

机械设备

2020 年 10 月 15 日

国茂股份 (603915)

——成为世界级的传动专家

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2020 年 10 月 14 日

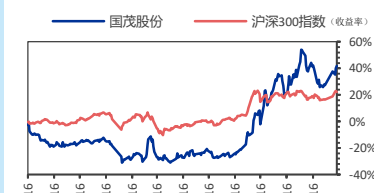
收盘价 (元)	24.65
一年内最高/最低 (元)	27.82/11.71
市净率	4.9
息率 (分红/股价)	0.81
流通 A 股市值 (百万元)	3079
上证指数/深证成指	3340.78/13691.04

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	4.99
资产负债率%	32.71
总股本/流通 A 股 (百万)	473/125
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
耿耘 A0230520050001
gengyun@swsresearch.com

研究支持

李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com

联系人

刘建伟
(8621)23297818×02123297722
liujw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **全品类的国产减速机龙头。**公司主营齿轮减速机（模块化通用减速机、大功率减速机）以及摆线针轮减速机，是行业的龙头企业之一。2019 年收入结构中，齿轮减速机占比 74%，摆线针轮减速机占比 22%。公司财务指标优异，2019 年公司营收 19 亿元，归母净利润 2.8 亿元，毛利率 28.9%，净利率 15.0%。2015-2019 年 5 年收入 CARG 为 15%，同期归母净利润 CARG 为 39%，展现了较好的成长性。
- **竞争合力正在形成。**我们认为公司在产品、规模、渠道三大方面均具备核心竞争力：（1）减速机行业下游应用广泛，公司产品品类齐全能够满足多样化需求；（2）公司采用“集中制造，分散组装”的策略将经济效益最大化，公司固定成本占营收比例逐年降低，募投项目落成后有望进一步释放规模效应；（3）公司覆盖全国的营销网络（经销商+直销）能够最大程度适应减速机下游应用客户分散的特点，为客户提供最大的营销与服务保障。
- **尾部企业正在退出，利好头部公司。**我们认为国家环保政策趋严，叠加去产能的政策要求，使得通用设备制造行业出现了尾部企业逐渐被淘汰的现象。减速机行业具有千亿级市场空间，我们认为国茂股份作为行业龙头有望受益行业集中度提升，扩大市场份额。
- **从部件到解决方案，SEW 的启示。**全球工业传动龙头 SEW 是公司的可比公司，我们通过分析其发展路径发现，以减速机切入工业传动，采用模块化实现大规模生产，随后将业务领域拓展至电机与技术解决方案是工业传动巨头的成功经验。目前国茂股份减速机的品类和规模已经有所储备，同时公司参股涉足电机电控的智马科技，我们认为国茂股份未来有望成为世界级的传动专家。
- **评级与估值。**考虑到减速机行业集中度正在提升，以及公司产品、规模、渠道的竞争优势，我们预估公司 2020-2022 年归母净利润为 3.42/4.40/5.45 亿元，EPS 为 0.72 元/0.93 元/1.15 元，按照当前 24.65 元的收盘价，公司 2020 年 PE 估值为 34 倍，与可比公司 2020 年 PE 估值相比处于低位，首次覆盖，“买入”评级。
- **风险提示。**下游新领域开拓受阻、行业尾部企业出清放缓、制造规模效应未充分体现。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	1,896	992	2,140	2,594	3,221
同比增长率 (%)	7.3	5.0	12.9	21.3	24.2
归母净利润 (百万元)	284	152	342	440	545
同比增长率 (%)	30.1	25.7	20.7	28.5	23.7
每股收益 (元/股)	0.61	0.33	0.72	0.93	1.15
毛利率 (%)	28.9	29.7	29.7	30.3	30.0
ROE (%)	12.6	6.6	12.7	14.1	14.8
市盈率	40		34	27	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

受益于减速机行业集中度的提升、公司自身多品类小批量制造的壁垒优势，以及长远的机电一体化增值卡位，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.72 元、0.93 元、1.15 元，按照 10 月 14 日收盘价 24.65，公司 2020 年 PE 为 34 倍，与可比公司 2020 年 PE 估值相比处于低位，首次覆盖，“买入”评级。

关键假设点

1) **销量预期的假设**：我们从公司的历史产能利用率（销量/产能）可以看出，2019 年公司产能利用率已经达到 96%，其中明星产品齿轮减速机达到 98%。按照公司投资计划，其计划投资 6.5 亿元的 35 万台减速机项目有望于 2020 年正式投产，我们预计 2020-2022 年为产能爬坡期，结合公司减速机的发展态势，我们预估公司 2020-2022 年产能分别为 67.59、79.25、90.92 万台。

2) **销售单价假设**：从公司过去的财务指标测算，齿轮减速机的销售单价约为 5738 元/台，我们假设该价格保持稳定。摆线减速机销售单价约为 1454 元/台，我们预计因为产品结构的老化，其需求或将逐渐减少，为了维持一定的销量，该产品销售价格可能出现下滑。结合公司产销情况，我们预计公司 2020-2022 年收入为 21.40、25.94、32.21 亿元。

3) **规模效应假设**：随着公司营收规模的增长，我们预估公司 2020-2022 年毛利率较 2019 年将有所提升，期间费用率占营收比也将减少。我们预计公司 2020-2022 年毛利率为 29.7%、30.3%、30.0%。

有别于大众的认识

（1）市场认为国茂股份的产品技术壁垒较低，容易面临新进入者的竞争威胁，导致公司未来市场份额被蚕食。我们认为公司的竞争壁垒不在单一产品的技术门槛，而在如何及时满足下游客户小批量、多品类的订单需求，以及实现规模化生产的能力。公司具备有效组织生产小批量、多品类订单的能力，产能利用率近年来也始终保持高位，随着募投项目的逐渐投产，我们认为公司市场份额有望提升而非减少。

（2）市场认为国茂股份当前业绩增长的逻辑在于国产替代。我们认为公司目前最主要的竞争对手是内资品牌而非外资，公司目前最直接的市场份额提升逻辑为尾部企业退出，国产替代是未来的长期逻辑。

股价表现的催化剂

新增产能的有效释放、新领域新客户的突破。

核心假设风险

下游新领域开拓受阻、行业尾部企业出清放缓、制造规模效应未充分体现。

目录

1. 全品类的国产减速机龙头	6
1.1 公司发展历程及股权结构	6
1.2 完备的产品谱系	7
1.3 扎实的财务表现	8
2. 行业空间：减速机行业规模过千亿，集中度有望提升	10
2.1 减速机市场预计过千亿	10
2.2 行业分散，但预期集中度正在提升	11
3. 竞争优势：营销及营运能力突出，具备规模效应	12
3.1 完善的营销网络与强大的市场开拓能力	12
3.2 募投项目落地，规模效应释放在即	14
3.3 领先于行业的运营效率	15
4. 对标 SEW，切入电机领域打开未来想象空间	17
5. 产能释放在即，盈利即将进入加速增长期	19
5.1 盈利预测	19
5.2 评级与估值	20
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权穿透图（1H20）.....	6
图 3：减速机内部构成	7
图 4：公司减速机产品品类	8
图 5：公司收入结构（2019）.....	8
图 6：公司收入与归母净利润情况	8
图 7：公司毛利率和净利率情况	9
图 8：公司资产负债率情况	9
图 9：公司 ROE 情况.....	9
图 10：公司经营性现金流（百万元）	9
图 11：减速机行业下游应用比例	10
图 12：2009-2017 减速机市场规模.....	11
图 13：2020E-2025E 减速机市场规模.....	11
图 14：通用设备制造业规模以上工业企业单位数(个).....	12
图 15：2018 年我国减速机行业行业集中度	12
图 16：公司 A 类、B 类与与一般经销商和直销额客户对销售额的贡献比例	13
图 17：公司前五大客户占总销售额的比例	14
图 18：直接人工费用与制造费用占营收的比例	14
图 19：折旧与摊销占营收比例.....	14
图 20：公司减速机产品销量与单价	15
图 21：公司齿轮减速机产品毛利率.....	15
图 22：公司产能利用率	15
图 23：可比公司营业收入规模（百万元）	16
图 24：存货周转率对比	17
图 25：应收账款周转率对比	17
图 26：SEW 生产基地、驱动中心和销售分支的全球布局.....	17
图 27：SEW 产品族	18
图 28：SEW 技术解决方案.....	18
图 29：SEW 与国茂股份发展路径对比	19

