

杭齿前进 (601177.SH) 国企改革显现成效，行业周期向上杭齿再“前进”

2023年06月20日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

孟鹏飞（分析师）

熊亚威（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

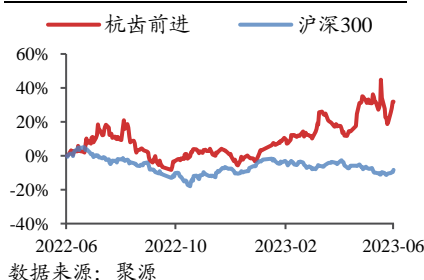
xiongyawei@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790522080004

日期	2023/6/20
当前股价(元)	11.17
一年最高最低(元)	11.98/7.48
总市值(亿元)	44.69
流通市值(亿元)	44.69
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	4.00
近3个月换手率(%)	106.89

股价走势图



● 国企改革显现成效，杭齿前进稳健经营迸发活力

公司立足船用齿轮箱生产制造高地，品牌力构筑产品护城河。2019年完成混合所有制以来，公司净利率从2019年的2%提升至2023年Q1的12%。营收从2019年的16.53亿增长到2022年的21.96亿元，CAGR达到9.9%，人均创收从2019年的56.61万元，提升到2022年的75.39万元。稳健经营构筑成长安全边际，公司船用齿轮箱、风电齿轮箱、工程机械齿轮箱2023年均迎来行业周期向上，我们预计公司2023-2025年营收25.44/28.90/31.45亿元，归母净利润达2.66/2.91/3.15亿元，对应EPS 0.67/0.73/0.79元，当前股价对应PE 16.8/15.4/14.2倍；首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风电迎来装机大年，风机大型化带来核心零部件机遇

2023年以来风电装机量回升明显，1-4月装机量达到14.22GW，达到2022年全年装机量的38.47%，比2022年同期装机量相比上升45.40%。风电招标机组单机容量陆上已提升至8.XMW，海上有18MW，大兆瓦装机容量对于齿轮箱提出更高挑战，齿轮箱的零部件优势地位逐步凸显，价格有望坚挺。公司海上风电13MW大齿轮箱台位落地，陆上增速比最大到175的全系列风电增速箱5.XMW、6.XMW产品完成开发并形成批量生产，2023年风电毛利率有望改善。

● 造船向上周期助力公司主业增长，船舶推进系统打开第二成长曲线

2023-2036年“以新换旧”的替代需求将促使船舶迎来新一轮集中交付周期。中国新造船指数达到历史高值，2023年4月30日达到1035，造船迎来上升周期。公司船用齿轮箱市占率连续多年中国第一，有望受益于向上造船周期。公司完成民船主要船舶推进系统，完成电驱变速箱开发试车，交付价值量提升助力公司新增长引擎。

● **风险提示：** 工程机械复苏不及预期、风电装机不及预期、原材料价格上行、造船景气度不及预期、新产品放量不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,140	2,196	2,544	2,890	3,145
YOY(%)	11.6	2.6	15.8	13.6	8.8
归母净利润(百万元)	150	209	266	291	315
YOY(%)	62.9	39.6	27.2	9.1	8.3
毛利率(%)	24.1	22.3	22.8	23.3	23.5
净利率(%)	7.0	9.5	10.5	10.1	10.0
ROE(%)	9.5	9.8	11.1	10.8	10.5
EPS(摊薄/元)	0.37	0.52	0.67	0.73	0.79
P/E(倍)	29.8	21.3	16.8	15.4	14.2
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、三年国企改革显现成效，杭齿前进增能增效.....	4
1.1、国内船用齿轮箱领军企业，传动装置主业扎实.....	4
1.2、新兴领域不断拓展，品牌护城河宽广.....	4
1.3、国企改革三年，增能增效成果显著.....	5
1.4、公司持续推进改革，股权变更助推发展.....	8
2、公司下游行业景气度提升，齿轮箱产品再发力.....	8
2.1、航运业务景气度提升，造船迎来上升周期.....	8
2.2、工程机械下游迎来弱复苏，海外出口维持高景气.....	10
2.3、风电装机量迎来高增，大型化助力零部件景气度提升.....	12
3、新型领域不断拓展，海风核心零部件毛利率预计提升.....	14
3.1、新型领域拓展丰富，成长性逐步兑现.....	14
3.2、海上风电有望避免恶性竞争，核心零部件毛利率预计提升.....	14
4、盈利预测与投资建议.....	16
4.1、假设及财务预测.....	16
4.2、估值水平与投资建议.....	17
5、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1：公司依托传动装置，产品线丰富.....	5
图 2：2019 年以来公司净利率不断提升.....	6
图 3：2018 年以来营收与归母净利润稳步增长.....	6
图 4：2008 年以来造船完工量呈现周期波动.....	6
图 5：2009 年以来风电新增装机周期波动明显.....	6
图 6：2008 年以来挖掘机销量呈现周期波动.....	6
图 7：2018 年以来人均创连年提高.....	7
图 8：2019 年以来公司三费呈现下降趋势.....	7
图 9：2018 年以来公司研发费用逐年上升.....	7
图 10：公司船用齿轮箱产品占据主要地位.....	8
图 11：公司实控人为杭州市萧山区财政局.....	8
图 12：中国新造船指数 2023 年 4 月 30 日创新高，达到 1035.....	9
图 13：2023Q1 中国新接船舶订单量同比增幅 53%.....	9
图 14：中国造船完工量累计值 2023 年 Q1 为-5%.....	9
图 15：中国船舶 2020 年以来资本开支较 2019 年大幅提升.....	10
图 16：公司船用齿轮箱种类丰富.....	10
图 17：中国挖掘机出口 2023 年 3 月创历史新高 11679 台，增幅 10.9%.....	11
图 18：2023 年 3 月装载机市场国内销量同比增速为-2%.....	11
图 19：2023 年 3 月挖掘机市场国内销量同比增速为-31%.....	11
图 20：公司完成液力变速箱设计开发.....	12
图 21：2023 年风电全年预计装机量达到 7000 万千瓦.....	12
图 22：2023 年 1-4 月份装机量高于 2022 年同期.....	12
图 23：2022 年公司风电及工业传动产品营收为 5.67 亿，同比增加 9%.....	13
图 24：2020 年以来陆上和海上风机平均单机容量不断攀升.....	13
图 25：公司设计生产 100KW-5.5MW 全系列风电齿轮箱.....	14
图 26：公司新型领域汽车变速器和粉末材料营收占比达到 10%.....	14
图 27：2022 年海风订单达到 1790 万 KW.....	15
图 28：2019 年以来公司风电产品毛利率稳步上升，但依然较低.....	15
图 29：全球齿轮箱 CR3 占到 68.16%，行业集中度较高.....	16
表 1：公司 1960 年建厂，历史悠久.....	4
表 2：我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.44/28.90/31.45 亿元.....	16

表 3: 杭齿前进 2023/2024 年估值水平低于行业均值..... 17

1、三年国企改革显现成效，杭齿前进增能增效

1.1、国内船用齿轮箱领军企业，传动装置主业扎实

杭齿前进成立于 1960 年，是中国最早的船用齿轮箱智造商。公司立足传动装置主业，业务覆盖船舶、工程机械、风力发电、农业机械等领域，目前船用齿轮箱通过了 ABS、BV、GL、KR、LR 等多个国家船级社的产品认证。工程机械产品 WG180/181 系列液力变速器曾经德国 ZF 公司考核试验认可，达到 ZF 公司相关标准。

