



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

国茂股份：内资通用减速机龙头，多维布局加速成长

分析师：郭倩倩 S0010520080005

分析师：李 疆 S0010520080002

2020年1月14日

核心观点

核心观点:

①大行业小公司，市场集中度低，国茂成长空间广阔。2019年国内工业减速机市场规模1200亿元，其中通用减速机市场500亿，专用减速机700亿。2012-2019年减速机行业营收复合增速10%，减速机产量的复合增速7%，行业驱动力在于自动化改造，过去十年保持略高于GDP的增速。SEW（德企）是国内最大的通用减速机制造商，2019年营收约80亿，国茂是内资品牌通用减速机龙头，2019年营收19亿，市占率仅3.8%，成长空间广阔。

②产品升级出清低端品牌，募投项目持续投产，突破产能瓶颈。下游制造业升级驱动减速机品牌分层，中端产品需求提升，低端市场持续萎缩。国茂定位中端减速机品牌，通过“分散制造+集中组装”的生产流程和分级经销建立了产品与渠道优势，运营效率远超竞争对手。2016-2019年产品供不应求，多轮提价，盈利能力持续提升，随着募投产能逐步释放，公司有望开启新一轮成长。

③收购莱克斯诺迈向高端，切入专用领域打开成长空间。公司收购莱克斯诺，补足了高端品牌矩阵。莱克斯诺研发制造优势与国茂现有的减速机业务协同效应强，有利于提升公司品牌形象，在高端市场对外资进口替代。同时公司以塔机市场为切入口，主攻市场空间较大的工程机械领域（160~200亿），回转减速机已批量配套徐工塔机，新产品也在抓紧试样，公司未来有望成长为国内工业减速机龙头。

投资建议：预计公司2020-2022年分别实现净利润3.54/4.90/6.45亿元，对应PE 46X/33X/25X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1、工业自动化景气度下行；2、莱克斯诺高端品牌融合低于预期；3、工程机械减速机业务推进受阻。



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

CONTENTS

01

核心观点

通用减速机领导者，多维布局成长加速

02

公司介绍

内资减速机龙头整装待发

03

行业分析

产业升级驱动行业成长，集中度有望快速提升

04

公司分析

建立内资品牌绝对竞争优势，业务边际持续开拓

05

投资建议

盈利预测、估值与风险提示

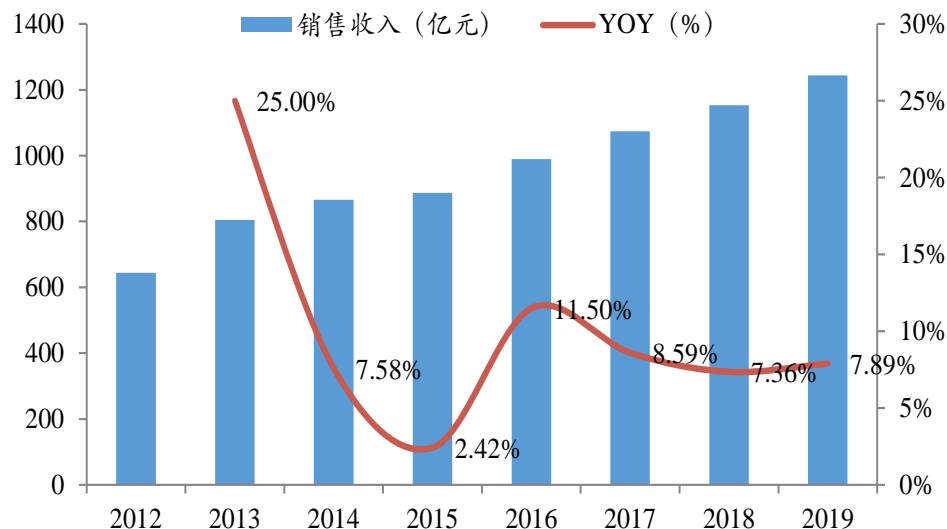
一、通用减速机领导者，
多维布局成长加速

核心
观点

■ 1 核心观点：通用减速机领导者，多维布局成长加速

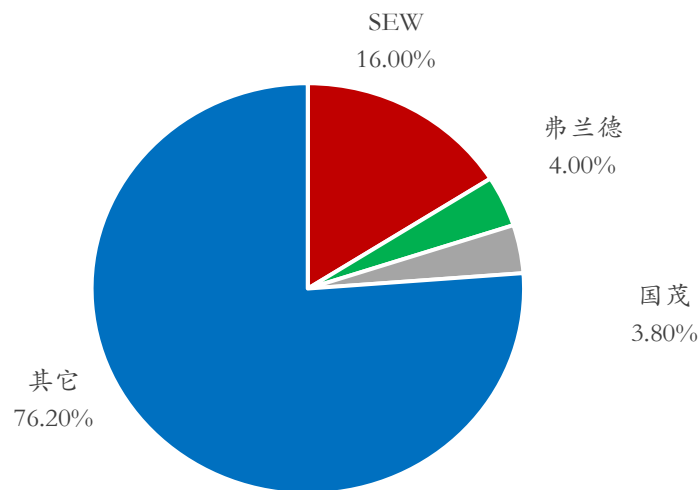
工业减速机行业市场空间广阔，市场集中度低，国茂成长空间大。2019年国内市场1200亿（通用500亿，专用700亿），2012-2019年减速机行业营收复合增速10%，减速机产量的复合增速6.7%，行业空间过去10年基本保持略高于GDP的增速。SEW（德企）是国内最大的通用减速机制造商，2019年营收约80亿，国茂是内资品牌通用减速机龙头，2019年营收19亿，市占率仅3.8%，提升空间大。

图表1 2012-2019年国内减速机行业收入CAGR10%



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表2 2019年中国通用减速机集中度低

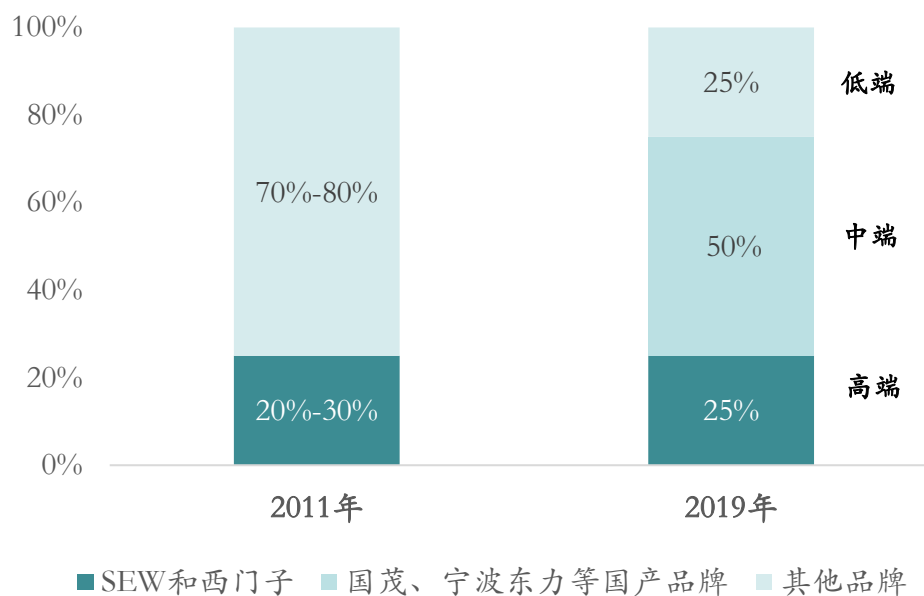


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

■ 1 核心观点：通用减速机领导者，多维布局成长加速

行业驱动因素在于自动化改造，产业分层和进口替代是供需结构性变迁的原因。下游制造业升级带来了中游减速机品牌的变化，多样化需求对减速机企业综合实力提出更高要求，产品质量、交付能力、定制化设计成为核心竞争力。低端市场持续萎缩，中端市场扩容，行业格局逐渐优化，份额向外资及国内头部品牌集中。同时国产品牌的竞争力的崛起，开启高端市场的进口替代。

图表3 减速机行业品牌市场份额

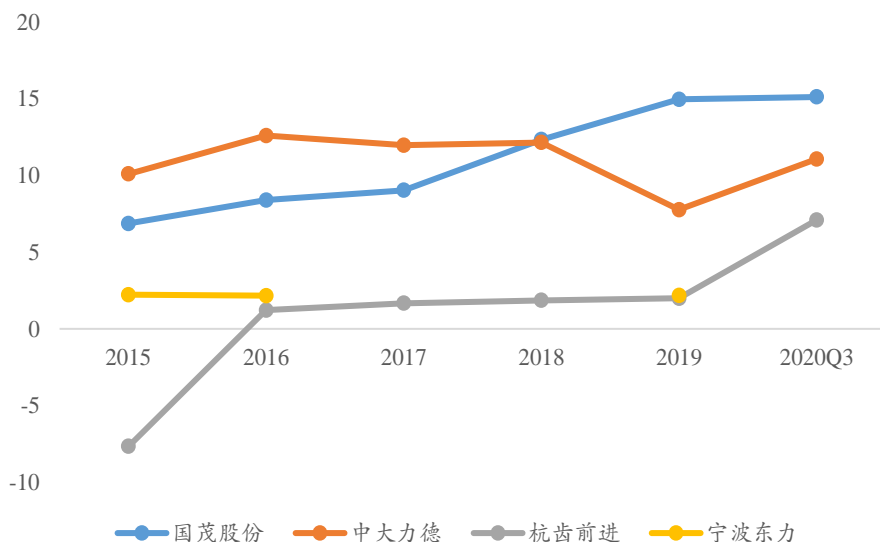


资料来源：本页图表数据均来源于华安证券研究所整理

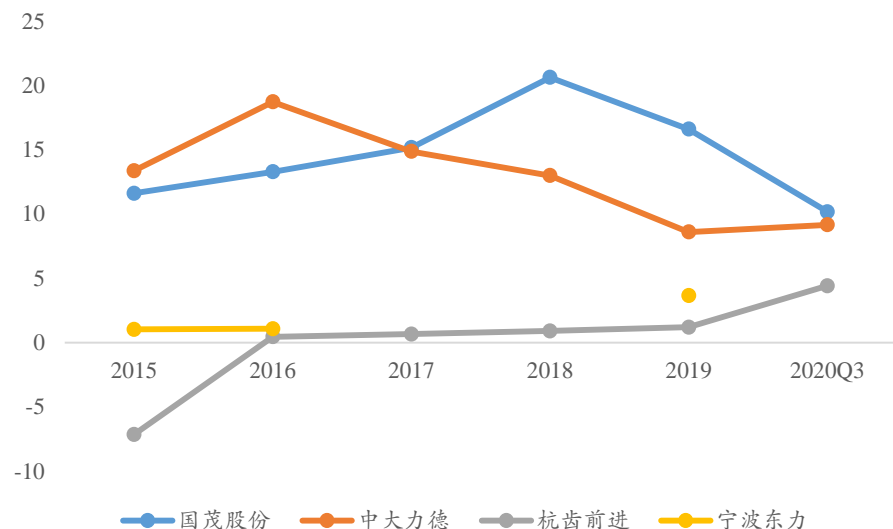
■ 1 核心观点：通用减速机领导者，多维布局成长加速

国茂股份盈利能力与运营效率领先于国内齿轮制造商。对比国茂、中大力德、宁波东力、杭齿前进的毛利率、净利润率、ROE，国茂的各项指标基本都优于竞争对手。国茂领先优势来自于对生产制造流程管控与内部治理，以较低的成本获得了较高品质的产品，持续提价，并通过提升自制率降低采购成本。同时公司对“分散制造、集中组装”生产流程深入理解，带来了规模化生产优势，固定资产周转率远高于竞争对手。随着募投产能释放，市占率有望快速提升。

图表4 国茂净利润率领先竞争对手



图表5 国茂固定资产周转率领先竞争对手

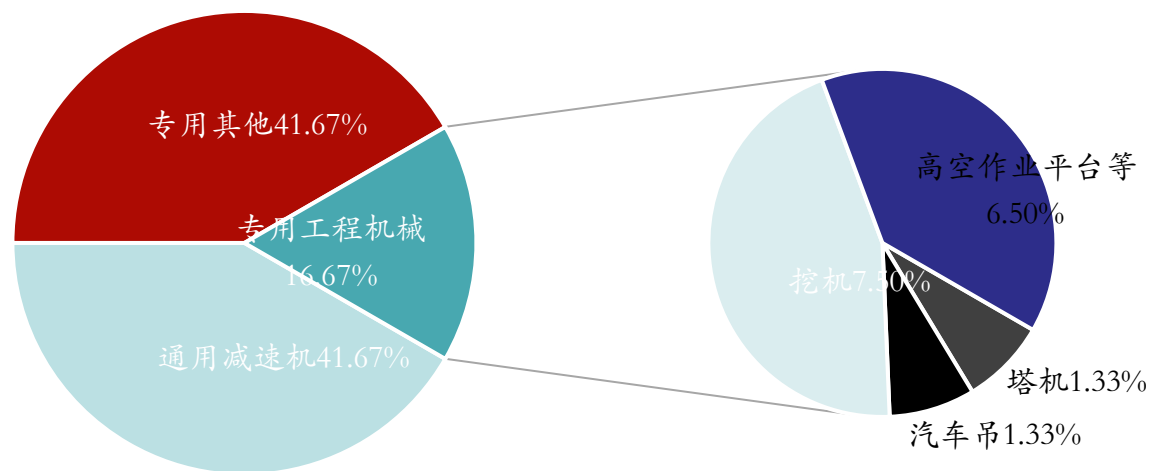


资料来源：Wind，华安证券研究所

■ 1 核心观点：通用减速机领导者，多维布局成长加速

国茂切入工程机械领域，延伸业务边界。2019年专用减速机市场700亿左右，以风电、工程机械、重齿等产品为核心，其中工程机械方面市场规模200亿，其中包括挖机市场90亿，塔机和汽车吊市场各16亿。其中挖机减速机技术壁垒高，价值量大，主要被外资品牌邦飞利、韩国斗山、日本KYB等巨头占领，没有国内大型减速机厂商进入。国茂以塔机市场为切入口从2018年底开始试制配套于塔机的回转减速机，到目前已实现批量生产，用于汽车起重机的回转及卷扬减速机目前在抓紧试样，未来有望继续配套更多工程机械。

图表6 工程机械市场空间



资料来源：本页图表数据均来源于华安证券研究所整理

■ 1 核心观点：通用减速机领导者，多维布局成长加速

国茂收购常州莱克斯诺完善高端品牌布局。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。国茂将利用莱克斯诺先进的研发制造优势，与公司现有的减速机主营业务产生协同效应，这有利于提升公司的品牌形象，并以“捷诺”品牌开拓减速机中高端市场。

图表7 国茂收购的莱克斯诺产品线

产品线	应用领域
模块化减速机	钢铁、环保、发电、物料搬运、筑路、食品加工、化工搅拌、农业机械、造纸、制药、塑料、纺织机械
大功率减速机	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
工业机器人减速机	机器人、自动化等专用领域

资料来源：Wind，华安证券研究所

二、内资减速机龙头整装待发

公司
介绍

■ 2.1 公司介绍：内资通用减速机龙头，产品升级走向中高端

国茂股份是内资通用减速机龙头。公司的主营业务为减速机的研发、生产和销售，产品广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶、水利、纺织、印染、饲料、制药等领域。公司从事通用减速机行业二十七年，从过去单一“国茂”牌系列摆线减速机到生产标准系列、专用系列、大中型非标系列、新品系列、高精度传动等几十个系列上千个品种的减速机。公司产品主要销往国内华东和中原地区。

图表8 公司发展历史



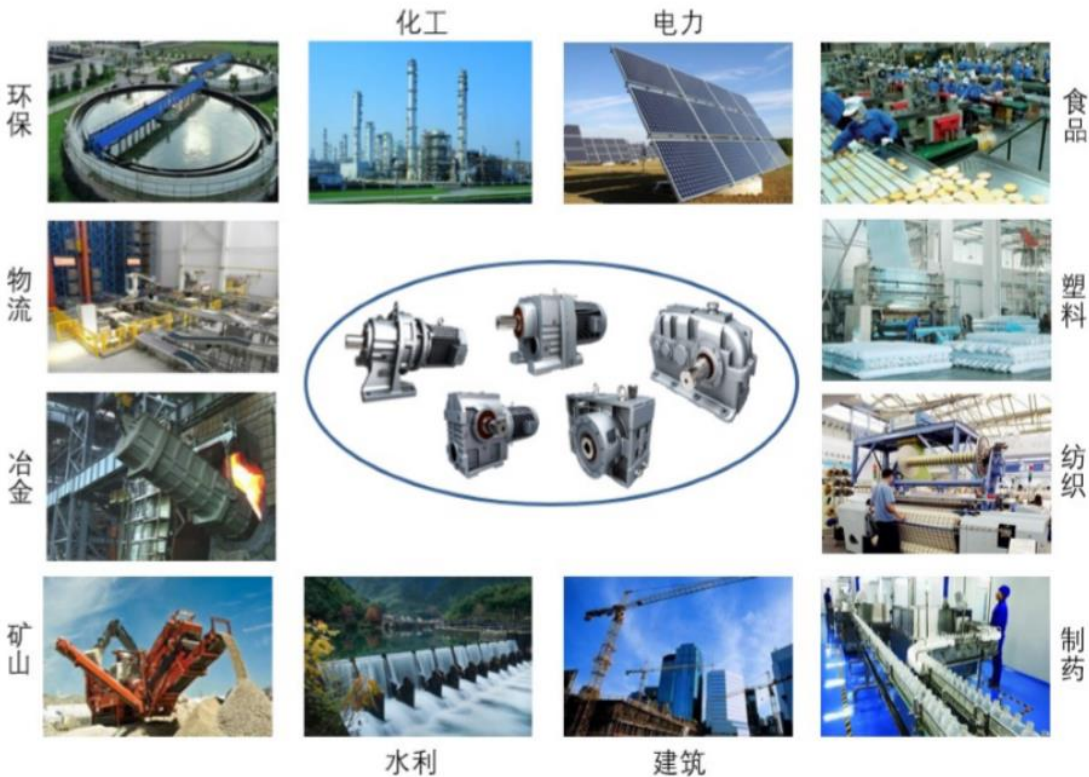
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2.1 公司介绍：内资通用减速机龙头，产品升级走向中高端