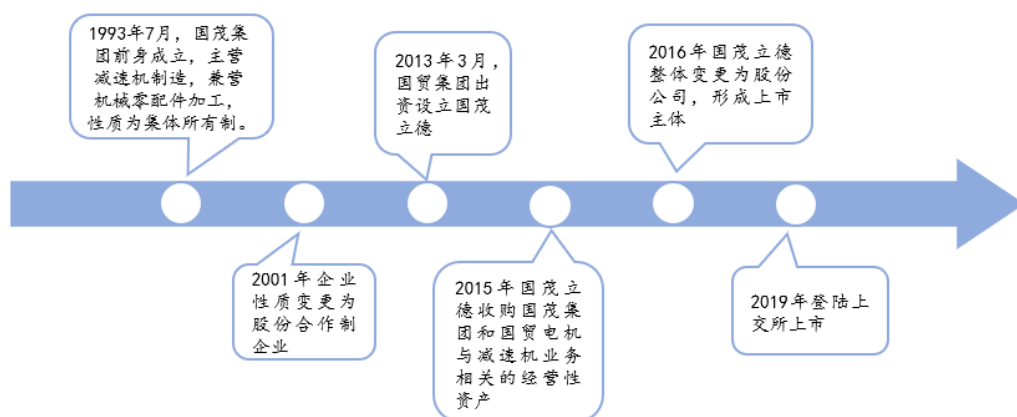
表 1：通用/专用减速机.....	10
表 2：公司 A 类、B 类与一般经销商.....	13
表 3：同行业上市公司产品应用场景对比	16
表 4：国茂减速机产能及销量情况预估（万台）	20
表 5：主要盈利预测（百万元）	20
表 6：可比公司估值表（2020 年 10 月 14 日）	21

1. 全品类的国产减速机龙头

1.1 公司发展历程及股权结构

公司母公司国茂减速机集团前身成立于 1993 年 7 月，注册资金 36.00 万元；2013 年国贸集团出资设立国茂立德，后于 2016 年整体变更为股份有限公司，成为国茂股份。公司自成立以来始终专注于减速机的研发、生产与销售，主营业务与产品未发生重大变化。2019 年国茂股份成功登陆上交所上市。

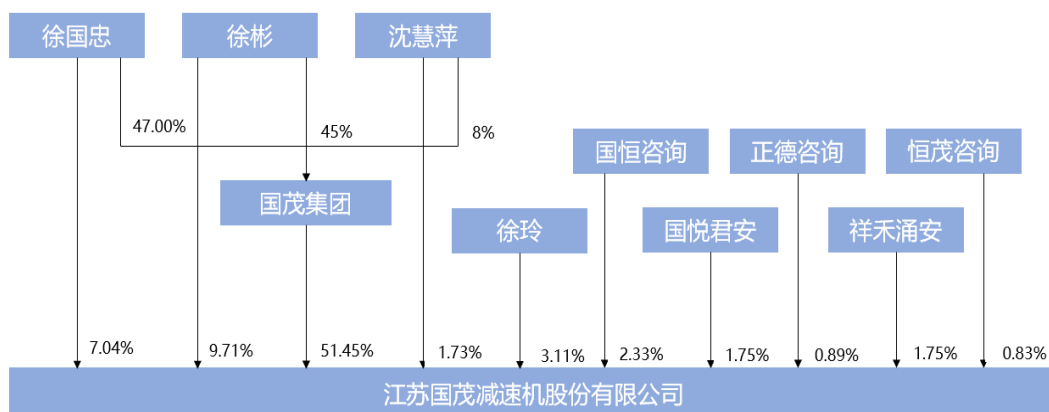
图 1：公司发展历程



资料来源：国茂股份招股说明书，申万宏源研究

从 Wind 股权穿透图上看，国茂集团持有国茂股份 51.45% 的股权，为公司第一大股东。徐氏家族（徐国忠、徐彬、沈慧萍）通过直接与间接持股拥有公司 69.93% 的股份，是公司的实际控制人。公司董事长为徐国忠先生，于 1993 年开始在国泰减速机厂任职，于 2016 年出任公司董事长，曾荣获 2010 年首届江苏省工业营销“十大风云人物”提名奖、常州市明星企业家、常州市优秀企业家等奖项与荣誉。徐玲为徐国忠之女，是实际控制人的一致行动人，直接持有国贸股份 3.11% 的股权。以上股东（实际控制人+一致行动人）总计持有国茂股份 73.04% 的股权。

图 2：公司股权穿透图（1H20）

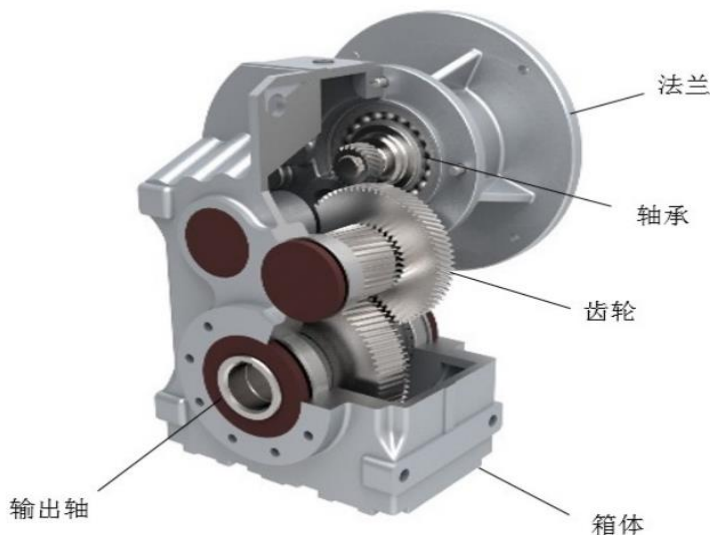


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 完备的产品谱系

减速器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，常用作原动机与工作机之间的减速传动装置。在原动机和工作机或执行机构之间起匹配转速和传递转矩的作用，在现代机械中应用极为广泛。减速机由齿轮、箱体、轴承、法兰、输出轴等几个主要部件组成，减速机的工作原理是把原动机的动力通过减速机的输入轴上齿数少的齿轮啮合输出轴上的大齿轮来达到减速的目的。齿轮是轮缘上有齿、能连续啮合传递运动和动力的机械元件；轴承是减速机中支撑相对旋转轴的部件；箱体指减速机的基座；法兰是减速机中的重要连接部件；输出轴是指减速机向工作机输出动力的轴。