“前进牌”、“杭齿牌”齿轮箱多次获得“中国驰名商标”，品牌力构筑护城河，公司船舶齿轮营收未明显受到造船周期影响。产品不断突破引领。2020 年公司成功出产国产最大规格 GW 系列船用齿轮箱，2021 年杭齿集团同广柴股份、启东集胜结成战略合作，2022 年首台 20MW 台架高速齿轮箱 GH630 顺利出厂，国内首台八吨静液压装载机搭载杭齿变速箱，使得近年来公司增长点来自于运输船齿轮箱。

表1: 公司 1960 年建厂，历史悠久

时间	事件
1960 年	公司前身为杭州齿轮箱厂
2001 年	公司实施“债转股”改制，成为国有多元投资的有限责任公司
2008 年	公司完成股份制改制，变更为杭州前进齿轮箱集团股份有限公司
2010 年 10 月	公司在上海证券交易所上市
2012 年	杭齿临江公司正式成立
2016 年	合资成立杭州爱德旺斯驱动链科技服务有限公司
2019 年	成立杭齿传动(安徽)有限公司
2019 年	成立工程传动事业部(撤并原汽车事业部、变矩器总厂)
2019 年	顺利实现混合所有制改制
2020 年	杭齿成功出产国产最大规格 GW 系列船用齿轮箱
2021 年	杭齿集团同广柴股份、启东集胜结成战略合作
2022 年	首台 20MW 台架高速齿轮箱 GH630 顺利出厂
2022 年	国内首台八吨静液压装载机搭载杭齿变速箱

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、新兴领域不断拓展，品牌护城河宽广

公司立足传统传动装置主业，新品拓展实现多点增长极。齿轮箱以齿轮为基，大型齿轮箱具备平台型拓展优势，公司以船用齿轮箱为起点，不断向风电、工程机械、农业机械等方向拓展。公司紧盯中大功率、特殊产品、新型电推产品、适配静液压装载机、凿岩台车、电动装载机河铲挖一体机等新产品，形成多点增长极。

产品和服务能力兼举，构筑品牌护城河。公司拥有 40 个一级代理商、300 多个售后维修服务站，实现了客户服务省内 24h、省外 48 小时到位，为客户创造价值，公司产品销售范围广，信誉度高，公司科研水平雄厚，截至 2022 年 12 月底主持参与国家、行业标准 34 项、团体标准 4 项。

图1: 公司依托传动装置, 产品线丰富



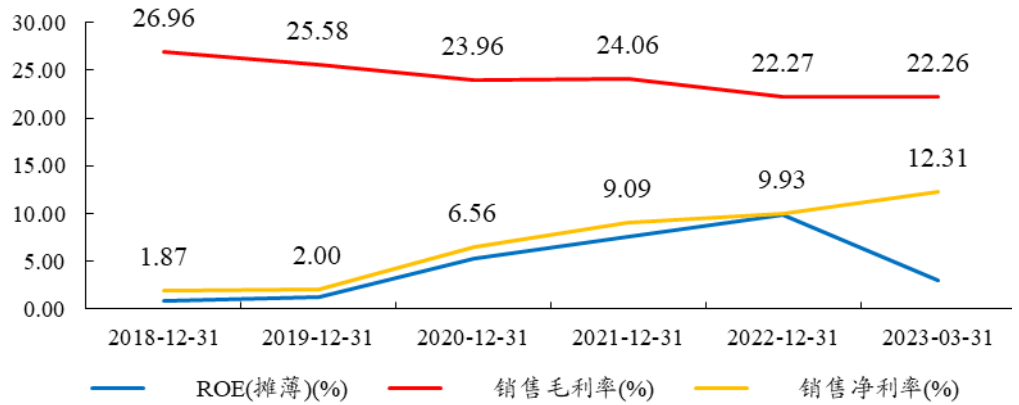
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

1.3、国企改革三年，增能增效成果显著

混改焕发企业经营活力，公司净利率逐年提高。2018年年底，为践行国有企业混合所有制改革，优化国有控股上市公司股权结构，杭齿前进控股股东萧山国资公开“招募”，萧山国资于2019年4月签约股份转让协议，广发科技以19.99%持股比例成为杭齿前进第二大股东。

混改后公司在推进精益数字化项目、ERP升级项目，精细化管理升级等方面取得阶段性成果；同时通过优化业务结构，完善内部管理机制，提升信息互联互通水平，大大激发了企业的活力和内生动力。在公司毛利率下降的状态下，公司净利率由2019年的2%提升到2023年Q1的12.31%。

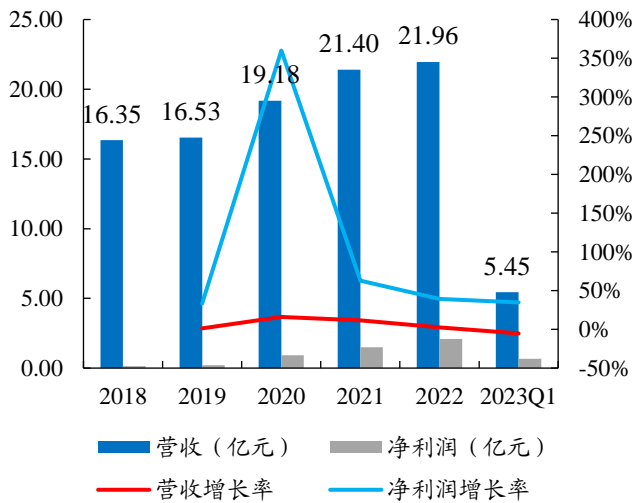
图2：2019年以来公司净利率不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

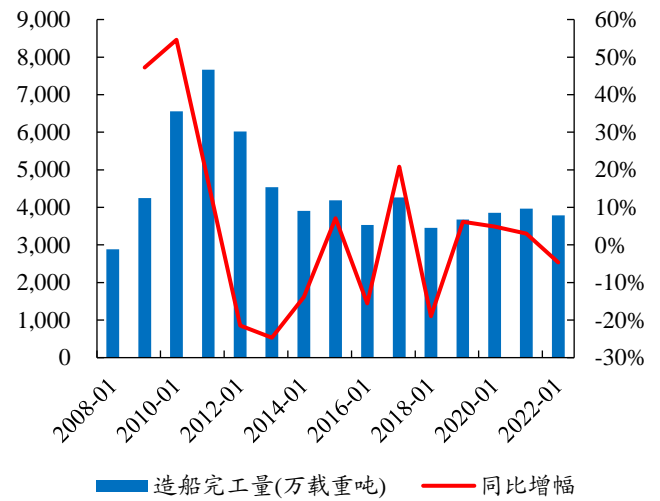
公司业绩稳步增长，未受行业周期波动。公司营收由2019年的16.53亿元增长到2022年的21.96亿元，CAGR达到9.9%。公司在国内船用齿轮箱领域占据主导地位，2022年公司船用齿轮箱营收高达10.93亿元，占总营收的49.75%，风电齿轮箱占比25.81%，工程机械占比21.67%，汽车变速箱产品占比3.38%。整体产品结构均衡，不随造船周期、工程机械周期、风电周期而波动，体现了公司经营稳健、且持续强化内核绩效管理。

图3：2018年以来营收与归母净利润稳步增长



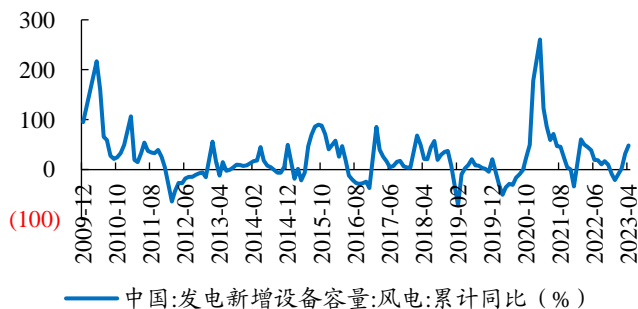
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2008年以来造船完工量呈现周期波动



