回转减速机 (一用一备)、两台卷扬减速机。分别用于回转机构, 起升机构和变幅机构。塔机安装回转减速机为行星减速机, 通常具有三级行星齿轮传动机构。

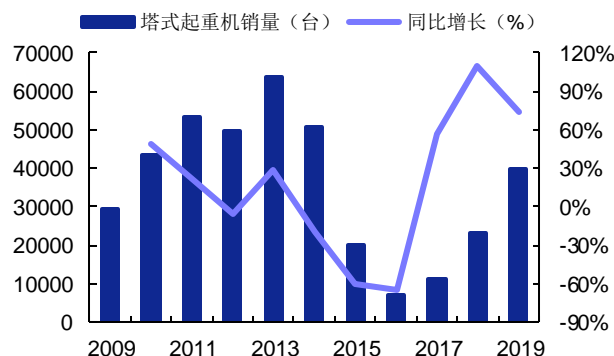
我国塔式起重机销量 2016 年触底反弹。2016 年塔机销量降至 7000 台, 2017 年以来逐年复苏, 销量连续增长, 2018 年回升至 2.3 万台, 同比增长 109%, 2019 年销量为 4 万台, 同比增长 73.91%。

图 37: 塔机结构示意图



资料来源: 搜狐网, 安信证券研究中心

图 38: 国内的塔机销量 (台)



资料来源: 中国工程机械工业年鉴, 安信证券研究中心

对我国塔机减速机市场规模进行测算, 根据已知的塔式起重机销量, 我们假设每台减速机价值量为 3 万元/台, 每台塔机匹配共 4 台减速机, 经过测算可知 2019 年安装在塔机的减速机市场规模为 48 亿元。

表 10：塔机减速机市场空间测算

年份	2010	2011	2012	2013	2014
塔机销量(台)	43,400	53,000	49,804	63,684	50,657
单个塔机减速机价值量(万元/台)	3	3	3	3	3
塔机减速机市场空间(万元)	520,800	636,000	597,648	764,208	607,884
年份	2015	2016	2017	2018	2019
塔机销量(台)	20,000	7,000	11,000	23,000	40,000
单个塔机减速机价值量(万元/台)	3	3	3	3	3
塔机减速机市场空间(万元)	240,000	84,000	132,000	276,000	480,000

资料来源：中国工程机械工业年鉴，安信证券研究中心

工程机械等专用减速机领域目前市场主要有杭齿前进、中国高速传动、重齿等公司。而其产品较为大型，应用于船舶、海工、风电等领域居多，工程机械占比不大。2020 年杭齿前进工程机械变速箱业务收入比例为 20.2%，而船用齿轮箱业务收入占比 71.2%；2020 年中国高速传动工程机械变速箱业务收入占比为 9.93%。

表 11：目前工程机械领域减速机主要厂商

年份	上市时间	主营业务	营收规模	核心技术
杭齿前进	2010/10	齿轮箱、工程机械变速箱、锻件等，其主要产品为船用齿轮箱	19.18 亿元	大功率船用齿轮箱传动与推进、高端重载齿轮传动
中国高速传动	2007/7	风电齿轮传动设备2020年收入占比75.81%；棒线材轧机齿轮传动设备、工业齿轮传动设备	154.71 亿元	高速重载齿轮为主，船舶推进系统集成制造
重齿	隶属于中国船舶集团有限公司	以硬齿面齿轮传动装置为核心业务，应用于船舶、海工、水泥建材、金属冶炼、等行业，是船舶系统内唯一生产舰船齿轮箱、联轴节、减振器的重点军工企业，我国海军舰船后传动装置的研制基地	—	船用齿轮箱设计加工核心技术，GQ/GA 系列齿轮箱研发、自升式海洋钻井平台升降系统提升齿轮箱的研制