图 3：减速机内部构成

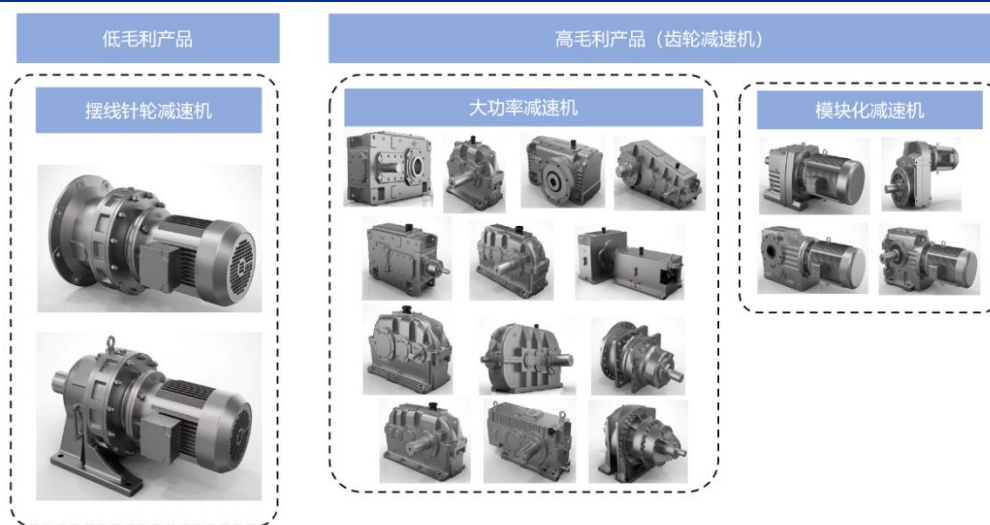


资料来源：国茂股份招股说明书，申万宏源研究

公司主营产品分为齿轮减速机产品与摆线针轮减速机产品，其中齿轮减速机占主营业务收入比例较大，同时也是毛利率较高的产品。近年来公司齿轮减速机产品收入占比逐年增大推动了公司总体毛利率的提高。与之相对应的是低毛利的摆线针轮减速机产品在营收的占比逐渐降低，公司产品结构持续优化。

更具体来看，公司的齿轮减速机产品分为模块化减速机与大功率减速机，模块化减速机毛利率 2016 年为 24.4%，2019 年其毛利率提升至 31%，大功率减速机毛利率由 2016 年的 21% 提升至 2019 年的 24.6%。根据公司招股说明书披露的信息，2018 年公司大功率减速机销量为 5.9 万台，仅为模块化减速机产量的 35%，未来随着募投项目的建成落地，大功率减速机产能有望继续放量产生规模效率而实现毛利率的进一步提升。

图 4：公司减速机产品品类



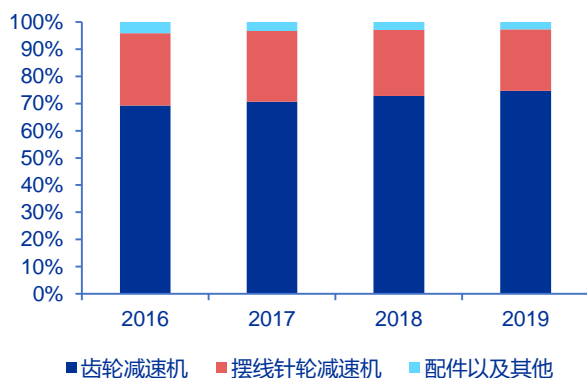
资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.3 扎实的财务表现

营收及归母净利润保持高增长：公司 2016 年至 2019 年营收的复合增速为 18.1%，归母净利润 2016 年至 2019 年复合增速为 43%。2019 年公司营业收入达到 19 亿元，净利润达到 2.8 亿元。我们认为公司营收与利润能够持续保持增长的原因包括：1）随着公司技术实力的提高，与国际企业的差距逐渐缩小，产品性价比优势凸显；2）工业自动化水平的提高使得机械设备的需求提高，利好减速机行业。3）落后产能逐渐淘汰，行业集中度提高，利好龙头企业。

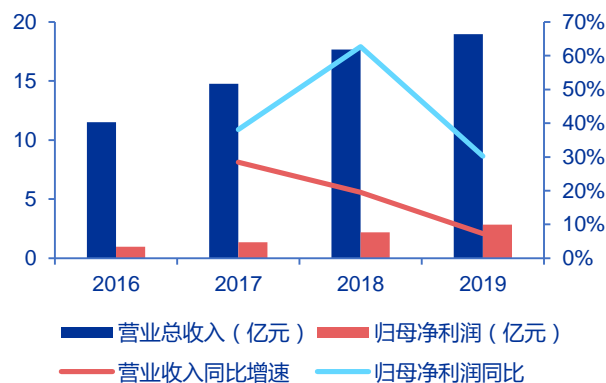
齿轮减速机占比正在扩大：公司收入主要来源于齿轮减速机与摆线针轮减速机产品，老产品摆线减速机占比正在减少，而齿轮减速机占比有序提升。（由 2016 年的 69% 逐年提升到 2019 年的 74%）

图 5：公司收入结构（2019）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司收入与归母净利润情况



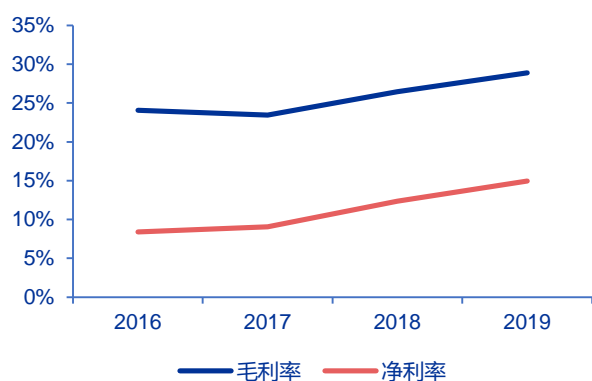
资料来源：Wind，申万宏源研究

利润率逐步提升：由于原材料价格增长以及在手订单增长较快，公司于 2017 年 8 月、9 月和 2018 年 4 月三次上调产品销售价格，实现了毛利率的整体提升。同时，受益于产品

结构优化，毛利率较高的齿轮减速机产品占营业收入比例也在逐年升高，因此公司整体的毛利率与净利率水平呈现上升的趋势。公司毛利率由 2016 年的 24.1% 提升至 2019 年的 28.9%，净利率由 2016 年的 8.4% 提升至 2019 年的 15.0%。

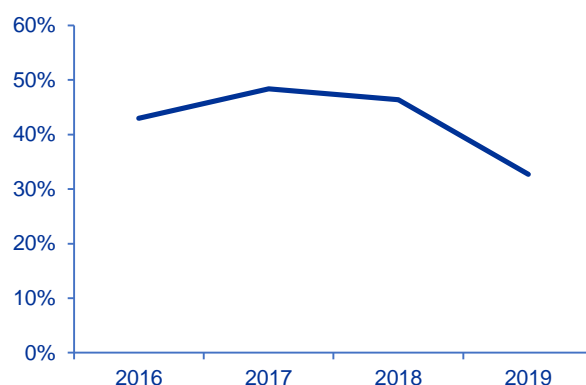
资产负债率逐渐降低：公司的资产负债率整体呈下降趋势，2016 年公司资产负债率水平为 43%，2019 年降低至 33%。

图 7：公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

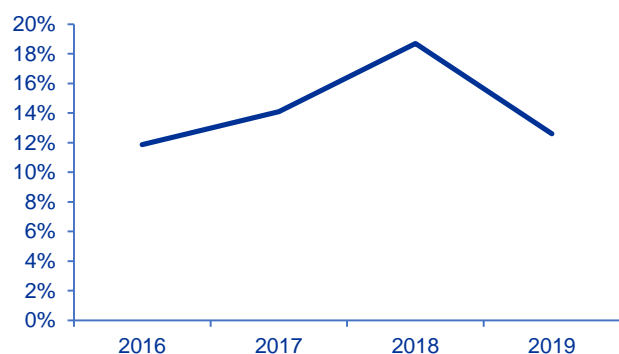
图 8：公司资产负债率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