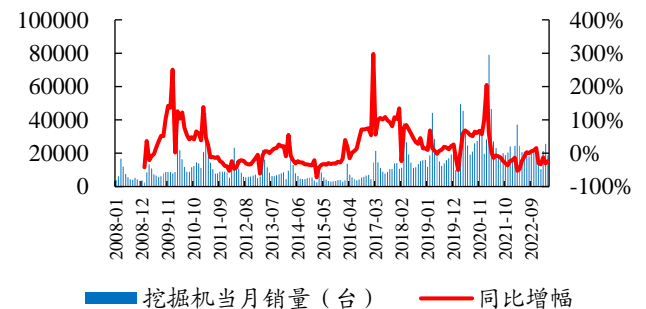
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2009年以来风电新增装机周期波动明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

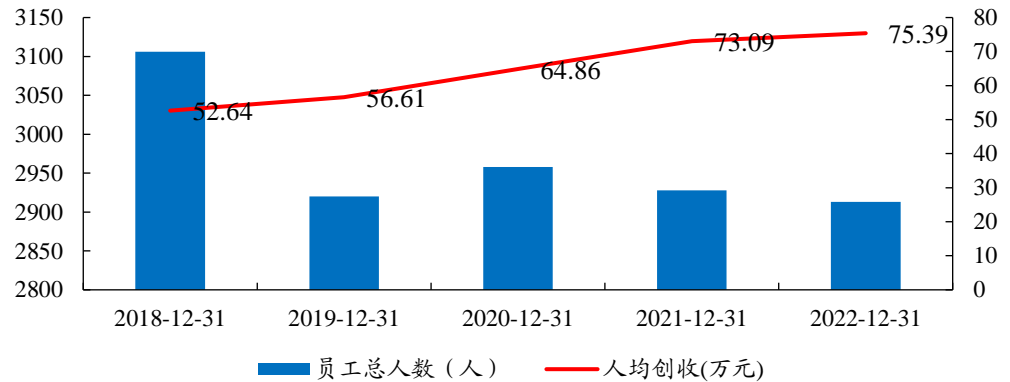
图6：2008年以来挖掘机销量呈现周期波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

精益管理效果显现，公司人效提高明显。公司建成多条自动化生产线，推进数字化改造，深入实施精益管理，推进管理改善与内部降本。公司人均创收提升明显，从2019年的56.61万元，提升到2022年的75.39万元。

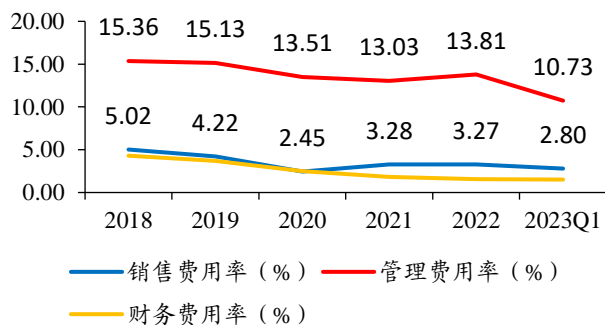
图7：2018年以来人均创收连年提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

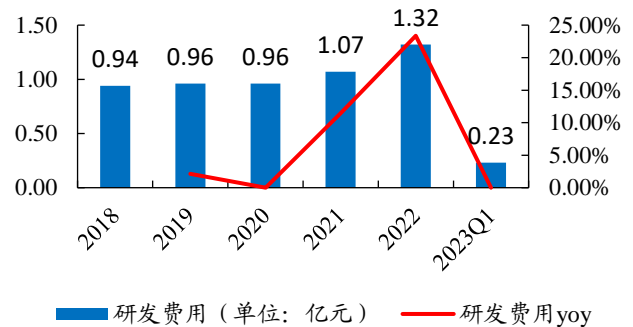
精益管理下，公司三费持续下降、研发投入提升保障产品竞争力。管理费用率由2018年的15.36%下降到2023Q1的10.73%，销售费用由2018年的5.02%下降到2023Q1的2.8%。三费呈现明显改善趋势。公司研发投入稳步增长，由2018年的0.94亿元增加至2022年1.32亿元。其中2022年完成新产品开发93项、关键零部件开11项，申报受理专利和软件著作权41件，新增授权专利38件，其中发明专利9件。

图8：2019年以来公司三费呈现下降趋势



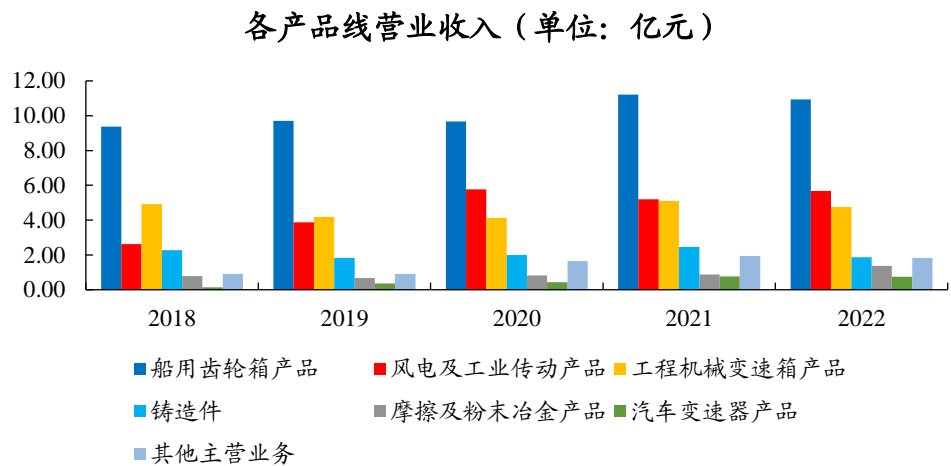
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2018年以来公司研发费用逐年上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 公司船用齿轮箱产品占据主要地位