图表9 工业减速机几乎应用在所有工业领域

减速机是工业动力传动关键基础部件。各种机器设备的运转离不开传动，而只要涉及传动的领域，基本都需要减速机。减速机是一种传动装置，在原动机和工作机之间起着降低转速和增加扭矩的作用，具有难以替代的配套地位。其核心组件由齿轮、箱体、轴承、法兰、输出轴等几个主要部件组成，应用于环保、建筑、电力等下游国民经济各大行业。






齿轮减速机未来将逐步替代摆线针轮减速产品。摆线减速机应用行星式传动原理，啮合齿数多，可用于对传动要求较大和体积要求较小的汽车、机器人、食品等低端市场领域。齿轮减速机只有1或2对啮合齿轮，成本低，力矩大，噪声低，应用于冶金、矿山、起重、运输、水泥等领域。摆线针轮在传动精度、承载力都低于齿轮减速机，未来将被逐步替代。



资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 2.1公司介绍：内资通用减速机龙头，产品升级走向中高端

图表10 公司通用减速机产品在国内应用广泛

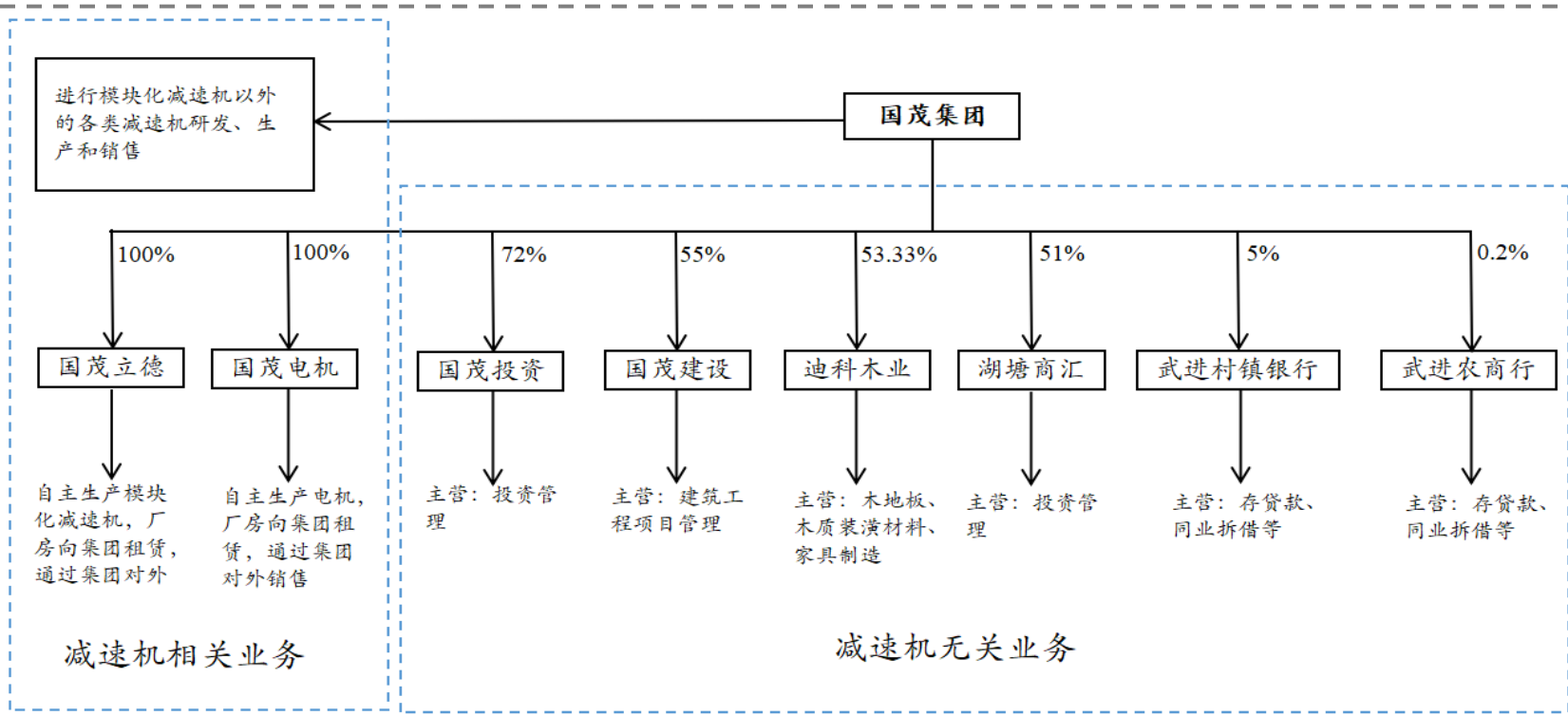
产品大类	图示	产品特点	具体小类	主要特点	应用领域	图示
齿轮减速机		1、传动效率高 2、传递功率范围较广 3、结构灵活，可以满足各种工况要求	模块化减速机	1、所有零部件均按高度模块化技术设计 2、传递功率覆盖0.12-200kW，广泛应用于中小功率工业传动领域 3、结构中包含减速机与电机的快速接口，便于电机的安装 4、传动比划分细，安装形式几乎不受限制，因此，应用范围非常广泛，是公司在目标市场中最受欢迎的产品之一	广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶、矿山、冶金、水利、饲料、纺织、印染等领域	
			大功率减速机	1、传递功率较大，最高可达5100kW，承载能力高 2、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 3、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	
摆线针轮减速机		1、结构紧凑体积小 2、单级传动比大 3、运转平稳噪声低，拆装方便，易维修	摆线针轮减速机	1、属于采用少齿差行星式传动原理及摆线针齿啮合的减速机，齿形为摆线形 2、结构紧凑体积小 3、单级传动比大 4、运转平稳噪声低，拆装方便，易维修	广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、纺织、印染、饲料、环保、冶金、矿山、石油等领域	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 2.1 公司介绍：内资通用减速机龙头，产品升级走向中高端

国茂集团按业务分为**减速机和其他业务**，**主营减速机业务**。减速机业务包括自主生产的模块化减速机和与之配套的电机产品。其他业务包括投资、建筑、制造、银行等业务模块。

图表11 公司业务

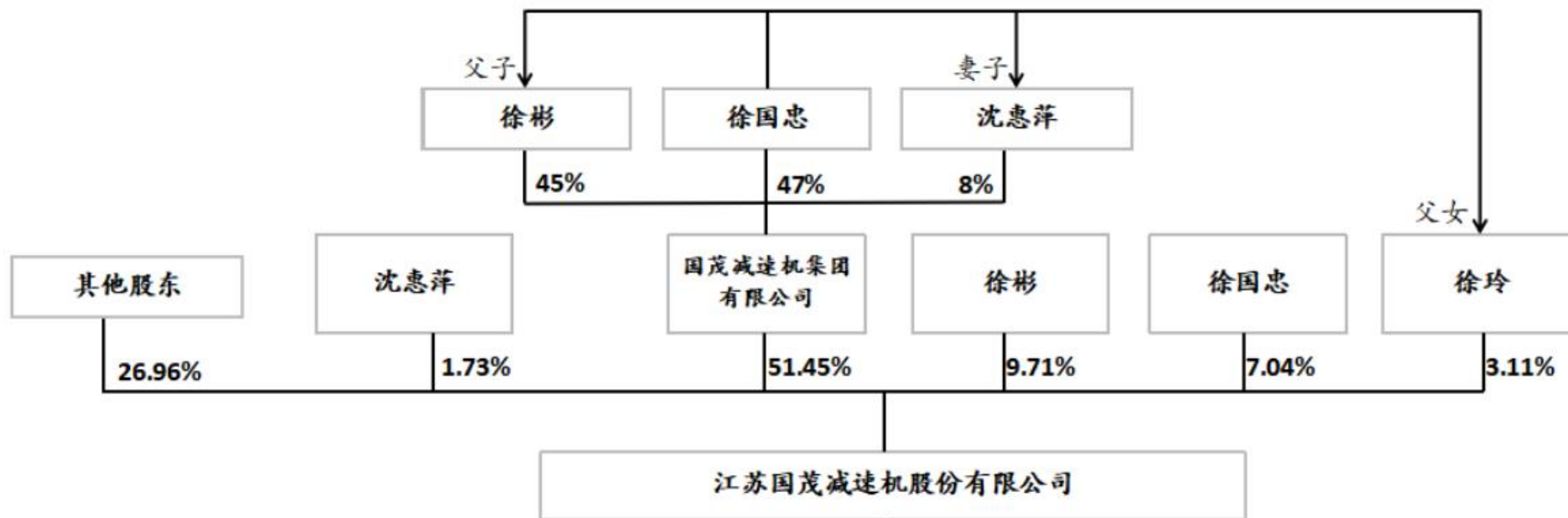


资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 2.2 财务分析：收入端稳健增长，盈利能力持续提升

家族企业，股权集中。国茂集团为本公司控股股东，占本公司股份总数的51.45%。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69.93%的股份，为公司的实际控制人。徐玲系实际控制人徐国忠之女，直接持有公司3.11%股权，为实际控制人的一致行动人。

图表12 公司股权结构

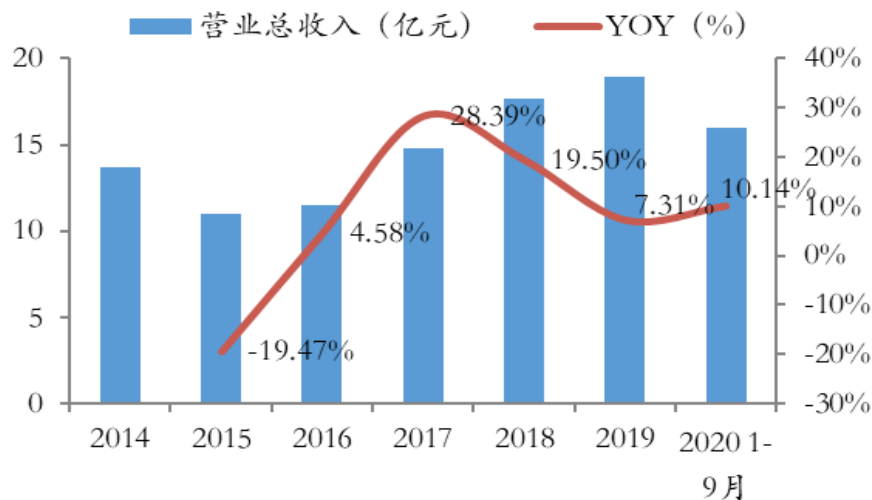


资料来源：wind，华安证券研究所

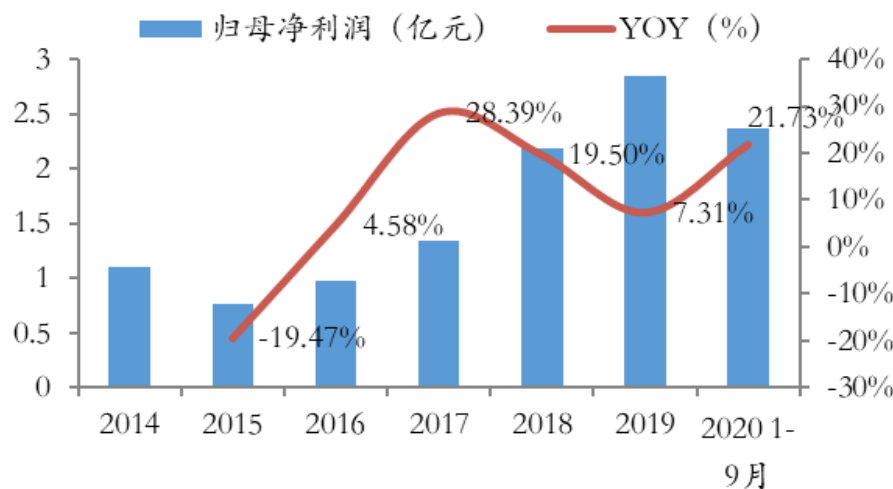
2.2 财务分析：收入端稳健增长，盈利能力持续提升

收入端持续增长，利润率稳步提升。自资产重组完成后，2015-2019年营收分别为11.01、11.51、14.78、17.67、18.96亿元，CAGR 15%。受益于国内工业自动化发展、进口替代、减速机产业升级，公司收入规模持续提升，2017-2018年高速增长系宏观经济上行，工业减速机供不应求，公司主动提价。归母净利润分别为0.76、0.97、1.34、2.18、2.84亿元，CAGR33%。净利润增速高于收入增速，主要系净利润率持续提升，其本质原因是公司零部件自制比例提升，同时提价幅度超过原材料价格涨幅，带来毛利率提升。

图13 2015-2019营收复合增速15%



图表14 2015-2019净利润复合增速33%

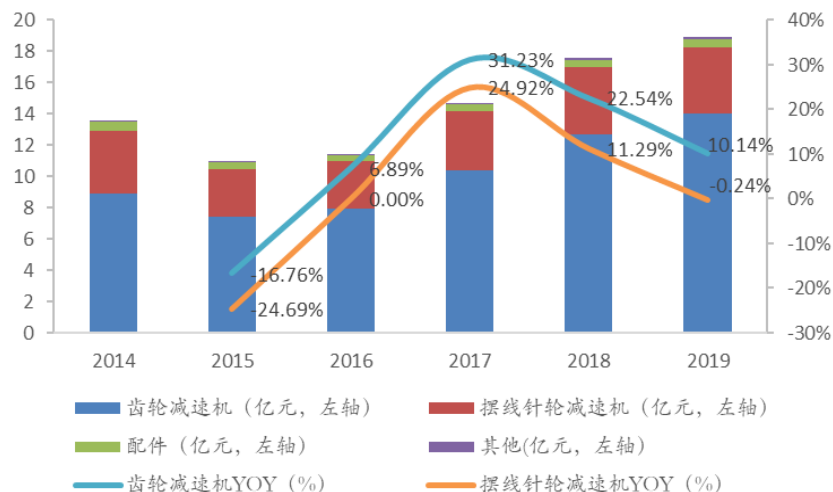


资料来源：wind，华安证券研究所

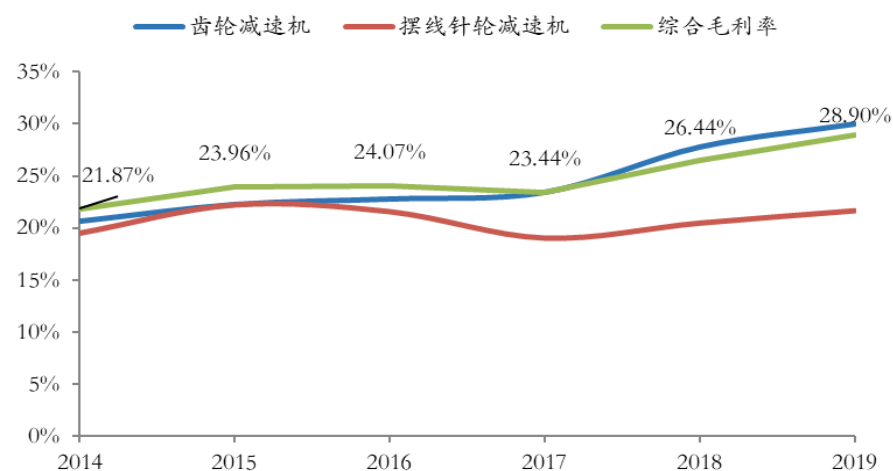
2.2 财务分析：收入端稳健增长，盈利能力持续提升

齿轮减速机产品为主要增长点，毛利率水平稳步提升。按收入结构来分，2019年收入中，齿轮减速机、摆线减速机占比分别是74%、22%，齿轮减速机是主要收入来源，从历史数据看，齿轮减速机占比从2015年67%上升到2019年73%，摆线针轮减速机占比逐渐下滑，系齿轮减速机对摆线减速机有一定的替代作用。齿轮减速机毛利率提升系：①零部件自制率提高，降低采购成本；②上游原材料价格上涨，公司进行产品升级和多次提价，带动毛利率稳步提升；③规模效应。