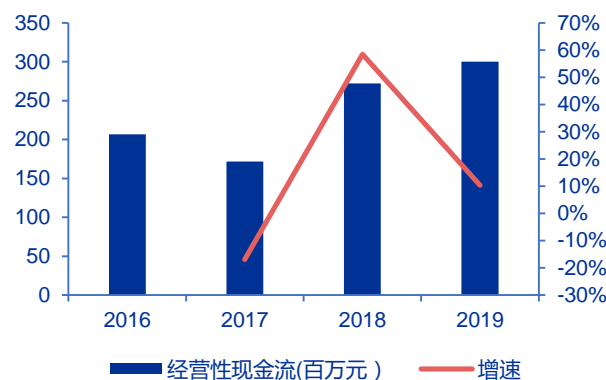
稳健的 ROE 与强劲的经营性现金流：受益于净利率和营运效率的提升，公司 ROE 维持较高水平。2019 年公司 ROE 有所下滑，主要原因为资产负债率的降低，以及产能调整过程中产生的周转率下降所致。公司经营性现金流 2016 年至 2019 年复合增长率为 13%，总体保持上升趋势，2019 年经营性现金流达到 3 亿元。

图 9：公司 ROE 情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：公司经营性现金流（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 行业空间：减速机行业规模过千亿，集中度有望提升

2.1 减速机市场预计过千亿

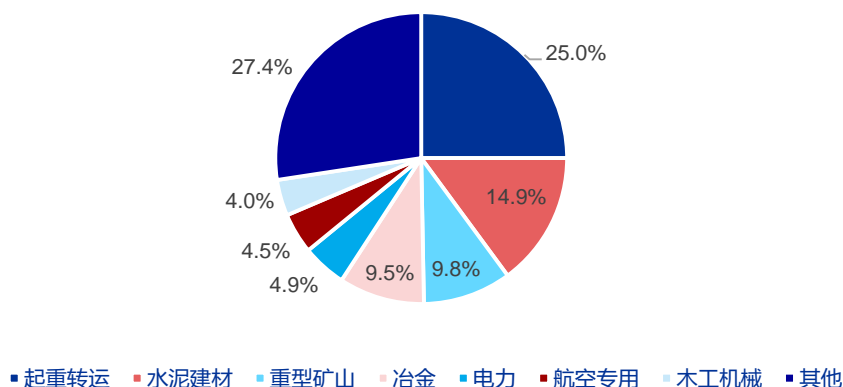
减速机下游应用领域十分广泛，几乎在各式的机械的传动系统中都有应用，如交通工具（船舶、汽车等）、工业生产用的机械设备、自动化生产设备以及家电、钟表等。减速机行业内企业数目较多，市场的分散程度较高。减速机行业可细分为通用减速机行业与专用减速机行业，其中专用减速机产品主要是特定行业的定制化产品，规格以大型、特大型为主。通用减速机主要侧重于生产广泛适用于各下游行业的通用减速机，规格以中小型为主，产品呈现模块化、系列化的特点。

表 1：通用/专用减速机

行业分类	特点	主要代表公司
通用减速机	规格以中小型为主，模块化、系列化，可广泛应用于各个行业	SEW、西门子、国茂股份、宁波东力、泰隆、中大力德等
专用减速机	规格以大型、特大型为主，多为非标、行业专用产品	中国高速传动、杭齿前进、重齿等

资料来源：国茂股份招股说明书、申万宏源研究

图 11：减速机行业下游应用比例



资料来源：国茂股份招股说明书，申万宏源研究

减速机行业市场规模在 2017 年已经突破千亿级别，我们认为，随着我国人口红的逐渐消失，劳动力成本逐渐上升导致自动化成为新的发展趋势。在这个背景下，机械取代人工使得对减速机的需求逐渐提升，通用减速机的市场规模有望不断扩大。国茂股份的减速机产品属于通用减速机产品，在工业中是动力传动的必要部件，根据招股说明书披露的内容，公司减速机产品广泛应用于环保、建筑、电力、工程机械、物流、化工、冶金、水利等多个行业。根据锐观咨询的数据，2009 年我国减速机市场规模约为 338.9 亿元，2017 年我国减速机市场规模突破千亿人民币达到了 1074.2 亿元，八年复合增长率为 16%。减

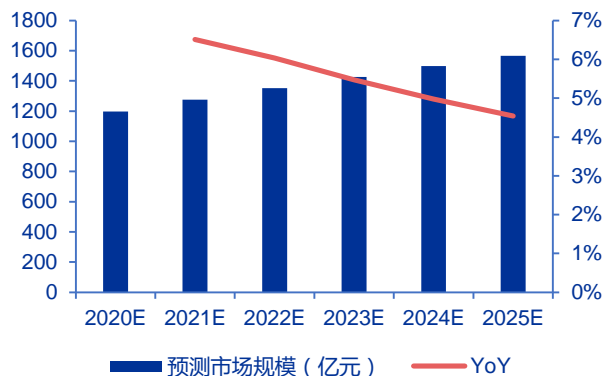
减速机在国民经济各行业应用广泛，随着我国经济的发展与自动化水平的进一步提高，预计未来我国减速机行业需求将进一步扩大。根据前瞻产业研究院的预测，我国减速机市场在 2025 年将会达到 1566 亿元。

图 12：2009-2017 减速机市场规模



资料来源：锐观咨询，申万宏源研究

图 13：2020E-2025E 减速机市场规模



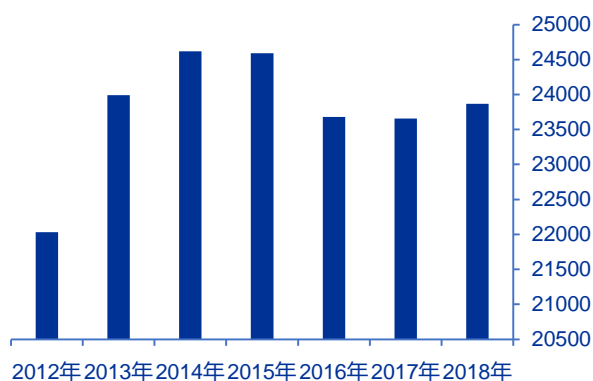
资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

2.2 行业分散，但预期集中度正在提升

我们认为国茂股份作为减速机龙头企业，在行业进行尾部企业出清的趋势下有望承接被淘汰企业的客户，进一步扩大市场份额，巩固行业龙头企业的地位。我国国产减速机品牌在经过了 21 世纪初的快速发展阶段形成了较为分散的市场格局，整体呈现出“多而不强”的局面。

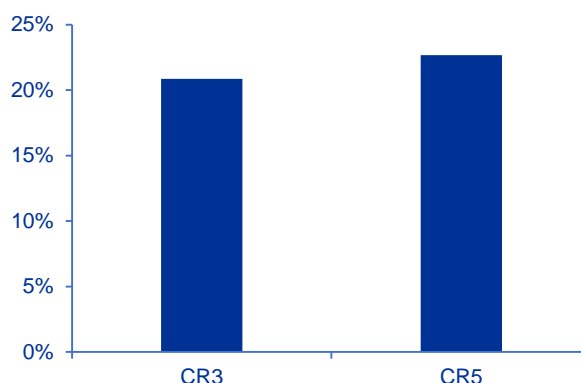
由于我国的供给侧改革与日渐趋严的环保政策，实力不强的企业在改革的一轮轮浪潮中加速退出，未来我国减速机行业市场份额有望进一步向行业龙头公司集中。根据国家统计局的数据，我国通用设备制造业规模以上工业企业单位数 2015 年为 24592 个，2016 年开始出现了较大幅度的下跌，2018 年我国通用设备制造业规模以上工业企业单位数下降到 23869 个，经营较差的企业逐渐被淘汰，部分经营较好的企业存活下来并吸收出清企业的市场份额，但市场份额仍然较低。根据前瞻经济研究院的数据，2018 年我国减速机行业 CR3 与 CR5 仅为 20.86% 与 22.68%，行业竞争格局较为分散，行业内小企业众多，三四线企业占据大部分的市场份额。

图 14 通用设备制造业规模以上工业企业单位数(个)



