

2021年08月10日

国产通用减速机龙头,内生+外延驱动业绩稳定增长

增持(首次)

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2184 | 2860 | 3680 | 4392 |
| 同比(%) | 15.2% | 30.9% | 28.7% | 19.3% |
| 归母净利润(百万元) | 359 | 481 | 636 | 782 |
| 同比(%) | 26.6% | 34.0% | 32.1% | 23.0% |
| 每股收益(元/股) | 0.76 | 1.02 | 1.35 | 1.66 |
| P/E(倍) | 64 | 48 | 36 | 30 |

投资要点

■ 国内通用减速机龙头,内生增长稳健

国茂股份是国内通用减速机龙头企业,公司拥有十几个系列上万种减速机品类,为行业内产品线最全的公司之一。其与国内同行相比竞争优势突出,盈利能力和营运效率均优于同行;对标海外龙头具备性价比和营销渠道优势,有望进一步实现国产替代。

公司收入和业绩稳步增长,营收从2014年13.67亿元增至2020年21.84亿元,CAGR=8.1%;净利润从2014年1.10亿元增至2020年3.59亿元,CAGR=21.8%。我们预计21-24年公司业绩仍能维持每年20%以上的复合增速。

■ 小企业出清+国产替代趋势明显,行业规模稳定上行营造良好外部环境

减速机是工业动力传动的重要基础部件之一,广泛应用于起重运输、电力、航空等国民经济各大行业。减速机行业与制造业固定资产投资、GDP增速息息相关,在制造业升级的背景下,我们预计减速机行业规模将稳步增长,若按CAGR=10%的速度,2022年行业规模可达1642亿元。

国内减速机行业集中度提升,国产替代趋势明显。早期国内减速机企业多集中在中低端,主要靠价格战取胜;随着下游企业对减速机要求的提升,环保政策趋严,加速了小企业出清,行业集中度提升。国茂股份等国内龙头的产品性能与外资差距逐步缩小,国产化替代趋势明显。

■ 内生外延,双重逻辑驱动业绩进一步提升

内生: 1) 公司的技术水平持续提升,有望进一步构筑核心竞争力。其中模块化减速机能灵活面对下游多样化需求,且毛利率显著高于其他产品,是公司主要的业绩增长来源。2) 募投项目有望解决产能制约发展问题,业绩增长较为确定。2016-2018年,公司的产能利用率始终高于90%,产能问题已成为制约公司发展的瓶颈之一。IPO募投项目扩产齿轮减速机35万台,可使产能增加约140%,较大程度缓解产能不足问题。

外延: 1) 进军工程机械行业,有望带来业绩新突破。2019年公司完成塔机的回转减速机研发,已成功与徐工集团、中联重科等工程机械主机厂展开合作,我们认为公司未来有望进一步拓展工程机械领域的应用。2) 布局重大非扩张战略,为公司长期发展赋能。我国减速机市场中近20%为用于特殊行业的重大非减速机,公司布局重大非减速机将进一步打开市场空间,提升毛利率。3) 收购“莱克斯诺”向高端品牌转型,持续提升产品附加值。莱克斯诺的技术优势与国茂强大的营销网络协同,未来将以“捷诺”品牌开拓高端市场,进一步提升公司产品品质及品牌辨识度。

盈利预测与投资评级:国茂股份作为通用减速机国产龙头,未来将充分受益于行业进口替代趋势;同时对工程机械等新领域的拓展也将带来新的业绩增长点。我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.02、1.35、1.66元,当前股价对应动态PE分别为48/36/30倍,在可比公司中处于较低位置,我们看好公司未来成长性,估值存在提升空间,首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 宏观经济下滑风险、市场竞争风险、经销商管理风险

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 48.94 |
| 一年最低/最高价 | 20.02/49.82 |
| 市净率(倍) | 8.80 |
| 流通A股市值(百万元) | 6113.95 |

基础数据

| | |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元) | 5.56 |
| 资产负债率(%) | 37.22 |
| 总股本(百万股) | 472.48 |
| 流通A股(百万股) | 124.93 |

相关研究

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 通用减速机龙头：业务结构优化+盈利能力与控费水平向好，奠定良好内生基础..... | 5 |
| 1.1. 减速机业务历史悠久，控股子公司助力公司机电一体化战略布局..... | 5 |
| 1.2. 定位于通用减速机，主营业务结构逐年优化..... | 6 |
| 1.3. 财务分析：盈利能力与控费水平持续向好..... | 9 |
| 1.4. 股权激励绑定核心员工，内生增长势头强劲..... | 12 |
| 2. 减速机行业：小企业出清+国产替代趋势明显，行业规模稳定上行营造良好外部环境..... | 13 |
| 2.1. 减速机下游行业分散度高，导致市场天花板较高、波动性较小..... | 13 |
| 2.2. 海外减速机发展较为成熟，我国减速机尚处于稳步扩张状态，与宏观经济相关性强..... | 14 |
| 2.3. 国内减速机行业发展特点：竞争加剧+小企业出清，国产替代趋势明显..... | 15 |
| 3. 内生外延，双重逻辑驱动业绩进一步提升..... | 17 |
| 3.1. 行业地位：从收入规模来看，公司为国产通用减速机龙头..... | 17 |
| 3.2. 对标 SEW：产品性能差距较小+营销方式覆盖面更广，国产替代有望提速..... | 17 |
| 3.2.1. SEW 是世界减速机龙头企业..... | 17 |
| 3.2.2. 产品方面：国茂减速机性价比优于 SEW..... | 18 |
| 3.2.3. 销售模式方面：国茂股份成本更低、覆盖面更广..... | 19 |
| 3.3. 内生：技术构筑核心竞争力，募投项目解决产能痛点..... | 21 |
| 3.3.1. 公司的技术水平持续提升，有望进一步构筑核心竞争力..... | 21 |
| 3.3.2. 募投项目有望解决产能制约发展问题，业绩增长确定性较高..... | 22 |
| 3.4. 外延：拓展工程机械+重大非+高端减速机，公司业绩有望实现新突破..... | 23 |
| 3.4.1. 进军工程机械行业，有望带来业绩新突破..... | 24 |
| 3.4.2. 布局重大非扩张战略，为公司长期发展赋能..... | 25 |
| 3.4.3. 收购外资龙头“莱克斯诺”业务，开拓高端品牌市场..... | 26 |
| 4. 盈利预测..... | 26 |
| 5. 风险提示..... | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 国茂股份发展历程..... | 5 |
| 图 2: 股权结构清晰, 控股子公司助力公司海外业务板块和电机一体化战略布局 (截止 2021Q1) | 6 |
| 图 3: 减速机主要构造..... | 7 |
| 图 4: 公司产品主要针对中小型通用减速机..... | 7 |
| 图 5: 模块化减速机占比逐年提升..... | 9 |
| 图 6: 模块化减速机毛利率明显高于其他品种..... | 9 |
| 图 7: 2014-2020 年公司收入 CAGR=8.1% | 9 |
| 图 8: 2014-2020 年公司归母净利润 CAGR=21.8%..... | 9 |
| 图 9: 国茂股份毛利率、净利率稳中有升..... | 10 |
| 图 10: 国茂股份毛利率整体高于宁波东力..... | 10 |
| 图 11: 国茂股份控费能力良好..... | 11 |
| 图 12: 国茂股份经营性现金流持续向好..... | 11 |
| 图 13: 2018 年后公司加大研发费用投入..... | 11 |
| 图 14: 除去 2018 年宁波东力营业收入波动异常情况, 公司应收账款周转率高于可比公司... .. | 12 |
| 图 15: 2019 年下游行业使用减速机产品数量的分布概况..... | 13 |
| 图 16: 减速机下游行业应用广泛..... | 14 |
| 图 17: 国内减速机行业销售收入逐年增长..... | 14 |
| 图 18: 减速机行业销售收入增速与固定资产投资增速和 GDP 增速成正比..... | 15 |
| 图 19: 2022 年减速机行业规模可达 1642 亿元..... | 15 |
| 图 20: 减速机行业品牌销售份额分布概况..... | 15 |
| 图 21: 国茂股份销售毛利率于 2014 年开始反弹..... | 16 |
| 图 22: 行业门槛提高、环保政策趋严, 小企业出清..... | 16 |
| 图 23: 减速机生产企业减速机业务收入规模持续增长..... | 16 |
| 图 24: 2018 年, 公司经销客户占比 58% | 19 |
| 图 25: 公司产品种类齐全, 覆盖范围广..... | 21 |
| 图 26: 公司减速机产能利用率高于 90% | 22 |
| 图 27: 公司减速机产销率高于 90% | 23 |
| 图 28: RV 减速机及其核心组成部分 | 24 |
| 图 29: 国茂股份收入拆分及预测..... | 27 |
| | |
| 表 1: 公司主要布局于中小型通用减速机行业..... | 7 |
| 表 2: 公司主营机型为齿轮减速机和摆线针轮减速机..... | 8 |
| 表 3: 公司各年度减速机销售金额..... | 10 |
| 表 4: 股权激励解除限售的业绩考核目标..... | 12 |
| 表 5: 同行业公司减速机业务规模..... | 17 |
| 表 6: SEW 与国茂股份主要减速机产品性能比较 | 18 |
| 表 7: SEW 在产品设计方面的优势 | 19 |
| 表 8: A 类经销商地区分布..... | 20 |
| 表 9: 公司不同种类客户应收账款情况..... | 20 |
| 表 10: 截至 2020 年 12 月 31 日, 公司募集资金使用情况..... | 23 |