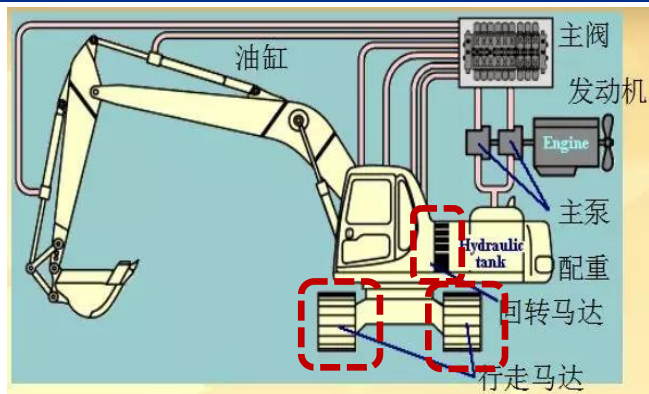
资料来源：公司招股说明书，各公司官网，安信证券研究中心

5.2. 挖掘机等市场逐步攻克

公司在工程行星领域已经具备技术积累，研制并交付塔机专用卷扬减速机，目前积极试制挖掘机专用回转减速机、搅拌车专用减速机等新品，力争拓展工程机械行星产品系列。

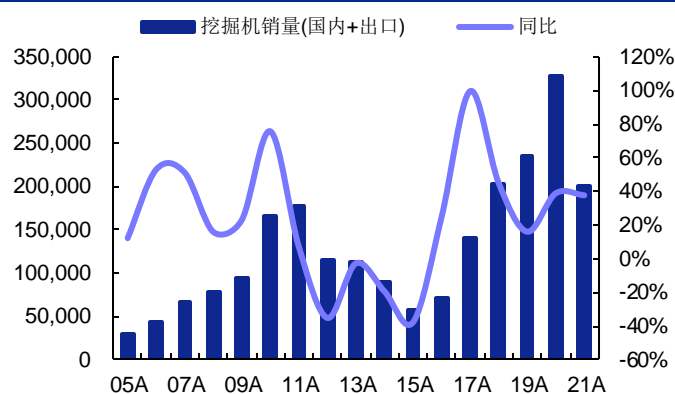
每台挖机需要配备两台行走减速机、一台回转减速机。**回转机构**——由回转马达和回转减速机构成，与回转支承相啮合来完成机器任意角度的回转动作。**行走传动**——包括行走马达和行走减速机，作为驱动轮为机器行走提供动力，将液压能通过行走马达转变成机械能，经过齿轮减速机进行减速，转矩增加，由链轮带动履带转动实现机器的行走。

图 39：挖机车体部分示意图



资料来源：挖挖易购，安信证券研究中心

图 40：挖掘机销量（台）（21 年为 1-5 月数据）



资料来源：中国工程机械工业协会，安信证券研究中心

公司挖机、起重机、高空作业平台等领域布局多年，预计将逐步取得进展。我们以按照挖掘机分类为大挖、小挖和中挖对挖掘机安装减速机的市场空间进行测算，其中以小挖减速机单价为 2000 元/台，中挖减速机单价为 5000 元/台、大挖减速机单价为 10000 元/台，按照每台挖掘机匹配 3 台减速机，测算 2020 年挖掘机用减速机的市场空间约 45 亿元，2021Q1 约 17 亿元。

表 12：国内挖掘机安装减速机市场空间测算

年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
小挖销量（台）	38,766	79,307	109,297	127,548	177,611	68,170
小挖减速机单价（万元/台）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
中挖销量（台）	23,187	32,005	47,421	51,518	77,320	33,312
中挖减速机单价（万元/台）	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
大挖销量（台）	8,367	19,247	27,491	29,891	37,933	12,083
大挖减速机单价（万元/台）	1	1	1	1	1	1
合计市场空间（万元）	83,141.1	204,443.6	292,243.6	324,638.4	448,460.8	169,492