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 15：2018 年我国减速机行业行业集中度



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

3. 竞争优势：营销及营运能力突出，具备规模效应

3.1 完善的营销网络与强大的市场开拓能力

我们认为完善的营销网络是公司的重要竞争优势。公司进行产品销售主要通过经销商或直销的方式来完成。减速机行业被广泛应用于各类机械设备，下游行业客户众多，地区分布较为分散，因此拥有稳定且完善的营销网络能够有望在行业竞争中取得更高的市场份额。公司目前已经打造出了覆盖全国的营销网络，有利于深耕区域市场，够更好地发掘客户需求，并对客户的售后服务要求做出及时的响应。**稳定、忠诚、分布广泛的经销商团队是公司的一大核心优势。**

公司同时拥有强大的市场开拓能力。公司在行业深耕多年，通过完善的营销网络（经销+直销）覆盖全国绝大多数省份内不同行业的客户。公司利用自身的经销商网络切入本地营销资源，优化市场开拓效率；同时公司拥有一支销售经验丰富的业务员团队，负责直接开发、管理客户。通过经销与直销两种营销渠道的相互结合，未来公司有望继续拓展下游应用行业客户，进一步打开利润空间，提高市场地位。

公司经销商分为 A 类、B 类以及一般经销商。A 类经销商指的是每年年初与公司签订销售框架合同的经销商，并且公司禁止 A 类经销商销售其他公司的同类型产品，与公司的合作关系最为密切。A 类经销商通常认同公司产品和文化，具有较高品牌忠诚度。截至 2018 年年末，公司共有 78 家 A 类经销商，分布在全国 31 个省份与直辖市。

公司将由 A 类经销商推荐和开发的贸易型企业客户划分为 B 类经销商。为促进公司销售，公司允许 B 类经销商在生产经营中使用公司商号、商标，但并不对 B 类经销商做专营限制，也不与其签订销售框架合同。

一般经销商指的是有公司业务团队负责直接开发、管理客户。其开发、管理的贸易型企业客户。

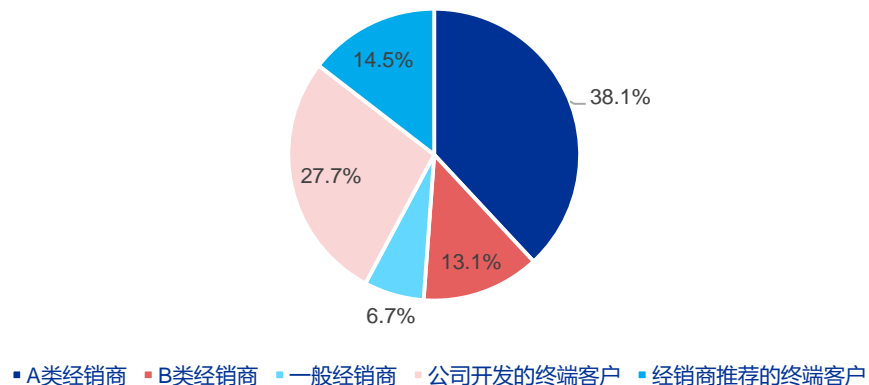
表 2：公司 A 类、B 类与一般经销商

客户分类	A 类经销商	B 类经销商	一般经销商
代销/买断式经销	买断式经销		
是否签订年度销售框架合同	是	否	否
是否专营	在公司具备生产能力的产品范围内，只能专营公司产品	可销售公司产品，无专营限制	可销售公司产品，无专营限制
销售业绩、回款等考核	每年签订的框架协议中约定具体的考核标准	无考核	无考核
是否返利	是	否	否

资料来源：国茂股份招股说明书，申万宏源研究

根据招股说明书，2018 年 A 类经销商贡献了约 38.1% 的销售额，为公司销售网络的最核心力量。B 类经销商与一般经销商贡献了约 13.1% 与 6.7% 的销售额。直销客户中，公司开发的终端客户贡献了约 27.7% 的销售额，经销商推荐的终端客户贡献了约 14.5% 的销售额。

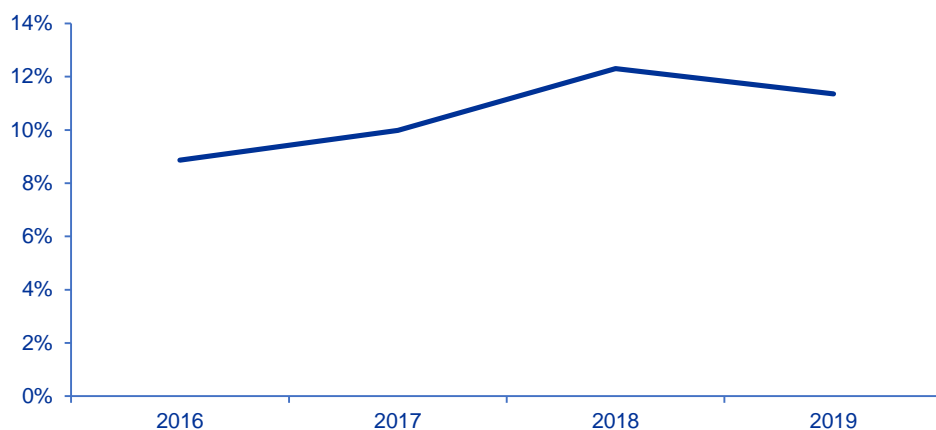
图 16：公司 A 类、B 类与与一般经销商和直销额客户对销售额的贡献比例



资料来源：国茂股份招股说明书，申万宏源研究

公司前五大客户销售占比始终保持在 12.3% 以下，客户集中度不高，说明公司强大的营销网络已开拓了较为广泛的下游行业客户，因此导致对单一客户的销售额占比不高的情况。公司不存在单一客户需求波动对公司收入造成重大影响的风险。

图 17：公司前五大客户占总销售额的比例

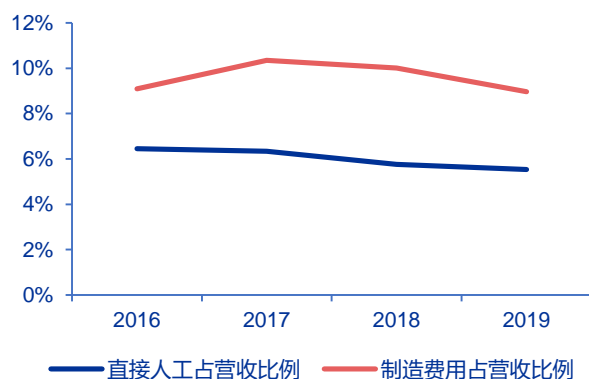


资料来源：国茂股份招股说明书，公司公告，申万宏源研究

3.2 募投项目落地，规模效应释放在即

近年来，随着公司业务规模的扩大，规模优势正在逐渐体现。公司的固定成本占营收比例自 2016 年起有明显下降，直接人工费用占比由 2016 年的 6.45% 下降至 2019 年的 5.54%，制造费用整体呈现波动下降的趋势，占比由 2016 年的 9.09% 下降至 8.97%，折旧与摊销占营收比例由 2016 年为 3.2%，2017-2019 年维持在 2.9% 左右，2019 年略微上升至 3%，主要是产能受限导致当年营收增速放缓所致。