图表15 2019年齿轮减速机占公司营收70%以上



图表16 产品毛利率持续增长

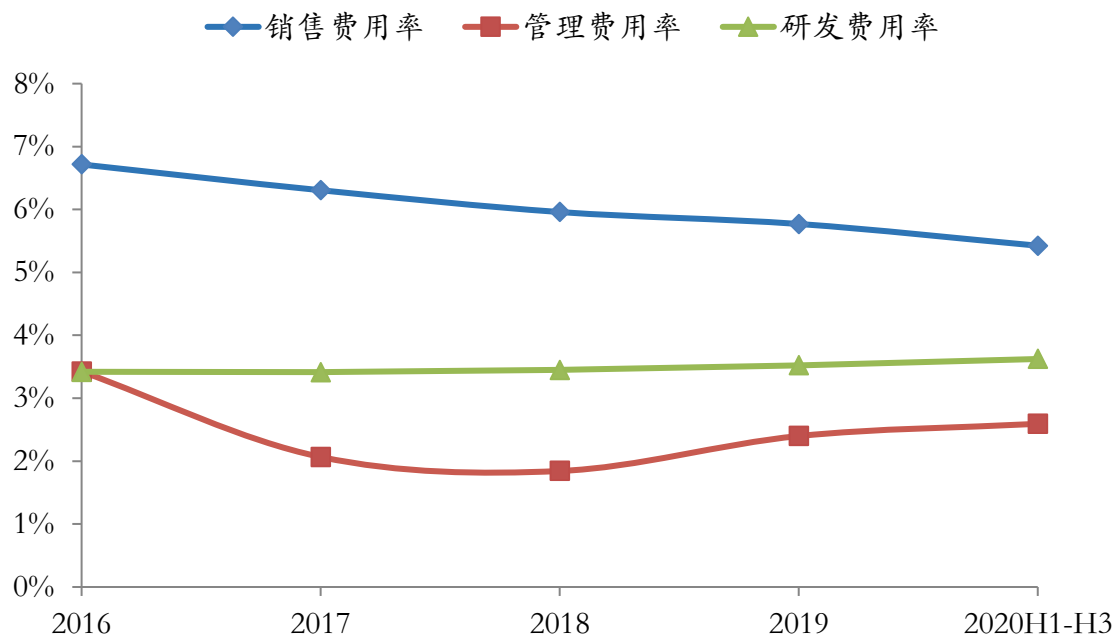


资料来源：wind，华安证券研究所

■ 2.2 财务分析：收入端稳健增长，盈利能力持续提升

期间费用率自2015年14.51%下降至2020年前三季度的11.36%，其中研发费用率保持稳定，2016-2019年均3.45%。销售费用率持续下降系规模效应提升，同时公司经销占比较高。管理费用率2019年上升系上市费用增加所致。公司无有息负债，财务费用率保持较低水平。

图表17 期间费用率稳步下降

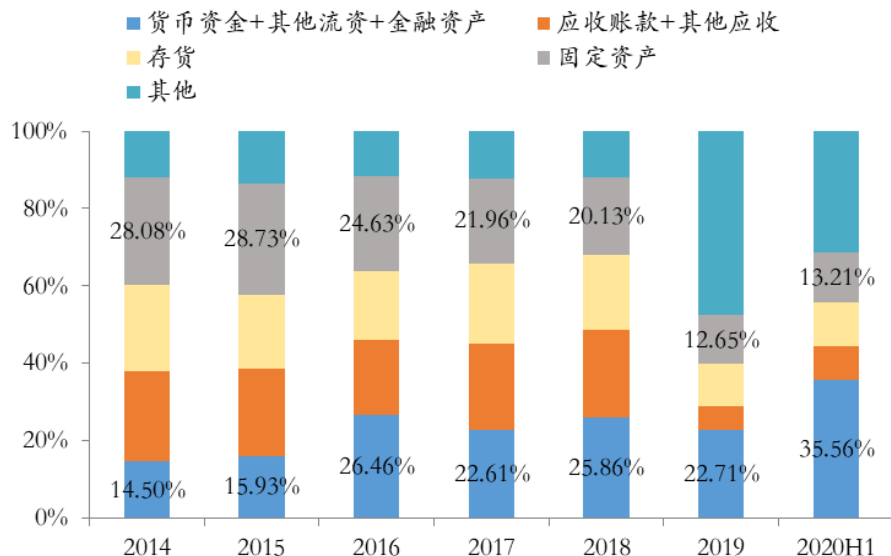


资料来源：wind，华安证券研究所

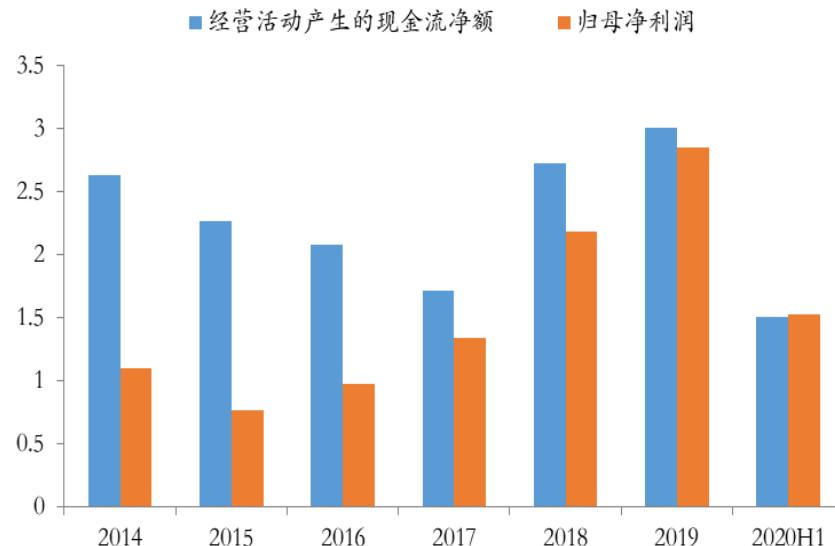
■ 2.2 财务分析：收入端稳健增长，盈利能力持续提升

资产结构优良，盈利质量较高。上市前一年（2018）公司货币资金占比26%，固定资产占比20%，应收账款占比9%，存货占比19%，整体各项财务指标良好。经营净现金流超过净利润，经营质量较高。上市后募集资金占比提升，进一步优化了公司资产负债表。

图表18 资产结构优良



图表19 现金流略高于净利润，盈利能力强



资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 股权激励彰显信心，募投扩产突破瓶颈

五年期股权激励方案，彰显管理层高发展信心。2020年8月，公司向中层以上管理以及技术人员166人授予922万股限制性股票，授予价格为9.48元/股，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，绑定股东与管理层之间的利益，有利于激发管理层动力。

图表20 公司股权激励情况

授予日	授予数量	授予价格 (元/股)	激励对象	限制性股数 (万股)	占总股本 比例
2020.08.28	922.00万股	9.48	陆一品（董事、副总经理、财务负责人、董事会秘书）	50.00	0.11%
			王晓光（董事、副总经理）	25.00	0.05%
			谭家明（副总经理）	21.00	0.05%
			孔东华（总经理助理）	17.00	0.04%
			郝建男（副总经理）	16.00	0.03%
			杨渭清（制造总监）	20.00	0.04%
			核心技术（业务）人员（161人）	773.00	1.67%

资料来源：wind，华安证券研究所

■ 2.3 股权激励彰显信心，募投扩产突破瓶颈

募投项目落地，产能逐步释放。公司募投项目稳步推进，募投的减速机产能陆续释放，新增产能基本消化。公司智能数据中心的主体顺利落地，并进入测定阶段。报告期内，公司购置了一批日本、德国产的齿轮、箱体等先进加工设备，进一步提升关键零部件的质量及自制率。

图表21 IPO募投项目

项目名称	实施计划	投入总额（亿元）
年产35万台减速机项目	建设期两年，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。	6.50
年产160万件齿轮项目	建设期四年，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。	3.00
研发中心建设项目	建设期两年，建设期内完成前期工作、设备采购、设备与管道安装、设备调试等工作。	0.50

资料来源：wind，华安证券研究所

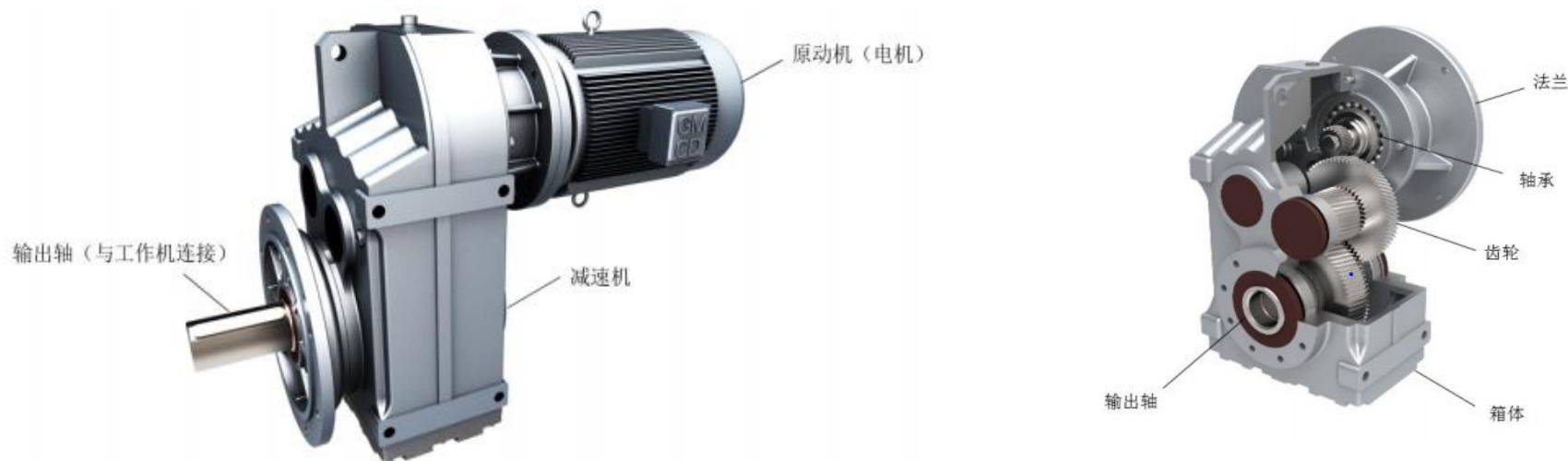
三、 工业减速机行业：
产业升级驱动行业成长，
集中度有望快速提升

行业
分析

■ 3.1 工业减速机：连通电机的“桥梁”

工业减速机是一种封闭在刚性壳体内的齿轮传动、蜗轮蜗杆传动所组成的独立部件，在原动机和工作机之间起着匹配转速和传递扭矩的作用。原动机包括电动机，内燃机，汽轮机等。其中，电动机使用最多。工作机指的是各行业的机器设备，如起重机、物料输送机、捏合机、搅拌机等。减速机共由齿轮、箱体、轴承、法兰、输出轴等几个主要部件组成。各种机器设备只要涉及传动的领域，基本上都需要配套减速机。

图表22 工业减速机



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

■ 3.2 工业自动化景气度向上，国内减速机市场持续扩容

减速机行业分为通用减速机和专用减速机，两者产品差异大，相互竞争小。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，广泛应用于各下游行业，常见类型有齿轮减速机和摆线针轮减速机。专用减速机，主要生产适用于特定行业，例如工业机器人、机床、航空航天等对于精度要求较高的领域，规格以大型、特大型为主，多为非标、定制化产品，常见类型有RV减速机和谐波减速机。

图表23 减速机行业分类

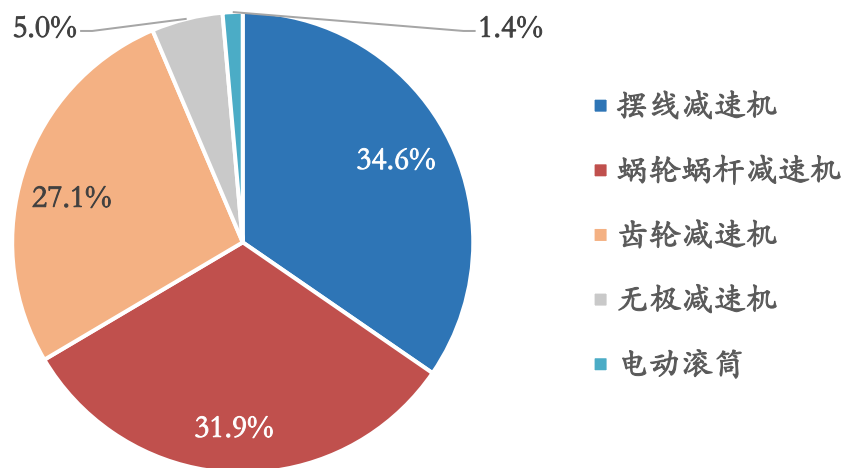
行业大类	行业分类	特点	主要代表公司	主要类型
减速机行业	通用减速机	规模以中小型为主，模块化、系列化，可广泛应用于各个行业	SEW、弗兰德、国茂股份、宁波东力、泰隆、中大力德等	齿轮减速机、摆线针轮减速机等
	专用减速机	规模以大型、特大型为主，多为 非标、定制化 行业专用产品	邦飞利、中国高速传动、杭齿前进、重齿等	RV减速机、谐波减速机等

资料来源：招股说明书，Wind，华安证券研究所

■ 3.2 工业自动化景气度向上，国内减速机市场持续扩容

根据前瞻研究院统计，在国内减速机行业五大产品中，摆线减速机产量最大，占比34.6%；其次是蜗轮蜗杆减速机，占比31.9%；齿轮减速机位居第三，占比27.1%。其中，齿轮减速机和摆线针轮减速机产量合计占比61.7%。相比于传统的蜗轮蜗杆，齿轮减速机可传递空间任意轴间的运动和动力、结构复杂、组合灵活、适用载荷和速度范围大、传递功率大。随着下游客户对质量要求升级，齿轮减速机有望在部分领域逐渐替代摆线与蜗轮蜗杆减速机。

图表24 减速机产品产量占比



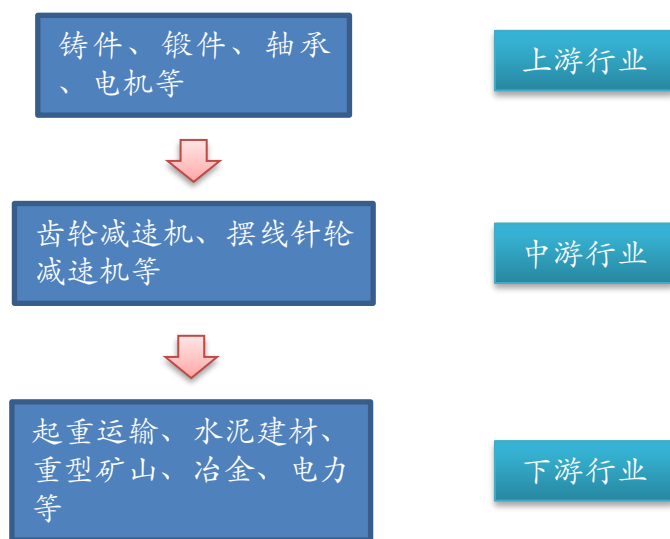
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

3.2 工业自动化景气度向上，国内减速机市场持续扩容

通用减速机上游主要原材料包括铸件、锻件、轴承、电机等，工艺流程相对简单。从国茂股份工业减速机成本构成来看，2016-2019年直接材料占比接近80%。这些原材料主要由钢材、生铁等大宗原材料加工而成，国内钢材、生铁等大宗原材料能够满足减速机产品的生产需求，供应充足。大宗原材料价格的波动将对减速机行业的采购成本带来一定影响。

图表25 通用减速机上下游产业链

图表26 国茂股份通用减速机成本构成（制造费用包含外协费用）



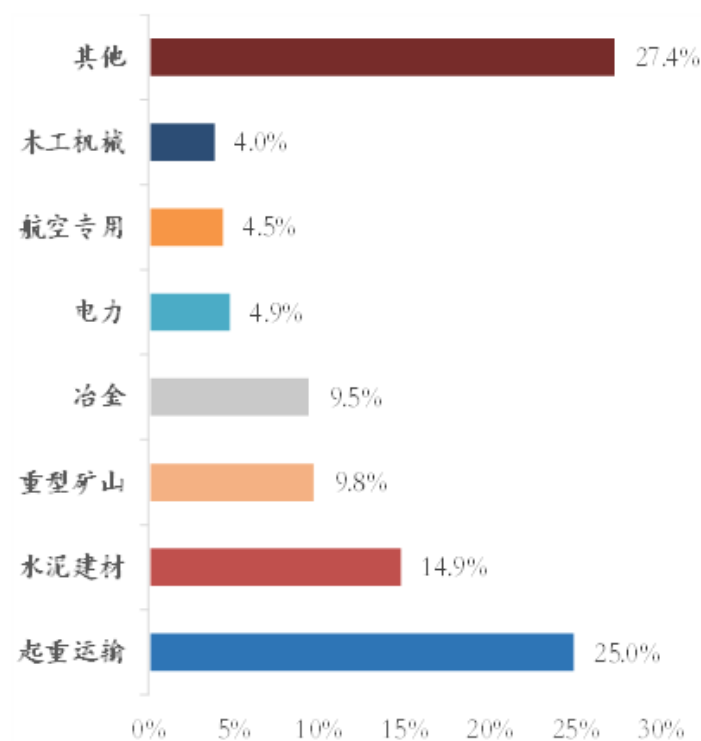
项目	直接材料	直接人工	制造费用
2019	79.52%	7.82%	12.66%
2018	78.42%	7.88%	13.70%
2017	78.19%	8.28%	13.53%
2016	79.51%	8.50%	11.98%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