资料来源：中国工程机械工业协会，安信证券研究中心

6. 盈利预测

公司传统业务板块，募投项目“年产 35 万台减速机”在 2020 年底初步达产约 11 万台，齿轮减速机业务收入增速为 16.8%。该项目整体进度已经过半，今年产能持续爬坡，计划 2021 年底新增约 11 万台减速机产能。产能扩充叠加公司品牌知名度建立以及模块化技术推进，我们认为未来 3 年齿轮减速机收入增速将稳步提升，假设增速 19.0%、20.0%和 22.0%。

工程机械专用减速机是公司大力发展的新兴业务，2020 年取得阶段性成绩，已经切入塔机市场，产品实现批量出货。公司行星系列专用减速机研发取得进展，2021 年如果取得客户意向订单，并通过产品验证，有望实现快速量产，预计工程机械专用减速机营收 1.93、4.30 和 9.57 亿元，收入增速 122.6%，122.8%。

“GNORD”品牌高端减速机是公司 2020 年新进业务板块，增长势头强劲，目前处于增资扩产中。我们认为公司已经具备高端减速机生产能力，维系了常州莱克斯诺原有的 95%以上的供应商及客户，并且完成了“GNORD”品牌的初步建立，未来叠加公司经销渠道，有望

迅速推进高端减速机业务。2020 年该业务收入基数较低，假设未来 3 年“GROND”品牌高端减速机收入增速 500%、150%、70%。

预计公司 2021-2023 年净利润 4.84 亿元、6.63 亿元、9.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.02 元、1.40 元和 1.93 元，维持买入-A 评级，6 个月目标价为 47.94 元，相当于 2021 年 47 倍的动态市盈率。

表 13：公司收入预测及拆分（百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1766.6	1895.7	2184.1	2897.0	3857.3	5269.8
yoy		7.3%	15.2%	32.6%	33.2%	36.6%
减速机	1695.8	1824.4	2066.2	2417.9	2846.6	3402.7
yoy		7.6%	13.3%	17.0%	17.7%	19.5%
齿轮减速机	1271.7	1401.4	1636.8	1947.7	2337.3	2851.5
yoy		10.2%	16.8%	19.0%	20.0%	22.0%
摆线针轮减速机	424.1	423.0	429.5	470.1	509.3	551.2
yoy		-0.3%	1.5%	9.5%	8.3%	8.2%
GNORD 减速机			23.6	141.8	354.9	605.5
yoy				500.0%	150.3%	70.6%
工程机械减速机				193.0	429.6	957.4
yoy					122.6%	122.8%
配件	44.4	50.9	68.3	112.2	186.3	256.4
yoy		34.2%	64.4%	64.4%	66.0%	37.6%
其他业务	19.1	20.5	26.0	32.2	39.9	47.9
yoy		7.1%	26.8%	24.0%	20.0%	20.0%
其他主营业务	7.3					
yoy						
毛利	467.1	548.0	617.6	814.9	1063.0	1483.1
减速机	439.5	511.1	571.1	669.3	776.9	948.1
齿轮减速机	352.8	419.5	481.6	570.7	669.2	832.4
摆线针轮减速机	86.8	91.5	89.5	98.6	107.7	115.7
GNORD 减速机			6.2	36.9	88.7	162.3
工程机械减速机				46.7	108.3	248.9
配件	12.5	21.2	24.8	42.8	65.2	95.1
其他业务	9.7	15.7	15.5	19.3	23.9	28.7
其他主营业务	5.3					
毛利率(%)	26.4%	28.9%	28.3%	28.1%	27.6%	28.1%
减速机	25.9%	28.0%	27.6%	27.7%	27.3%	27.9%
齿轮减速机	27.7%	29.9%	29.4%	29.3%	28.6%	29.2%
摆线针轮减速机	20.5%	21.6%	20.8%	21.0%	21.1%	21.0%
GNORD 减速机			26.3%	26.0%	25.0%	26.8%
工程机械减速机				24.2%	25.2%	26.0%
配件	28.2%	41.7%	36.2%	38.1%	35.0%	37.1%
其他业务	50.8%	76.6%	59.9%	60.0%	60.0%	60.0%
其他主营业务	72.4%					
营业成本	1299.6	1347.8	1566.5	2082.0	2794.2	3786.9
减速机	1256.3	1313.3	1495.1	1748.6	2069.8	2454.6
齿轮减速机	919.0	981.8	1155.1	1377.0	1668.1	2019.0
摆线针轮减速机	337.3	331.5	340.0	371.5	401.6	435.5
GNORD 减速机			17.4	104.9	266.2	443.2
工程机械减速机				146.3	321.4	708.4
配件	31.9	29.7	43.5	69.5	121.1	161.3