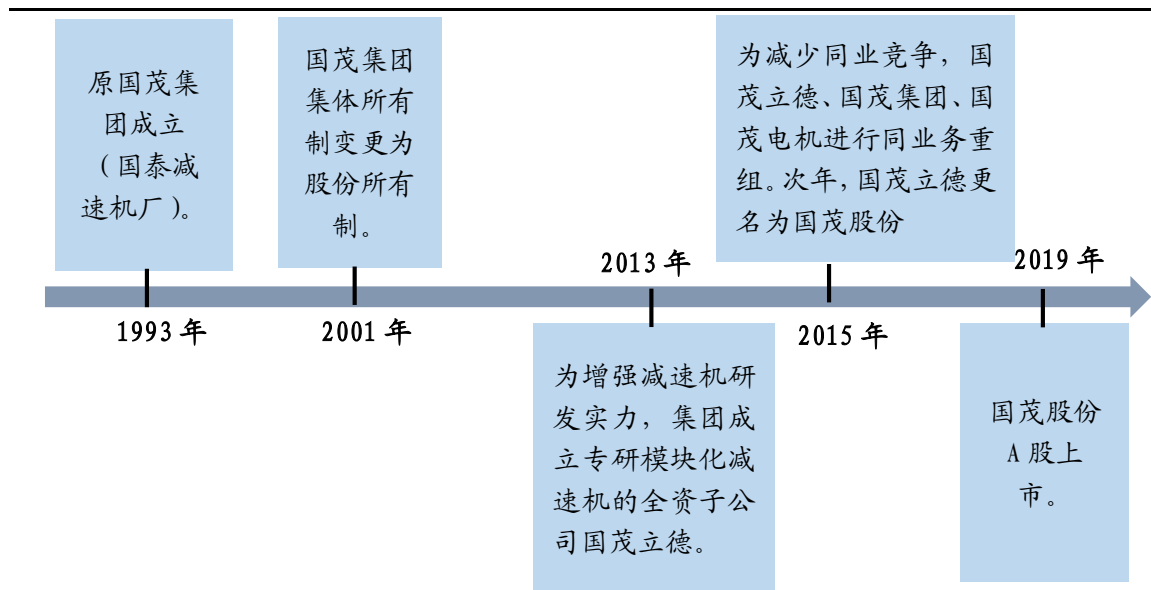
| | |
|---|----|
| 表 11: 2019 年, 减速机在国内工程机械领域的总市场规模约 159 亿元..... | 24 |
| 表 13: 重大非减速机与传统模块化减速机存在较大差异..... | 25 |
| 表 14: 国茂收购的莱克斯诺产品线..... | 26 |
| 表 15: 可比公司估值表 (2021 年 8 月 9 日, 货币单位: 人民币, 当日港股兑人民币汇率: 1.2HKD=1CNY) | 28 |

1. 通用减速机龙头：业务结构优化+盈利能力与控费水平向好，奠定良好内生基础

1.1. 减速机业务历史悠久，控股子公司助力公司机电一体化战略布局

公司是国内通用减速机生产龙头，主营业务为减速机的研发、生产与销售。1993年，国茂减速机集团有限公司（以下称“国茂集团”）成立，20世纪初期，减速机业务完全由国茂集团总部生产和销售。2013年，为强化减速机研发实力，集团成立全资子公司国茂立德专门负责开发齿轮减速机中的核心产品模块化减速机，而国茂集团另一全资子公司常州国茂电机有限公司（以下称“国茂电机”）也有部分减速机业务。2015年，为减少同业竞争，进一步聚焦资源，集团进行了同业务下重组，国茂集团与国茂电机减速机业务被剥离出来注入拟上市公司国茂立德。2016年公司更名为国茂股份，2019年国茂股份正式在A股上市。就业务规模来说，公司是国内通用减速机生产龙头。

图 1：国茂股份发展历程

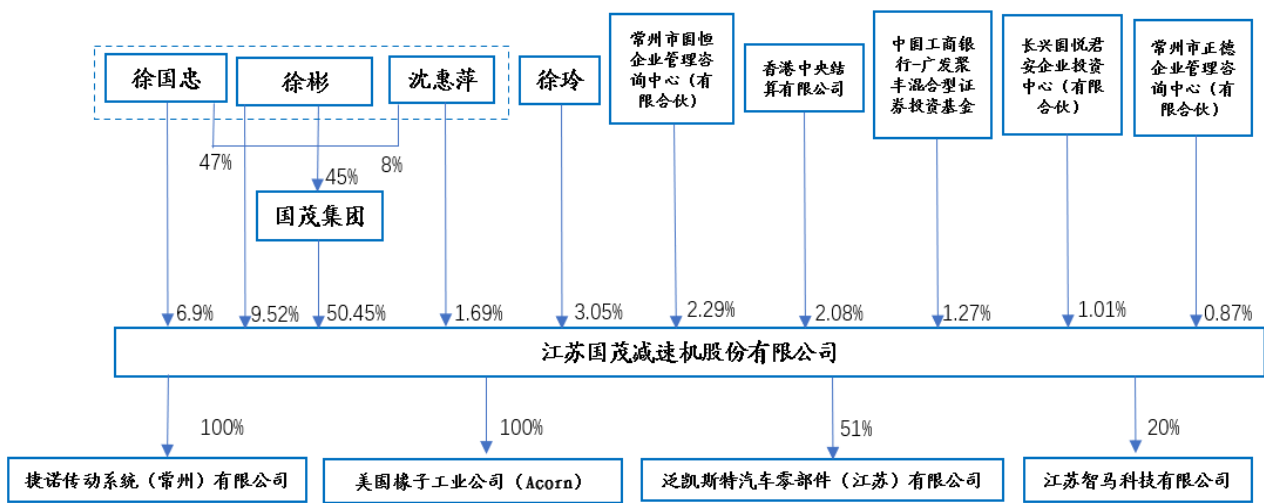


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权集中度高，大股东利益冲突风险小。徐国忠、徐彬、沈惠萍组成的徐氏家族直接和间接控制公司 68.56%股份，为公司的实际控制人。此外，徐玲是实际控制人徐国忠之女，直接持有公司 3.05%股权，为实际控制人的一致行动人。大股东利益一致，股权结构稳定，经营风险较小。

控股子公司助力公司海外业务板块和电机一体化战略布局。公司控股子公司共有三家，分别为捷诺传动系统有限公司、泛凯斯特汽车零部件有限公司和美国橡子工业公司（Acorn），其中子公司 Acorn 纳入合并报表。Acorn 公司主要负责在海外销售本公司减速机产品，助力其海外业务拓展；此外，公司还参股江苏智马科技有限公司，该公司在伺服电机领域拥有成熟的技术，其生产的永磁同步电机具备开环同步、高效节能的特点，生产的交流感应伺服电机具备低速大扭矩，定位精度高等优点。参股智马科技将进一步推动公司高价值机电一体化战略的深入实施。

图 2：股权结构清晰，控股子公司助力公司海外业务板块和电机一体化战略布局（截止 2021Q1）

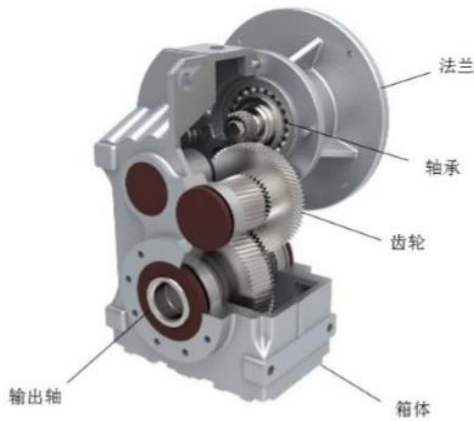


数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 定位于通用减速机，主营业务结构逐年优化

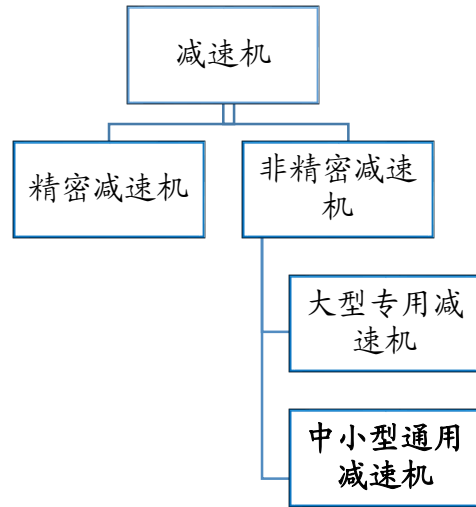
减速机的种类很多，国茂股份定位于通用减速机，正在向专用减速机延伸。一般而言，原动机所提供的转速与工作机所需要的转速是不匹配的，这种情况之下，就需要在原动机与工作机之间安装一个减速机，通过不同大小齿轮的相互传动，实现转速和力矩的转换。从下游的应用场景来看，减速机可以分为精密减速机和非精密减速机两种。精密减速机一般是指应用于工业机器人的减速机，其对传动精度要求比较高；非精密减速机，是指一般自动化装置所需要使用的减速机，又可分为大型专用减速机（船用、冶金、风力发电、航天航空齿轮箱等专用减速机）和中小型通用减速机（模块化减速机、大功率减速机、摆线针轮减速机）。国茂股份主要定位于中小型通用减速机，下游应用范围非常广泛，公司同时致力于研发“重大非”专用减速机，未来其产品线将进一步扩展。

图 3: 减速机主要构造



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 4: 公司产品主要针对中小型通用减速机



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

同类企业有 SEW、西门子、宁波东力、中大力德, 与公司业务可比性最强的为宁波东力。SEW、西门子为综合性工业自动化企业, 其涉及的工业减速机业务与公司处于同行业竞争。中大力德虽与公司同属通用减速机行业, 但其主要产品为精密减速器, 下游行业主要包括工业机器人、智能物流等, 产品存在一定差异。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, 应用领域及目标客户重合度较高, 但宁波东力齿轮箱产品更加集中于冶金行业; 而公司减速机广泛应用于环保、建筑、电力、矿山等各行业。

表 1: 公司主要布局于中小型通用减速机行业

| 行业大类 | 行业分类 | 特点 | 主要代表公司 |
|-------|------------|-------------------------------|----------------------------|
| 减速机行业 | 中小型通用减速机行业 | 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 |
| | 大型专用减速机行业 | 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 |

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

国茂股份主营的通用减速机可细分为齿轮减速机和摆线针轮减速机。齿轮减速机与摆线针轮减速机的技术原理有所不同:

(1) 齿轮减速机传动效率高, 传递功率范围较广, 结构灵活, 可以满足各种工况

要求，可分为大功率减速机与模块化减速机。模块化减速机传递功率覆盖 0.12-200kW，结构中包含减速机与电机的快速接口，广泛应用于中小功率工业传动领域；大功率减速机传递功率可高达 5100kW，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，传动效率高、使用寿命长。2018 年，大功率减速机的营收占比为 36%，模块化减速机的营收占比为 36%（2019-2020 年未披露）。

（2）摆线针轮减速机输出功率范围有限，但其具有结构紧凑体积小，单级传动比大，运转平稳噪声低，拆装方便，易维修等优点。

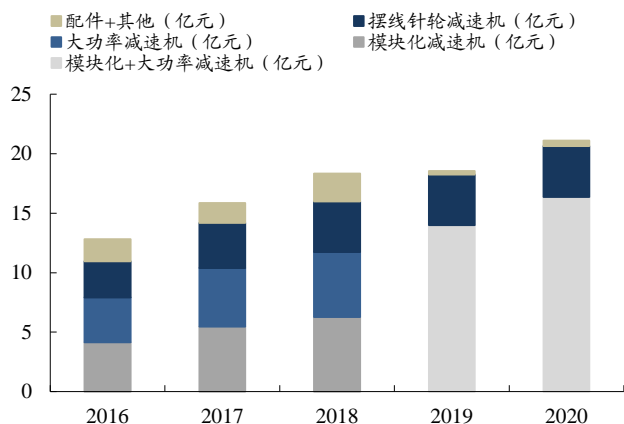
表 2：公司主营机型为齿轮减速机和摆线针轮减速机

| 产品类别 | 产品特点 |
|--|---|
| 模块化减速机  | <ol style="list-style-type: none"> 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 |
| 大功率减速机  | <ol style="list-style-type: none"> 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 |
| 摆线针轮减速机  | <ol style="list-style-type: none"> 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 5、输出功率范围有限 |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