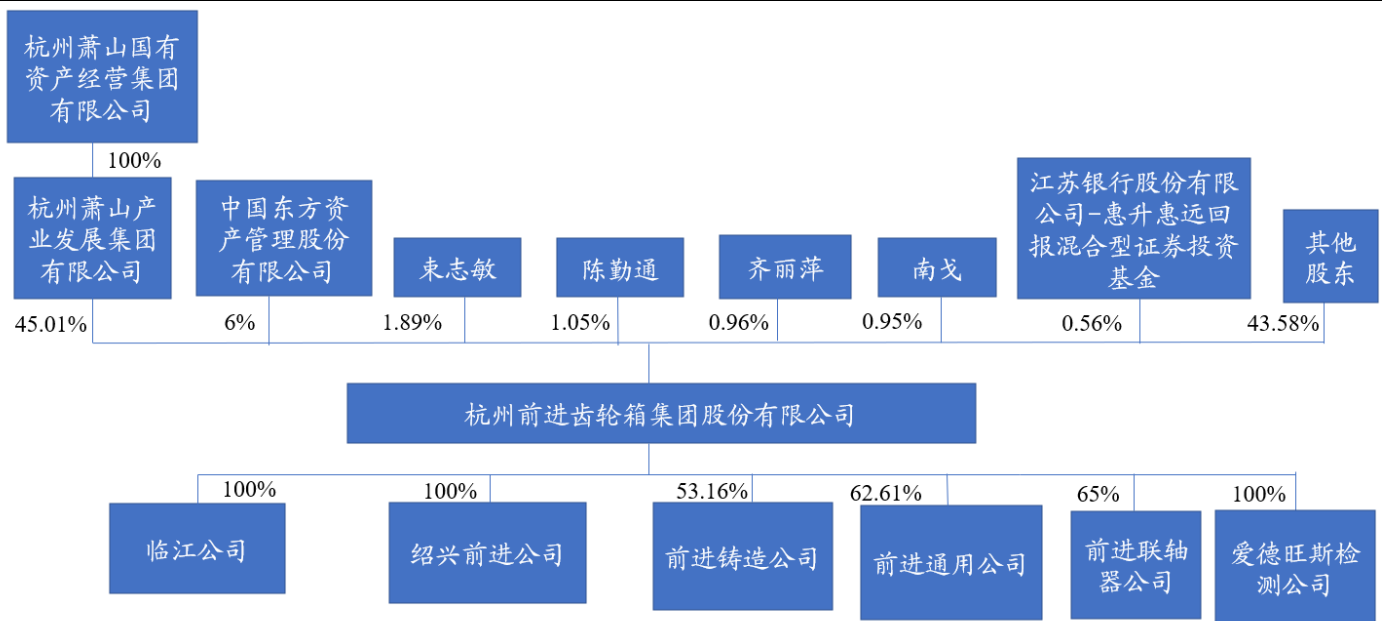


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、公司持续推进改革，股权变更助推发展

2019 年公司实践混合所有制改革，引入广发科技作为公司战略股东，持股 19.99%，在三年持有期满后，萧山国资以要约收购的形式收购广发科技 19.99% 的股份。2022 年 9 月，为贯彻落实《杭州市萧山区人民政府办公室关于印发杭州市萧山区推进国有企业市场化改革实施方案的通知》萧山国资将其持有的 45.01% 杭齿前进股权，无偿划转到其子公司萧山产发集团。公司先后经历混合所有制改革和国有企业市场化改革，管理效能进一步提升。

图11: 公司实控人为杭州市萧山区财政局



资料来源: 天眼查、公司 2022 年年报、开源证券研究所

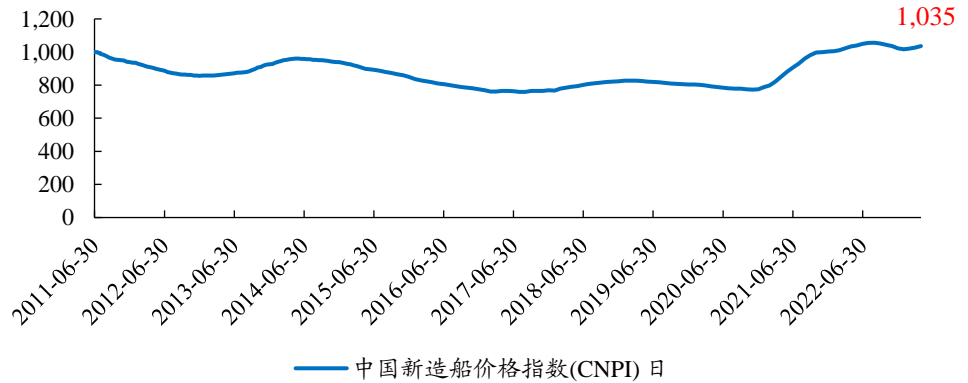
2、公司下游行业景气度提升，齿轮箱产品再发力

2.1、船运业务景气度提升，造船迎来上升周期

2021 年全球造船业强势复苏，造船业新一轮上行周期来临，2023 年 5 月 6 日，

中国船舶签署中国造船史上最大单笔箱船订单，订单金额超过 210 亿元。订单驱动将促使船舶迎来新一轮集中交付周期。中国新造船指数达到历史高值，2023 年 4 月 30 日达到 1035，造船景气度持续。

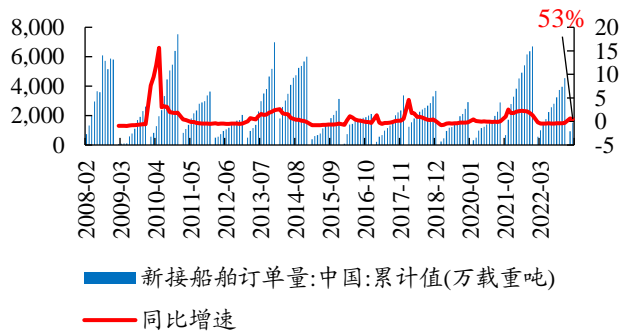
图12: 中国新造船指数 2023 年 4 月 30 日创新高，达到 1035



数据来源: Wind、开源证券研究所

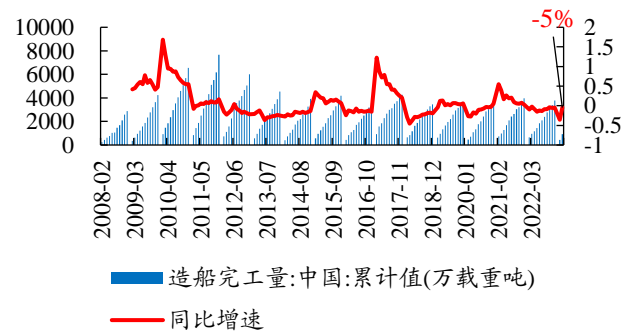
造船业新接订单维持高增，进入长周期上升阶段。2023Q1 中国新接船舶订单量同比增幅 53%。中国造船完工量累计值 2023 年 Q1 为-5%，Q2 有望回正。船舶制造业长达 9 年的产能出清叠加扩产周期较长、投资扩产意愿较低等因素，或约束供给释放动力及空间。

图13: 2023Q1 中国新接船舶订单量同比增幅 53%



数据来源: Wind、开源证券研究所

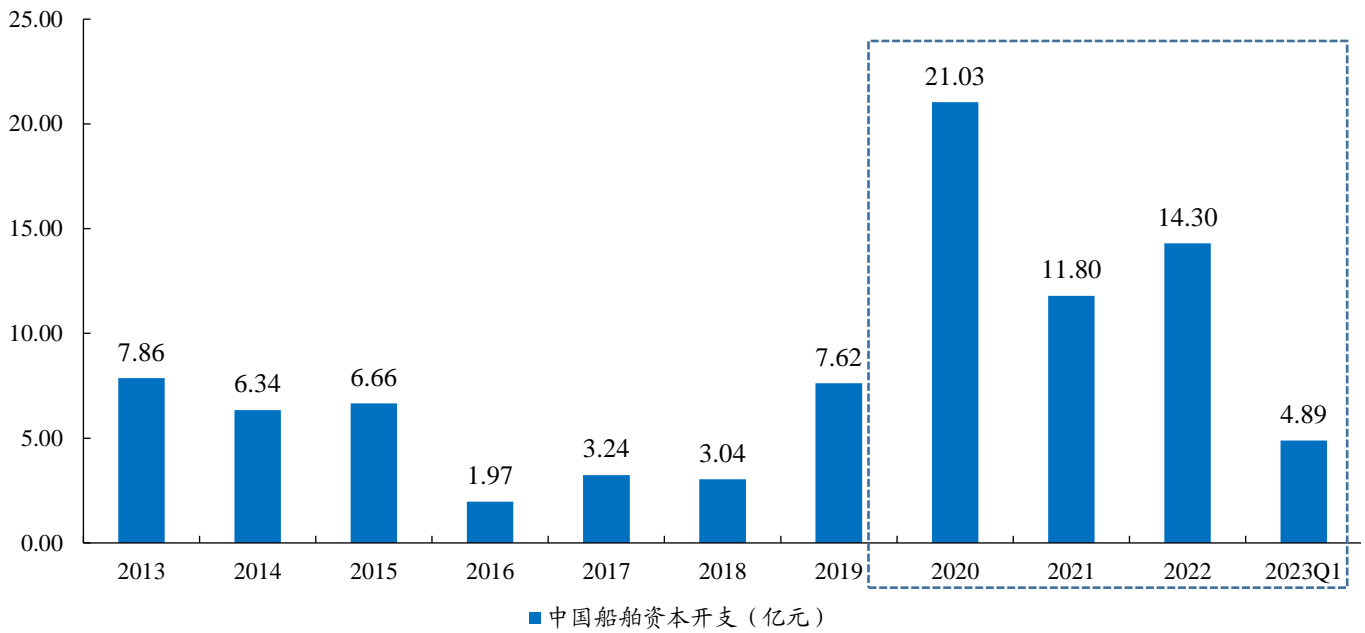
图14: 中国造船完工量累计值 2023 年 Q1 为-5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