■ 3.2 工业自动化景气度向上，国内减速机市场持续扩容

通用减速机企业的下游行业分布广泛，客户分散，单个行业的需求变化对减速机行业整体需求不会产生重大影响。减速机广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶、矿山、冶金、石油、水泥、船舶、水利、纺织、印染、饲料、制药等行业。其中，下游起重运输行业占比最高，达25.0%，其次是水泥建材行业，占比14.9%。由于下游行业的传动系统场景和规格的多样化，通用减速机的承载能力、结构尺寸、安装接口等呈现定制化的需求特性，即使欧美发达国家，也只能按照定制化的要求生产。以国茂股份为例，公司目前有3万多种零部件类别，已生产出的产品型号达15万种以上，所以定制化对企业产品设计、生产制造流程管控、交付周期要求严格，减速机定制化设计能力决定了盈利能力。

图表27 通用减速机下游行业分布

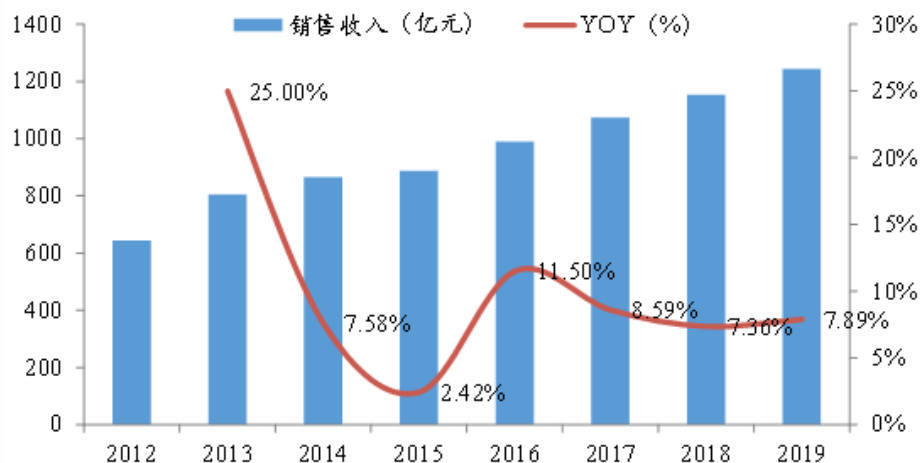


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

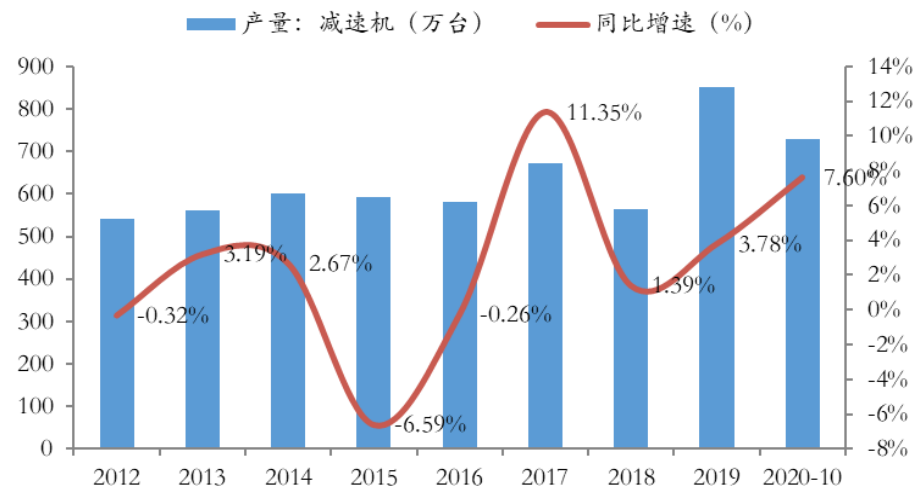
3.2 工业自动化景气度向上，国内减速机市场持续扩容

工业减速机行业市场空间广阔，2019年国内市场1200亿，2012-2019年减速机行业营收复合增速10%，减速机产量的复合增速7%，行业空间过去10年基本保持略高于GDP的增速，行业长期增长的驱动因素在于自动化改造。下游制造业升级带来了中游减速机品牌的结构性变化，低端市场持续萎缩，中端市场扩容，同时国产品牌的竞争力的崛起开启高端市场的进口替代。

图表28 2012-2019年国内减速机行业收入复合增速10%



图表29 2012-2019年中国减速机产量复合增速7%

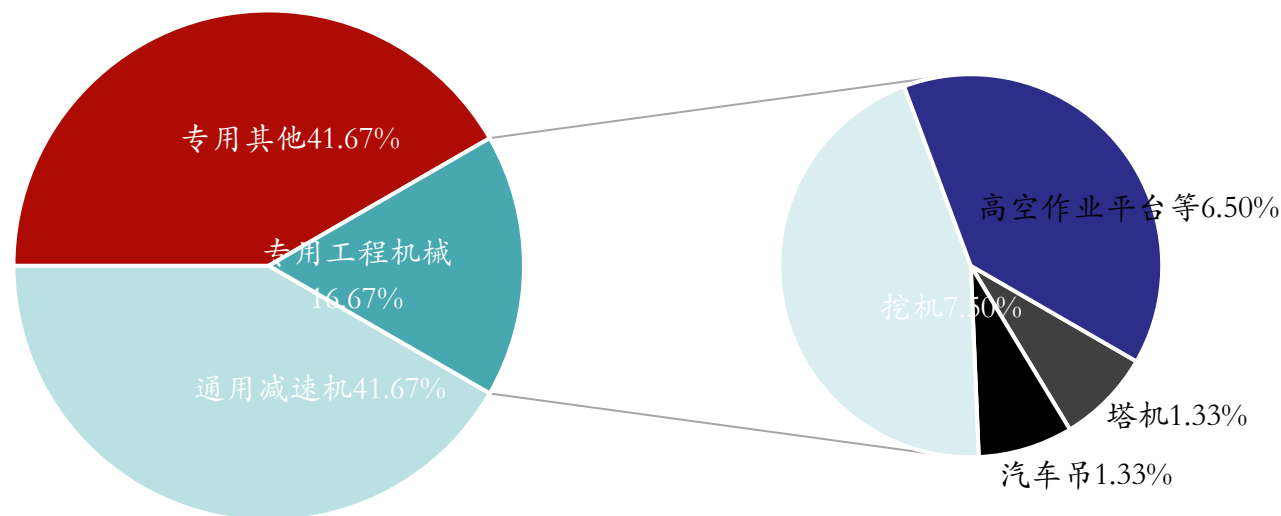


资料来源：招股说明书，wind，华安证券研究所

3.2 工业自动化景气度向上，国内减速机市场持续扩容

2019年通用减速机市场整体规模达500亿，占比减速机行业约42%。专用减速机市场以风电、工程机械、重齿等产品为核心，其中工程机械方面市场规模200亿，其中包括挖机市场90亿，塔机和汽车吊市场各16亿。

图表30 通用减速机与专用减速机价值占比

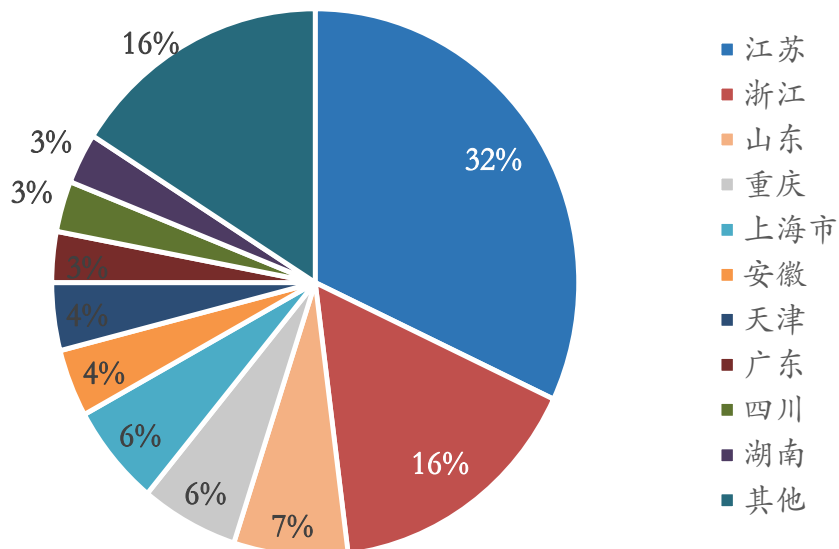


资料来源：华安证券研究所整理

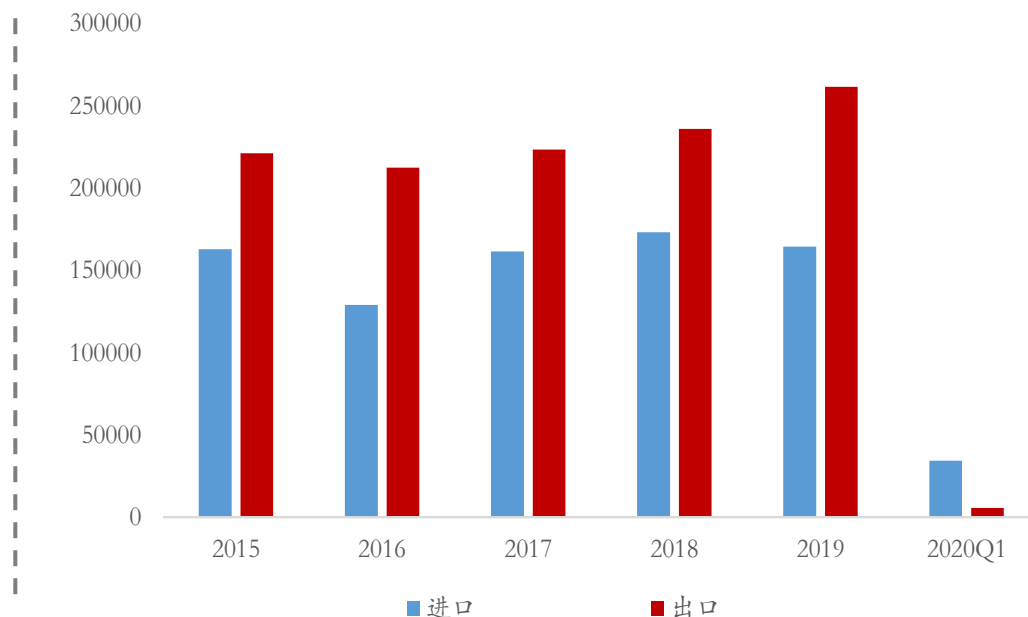
3.2 工业自动化景气度向上，国内减速机市场持续扩容

国内工业减速机需求主要位于华东地区。江苏省占比最高，达到32%；其次是浙江省和山东省等。减速机的销售区域分布与各地区经济发展水平有一定相关性。我国减速机出口额持续提升，出口地区以东南亚为主，进口额呈波动趋势。

图表31 2019年中国减速机销售区域分布



图表32 2015-2019减速机出口持续向上（万美元）

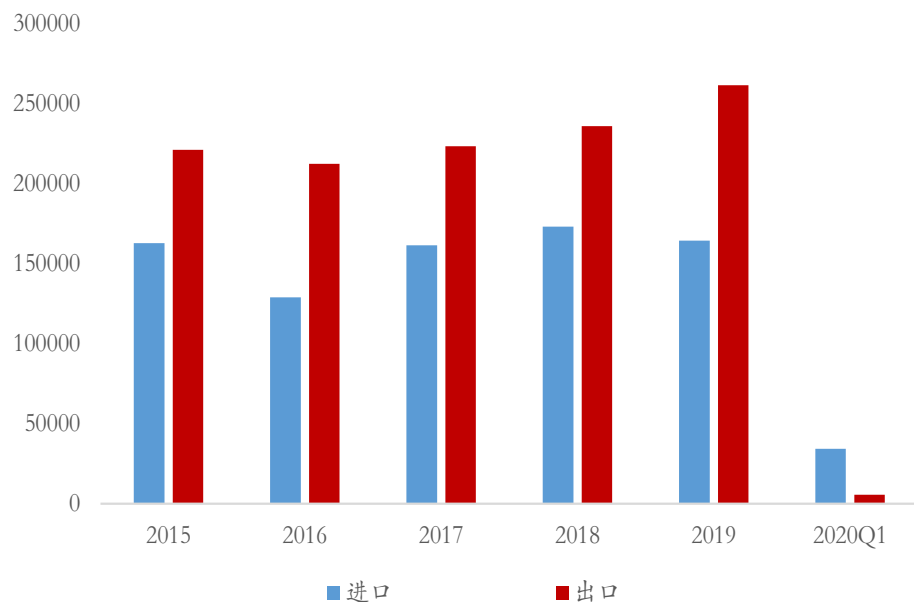


资料来源：招股说明书，华安证券研究所整理

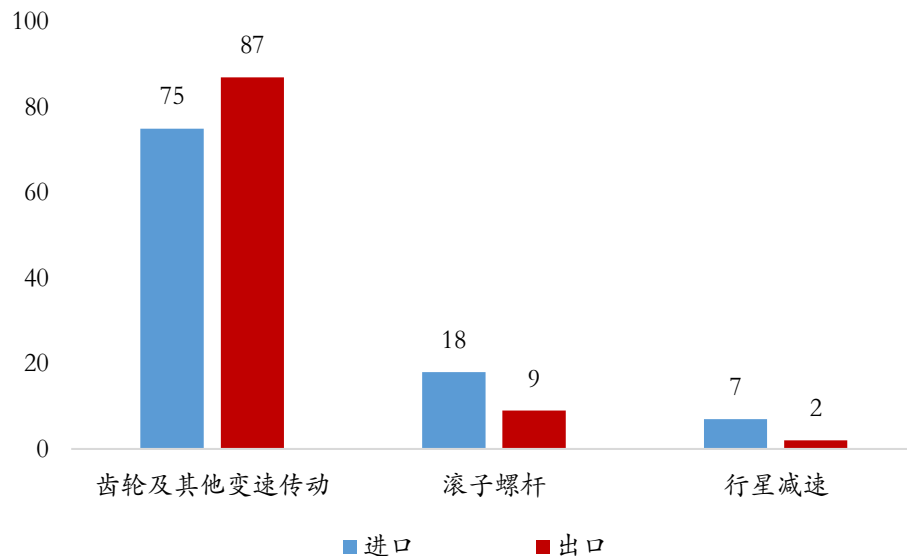
■ 3.2 工业自动化景气度向上，国内减速机市场持续扩容

我国减速机出口额持续提升，出口地区以东南亚为主，进口额呈波动趋势。2019年，中国减速机行业进口总额约为16.46亿美元，较2018年有所下滑。从进口产品结构来看，2019年中国减速机制造行业进口产品中，齿轮及其他变速、传动装置：滚珠螺杆传动轴进口额为12.46亿美元，约占76%；其次为行星齿轮减速器，进口额为2.82亿美元，约占17%。

图表33 2015-2019减速机出口持续向上（万美元）



图表34 2019年进出口减速机以齿轮等类型为主（%）

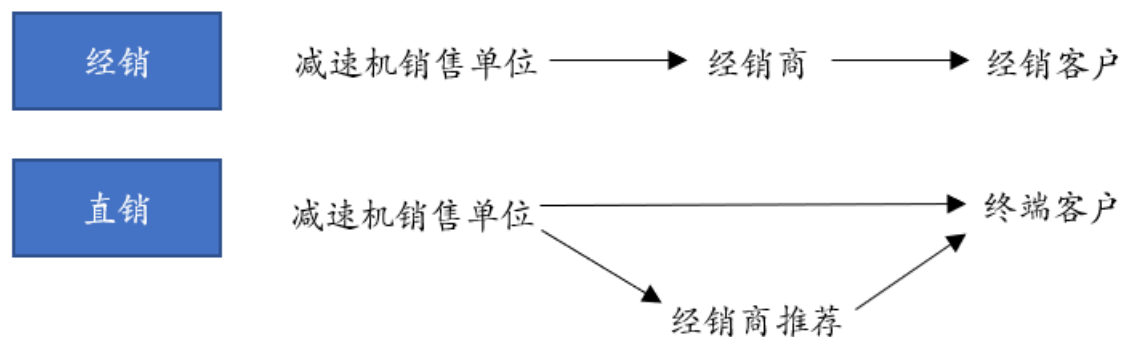


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

■ 3.2 工业自动化景气度向上，国内减速机市场持续扩容

海外品牌以直销体系为主，国内通用减速机厂商以经销为主，直销为辅。减速机应用领域广，下游行业多样化，销售区域分布广，为了适应减速机产品的需求特点，更多减速机制造企业选择直销与经销相结合的销售模式。通过直销，从方案设计、生产到售后服务提供系统性解决方案，为客户提供全方位服务，提升对客户需求的响应速度；通过经销商不断开拓市场覆盖范围，有助于企业扩大销售规模，提升市场占有率。服务水平的重要性在竞争中凸显。

图表35 行业营销分为经销及大客户直销



资料来源：华安证券研究所整理

3.3 竞争格局：集中度低，行业整合与国产替代空间大

国内通用减速机行业企业数量众多，集中度较低。SEW、西门子等外资企业自 20 世纪 90 年代进入中国市场后，凭着技术优势和品牌效应，在行业中占据领先地位。通用减速机行业，外资品牌主要是 SEW、西门子，这些公司均在中国设立了本土工厂。内资品牌主要是国茂股份、宁波东力、泰隆。