图 18：直接人工费用与制造费用占营收的比例



资料来源：国茂股份招股说明书，公司公告，申万宏源研究

图 19：折旧与摊销占营收比例



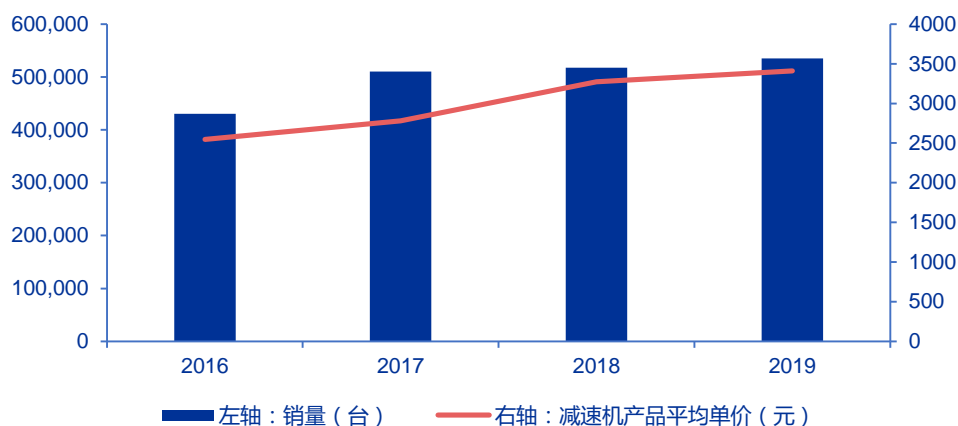
资料来源：Wind，申万宏源研究

2016-2019 年公司减速机产品平均单价连续三年提升，由 2016 年的 2546.91 元提升到 2019 年的 3408.85 元，公司减速机产品的销量在提价过程中始终保持着稳定增长的趋势，由 2016 年的约 43 万台增长到 2019 年的约 53 万台。我们认为一方面是公司产品结构优化所致，另一方面也说明公司的产品在市场上具有较高的性价比和较强的议价能力，供不应求，具备提价基础。根据公司招股说明书，公司手头订单较多，公司 2016 年、2017 年、2018 年产能利用率分别为 87%、94.3% 与 93.9%，三年均值为 91.7%，总体上处于

高位。当前产能无法满足市场需求,因此投建年产 35 万台减速机项目,随着未来项目建成,公司有望进一步释放产能与规模效应。

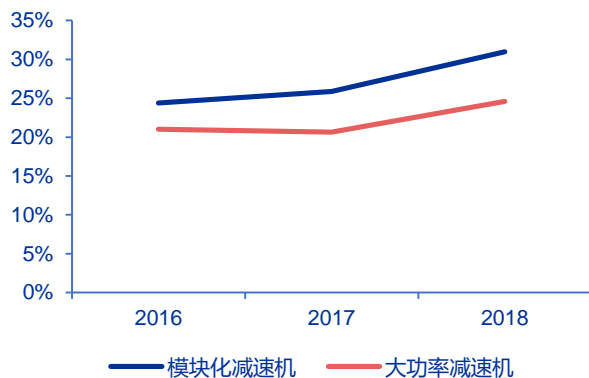
我们预计公司将于 2020 年第四季度进入产能释放周期,有望缓解公司当前订单过多导致的产能不足的问题,有利于公司进一步增强行业竞争力,提高市场占有率。随着产能的进一步增加,规模效应预计将进一步释放,毛利率有望继续提升。

图 20：公司减速机产品销量与单价



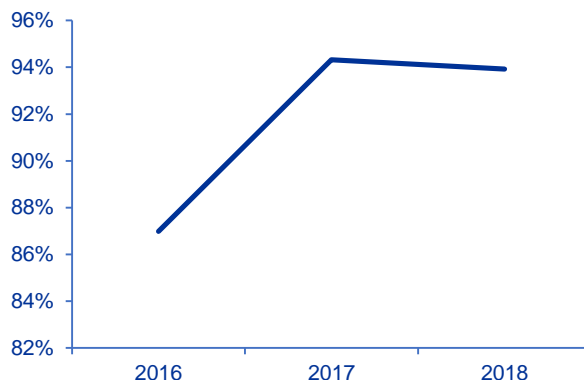
资料来源：国茂股份招股说明书，公司公告，申万宏源研究

图 21：公司齿轮减速机产品毛利率



资料来源：国茂股份招股说明书，公司公告，申万宏源研究

图 22：公司产能利用率



资料来源：国茂股份招股说明书，申万宏源研究

3.3 领先于行业的运营效率

除外资品牌外,国内通用减速机行业内上市公司主要有:国茂股份、中大力德、宁波东力等。其中宁波东力与公司同属通用减速机行业,且产品特性较为接近,其产品与公司产品替代性较强、应用领域及目标客户重合度较高。中大力德与公司同属通用减速机行业,但其主要产品为精密减速器,产品特性与公司存在一定差异,其下游行业主要包括工业机器人、智能物流、新能源、工作母机等。

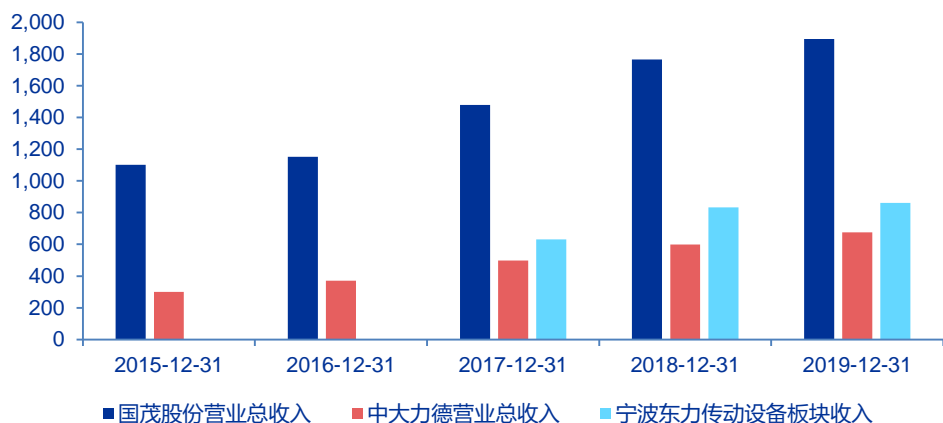
表 3：同行业上市公司产品应用场景对比

公司名称	所属细分行业	应用场景
国茂股份	通用减速机	广泛应用于环保、建筑、电力、工程机械、物流、化工、冶金、水利等多个行业
宁波东力	通用减速机	与发行人接近，广泛应用于环保、建筑、电力、工程机械、物流、化工、冶金、水利等多个行业
中大力德	精密减速机	其下游行业主要包括工业机器人、智能物流、新能源、工作母机等。

资料来源：国茂股份招股说明书，申万宏源研究

从营收规模来看，国茂股份营收在同行可比公司中处于高位。2019 年公司营业收入达到 18.9 亿元，同期中大力德营业收入为 6.8 亿元，宁波东力传动设备板块营业收入为 8.6 亿元。

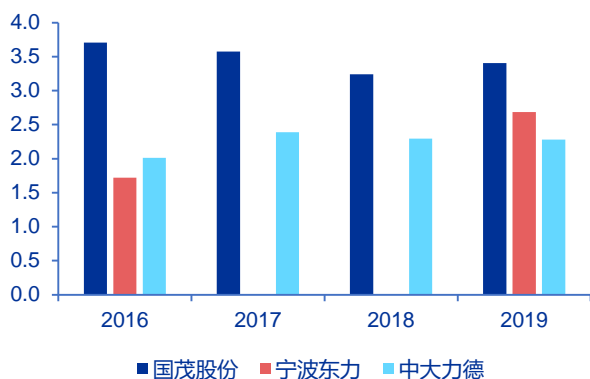
图 23：可比公司营业收入规模（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