订单周期开始，船厂资本开支落地激发齿轮箱景气周期。公司船用齿轮箱连续多年国内市占率第一，目前完成了多款高功率密度的齿轮箱研发，完成新型渔船、工作船、运输船等项目的主推进系统开发。相比造船订单的快速增长，造船产能的扩张缓慢，由于造船对于地理条件、气候条件和劳动力条件等要求很高，所以新增船坞数量相对受限。中国船舶自 2020 年以来加大资本开支，2020 年资本开支达到 21.03 亿元，超过之前 5 年总和。订单景气周期自 2020 年开始，相对船厂产能提高时点预计为 2023 年之后，公司新造船品种齐全，涵盖作业船、运输船、工程船等，船用齿轮箱的订单景气度将开启。

图15: 中国船舶 2020 年以来资本开支较 2019 年大幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 公司船用齿轮箱种类丰富

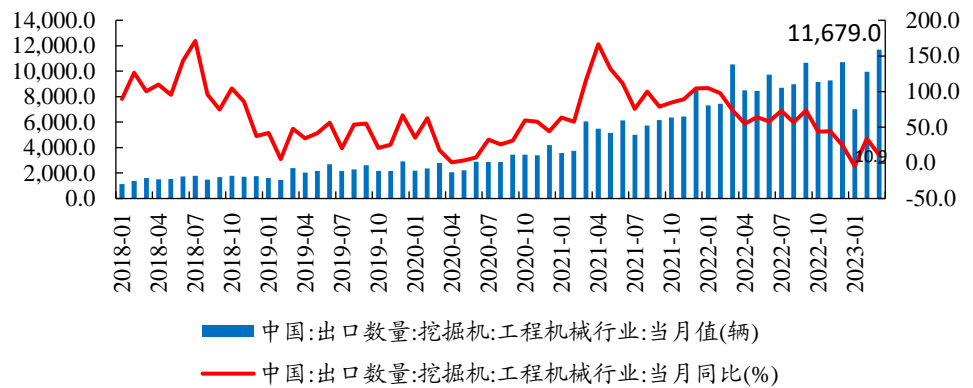


资料来源: 公司官网

2.2、工程机械下游迎来弱复苏，海外出口维持高景气

挖掘机出口维持稳增。中国挖掘机出口 2023 年 3 月创历史新高 11679 台，维持 10.9%增长，出口维持高景气，由于 2022 年高基数，增幅进一步降低。

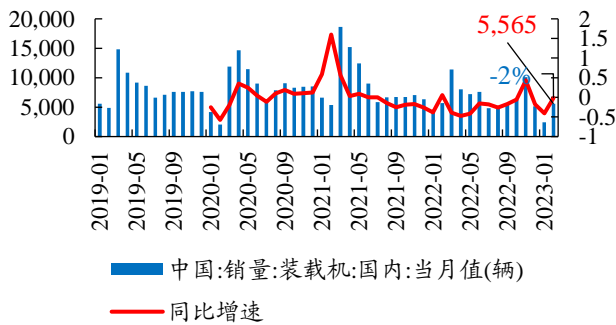
图17: 中国挖掘机出口 2023 年 3 月创历史新高 11679 台, 增幅 10.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

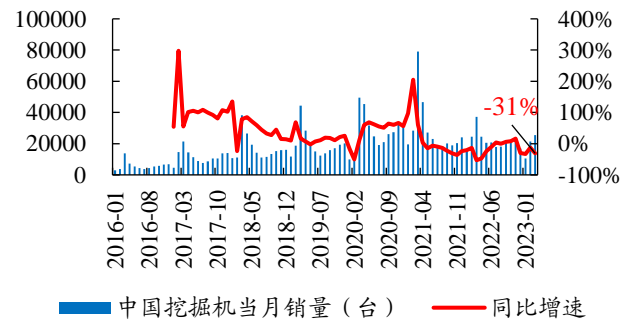
中国装载机销量 2023 年 3 月同比增速为-2%，挖掘机市场国内销量同比增速为-31%，随着国内专项债的持续发放和投资兑现，上一轮基建投资自 2023 年 3 月以来维持在 10%以上，根据基建投资到实际装载机销量反馈，我们预计在 2023Q2 装载机销量同比增速转正，2023Q3 出现正增长。

图18: 2023 年 3 月装载机市场国内销量同比增速为-2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2023 年 3 月挖掘机市场国内销量同比增速为-31%



数据来源: Wind、开源证券研究所

工程机械产品紧抓国产化替代契机，对标行业标杆完成液力变速箱的设计开发。公司生产用于装载机的变速箱/液力变速器，功率范围 45kW--300kW，配套于 1.5 吨--8 吨装载机。结构有双变（变矩器、变速箱）一体式和双变分离式；操纵方式有机液控制、电液控制和自动换挡可供选择。公司生产用于平地机的液力变速器，功率范围 120kW--300kW，配套于 PY120--PY300 平地机，操纵方式有电液控制和自动换挡可供选择。

图20: 公司完成液力变速箱设计开发



资料来源: 公司官网

2.3、风电装机量迎来高增，大型化助力零部件景气度提升

2023 年以来风电装机量显著复苏，下游需求景气度上升扩大公司市场空间。经历了 2020 年风电陆上“抢装”，2021 年海上风电“抢装”，2022 年风电装机量显著回落，全年度处于低迷期，全年装机仅 37.63GW，但 2022 年风机招标达到 109GW，达到历史招标新高，订单预计在 2023 年逐步释放，2023 年以来风电装机量回升明显，1-4 月装机量达到 14.22GW，达到 2022 年全年装机量的 38.47%，比 2022 年同期装机量相比上升 45.40%。根据中国可再生能源学会风能专业委员会数据，我们预计 2023 全年装机 70GW，较 2022 年提升 86%。公司布局风力发电齿轮箱多年，2022 年公司风电及工业传动产品营收为 5.67 亿元，同比增加 9%，销量为 418 台，较 2021 年同期减少 7.11%，其出货单价进一步提升。伴随下游风电装机同比增速提升，公司风电齿轮箱将迎来高增。