图表36 国内通用减速机行业主要公司

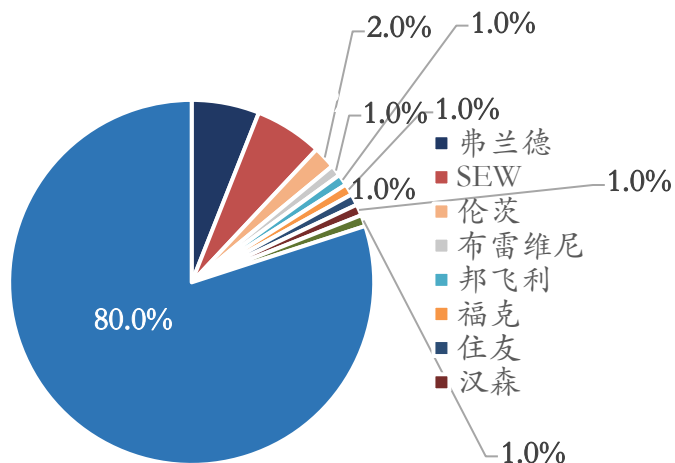
企业名称	公司简介及经营情况	资产规模/销售规模	技术及研发水平
SEW-传动设备(天津)有限公司	SEW 集团成立于1931年，是专业生产各种系列减速机、电机和变频控制设备的跨国性国际集团。SEW-传动设备(天津)有限公司于1994年6月在中国成立	SEW集团的销售额超过30亿欧元，天津工厂销售额80亿元	SEW集团有900多位工程师，600多位研究人员，拥有15家生产基地和77家驱动技术中心
弗兰德传动系统有限公司	Flender 是世界领先的专业动力传动设备制造商之一，成立于1899年。2005年，西门子收购 Flender。弗兰德传动系统有限公司于1996年3月在中国成立，生产各种用途的减速机、联轴器、齿轮马达和电机	国内销售约20亿元	弗兰德传动系统有限公司拥有占地面积 27,000 平方米的装配中心，共设有 3 条总装线，先进的生产技术与现代化的设备有效地缩短了交货期，提高了产品质量
宁波东力股份有限公司	宁波东力股份有限公司创立于1998年，主营业务为齿轮箱、电机、电控门等的生产、销售及供应链管理服务等，其齿轮箱产品主要应用于冶金、矿山等行业	2019年营收10.20亿元，净利润2186.08万元	2018年制造业研发投入占制造业营业收入比例为4.36%。截至2018年末，拥有专利64项，其中发明专利8项
江苏泰隆减速机股份有限公司	江苏泰隆减速机股份有限公司于1999年成立，主要产品包括摆线针轮减速机、圆柱齿轮减速机、中硬齿面硬齿面减速机	集团现拥有总资产9.19亿元，固定资产6.92亿元	现为全国减速机标准化技术委员会秘书处单位。创建了省级工程技术中心。获得“江苏省高新技术产品”，“全国重点高新技术企业”荣誉
国茂股份	国茂集团成立于1993年，主要产品包括齿轮减速机和摆线针轮减速机	2019年销售额18.96亿元，是国内减速机龙头	公司具有深厚的技术积累，拥有模块化设计技术、精益生产技术等核心技术，公司被认定为高新技术企业，多种产品被认定为高新技术产品
邦飞利	邦飞利集团创立于1956年，主要产品包括减速电机、传动系统、行星齿轮箱、变频器等	2019年，销售额达到9.725亿欧元，其中亚太地区2.645亿欧元	邦飞利集团有3400多位雇员，世界各地88个国家拥有了22个销售分支机构、14处生产工厂、500多家分销商

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

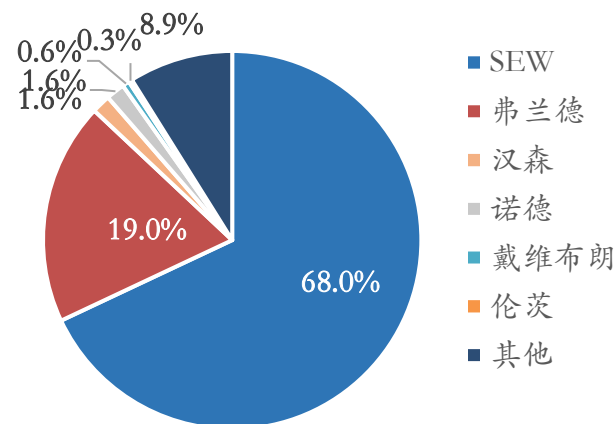
3.3 竞争格局：集中度低，行业整合与国产替代空间大

作为传统的制造强国，德国、意大利、日本等国家的减速机产品在材料、设计水平、质量控制、精度、功率密度、可靠性和使用寿命等方面处于行业领先地位。SEW和西门子是国际减速机行业两大巨头，其他国际知名减速机企业包括伦茨、布雷维尼、邦飞利、住友、诺德等。进口减速机品牌中SEW市占率最高，达68%，其次是弗兰德、汉森和诺德，分别占比19%、1.6%、1.6%。其中SEW、弗兰德、诺德产品只生产高端齿轮减速机，住友的产品有齿轮减速机和摆针线轮减速机SEW、弗兰德、西门子、住友、邦飞利等占据国产高端减速机市场，其中SEW份额70-80亿（包含运动控制），弗兰德大约20亿，总共空间有接近100亿。在对于减速机稳定性要求较高的环保、食品等行业，SEW占据绝对龙头地位。

图表37 2019年全球市场减速机市占率



图表38 2019年国内市场外资减速机品牌市占率



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

■ 3.3.1 SEW: 全球综合性传动制造商，国内减速机龙头

SEW-EURODRIVE公司成立于1931年，从齿轮、磨石电动机起家，到目前涵盖齿轮电动机，齿轮箱，电动机，分散安装的组件，电子控制驱动器，机械变速齿轮电动机多种产品以及涉及许多工程的驱动器解决方案。从事减速机生产90年，SEW集团在全球30多个国家设有装配厂，拥有大批零部件库存并执行严格的组装和质量检测标准，大大缩短了交货期。SEW集团提供的动力传动装备产品齐全，包括标准减速机、蜗轮蜗杆减速机、重型减速机、变频器、齿轮齿轴及其他零部件，产品广泛应用于轻工、建材、矿山、电力、冶金、化工及环保行业。

图表39 SEW公司全球机构分布

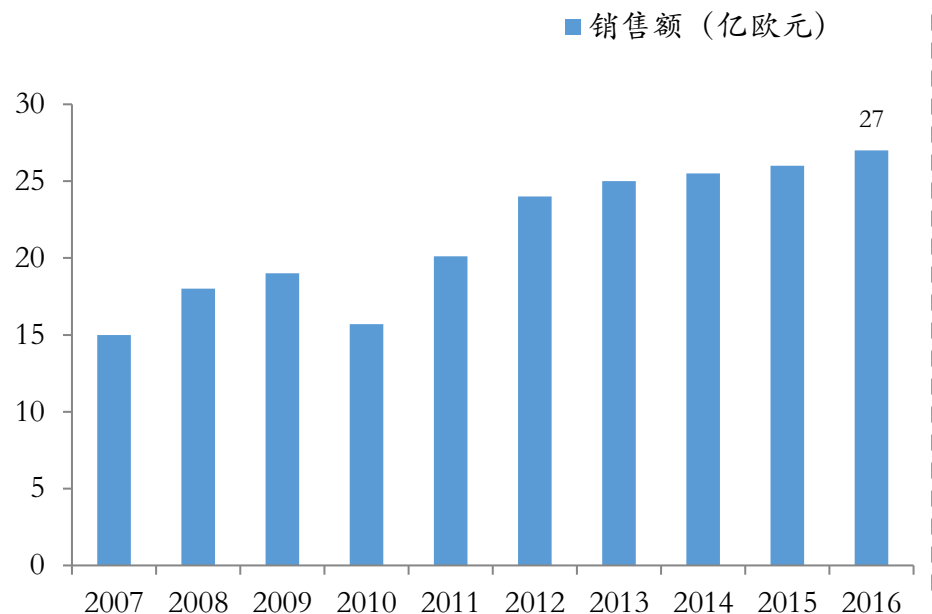


资料来源：SEW官网，华安证券研究所整理

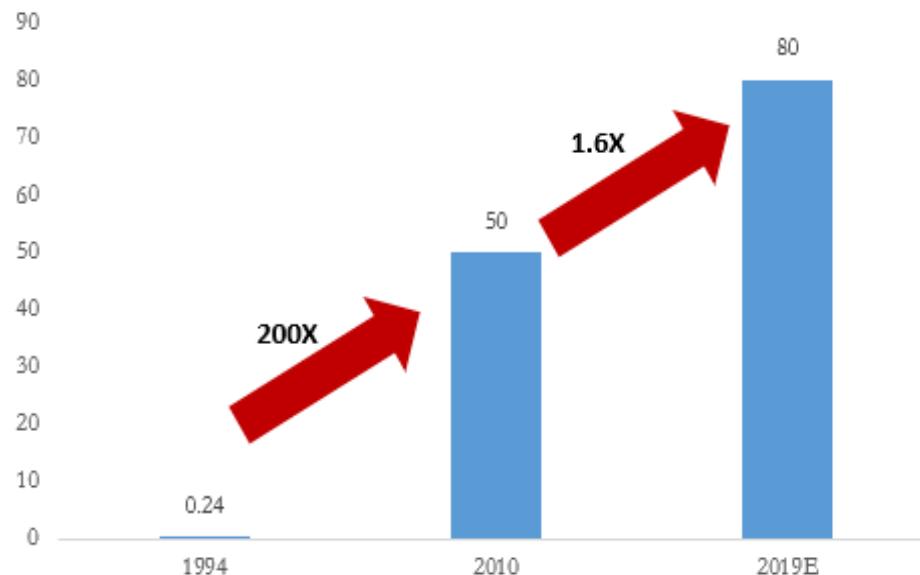
3.3.1 SEW：全球综合性传动制造商，国内减速机龙头

1994年SEW（天津）有限公司在中国天津经济技术开发区成立，总投资1.5亿马克，依靠雄厚的技术力量成为亚太地区制造销售中心。建厂初期公司生产及管理人员为200名，2010年底达到1800名，销售额从1994年2400万元增加到2010年的50亿元。

图表40 SEW集团2007-2016年销售复合增速6.75%



图表41 SEW国内销售收入 (亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，《SEW公司减速机模块化管理研究》，华安证券研究所

■ 3.3.1 SEW：全球综合性传动制造商，国内减速机龙头

SEW公司主要减速机产品覆盖通用和专用减速机领域。通用减速机行业，SEW专注于生产斜齿轮减速机、平行轴斜齿轮减速机；专用减速机行业，SEW拥有蜗轮蜗杆减速机和行星减速机产品线。

图表42 SEW减速机产品分类

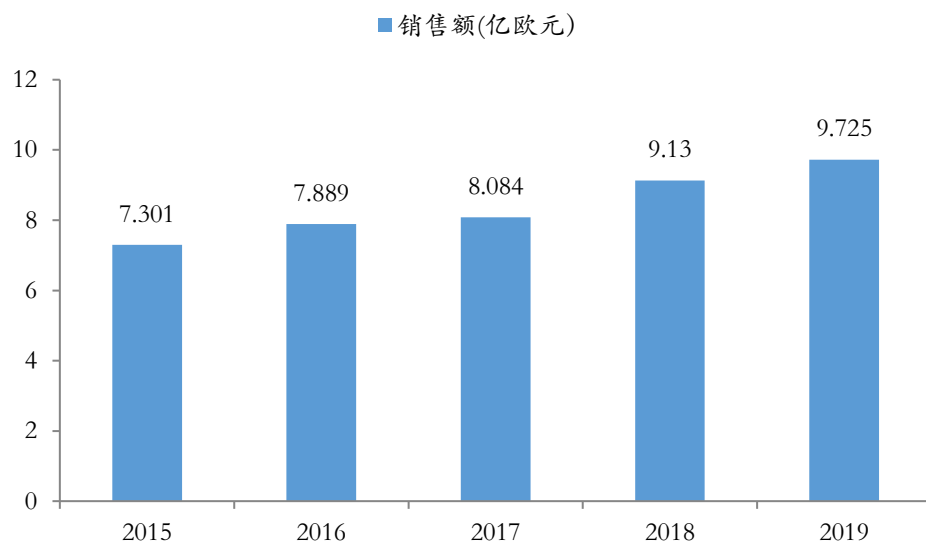
减速机产品	分类
标准减速机	斜齿轮减速机R、斜齿轮减速机K、平行轴减速机、蜗轮蜗杆减速 SIPROPLAN®直角减速机
伺服齿轮马达	斜齿轮伺服减速机K、斜齿轮蜗轮蜗杆减速机、SIPROPLAN®直角伺服 齿轮减速机等
不锈钢减速机	斜齿轮减速机KES、斜齿轮减速机RES
防爆齿轮减速机	斜齿轮减速机R、斜齿轮减速机K、平行轴减速机、斜齿轮蜗轮蜗杆减速 机、SIPROPLAN®直角减速机、行星减速机等

资料来源：SEW官网，华安证券研究所

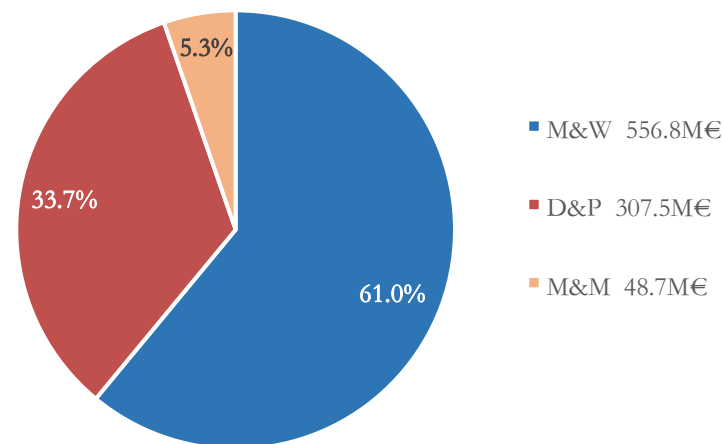
■ 3.3.2 邦飞利：老牌工程机械减速机制造商

邦飞利Bonfiglioli集团成立于1956年，从最初的蜗轮产品，到现在减速电机、传动系统、行星齿轮箱、变频器等的成套解决方案。公司销售收入从2015年的7.3亿欧元上升至2019年的9.73亿欧元。产品覆盖通用和专用减速机等领域，其中以专用领域中的工程机械和风力发电为主。其中，工程机械与风力发电板块收入5.568亿欧元，业务占比61%，其次是离散制造与流程工业，占比33.7%。

图表43 邦飞利集团15-19年销售额



图表44 邦飞利集团2018年工程机械与风电齿轮收入5.57亿欧元



资料来源：邦飞利官网，华安证券研究所

■ 3.3.2 邦飞利：老牌工程机械减速机制造商

邦飞利重视研发和人才培养。2018年，邦飞利的培训中心在总部向全球 760 名员工提供了 16,058 小时的培训。1956年起，公司在世界各地针对不同产品线设立了7个研发中心，在全球拥有一支超过200人的研发团队。

图表45 邦飞利集团15-19年销售额

研发中心地址	研发内容
意大利罗韦雷托	研发机电一体化：电动马达
意大利博洛尼亚	工业应用研发：工业传动，电动马达
德国哈廷根	研发O&K：行星传动器，液压马达
德国克雷菲尔德	研发机电一体化：变频器
意大利弗利	移动和风能应用研发：行星传动器，液压马达，电动马达
印度钦奈	工业、风力应用研发：行星传动器、液压马达、工业传动和电动马达
中国上海	移动设备和风力应用研发：行星传动器，液压马达

资料来源：邦飞利官网，华安证券研究所

■ 3.3.2 邦飞利：老牌工程机械减速机制造商

邦飞利传动设备（上海）有限公司成立于2003年12月，位于上海市青浦区，是邦飞利在中国的独资企业，也是它在中国的生产和销售总部。公司前期以组装为主，所有的零部件都从意大利总部原装进口，以确保所有产品品质如一。目前，邦飞利（上海）公司共有11类产品，以齿轮、蜗轮蜗杆和行星减速机为主，其中300系列行星减速机和RAP系列平行轴减速机多用于重载，VF_EP系列多用于食品化工等，TA系列用于采矿，F系列用于物流。

