

# 国茂股份 (603915.SH)

## 国内减速机龙头，千亿赛道砥砺前行

公司为国内通用减速机龙头，收入稳增，经营优质。公司主营减速机研发、生产和销售，产品分为齿轮减速机和摆线针轮减速机两大类，主要用于通用领域，收入规模居行业头部。2016-2019年，公司营收复合增速为18%；产品结构改善/提价/零部件自制等多因素推动，公司产品综合毛利率呈现上升态势，2019年达28.90%，较2016年增加4.83%。经营性现金流表现优异，2019年公司收现比约1。经营性现金流净额整体高于净利润。

**减速机行业千亿市场空间，进口替代、头部厂商份额集中趋势演进。**减速机是重要的工业传动基础件之一，千亿市场规模。① 随着国内工业企业经营规模的持续扩大、产业自动化升级持续推进，中长期行业需求规模持续增长；② 随着工业企业经营景气度变化其需求增速呈现一定周期性变化。当前时点看，国内工业企业经营景气度处于疫情后复苏向上阶段，减速机消费需求有望持续可观增长。外资品牌进入国内市场较早，凭借技术优势和品牌效应占据市场领先地位。技术/品牌/渠道积淀下，国内厂商自低端至高端产品逐步实现进口替代，份额提升，预估公司在通用减速机市场的市占率为3.6%左右。

**积淀自身优势，大赛道砥砺前行。**① 公司为国内老牌减速机厂商，技术水平逼近国际厂商。公司深耕减速机行业二十多年，在本土市场需求红利培育下，经营规模/技术水平赶超同行，产品可靠性、维修率等核心指标逐步接近国际厂商SEW；② 品质之外，产品系列丰富度高、生产成本严控也是公司竞争优势之一。一方面，公司通过向上游产业链延伸的方式，提升关键零部件自制率，保证供应链响应速度、降低生产成本；另一方面，推进模块化/精益化生产技术，实现产品多品类并维持一定规模效益。公司是减速机领域产品线最齐全的公司之一，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。③ 成熟且稳定的销售体系助力公司规模扩张。公司采取经销与直销相结合的销售模式，2018年两者收入占比分别为42%/58%。系统、严谨、可观的返点考核机制对于稳定经销商团队具有较大作用，2016-2018年，公司A类经销商数量维持在78家规模，且成立时间大部分在2010年以前，双方合作时间超10年，对于公司产品信赖度、忠诚度。④ 外延并购整合，打开高端减速机市场。2020年，子公司捷诺传动成立，并以其为主体收购高端减速机厂商常州莱克斯诺相关资产。高端品牌的拓展有助于完善公司产品矩阵、进一步提升公司产品品质及品牌辨识度。此外，公司持续发力专用减速机领域，有利于打开成长空间、提升业绩增长持续性、稳定性。

**盈利预测与估值。**预计公司2020-2022年归母净利润分别为3.50、4.51、5.82亿元，对应当前股价估值为52、40、31倍。首次覆盖给予公司“增持”评级。

**风险提示：**制造业景气度下滑；高端减速机产品布局进度不及预期；专用减速机产品放量不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,767	1,896	2,299	2,883	3,632
增长率 yoy (%)	19.5	7.3	21.3	25.4	26.0
归母净利润(百万元)	218	284	350	451	582
增长率 yoy (%)	63.1	30.1	23.4	28.8	29.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.46	0.60	0.74	0.95	1.23
净资产收益率(%)	18.7	12.6	14.0	15.4	16.7
P/E(倍)	83.4	64.1	51.9	40.3	31.3
P/B(倍)	15.6	8.1	7.3	6.2	5.2

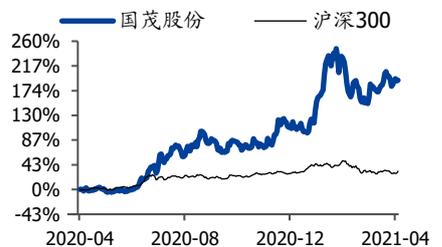
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月19日收盘价

### 增持(首次)

#### 股票信息

行业	通用机械
04月19日收盘价	38.63
总市值(百万元)	18,254.51
总股本(百万股)	472.55
其中自由流通股(%)	26.44
30日日均成交量(百万股)	1.55

#### 股价走势



#### 作者

分析师 姚健

执业证书编号：S0680518040002

邮箱：yaojian@gszq.com

分析师 陆亚兵

执业证书编号：S0680520080005

邮箱：luyabing@gszq.com

#### 相关研究



## 内容目录

一、公司为国内通用减速机龙头	5
1.1 收入不断增长，毛利率逐步改善	5
1.2 费用率较稳定，现金流表现突出	6
1.3 股权激励绑定优秀员工，锚定长期增长	7
二、行业：千亿赛道，进口替代&头部集中	9
2.1 工业传动基础件，千亿市场迎复苏拐点	10
2.2 国产替代推进，市场份额向头部企业集中	11
三、公司：积淀优势，大赛道砥砺前行	14
3.1 竞争优势明显，中端市场市占率有望不断提升	14
3.1.1 品牌与技术为基，智能制造/产业链延伸降本	14
3.1.2 产品多样化与模块化并举，质量精益求精	16
3.1.3 成熟且稳定的销售体系助力公司规模扩张	18
3.2 外延并购，布局高端以及专用减速机市场	21
3.2.1 专用产品持续拓展，塔机用回旋减速机已批量生产	21
3.2.2 并购整合，以“捷诺”品牌打开高端减速机市场	23
四、盈利预测与估值	24
4.1 关键假设	24
4.2 估值比较	24
五、风险提示	25

## 图表目录

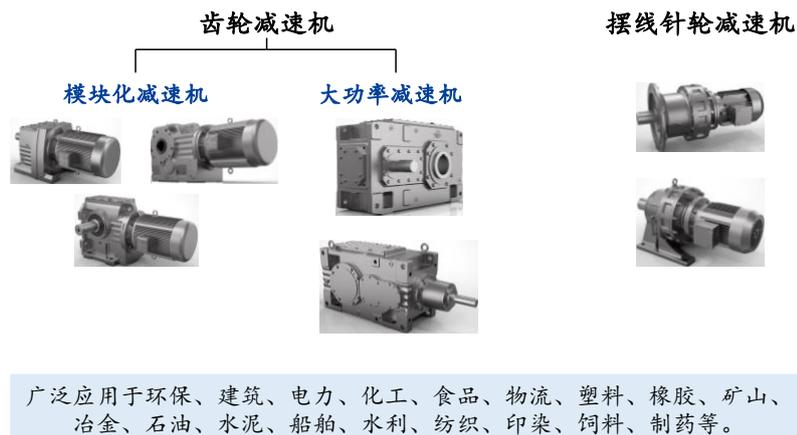
图表 1: 公司主要产品示意图	5
图表 2: 公司营业收入及增长	5
图表 3: 公司齿轮减速机及摆线针轮减速机收入占比变化	5
图表 4: 公司综合毛利率近年呈现上升态势	6
图表 5: 公司减速机产品销售价格变化	6
图表 6: 减速机结构示意图	6
图表 7: 箱体加工外协成本与自制成本比较	6
图表 8: 公司费用率变化	7
图表 9: 公司研发投入持续增长	7
图表 10: 公司归母净利润变化	7
图表 11: 公司经营性现金流优异	7
图表 12: 公司股权结构	8
图表 13: 公司股权激励业绩考核目标	8
图表 14: 减速机搭配原动机结构示意图	9
图表 15: 公司前 100 名直销客户行业分布 (2018)	9
图表 16: 减速机行业划分概要	10
图表 17: 国内减速机行业销售收入	10
图表 18: 国内制造业固定资产投资增速	10
图表 19: 部分减速机厂商 2020 年各季度营收同比增速	11
图表 20: 制造业 PMI 持续向好	11
图表 21: 2019 年国内通用减速机市场格局	11
图表 22: SEW 全球网点分布	12

图表 23: SEW 主要减速机产品.....	12
图表 24: 国茂股份等 2015 年以来营收状况 (亿元) .....	13
图表 25: 通用减速机主要厂商 2015 年-2019 年市占率变化 .....	13
图表 26: 公司主要核心技术及在研项目 .....	15
图表 27: 公司主要原材料采购占比 (2018) .....	16
图表 28: 公司向上游延申布局时间线 .....	16
图表 29: 国茂股份智能数据中心.....	16
图表 30: 公司细分品类产品收入占比.....	17
图表 31: 公司综合毛利率与同行相比较.....	17
图表 32: 公司模块化齿轮产品收入占比逐步提升 .....	17
图表 33: 公司模块化齿轮产品毛利率大幅领先于其他品类 .....	17
图表 34: 公司与经销商发生的退换货情况 (2016-2018) .....	18
图表 35: 公司直销/经销收入比例 .....	18
图表 36: 公司细分各类渠道销售收入占比 .....	18
图表 37: 公司销售体系 .....	19
图表 38: 公司主要销售区域 A 类经销商数量.....	19
图表 39: 公司前十大经销客户合计销售金额.....	19
图表 40: 公司对 A 类经销商返利情况.....	20
图表 41: 公司 A 类客户及其他客户应收账款周转天数 .....	20
图表 42: 公司前十大经销客户合计销售金额.....	20
图表 43: 公司应收账款周转天数与同行相比较.....	21
图表 44: 2017 年以来国内塔机销量持续攀升 .....	22
图表 45: 2020 年全球头部塔式起重机制造商 .....	22
图表 46: 国茂工程机械专用减速机产品示例.....	22
图表 47: 公司重载机械齿轮应用情况.....	22
图表 48: 捷诺传动产品示例.....	23
图表 49: 公司主要产品收入拆分.....	24
图表 50: 可比公司估值比较 .....	24

## 一、公司为国内通用减速机龙头

公司前身为常州市国茂立德传动设备有限公司，成立于2013年3月。2015年，其完成了对国茂集团及国茂电机与减速机业务相关的经营性资产业务的收购，并于2016年整体变更为股份有限公司，后于2019年在上交所上市。公司主营减速机的研发、生产和销售，主要产品分为齿轮减速机和摆线针轮减速机两大类，其中齿轮减速机可以细分为模块化减速机和功率减速机。减速机作为工业动力传动不可缺少的重要基础部件之一，广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、物流、船舶、水利、纺织等行业。