其他业务	9.4	4.8	10.4	12.9	16.0	19.2
其他主营业务	2.0					

资料来源: wind, 安信证券研究中心

7. 风险提示

1) 市场竞争加剧

公司所处减速机行业市场集中度低, 较为分散。同时下游应用广泛, 随着市场空间和需求的不断扩大, 存在市场竞争加剧的风险。

2) 新业务推进不顺利

公司收购常州莱克斯诺推进高端产线, 以“GNORD”新品牌开拓高端市场面临业务推进不顺利的风险。

3) 切入工程机械领域新品验证不顺利

切入工程机械专用领域, 研发新品存在等待市场验证的过程。如果不能通过客户验证或者验证时间较晚, 会影响 2021 年工程机械专用领域的订单情况。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,895.7	2,184.1	2,897.0	3,857.3	5,269.8	成长性					
减:营业成本	1,347.8	1,566.5	2,082.0	2,794.2	3,786.9	营业收入增长率	7.3%	15.2%	32.6%	33.2%	36.6%
营业税费	16.2	16.3	23.2	30.9	41.3	营业利润增长率	31.5%	29.1%	33.9%	37.3%	38.0%
销售费用	109.4	74.9	115.9	116.2	184.4	净利润增长率	30.1%	26.6%	34.7%	37.0%	37.4%
管理费用	45.5	70.4	72.1	104.3	121.2	EBITDA 增长率	34.0%	26.6%	21.7%	33.7%	35.5%
研发费用	66.8	78.3	102.0	115.7	158.1	EBIT 增长率	39.2%	28.1%	28.4%	37.0%	38.0%
财务费用	-8.1	-6.1	-11.4	-17.0	-23.7	NOPLAT 增长率	29.5%	30.5%	33.5%	37.3%	37.7%
资产减值损失	-6.6	-3.4	2.9	-2.4	-1.0	投资资本增长率	14.7%	19.5%	-42.8%	-67.7%	-373.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	93.0%	12.9%	18.3%	15.6%	18.9%
投资和汇兑收益	10.9	38.4	40.0	40.0	40.0						
营业利润	318.1	410.8	550.3	755.4	1,042.6	利润率					
加:营业外净收支	9.3	4.8	7.4	7.2	8.0	毛利率	28.9%	28.3%	28.1%	27.6%	28.1%
利润总额	327.5	415.6	557.7	762.5	1,050.6	营业利润率	16.8%	18.8%	19.0%	19.6%	19.8%
减:所得税	43.7	55.6	73.5	99.1	138.5	净利润率	15.0%	16.4%	16.7%	17.2%	17.3%
净利润	283.8	359.1	483.8	662.7	910.7	EBITDA/营业收入	20.3%	22.3%	20.4%	20.5%	20.3%
						EBIT/营业收入	17.3%	19.2%	18.6%	19.1%	19.3%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	82	92	83	58	39
货币资金	759.3	1,102.5	2,049.0	2,660.4	3,907.9	流动营业资本周转天数	-15	-24	-44	-57	-67
交易性金融资产	800.0	600.0	466.7	622.2	563.0	流动资产周转天数	383	451	412	403	387
应收账款	199.3	229.7	92.2	336.4	249.2	应收账款周转天数	37	35	20	20	20
应收票据	1.4	7.2	57.2	28.5	88.6	存货周转天数	75	68	73	73	68
预付账款	4.8	12.2	9.5	16.5	22.1	总资产周转天数	524	605	541	494	450
存货	370.2	454.4	713.9	846.4	1,152.2	投资资本周转天数	114	117	75	27	-8
其他流动资产	413.2	522.0	311.7	415.7	416.5						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	12.6%	14.2%	16.1%	19.1%	22.1%
长期股权投资	25.2	26.2	26.2	26.2	26.2	ROA	8.5%	9.0%	10.3%	11.3%	12.5%