图表46 邦飞利（上海）减速机产品分类

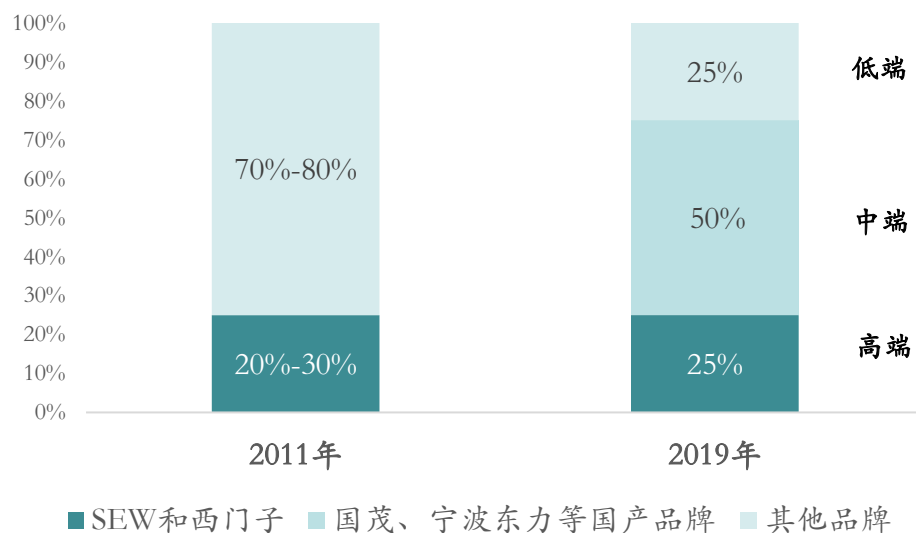
减速机产品	介绍
VF系列、W系列蜗轮蜗杆减速机	采用最先进的材料与制造技术而设计，具有结构紧凑，质量可靠，多种安装位置可选以及可带扭矩限制器等特点，斜齿轮-蜗轮与双蜗轮减速可以组合提供更多驱动系统。
AS系列、C系列同轴斜齿轮减速机	具有运行性能可靠、性能价格比合理等特点。地脚和法兰结构使安装更具灵活性
VF_EP系列用于特殊环境的蜗轮蜗杆减速机	按照食品行业的特殊的防腐而设计，可以在使用后进行清洁。除食品加工外，EP结构也适用于化工与制药行业以及船舶和码头
Ta系列轴装式减速机	主要用于采矿行业，性能可靠，几乎不需要维护，在倾斜输送线上可配置逆制器以防止其反方向转动。
300系列行星减速机	重载驱动的首选。产品结构高度通用化，可选配多重安装形式、齿轮组合、输出轴形式和马达接盘。
RAP系列平行轴减速机	主要用于重载与冲击负载领域，既可配置电机也可提供单独的减速机
S系列单级减速斜齿轮减速机	具有结构简单，强劲有力等特点，主要用于泵业，风机等领域，可地脚与法兰安装
A系列斜齿轮-锥齿轮减速机	具有效率高，用途广，性价比合理等特点
RAN系列单级螺旋锥齿轮减速机	主要用于成直角布置的传动领域。易于安装,几乎不需要维护,有多个轴型式以及除1:1速比还可选择其中一种精确速比。特别适用于同步控制系统以及螺旋千斤顶领域。
F系列轴装式减速机	具有易于安装，重量轻，可靠性能好等特点，主要用于物料搬运等领域。
V系列机械调速减速机	有一个优化的速度设定机构，延长了核心部件的使用寿命，允许在低温下运行，增加一级斜齿轮减速或者与邦飞利的大多数齿轮箱。

资料来源：邦飞利官网，华安证券研究所

■ 3.4行业驱动因素：产品升级出清低端竞争对手，国产替代趋势显著

国内工业减速机市场出现中低端两极分化趋势。随着下游制造业升级，多样化需求对减速机企业的综合实力提出了更高的要求，客户更倾向与质量稳定、服务有保障、产品多样化的大型企业合作。中小企业受限自身实力，以价格战为主要竞争手段，盈利呈现下降趋势。大型减速机企业具有规模优势、技术优势、品牌优势，拥有稳定的客户群和销售渠道，产品具有更高的附加值，对下游客户的议价能力较中小企业强，因而能够保持相对稳定的盈利水平。行业竞争格局逐渐优化，行业向外资及国内头部品牌集中。

图表47 减速机行业品牌市场份额

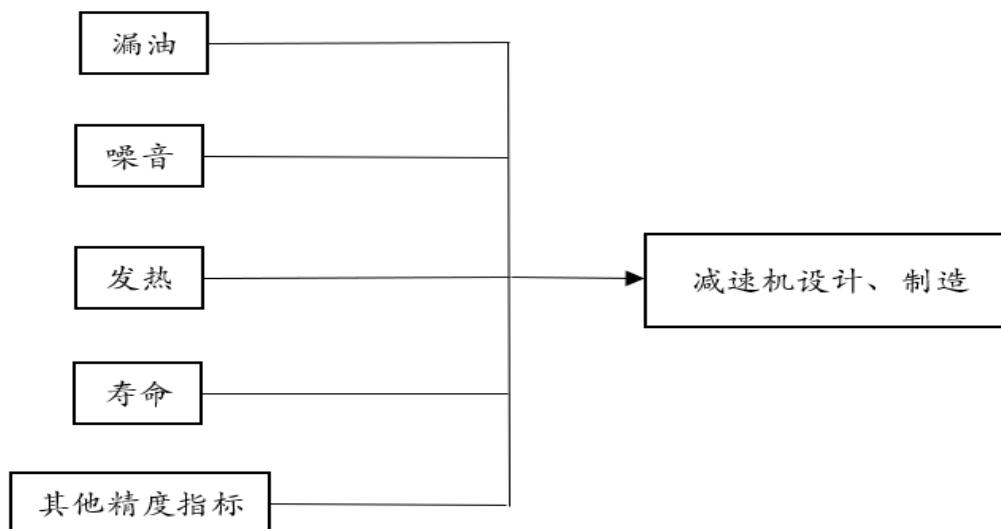


资料来源：华安证券研究所整理

■ 3.4行业驱动因素：产品升级出清低端竞争对手，国产替代趋势显著

国产品牌与外资品牌差距主要体现在标准件的选择与制造环节。减速机作为机械设备的重要基础部件，生产工艺复杂，对材料、加工精度、运行平稳性要求高。减速机的技术特点要求生产厂商拥有长期的技术积累，掌握核心技术，具备较强的产品设计和研究开发能力。减速机主要质量指标有：漏油、噪音、发热、寿命等。

图表48 减速机主要质量指标



资料来源：招股说明书，华安证券研究所



■ 3.4行业驱动因素：产品升级出清低端竞争对手，国产替代趋势显著

1、国内企业多集中于中低端，国外品牌走高端路线。国内减速机行业发展起步较晚，虽然近年来设计水平和技术实力进步明显，产品性价比高，但企业整体技术水平与国外领先的减速机制造企业仍存在一定差距。国外品牌竞争优势①产品配置较高。例如SEW轴承一般选用斯凯孚、FAG等，润滑油选用美孚或壳牌。②零部件自制率高。SEW所有的齿轮、箱体、轴等零部件实现自制，以确保产品稳定性。③品牌定位。SEW和诺德定位三合一减速机，SEW的目标是全球顶尖运动控制领域的领航者。④服务方面。相比于邦飞利、伦茨等，SEW和弗兰德在国内开设工厂，服务优势明显。

2、国内减速机中端品牌围猎低端市场，行业整合正当时。在通用减速机领域，2011年外资品牌SEW和西门子共占据20%-30%的市场份额，小而多的国产品牌占据70%-80%的市场份额；随着下游行业快速整合升级，带来中游减速机品牌分层的需求，国茂股份、江苏泰隆、博力等一批优秀的国产减速机企业，在产品质量、品类布局以及销售渠道上与三四线小厂拉开差距，中小厂商逐渐被出清，2019年国茂在通用减速机市场份额为4%，SEW则带领外资品牌建立了高端市场门槛，份额在15%左右，中小减速机企业的市场份额进一步压缩。

3、成本与服务优势显著，国产替代趋势加速前行。国内品牌竞争优势①大部分进口减速机品牌的交货期远大于国产品牌。国外疫情影响下，进口减速机产品交货期将再加长。②市场定位：对于减速机稳定性要求较低的产业，如矿山、起重等，国产减速机品牌性价比较高，进口品牌价格高于国产90%以上。③营销模式：海外品牌在中国设立工厂，以直销为主，成本较高，只能针对大客户营销。内资品牌以国茂为例，建立了稳固的经销渠道，全国范围覆盖。

资料来源：本页图表数据均来自于2020年工博会，华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

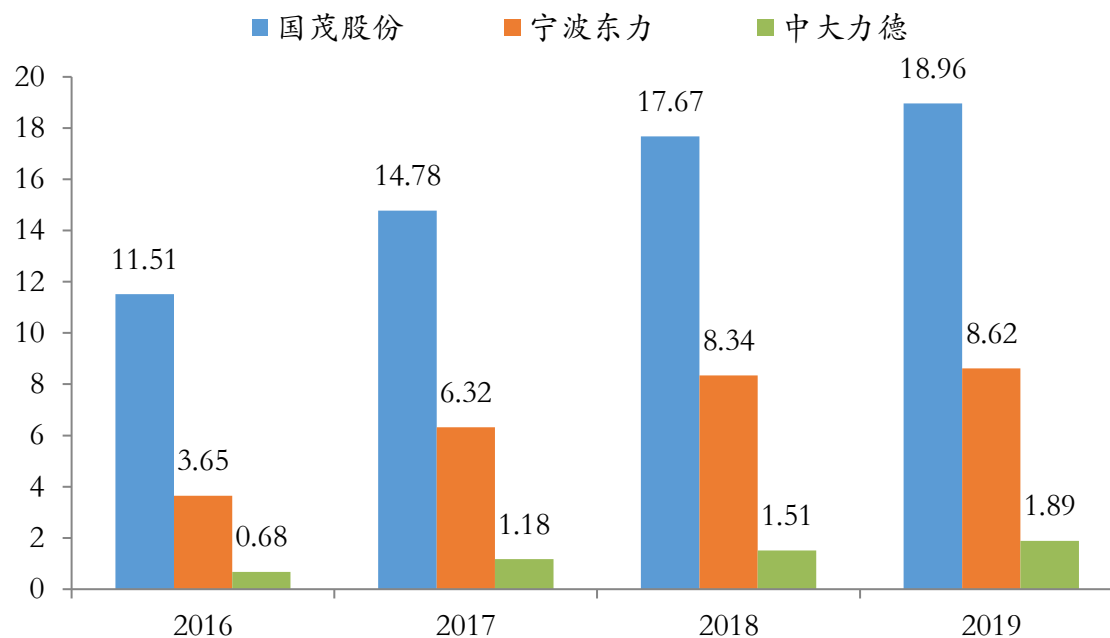
四、 建立内资品牌绝对竞争优势，
业务边际持续开拓

公司分析

■ 4.1 规模优势显著，盈利能力领先

国茂是最大的通用减速机国产品牌，相较SEW品牌仍有较大提升空间。国茂股份定位中端减速机市场，2019年营收18.24亿元，远超其他内资通用减速机制造商，其中非上市公司杰牌、博能营收在3-6亿元左右，公司营收大幅领先于宁波东力、中大力德等国内品牌，相较于SEW 80亿收入有较大的提升空间。

图表49 国内通用减速机上市公司年销售收入（亿元）

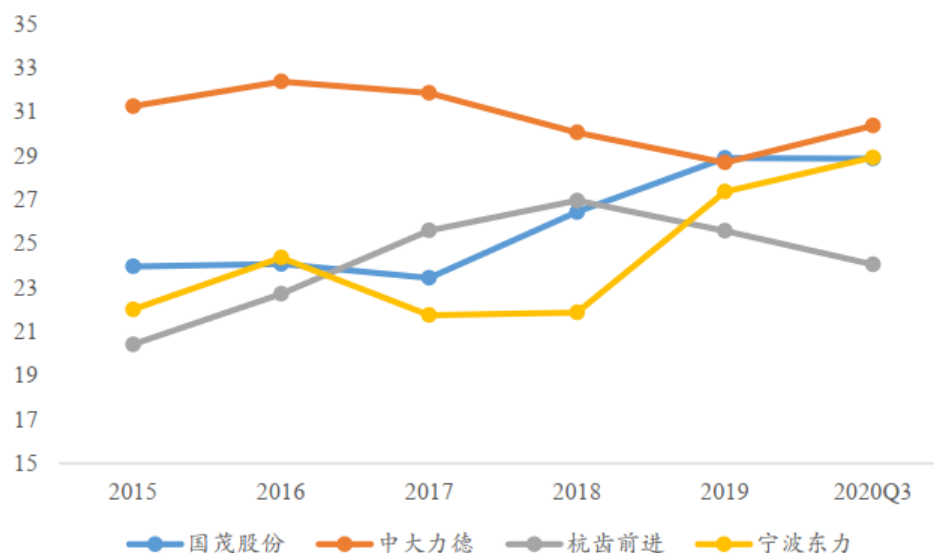


资料来源：Wind，华安证券研究所

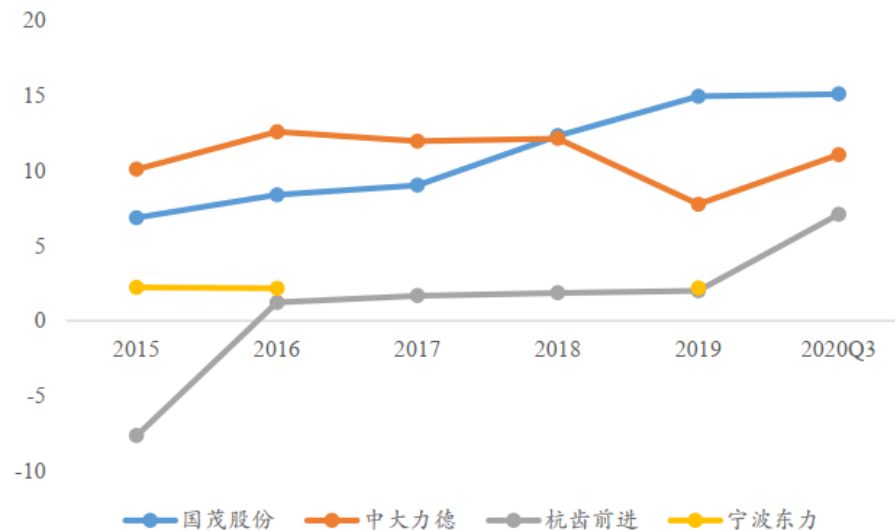
■ 4.1 规模优势显著，盈利能力领先

国茂股份盈利能力与运营效率领先于国内齿轮制造商。对比国茂、中大力德、宁波东力、杭齿前进的毛利率、净利润率、ROE，国茂的各项指标基本都优于竞争对手，其中毛利率与净利润率提升趋势显著，2020年1-9月因为在建工程转固、搬迁等因素带来了折旧摊销，新建产能8月份才开始投产，拉低了毛利率。ROE也是因为2019年上市募资未能转化为产能，资产周转率下滑，拉低了2019-2020年的ROE。

图表50 国茂净毛利率持续提升



图表51 国茂净利润率领先竞争对手

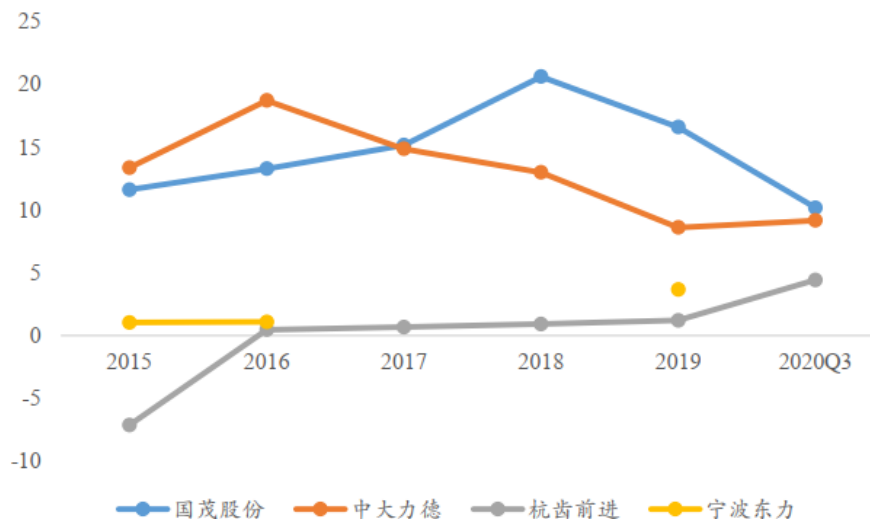


资料来源: Wind, 华安证券研究所

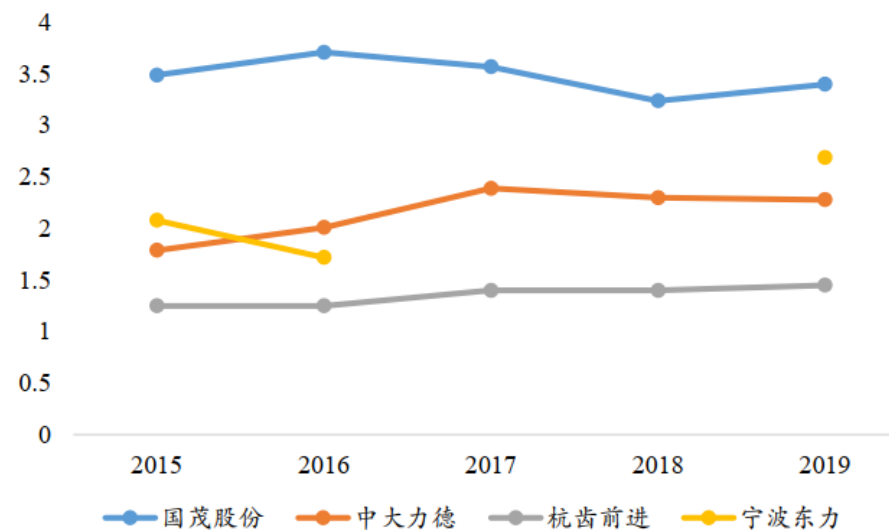
■ 4.1 规模优势显著，盈利能力领先

国茂股份盈利能力与运营效率领先于国内齿轮制造商。对比国茂、中大力德、宁波东力、杭齿前进的毛利率、净利润率、ROE，国茂的各项指标基本都优于竞争对手，其中毛利率与净利润率提升趋势显著，2020年1-9月因为在建工程转固、搬迁等因素带来了折旧摊销，新建产能8月份才开始投产，拉低了毛利率。ROE也是因为2019年上市募资未能转化为产能，资产周转率下滑，拉低了2019-2020年的ROE。