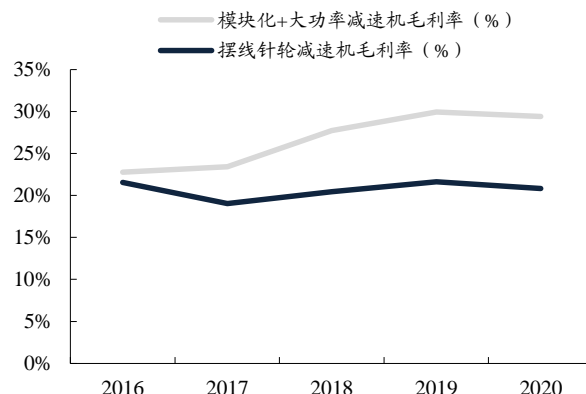
公司主营业务结构逐年优化，高毛利品种占比显著提高，有望释放更多利润。2019 年，公司减速机业务营收占比 96%，几乎贡献全部收入来源。其中，模块化减速机和大功率减速机是公司业绩的主要驱动力。此外，从各减速机品种毛利率水平来看，模块化减速机毛利率水平一直显著高于大功率减速机和摆线针轮减速机，对公司毛利润的边际贡献更大。公司模块化减速机的营收占比持续增加，有望进一步形成规模效应，释放更多利润。

图 5: 模块化减速机占比逐年提升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 模块化减速机毛利率明显高于其他品种

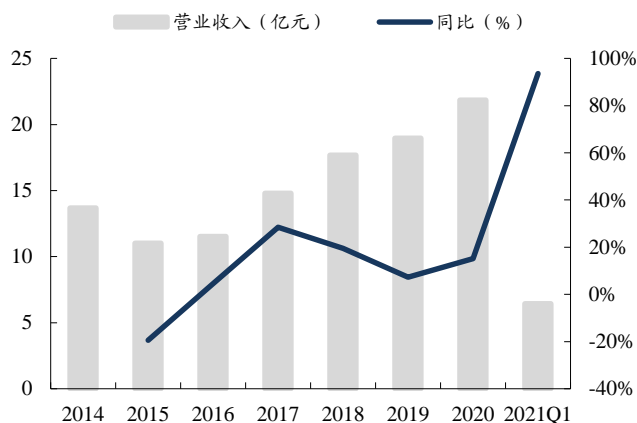


数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.3. 财务分析: 盈利能力与控费水平持续向好

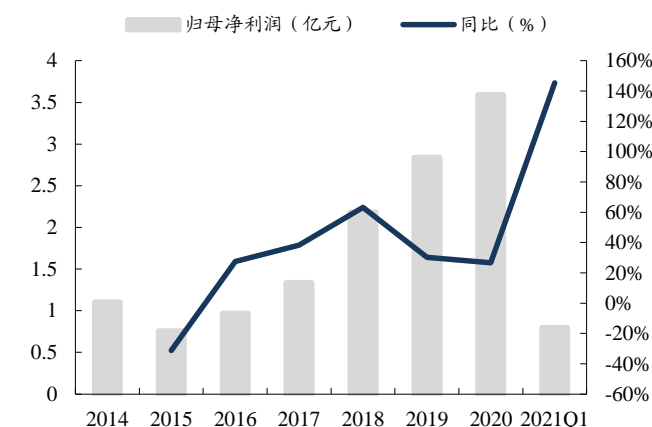
公司营业收入和归母净利润逐年稳健增长。公司收入从 2014 年 13.67 亿元增至 2020 年 21.84 亿元, 年均复合增速 8.1%; 归母净利润从 2014 年 1.10 亿元增至 2020 年 3.59 亿元, 年复合增速 21.8%。2021Q1 营业收入 6.42 亿元, 同比增长 93.59%, 公司业绩保持较高速度持续增长主要系: 1) 受益于国内工业自动化发展、进口替代, 需求有所提升; 2) 2021 年第一季度, 受环保政策趋严和成本价格上升影响, 下游厂商增加订单数量, 公司在手订单强劲增长, 为公司带来主要的增长点; 3) 公司 2021Q1 剔除新纳入的泛凯斯特铸件和捷诺两大毛利率较低的板块, 使得净利润增速高于营业收入增速。

图 7: 2014-2020 年公司收入 CAGR=8.1%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2014-2020 年公司归母净利润 CAGR=21.8%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司具有规模和技术优势, 可通过转移上游价格获得稳定利润。2016 年以来钢、铁等上游原材料价格持续上涨, 导致公司减速机成本持续上涨。与此同时, 受益于制造

业发展稳中向好的环境，以及公司持续累积的规模、技术优势，公司订单数量边际增长较快。在此背景下，公司产品价格持续上涨，从平均单价来看，2018、2019 和 2020 年年末减速机平均价格分别为 3275 元、3575 元和 3640 元，减速机销售数量 52 万台、53 万台和 60 万台，量价齐升，贡献了更多净利润。

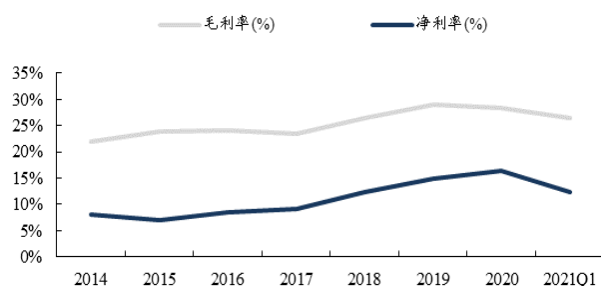
表 3: 公司各年度减速机销售金额

| 项目 | 2018 年度 | | 2017 年度 | | 2016 年度 | |
|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| | 金额 (万元) | 比例 (%) | 金额 (万元) | 比例 (%) | 金额 (万元) | 比例 (%) |
| 齿轮减速机 | 127170 | 74.99% | 103772 | 73.14% | 79101 | 72.17% |
| 其中：模块化减速机 | 62775 | 37.02% | 54618 | 38.50% | 41482 | 37.85% |
| 大功率减速机 | 64395 | 37.97% | 49154 | 34.64% | 37619 | 34.32% |
| 摆线针轮减速机 | 42412 | 25.01% | 38110 | 26.86% | 30506 | 27.83% |
| 合计 | 169582 | 100% | 141882 | 100.00% | 109607 | 100.00% |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

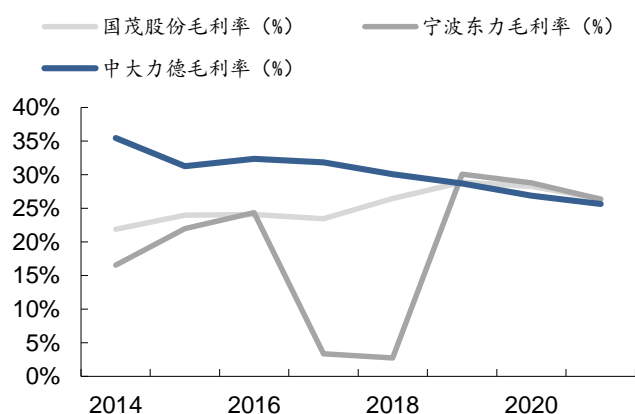
盈利水平持续优化。2020 年净利润率和毛利率下降主要系受疫情影响，2021Q1 公司毛利率达到 26.4%，净利率达到 12.4%，公司盈利能力持续提升，主要系：1) 公司三次提高减速机产品销售价格，使得利润空间增加；2) “分散制造、集中组装”，随营业收入增加规模效应更加明显；3) 公司控股泛凯斯特，打通了上游铸件原材料生产环节，与减速机产品形成协同效应，有利于毛利率的提升。公司毛利率整体高于宁波东力，主要系国茂股份涉及下游行业更广，销售收入更高，规模效应更加显著；中大力德毛利率高于国茂，主要系中大力德主要产品为精密减速器，产品附加值更高。

图 9: 国茂股份毛利率、净利率稳中有升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10: 国茂股份毛利率整体高于宁波东力

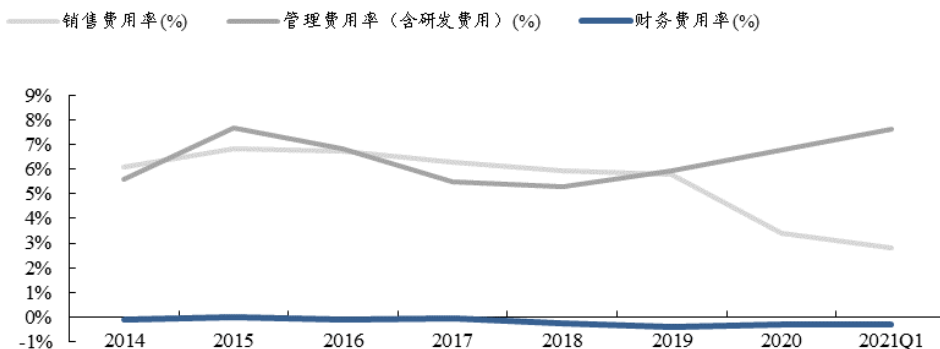


数据来源：Wind，东吴证券研究所

控费能力持续优化。2019 年后公司管理费用率小幅上升主要系上市费用分摊所致。销售费用率相对较高，主要系公司客户地区分布较为广泛，运输费用占营业收入比例高于行业；此外，公司注重自身销售团队建设，以高薪酬激励销售人员拓展业务，销售人

员工工资较高。但公司的销售费用率呈现小幅下滑趋势，控费水平有望进一步优化。公司财务费用率一直以来很低，2021Q1 财务费用率为-0.31%，主要系公司无银行贷款，且理财收入越来越多。

图 11: 国茂股份控费能力良好

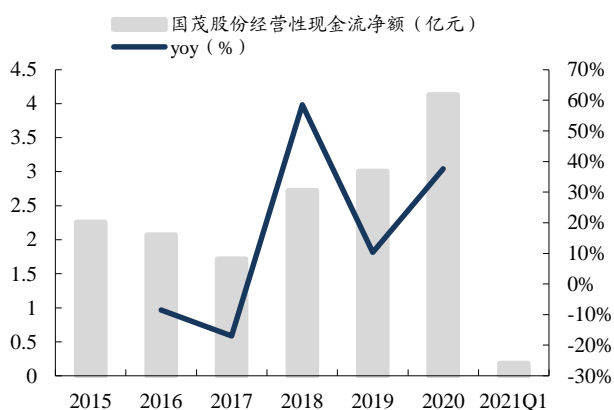


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

现金流随净利润同步向好。公司经营性现金流整体趋势稳步向上，2017 年现金流出现下降主要是受到行业需求回暖影响，公司扩大生产规模，原材料购买现金流支出高于公司收到的现金流，但 2018 年后即恢复正常增长。2021Q1 现金流相对 2020 年同期增长 52%，主要系 2021 年受疫情影响较小，随着工业自动化持续推进，环保政策趋严等利好驱动影响，市场需求强劲，行业保持较高景气度下公司订单充足，经营状况良好。