投资性房地产	1.7	-	-	-	-	ROIC	47.9%	54.4%	60.8%	145.9%	621.9%
固定资产	422.9	689.6	644.1	598.7	553.3	费用率					
在建工程	171.4	138.2	138.2	138.2	138.2	销售费用率	5.8%	3.4%	4.0%	3.0%	3.5%
无形资产	128.7	144.7	137.6	130.5	123.5	管理费用率	2.4%	3.2%	2.5%	2.7%	2.3%
其他非流动资产	44.8	76.4	58.8	60.1	61.0	研发费用率	3.5%	3.6%	3.5%	3.0%	3.0%
资产总额	3,342.9	4,003.0	4,705.2	5,879.8	7,301.5	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
短期债务	-	-	-	-	-	四费/营业收入	11.3%	10.0%	9.6%	8.3%	8.3%
应付账款	294.1	418.4	476.8	643.2	938.7	偿债能力					
应付票据	565.9	779.8	862.7	1,434.8	1,683.3	资产负债率	32.7%	36.5%	36.1%	40.9%	43.4%
其他流动负债	210.4	236.2	338.5	301.5	521.2	负债权益比	48.6%	57.6%	56.5%	69.1%	76.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.38	2.04	2.21	2.07	2.04
其他非流动负债	22.5	28.2	21.1	23.9	24.4	速动比率	2.03	1.72	1.78	1.71	1.67
负债总额	1,092.9	1,462.7	1,699.1	2,403.4	3,167.6	利息保障倍数	-40.53	-69.03	-47.35	-43.41	-42.95
少数股东权益	-	7.2	7.6	8.3	9.7	分红指标					
股本	463.3	472.5	472.5	472.5	472.5	DPS(元)	0.20	0.25	0.22	0.41	0.54
留存收益	1,786.7	2,147.9	2,526.0	2,995.6	3,651.7	分红比率	32.7%	32.9%	21.9%	29.1%	28.0%
股东权益	2,250.0	2,540.3	3,006.1	3,476.5	4,133.9	股息收益率	0.5%	0.7%	0.6%	1.1%	1.4%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	283.8	360.1	483.8	662.7	910.7	EPS(元)	0.60	0.76	1.02	1.40	1.93
加:折旧和摊销	57.2	68.2	52.5	52.5	52.5	BVPS(元)	4.76	5.36	6.35	7.34	8.73
资产减值准备	6.6	3.4	-	-	-	PE(X)	62.2	49.1	36.5	26.6	19.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.8	7.0	5.9	5.1	4.3
财务费用	-	-	-11.4	-17.0	-23.7	P/FCF	87.8	75.6	21.7	18.4	12.2
投资损失	-10.9	-38.4	-40.0	-40.0	-40.0	P/S	9.3	8.1	6.1	4.6	3.3
少数股东损益	-	0.9	0.4	0.8	1.4	EV/EBITDA	13.7	22.2	25.5	18.1	12.3
营运资金的变动	-432.7	-51.2	294.9	244.1	478.3	CAGR(%)	32.7%	36.3%	30.5%	32.7%	36.3%
经营活动产生现金流量	300.2	413.3	780.2	903.0	1,379.2	PEG	1.9	1.4	1.2	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	-1,095.5	154.8	173.3	-115.6	99.3	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	802.8	-27.4	-7.1	-176.1	-230.9	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李哲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

。本公司不会因

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034