图表52 国茂ROE先竞争对手



图表53 国茂存货周转率先竞争对手



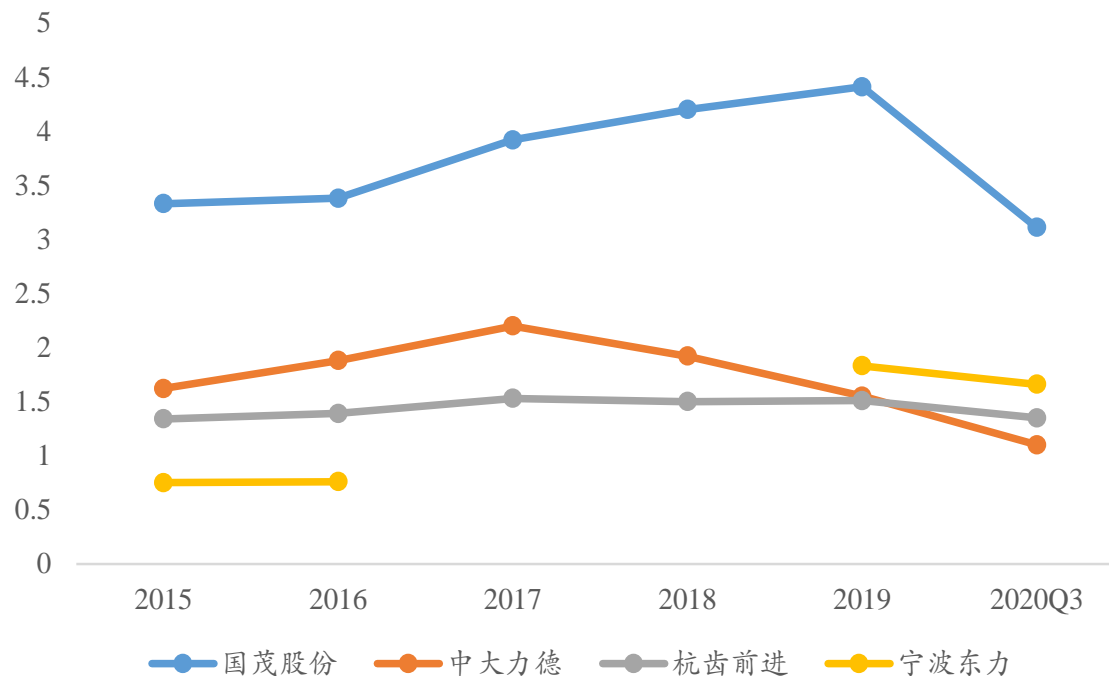
资料来源: Wind, 华安证券研究所

4.1 规模优势显著，盈利能力领先

图表54 国茂固定资产周转率远高于竞争对手

国茂领先优势来自于对生产制造流程管控与内部治理，以较低的成本获得了较高品质的产品，持续提价，并通过提升自制率降低采购成本；同时公司对“分散制造、集中组装”生产流程深入理解，带来了规模化生产优势，固定资产周转率远高于竞争对手。

公司与同行业公司生产组织模式差异在，通过将耗电的全部热处理、部分的机加工和精加工进行外协，该种情况下，可以减少公司大量的固定资产投入，致使公司固定资产周转率较高。通过委托加工模式有利于缓解部分工序产能不足的问题，便于集中资源进行主要核心部件的生产。



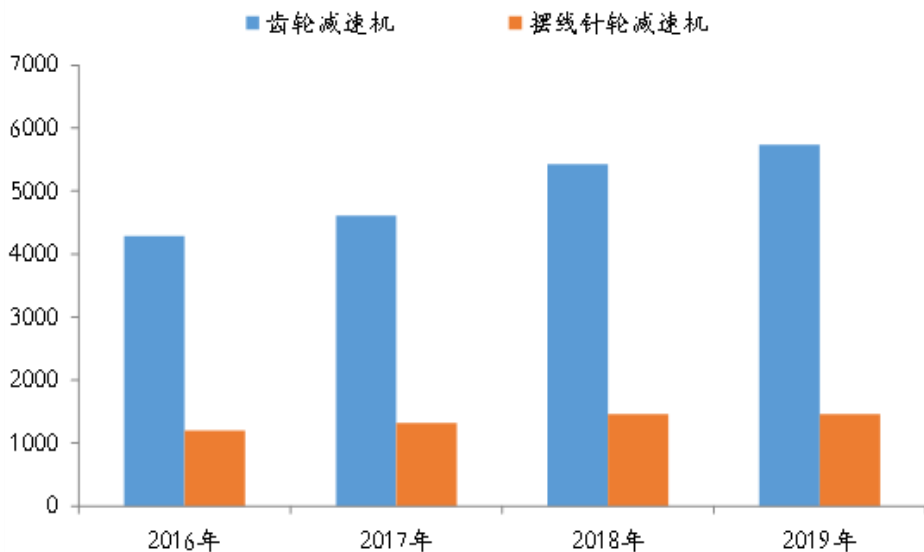
资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 4.1 规模优势显著，盈利能力领先

公司在生产制造流程方面的核心是模块化设计技术，可组成很多的结构和传动比，从而较大程度地满足不同客户的需求。模块化设计可以帮助公司缩短产品研发与制造周期，增加产品系列，提高产品质量，快速应对市场变化。

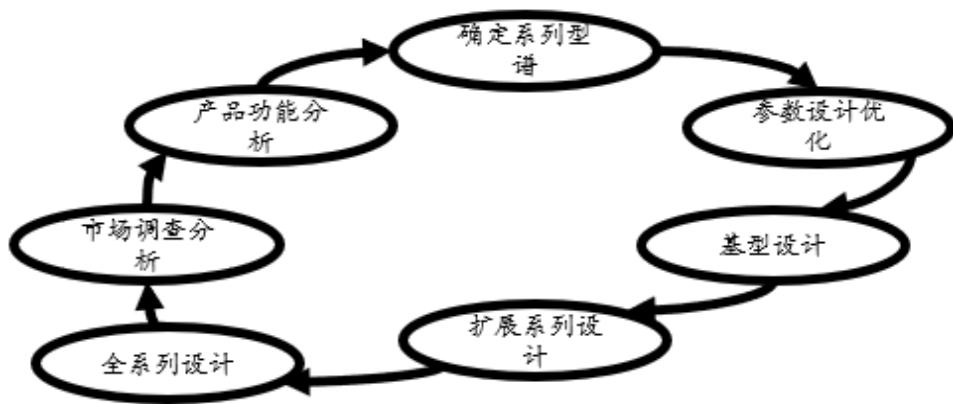
2016-2018年齿轮减速机从2016年的4288元/台到2019年5430元/台，摆线针轮减速机从2016年1197元/台到2019年1457元，2016-2019年营收同比增长49.9%，规模效应带来的质量保证和产品优势使得产品供不应求，连续三年提价后，相同类型减速机，国茂均价低于SEW 50%。

图表55 国茂减速机连续三年提价（元/台）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表56 模块化设计技术



■ 4.1 规模优势显著，盈利能力领先

“集中生产、分散组装”的流程对生产规模要求较高，外资SEW、弗兰德也采用此流程，但国内其它竞争对手体量较小，集中制造从经济角度看不适用。国茂目前有3万多种零部件类别，已生产出的产品型号达 15 万种以上，拥有GF、GS、GK、GR 四系列模块化产品，可组成很多的结构和传动比，从而较大幅度地满足不同客户的需求，极大地增强了产品的多样化程度。

图表57 国茂模块化产品系列参数

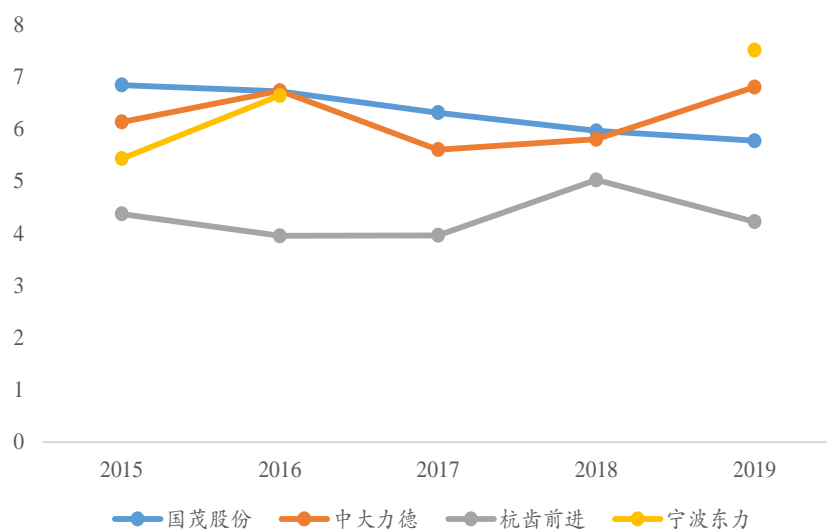
系列	功率 (kW)	速比	最大输出转矩 (kN.m)
GK	0.12-200	5.36-29414	Top to 50
GR	0.12-160	1.3-26995	Top to 36.6
GS	0.12-30	7.57-33818	Top to 6.5
GF	0.12-30	7.57-33818	Top to 6.5

资料来源：国茂股份官网，华安证券研究所

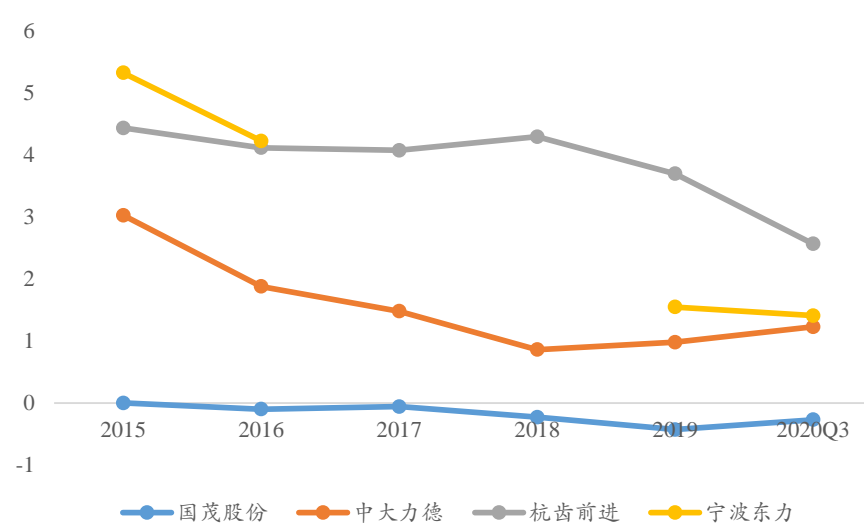
■ 4.1 规模优势显著，盈利能力领先

费用率方面对比：国茂期间费用率大幅低于竞争对手，负债率与治理结构优于竞争对手。公司管理费用占营业收入的比例较同行业低，系组织架构较为扁平化，行政管理体制运作效率较高。财务费用率较低主要系公司报告期内无银行贷款。

图表58 公司管理费用率稳步下行



图表59 公司财务费用率大幅低于竞争对手



资料来源：Wind，华安证券研究所

4.2 横向切入工程机械领域，拓宽市场空间

工业减速机在工程机械的应用场景主要包括挖机、塔机、汽车起重机、高空作业平台、旋挖钻机等。挖机和塔机对减速机的需求占到总量的80%，每台挖机需要配备两台行走减速机、一台回转减速机，塔机需要配套两台回转（一用一备）、一台卷扬、一台变幅。

图表60 工程机械部分产品示例



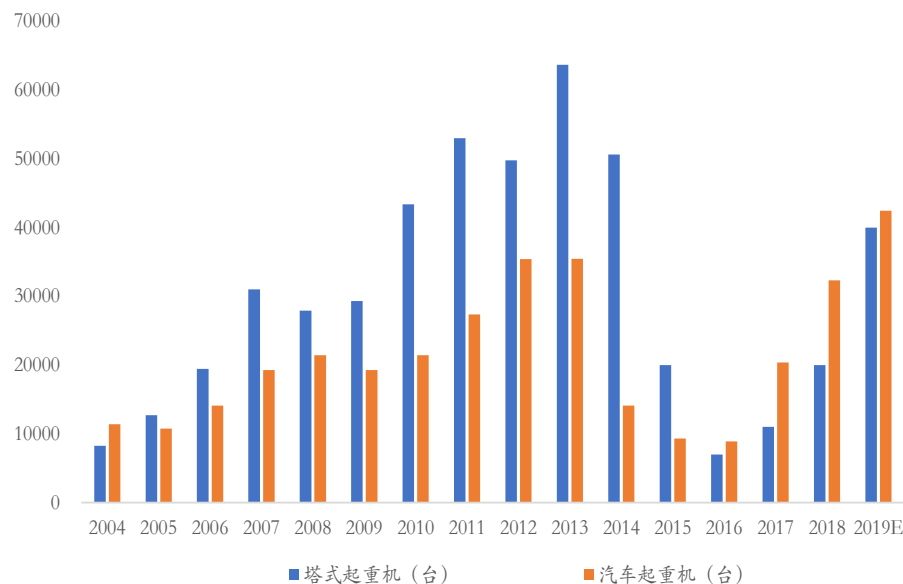
资料来源：华安证券研究所整理

4.2 横向切入工程机械领域，拓宽市场空间

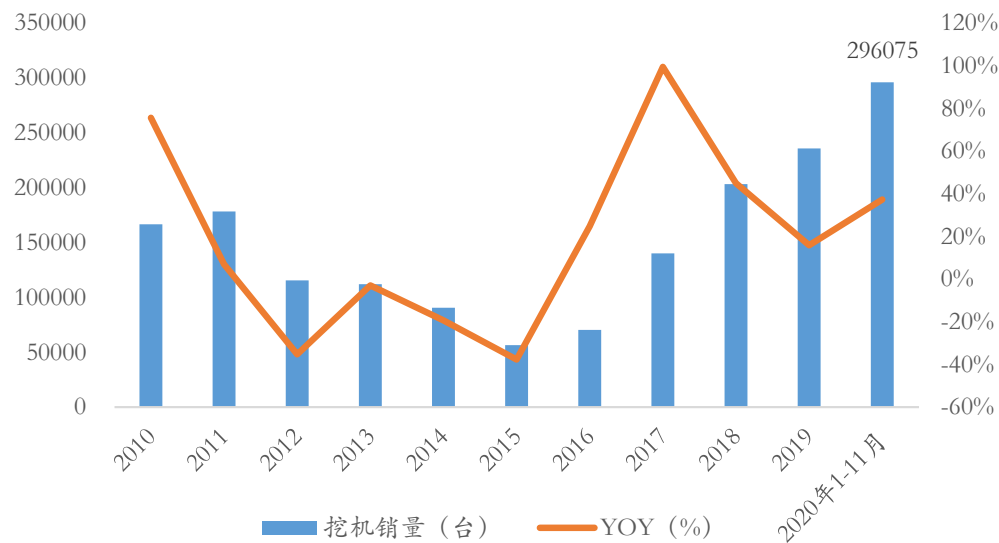
根据中国工程机械协会挖机分会数据披露，2020年1-11月挖机销量达296075台，超2019全年，国产挖掘机品牌销量市场占有率高达63%，销量前三为三一重工、徐工和卡特彼勒。挖机配套的行走和回转减速机技术壁垒高，价值量大，主要被外资品牌邦飞利、韩国斗山、日本KYB等巨头占领，没有国内大型减速机厂商进入。

塔机的应用领域主要为地产和基建，自2017年进入复苏阶段，随着装配式建筑的发展，地产市场所需塔机数量增多。塔吊市场以国产为主，中联重科、徐工集团、永茂控股的塔机销售稳居前三。

图表61 2017-2019年塔机&汽车吊销量持续增长



图表62 国内历年挖机销量，2020年1-10月超19全年



资料来源: Wind, 华安证券研究所

■ 4.2 横向切入工程机械领域，拓宽市场空间

国茂以塔机市场为切入口从2018年底开始试制配套于塔机的回转减速机，到目前已实现批量生产，产品质量稳定可靠，主要配套于徐工的中大型塔机。此外，用于汽车起重机的回转减速机及卷扬减速机目前尚在抓紧试样中。

2020年3月，公司重载齿轮箱事业部宣布成功新研制两款专用产品，分别是TMJ1802-05轧机专用减速机和WPGX1830行星减速机，两款产品分别对标下游垃圾处理和重载领域，是国茂在专用领域的重大突破。