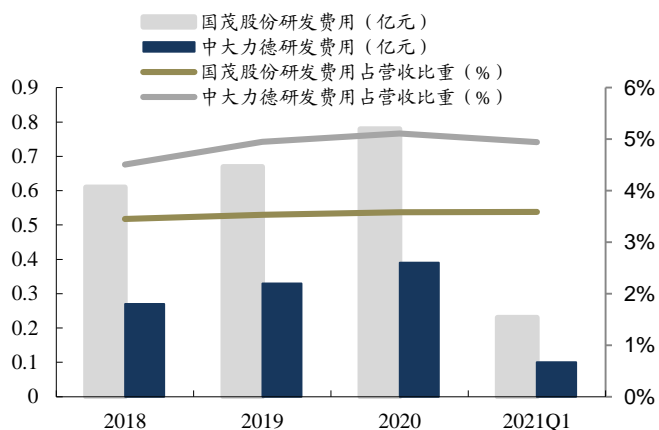
2018 年后公司加大研发投入，竞争优势有望进一步凸显。公司于 2018 年后加速研发费用投入，2019、2020 年、2021Q1 公司研发费用投入分别为 6678 万元、7829 万元及 2308 万元，占营收比重稳步提升，有助于进一步提高公司减速机生产技术。2020 年年报显示国茂股份研发费用占比超过中大力德，竞争优势凸显；宁波东力于 2019 年剥离了供应链业务，营业收入发生较大波动，不具有可比性。工程机械专用减速机是公司发展的新兴业务，GTR 系列卷扬减速机在短期内实现研发，有望在 2021 年快速放量。

图 12: 国茂股份经营性现金流持续向好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

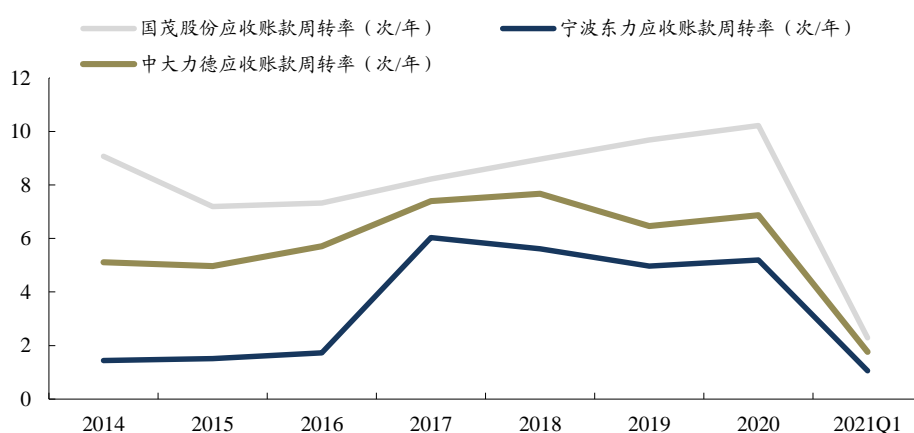
图 13: 2018 年后公司加大研发费用投入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

应收账款周转率稳中有升,运营效率提高。公司应收账款周转率整体较高,2019年、2020年公司应收账款周转率分别为9.7次/年、10.2次/年,营运能力稳中有升。公司应收账款周转情况好于竞争对手宁波东力、中大力德。主要系销售模式、信用周期存在差异所致:一方面,公司对A类经销商的考核标准十分严格,回款激励较强,使得公司整体应收账款周转率高于竞争对手。另一方面,公司信用政策较为严格,一般给予客户90天账期,而宁波东力下游客户处于采矿业,项目进度慢,付款的信用周期相对较长。

图 14: 除去 2018 年宁波东力营业收入波动异常情况, 公司应收账款周转率高于可比公司



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 股权激励绑定核心员工, 内生增长势头强劲

大范围股权激励绑定核心员工, 内生增长势头强劲助力公司长远发展。公司于2020年发布股权激励计划, 以每股9.48元授予限制性股票922万股, 首次授予对象共有166名, 以公司高层及核心技术(业务)人员为主, 约占公司人数的9.35%。此外, 公司于2021年7月发布公告, 以每股9.23元授予预留部分的限制性股票75.5万股, 激励对象共37名。此次股权激励覆盖广, 目标业绩增长空间较大, 可以充分调动核心员工主人翁意识, 促进公司实现科技赶超和销售渠道突破, 助力公司可持续发展。

表 4: 股权激励解除限售的业绩考核目标

| 解除限售期 | 业绩考核目标 | |
|------------|----------|------------------------|
| 首次授予的限制性股票 | 第一个解除限售期 | 2020 年公司净利润不低于 2.90 亿元 |
| | 第二个解除限售期 | 2021 年公司净利润不低于 3.35 亿元 |
| | 第三个解除限售期 | 2022 年公司净利润不低于 4.00 亿元 |

| | | |
|------------|----------|------------------------|
| 预留授予的限制性股票 | 第四个解除限售期 | 2023 年公司净利润不低于 4.80 亿元 |
| | 第五个解除限售期 | 2024 年公司净利润不低于 6.00 亿元 |
| | 第一个解除限售期 | 2021 年公司净利润不低于 3.35 亿元 |
| | 第二个解除限售期 | 2022 年公司净利润不低于 4.00 亿元 |
| | 第三个解除限售期 | 2023 年公司净利润不低于 4.80 亿元 |
| | 第四个解除限售期 | 2024 年公司净利润不低于 6.00 亿元 |

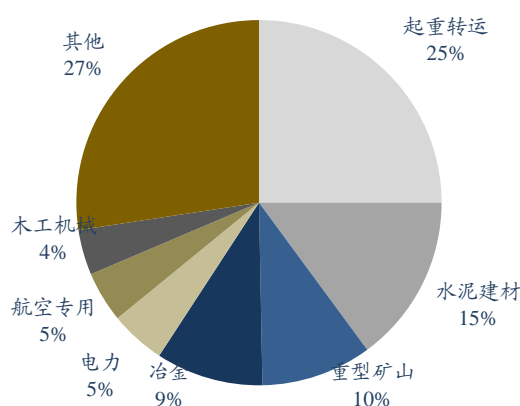
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 减速机行业：小企业出清+国产替代趋势明显，行业规模稳定上行营造良好外部环境

2.1. 减速机下游行业分散度高，导致市场天花板较高、波动性较小

公司下游行业分散度高，市场规模较大，不受单一行业波动影响。减速机是工业动力传动不可缺少的重要基础部件之一，广泛应用于起重运输、电力、航空、矿山、冶金、水泥等国民经济各大行业，2019 年，起重运输行业使用减速机产品的数量占比为 25%，水泥占比为 15%，矿山占比为 10%，其余各行业集中度较低，市场分散。就国茂股份而言，2018 年公司前 100 名直销客户中，通用设备占比 22%，橡塑占比 13%，其余细分行业占比均不足 10%。这使得不同行业间需求变动可以相互弥补，波动性和周期性较小，且一些新兴行业对减速机新增需求造成减速机行业市场规模不断增加。

图 15：2019 年下游行业使用减速机产品数量的分布概况



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 16: 减速机下游行业应用广泛



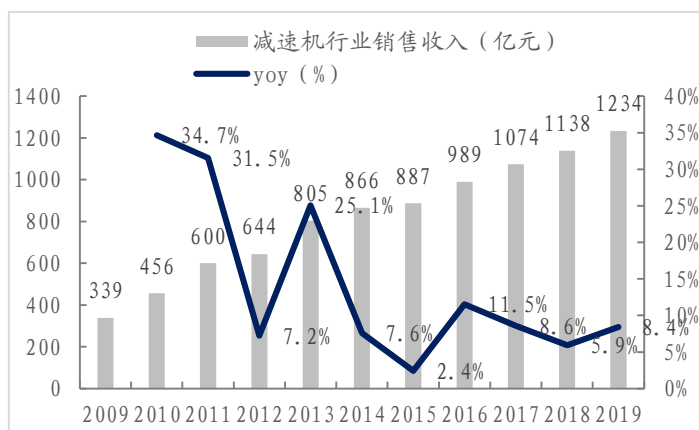
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 海外减速机发展较为成熟，我国减速机尚处于稳步扩张状态，与宏观经济相关性强

世界范围内，减速机行业集中度较低，德国、日本等国家减速机技术领先。国际减速机行业的市场规模较大，市场参与者众多，行业竞争激烈，整体集中度低。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。

我国减速机行业处于稳步扩张状态，销售收入未呈现明显周期性特征。中国减速机市场处于稳步增长状态，2009-2019 年减速机行业营收复合增速达 13.8%。行业以略高于 GDP 的增速持续向上扩张，销售收入未呈现明显周期性波动，主要系减速机下游行业分散，受单一行业影响小。

图 17: 国内减速机行业销售收入逐年增长



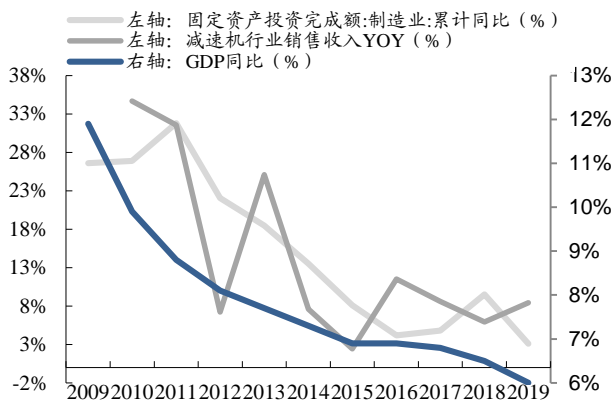
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

减速机行业销售收入增速与制造业固定资产投资增速、国民经济增长速度息息相关，并伴有行业景气度波动。虽减速机行业整体收入保持增长趋势，但其增速受制造业投资

增速和 GDP 增速放缓影响，呈现同步下滑趋势，并伴有细微波动，这主要与减速机行业的竞争格局变化、环保政策趋严、小企业出清、技术升级等因素相关。

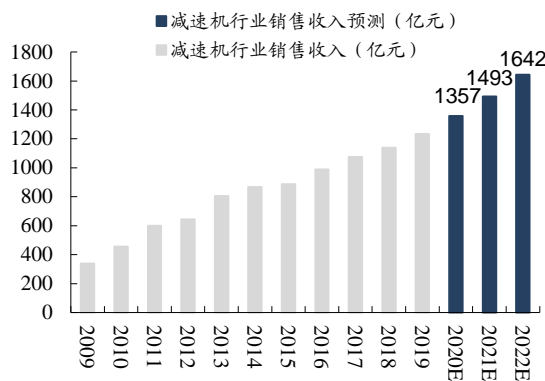
未来 3 年内，我们预计宏观经济增速维持稳定水平，且由于减速机行业下游波动可以互相抵消，故减速机行业的增速将保持相对稳定。基于以上判断，假设减速机行业销售收入按 3 年复合增速 10% 增长，则 2022 年整个减速机行业的规模可达 1642 亿元。