图21: 2023 年风电全年预计装机量达到 7000 万千瓦

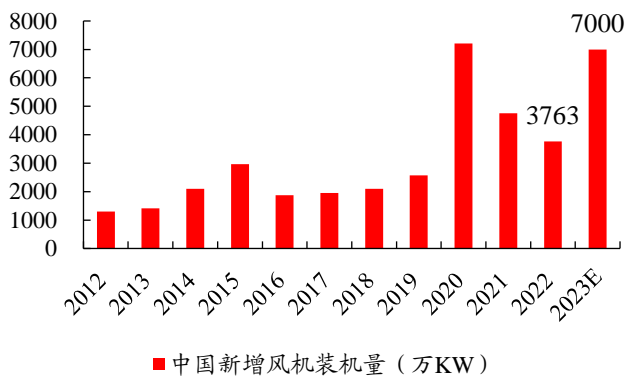
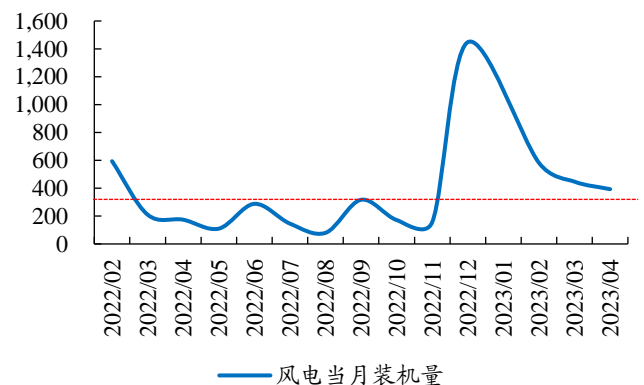
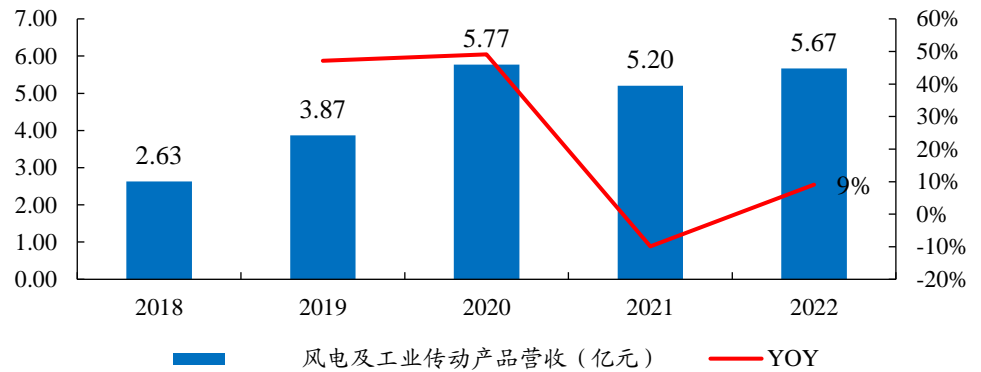


图22: 2023 年 1-4 月份装机量高于 2022 年同期



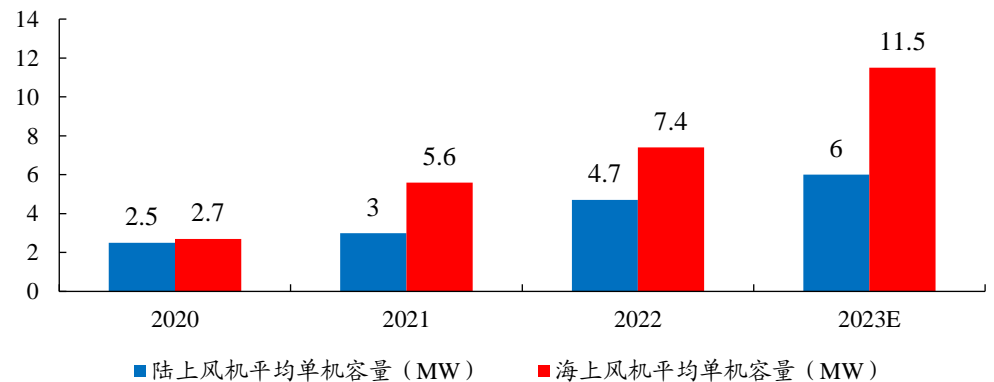
数据来源: Wind、北极星风力发电网、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 2022年公司风电及工业传动产品营收为5.67亿, 同比增加9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

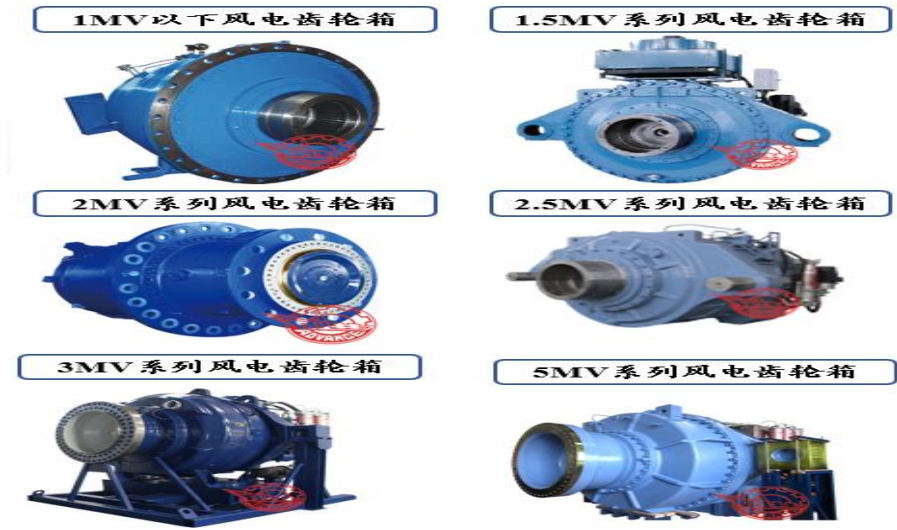
风电大型化趋势明显, 公司布局占得先机。2023年来, 根据目前陆上装机单机容量和新推出机型来看, 单机容量大型化趋势凸显。7MW陆上风电机组已经批量应用, 8MW机型完成了样机吊装。平均单机容量由2020年2.5MW提升至2022年4.7MW, CAGR为37%, 按此增长速度, 我们预计2023年平均装机容量有望达到6MW, 多家整机制造企业7MW至8MW机型陆续下线并吊装, 部分9MW级机型已推出。海上风电机组迈入双位数时代, 11MW级风电机组已批量化应用, 16MW至18MW级风电机组相继下线。

图24: 2020年以来陆上和海上风机平均单机容量不断攀升


数据来源: 北极星风力发电网、开源证券研究所

风电大型化使得风电零部件行业格局重塑, 大型化的部件提升了行业壁垒, 行业准入门槛提升。另外大型化零部件对于公司产能格局产生影响, 2-3MW的产线在5-6MW的齿轮箱需求下将不能复用, 齿轮箱厂商需要扩增产线以维持新增大型齿轮箱型号需求。风电交付量加剧将进一步助推齿轮箱环节产品“紧俏”。公司风电产品紧跟市场政策导向, 加快产品迭代, 以自主开发与联合开发相结合的方式完成了多个平台新产品的设计研发工作, 形成了功率范围从100kW到5.5MW、增速比最大到175的全系列风电增速箱5.X MW、6.X MW产品完成开发并形成批量生产, 公司先手布局助力在2023交付大年中率先获益。