图表63 国茂2020年最新研发的两款专用产品

产品	性能	特点
TMJ1802-05轧机专用减速机	轧机输出中心距1360mm，规格较大；功率1000kw，速比11.976；电机最高转速1200rpm；重量约21吨	产品低速、重载，冲击负荷大，冲击次数频繁，可连续工作。轧制速度高，轧制负荷大，减速机齿轮传动装置具有足够的承载能力，即具有高强度、高精度、高寿命和高可靠度。
WPGX1830行星减速机	额定输出扭矩1830KN，速比2522；电机功率132KW；转速1490r/min；锁紧盘额定转矩2000KN.m	该产品是国茂股份最新研发的餐厨垃圾处理设备主机驱动减速机，采用NGW行星传动结构形式，结构紧凑、体积小、重量轻、承载能力大，最大限度地实现均载。

资料来源：国茂股份官网，华安证券研究所

4.3 收购“莱克斯诺”完善高端品牌矩阵

图表64 国茂收购的莱克斯诺产品线

公司9月7号公告宣布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，交易总金额580万美元。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。国茂将利用莱克斯诺先进的研发制造优势，与公司现有的减速机主营业务产生协同效应，这有利于提升公司的品牌形象，并以“捷诺”品牌开拓减速机中高端市场。

产品线	应用领域
模块化减速机	钢铁、环保、发电、物料搬运、筑路、食品加工、化工搅拌、农业机械、造纸、制药、塑料、纺织机械
大功率减速机	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
工业机器人减速机	机器人、自动化等专用领域

资料来源：华安证券研究所整理，华安证券研究所

■ 4.4创新分级营销模式，高质量渠道拓展与客户管理

公司采取经销与直销相结合的销售模式，通用减速机以经销为主，工程机械等专用减速机采用直销模式。2016-2018年，公司主营收入中经销占比分别为57%、57%和 58%，直销占比分别为 43%、43%和 42%。

图表65 公司以经销模式为主

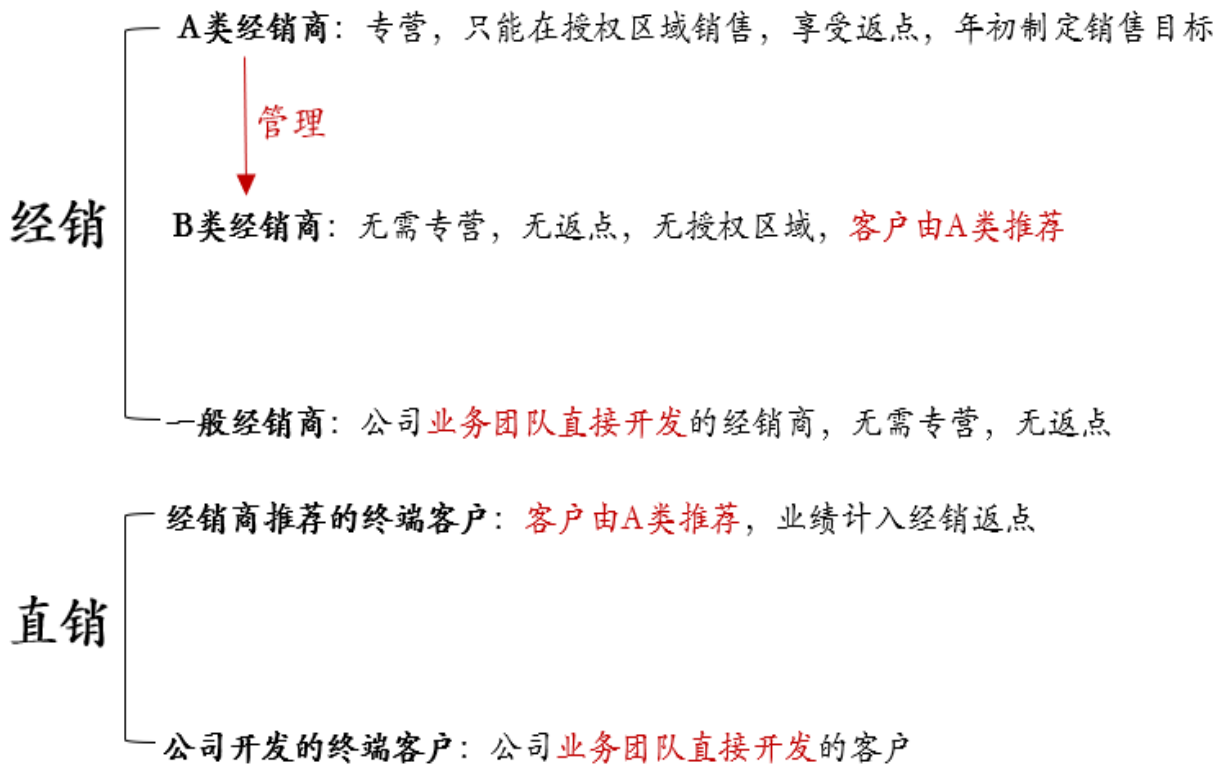
销售模式	2018年		2017年		2016年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
经销	101030	58%	83363	57%	65034	57%
直销	73721	42%	63403	43%	49271	43%
合计	174752	100%	146766	100%	114306	100%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.4 创新分级营销模式，高质量渠道拓展与客户管理

图表66 公司销售客户分类

通用减速机采用分级经销制度，直销填补空白市场。公司经销商分为三类：A类经销商，B类经销商及一般经销商。此外，公司拥有一支销售经验丰富的业务员团队100多人，负责直接开发、管理客户。业务员团队的主要销售目标是针对 A 类经销商未开发的客户进行市场拓展，覆盖空白市场，提升“国茂”品牌市场占有率。

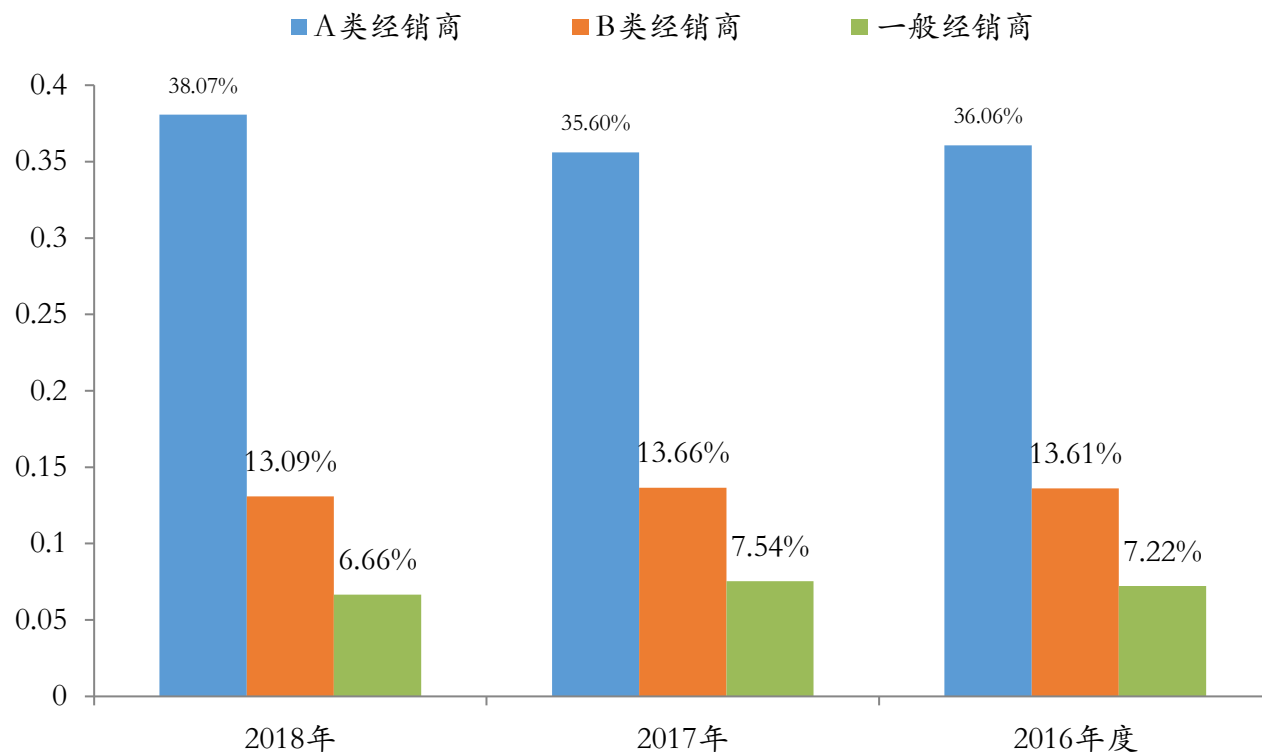


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4.4 创新分级营销模式，高质量渠道拓展与客户管理

图表67 分级经销商销售占比

截至2019年底全国A类经销商78家，长期以来数量稳定，合作关系大多超过15年。A类按地域划分了五大销售片区：华东、中原、中南、华北、西南，覆盖了中国绝大多数省份。A类经销商在公司具备生产能力的产品范围内，专营公司产品，2018年总销售占比38.07%，是公司销售网络的核心力量。



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

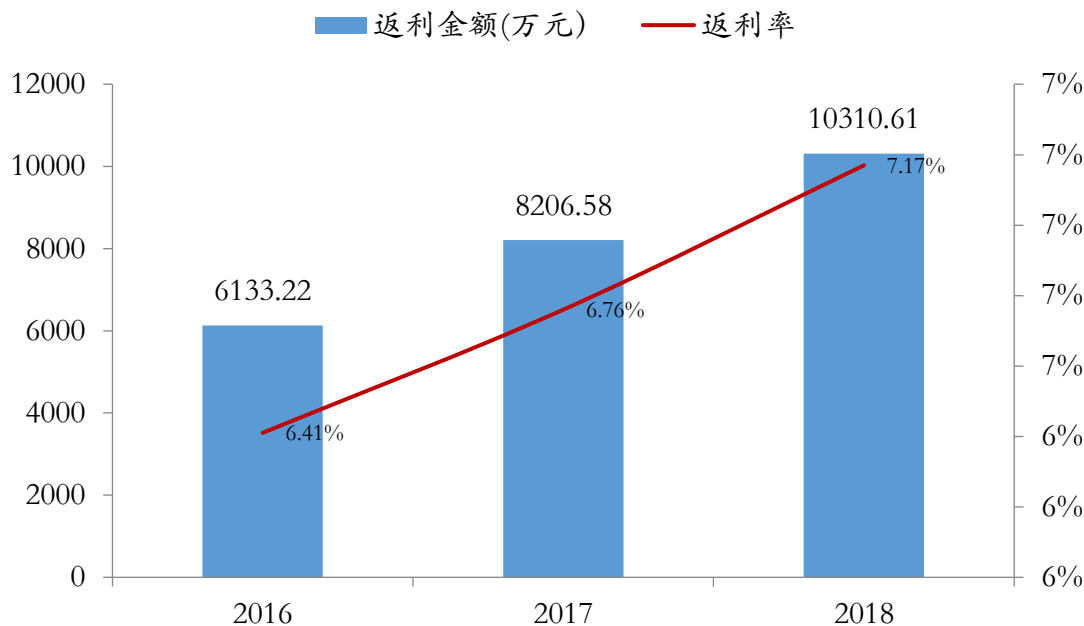
4.4 创新分级营销模式，高质量渠道拓展与客户管理

图表68 2016-2018年A类经销商平均返利金额和返利率

国茂股份对经销商的返利金额与返利率在行业中处于较高水平。同行业上市公司中大力德，也同样实行经销返利政策。根据中大力德招股说明书，2016年度及2017年1-6月，中大力德计提的返利金额分别为712.12万元和559.24万元，占经销收入的比例分别为4.40%和5.95%，低于国茂的返利金额与返利率，因此国茂的销售费用较高于同行业均值。

经销商通过经销客户获取的收益包括两个部分：（1）经销商向发行人购买产品，发行人给予经销商返利。

（2）经销商将产品销售给终端客户，可以赚取差价。2016-2018年公司对A类经销商的含税返利金额分别为6133万元、8206万元和10310万元，占A类经销商及其推荐的B类经销商和终端客户合计返利前含税销售收入比例分别为6.41%、6.76%和7.17%。加上返点，预计2019年A类经销商毛利率在10-15%左右。

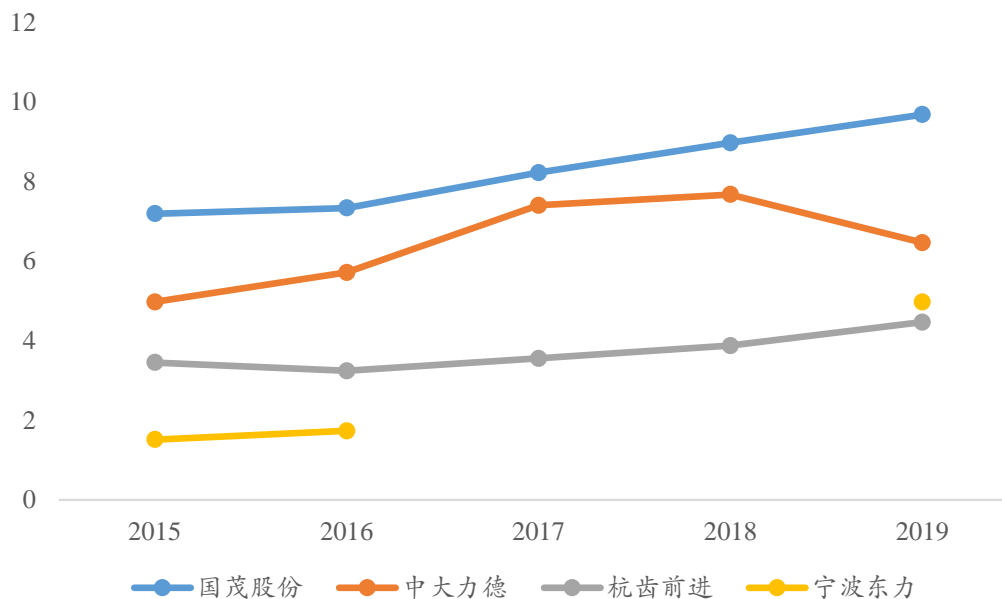


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

■ 4.4创新分级营销模式，高质量渠道拓展与客户管理

回款机制严格，应收账款周转率大幅领先竞争对手。公司对 A 类经销商所属客户组的到账率有严格的考核标准，包括月度到账率考核标准和年度到账率考核标准：第一季度末必须达 70%以上，第二季度末必须达 80%以上（四、五月必须达 70%），第三季度末必须达 88%以上（七、八月必须达 80%），年末到账率必须达 95%以上（十、十一月必须达 88%），其中如上年欠公司贷款较多者，年末到账率必须达 100%以上，严格的回款机制带来了稳定的现金流。

图表69 应收账款周转率领先竞争对手



资料来源：公司公告，华安证券研究所



五、公司估值与风险提示

投资建议

5.1 投资建议——分项业务收入预测

图表69 预计2020-2022年营业收入为21.98/30.46/39.96亿元

项目	单位	2019A	2020E	2021E	2022E
齿轮减速机					
销售收入	亿元	14.01	15.98	22.29	27.52
增长率	%	10.14	10.85	31.20	19.74
摆线针轮减速机					
销售收入	亿元	4.23	4.23	4.23	4.23
增长率	%	(0.24)	0.00	0.00	0.00
莱克斯诺					
销售收入	亿元	-	0.20	1.50	4.50
增长率	%	-	0.00	650.00	200.00
工程机械减速机					
销售收入	亿元	-	0.80	1.62	2.83
增长率	%	-	0.00	102.50	74.69
配件					
销售收入	亿元	0.51	0.56	0.62	0.68
增长率	%	15.91	10.00	10.00	10.00
其它业务					
销售收入	亿元	0.20	0.20	0.20	0.20
增长率	%	5.26	0.00	0.00	0.00
合计					
销售收入	亿元	18.95	21.98	30.46	39.96
增长率	%	7.73	15.97	38.59	31.20

资料来源: wind, 华安证券研究所

■ 5.2 投资建议—可比公司估值与风险提示

投资评级与估值：

我们选取杰克股份、恒立液压、中大力德，作为A股自动化行业估值对标，2020-2021年平均PE为47X/35X，国茂股份低于可比公司平均估值水平。给予“买入”评级。

风险提示：

1、工业自动化景气度下行；2、莱克斯诺高端品牌融合低于预期；3、工程机械减速机业务推进受阻。

图表71 可比公司平均估值水平

证券代码	公司简称	EPS			PE		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603777.SZ	杰克股份	0.68	0.7	1.06	39.99	38.84	25.65
688017.SH	恒立液压	1.47	1.54	1.91	82.59	78.83	63.56
002896.SZ	中大力德	0.66	1.10	1.46	38.03	22.82	17.19
平均值					53.53	46.83	35.47
603915.SH	国茂股份	0.60	0.75	1.04	57.68	46.15	33.28

资料来源：可比公司估值数据均采用2021/01/14日wind一致预期，华安证券研究所

■ 盈利预测

图表72 综合盈利预测

单位:百万元				
主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1896	2198	3046	3996
收入同比 (%)	7.3%	15.9%	38.6%	31.2%
归属母公司净利润	284	354	490	645
净利润同比 (%)	30.1%	24.6%	38.7%	31.7%
毛利率 (%)	28.9%	28.7%	29.0%	29.3%
ROE (%)	12.6%	13.6%	15.8%	17.2%
每股收益 (元)	0.60	0.75	1.04	1.37
P/E	57.64	46.26	33.36	25.34
P/B	7.27	6.28	5.28	4.36
EV/EBITDA	41.59	31.11	22.53	16.95

资料来源: wind, 华安证券研究所



重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6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个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！