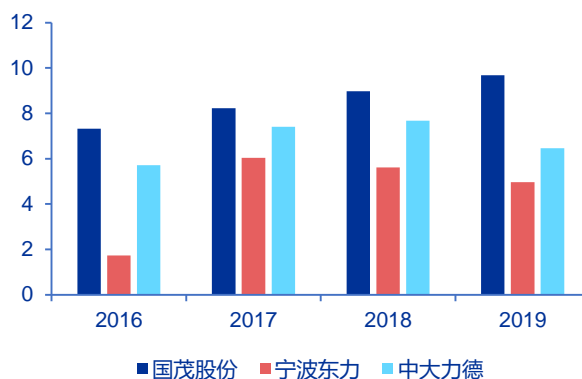
我们认为考验减速机行业的企业能力的是企业的经营效率与管理能力，例如周转率。减速机下游应用泛，各行各业需求各有不同，具有多品类、小批量的特点。与一些高端零部件相比，例如精密减速器、高端液压件等，减速机的技术壁垒与复杂程度相对较低，因此管理能力与运营效率是考验减速机行业企业的重要指标。国茂股份的存货周转率与应收账款周转率历年以来均显著高于可比公司（宁波东力与 2017 年进行了重组使得营收同比增长 2400% 导致 2017-2018 年存货周转率过高不具有比较价值），体现了国茂股份优越的管理能力与经营效率。

图 24：存货周转率对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：应收账款周转率对比

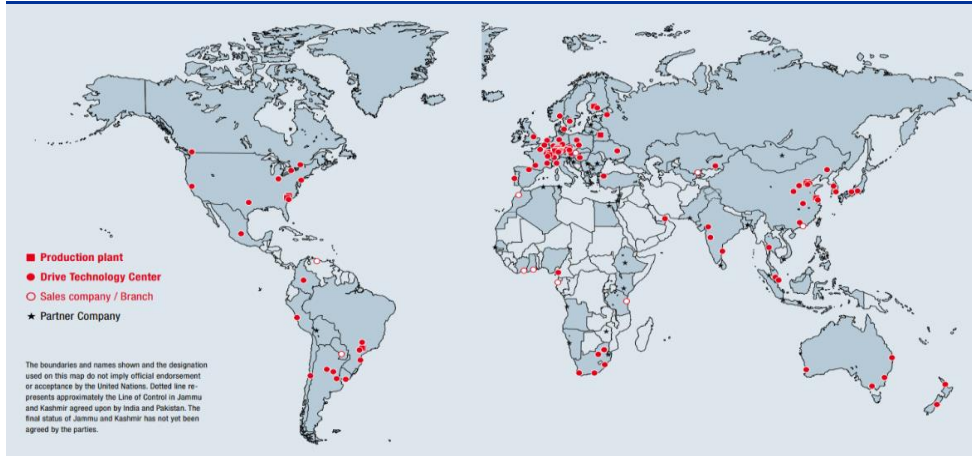


资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 对标 SEW，切入电机领域打开未来想象空间

SEW 公司全称 Süddeutsche Elektromotorenwerke，于 1931 年由 Christian Pähr 在德国布鲁赫萨尔创立。发展至今，SEW 已经成为了传动设备领域的全球领军企业，拥有 18000 多名员工（其中包括 900 多名工程师与 600 多名研究人员），其在全球范围内拥有 15 个生产工厂、77 个驱动中心以及遍布 5 大洲的服务中心，庞大的服务于营销网络使得其服务能迅速传递到世界各国的客户，为公司发展奠定基础。截至 2019 年公司销售额突破 33 亿欧元。

图 26：SEW 生产基地、驱动中心和销售分支的全球布局

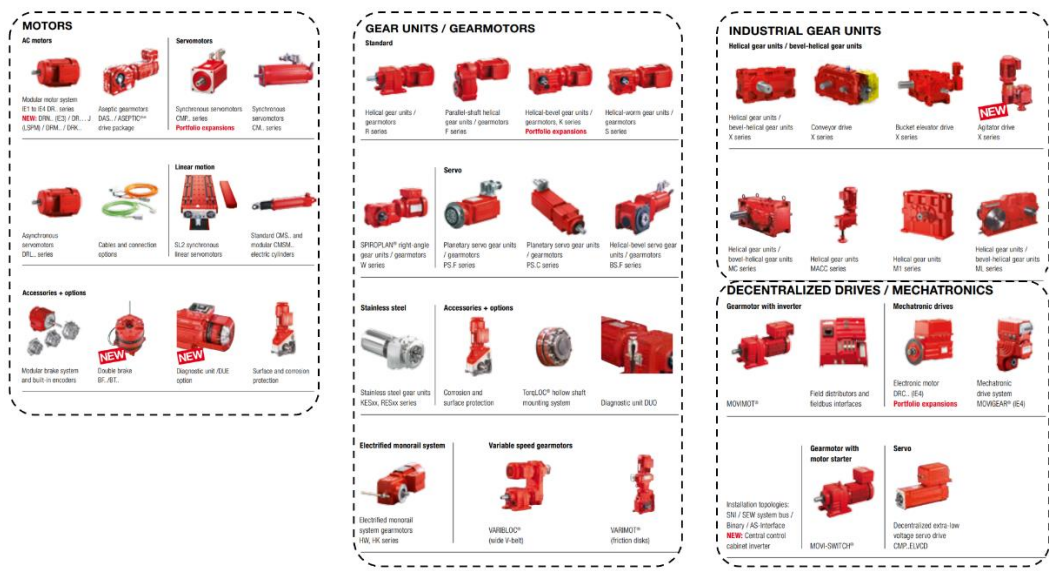


资料来源：SEW 官网，申万宏源研究

SEW 与 1965 年开始注重于开拓市场，努力研发能满足客户需求的产品。由于传动装备的下游应用较为广泛，而在此之前针对不同客户的需求开发出的针对性产品需要极高的成本，并不具备较强的市场价值。因此以低成本针对不同的行业开发满足其特殊需求的产品能力成为当时各个企业的核心竞争力，SEW 在此背景下开始研发模块化系统，并于之后成功推广。与 SEW 类似，模块化减速机产品目前是公司毛利率最高的产品类型，未来公司有望继续通过模块化产品开拓市场。

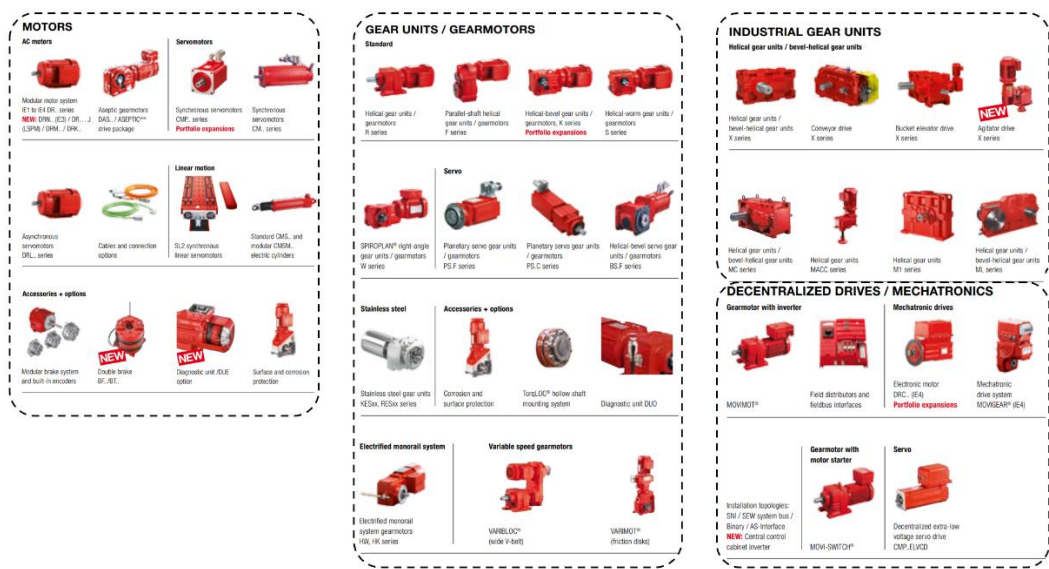
SEW 目前形成了包括电机、减速机、工业减速机、去中心化式驱动机，同时可为客户提供包括供变频器技术、工业通信、伺服驱动技术、控制技术、无接触式能量传输系等技术在内，形成一套完整的行业解决方案以及全生命周期服务，构成了 SEW 的核心竞争力。

图 27：SEW 产品族



资料来源：SEW 官网，申万宏源研究

图 28：SEW 技术解决方案

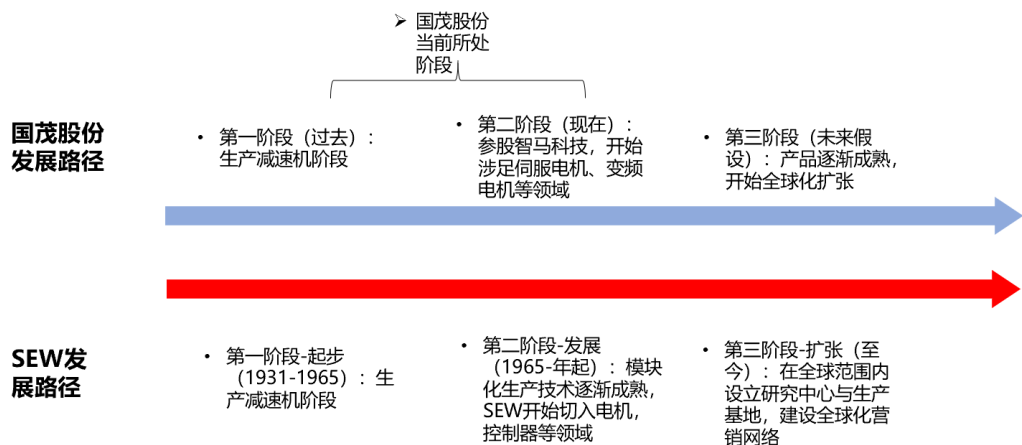


资料来源：SEW 官网，申万宏源研究

通过分析 SEW 的发展历程我们发现，SEW 称之为工业传动巨头也是从减速机起家，逐渐切入电机及控制领域，最后完成全球布局称之为国际巨头。目前国茂股份产品主要还是聚焦各类减速机产品，正在完善为客户提供全套解决方案的能力。对标 SEW 的发展历程，我们认为国茂股份与 SEW 具备部分相似的成长基因，例如均重视使用模块化相关技术降低生产成本，都具备小批量多品类的供应能力，并且都在尝试拓展减速机业务的服务边界。

与 SEW 切入电机及控制领域类似，国茂股份已经通过参股智马科技，进军电机领域，我们预计公司未来会围绕工业传动领域提高其产品与服务的价值。

图 29：SEW 与国茂股份发展路径对比



资料来源：Wind，SEW 官网，申万宏源研究

5. 产能释放在即，盈利即将进入加速增长期

公司主营减速机业务位居一个过千亿的大行业，由于不同细分子行业应用工艺的不同，以及不同客户对产品品质要求的差异，减速机行业非常分散。但是我们注意到 2016 年以来供给侧改革以及环保治理的因素，使得减速机行业企业数量下降，由此我们推测尾部的小企业正在退出市场，而空余的市场空间则为企业的不断壮大提供了机会。

5.1 盈利预测

盈利预测的核心假设：

销量预期的假设：我们从公司的历史产能利用率（我们定义为销量/产能）可以看出，2019 年公司产能利用率已经达到 96%，其中明星产品齿轮减速机达到 98%。按照公司投资计划，其计划投资 6.5 亿元的 35 万台减速机项目有望于 2020 年正式投产，我们预计 2020-2022 年为产能爬坡期。结合公司减速机的发展态势，我们预估公司产销情况如下：

表 4：国茂减速机产能及销量情况预估（万台）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国茂销量	43.04	51.01	51.79	53.52	57.91	65.98	77.05
齿轮	18.26	22.00	22.76	24.42	28.82	36.89	47.96
摆线	24.78	29.01	29.03	29.10	29.10	29.10	29.10
市占率预估	7.4%	7.6%	9.2%	6.3%	6.5%	7.0%	7.8%
产能（万台）	50.51	54.59	55.92	55.92	67.59	79.25	90.92
齿轮	19.55	23.63	24.96	24.96	36.63	48.29	59.96
摆线	30.96	30.96	30.96	30.96	30.96	30.96	30.96
产能利用率	85%	93%	93%	96%	86%	83%	85%
齿轮	93%	93%	91%	98%	79%	76%	80%
摆线	80%	94%	94%	94%	94%	94%	94%

注：假设中国减速机行业 2020-2022 年 CAGR 为 5%；资料来源：国茂股份招股说明书、申万宏源研究

销售单价假设：从公司过去的财务指标测算，齿轮减速机的销售单价约为 5738 元/台，我们假设该价格保持稳定。摆线减速机销售单价约为 1454 元/台，我们预计因为产品结构的老化，其需求或将逐渐减少，为了维持一定的销量，该产品销售价格可能出现下滑。

规模效应假设：随着公司营收规模的增长，我们预估公司毛利率将有所提升，期间费用率占营收比也将减少。

表 5：主要盈利预测（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,896	2,140	2,594	3,221
Yoy	7%	13%	21%	24%
齿轮减速机	1,401	1,654	2,117	2,752
摆线减速机	423	415	406	398
配件及其他	71	71	71	71
毛利率	28.9%	29.7%	30.3%	30.0%
齿轮减速机	29.9%	30.8%	31.3%	30.7%
摆线减速机	21.6%	21.4%	21.8%	21.3%
配件及其他	51.7%	51.0%	51.0%	51.0%
归母净利润	284	342	440	545
Yoy		21%	29%	24%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 评级与估值

公司主营减速机，属于一般制造业的关键零部件。我们认为公司可比公司为同属于一般制造业关键零部件的恒立液压（液压件）、中大力德（减速器）、中密控股（密封件）、艾迪精密（马达及液压件）。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.72 元、0.93 元、1.15 元，按照当前收盘价，公司 2020 年 PE 估值为 34 倍，与可比公司 2020 年估值中位数相比处于低位，首次覆盖，“买入”评级。

表 6：可比公司估值表（2020 年 10 月 14 日）

证券简称	2020/10/14	EPS（元）				PE（倍）			
	收盘价（元）	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
恒立液压	77.88	1.47	1.40	1.69	1.92	53	56	46	41
中大力德	29.77	0.66	1.09	1.41	1.82	45	27	21	16
中密控股	47.24	1.12	1.29	1.62	1.95	42	37	29	24
艾迪精密	59.50	0.83	0.91	1.19	1.51	72	66	50	40
中位数		0.98	1.19	1.51	1.87	49	46	38	32

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：盈利预测均为 Wind 一致预期

6. 风险提示

下游新领域开拓受阻。减速机行业下游大而分散，尽管公司已经切入大部分通用减速机下游，但例如工程机械在内的较大的专用减速机下游公司涉足较少，若无法顺利打开新领域，公司营收高增长的态势可能受阻。

行业尾部企业出清放缓。若行业尾部企业出清速度放缓，行业集中度提升或不及预期，公司未来市场份额或无法达到预计水平。

制造规模效应未充分体现。若公司产能爬坡速度低于预期，或者其运营效率不及预期，可能不能完全体现规模效应。

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,767	1,896	2,140	2,594	3,221
营业收入	1,767	1,896	2,140	2,594	3,221
营业总成本	1,527	1,578	1,753	2,094	2,600
营业成本	1,300	1,348	1,505	1,807	2,255
税金及附加	14	16	18	22	28
销售费用	105	109	120	140	167
管理费用	33	45	47	52	58
研发费用	61	67	75	91	113
财务费用	-4	-8	-12	-19	-21
其他收益	3	3	3	3	3
投资收益	0	11	11	11	11
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	-8	0	0	0
资产减值损失	-19	-7	-5	-5	-5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	242	318	396	509	630
营业外收支	8	9	0	0	0
利润总额	250	327	396	509	630
所得税	32	44	53	69	85
净利润	218	284	342	440	545
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	218	284	342	440	545

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。