图25: 公司设计生产 100KW-5.5MW 全系列风电齿轮箱



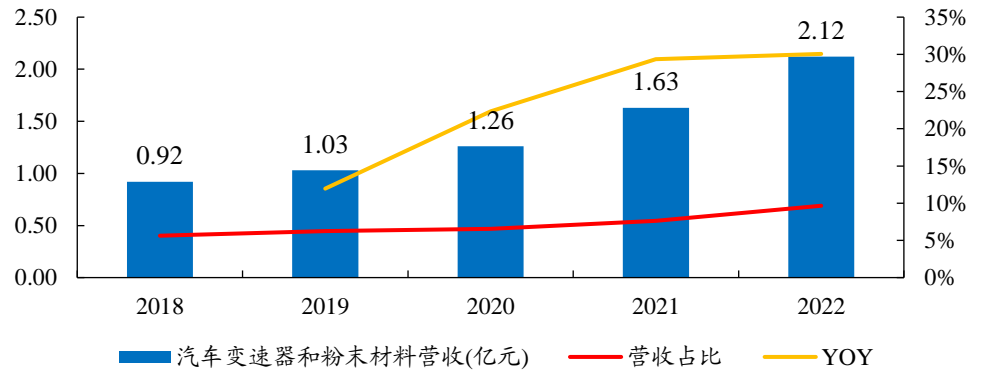
资料来源: 公司官网

3、新型领域不断拓展，海风核心零部件毛利率预计提升

3.1、新型领域拓展丰富，成长性逐步兑现

公司以船用齿轮箱为基，拓展汽车减速分动器、农业机械变速箱和驱动桥、摩擦材料和摩擦片、弹性联轴器领域，新型领域占比从 2018 年 6% 占比提升至 2022 年 10%，营收由 2018 年 0.92 亿元提升至 2022 年 2.12 亿元。公司摩擦片产品涵盖铜基、铁基、纸基多种摩擦材料，具备多用途领域拓展。

图26: 公司新型领域汽车变速器和粉末材料营收占比达到 10%



数据来源: Wind、开源证券研究所

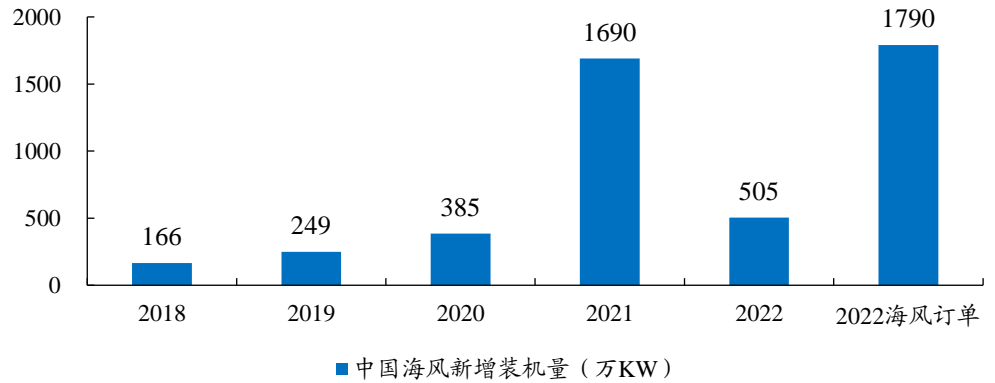
公司新型推进系统逐步落地，产品附加值提升。公司推出的可调桨，可根据不同船舶类型和轴系布置型式，进行船-机-桨的匹配与优化设计，另外公司可提供螺旋桨直径 1000mm~7000mm、最大传递功率上万千瓦的各种规格的可调桨。公司推出的定距桨、侧向推进器、全回推进器目前广泛应用于运输船、海洋工程船、拖船、渔船和特殊船舶。集成化产品较单一齿轮箱产品附加值更高，为客户提供的经济效益更优。

3.2、海上风电有望避免恶性竞争，核心零部件毛利率预计提升

海上风电大型化趋于明显，根据中广核阳江帆石一 1GW 海上风电场招标情况，

其单机容量达到 10MW。2022 年海上风电装机 5.05GW，较 2021 年下滑，2022 年海上风电招标量为 17.9GW，创历史新高，2023 年预计海上风电前期订单逐步消化，迎来交付大年。

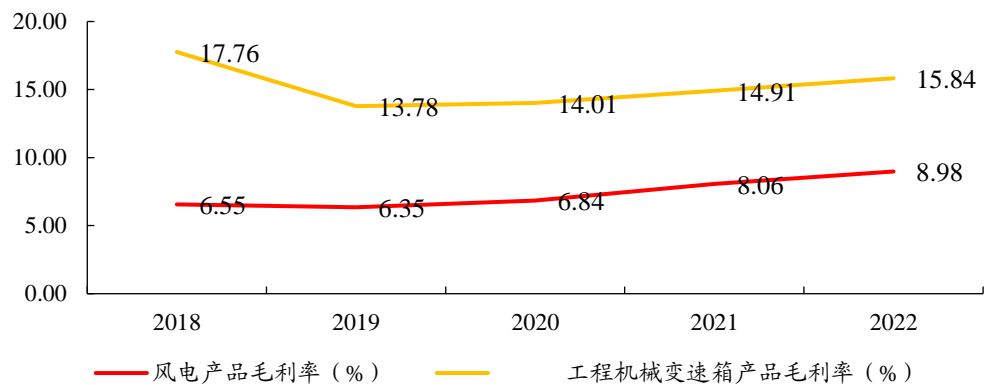
图27: 2022年海风订单达到1790万KW



数据来源: Wind、华夏风电公众号、开源证券研究所

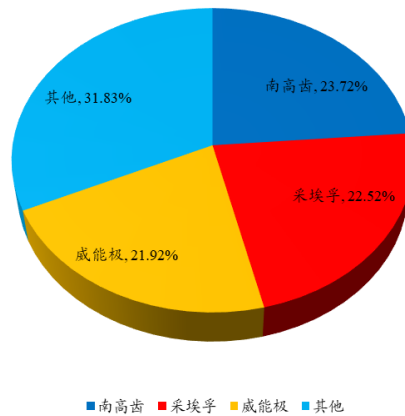
2023 年广东省发布《广东省 2023 年海上风电项目竞争性配置工作方案》，明确提出不考虑电价作为竞争因素，参与配置的海上风电项目上网电价执行省燃煤发电机组，避免了海上风电恶性竞争。公司已完成 2022 年风电搭载 13MW 的大台位齿轮箱。作为核心零部件齿轮箱环节，2022 年公司风电产品毛利率仅为 8.98%，处于较低水平，在风机大型化、交付大年和行业避免价格战的三重利好下，其毛利率有望底部回升。

图28: 2019年以来公司风电产品毛利率稳步上升，但依然较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

风电齿轮箱技术门槛较高，新玩家要进入行业需要较长时间，目前全球风电齿轮箱分为两个梯队，头部梯队包括南高齿、采埃孚和威能极，合计市占率达到 68.16%。二线厂家包括杭齿前进、重齿、望江、得力佳等，大型化下二线齿轮箱格局或将分化，具备大型齿轮箱设计和验证能力的厂家胜出概率增大。在国内零部件出口的背景下，依托价格优势，国产齿轮箱替代趋势逐渐清晰。

图29: 全球齿轮箱 CR3 占到 68.16%，行业集中度较高


数据来源：风芒能源公众号、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、假设及财务预测

公司船用齿轮箱受益于新造船上行周期，预计 2023 年开启景气周期；公司风电大型化齿轮箱需求在 2023 年交付大年中预计受益，且公司海风大型齿轮箱突破助力国产替代，工程机械方向齿轮箱业务受益于行业弱复苏，2023 较 2022 年有望增长。

船用齿轮箱业务作为公司主营板块，受益于下游景气周期，预计 2023-2025 年营收增速将达 15%/10%/5%。风电板块受益于 2023 年装机交付量提升，预计 2023-2025 年营收增速将达 20%/20%/10%。工程机械板块下游呈现弱复苏状态，预计 2023-2025 年营收增速将达 5%/5%/5%。摩擦及粉末冶金产品板块受益于产品种类拓展，预计 2023-2025 年营收增速将达 30%/30%/30%。农机产品板块预计 2023-2025 年营收增速将达 10%/10%/10%。其他主营业务随公司整体实现增长。我们预计，其 2023-2025 年营收增速分别达 5%/5%/5%。