图 18: 减速机行业销售收入增速与固定资产投资增速和 GDP 增速成正比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 19: 2022 年减速机行业规模可达 1642 亿元

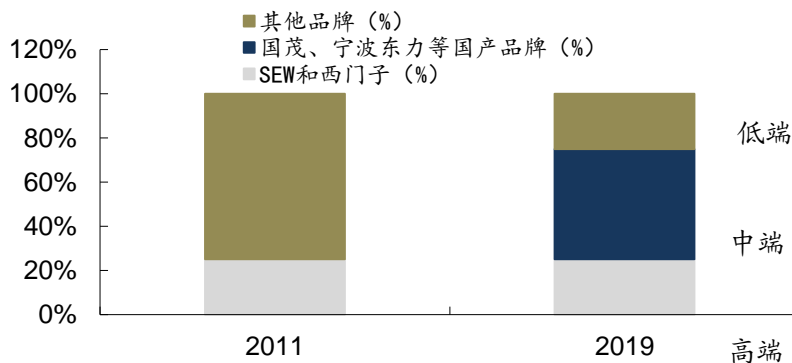


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所测算

2.3. 国内减速机行业发展特点：竞争加剧+小企业出清，国产替代趋势明显

国内减速机企业集中于中低端、国外走高端路线。一方面，减速机设计原理相对较为简单，难度较大的 RV 减速机的核心原理也早已公开；另一方面，减速机是自动化传动装置的基础件，其下游需求量较大，市场空间较大。这就使得国内有大量企业争相进入减速机行业，竞争非常激烈，但早期行业对技术的门槛要求较低，大部分企业集中在中低端，主要靠价格战取胜。而国外品牌如 SEW、西门子等，工业控制技术相对成熟，减速机业务研发已久，主要走高端路线，产品质量好。在对于减速机稳定性要求较高的环保、食品等行业，SEW 等外资占据龙头地位。

图 20: 减速机行业品牌销售份额分布概况

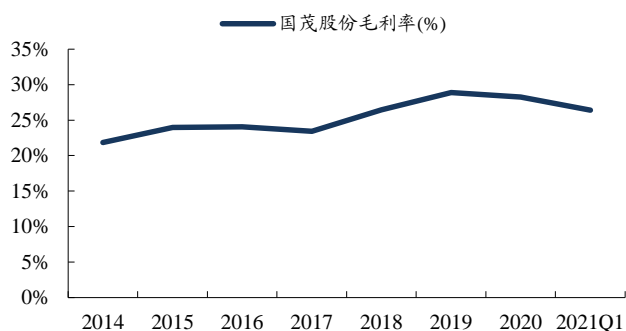


数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

环保叠加竞争因素，小企业出清。随着下游企业对减速机要求逐渐提升，早期形成的小而散竞争格局下产品出现了诸多问题，例如：①漏油：最常见的问题；②精度：国内小企业生产的减速机精度较国外知名品牌存在一定差距；③发热：国内小企业冷却系统技术相对较差，严重影响减速机性能；④寿命：由于设计工艺存在差距，使得大多数国产品牌减速机产品的可使用寿命存在很大问题。同时，2017年以后环保政策逐渐趋严，而减速机的喷漆环节会产生一定污染，江苏、常州流域水域众多，对喷漆查得非常严格，因此大大提高了减速机厂对喷漆线的投资要求，很多小厂商受制于环保升级直接退出市场，小企业出清。

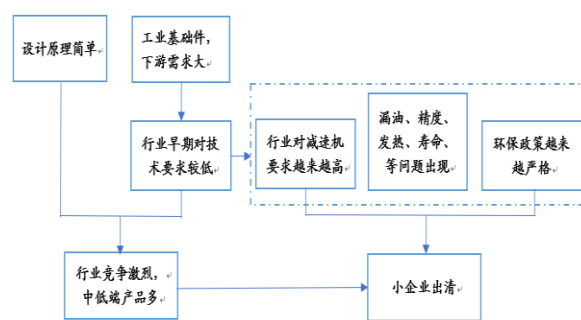
与此同时，行业毛利率出现下滑，国茂股份 2014 年的毛利率已跌落至 21%，“十三五”期间国家加大对基础设施建设的投入，减速机行业迎来新的发展机遇，2016-2017 年，企业利润率呈现企稳回升的趋势。

图 21：国茂股份销售毛利率于 2014 年开始反弹



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

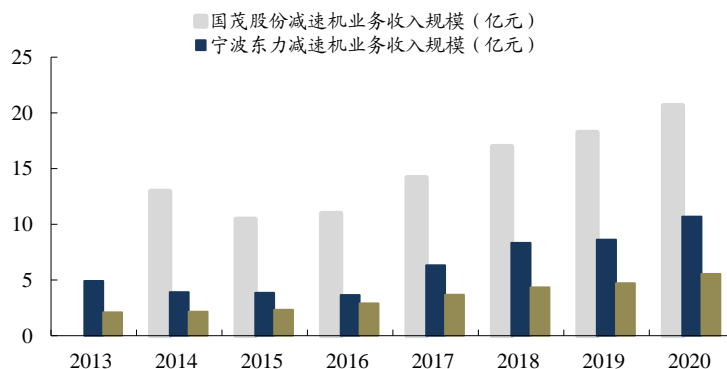
图 22：行业门槛提高、环保政策趋严，小企业出清



数据来源：东吴证券研究所

本土企业技术研发实力不断增强，减速机产品性能与国际领先企业的差距逐步缩小，国产化替代趋势明显。一方面，国家鼓励工业零部件重点领域快速实现国产化替代；另一方面，国内大型减速机企业国茂股份、宁波东力、中大力德等的产品质量、生产技术、售后服务不断提升，且相较于进口减速机具有价格优势。在这种背景下，国产减速机企业的经营规模不断提升，行业龙头集中度提升，国产替代逻辑更加清晰。

图 23：减速机生产企业减速机业务收入规模持续增长



数据来源：各公司年报，东吴证券研究所

注：宁波东力 2016-2019 年减速机业务收入按照年报披露的传动设备近似计算

3. 内生外延，双重逻辑驱动业绩进一步提升

3.1. 行业地位：从收入规模来看，公司为国产通用减速机龙头

公司在国内通用减速机领域，经营规模保持领先地位。在通用减速机行业中，具有较强竞争力的企业包括 SEW、西门子等外资企业和公司、宁波东力、泰隆、中大力德等国内规模较大的通用减速机企业。国内其他规模较小的通用减速机企业数量众多，竞争激烈。2020 年国茂股份减速机业务营业收入 21.84 亿元，在国内通用减速机领域经营规模保持领先地位。

表 5：同行业公司减速机业务规模

| 行业 | 主要企业 | 2020 年减速机业务营业收入（亿元） |
|---------|-----------------|---------------------|
| 通用减速机行业 | 国茂股份（603915.SH） | 21.84 |
| | 宁波东力（002164.SZ） | 10.33 |
| | 中大力德（002896.SZ） | 7.61 |
| 专用减速机行业 | 中国高速传动（0658.HK） | 20.66 |
| | 杭齿前进（601177.SH） | 19.18 |

数据来源：各公司年报，东吴证券研究所

3.2. 对标 SEW：产品性能差距较小+营销方式覆盖面更广，国产替代有望提速

3.2.1. SEW 是世界减速机龙头企业

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，2018 年在全世界销售额超过 30 亿欧元，是世界顶级制造企业。SEW-传动设备（天津）有限公司于 1994 年 6 月在中国成立，进入中国市场后，SEW 凭着技术优势和品牌效应，在行业中迅速占据领先地位。

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，研发技术水平国际领先。以 SEW 为代表的海外企业为减速机行业树立了“高、精、广”技术标杆。高，即高单位体积承载能力、高可靠性、高耐用度；精，即零部件精度高，从而实现低噪音，低振动；广，即产品广泛适用于众多行业。为了进一步了解国茂股份的竞争力，下面我们将在产品性能及营销模式方面对比国茂股份与世界减速机龙头 SEW。

3.2.2. 产品方面：国茂减速机性价比优于 SEW

国茂股份减速机在输出功率方面与 SEW 无明显差异，但在性能、质量与人性化设计方面与 SEW 尚存差距。考虑到 2020 年国产减速机价格约为进口的 50%，国茂股份减速机具有较高性价比，我们认为国茂股份减速机具有一定产品竞争力。

①指标性能方面，国茂股份齿轮比高于 SEW，弥补了最大扭矩低于 SEW 的劣势，综合输出功率无太大差异。功率=转速（齿轮比）×扭矩/9550，可知齿轮比、最大扭矩和减速机输出功率成正比。国茂股份最大扭矩相对 SEW 较低，主流产品中最大扭矩位于 6.5kN.m 到 2600kN.m，小于 SEW 主流产品 65kN.m 到 5200kN.m，尤其是模块化减速机扭矩均处于 50kN.m 以下；但国茂股份齿轮比明显较高，位于 1.3 到 33818 之间，远大于 SEW 1 到 4000 之间的齿轮比，因此可以弥补扭矩的相对劣势，最大输出功率可达 12000kW，甚至大于 SEW，可以与 SEW 竞争下游大功率需求行业采矿、工业等。

表 6: SEW 与国茂股份主要减速机产品性能比较

| 公司 | 分类 | 减速机系列 | 齿轮比 i | 最大扭矩 kN.m |
|------|--------|--------------|------------|-----------|
| SEW | 行星减速机 | P.MC 系列工业减速机 | 140-4000 | 359 |
| | | XP 系列工业减速机 | 22-3600 | 5200 |
| | | P-X 系列工业减速机 | 28-550 | 550 |
| | 齿轮减速机 | P 系列工业减速机 | 140-4000 | 631 |
| | | X 系列工业减速机 | 12.5-450 | 175 |
| | | MC 系列工业减速机 | 7.1-112 | 65 |
| | | N 系列工业减速机 | 1-7.1 | 248 |
| 国茂股份 | 模块化减速机 | ML 系列工业减速机 | 14-280 | 1480 |
| | | GR 系列工业减速机 | 1.3-26995 | 36.6 |
| | | GK 系列工业减速机 | 5.36-29414 | 50 |
| | | GS 系列工业减速机 | 7.57-33818 | 6.5 |
| | | GF 系列工业减速机 | 7.57-33818 | 6.5 |
| | | P 系列工业减速机 | 1.25-450 | 950 |
| | 大功率减速机 | V 系列工业减速机 | 1.25-450 | 950 |
| | | ZLY 系列工业减速机 | 1.25-500 | 520 |
| | | GM 系列工业减速机 | 1.3-33000 | 50 |
| | | GX 系列工业减速机 | 25-4000 | 2600 |

数据来源：SEW、国茂股份官网，东吴证券研究所

②产品设计方面，SEW 在安全性、灵活性、占用空间以及运行成本等方面充分体现人性化设计，是国内减速机行业的技术标杆。虽然以国茂股份为首的国内减速机企业在产品性能方面奋起直追，美国协会做过测试，指标性能可达到海外产品 90%左右，但在安全性、质量与人性化设计方面与 SEW 尚存差距。考虑到国产减速机价格约为进口的 50%，性价比相对较高，国产减速机仍具有一定竞争力。

表 7: SEW 在产品设计方面的优势

| 维度 | SEW 优势 |
|------|--|
| 安全性 | SEW 采用可变的冷却系统，使得减速机工作安全性大幅提升。 |
| 灵活性 | 具有针对电动机、液压电机、减速电机以及工业减速机的适配器，大大加大了减速机的适用灵活性。 |
| 占用空间 | 采用紧凑型结构，节省了安装空间。 |
| 运行成本 | 设计匹配一个上游减速电机，不需要成本较高的耦合器、连接法兰等，且采用免于维护、持续润滑的滚动轴承，大大降低运行成本。 |

数据来源：SEW 官网，东吴证券研究所

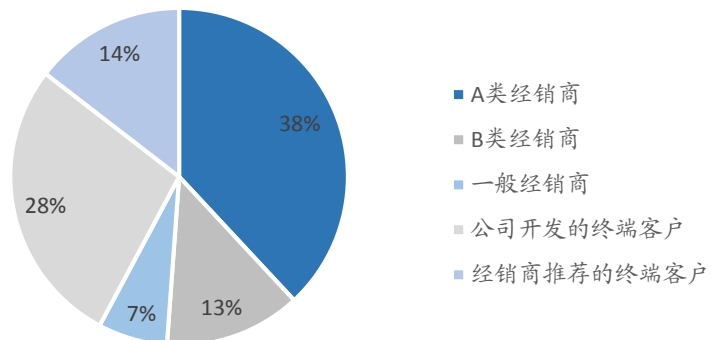
3.2.3. 销售模式方面：国茂股份成本更低、覆盖面更广

不同于 SEW 采取直销方式，国茂股份采取经销与直销结合的方式，既能够及时反应客户需求，又能以低成本深挖细分行业公司，快速扩大市场份额。

①德国 SEW 采取办事处直销方式，可以及时、有针对性地反应客户需求。SEW 在 1994 年进入中国市场后，便快速成立多家办事处，铺平一条集信息流、物流和服务一体化的绿色通道，以快速反应并服务于客户。SEW 在中国已经发展成为拥有 12 家公司、10 家工厂、54 个技术服务办事处的大型集团公司，由 54 家办事处负责减速机的销售以及售后服务，且 SEW 要求销售办事处人员时刻反馈客户需求，增强营销针对性。

②国茂股份采取经销商经销与直销结合的方式，覆盖面更广，且 A 类经销商显著提高公司营收质量。不同于 SEW，国茂股份具有一套经销和直销结合的销售体系，2018 年，国茂的经销占比为 58%，直销占比为 42%。经销商渠道主要分为 3 大类，除了独家经销商 A 类经销商，还有 B 类经销商（由 A 类经销商进行获取、管理）、C 类经销商（公司业务部门自己获取）；直销渠道主要分为 2 大类，公司开发的终端客户、经销商推荐的终端客户。以 A 类经销商为主的经销团队可以以更低成本广泛覆盖下游众多子行业；公司自有的销售团队可以针对 A 类经销商未开发的客户进行市场拓展，制定针对性生产策略。

图 24: 2018 年，公司经销客户占比 58%



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

在营销网络中，A类经销商忠诚高、覆盖范围广、应收账款周转率高，可以显著提高公司营业收入的稳定性与质量。A类经销商与公司合作历史悠久，结成了长期战略合作关系，A类经销商数量基本维持不变，经销网络稳定。截至2019年底，公司A类经销商共有78家。A类经销商在2018年的贡献收入占全部销售收入38.07%，占经销渠道销售收入65.84%，是公司业绩高质量持续增长的稳定因素。公司将全国按地域划分为五大销售片区：华东、中原、中南、华北、西南，A类经销商能够覆盖中国绝大多数省份，助力稳定提升各地区市场份额。

表8：A类经销商地区分布

| 片区名称 | 省份名称 |
|------|---------------------------------|
| 华东片区 | 江苏、上海、浙江 |
| 华北片区 | 北京、河北、黑龙江、青海、天津、辽宁、内蒙古、宁夏、吉林、甘肃 |
| 中原片区 | 安徽、山东、山西、河南 |
| 中南片区 | 湖南、江西、广东、海南、福建、广西、贵州 |
| 西南片区 | 湖北、陕西、四川、新疆、云南、重庆、西藏 |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

A类经销商作为主要经销商，2016年到2018年，应收账款余额占其业务收入比例分别为2.90%、2.24%和1.57%，低于其余四类客户，同时，A类经销商的应收账款账龄、周转天数均显著低于其余四类客户，进一步保障公司收入质量。

表9：公司不同种类客户应收账款情况

| | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
|---------------|---------|---------|---------|
| A 类经销商 | | | |
| 主营业务收入（万元） | 66523 | 52242 | 41224 |
| 应收账款余额（万元） | 1044 | 1169 | 1194 |
| 占比（%） | 1.57% | 2.24% | 2.90% |
| 周转天数（天） | 6 | 8 | 12 |
| 1年之内应收账款占比（%） | 86.34% | 83.42% | 83.74% |
| B 类经销商 | | | |
| 主营业务收入（万元） | 22877 | 20051 | 15560 |
| 应收账款余额（万元） | 2457 | 2244 | 2213 |
| 占比（%） | 10.74% | 11.19% | 14.22% |
| 周转天数（天） | 37 | 40 | 46 |
| 1年之内应收账款占比（%） | 68.85% | 70.69% | 74.59% |
| 一般经销商 | | | |
| 主营业务收入（万元） | 11631 | 11070 | 8251 |
| 应收账款余额（万元） | 2412 | 2538 | 1847 |
| 占比（%） | 20.74% | 22.92% | 22.39% |
| 周转天数（天） | 77 | 71 | 81 |

| | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 1年之内应收账款占比(%) | 59.09% | 64.23% | 50.62% |
| 公司开发的终端客户 | | | |
| 主营业务收入(万元) | 48213 | 38975 | 29542 |
| 应收账款余额(万元) | 9123 | 8460 | 7031 |
| 占比(%) | 18.88% | 21.71% | 23.80% |
| 周转天数(天) | 66 | 72 | 86 |
| 1年之内应收账款占比(%) | 70.86% | 74.84% | 73.39% |
| 经销商推荐的终端客户 | | | |
| 主营业务收入(万元) | 25409 | 24429 | 19730 |
| 应收账款余额(万元) | 9799 | 9652 | 6566 |
| 占比(%) | 38.56% | 39.51% | 33.28% |
| 周转天数(天) | 138 | 120 | 124 |
| 1年之内应收账款占比(%) | 60.40% | 77.23% | 74.24% |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.3. 内生：技术构筑核心竞争力，募投项目解决产能痛点

3.3.1. 公司的技术水平持续提升，有望进一步构筑核心竞争力

技术水平持续提升，有望进一步提高核心竞争力，推动利润增长。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。同时，2012年公司搬入新厂后，购买了新设备，更新换代开始加速，减速机产品在漏油、精度、发热、寿命以及传动效率方面有了较大提升。此外，由公司作为主起草单位的《模块化电动减速机通用技术要求》团体标准已获中国通用机械工业协会批准，将于2020年5月1日起实施，标志着公司减速机技术在行业内具有领先地位，已得到官方认可，未来技术优势有望成为公司利润增长的主要动力。

图 25：公司产品种类齐全，覆盖范围广



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

“集中生产、分散组装”，模块化生产能更好面对下游多样化需求，降低生产成本。虽然减速机为通用设备，但是客户的需求可能是多样化的，因此减速机厂商时常需要定

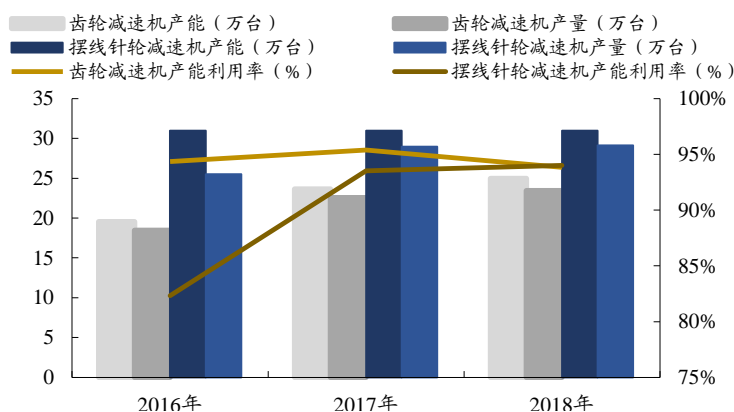
制化改造减速机产品。而国茂在这一点上具有较大优势，其采用“集中生产、分散组装”的模块化生产模式可以快速根据下游客户需求进行灵活组合，将由基础要素组成的子系统作为通用性的模块与其他产品模块进行多种组合，产生不同功能的系列产品。公司拥有 3 万多种零部件类别，可通过不同模块化组合生产出 15 万种以上产品型号，比大部分厂商的定制种类更多。当下游客户对减速机类型有新的设计要求时，公司可以及时按需生产，抢占市场份额，我们认为这种体系的搭建，为公司提供了较深的护城河。

3.3.2. 募投项目有望解决产能制约发展问题，业绩增长确定性较高

国产替代、工业自动化持续释放需求，公司需求有望进一步增长。一方面，公司减速机产品在功能与性能上与 SEW 差异较小，且公司模块化减速机的生产工艺、产品质量有了较大提升；另一方面，外资企业同类型减速机产品价格高于公司的模块化减速机，越来越多的客户基于对国产减速机产品质量的信任和成本考虑，选择购买公司的模块化减速机。同时，工业自动化趋势与新兴行业崛起将为减速机行业带来新的产品需求。智能制造、工业自动化是工业转型发展的重要方向，涉及的生产系统包括地库、工业加工流水线、自动化立体车库等，在这些生产系统中减速机应用的需求更加广泛，例如一个立体车库大概可以用到 1000 台左右的减速机。而由于模块化减速机功率范围广、尺寸适宜、安装形式多样，因此这些行业的工作机对公司模块化减速机需求旺盛，公司下游需求有望持续增长。

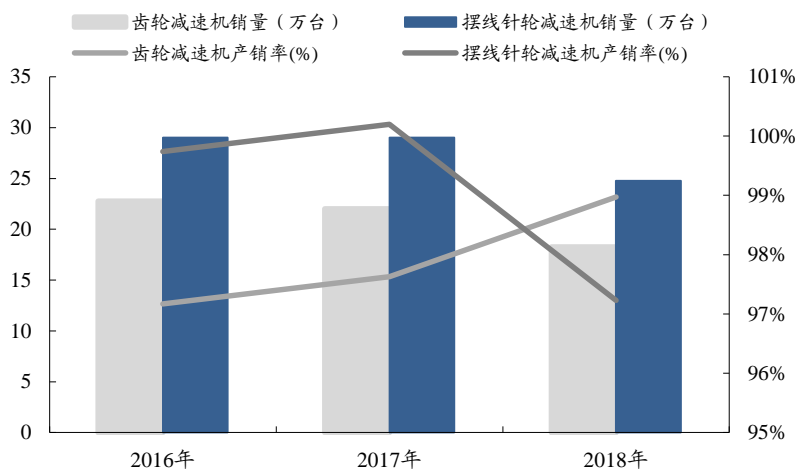
募投项目新增齿轮减速机产能 35 万台，较大程度上缓解公司产能不足问题。产能一直是制约公司营业收入快速增长的因素，2018 年，公司分别生产齿轮减速机、摆线针轮减速机 23 万台、29 万台，产能分别为 25 万台、31 万台，产能利用率分别达 93.83%，94.01%，同时，产销率分别达 97.17%、99.74%。2020 年，多个产品系列的订单超过产能，尤其是模块化减速机的产能无法满足市场需求，产能相对不足已成为制约公司发展的瓶颈之一。公司募投项目投产齿轮减速机 35 万台，可使齿轮减速机产能增加约 140%，达到 60 万台，较大程度上缓解公司产能不足问题。

图 26: 公司减速机产能利用率高于 90%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27: 公司减速机产销率高于 90%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

减速机项目进展顺利，35 万台减速机有望在 2022 年全部达产。根据公司最新公告，截至 2020 年 12 月 31 日，公司募集资金投入比例达 57%，较 2020 年中报的 45% 有明显增长，进度符合行业特征，因为减速机制造属于离散型制造，零部件都是定制化的，扩产相对需要 2-3 年周期。其中，减速机项目投入比例达 78.44%，进展最快。按照此投产进度，我们预计 35 万台减速机将在 2022 年全部达产。按照公司齿轮减速机 2018-2020 年平均售价 5601 元/台计算，我们预计新增减速机产能将带来 19.6 亿元的收入增量。

表 10: 截至 2020 年 12 月 31 日，公司募集资金使用情况

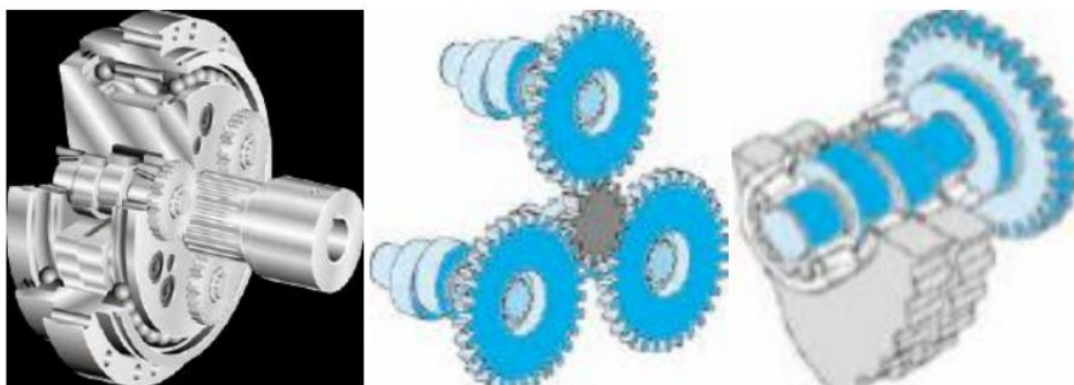
| 项目 | 募集资金承诺投资总额 (万元) | 已投入募集资金总额 (万元) |
|---------------|--------------------|-------------------|
| 年产 35 万台减速机项目 | 45,000.00 | 35,295.91 |
| 年产 160 万件齿轮项目 | 30,000.00 | 9,840.15 |
| 研发中心建设项目 | 5,000.00 | 562.22 |
| 合计 | 80,000.00 | 45,698.28 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 外延: 拓展工程机械+重大非+高端减速机, 公司业绩有望实现新突破

现有技术为向专用减速机延伸提供条件。公司拥有的模块化设计、精益生产技术、有限元分析等一系列核心技术，不仅是公司主要产品的核心竞争力，且为后续向工程机械行业、工业机器人等专用减速机生产转型提供了有力技术支撑。

图 28: RV 减速机及其核心组成部分



数据来源：纳博特斯克官网，东吴证券研究所

3.4.1. 进军工程机械行业，有望带来业绩新突破

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。2019 年，减速机在国内工程机械领域的总市场规模约 159 亿元，市场空间较大。其中，挖机和塔机对减速机的需求占到总量的 80%，但挖机配套的行走和回转减速机技术壁垒高，主要被外资品牌艾迪、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；塔机减速机技术壁垒相对低，为静止作业，且对减速机体积要求更低，外资品牌参与较少，更容易作为切入口。

表 11: 2019 年，减速机在国内工程机械领域的总市场规模约 159 亿元

| 大类 | 细分 | 2019 年国内市场销量 (辆) | 单位减速机用量 (台) | | | | 减速机市场规模 (亿元) |
|------|-----------|------------------|-------------|----|--------|----|--------------|
| | | | 回转 | 行走 | 提升/动力头 | 卷扬 | |
| 土方机械 | 挖掘机 (大挖) | 33284 | 1 | 2 | | | 91.7 |
| | 挖掘机 (中挖) | 60572 | 1 | 2 | | | |
| | 挖掘机 (小挖) | 141837 | 1 | 2 | | | |
| | 旋挖钻 | 500 | 1 | 2 | 4 | 2 | 0.5 |
| | 装载机 | 123615 | | 2 | | | 7.4 |
| | 混凝土搅拌车 | 75000 | 1 | | | | 8.3 |
| 起重机 | 混凝土泵车 | 10839 | 1 | | | | 0.9 |
| | 塔机 | 40500 | 2 | | | 1 | 16.6 |
| | 汽车起重机 | 42959 | 1 | | | 1 | 16.3 |
| | 随车起重机 | 15462 | 1 | | | | 0.6 |
| 路基 | 履带式起重机 | 2622 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1.7 |
| | 压路机 (轮胎) | 1589 | | 2 | | | |
| | 压路机 (单钢轮) | 7584 | | 1 | | | 1.8 |
| | 压路机 (双钢轮) | 928 | | 1 | | | |

| | | | | | |
|--------------|----------------|-------|---|---|-------|
| 物料搬运 高空作业 | 其他压路机（轻型、静碾式等） | 5726 | 1 | | 0.1 |
| | 摊铺机 | 2773 | 2 | 3 | 1.5 |
| | 电动平衡重叉车 | 63642 | 1 | | 5.7 |
| | 高空作业平台 | 75658 | 2 | | 6.1 |
| 合计 | | | | | 159.2 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

公司以塔机为起点进军工程机械行业，已与下游龙头达成合作。2019年，公司完成了用于建筑行业的塔机回转减速机技术研发，解决了其高速运转下的噪音问题。2020年在工程机械专用减速机业务上取得阶段性成绩：成功研制 TMJ1802-05 轧机专用减速机和 WPGX1830 行星减速机；GLW 系列回转减速机实现批量出货，配套于下游龙头徐工机械的大中型塔机；GTR 系列卷扬减速机在较短时间内实现研发试制及小批量出货，根据客户意向订单，有望在 2021 年快速量产。

此外，用于汽车起重机的回转减速机、卷扬减速机以及用于挖掘机的回转减速机产品尚在抓紧试样中。我们认为未来几年公司在加速渗透塔机领域减速机的基础上，有望进一步拓展工程机械其他领域的应用，拓宽市场空间。

3.4.2. 布局重大非扩张战略，为公司长期发展赋能

“重大非”减速机指应用于个别行业，输出扭矩要求极高，需要定制化的重型减速机。例如用在矿山机械中矿井提升机专用的减速机、用于冶金机械中轧机的减速机、用于建材机械中立式磨机的减速机等。根据国茂股份统计，我国减速机行业中“重大非”专用减速机占比达 19.3%，对应 2020-2022 年市场规模分别为 262/288/317 亿元。为进一步打开市场空间，增加产品附加价值，提升毛利率（根据宁波东力、太原重工年报，“重大非”产品毛利率在 27%-36%，高于公司传统通用减速机毛利率），公司积极布局“重大非”减速机业务。

表 12: 重大非减速机与传统模块化减速机存在较大差异

| | 重大非 | 模块化 |
|------|------------------|-----------------|
| 输出扭矩 | 输出扭矩在 2500KNm 级别 | 输出扭矩在 5000Nm 级别 |
| 重量 | 重量一般在 5-150 吨之间 | 重量在 1 吨以下 |
| 定制化 | 个性化强，特殊定制 | 小批量生产 |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

为促进“重大非”战略的实施，公司已布局三大举措：①于 2019 年成立了重载齿轮箱事业部；②设备投资：大力投入先进机器设备，投资金额超出 1.4 亿元，设备生产精度达 4 级；③开发销售：重载齿轮箱部已开发并销售的产品超 600 种，累计销售金额超 8000 万元。“重大非”战略的持续推进有望为公司长期发展持续赋能。

3.4.3. 收购外资龙头“莱克斯诺”业务，开拓高端品牌市场

收购莱克斯诺，有利于与公司现有减速机业务形成协同效应，并进一步将产品线拓展至高端领域。2020 年 9 月 7 日，国茂股份宣布收购常州莱克斯诺在中国拥有的齿轮箱相关业务与资产，交易金额 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，主要产品为：FALK S4 齿轮马达、REXNORD 搅拌器、REXNORD 非标齿轮箱等，广泛用于钢铁、环保、发电、物料搬运、筑路、食品加工、化工搅拌、农业机械、造纸、塑料等多个行业。

目前公司已顺利完成人员、资产的交割，维系了常州莱克斯诺原有的 95%以上的供应商及客户。收购完成后，公司以全新的“GNORD”品牌开拓减速机高端市场，在同一赛道与外资品牌一争高低。捷诺传动目前的主要产品系列为 S4 系列齿轮马达、CZ 齿轮箱以及 ABB 机器人专用齿轮箱，未来捷诺传动将进一步聚焦研发创新，适时推出新产品，同时稳步推进降本增效工作以及扩产项目建设。

表 13: 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 |
| 工业机器人减速机 | 机器人、自动化等专用领域 |

数据来源：莱克斯诺官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测

核心假设：

齿轮减速机：根据公司新增产能的投产进度和下游新增需求分析，我们预计 2021-2023 年公司齿轮减速机收入增速分别为 34%、30%、14%，齿轮减速机规模效应有望进一步增强，毛利率可能进一步提升，我们预计 2021-2023 年齿轮减速机业务板块毛利率分别为 29.0%、29.5%、30.0%。

摆线针轮减速机：公司未来发展战略将向齿轮减速机倾斜，摆线针轮减速机的收入增速将低于齿轮减速机，我们预计 2021-2023 年摆线针轮减速机收入同比持平，毛利率随着零部件自制率的提高而稳步提升。

GNORD 减速机：综合考虑公司高端减速机产能释放规划，我们预计 2021-2023 年该子公司相关的高端减速机营收将分别达 1.4/3/6 亿元。2021 年毛利率水平受原材料涨价影响较大，22-23 年将稳步回升。

配件：配件业务随主营业务规模增长同步小幅增长，我们预计 2021-2023 年配件收入增速为 10%，毛利率维持 35% 不变。

盈利预测：基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 28.6 亿元、36.8 亿元、43.9 亿元，分别同比增长 30.9%、28.7%、19.3%。公司 2021-2023 年的净利润分别为 4.8 亿元、6.4 亿元、7.8 亿元，分别同比增长 34.0%、32.1%、23.0%。

图 29：国茂股份收入拆分及预测

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 减速机（亿元） | 16.96 | 18.24 | 20.66 | 26.16 | 32.66 | 36.66 |
| YoY（%） | 19.52% | 7.58% | 13.26% | 26.62% | 24.85% | 12.25% |
| 毛利率（%） | 25.92% | 28.01% | 27.64% | 27.52% | 28.38% | 29.06% |
| 齿轮减速机（亿元） | 12.72 | 14.01 | 16.37 | 21.87 | 28.37 | 32.37 |
| YoY（%） | 22.55% | 10.19% | 16.80% | 33.60% | 29.72% | 14.10% |
| 毛利率（%） | 27.74% | 29.94% | 29.43% | 29.00% | 29.50% | 30.00% |
| 摆线针轮减速机（亿元） | 4.24 | 4.23 | 4.29 | 4.29 | 4.29 | 4.29 |
| YoY（%） | 11.29% | -0.24% | 1.53% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率（%） | 20.46% | 21.63% | 20.83% | 20.00% | 21.00% | 22.00% |
| 配件（亿元） | 0.40 | 0.44 | 0.68 | 0.75 | 0.83 | 0.91 |
| YoY（%） | 0.00% | 10.00% | 55.20% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率（%） | 28.17% | 41.67% | 36.25% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| GNORD 减速机（亿元） | | | 0.24 | 1.40 | 3.00 | 6.00 |
| YoY（%） | | | | 492.47% | 114.29% | 100.00% |
| 毛利率（%） | | | 26.30% | 25.00% | 26.50% | 27.00% |
| 其他业务（亿元） | 0.19 | 0.2 | 0.26 | 0.29 | 0.31 | 0.35 |
| YoY（%） | 72.73% | 5.26% | 29.75% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率（%） | 50.84% | 76.56% | 59.86% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| 收入合计（亿元） | 17.67 | 18.96 | 21.84 | 28.60 | 36.80 | 43.92 |
| YoY（%） | 19.55% | 7.30% | 15.19% | 30.94% | 28.69% | 19.33% |
| 毛利润合计（亿元） | 4.67 | 5.48 | 6.18 | 7.98 | 10.54 | 12.80 |
| 综合毛利率（%） | 26.43% | 28.90% | 28.28% | 27.92% | 28.65% | 29.15% |

数据来源：wind，东吴证券研究所

投资建议：

国茂股份作为通用减速机这一细分领域的国产龙头，与国内同行相比竞争优势突出，对标海外龙头又具备性价比优势，未来将充分受益减速机行业的进口替代趋

势；同时对工程机械、高端减速机等领域的拓展也将带来新的业绩增长点。我们认为公司可以对标中大力德、中国高速传动、绿的谐波和双环传动等齿轮传动设备供应商，共享基础工业的国产化大趋势。

我们预计公司 2021 年、2022 年、2023 年 EPS 分别为 1.02、1.35、1.66 元，当前股价对应动态 PE 分别为 48 倍、36 倍、30 倍，在可比公司中处于较低位置，我们看好公司未来的成长性，在估值上存在提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 14: 可比公司估值表 (2021 年 8 月 9 日, 货币单位: 人民币, 当日港股兑人民币汇率: 1.2HKD=1CNY)

| 公司 | 市值 (亿元) | 股价 (元/股) | 净利润 (亿元) | | | PE | | | |
|-----------|------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 002896.SZ | 中大力德 | 23.3 | 22.42 | 1.1 | 1.4 | 1.7 | 21 | 17 | 14 |
| 0658.HK | 中国高速传动 | 69.3 | 4.11 | 6.0 | 5.5 | 5.2 | 12 | 13 | 13 |
| 688017.SH | 绿的谐波 | 167.4 | 138.99 | 1.3 | 2.1 | 3.4 | 130 | 80 | 49 |
| 002472.SZ | 双环传动 | 177.1 | 22.54 | 2.4 | 4.1 | 5.6 | 75 | 43 | 32 |
| 可比公司平均 | | | | | | | 59 | 38 | 27 |
| 603915.SH | 国茂股份 | 231.2 | 48.94 | 4.8 | 6.4 | 7.8 | 48 | 36 | 30 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (国茂股份和绿的谐波盈利预测来自东吴证券研究所, 其余公司盈利预测均取自 Wind 一致预期)

5. 风险提示

1、宏观经济下滑风险: 减速机是工业动力传动不可缺少的重要基础部件之一。减速机的下游应用行业十分广泛, 包括环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶等国民经济的各个领域。因此, 减速机行业的发展和宏观经济的整体景气程度关系密切。若未来经济增长持续放缓, 公司可能面临盈利能力下降的风险。

2、市场竞争风险: 全球范围内, 德国、意大利、日本等国家的减速机制造企业处于研发技术、生产规模的领先地位, 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。国内竞争对手也纷纷加大资本、技术和人才等方面的投入, 积极争取减速机行业的市场份额。减速机行业市场参与者众多, 竞争日益激烈。公司若不能持续扩大生产规模、加强研发投入、拓展销售网络, 将面临较大市场竞争压力。

3、经销商管理风险: 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。公司每年年初与 A 类经销商签订销售框架合同, 约定对 A 类经销商的销售考核政策。截至 2018 年 12 月 31 日, 公司共有 78 家 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, 是公司销售网络的核心力量。经销商人员、财产、运营均独立于公司, 未来随着本公司业务规模的扩张, 公司对经销商的培训管理、组织管理以及风险管理的难度也将加大。

国茂股份三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 2928 | 3291 | 4123 | 5156 | 营业收入 | 2184 | 2860 | 3680 | 4392 |
| 现金 | 1102 | 1113 | 1500 | 2148 | 减:营业成本 | 1566 | 2061 | 2626 | 3112 |
| 应收款项 | 237 | 313 | 403 | 481 | 营业税金及附加 | 16 | 21 | 27 | 33 |
| 存货 | 454 | 565 | 719 | 852 | 营业费用 | 75 | 86 | 110 | 132 |
| 其他 | 1134 | 1299 | 1500 | 1674 | 管理费用 | 149 | 176 | 226 | 268 |
| 非流动资产 | 1075 | 1328 | 1562 | 1682 | 财务费用 | -6 | -33 | -39 | -55 |
| 长期股权投资 | 26 | 26 | 26 | 26 | 加:投资净收益 | 38 | 10 | 10 | 10 |
| 固定资产 | 828 | 1086 | 1325 | 1449 | 其他收益 | -11 | 8 | 8 | 8 |
| 无形资产 | 145 | 140 | 135 | 130 | 营业利润 | 411 | 566 | 748 | 920 |
| 其他 | 76 | 76 | 76 | 76 | 加:营业外净收支 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4003 | 4619 | 5685 | 6838 | 利润总额 | 416 | 566 | 748 | 920 |
| 流动负债 | 1434 | 1569 | 1999 | 2370 | 减:所得税费用 | 56 | 85 | 112 | 138 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1110 | 1130 | 1439 | 1705 | 归属母公司净利润 | 359 | 481 | 636 | 782 |
| 其他 | 324 | 439 | 560 | 665 | EBIT | 456 | 520 | 696 | 852 |
| 非流动负债 | 28 | 28 | 28 | 28 | EBITDA | 523 | 608 | 813 | 996 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他 | 28 | 28 | 28 | 28 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 负债总计 | 1463 | 1597 | 2028 | 2398 | 每股收益(元) | 0.76 | 1.02 | 1.35 | 1.66 |
| 少数股东权益 | 7 | 7 | 7 | 7 | 每股净资产(元) | 5.36 | 6.38 | 7.73 | 9.38 |
| 归属母公司股东权益 | 2533 | 3015 | 3651 | 4433 | 发行在外股份(百万股) | 473 | 473 | 473 | 473 |
| 负债和股东权益总计 | 4003 | 4619 | 5685 | 6838 | ROIC(%) | 23.7% | 22.0% | 26.8% | 30.2% |
| | | | | | ROE(%) | 14.2% | 16.0% | 17.4% | 17.6% |
| | | | | | 毛利率(%) | 28.3% | 27.9% | 28.6% | 29.1% |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 销售净利率(%) | 16.4% | 16.8% | 17.3% | 17.8% |
| 经营活动现金流 | 413 | 345 | 735 | 908 | 资产负债率(%) | 36.5% | 34.6% | 35.7% | 35.1% |
| 投资活动现金流 | 155 | -335 | -348 | -260 | 收入增长率(%) | 15.2% | 30.9% | 28.7% | 19.3% |
| 筹资活动现金流 | -27 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长率(%) | 26.6% | 34.0% | 32.1% | 23.0% |
| 现金净增加额 | 541 | 11 | 387 | 648 | P/E | 64.40 | 48.04 | 36.36 | 29.57 |
| 折旧和摊销 | 66 | 88 | 117 | 144 | P/B | 9.13 | 7.67 | 6.34 | 5.22 |
| 资本开支 | -294 | -335 | -348 | -260 | EV/EBITDA | 47.06 | 40.66 | 30.95 | 25.63 |
| 营运资本变动 | 100 | -221 | -15 | -15 | | | | | |

数据来源: Wind, 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>