图表1: 公司主要产品示意图

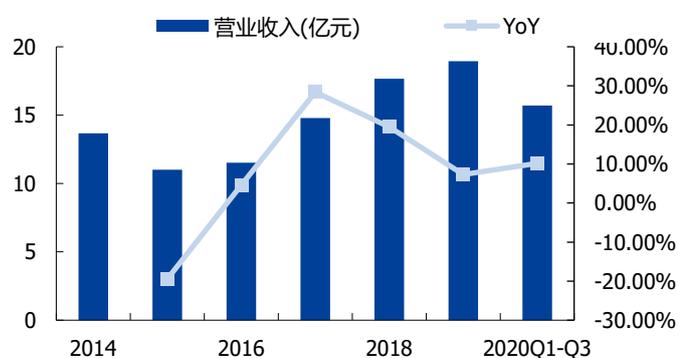


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 1.1 收入不断增长，毛利率逐步改善

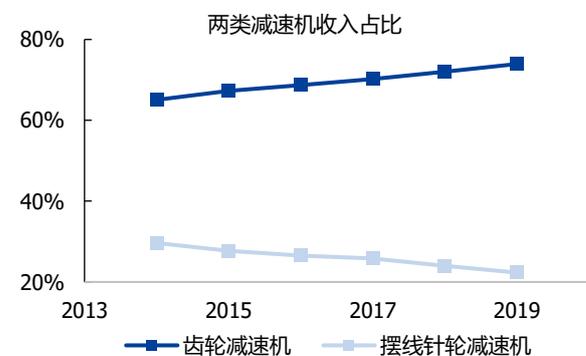
公司产品以通用减速机为主，营收增速波动与宏观景气度关联度较高。减速机可以划分为通用及专用两大类。通用减速机作为传动基础件之一，广泛应用于更细分子行业，需求波动与宏观工业企业经营景气度相关。公司产品以通用减速机为主，经营规模国内领先。2016-2018年，公司收入呈现较高增长，2019年增速有所放缓，整体看期间复合增速为18.08%。分产品看，近年公司高附加值齿轮减速机收入占比持续提升，2019年达73.92%；同期，公司摆线针轮减速机收入占比降至22.31%。当前以国内市场为主。

图表2: 公司营业收入及增长



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表3: 公司齿轮减速机及摆线针轮减速机收入占比变化

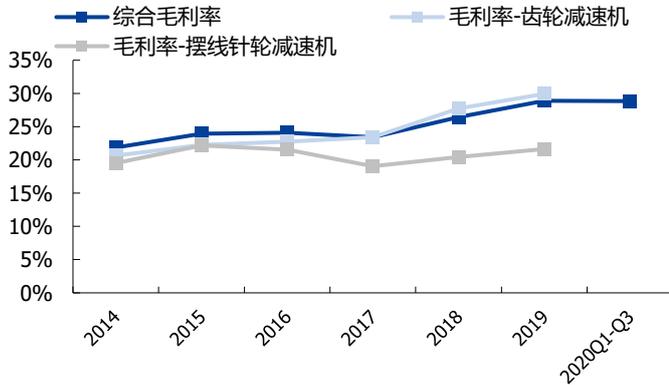


资料来源: wind, 国盛证券研究所

产品结构改善/提价/零部件自制等多因素推动，公司产品综合毛利率呈现上升态势。近年公司综合毛利率逐年提升，2019年达28.87%，较2017年增加5.46%。几方面因素

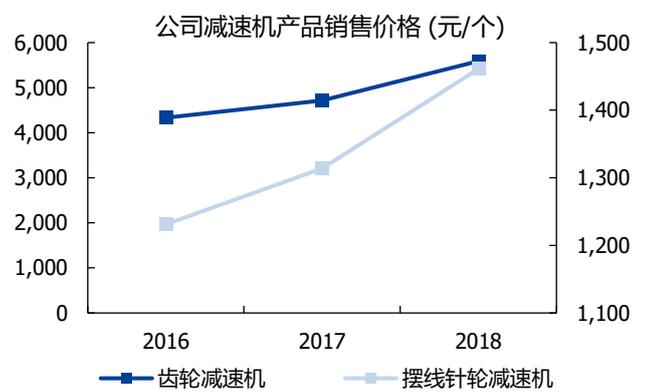
共同推动：① 毛利率更高的齿轮减速机收入占比持续提升；② 就各产品而言，毛利率亦呈现提升趋势，主要受益于公司提价及零部件自制控制成本等因素。参照招股说明书，在上游原材料价格持续上涨，下游制造业发展向好，减速机市场需求提升的背景下，公司于2017年8月、9月及2018年4月三次上调产品销售价格，平均每次提价幅度在2-3个百分点。减速机主要由法兰、轴承、齿轮、箱体、输出轴等部件构成，2017年公司增加齿轮加工设备投入，2018年增加箱体加工设备投入，提升内部制造规模。加工成本比较，箱体内部生产较外协低约13%-22%，有效降低产品成本。

图表 4: 公司综合毛利率近年呈现上升态势



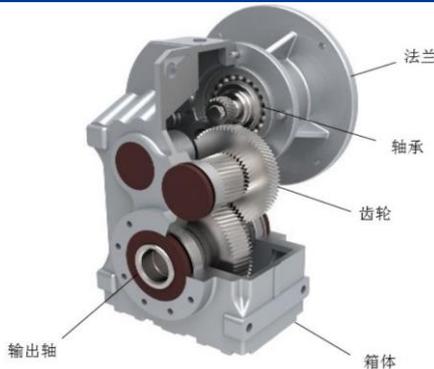
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司减速机产品销售价格变化



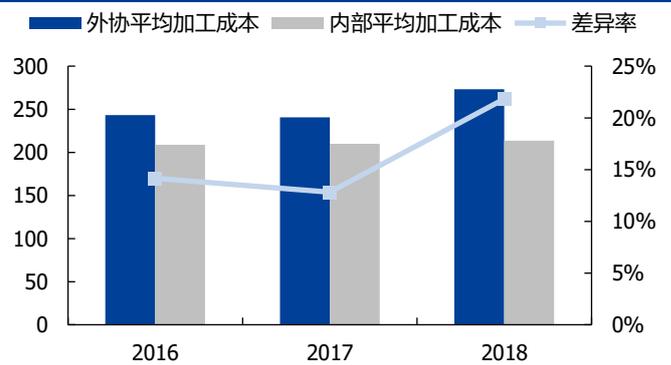
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 6: 减速机结构示意图



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 7: 箱体加工外协成本与自制成本比较 (元/个)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

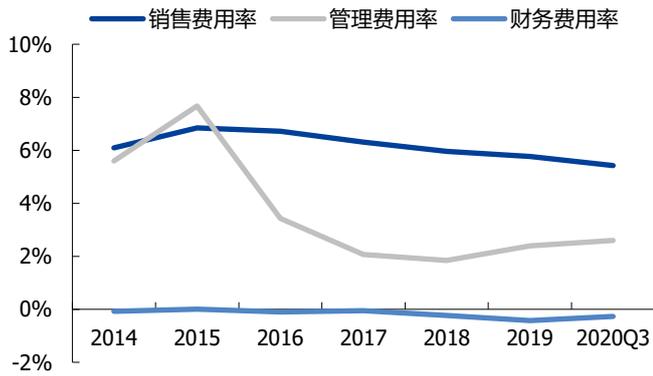
## 1.2 费用率较稳定，现金流表现突出

销售费用率呈现下降趋势，2019年为5.77%，较2016年降低约1%。我们判断，一方面，下游需求景气，销售规模高增摊薄费用；另一方面，从销售模式上看，经销收入比例有所提升，2018年达57.81%，较2016年提升约1%（经销商返点作为商业折扣直接冲抵当期营业收入）。管理费用率有所提升，2019年公司一次性上市费用影响；此外，员工人数增长，收入增速当期有所放缓。财务费用率下降，2019年末公司账面货币资金/交易性金融资产规模为15.59亿元，贡献利息收入及投资收益。

研发投入稳定增长，研发费用率持续提升。2019年，公司研发费用为0.67亿元，占营收比例为3.52%。持续研发投入背后，新品梯次落地。高承载挤出机JE系列减速机开发试制完成，并实现了小批量生产和销售。从2018年底开始试制配套于塔机的回转减速机，已实现批量生产，主要配套于徐州建机工程机械有限公司的中大型塔机。此外，用于汽车起重机的回转减速机及卷扬减速机目前在抓紧试样中；餐厨垃圾处理设备主机驱

动减速机成功交付;新研发的轧机专用减速机实现终端应用。新品落地为后续增长蓄力。

图表 8: 公司费用率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 公司研发投入持续增长

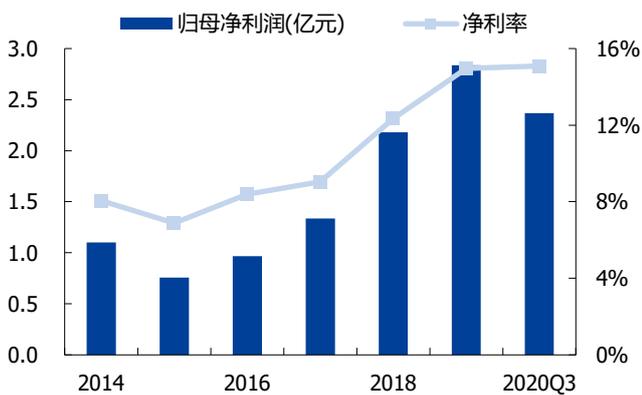


资料来源: wind, 国盛证券研究所

毛利率改善、费用率稳定，净利率持续提升。2019年，公司归母净利润为 2.84 亿元，同比增长 30.13%，净利率为 14.97%，较 2017 年增加 5.93%。

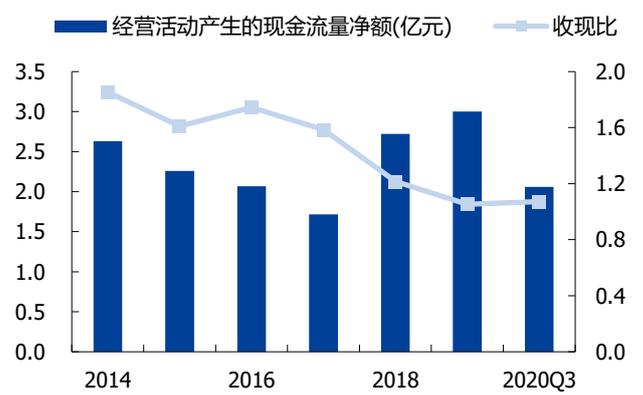
经营性现金流表现优异。自 2014 年以来，公司收现比持续改善，2019 年接近 1: 1。经营性现金流净额整体高于净利润。直观看，优质的经营回款情况体现了公司对于下游客户的议价能力。从销售模式看，得益于公司买断式经销模式以及其对于经销体系客户高标准的回款要求，公司在确定对于 A 类的返点时，会考核 A 类经销商及其推荐的 B 类经销商和终端客户的到账率和回款方式，且为保障公司的销售回款质量，A 类经销商需对其推荐的 B 类经销商和终端客户因与公司发生货物买卖而形成的应付账款承担担保责任并支付保证金。对 A 类经销商严谨、体系化的考核方式，是实现公司良好经营性现金流的重要基础。

图表 10: 公司归母净利润变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 公司经营性现金流优异

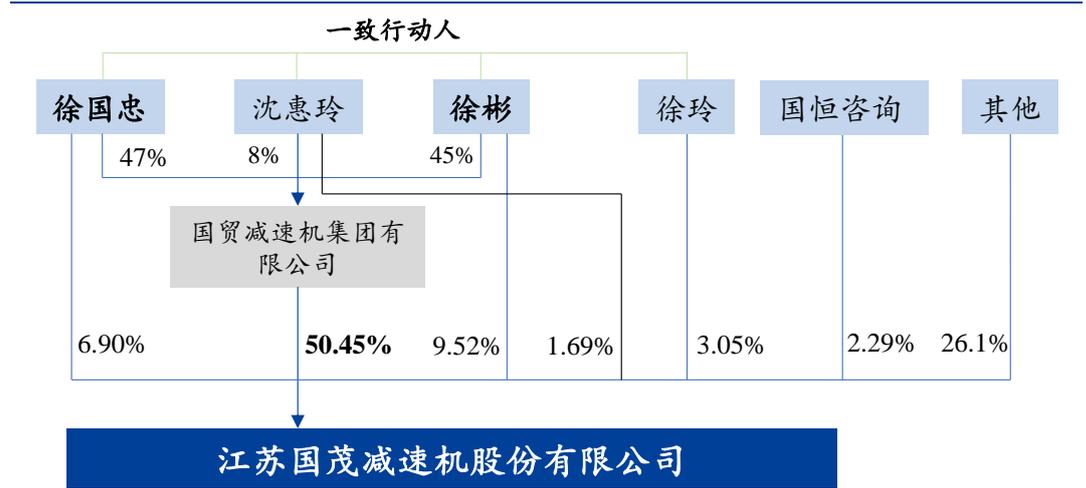


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.3 股权激励绑定优秀员工，锚定长期增长

公司实际控制人为徐国忠、徐彬、沈惠萍组成的徐氏家族，徐国忠之女徐玲为实际控制人的一致行动人。徐国忠为公司董事长，徐彬为公司董事，总经理。实际控制人及其一致行动人直接和间接控制公司 71.61% 股权。股权集中、结构稳定，利于公司长期成长。

图表 12: 公司股权结构

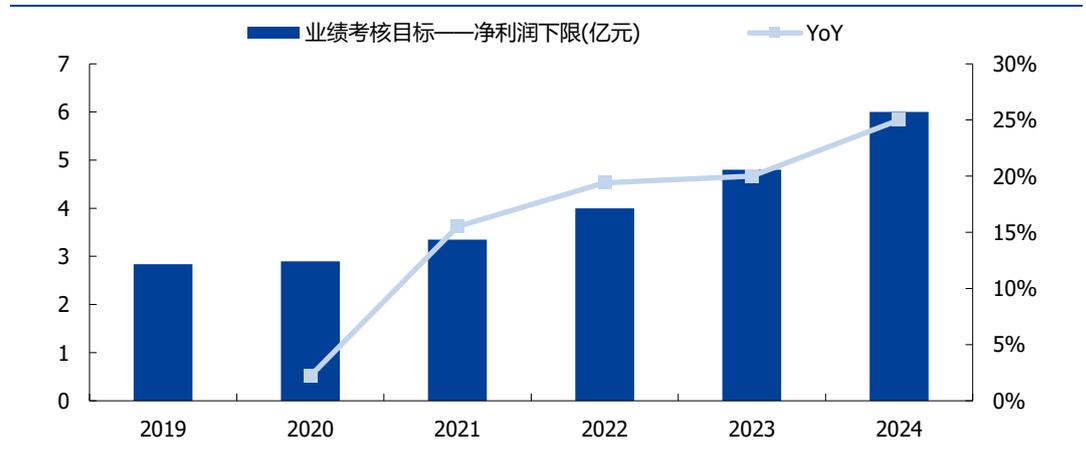


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**积极实施股权激励, 绑定优质员工。**2020年8月28日, 公司以9.48元/股的价格向高管及核心技术人员合计167人授予公司A股普通股股票924.50万股, 占授予时总股本的1.99%。根据公司此次股权激励计划, 除首次授予的924.50万股, 预留部分为75.50万股。长效激励约束机制的建立和完善, 将有效绑定优秀员工, 充分调动其积极性和创造性, 提升核心团队凝聚力和企业竞争力。

**从解锁条件看, 此次股权激励锚定公司长期稳定增长。**根据公司披露的此次股权激励业绩考核目标, 2020-2024年, 公司归属于上市公司股东的净利润分别不低于2.90、3.35、4.00、4.80、6.00亿元, 以此为基数计算, 同比增速分别为2.20%、15.52%、19.40%、20%、25%。考核定位于长期利润增长。

图表 13: 公司股权激励业绩考核目标

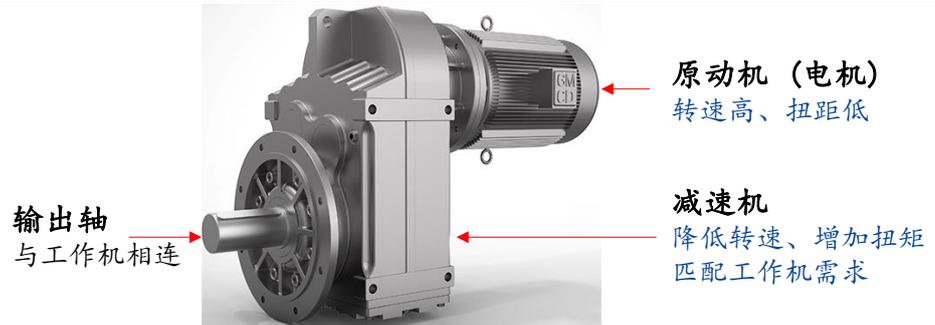


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (净利润为归属于上市公司股东的净利润, 但剔除本次及其他激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据)

## 二、行业：千亿赛道，进口替代&头部集中

减速机主要用于原动机和工作机之间匹配转速和传递扭矩。一般情况下，工业设备用原动机（电动机、内燃机、汽轮机等）转速高、扭距低；而工作机转速低、扭矩高，无法用原动机直接驱动。即，大部分情况下，原动机均需配备减速机用来降低转速、增加扭矩。整个工业体系中，机器设备的运转都离不开传动，而涉及传动的领域，基本上都需要应用到减速机。因此，减速机是工业动力传动不可缺少的基础件之一。

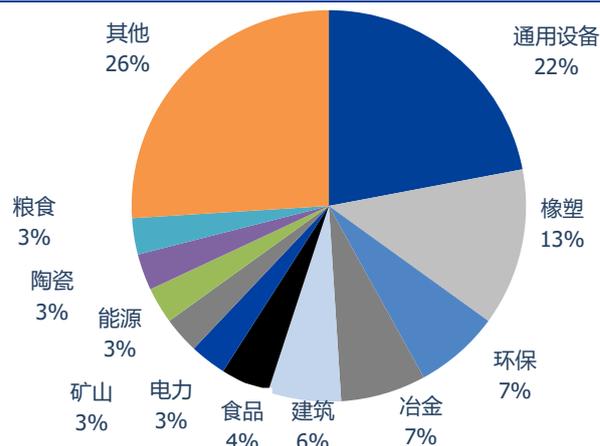
图表 14: 减速机搭配原动机结构示意图



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

减速机应用范围广泛，整体上可以划分为通用、专用两大类。减速机广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、塑料、橡胶、矿山、冶金、水泥、船舶、水利、纺织、印染、饲料、造纸、陶瓷等各行业，参照公司披露的 2018 年前 100 名直销客户行业分布看，除橡胶行业需求占比超过 10% 之外，其余细分行业占比在 2%-7% 之间。按照使用场景的不同，减速机可以划分为两大类：① 通用减速机，其广泛适用于各下游行业，规格以中小型为主，产品呈现模块化、系列化的特点；② 专用减速机，其适用于特定行业，规格以大型、特大型为主，多为非标、定制化产品。例如风电主机、船用主机、轧钢主机等应用场景，其对减速机产品有特殊的要求。

图表 15: 公司前 100 名直销客户行业分布 (2018)



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

与此相对应的，减速机厂商也可以划分为以通用型减速机为主的厂商及定位于专用减速机产品的厂商。国内市场看，通用型减速机厂商主要包括 SEW、西门子、住友、国茂股份、宁波动力、泰隆、中大力德等；专用减速机厂商主要包括邦飞利、莱克斯诺、中国高速传动、杭齿前进、重齿等。

图表 16: 减速机行业划分概要

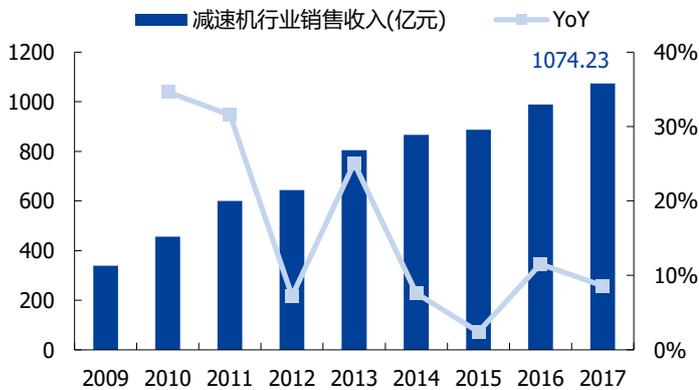
行业分类	特征	示意图	主要公司
通用减速机	规格以中小型为主, 模块化、系列化, 广泛应用于各个行业。		SEW、西门子、住友、国茂股份、宁波东力、泰隆、中大力德等。
专用减速机	规格以大型、特大型为主, 多为非标、行业专用产品。		中国高速传动、杭齿前进、重齿、邦飞利、莱克斯诺等。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 2.1 工业传动基础件, 千亿市场迎复苏拐点

减速机是重要的工业传动基础件之一, 千亿市场规模, 消费需求与工业企业经营相关度较高。一方面, 随着国内工业企业经营规模的持续扩大、产业自动化升级持续推进, 其需求规模持续增长; 另一方面, 随着工业企业经营景气度变化其需求增速呈现一定周期性变化。自 2009 年以来, 基本上经历了两个大的景气周期和一个较短的区间的景气周期: ① 2010-2011 年, 受国内基建投资提速影响, 工业企业固定资产投资规模大幅增长, 减速机行业销售收入增速维持在 30% 以上; ② 2016-2018 年, 供给侧改革带动产业升级, 自动化/智能化设备需求增长, 相对应减速机行业收入增速反弹; ③ 2013 年, 阶段性复苏。反观, 即使在景气低点, 2015 年减速机行业销售收入同比仍维持 2% 左右小幅度增长。根据前瞻产业研究院统计数据, 2017 年国内减速机行业销售收入约 1074.23 亿元, 2009-2017 年复合增速为 15.51%。

图表 17: 国内减速机行业销售收入



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

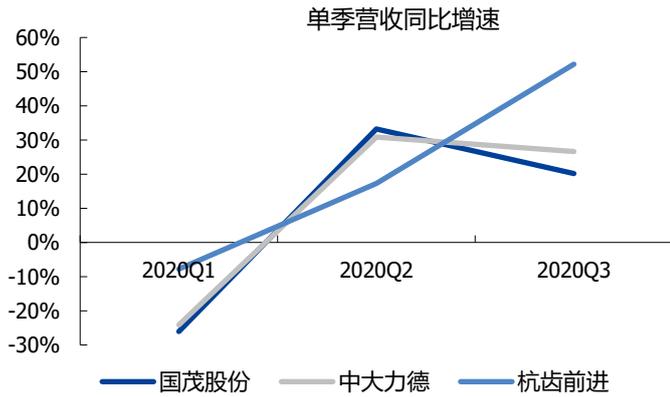
图表 18: 国内制造业固定资产投资增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

当前时点看, 国内工业企业经营景气度处于疫情后复苏向上阶段, 减速机消费需求有望持续可观增长。2020 年初, 受疫情影响, 大部分国民经济活动基本处于停滞状态, 工业企业经营景气度大幅下滑, 工业品消费需求收缩。而随着复工复产的推进, 制造业景气度逐步复苏, 与此相对应的, 本公司/中大力德/杭齿前进单季营收均呈现 2020 年 Q1 大幅下滑, Q2/Q3 持续反弹的情况。往后看, 我们看好双循环新格局下的工业企业经营景气度持续复苏。① 内循环不仅仅针对需求端的刺激, 同时强调供给端的产业升级。我们看好国内消费、投资需求回暖的持续性, 更看好自动化/智能化产业大趋势强化以及高端设备、核心零部件自身的进口替代良机。② 外循环, 边际持续改善。疫苗研发推进下, 全球疫情有望得到控制, 海外主要市场经济边际向好预期走强。另一方面, 近期 RCEP 协议正式签署, 全球最大自贸区诞生。关税减让下, 国内机电设备, 纺织原料及制品等优质产品出口需求有望进一步增长。

图表 19: 部分减速机厂商 2020 年各季度营收同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 制造业 PMI 持续向好

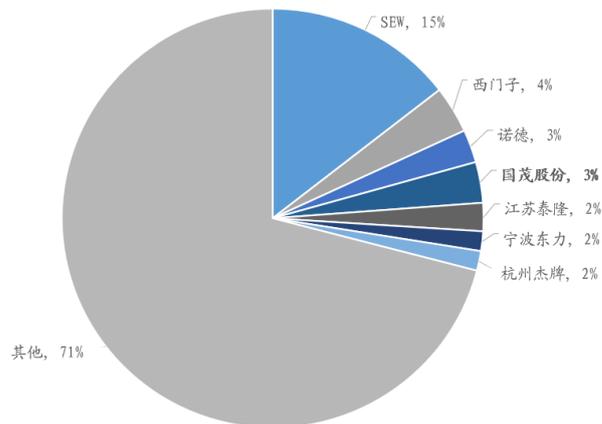


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

## 2.2 国产替代推进, 市场份额向头部企业集中

减速机行业企业数量众多, 集中度较低, 国内减速机市场尤其是通用减速机市场主要由 SEW 等外资企业、国茂等国内规模较大的减速机企业 (营收 1 亿元以上) 以及国内其他规模较小的减速机企业 3 类企业所占据。通用减速机行业市场竞争充分, 市场化程度较高, 2010 年及以前国内高端减速机市场由海外品牌垄断, 众多分散的国产品牌主要分布在中低端市场。近年来, 国茂股份、江苏泰隆等一批产品质量相对可靠和竞争力相对领先的企业不断做大市场规模, 跻身国产一流品牌。目前国内通用减速机市场中, SEW、西门子、国茂等品牌占据了近 40% 份额, 其余市场份额则由众多三四线厂商和无品牌厂商所占据, 整体市场格局仍相对分散, 国产替代的空间仍然很大。

图表 21: 2019 年国内通用减速机市场格局



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所 (注: 宁波东力取传动设备业务部分收入)

外资品牌进入国内市场较早, 凭借技术优势和品牌效应占据市场领先地位。通用减速机领域, SEW、西门子等外资企业自 20 世纪 90 年代便进入了中国市场, 主要面向通用减速机的中高端市场, 先发优势较为明显, 外资品牌减速机厂商在技术水平、质量控制、可靠性等方面都领先于国产品牌。

① **SEW, 全球减速机巨擘。** SEW 集团成立于 1931 年, 涵盖机电一体化产品, 囊括系列减速机、电机和变频控制设备等。公司业务覆盖全球 52 个国家, 拥有 1.8 万名员工、17 个工厂以及 81 个减速机技术中心, 2019 年 SEW 销售收入超 33 亿欧元。

SEW-传动设备(天津)有限公司于1994年6月在中国成立,SEW天津公司作为SEW集团唯一的亚太制造中心,采用全套进口设备和工艺,按照德国SEW标准向国内外客户提供各类优质的工业减速器、减速电机及变频控制设备。

- ② **西门子 Flender, 全球领先的专业动力传动设备制造商之一。** Flender (弗兰德传动系统有限公司) 成立于1899年, 现有全球员工约8600人, 业务遍及包括亚洲在内的35个国家, Flender在风能、水泥、污水处理、船舶、起重机等领域提供高品质的齿轮箱、联轴器和相关服务。2020财年的销售额预计为22亿欧元。1996年3月, Flender天津公司成立, 并在2005年跟随Flender被西门子收购, 更名为西门子机械传动(天津)有限公司。根据《莱诺公司中国区减速机业务市场营销策略优化研究》提供的信息, 2019年西门子机械传动(天津)中国地区销售额超过20亿元。
- ③ **诺德 NORD, 德国老牌厂商。** 诺德集团成立于1965年4月, 总部设在德国汉堡, 以专业生产和销售优质减速机、电机、变频器和伺服控制设备闻名于世。2004年, 诺德在中国注册了子公司, 并于2005年正式投产。诺德在苏州先后成立一期、二期及三期工厂, 并于2011年建立了天津工厂, 总面积达77887平方米。诺德中国在产品质量和服务上占据明显优势, 服务的市场领域包括物流、港口、食品饮料、舞台、建筑机械、矿山机械等行业。

图表 22: SEW 全球网点分布



资料来源: SEW 官网, 国盛证券研究所

图表 23: SEW 主要减速机产品

分类	具体产品
标准减速机	斜齿轮减速机、平行轴斜齿轮减速机、斜齿轮-锥齿轮减速机
伺服减速机	行星伺服减速机、斜齿轮锥齿轮伺服减速机
不锈钢减速机	斜齿轮减速机、斜齿轮-锥齿轮减速机
防爆减速机	斜齿轮减速机、平行轴斜齿轮减速机、斜齿轮锥齿轮减速机

资料来源: SEW 官网, 国盛证券研究所

国产品牌起步虽晚, 但随着国茂股份、江苏泰隆等企业研发实力的增强, 与国际一线品牌的差距不断缩小, 成为国产通用减速机行业的中流砥柱。国茂股份、江苏泰隆、中大力德、宁波东力、杭州杰牌等在近十几年的发展不断提升自身研发实力, 提高产品质量, 成为国内初具规模效应的知名减速机企业。

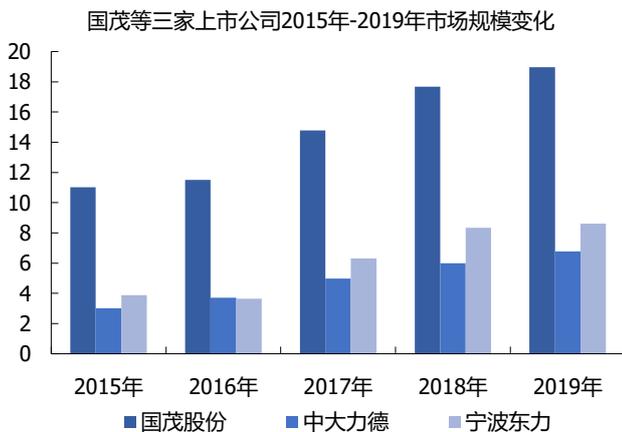
- ① **江苏泰隆。** 江苏泰隆减速机股份有限公司位于江苏省泰兴市, 于1999年成立, 主要产品包括摆线针轮减速机、圆柱齿轮减速机、中硬齿轮硬齿面减速机等, 现拥有总资产21亿元, 占地面积80万平方米, 员工2088人, 研发人员380人, 公司旗下5家子公司分别涉及精密减速机(万基传动)、钢帘线、电机、铸件和风机等业务。
- ② **宁波东力。** 宁波东力创始于1997年, 2007年在深交所中小板挂牌上市, 是齿轮行业首家A股上市公司。宁波东力以传动设备、门控系统、工程技术服务三大产业为主体, 主营业务为齿轮箱、电机、电控门等的生产销售及供应链管理服务等, 其齿轮箱产品主要应用于冶金、矿山等。2019年宁波东力传动设备实现营业收入8.62亿元, 2020年上半年实现营业收入近4.5亿元。
- ③ **中大力德。** 宁波中大力德智能传动股份有限公司创始于1998年, 2017年8月在深交所中小板A股上市, 2019年实现营业收入6.76亿元。中大力德主要生产经营小

型、精密型减速机，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，与国茂股份没有直接竞争关系。2019年中大力德减速器及减速电机业务实现营业收入6.61亿元，2020年实现营业收入7.61亿元。

- ④ 杭州杰牌。杰牌控股创始于1988年，以8000元人民币起步，产品涉足传动设备和建设机械两大领域的现代化企业，旗下拥有杭州万杰减速机有限公司——蜗杆减速机、电动机，杭州杰牌传动科技有限公司——齿轮减速机、杭州科曼萨杰牌建设机械有限公司——塔式起重机等具有世界一流技术的三大主导产品。

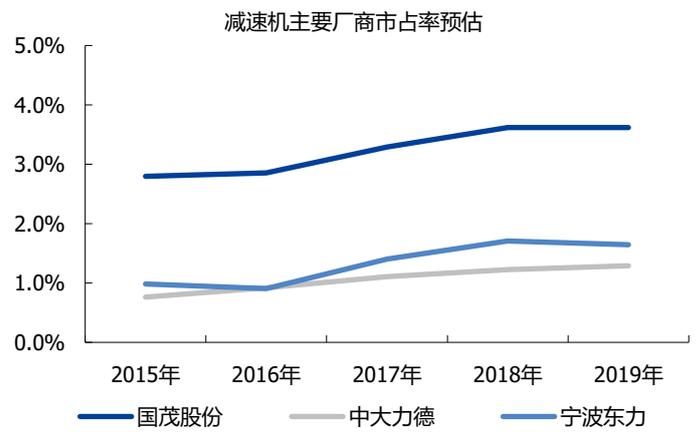
**国内龙头品牌市占率逐步提升，国产替代和头部集中的趋势演进。**减速机作为众多国民经济应用领域的核心机械传动装置，是装备制造业的重要基础配套产品，也属于智能制造和国产替代的重要一环。国茂股份等初具规模的国内减速机厂商可以不断提升研发和技术水平，利用一定的规模效应和产品高性价比，进一步争取在通用减速机中高端领域的市场份额。从国内通用减速机市场的角度看，随着下游行业对减速机质量要求的不断提升以及国家对环保、安全等方面要求的不断趋严，未来会有更多三四线及无品牌厂商因无法实现技术和设备升级而在激烈的市场竞争中被淘汰，从而推动了市场份额的进一步集中。相对于外资品牌和三四线小品牌，国茂等知名减速机企业本身就具备了交货周期短、售后服务及时以及产品性价比高的优势，疫情的发生使得优势效应被放大，从而使得国产替代和份额向头部集中的趋势更为明显。2015年至2019年，国茂股份市场规模的年复合增速达到14.5%，明显高于减速机行业5%-10%的年复合增速。通用减速机市场中，国茂股份等三家公司的市占率逐步攀升，其中国茂股份在通用减速机市场的市占率从2.8%增长为3.6%左右，龙头地位进一步凸显。

图表 24: 国茂股份等 2015 年以来营收状况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (宁波东力取传动设备业务部分营业收入)

图表 25: 通用减速机主要厂商 2015 年-2019 年市占率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 以通用减速 550 亿元市场规模进行测算, 宁波东力取传动设备业务部分收入)

### 三、公司：积淀优势，大赛道砥砺前行

公司未来增长主要来自于两方面：① **传统通用减速机业务**，受益于行业需求规模持续增长以及自身份额的逐步提升。② **新拓展的专用减速机赛道**，若后续顺利获得大客户的认可，预期将带动较高的业绩弹性。

由于下游应用领域分散、客户定位参差错落，因此通用减速机行业中小厂商较多，行业尚未呈现头部厂商份额高度集中的格局。我们判断公司有望持续强化现有领先优势，实现进口替代、提升市场份额的论据主要有以下几点：

- **产业背景：经济发展的大环境不利于小厂商规模做大。**宏观经济进入稳增新常态，存量市场的博弈愈发激烈。而环保趋严、金融去杠杆、产业链成本传导能力弱、自动化生产投入水平低等客观条件约束，小厂商相较头部厂商的竞争劣势持续扩大。
- **公司优势：**① **国内老牌减速机厂商，技术水平逼近国际厂商。**公司深耕减速机行业二十多年，在本土市场需求红利培育下，经营规模/技术水平赶超同行，产品可靠性、维修率等核心指标逐步接近国际厂商 SEW；② **品质之外，产品系列丰富度、生产成本也是关键要素之一。**一方面，公司通过向上游产业链延伸的方式，提升关键零部件自制率，保证供应链响应速度、降低生产成本；另一方面，推进模块化/精益化生产技术，实现产品多品类并维持一定规模效益。公司是减速机领域产品线最齐全的公司之一，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。③ **成熟且稳定的销售体系助力公司规模扩张。**公司采取经销与直销相结合的销售模式，2018 年两者收入占比分别为 42%/58%。系统、严谨、可观的返点考核机制对于稳定经销商团队具有较大作用，2016-2018 年，公司 A 类经销商数量维持在 78 家规模，且成立时间大部分在 2010 年以前，双方合作时间超 10 年，对于公司产品信赖度、忠诚度高。④ **外延并购整合，打开高端减速机市场。**2020 年，子公司捷诺传动成立，并以其为主体收购高端减速机厂商常州莱克斯诺相关资产。高端品牌的拓展有助于完善公司产品矩阵、进一步提升公司产品品质及品牌辨识度。

#### 3.1 竞争优势明显，中端市场市占率有望不断提升

##### 3.1.1 品牌与技术为基，智能制造/产业链延伸降本

国茂股份历史悠久，公司品牌 and 产品质量在业内有着优越的声誉。国茂成立于 1993 年，经过近三十年的发展，公司在减速机行业内具备较高的知名度，光荣位列中国通用机械行业工业总产值前十强，连续雄踞中国通用机械工业减变速机行业龙头地位，荣耀获得中国减变速机行业 20 年发展“突出贡献奖”。公司凭借自身产品的可靠性优势获得客户的广泛认可，产品重复购买率高，2010 年“国茂”商标被认定为“中国驰名商标”，公司还先后获得“江苏名牌产品”、“五星级明星企业”等多项荣誉。

公司拥有多项核心技术，为新品研发提供有力支撑。公司深耕减速机行业二十多年，对减速机行业的技术要求、未来发展等认识深刻，在核心技术和人员方面积累深厚，2016 年及 2019 年 11 月先后两次被认定为高新技术企业。公司拥有模块化设计、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，并且有高承载能力通用齿轮箱、JE 高承载挤出机减速机等多多项在研项目，公司核心技术普遍应用于公司各系列产品，为公司的盈利能力及未来发展搭建了护城河。

图表 26: 公司主要核心技术及在研项目

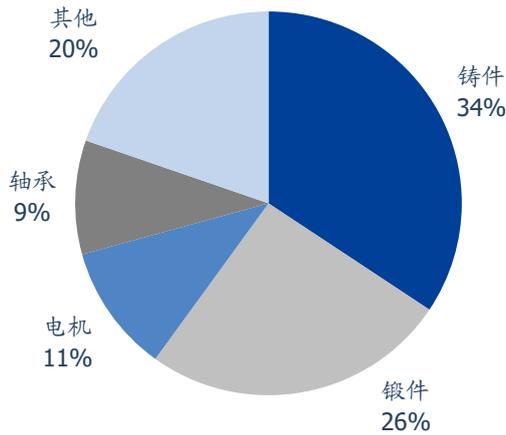
核心技术/在研项目	概述	所处阶段
有限元分析	公司设计上结合三维造型,对系列化产品或重大产品,采用先进的力学有限元分析方法,保证了产品的结构强度,材料成本也有较大幅度降低,加强了产品竞争力。	大规模应用
锌基合金材料应用	通过论证和多种试验,在行业中创新性地采用了蜗轮新材料锌基合金,成功代替行业普遍使用的锡青铜,蜗轮材料成本大大降低。	大规模应用
锥面包络蜗轮蜗杆啮合副	公司采用了锥面包络蜗轮蜗杆啮合副代替普遍使用的阿基米德蜗轮蜗杆啮合副,蜗杆磨削精度大幅度提高,而且加工效率得到显著提高。	大规模应用
锥面迷宫密封结构	中小规格的减速机输入、输出轴端一般均采用橡胶接触式密封,公司自主设计开发了锥面非接触迷宫密封结构,密封效果很好,此结构属于非接触式密封,不存在磨损问题。	大规模应用
GB600 高承载摆线针轮减速机	新一代高承载减速机,同样体积或重量时的承载能力是公司目前生产的国标产品摆线针轮减速机的 1.5-2 倍。	小批量试制
JE 高承载挤出机减速机系列	该产品属于公司目前 J 系列减速机的升级版,相比于原 J 系列减速机,同体积承载能力大幅度提高。	小批量试制
模块化减速机升级版	新开发设计模块化减速机升级版,较现有模块化减速机综合性能更好,如:可靠性提高、温升降低、密封效果更好。	小批量试制
高承载能力通用齿轮箱系列	该产品属于公司目前 PV 系列减速机的升级版,相比于原 PV 系列减速机,承载能力提高 20%-30%。	小批量试制

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

纵向延申,核心零部件自制化率提升降低生产成本。减速机主要由齿轮、箱体、轴承、法兰、输出轴等几个主要部件组成,近年公司逐步提升核心部件自制率以增加供应链可靠度、降低生产成本。

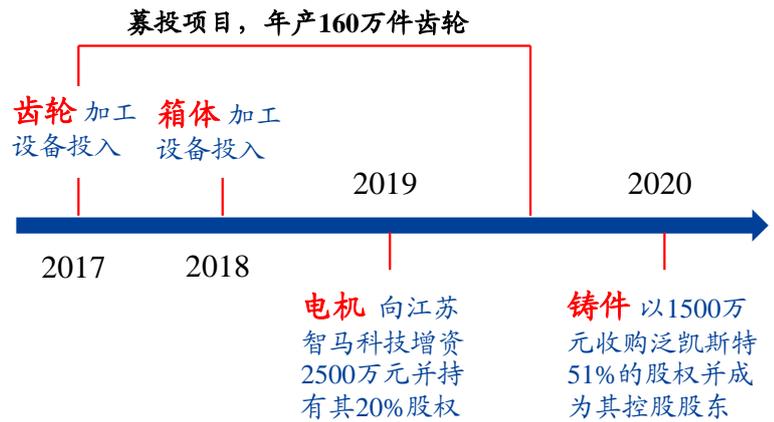
- **提升齿轮、箱体自制率。**2017、2018 年公司持续增加齿轮加工设备、箱体加工设备投入;2019 年公司上市募投项目之一为“年产 160 万件齿轮项目”,该项目投产后将大幅提高公司齿轮自制率。
- **向上游铸件原材料及电机领域渗透。**① 2019 年,公司向江苏智马科技有限公司增资 2500 万元,持有其 20% 股权。智马科技产品线覆盖伺服驱动器、伺服电机、变频器和永磁同步电机,尤其在伺服电机领域具备成熟的技术。通过参股智马科技推动公司机电一体化战略实施。② 2020 年 2 月,公司以 1500 万元收购泛凯斯特 51% 的股权,成为其控股股东,泛凯斯特主要产品为灰铁件与球铁件,其原为公司铸件供应商。铸件在公司原材料采购成本中占比较大,2016 年-2018 年分别达到 33.7%、34.8% 和 34.4%,收购泛凯斯特后,公司打通了上游铸件原材料生产环节,可与公司主营产品减速机形成协同效应,有利于公司产品毛利率的提升。

图表 27: 公司主要原材料采购占比 (2018)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 公司向上游延申布局时间线



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

聚焦“数字国茂”、“智能国茂”发展主线，成为智能制造先锋。公司上市募投项目之一的年产 35 万台减速机项目是公司提升工艺技术水瓶、增强产品竞争力的重要一环，目前主体厂房已经建设完毕。通过项目实施，公司将建立起减速机制造全流程数字化生产设计、多品种小批量的智能柔性化生产模式以及高效智能仓储、物流系统，有效提升公司生产效率和产品竞争力。2020 年公司的智能数据中心主体顺利落地并且进入测定阶段，2021 年 3 月 8 日公司与复创大数据签署战略合作协议，并在 3 月 17 日联合亚马逊云科技正式启动了数字化创新平台建设一期项目，进一步提升企业内部数字化能力，不断加快向数字化、智能化制造转型的步伐。

图表 29: 国茂股份智能数据中心



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 3.1.2 产品多样化与模块化并举，质量精益求精

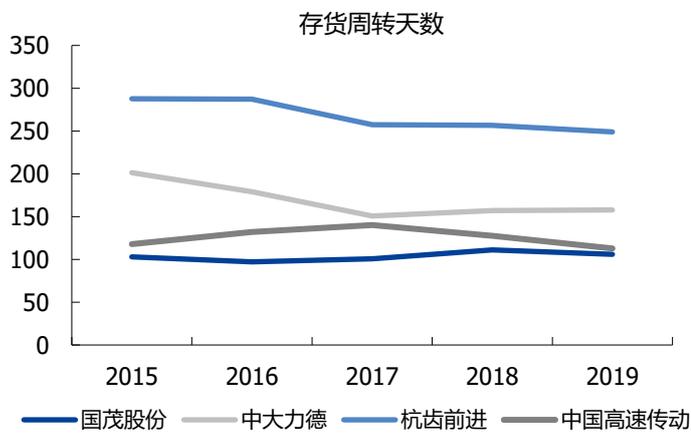
通用型减速机产品下游应用领域非常广泛，主机厂商需要尽可能提供更多的品类满足客户需求。但由于存在单个客户需求体量较小，且产品存在一定个性化的需求，因此需要有效平衡好多品类和生产效益之间的关系。

模块化/精益化生产技术推进，多品类与规模效益并举。公司是减速机领域产品线最齐全的公司之一，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。为了更

好满足客户需求以及提升产出效益，公司积极推进模块化生产技术，将产品的某些要素组合在一起，构成一个具有特定功能的子系统，将其作为通用性的模块与其他产品模块进行多种组合，构成新的系统，产生多种不同功能或相同功能、不同性能的系列产品。通过模块化设计技术，可用较少的物料，较低的成本和较短的交货期，组成很多的结构和传动比，较大程度上满足不同客户的需求。近年来，公司持续加大力度发展模块化减速机产品，该产品收入占总营收比例持续提升。2016年，公司通过固定资产投资进一步扩大模块化减速机产能。

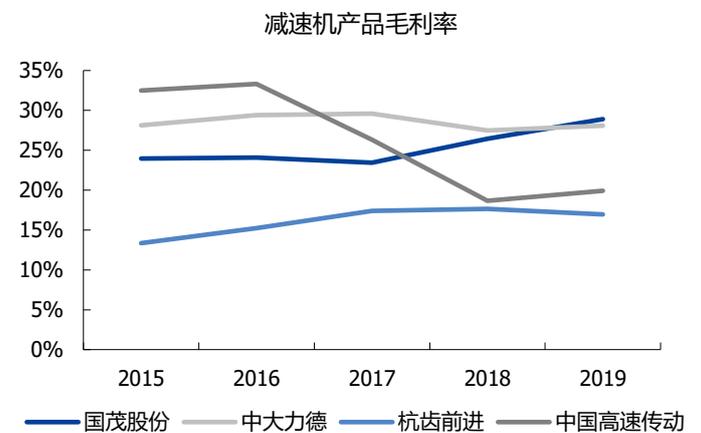
- ① **库存周转**：参照公司招股说明书，2016-2018年，公司与客户签订的订单的平均交货期一般为30天左右。公司存货周转天数维持在120天左右，除中国高度传动存货周转速度与公司接近外，其他厂商存货周转率均明显低于公司。
- ② **盈利水平**：从公司内部细分产品品类比较看，2018年公司模块化齿轮产品毛利率提升至31%左右，较大功率齿轮减速机及摆线针轮减速机毛利率分别高6.40%、10.52%。横向比较，2019年公司减速机产品毛利率领先同行公司。

图表 30: 公司细分品类产品收入占比



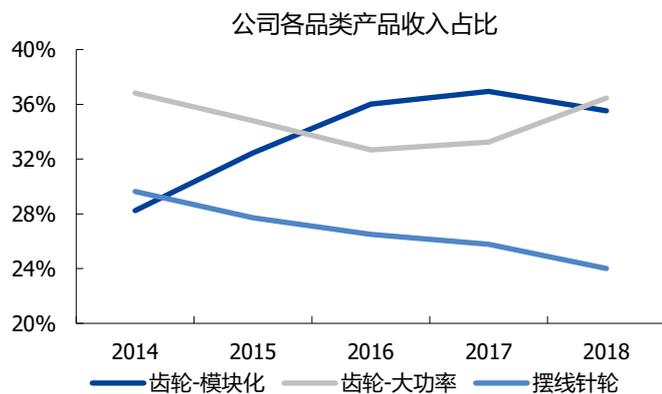
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 公司综合毛利率与同行相比较



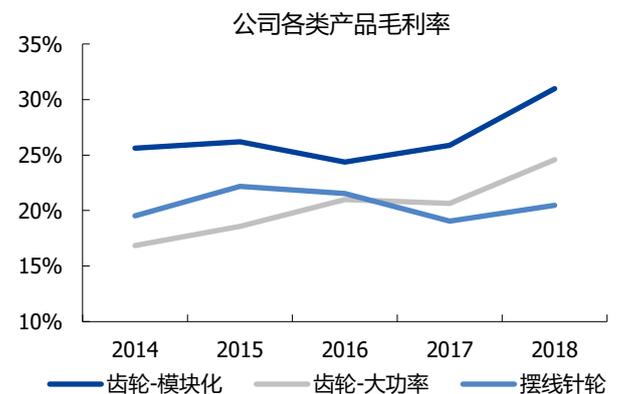
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (毛利率: 国茂综合, 中大力德减速机、杭齿齿轮箱产品、中国高速传动综合)

图表 32: 公司模块化齿轮产品收入占比逐步提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 33: 公司模块化齿轮产品毛利率大幅领先于其他品类



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从公司与经销商发生的退换货情况看，产品质量精益求精持续改良。公司与经销商约定一年内实行“三包”服务，即产品修理、调换、退货，其中退换货情形主要系公司的产品质量未达到客户要求所导致的。2016-2018年，公司与经销商发生的退货金额分别为736.44、355.43、170.33万元，占当期经销商收入比例分别为1.13%、0.43%、0.17%，

无论是绝对金额还是占销售收入比例均呈现逐期下降的趋势，侧面反应公司产品质量持续改善。

图表 34: 公司与经销商发生的退换货情况 (2016-2018)

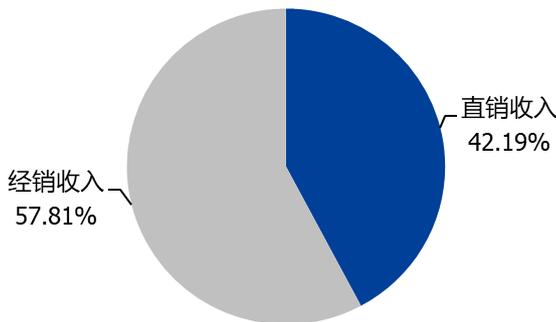
单位: 万元	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
退货	698.27	1.07%	338.12	0.41%	104.15	0.10%
换货	38.17	0.06%	17.31	0.02%	66.18	0.07%
退换货合计	736.44	1.13%	355.43	0.43%	170.33	0.17%
当期经销商收入	65034.08		83363.07		101030.36	

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

### 3.1.3 成熟且稳定的销售体系助力公司规模扩张

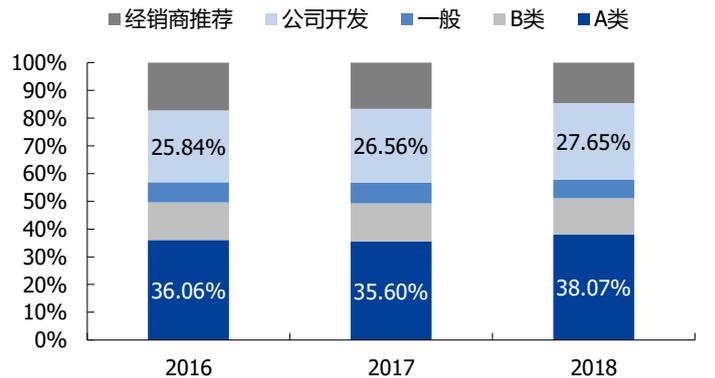
公司采取经销与直销相结合的销售模式，2018 年两者收入占比分别为 58%/42%。减速机应用领域广、下游行业多样化，销售区域分布广，除公司自身销售人员外，还需要借助经销商渠道。相较而言，经销商网络覆盖范围广，贴近市场，能够更好地发掘客户需求，并对客户的售后服务要求做出及时的响应。因此，成熟、稳定、分布广泛的经销商团队对于公司销售规模的扩张至关重要。

图表 35: 公司直销/经销收入比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

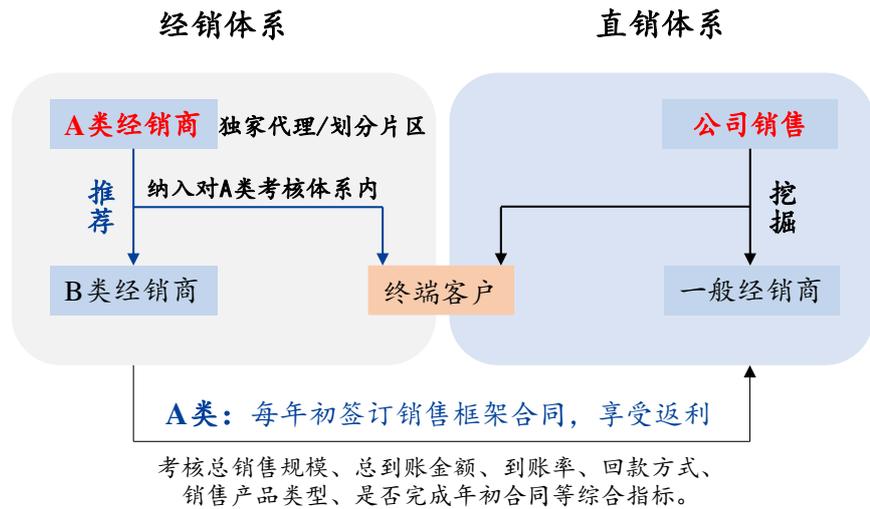
图表 36: 公司细分各类渠道销售收入占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**垂直化销售体系。**① 公司经销商分为 A 类经销商、B 类经销商及一般经销商。A 类经销商与公司合作时间较长，能够认同公司的产品和文化，具备较高的品牌忠诚度，是公司经销网络的核心力量。其严禁销售公司具备生产能力的同类型产品的其他品牌。A 类经销商除自身作为公司经销商外，还为公司开发推荐客户。在其为公司推荐的客户中，贸易型企业称为 B 类经销商，使用公司产品的客户成为经销商推荐的终端客户。② 公司内部销售团队开发的客户主要分为一般经销商和公司开发的终端客户两类。

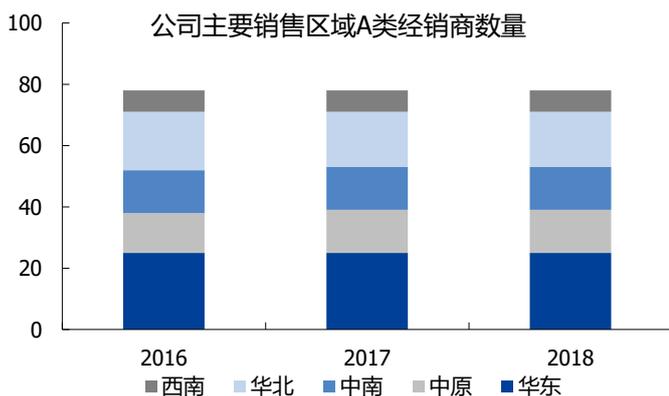
图表 37: 公司销售体系



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**A类经销商广泛覆盖国内绝大部分市场, 团队稳定、忠诚度高。**公司对A类经销商进行销售区域授权, A类经销商需在授权区域内进行销售。全国地域划分了五大销售片区, 华东、中原、中南、华北、西南, 覆盖了国内绝大多数省份。作为核心销售力量的A类经销商整体稳定, ① **从数量上看**, 2016-2018年, 公司A类经销商数量维持在78家规模(2017年, 中原区域增加1家、华北减少1家); ② **从销售收入占比看**, 2016-2018年, 前十大经销客户的合计销售金额占比分别为15.79%、16.18%、18.58%(除2017年第十为一般经销商, 其余均为A类经销商)。2018年, 最大的A类经销商常州国茂江涛减速机有限公司销售收入占比达3.43%。③ **从合作年限看**, 2016-2018年进入公司前十大经销客户的A类经销商成立时间大部分在2010年以前, 双方合作时间超10年, 对于公司产品信赖度、忠诚度高。

图表 38: 公司主要销售区域A类经销商数量



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 39: 公司前十大经销客户合计销售金额

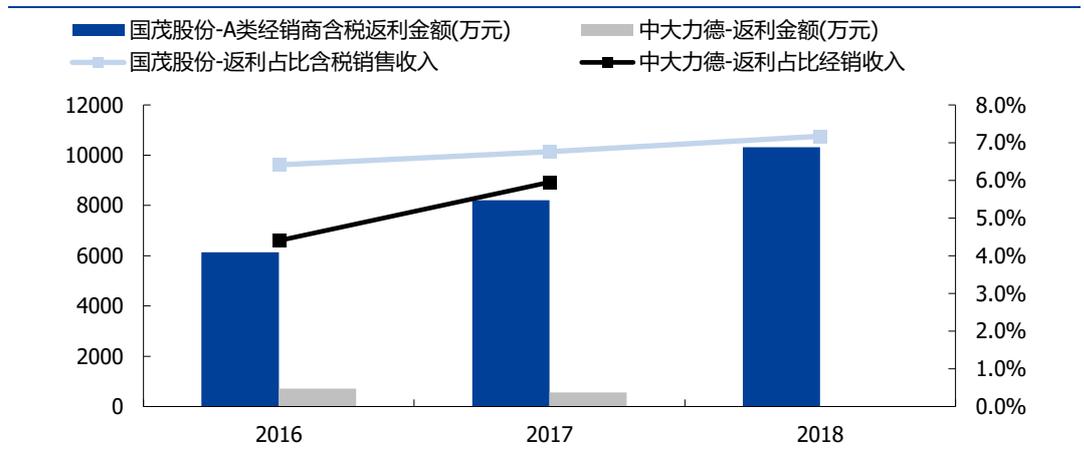


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**核心经销商团队的稳定, 源自系统、严谨、可观的返点考核机制。**公司每年年初与A类经销商签订年度销售框架合同, 将A类经销商及其推荐的B类经销商和终端客户作为经销商推荐组对A类经销商进行考核和返利。2016-2018年, 公司对A类经销商的含税返利金额分别为0.61、0.82、1.03亿元, 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的比例为6.41%、6.76%、7.17%。同行中大力德2016年、2017H1返利占比经销收入比例分别为4.40%、5.95%。① **激励机制本身**, 对A类经销商的年度考核, 囊括了其推荐的B类经销商和终端客户, 有效激发A类经销商垂直向下

拓展销售渠道的积极性；② 返点率纵向变化，随着销售规模提升而逐年增长，2018 年为 7.17%，较 2016 年增加 0.76%。③ 返点率横向比较，公司对 A 类经销商返利水平较高于同行中大力德。

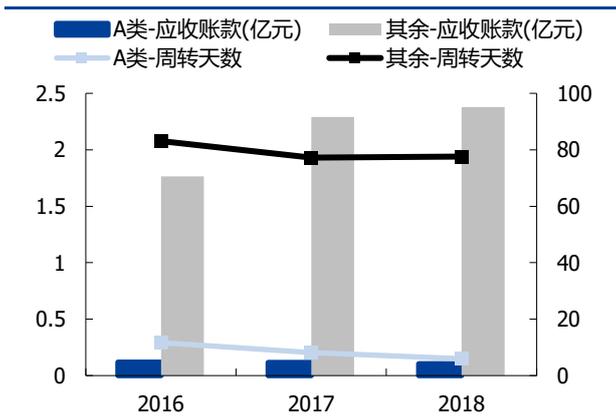
图表 40: 公司对 A 类经销商返利情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

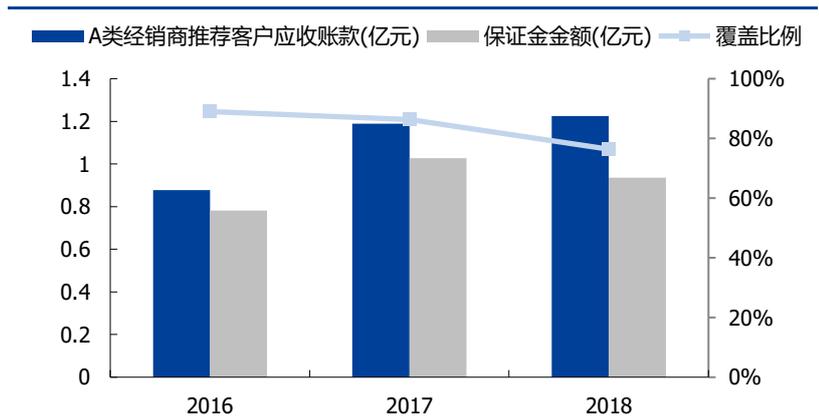
对于经销商而言，在获得较好收益的同时，也需要严格遵守公司的销售回款制度。公司对于 A 类客户的考核，包含总销售规模、总到账金额、到账率、回款方式、销售产品类型、是否完成年初合同指标等综合标准，回款是重要公司考核内容。对于 A 类经销商所属客户组的到账率考核包括月度到账率和年度到账率。2016-2018 年，公司经销商到账率平均为 98% 左右，总到账金额与合同销售总额相当。就不同客户分类看，A 类客户应收账款基本维持在 1000 多万的低位水平，周转天数在 10 天以内。其余四类客户应收账款像较高，周转天数在 80 天左右。需要注意的是，A 类经销商对其推荐的 B 类经销商和终端客户因与公司发生货物买卖而形成的应付账款承担保证责任并支付保证金。2016-2018 年，公司收到的保证金金额占 A 类经销商推荐客户应收账款的比例分别为 88.98%、86.30%、76.38%（以 1 年内应收账款为主），有效控制公司计提潜在坏账的风险。

图表 41: 公司 A 类客户及其他客户应收账款周转天数



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

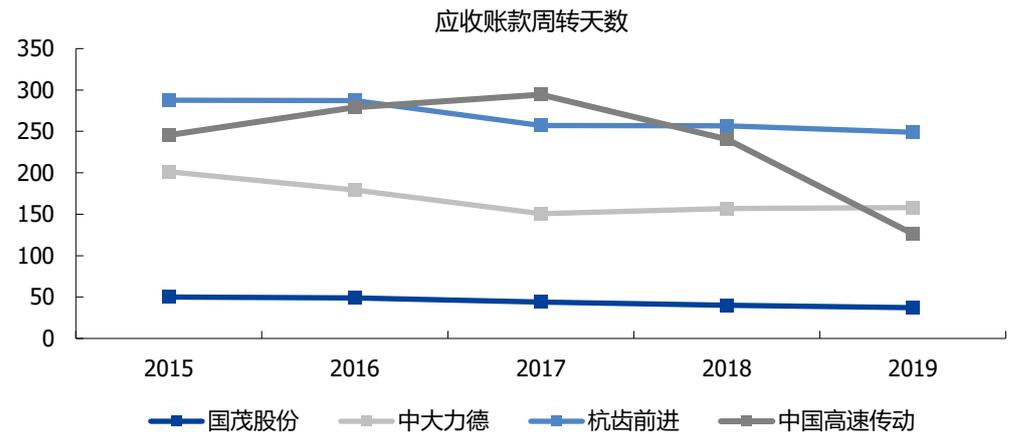
图表 42: 公司前十大经销客户合计销售金额



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

相较于可比同行，公司销售回款表现更为优异。公司应收账款周转天数维持在 40 天左右的低位水平，大幅优于可比同行。经销体质的优越性、较低的坏账风险等优势凸显。

图表 43: 公司应收账款周转天数与同行相比较



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

综上所述, 拥有一只成熟、稳定、高忠诚度的经销商是公司与同行竞争的一大优势。这是减速机这一传动基础件实现广泛销售的基石。A 类经销商是公司经销体系的核心, 与公司合作年限基本在 10 年左右, 双方相辅相成。公司对 A 类经销商有体系化考核机制, 一方面, 给予较高的返点, 充分调动其销售积极性; 另一方面, 通过考核到账率、回款方式等指标, 严格控制应收账款过高的潜在经营风险。进而达到健康、有效的销售规模增长。我们看好这一严谨、综合的销售组织架构下, 终端销售规模增长潜质的有序激发。

## 3.2 外延并购, 布局高端以及专用减速机市场

### 3.2.1 专用产品持续拓展, 塔机用回旋减速机已批量生产

传统通用减速机产品之外, 公司持续发力专用减速机领域。① 通用赛道的局限性, 通用减速下游市场非常分散, 单一市场空间较小, 细分市场拓展成本相对较高。且通用型产品需求受制造业宏观景气度影响较大, 周期波动性较大。② 专用领域相较优势, 而专用赛道, 类似工程机械领域具备需求空间大、产品标准化程度较高、大客户集中等特点, 若得到下游客户认可, 产品有望迅速放量、提升公司业绩弹性。因此公司积极布局专用减速机领域, 有利于持续打开成长空间、提升业绩增长持续性、稳定性。

2020 年公司单独设立专用减速机产品事业部, 重点布局冶金、环保、工程机械的等专用减速机领域。

➤ ① 以塔机市场为切入口, 积极布局工程机械领域。公司从 2018 年底开始试制配套于塔机的回旋减速机, 目前已实现批量生产, 产品结构紧凑, 承载力大, 质量稳定可靠, 主要配套与徐工机械的中大型塔机。1) 从行业规模看, 自 2017 年以来, 国内厂商塔机销量持续回升, 2020 年预估超过 5 万台, 好于 2014 年同期销量。受装配式建筑渗透率提升带动, 中大型塔机需求预期持续高景气。2) 从产业格局看, 国内厂商经营规模上逐步赶超外资品牌形成优势, 生产本土化为零部件厂商切入提供契机。根据《中国工程机械》杂志发布的“2020 年全球塔式起重机制造商 10 强”榜单, 国内厂商中联重科、徐工、永茂股份分别位居全球第一、第四及第七。公司塔机回旋减速机单品可拓展空间较大。

此外, 公司适用于汽车起重机的回转减速机和卷扬减速机处于试样中。2020 年 11 月, 国茂与厦工股份签署战略合作协议, 双方将在工程机械高端减速机研发、新能源电动工程机械相关传动件方面展开合作。

图表 44: 2017 年以来国内塔机销量持续攀升



资料来源: 中国工程机械工业协会, 国盛证券研究所

图表 45: 2020 年全球头部塔式起重机制造商

排名	公司名称	公司logo	国别	总部所在地
1	中联重科	ZOOMLION	中国	中国长沙
2	马尼托瓦克-波坦	POTAIN	美国	美国密尔沃基
3	利勃海尔	LIEBHERR	德国	瑞士比勒
4	徐工	XCMG	中国	中国徐州
7	永茂股份	永茂建机 YONGMAO	中国	中国抚顺

资料来源: 《中国工程机械》, 国盛证券研究所

图表 46: 国茂工程机械专用减速机产品示例

**工程行星产品系列**

- 采用模块化设计, 可满足不同工况需求
- 结构紧凑, 承载能力强
- 传动平稳, 噪声低

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

➤ ② 拟增资中重科技, 在重载机械领域开拓疆场。公司新研发的轧机专用减速机, 应用于浙江天马轴承集团有限公司的垂直连铸生产线; 轧管机专用的高速行星减速机, 配套于浙江海亮股份有限公司的新一代轧管机; 近年来推出的薄板、厚板、辊压磨减速机新产品也填补了公司重载齿轮业务的空白。2021年3月31日, 公司公告拟以自有资金出资 1.33 亿元持有中重科技 7% 股份, 中重科技公司主要产品为机电液一体化的冷热轧带钢、型钢、有色及中厚板及棒线材轧制生产线系列成套设备及特种金属压延设备, 目前在中宽精密带钢生产线市场占有率 90% 以上。2019 年, 中重科技实现营收 5.38 亿元、净利润 9260 万元; 2020 年 1-11 月实现营收 3.86 亿元、净利润 1.04 亿元。增资中重科技将有利于公司进一步开拓冶金设备领域的减速机市场, 提升公司整体的盈利能力。

图表 47: 公司重载机械齿轮应用情况

交付时间	产品名称	主要参数	特性	应用领域	示意
2020 年 2 月	TMJ1802-05 轧机专用减速机	轧机输出中心距 1360mm/功率 1000kw/速比 11.976, 整机高度约 3.5m, 宽度 2.5m。	低速、重载, 冲击负荷大, 冲击次数频繁, 高强度、高精度、高寿命和高可靠度。	浙江天马轴承集团有限公司的垂直连铸生产线。	
2020 年 6 月	轧管机用高速行星减速机	轧机密封圈线速度提高至 20m/s; 轧制速度由 1.8m/min 提高到本设备的 2.5m/min。	行星架、轧头一体化设计, 合理分配传递速比及扭矩, 提升了轧制速度。	海亮股份有限公司轧管机。	

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

- **③ 环保等领域持续布局。**除工程机械、冶金机械市场外，环保机械也是公司重点调研和开发的应用领域。公司减速机产品广泛应用于污水处理设备、废弃物管理和循环利用设备、大气污染控制设备等。2019年，公司下游客户属于环保行业的约597家，销售额约6468万元，占当期公司营业总收入的3.41%。2020年3月，公司成功交付餐厨垃圾处理设备主机驱动减速机，齿轮设计采用专业的齿轮箱设计软件进行设计，箱体及行星架采用有限元分析软件对强度和刚度进行校验计算，该产品配套于垃圾资源化处理项目，助力厨余垃圾分类后的减量化和无害化处理。

### 3.2.2 并购整合，以“捷诺”品牌打开高端减速机市场

**成立捷诺传动，收购常州莱克斯诺拓展高端品牌。**2020年8月，公司成立全资子公司捷诺传动，初始注册资本1亿元。2020年9月，公司公告称捷诺传动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，交易总金额为580万美元。

常州莱克斯诺工业位于江苏常州，工厂建立于1993年，占地面积46000平方米，总人数300多人，2003年由美国莱克斯诺工业集团公司完全控股。公司主要产品为：**FALK S4 齿轮马达，REXNORD 搅拌器，REXNORD 非标齿轮箱**等，广泛应用于钢铁、环保、发电、物料搬运、筑路、食品加工等多个行业。常州莱克斯诺属于较早进入中国市场的国际品牌，公司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，属于通用减速机中的高端品牌。2020年11月，捷诺传动携**ABB 机器人专用齿轮、CZ08 齿轮箱、S4 系列齿轮马达**等产品与国茂共同亮相PTC&CeMAT展会。公司收购常州莱克斯诺减速机相关业务及业务资产，将与公司现有的减速机主营业务产生协同效应，丰富公司中高端减速机系列产品。

图表 48: 捷诺传动产品示例



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**增资捷诺传动，彰显布局高端减速机品牌决心。**2021年3月，根据目前的经营情况及未来发展规划，公司拟以现金出资方式对捷诺传动进行增资，增资金额为人民币2亿元。增资事项完成后，捷诺传动注册资本将由人民币1亿元万元变更为人民币3亿元。公司本次对捷诺传动的增资，是基于捷诺传动经营发展的需要，有利于其开拓减速机高端市场。

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 关键假设

公司未来增长主要来自于两方面：① 传统通用减速机业务，受益于行业需求规模持续增长以及自身份额的逐步提升。② 新拓展的专用减速机赛道，若后续顺利获得大客户的认可，预期将带动较高的业绩弹性。

预期 2020-2022 年，公司营业总收入分别为 22.99 亿元、28.83 亿元、36.32 亿元，同比分别增长 21.28%、25.42%、25.96%；综合毛利率分别为 28.78%、28.68%、28.54%。详细产品收入拆分见下表。

图表 49: 公司主要产品收入拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>减速机</b>						
营收(亿元)	14.19	16.96	18.24	22.17	27.89	35.23
YoY	29.45%	19.52%	7.58%	21.52%	25.80%	26.33%
毛利率	22.24%	25.92%	28.01%	27.92%	27.89%	27.82%
<b>配件</b>						
营收(亿元)	0.40	0.44	0.51	0.59	0.67	0.77
YoY	7.01%	10.81%	14.71%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	34.36%	28.17%	41.67%	42.00%	42.00%	42.00%
<b>总营收(亿元)</b>						
YoY	28.39%	19.50%	7.31%	21.28%	25.42%	25.96%
毛利率	23.44%	26.44%	28.90%	28.78%	28.68%	28.54%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 4.2 估值比较

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.50、4.51、5.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.74、0.95、1.23 元/股，对应当前股价估值为 52、40、31 倍。公司为国内通用减速机龙头，借助成熟稳健的销售体系、贯通产业链布局降低成本等优势，份额有望持续提升。外延并购高端品牌、积极拓展专用减速机领域客户，成长弹性持续增强。首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 50: 可比公司估值比较

股票代码	公司简称	EPS				PE			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601100.SH	恒立液压	0.99	1.71	2.12	2.52	84	49	39	33
603915.SH	国茂股份	0.60	0.74	0.95	1.23	64	52	40	31

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 五、风险提示

**制造业景气度下滑。**通用减速机行业需求景气度与制造业投资关联度较高，当前国内正处于疫情后复苏期，下游需求较为旺盛。若后续制造业企业盈利能力改善放缓、投资意愿降低，则通用减速市场存在景气下滑风险。

**高端减速机产品布局进度不及预期。**高端品类的扩张是提升公司品牌辨识度、丰富产品系列、巩固公司龙头地位的重要布局之一。若后续对莱克斯诺业务整合进度较慢，则存在高端品类延申不及预期的风险，成长弹性或将变弱。

**专用减速机产品放量不及预期。**当前公司积极布局工程机械、环保、冶金等专用设备用减速机。其中，塔机用回旋减速机已实现放量。若后续其他品类减速机放量进度较慢，则业绩增长弹性将弱化。

**行业竞争加剧。**减速机行业整体稳健扩容，国产替代逐步推进。国内第一梯队几家厂商均存在各自比较优势。因此，若公司未能持续夯实公司现有竞争优势，则存在被赶超的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com