公司毛利率产品结构优化，我们预计，2023-2025 年公司综合毛利率将分别达 22.8%/23.3%/23.5%。

结合上述假设，我们预计，公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.44/28.90/31.45 亿元；归母净利 2.66/2.91/3.15 亿元；EPS 0.67/0.73/0.79 元。

表2: 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.44/28.90/31.45 亿元

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
总营收	1918.4	2140.0	2196.1	2543.6	2890.3	3144.8
增长率	16.07%	11.55%	2.62%	15.82%	13.63%	8.80%
综合毛利率	23.96%	24.06%	22.27%	22.83%	23.26%	23.53%
船用齿轮箱产品						
营收	966.3	1122.1	1092.5	1256.4	1382.0	1451.1
增长率	-0.52%	16.12%	-2.64%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	24.38%	22.20%	22.28%	23.00%	24.00%	24.00%
工程机械变速箱产品						
营收	413.4	509.5	475.9	499.7	524.7	550.9
增长率	-1.22%	23.25%	-6.60%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	14.01%	14.91%	15.84%	16.00%	16.00%	16.00%

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
风电及工业传动产品						
营收	576.6	520.5	566.8	680.2	816.2	897.9
增长率	49.14%	-9.73%	8.91%	20.00%	20.00%	10.00%
毛利率	6.84%	8.06%	8.98%	10.00%	11.00%	12.00%
摩擦及粉末冶金产品						
营收	81.9	87.1	138.2	179.7	233.6	303.7
增长率	22.20%	6.29%	58.73%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	42.09%	36.95%	32.85%	33.00%	33.00%	33.00%
农机产品						
营收	44.1	75.9	74.3	81.7	89.9	98.9
增长率	22.07%	72.35%	-2.17%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.50%	13.21%	14.99%	15.00%	15.00%	15.00%
铸件件						
营收	199.9	246.0	185.9	195.2	204.9	215.2
增长率	9.32%	23.07%	-24.44%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	14.59%	13.07%	14.22%	15.00%	15.00%	15.00%
其他主营						
营收	163.8	193.6	183.2	192.3	201.9	212.0
增长率	77.24%	18.18%	-5.39%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	8.40%	11.82%	12.32%	13.00%	13.00%	13.00%
公司内各分部抵销数						
营收	-748.2	-734.9	-624.3	-655.5	-688.2	-722.7
增长率	10.03%	-1.78%	-15.05%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	0.66%	-2.37%	-1.19%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
其他业务						
营收	28.3	46.4	103.5	113.9	125.3	137.8
增长率	2.91%	63.90%	123.09%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	24.39%	19.68%	6.22%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、估值水平与投资建议

受益于公司产品下游造船周期、风电交付大幅增长和工程机械弱复苏，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.44/28.90/31.45 亿元；归母净利润 2.66/2.91/3.15 亿元；EPS 0.67/0.73/0.79 元；对应当前股价 16.8/15.4/14.2 倍。我们选取了部分风电、工程机械和船舶产业链标的作为可比公司，其 2023-2025 平均 PE 分别为 27.8/16.1/12.3 倍，公司 2023/2024 年估值水平低于行业均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3: 杭齿前进 2023/2024 年估值水平低于行业均值

公司代码	公司名称	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002487.SZ	大金重工	1.64	2.46	3.06	20.3	13.6	10.9
000157.SZ	中联重科	0.41	0.54	0.68	16.3	12.3	9.8
600031.SH	三一重工	0.80	1.06	1.33	20.9	16.0	12.7
600150.SH	中国船舶	0.61	1.44	2.05	53.7	22.7	15.9
					27.8	16.1	12.3
603169.SH	杭齿前进	0.67	0.73	0.79	16.8	15.4	14.2

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 表中杭齿前进盈利预测来源为开源证券研究所, 其余各公司盈利预测来源为 Wind 一致预测, 最新收盘日 2023 年 6 月 20 日

5、风险提示

工程机械复苏不及预期、风电装机不及预期、原材料价格上行、造船景气度不

及预期、新产品放量不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2103	1768	1978	1881	2293
现金	509	427	494	561	611
应收票据及应收账款	361	293	0	0	0
其他应收款	20	6	24	10	27
预付账款	28	22	36	29	42
存货	922	768	1175	1021	1360
其他流动资产	262	252	248	259	253
非流动资产	2524	2673	3016	3333	3577
长期投资	1256	1352	1568	1785	2001
固定资产	964	970	1109	1224	1271
无形资产	161	155	142	127	113
其他非流动资产	143	195	197	196	192
资产总计	4626	4441	4994	5213	5870
流动负债	1985	1522	1876	1885	2329
短期借款	497	257	1562	1563	2004
应付票据及应付账款	950	778	0	0	0
其他流动负债	538	487	314	322	324
非流动负债	583	699	621	534	425
长期借款	408	521	442	356	246
其他非流动负债	175	179	179	179	179
负债合计	2567	2221	2496	2419	2754
少数股东权益	90	85	96	109	122
股本	400	400	400	400	400
资本公积	861	861	861	861	861
留存收益	657	857	1107	1380	1675
归属母公司股东权益	1969	2134	2401	2685	2994
负债和股东权益	4626	4441	4994	5213	5870

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	162	-15	-637	519	32
净利润	195	218	278	303	328
折旧摊销	88	89	81	95	107
财务费用	39	34	54	89	97
投资损失	-154	-153	-131	-134	-138
营运资金变动	-109	-241	-919	166	-362
其他经营现金流	104	38	-0	-0	-0
投资活动现金流	-43	-7	-293	-277	-214
资本支出	20	60	208	195	135
长期投资	-36	10	-216	-216	-216
其他投资现金流	13	42	131	134	138
筹资活动现金流	-71	-31	-307	-175	-210
短期借款	-26	-239	1305	1	441
长期借款	-30	113	-79	-86	-109
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-15	95	-1534	-90	-542
现金净增加额	48	-52	-1237	66	-392

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2140	2196	2544	2890	3145
营业成本	1625	1707	1963	2218	2405
营业税金及附加	14	14	16	18	19
营业费用	70	72	84	95	104
管理费用	172	171	193	208	220
研发费用	107	132	145	157	174
财务费用	39	34	54	89	97
资产减值损失	-94	-26	-31	-35	-38
其他收益	26	29	30	31	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	154	153	131	134	138
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	202	221	280	306	331
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	2
利润总额	202	219	279	305	330
所得税	7	1	2	2	2
净利润	195	218	278	303	328
少数股东损益	45	9	11	12	13
归属母公司净利润	150	209	266	291	315
EBITDA	331	345	418	492	538
EPS(元)	0.37	0.52	0.67	0.73	0.79

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	11.6	2.6	15.8	13.6	8.8
营业利润(%)	24.1	9.4	26.7	9.1	8.3
归属于母公司净利润(%)	62.9	39.6	27.2	9.1	8.3
获利能力					
毛利率(%)	24.1	22.3	22.8	23.3	23.5
净利率(%)	7.0	9.5	10.5	10.1	10.0
ROE(%)	9.5	9.8	11.1	10.8	10.5
ROIC(%)	7.5	7.7	7.2	8.1	7.8
偿债能力					
资产负债率(%)	55.5	50.0	50.0	46.4	46.9
净负债比率(%)	31.8	34.5	70.1	57.4	60.6
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.3	6.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.3	3.3	8.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.52	0.67	0.73	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	-0.04	-1.59	1.30	0.08
每股净资产(最新摊薄)	4.92	5.34	6.00	6.71	7.49
估值比率					
P/E	29.8	21.3	16.8	15.4	14.2
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	15.6	15.3	15.0	12.5	12.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn