



Research and  
Development Center

# 链传动行业隐形冠军，工业链市场逐步开拓

—征和工业(003033)公司深度报告

2022年07月25日

刘卓 机械设备行业分析师  
S1500519090002  
010-83326753  
liuzhuoa@cindasc.com

刘俊奇  
研究助理  
liujunqi@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

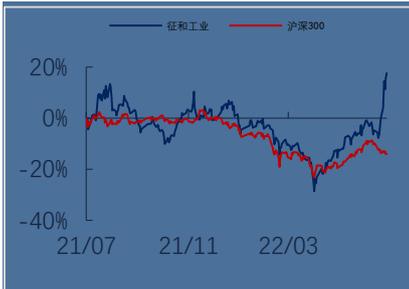
公司研究

公司深度报告

征和工业 (003033)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	32.23
52 周内股价波动区间 (元)	32.23-19.56
最近一月涨跌幅 (%)	21.53
总股本 (亿股)	0.82
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	26.35

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 链传动行业隐形冠军，工业链市场逐步开拓

2022 年 07 月 25 日

**本期内容提要：**

- ◆**征和工业是国内链传动领军企业，业务持续向好发展。**征和工业前身为 1999 年成立的征和有限，公司于 2021 年成功上市，是中国链传动行业首家 A 股上市公司，也是国内链传动行业领军企业。征和工业的链传动产品下游应用广泛，目前公司主要集中于摩托车链传动、汽车链传动、农机链传动和工业链传动。从收入结构上看，公司车辆链条收入占比最高，工业链条和农机链条收入体量相当。公司多年来收入一直保持增长，并且增速基本都在 20% 以上，近 5 年平均增速高达 20%。2021 年公司收入 13.6 亿元，同比增长 39.4%，营业收入与收入增长均实现历史性突破。征和工业经过多年技术创新、工艺升级，其产品得到行业内大量客户的认可，典型客户包括新大洲本田、五羊本田、重庆雅马哈、江铃汽车、克诺尔集团、德国克拉斯、雷沃集团等。根据中国机械零部件行业协会统计，2017 年至 2019 年，征和工业在车辆链系统、农业机械链系统及工业设备链系统市场的占有率稳居国内企业前三，行业地位十分稳固。
- ◆**链传动是机械工业的重要基础零部件，国内高端市场仍需攻克。**链传动系统是三大机械传动方式之一，具有结构简单、传力大、强度高、缓冲大、磨损小等优点，也是现代机械工业中重要的基础零部件。链传动具有百年历史，市场规模超百亿，根据美国 KNOWLEDGE SOURCING INTELLIGENCE 统计，2019 年全球链传动市场总规模为 48.3 亿美元，预计 2026 年全球市场规模可达到 60.3 亿美元。我国链传动行业始于 20 世纪 50 年代初，早期以国企为主，然而随着 20 世纪 80 年代改革开放逐步加快，主要国有链条生产企业均因难以适应市场化经济而停产或改制。此后，民营链传动生产企业在行业中逐步占据了主导地位，行业内涌现出一大批如征和工业、杭州东华等优秀的民营企业。中国每年链条市场规模达 200 多亿元，已占全球链条总量的 60% 以上，中国链传动行业已成长为名副其实的世界链传动行业大国。日本、德国和美国占据全球高端市场，日本和德国是对链传动设备的研发和生产都比较重视的国家，日本椿本和德国伊维氏集团是业内公认的历史悠久、工艺先进、质量优异、实力最强的两家企业。我国虽已迈入链传动大国行列，但发展水平与发达国家还是有一定差距，比如在技术难度较高的汽车正时链条领域，2019 年只有中国台湾桂盟和征和工业分别占据 314.4 百万新台币（约 7119 万元人民币）和 2645.87 万人民币左右的汽车正时链系统市场。
- ◆**农机需求稳中有升，工业领域大有可为。**根据中国农业农村部数据统计，2016~2021 年我国农业机械总动力从 9.72 万千瓦，增长至 2021 年的 10.78 万千瓦，行业从 2016 年下滑以来保持稳定增长。中国农业机械行业市场规模由 2016 年的 2568 亿元增长至 2019 年的 4698 亿元，年均复合增长率达 22.3%，呈现上升趋势，市场发展前景广阔。2022 年我国农业农村部印发《“十四五”全国农业机械化发展规划》，明确指出到 2025 年，全国农作物耕种收综合机械化率将达到 75%，我国农业机械化率将持续提升。农业机械化率的提升以及疫情下国家层面对“粮食安全”的高度重视，都将有力支撑行业持续增长。征和工业在国内农机链系统中占有领先地位，公司农机链业务在 2016 年受到行业的影响出现下滑，随后开始逐步回升，2021 年实现收入 2.41 亿元，同比增长 46%，我们认为公司农机业务已经进入上升通道。工业设备链系统是工业机械设备的基础零部件，其下游应用也比较广泛，常见的应用领域包括包括物流、货运、交通、食品生产等行业，我国制造业规模全球第一，工业链系统具有良好的成长土壤。

◆**盈利预测与投资评级：**预计公司 2022 年至 2024 年归属母公司净利润分别为 1.54 亿元、2.03 亿元、2.59 亿元，对应的 EPS 分别为 1.88 元/股、2.48 元/股、3.16 元/股，当前股价(2022 年 7 月 25 日)对应 2022/2023/2024PE 分别为 17/13/10。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆**股价催化剂：**国内摩托车行业实现同比增长；2023 年中央一号文件推出。

◆**风险因素：**汇率变动风险；贸易政策变化风险；产业链系统业务开拓不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	977	1,362	1,773	2,230	2,654
增长率 YoY %	21.3%	39.4%	30.1%	25.8%	19.0%
归属母公司净利润(百万元)	109	79	154	203	259
增长率 YoY%	18.3%	-27.6%	95.2%	31.7%	27.7%
毛利率%	25.5%	16.9%	21.0%	21.5%	21.6%
净资产收益率ROE%	22.3%	8.3%	14.0%	15.5%	16.6%
EPS(摊薄)(元)	1.78	0.98	1.88	2.48	3.16
市盈率 P/E(倍)	0.00	28.11	16.81	12.76	9.99
市净率 P/B(倍)	0.00	2.38	2.35	1.98	1.65

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 07 月 25 日收盘价



## 目录

主业稳定增长，工业链市场逐步开拓	7
1.1 征和工业是国内链传动领军企业	7
1.2 公司业绩持续增长，盈利能力比较稳定	10
1.3 技术研发与渠道布局并举，高管增持彰显信心	12
链传动是机械工业的重要基础零部件，国内高端市场仍需攻克	13
2.1 链传动是工业的基础零部件，中国是链传动制造大国	13
2.2 国内高端市场还需攻克，征和工业处于国内领先地位	15
2.3 国内外摩托车行业仍具发展空间，大排量摩托市场开始兴起	16
农机需求稳中有升，工业领域大有可为	21
3.1 农业机械化率稳步提升，“粮食安全”引起全球重视	21
3.2 工业链条应用广泛，将成为公司的核心增长点	23
盈利预测、估值与投资评级	27

## 表目录

表 1: 公司主要产品类别	7
表 2: 国内企业对比	15
表 3: 可比公司盈利及估值对比	27

## 图目录

图 1: 发展历史流向图	7
图 2: 征和工业主营业务收入占比情况 (%)	7
图 3: 摩托车链系统产品示意图	8
图 4: 摩托车滚子链和链轮	8
图 5: 齿形链	8
图 6: 套筒链	8
图 7: 汽车链系统产品示意图	9
图 8: 主要产品示例图	9
图 9: 主要产品示例图	10
图 10: 收入与增速 (万元)	10
图 11: 收入结构 (万元)	10
图 12: 各业务线增速 (%)	11
图 13: 各业务毛利率 (%)	11
图 14: 公司毛利率与净利率 (%)	11
图 15: 公司期间费用率	12
图 16: 公司期间费用 (万元)	12
图 17: 资产负债率与资产周转率	12
图 18: 滚子链的典型结构	13
图 19: 汽油发动机齿形链示意图	13
图 20: 传动链的分类	14
图 21: 车辆链系统收入占比	16
图 22: 2019 年各业务收入占比	16
图 23: 2015-2021 年全球摩托车市场销售与增速	16
图 24: 2019-2021 年全球摩托车销量 (万辆)	16
图 25: 2020 年全球摩托车产品类型竞争格局 (按销量)	17
图 26: 2014-2020 财年印度摩托车产量及销售情况	17
图 27: 亚洲不同排量摩托车销量占比 (2018 年)	17
图 28: 欧洲不同排量摩托车销量占比 (2018 年)	17
图 29: 北美不同排量摩托车销量占比 (2018 年)	18
图 30: 2021 年全球摩托车品牌竞争格局	18
图 31: 2013-2019 年中国摩托车产销量	19
图 32: 2016-2021 年中国摩托车产销量	19
图 33: 2016-2022 年中国摩托车销量预测趋势图	19
图 34: 国内典型摩托车企业收入 (亿元)	19
图 35: 国内典型摩托车企业收入增速	20
图 36: 2016-2021 年中国摩托车出口量及出口金额情况	20
图 37: 2021 年中国摩托车出口量地区分布情况	20
图 38: 2006 年-2021 年中国农业机械总动力 (亿千瓦)	21
图 39: 2016 年-2020 年农业投入品数量 (万台)	21



图 40: 2020-2021 年中国农业机械进出口规模统计情况 .....	21
图 41: 2007-2021 年中国出生人口及出生率 .....	22
图 42: 中国农村人口占比 (%) .....	22
图 43: 2021 年中国人口年龄结构 .....	22
图 44: 征和工业农机链系统收入与增速 (亿元, %) .....	23
图 45: 链传动在工业领域的应用 .....	24
图 46: 中国工业自动化市场规模与增速 .....	24
图 47: 中国社会物流总额及增长率变化趋势 .....	25
图 48: 中国智能物流装备市场规模与增速 .....	25
图 49: 征和工业工业链系统收入与增速 .....	26

## 投资聚焦

### 核心看点

- (1) **摩托车主业需求仍具备成长性。**征和工业目前下游以摩托车链条为主，竞争力极强，市占率较高。摩托车行业具有一定的周期性，全球摩托车行业在 2020 年开始下滑，但拉美等地区仍然保持增长，2022 年第一季度，巴西摩托车产量 32.71 万辆，同比增长 37.8%，摩托车登记数量为 27.47 万辆，同比增长 33.7%，全球部分地区对摩托车需求仍然较高。从国内来看，2021 年我国摩托车产销量实现回升，行业有望进入上升期。同时，大排量摩托车开始流行，将有效促进摩托车消费需求。征和工业摩托车业务有大量出口，目前海外需求旺盛，并且市场空间巨大。国内大排量摩托车需求明显增长，公司与国内知名摩托车品牌均有合作，预计国内业务可保持稳定增长。
- (2) **农业机械化率还有提升空间，疫情之下行业或将有更好发展。**2022 年我国农业农村部印发《“十四五”全国农业机械化发展规划》，明确指出到 2025 年，全国农作物耕种收综合机械化率将达到 75%。我国人口老龄化趋势明显，这也将促进农业机械化率持续提升。2022 年全球遭遇气候变化、疫情持续和区域冲突的多重打击，粮食安全已经引起全球的重视，粮食作为刚性需求，预计不受疫情等影响，甚至有望迎来更好的发展。2022 年一季度公司的农机链业务仍然保持较好的增长和订单，表明行业需求十分旺盛。
- (3) **工业链系统市场“大而散”，公司拥有长期成长的土壤。**工业设备链系统是工业机械设备的基础零部件，其下游应用也比较广泛，常见的应用领域包括物流、货运、交通、食品生产等行业。由于工业链下游应用较多，因此市场空间较大，不过部分细分市场体量较小，公司将从物流、食品生产等市场逐步切入。

## 主业稳定增长，工业链市场逐步开拓

### 1.1 征和工业是国内链传动领军企业

征和工业前身为 1999 年成立的征和有限，征和有限由魁峰机械与日本征和合资成立，2011 年日本征和将其全部股权转让给魁峰机械，2013 年征和工业由征和有限变更设立为股份有限公司。2021 年 1 月，征和工业成功上市，成为中国链传动行业首家 A 股上市公司，也是国内链传动行业领军企业。

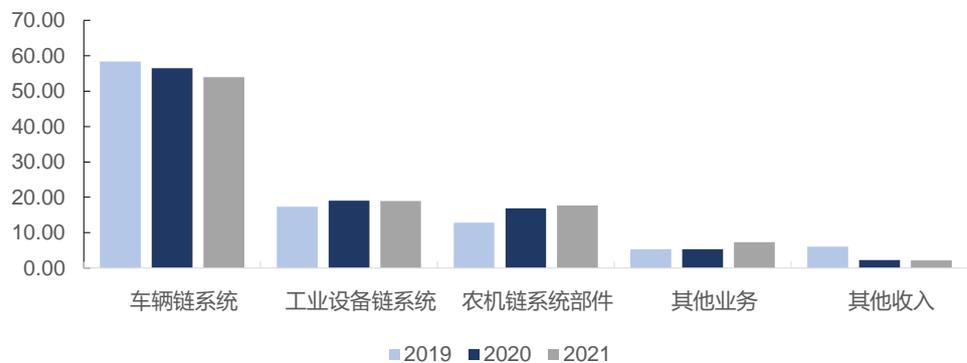
图 1：发展历史流向图



资料来源：征和工业招股书，信达证券研发中心

征和工业主营业务为各类链传动产品，下游结构稳中有变。征和工业的链传动产品下游应用广泛，目前公司主要集中于摩托车链传动、汽车链传动、农机链传动和工业链传动。从收入结构上看，公司车辆链条收入占比最高，工业链条和农机链条收入体量相当。从趋势上看，车辆链条占比略有下降，农业链条收入占比提升明显，工业链条和其他产品也有略有上升。

图 2：征和工业主营业务收入占比情况（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：公司主要产品类别

产品类别	主要产品	工艺特点	配套厂家
摩托车链系统	滚子链、油封链、链轮、齿形链、套筒链等。	密封圈链条、铬钒共渗处理、 $\alpha$ 处理销轴、无缝套筒、真空上油、高附着力的润滑脂。	新大洲本田、五羊本田、豪爵、轻骑铃木、雅马哈、钱江摩托、大阳摩托、大运摩托、宗申摩托、春风动力、隆鑫、宝马、比亚乔、贝纳利、无极、阿普利亚等。
汽车链系统	齿形链、套筒链、滚子链等。	铬钒共渗处理、德国进口原材料、进口设备制造、等温处理、带油孔套筒、链板光洁冲裁处理。	本田 HONDA、江铃福特、江西五十铃、吉利汽车、比亚迪汽车、克诺尔、中国一汽、中国北方发动机研究所、朝柴动力、福田汽车等。
工业链系统	输送链、倍速链、侧弯链、曳引链、分拣链、板式链、驱动链、链轮等。	密封圈链条、含油套筒、 $\alpha$ 处理销轴、无缝套筒、强力预拉、抛丸处理、真空上油。	广东信源、昆船物流、青岛科捷等。

农机链系统	农机链、农机链节、农机链耙、农机链轮等。	密封圈链条、含油套筒、 $\alpha$ 处理销轴、无缝套筒、强力预拉、抛丸处理、真空上油。	潍柴雷沃重工、河北英虎、科乐收金亿、金大丰、勇猛机械、中农发巨明、新疆牧神、天人农机、江苏沃得、山东国丰、新乡立广、九方泰禾、爱科(宽州)、吉林顺昆、洛阳福格森、泰州樱田、中农博远、春明机械、宗申戈梅利、道依茨法等。
-------	----------------------	--	--

资料来源：征和工业官网，信达证券研发中心

### (1) 车辆链条系统

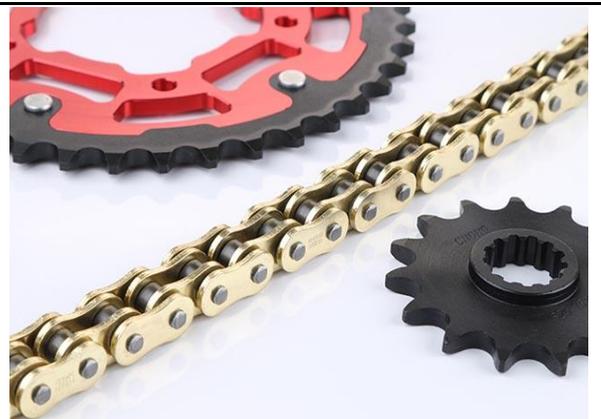
公司车辆链条产品主要为**摩托车链条和汽车链条**。摩托车链条包括传动链(及配套链轮)、正时链和油泵链。**传动链条主要用于发动机外部使用**，连接前链轮(主动链轮)和后链轮(从动链轮)，将前链轮的动力传递到后链轮，以驱动摩托车车轮前进的链条，以滚子链为主。公司具备制造标准链条、耐磨链条、强化链条和超强链条的制造能力。摩托车配套链轮是在发动机外使用，与链条相啮合带齿的轮形机械零件。摩托车链轮通常分为主动链轮和从动链轮，主动链轮与摩托车发动机输出轴相连接，驱动链条并带动从动链轮及摩托车后轮前进。

图 3：摩托车链系统产品示意图



资料来源：征和工业招股书，信达证券研发中心

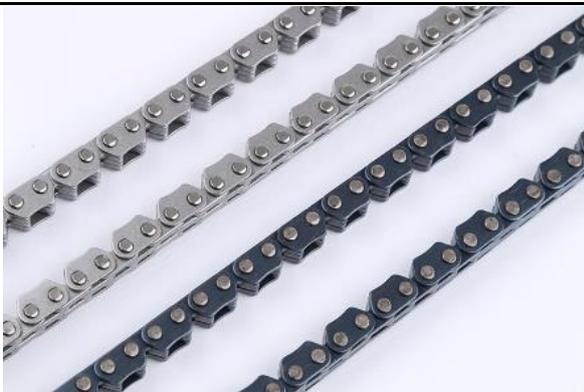
图 4：摩托车滚子链和链轮



资料来源：征和工业官网，信达证券研发中心

摩托车正时链和油泵链均为在摩托车发动机系统内使用的链条。正时链是发动机中重要的部件，通过金属链条将曲轴和凸轮轴等部件连接并使其保持同步运转，使发动机的进、排气门在适当的时候开启或关闭，来保证发动机汽缸能够正常地吸气和排气，正时链主要采用齿形链。油泵链是通过连接曲轴将发动机动力传给机油泵，使得机油泵内机油输送到各个润滑油道和各运动件摩擦表面的链条，油泵链主要采用套筒链。

图 5：齿形链



资料来源：征和工业官网，信达证券研发中心

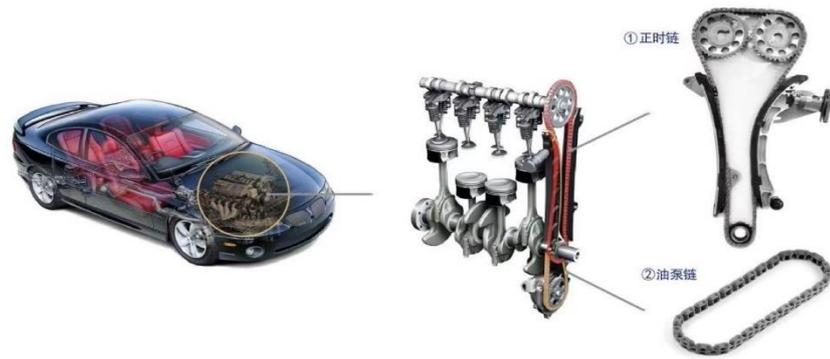
图 6：套筒链



资料来源：征和工业官网，信达证券研发中心

公司的汽车链条系统主要为**正时链和油泵链**，与摩托车中的功能、作用类似，公司汽车正时链主要为齿形链、套筒链和滚子链，油泵链主要为齿形链和套筒链。目前公司汽车链条产品销售规模比较小，收入占比也不高，不过也已经配套进入了部分主机厂企业。

图 7：汽车链系统产品示意图



资料来源：征和工业招股书，信达证券研发中心

### （2）农业机械链系统

公司农业机械链条种类较多，可分别用于传动和收割输送装置，以实现动力传动、作物收割、输送和曳引等功能，主要产品有拨禾链、夹持链、喂入链、升运链等。农业机械功能系统较多，机械动力链传动系统更复杂，需要的传动链数量也更多，公司以农业机械链系统的开发和制造作为核心产业，引进并建成了完善的试验设备、自动生产线和系统原件配套体系。

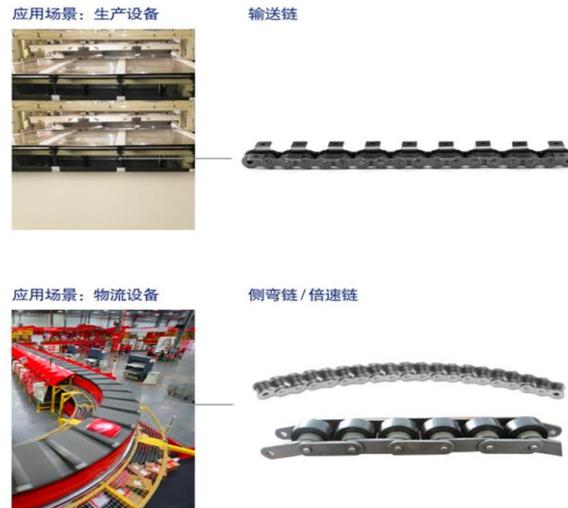
图 8：主要产品示例图



资料来源：征和工业招股书，信达证券研发中心

### （3）工业链条系统

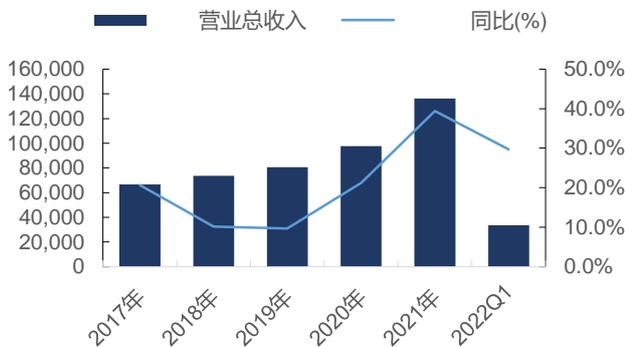
公司的工业链条产品主要包括输送链、倍速链、侧弯链、曳引链、分拣链、板式链、驱动链、链轮等，目前主要以 OEM 方式给海外龙头伊维氏配套，公司也为广东信源、昆船物流、青岛科捷及新松机器人等知名企业提供工业设备链系统产品。

**图 9：主要产品示例图**


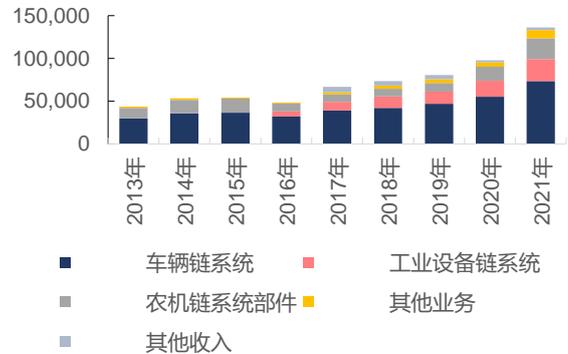
资料来源：征和工业招股书，信达证券研发中心

## 1.2 公司业绩持续增长，盈利能力比较稳定

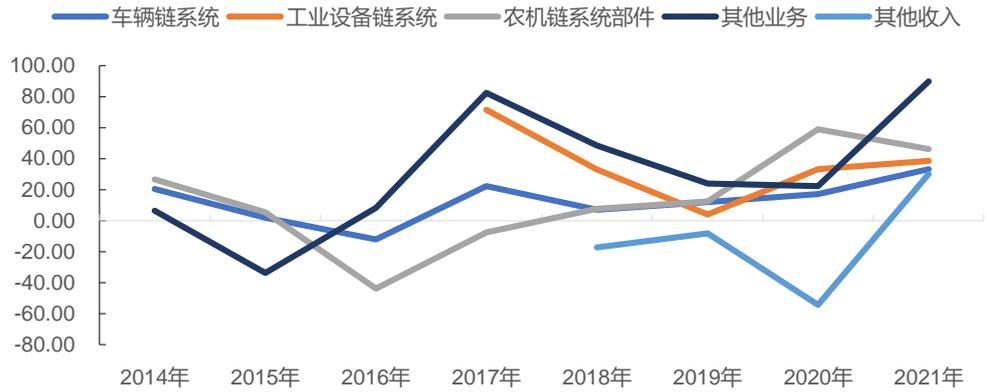
公司收入端持续增长，21 年再创历史佳绩。公司多年来收入一直保持增长，并且增速基本都在 20% 以上，近 5 年平均增速高达 20%。2021 年公司收入 13.6 亿元，同比增长 39.4%，营业收入与收入增长均实现历史性突破。2022 年一季度，在国内疫情爆发，大宗原材料价格处于高位等背景下，公司仍然实现 29.7% 的高速增长，体现出了公司优秀的成长性。从产品类型上看，最近 2 年公司工业链系统和农机链系统增速更快，车辆链系统保持稳定增长，公司在传统领域保持优势的同时，正逐渐扩大其他领域的市场份额。

**图 10：收入与增速（万元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 11：收入结构（万元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

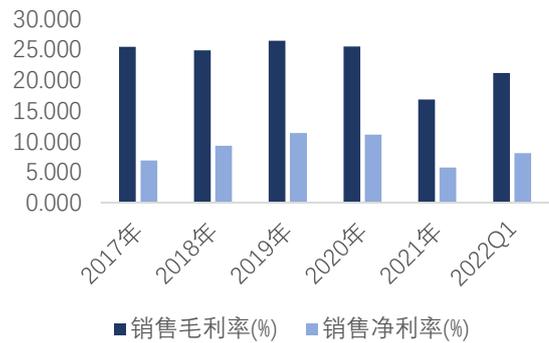
**图 12: 各业务线增速 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利能力短期受到外部环境影响，2022 年或将明显优化。公司归属于母公司净利润在 2018~2020 年均实现快速增长，2021 年同比下滑 27.6%，主要是因为公司业务受到原材料价格和海运价格上涨，同时人民币大幅升值的影响。不过公司凭借优秀的产品实力实现多次提升，通过多种精细化管理手段以及产品结构的调整减弱外界环境的影响，2022 年一季度公司实现归属于母公司净利润 0.27 亿元，同比增长 45.5%，成功实现了逆势增长。从利润率上看，公司 2021 年的毛利率和净利率均为近几年的低点，而 2022 年一季度已经实现明显好转。

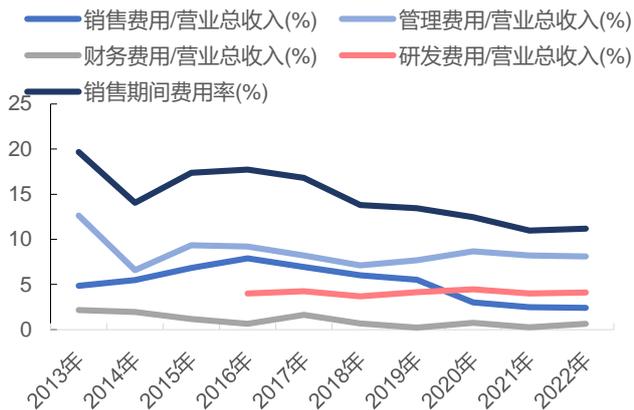
**图 13: 各业务毛利率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

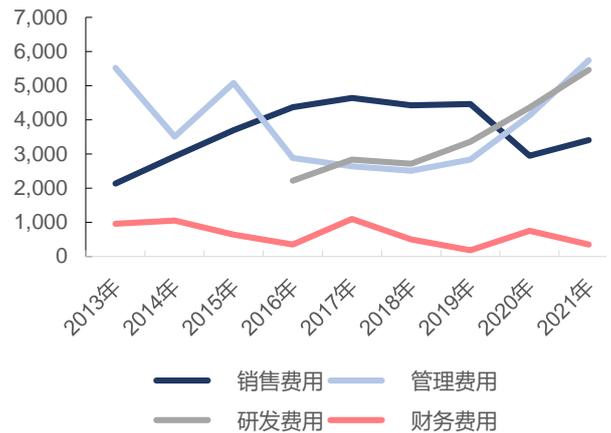
**图 14: 公司毛利率与净利率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

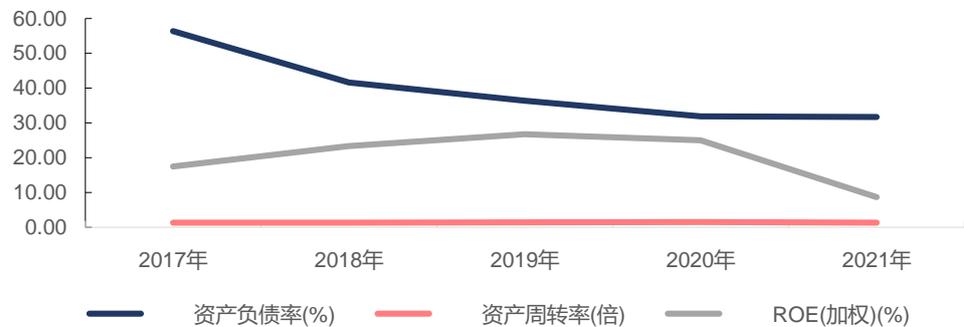
期间费用呈现波动下降趋势，资产结构愈加健康。自 2013 年以来，公司期间费用率呈现波动下降的趋势，从 2013 年的 19.67% 下降至 2021 年的 10.98%。其中销售费用率下降最为明显，虽然公司收入规模持续增长，但公司 2015~2021 年之间的销售费用并未大幅增长，甚至略有下降，除去疫情的影响外，也表明了公司的品牌建立已经得到初步成功。2021 年公司资产负债率下降至 31.67%，2022 年一季度进一步下降至 27.13%，公司债务压力较小。

**图 15: 公司期间费用率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 16: 公司期间费用 (万元)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 17: 资产负债率与资产周转率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**实控人为公司创始人, 公司经营层十分稳定。**金玉谟、金雪芝夫妇通过公司控股股东青岛魁峰机械有限公司间接控制公司 56.77% 的股份, 同时, 金玉谟先生通过控股股东青岛金硕股权投资企业(有限合伙)间接控制公司 10.40% 的股份, 金雪芝女士通过青岛金果股权投资企业(有限合伙)控制公司 1.59% 的股份。因此, 金玉谟、金雪芝夫妇合计控制公司 68.76% 的股份, 为公司的实际控制人。金玉谟先生 1995 年创办魁峰机械, 1999 年创办征和有限, 2013 年至今一直为公司董事长。公司总工程师付振明先生为泰山学者领军人才, 表明公司具有较好的研发能力。核心技术人员和管理层陈立鹏先生于 1995 年加入魁峰机械和征和工业至今, 公司管理层与核心技术人员比较稳定。

### 1.3 技术研发与渠道布局并举, 高管增持彰显信心

**行业认可度高, 下游客户优质。**征和工业经过多年技术创新、工艺升级, 其产品得到行业内大量客户的认可。目前公司摩托车领域客户包括新大洲本田、五羊本田、重庆雅马哈、轻骑铃木及豪爵集团等; 公司汽车行业客户包括江铃汽车、克诺尔集团等; 公司农业机械客户包括德国克拉斯、雷沃集团、爱科农业机械、金大丰、科乐收、江苏沃得、河北中农、勇猛机械、河北英虎等; 工业领域客户包括广东信源、昆船物流、青岛科捷等。

**技术实力领先, 行业地位稳固。**公司坚持产、学、研一体的研发方式, 先后与吉林大学、山东科技大学、青岛理工大学等高校建立了合作研发关系, 截止 2021 年底, 公司共拥有国家专利 180 项, 其中发明专利 26 项。同时公司还积极参与国家和行业的标准起草和修订工作, 公司已经起草或参与修订了 24 项国家和行业标准, 其中 1 项获得国家创新贡献一等奖, 2021 年公司分别入选了工信部专精特新“小巨人”企业名单和制造业单项冠军示范企业。

2021 年公司研发投入 5460 万元，占营业收入的 4%。根据中国机械零部件行业协会统计，2017 年至 2019 年，征和工业在车辆链系统、农业机械链系统及工业设备链系统市场的占有率稳居国内企业前三，行业地位十分稳固。

公司已经建立起全球化营销渠道，国内外市场均具有极强扩展能力。公司的销售模式主要为主机厂商配套、OEM 和售后市场经销，并以主机配套提升品牌影响力，拉动维修市场。公司已在国内主要省市建立了经销网络，并根据市场情况逐渐下沉至三四线城市及农村地区。在国外市场方面，公司商标已在多个国家完成注册，并且在包括亚洲、拉美和非洲等在内的 60 多个国家地区建立了经销网络，服务售后市场客户超 2000 家。

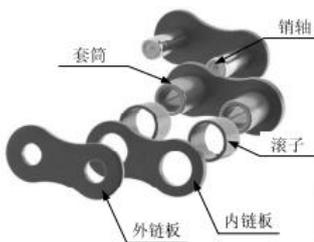
控股股东与高管计划增持股权，彰显公司发展信心。2022 年 5 月 24 日，征和工业发布公告，公司控股股东（魁峰机械）计划自公告披露之日起 6 个月内通过深圳证券交易所交易系统允许的方式增持公司股份，拟增持股份的金额不低于人民币 1,000 万元且不超过人民币 1,200 万元。2022 年 6 月 9 日，征和工业发布公告，公司部分董事、监事、高级管理人员计划以自有资金在二级市场以集中竞价交易方式增持公司股份。控股股东与公司高管先后披露其增持计划，表明公司对自身发展拥有良好的信心。

## 链传动是机械工业的重要基础零部件，国内高端市场仍需攻克

### 2.1 链传动是工业的基础零部件，中国是链传动制造大国

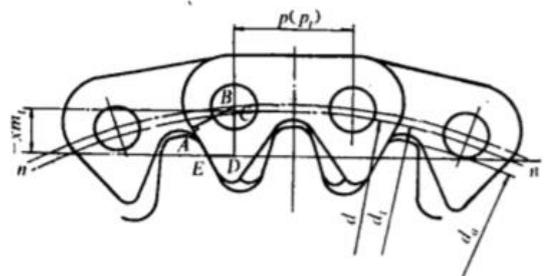
链传动是一种利用链与链轮轮齿的啮合来传递动力和运动的机械传动。链传动系统是三大机械传动方式之一，也是现代机械工业中重要的基础零部件。链条可分为传动链、起重链和曳引链。起重链和曳引链用于起重和运输机械，传动链在一般的机械传动中应用广泛。传动链可以根据用途分为农机链、高强度链、侧弯链、自动扶梯链、摩托车链条、农用夹持输送链、空心销轴链以及时规链，而根据构型又可分为滚子链和齿形链。根据特殊功能，可以将链传动中的链条和链轮分为不同类型，包括无声链、板式链和平顶链等。最常用的传动类型是滚子链。同样，链轮的样式也多种多样，可满足各种特殊需求。

图 18: 滚子链的典型结构



资料来源：《滚子链传动系统动力学理论与实验研究》，信达证券研发中心

图 19: 汽油发动机齿形链示意图



资料来源：《齿形链和渐开线齿形链轮的啮合设计》，信达证券研发中心

**图 20：传动链的分类**


资料来源：信达证券研发中心

**链传动具有结构简单、传力大、强度高、缓冲大、磨损小等优点。**常见的传动方式包括机械传动、电气传动、液压传动和气压传动，链传动是机械传动中的一种，机械传动还包括齿轮传动、蜗轮蜗杆传动、带传动等。电气传动是指电动机把电能转换成机械能，去带动各种类型的生产机械、交通车辆等的传动方式。气压传动以压缩气体为工作介质，靠气体的压力传递动力或信息的流体传动；液压传动是应用液体作为工作介质来传递能量和进行控制的传动方式。每种传动方式都具有自身的特点，链传动相较于带传动具有链条尺寸紧凑、易于拆装并具有传动比更加准确、传动效率更高、强度更高、对轴承作用力较小且自身磨损伸长较慢等特点，相对于齿轮传动具有制造和安装精度要求低的特点。

**链传动行业具有一定行业壁垒。**链传动属于传统传动方式，行业格局也比较稳固，因此也具有主机厂商认证壁垒，供应商需要保证产品的质量、产品稳定性、交付稳定性、较强的设计能力以及长期的合作经验。同时链传动下游应用广泛，需要持续研发投入，对研发能力和企业资金有一定要求。

**链传动具有百年历史，市场规模超百亿。**近代链条的基本结构起源于欧洲文艺复兴时代，18世纪铰接式输送链、传动用销轴链、滚子链及齿形链相继问世，距今已经超过百年历史。1831年，链传动开始应用于农业机械，1886年开始应用于自行车，1889年开始应用于汽车，1903年应用于飞机。1915年，随着链传动理论的发展，啮合理论等技术得到解决，链传动生产迅速增长，链条的种类不断丰富，品质不断提高。目前链传动系统已广泛应用于车辆、农业机械、物流运输、工业机械设备等国民经济领域。**根据美国 KNOWLEDGE SOURCING INTELLIGENCE 数据，2019 年全球链传动市场总规模为 48.3 亿美元，预计 2026 年全球市场规模可达到 60.3 亿美元。**

**我国链传动已经有 70 年以上发展历史。**我国链传动行业始于 20 世纪 50 年代初，原中国链条厂、杭州链条厂、沈阳链条厂、苏州链条总厂及齐齐哈尔链条总厂等国营链条厂均于该时期建立，开创并促进了我国链传动行业的发展。在“一五”至“三五”阶段，上述国有链条厂逐步发展成为具有一定规模的链传动产品生产厂商，并形成了以杭州链条厂为代表的链条产业群。然而随着 20 世纪 80 年代改革开放逐步加快，主要国有链条生产企业均因难以适应市场化经济而停产或改制。此后，民营链传动生产企业在行业中逐步占据了主导地位，行业内涌现出一大批如征和工业、杭州东华等优秀的民营企业。链传动行业的整体规模也在民营企业不断做大做强的背景下快速发展并不断向国外拓展。

## 2.2 国内高端市场还需攻克，征和工业处于国内领先地位

日本、德国和美国主导链传动高端市场，国际巨头体量较大。日本和德国是对链传动设备的研发和生产都比较重视的国家，日本椿本和德国伊维氏集团是业内公认的历史悠久、工艺先进、质量优异、实力最强的两家企业。日本椿本工业在工业用钢链、动力缸（电动缸）、正时链系统以及倾斜托盘分拣机等领域具有领先优势。德国伊维氏集团制造的滚子链远远超过全球普通标准，公差极小，使用寿命长于平均水平。德国伊维氏集团拥有“IWIS”、“EUROCHAIN”、“ELITE”、“FLEXON”和“ECOPLUS”等多个品牌，征和工业作为伊维氏集团供应商，为其代工相关工业设备链系统。日本大同工业以及美国博格华纳也是世界主要链传动部件生产商。日本椿本 2019 财年实现收入 144 亿元人民币，2021 年美国博格华纳的传动业务实现收入 53.78 亿美元（约 342.88 亿人民币），2019 财年日本大同实现收入 28.9 亿元，国际领先企业在收入体量上仍占据明显的领先地位。

我国虽已迈入链传动大国行列，但发展水平与发达国家还是有一定差距。我国早期工业基础较差，链传动行业起步较晚，发展时间短。经过多年发展，我国链传动行业有着市场化程度较高、行业集中度较低的特点。据 2016 年《中国机械通用零部件工业年鉴显示》，十二五期间，我国链传动生产企业产值规模以上的企业约有 10 家。我国链条企业在全精度、高质量方面与国外巨头如伊维氏集团还有一定的差距。比如在技术难度较高的汽车正时链条领域，2019 年只有中国台湾桂盟和征和工业分别占据 314.4 百万新台币（约 7119 万元人民币）和 2645.87 万人民币左右的汽车正时链系统市场，其余的市场几乎完全被伊维氏、椿本工业以及大同工业等企业占据，由此可见高端领域国内企业仍然缺乏竞争力。

民营企业逐渐成为链传动系统研发与创新的中心。20 世纪 50 年代，以原杭州链条厂为代表的国营链条厂建立，开创并推动了中国链条行业的发展。在“一五”至“三五”阶段，上述国有链条厂逐步发展成为具有一定规模的链传动产品生产厂商，并形成了以杭州链条厂为代表的链条产业群。随着 20 世纪 80 年代改革开放逐步加快，主要国有链条生产企业均因难以适应市场化经济而停产或改制。此后，民营链传动生产企业在行业中逐步占据了主导地位，行业内涌现出一大批如征和工业、杭州东华等优秀的民营企业。特别是 90 年代初，中国链条行业迎来蓬勃发展的时期，链条企业发展到了三百多家。中国链条行业在 1990 年到 2000 年的十年时间成为世界链传动行业的一匹黑马，不论产品创新、品种、数量、质量都发展迅速，并逐渐进军国际市场，与国际同行业同台竞争，在国际链传动行业已占据一席之地。

表 2：国内企业对比

企业名称	成立时间	企业简介	主营产品	应用领域	经销范围
青岛征和工业股份有限公司	1999 年	征和工业是国内链传动行业的领军企业,公司从事各类链传动系统的研发、制造和销售,产品主要应用于各类车辆的发动机和传动系统、农业机械传动和输送系统、工业设备传动和输送系统等。	车辆链系统、农业机械链系统、工业设备链系统三大类。	摩托车、汽车、船舶、农业机械、工程机械、起重运输机械、物流仓储、自动扶梯、食品药品机械、轻工机械、石油化工等领域。	产品销售到欧美、东南亚、南美、非洲等数十个国家和地区,服务售后市场客户超 2000 家。
杭州东华链条集团有限公司	1991 年	东华链条集团是一家集全球研发、制造、营销和市场服务于一体的国际化链传动企业。东华链条集团是中国首批制造业单项冠军示范企业、国家企业技术中心、国家知识产权示范企业、中国机械工业百强企业。	汽车链、传动链、输送链、工程链、曳引链（板式链）、农机链、不锈钢链、扶梯链、链轮等。	航空、汽车、农机、工程机械、自动扶梯、叉车及提升设备、健康医药,食品加工等。	在荷兰、英国、美国、泰国等拥有八家海外销售子公司。
桂盟企业股份	1989 年	桂盟企业股份有限公司是	自行车链条、摩托车链	机车、自行车、国际贸	销售国家超 150 个,以全

有限公司 世界领先链条供应商。 条、汽车链条等。 易、电信器材、其他交 球布点型态跨国经营，提  
 通运输工具等。 供横跨欧亚非的业务市场  
 服务。

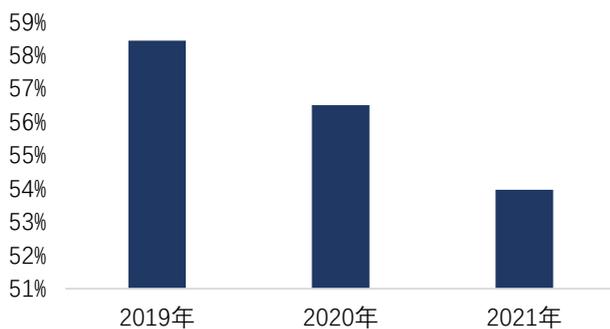
资料来源：征和工业官网、杭州东华官网、桂盟企业官网，信达证券研发中心

**高端链传动系统正逐步攻克，征和工业处于优势地位。**在链传动市场，配套供应商体系通常稳定难以打破，新进企业想要获得主机厂商认可进入配套供应商体系通常成本高、周期长。从现状看来，征和公司已经凭借优越的产品质量及优秀的销售能力，与伊维氏、广东信源、昆船物流等知名企业保持了良好的合作关系，建立了口碑和品牌形象。同时，征和工业可以充分利用原装厂商的地位，在市场建立消费者口碑的天然优势，有利于进一步扩大市场份额。从技术上看，征和的“发动机用强化齿形链”是继美国、日本公司之后全球第三个研发成功的厂家，打破了国外的技术垄断，在国内奠定了发动机齿形链研发生产方面的优势地位，也彰显了公司的技术实力。综上，我们认为征和工业是国内高端链传动系统国产化替代的主力军，目前在技术和品牌上有一定优势，未来可保持较好的发展态势。

### 2.3 国内外摩托车行业仍具发展空间，大排量摩托市场开始兴起

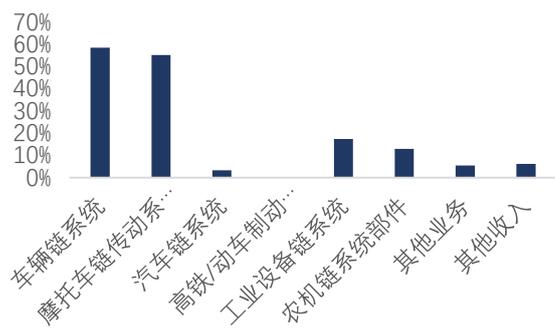
摩托车行业为公司目前最主要下游，汽车行业空间巨大。公司车辆链系统业务收入占总收入比例长期高于 50%，是公司的核心收入来源。2019 年，摩托车链传动系统和汽车链系统占公司总收入比例分别为 55%和 3%，摩托车链系统是公司最核心下游，不过汽车链系统的技术难度更高，市场也更大，公司的成长空间更加广阔。

图 21: 车辆链系统收入占比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22: 2019 年各业务收入占比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

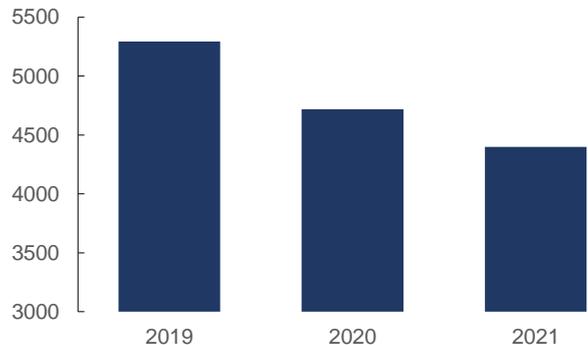
全球摩托车行业规模超千亿美元，近年来行业有所下滑。摩托车发明于 19 世纪末，随后在全球范围内快速发展和普及，2019 年全球摩托车市场规模约 1243.87 亿美元，随后行业受到疫情的影响出现下滑，2021 年全球摩托车销量规模约 1090.87 亿美元，同比下滑 6.95%，全球摩托车销量 4400 万辆，行业虽然有所下滑，但仍然是一个千亿美元的巨大市场。

图 23: 2015-2021 年全球摩托车市场销售与增速



资料来源：Statista, 华经产业研究院，信达证券研发中心

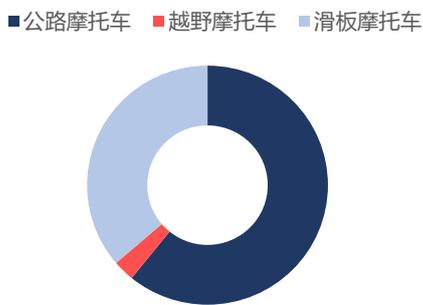
图 24: 2019-2021 年全球摩托车销量 (万辆)



资料来源：Statista, 前瞻产业研究院，信达证券研发中心

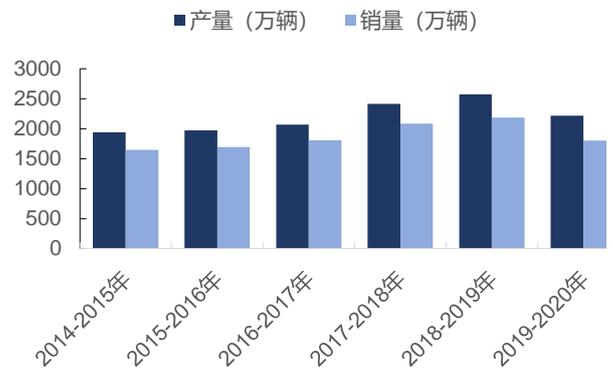
中印为核心市场，公路摩托占比超过 60%。2021 年，中国、印度、泰国、美国是全球主要的摩托车消费国家，合计销售额市占率接近 50%，其中中国摩托车规模超过 200 亿美元，占全球市场的 20%，也是最大的市场。印度是全球第二大摩托车市场，2020 年印度摩托车销量为 1805.42 万辆，因此从销量上看印度已经超过中国市场。从摩托车种类上看，2020 年全球公路摩托车销量为 2871 万辆，占总市场的 60% 以上。越野摩托车和滑板摩托车的市占率分别为 3% 和 36%。

图 25: 2020 年全球摩托车产品类型竞争格局 (按销量)



资料来源: Statista, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图 26: 2014-2020 财年印度摩托车产量及销售情况



资料来源: 中国摩托车商会, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

欧美以中大排量摩托车为主，小排量占据亚洲主要市场。摩托车早期以通勤为主，但随着人民生活水平的提升，以及中、大排量摩托车驾驶乐趣的兴起，使得大排量摩托车、外观炫酷的超级运动车和旅行车开始成为消费者的一种休闲娱乐工具，因此大排量摩托车在欧美发达地区占比比较高。根据立鼎研究院数据，2018 年欧洲 80% 以上的摩托车销量是 50cc 以上的产品，北美市场 500cc 以上的产品比例为 92%，而亚洲地区 98% 左右的摩托车消费 50cc 以上的产品。

图 27: 亚洲不同排量摩托车销量占比 (2018 年)



资料来源: IMMA, 立鼎产业研究网, 信达证券研发中心

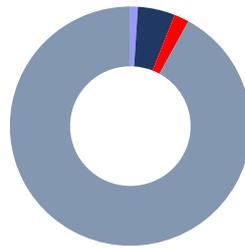
图 28: 欧洲不同排量摩托车销量占比 (2018 年)



资料来源: IMMA, 立鼎产业研究网, 信达证券研发中心

**图 29：北美不同排量摩托车销量占比（2018 年）**

■ 排量<50cc      ■ 50cc<排量<250cc  
 ■ 250cc<排量<500cc   ■ 排量>500cc



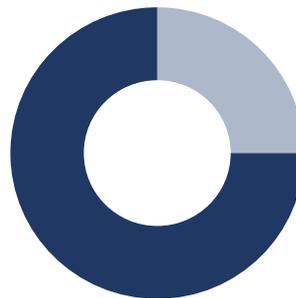
资料来源：IMMA,立鼎产业研究网, 信达证券研发中心

**经济欠发达地区对摩托车保持强劲需求。**南亚、东南亚、非洲等地区仍然具有较好的摩托车市场，在泰国、越南、印度尼西亚和马来西亚，每 10 人中约有 8 人有摩托车。以巴西市场为例，根据世界银行数据库统计，巴西国土面积为 851.49 万平方公里，总人口 2.1 亿，2021 年人均 GDP 达 8025 美元，由于道路基础设施较差，所以摩托车仍为出行主要代步工具。根据巴西两轮车行业协会（Abraciclo）的数据，2022 年第一季度，巴西摩托车产量 32.71 万辆，同比增长 37.8%，摩托车登记数量为 27.47 万辆，同比增长 33.7%，其中 160cc 的低排量摩托车占销售总量的 80% 以上，对摩托车的需求主要表现在代步功能上。

**欧美日品牌占据高端市场，本田销售收入全球第一。**从全球市场来看，2021 年本田、雅马哈、英雄、哈雷、TVS、川崎、豪爵、宝马的收入规模占据全球前 7 名，其中日本本田市占率接近 25%，占有绝对的领先优势。在全球摩托车前列品牌中，本田、雅马哈、川崎均为日本企业，并且在规模上和产品上具有极强的竞争力。德国的宝马、美国的哈雷在全球也享有极高的声誉。我国的豪爵也位于全球前列，但是总体竞争力上仍然弱于日本、德国等品牌。印度的英雄、TVS、印度皇家菲尔德摩托车也位于全球前列，印度作为全球主要摩托车市场，给本土企业提供了良好的土壤。

**图 30：2021 年全球摩托车品牌竞争格局**

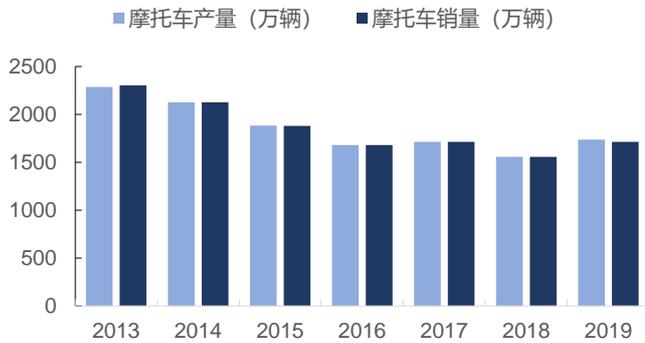
■ 本田      ■ 其他



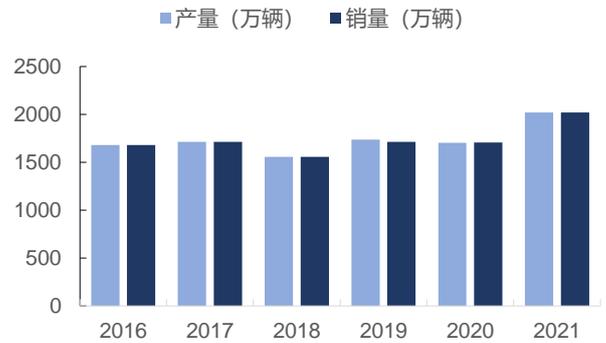
资料来源：Statista,前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

**我国摩托车行业逐渐回暖，核心企业收入规模持续提升。**我国摩托车行业发展态势与全球发展有所不同，我国在 2012 年便迎来了行业拐点，摩托车产销量整体呈现下降趋势，2013 年我国摩托车销量为 2304.5 万辆，2015 年下降至 2000 万辆以下，2018 年销量仅为 1557.1 万辆，到达了行业低谷。此后行业有所恢复，产销量波动增长，2021 年我国摩托车销量为 2019.48 万辆，产量为 2019.52 万辆，在疫情背景下仍然突破 2000 万辆销量，行业进入上

行周期，中商产业研究院预测，2022 年中国摩托车销量将达约 2332 万辆。国内摩托车制造商也明显受益于行业的回暖，国内钱江摩托的摩托车业务收入自 2017 年开始持续增长，宗申动力从 2019 年开始保持正增长，春风动力近年更是一一直保持较高增速。2021 年，春风动力、宗申动力和钱江摩托摩托车业务收入增速分别为 73.4%、17.3%、23.6%，国内核心摩托车企业均有较好的业绩表现。

**图 31: 2013-2019 年中国摩托车产销量**


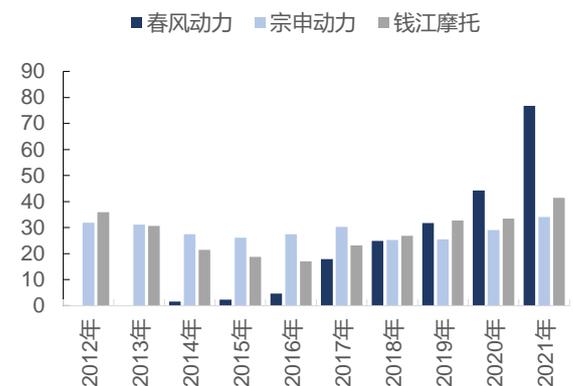
资料来源：中国汽车工业协会，华经情报网，信达证券研发中心

**图 32: 2016-2021 年中国摩托车产销量**


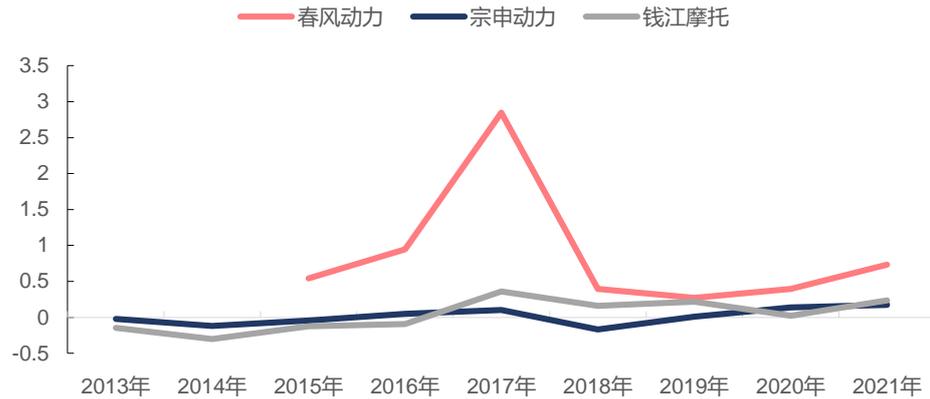
资料来源：摩托车商会，中商情报网，信达证券研发中心

**图 33: 2016-2022 年中国摩托车销量预测趋势图**


资料来源：摩托车商会，中商情报网，信达证券研发中心

**图 34: 国内典型摩托车企业收入 (亿元)**


资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 35: 国内典型摩托车企业收入增速**


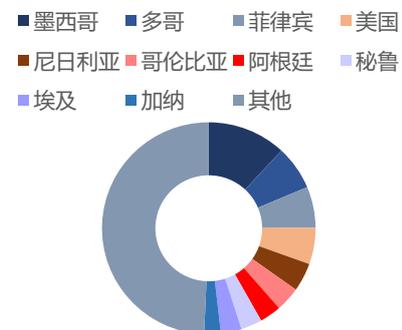
资料来源: wind, 信达证券研发中心

**中小排量摩托车占据主要市场, 大排量摩托车快速增长。**我国摩托车产品的种类和价格丰富, 下游覆盖了不同年龄、不同收入群体。对于工薪族、快递从业人员, 我国具有价格在 4000~10000 元的通路车, 对于中等收入、喜欢自驾的人群我国具有 10000~50000 元的街车、拉力车等, 对于追求高端、大排量、高性能产品的人群我国具有着十万、几十万的休闲娱乐大排量产品。目前我国主要以中小排量摩托车为主, 2021 年, 中小排量摩托车销量超过 1300 万辆, 达到 2017 年的水平。随着人们生活水平的提高, 国民对于多样化、个性化、差异化的生活追求开始凸显, 而大排量摩托车是一种比较典型的休闲娱乐工具, **因此我国休闲娱乐摩托车 (主要指 150ml 以上排量产品) 实现了逆势增长。**我国 150ml 摩托车 (排量 ≤250ml 车型), 近 10 年平均增长率在 6% 以上, 2021 年我国 150 系列摩托车产销 364.72 万辆和 364.67 万辆, 同比增长 20.9% 和 19.74%; 250 系列产销 137.03 万辆和 137.23 万辆, 同比增长 16.86% 和 18.68%。250ml 以上排量摩托车近 10 年平均增长率在 50% 左右, 2021 年全年销量约为 33 万辆, 大排量摩托车销量增长远高于行业水平。

**我国摩托车出口规模持续增长, 海外需求仍然保持较高景气度。**我国摩托车主要以出口为主, 我国出口规模近年来持续增长, 2016 年我国摩托车出口量为 1590 万辆, 出口金额为 59.37 亿美元, 2021 年我国摩托车出口量为 3500.58 万辆, 同比增长 23.7%, 出口金额为 123.22 亿美元, 同比增长 43.3%。我国摩托车出口地区比较分散, 2021 年墨西哥占有 11.91% 的份额, 是最大的出口地区, 其余出口地的份额均不超过 10%。

**图 36: 2016-2021 年中国摩托车出口量及出口金额情况**


资料来源: 中国海关总署, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

**图 37: 2021 年中国摩托车出口量地区分布情况**


资料来源: 中商情报网, 信达证券研发中心

**链传动系统为消耗品, 巨大的存量替换市场可支撑行业成长。**链传动属于消耗品, 通常摩托车需要定期维护链条, 多次维护以后需要更换链条。近年来全球摩托车销量虽然有所回落, 但每年 5000 万辆左右的销量形成了大量的存量空间, 我们预计存量替换的市场比摩托车前

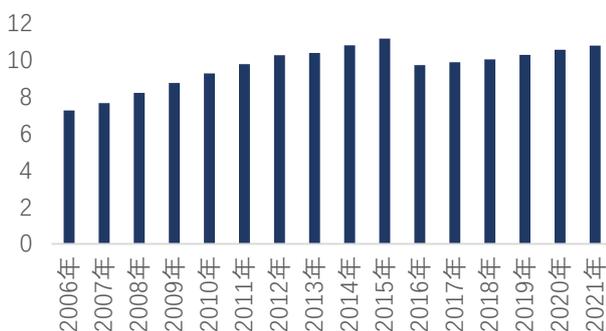
装市场更大。

## 农机需求稳中有升，工业领域大有可为

### 3.1 农业机械化率稳步提升，“粮食安全”引起全球重视

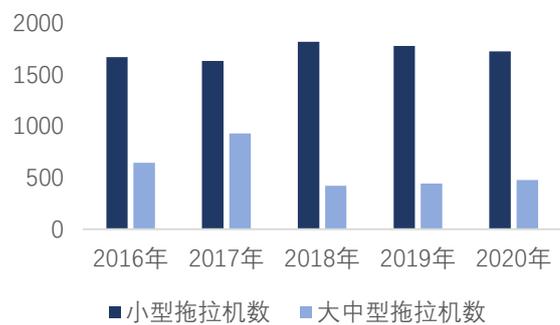
近年来我国农业机械稳步增长，行业规模近 5 千亿。根据中国农业农村部数据统计，2016~2021 年我国农业机械总动力从 9.72 万千瓦，增长至 2021 年的 10.78 万千瓦，行业从 2016 年下滑以来保持稳定增长。《“十四五”全国农业机械化发展规划》提出，到 2025 年，全国农机总动力稳定将在 11 亿千瓦左右，十四五期间农业行业仍将保持增长。中国农业机械行业市场规模由 2016 年的 2568 亿元增长至 2019 年的 4698 亿元，年均复合增长率达 22.3%，呈现上升趋势，市场发展前景广阔。

图 38: 2006 年-2021 年中国农业机械总动力 (亿千瓦)



资料来源: 中国农业农村部, 信达证券研发中心

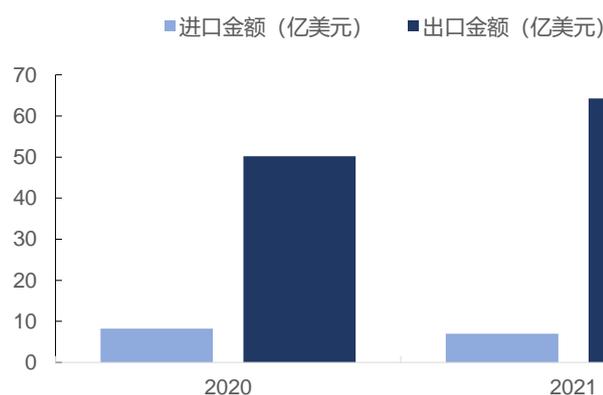
图 39: 2016 年-2020 年农业投入品数量 (万台)



资料来源: 中国农业农村部, 信达证券研发中心

我国农机行业贸易顺差进一步扩大。2021 年我国农业机械出口总额为 64.29 亿美元，同比增长 19.6%，进口金额为 7.03 亿美元，同比下降 14.4%，贸易顺差从 41.98 亿美元增加到 57.26 亿美元。其中，2021 年我国拖拉机出口 13.91 万辆，同比增长 9.6%，出口金额 7.01 亿美元，同比增长 47.2%。

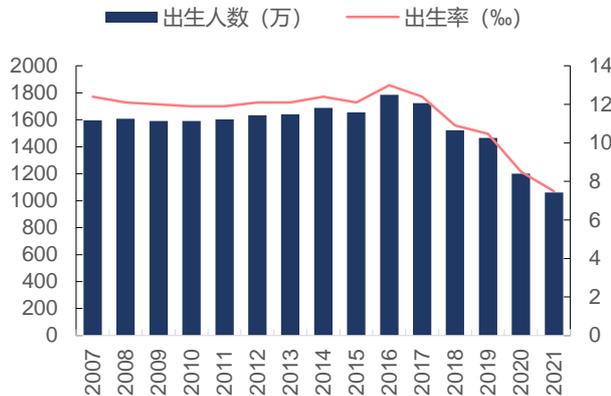
图 40: 2020-2021 年中国农业机械进出口规模统计情况



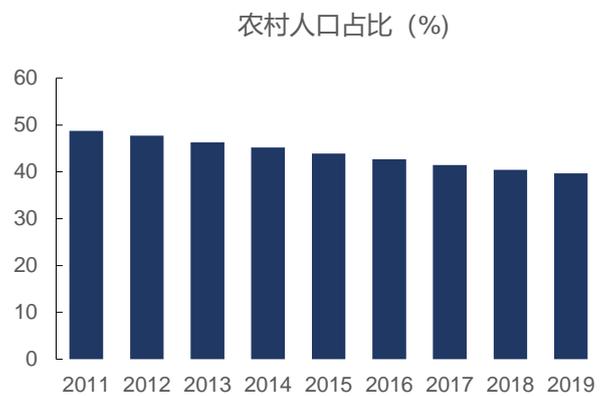
资料来源: 海关总署, 中商情报网, 信达证券研发中心

人口老龄化与城镇化背景下，农业机械化率将提升。目前我国农业生产已经从主要依靠人力畜力转向主要依靠机械动力的新阶段，不过我国相较于欧美发达国家的农业机械化程度还有一定差距，美国农业机械化率在 95% 以上，2022 年我国农作物耕种收综合机械化率约为 71.25%，还存在一定差距。2022 年我国农业农村部印发《“十四五”全国农业机械化发展规划》，明确指出到 2025 年，全国农作物耕种收综合机械化率将达到 75%，我国农业机械化

率将持续提升。从人口结构来看，2021年我国60岁以上老人占比18.9%，相比2020年增长329万人，并且60岁以上老人的增量高于16~59岁年龄段人口，表明高龄人数增速明显较高。至2016年以来，我国人口出生率从13‰持续下滑，2021年仅为7.52‰，创下自1949年来新低，人口老龄化必然会减少国内劳动力，但粮食是刚性需求，只有提升农业机械化率才能保障粮食安全。随着我国城镇化的不断深入，农场劳动力也出现明显下滑，2019年我国农村人口占比为39.69%，相对于2010年出现明显下滑。

**图 41: 2007-2021 年中国出生人口及出生率**


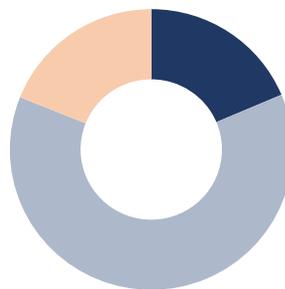
资料来源：国家统计局，智研咨询，信达证券研发中心

**图 42: 中国农村人口占比 (%)**


资料来源：征和工业招股书，信达证券研发中心

**图 43: 2021 年中国人口年龄结构**

■ 0-15岁 ■ 16-59岁 ■ 60岁及以上



资料来源：国家统计局，智研咨询，信达证券研发中心

**规模化与集中化有利于推动农用机械发展。**随着土地流转政策推进、“土地托管”模式的兴起以及农作物种植结构调整，我国农业呈现出明显的成片化、规模化和集中化发展趋势，据中国产业信息网统计，2011至2016年间，全国种植面积在50亩以上的农户数量由276万户增至376.2万户，累计增长36.3%。农民合作社由50.9万个增至179.4万个，累计增长252.5%。农业机械非常适合于集中化与规模化的农业种植模式，而我国农作物种植集中化程度还比较低，2011至2016年，我国农业就业者人均耕地面积仅为9.37亩，与我国人均资源条件较为接近的日本农业就业者人均耕地面积为27.55亩，美国更是达到1,011.02亩，因此我国规模化种植水平还有极大的提升空间，农业机械行业也有望长期保持增长态势。

**粮食安全问题引起全球关注，农业机械景气度有望维持高位。**2022年全球遭遇气候变化、疫情持续和区域冲突的多重打击。2022年3月7日，联合国世界粮食计划署发文指出，由于俄罗斯和乌克兰约占全球小麦贸易量的29%，该地区生产和出口的任何严重中断都将影响供应链，甚至可能使食品价格上升至10年高点。标普全球普氏能源资讯的数据显示，乌

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

乌克兰是世界上最大的葵花籽油生产国，俄罗斯位列第二，两国总产量占据全球葵花籽油产量的60%。疫情对粮食的影响同样巨大，2022年一季度和二季度我国均有疫情爆发，导致农资的供应能力、物流的通畅性、农资的配送、农资的价格等受到了较大的影响。我国一直对粮食安全保持高度关注，2022年的中央一号文件明确提出，要牢牢守住保障国家粮食安全这条底线，全力抓好粮食生产和重要农产品供给。

**征和工业为国内农机链条龙头企业，农机链业务进入上升通道。**征和工业在国内农机链系统中占有领先地位，公司与德国克拉斯、雷沃集团、爱科农业机械、金大丰、科乐收、江苏沃得、河北中农、勇猛机械、河北英虎等知名农业机械生产厂家建立了良好的合作关系。公司农机链业务在2016年受到行业的影响出现下滑，随后开始逐步回升，2021年实现收入2.41亿元，同比增长46%。2022年一季度公司的农机链业务仍然保持较好的增长和订单，疫情期间国内外对“粮食安全”更加重视，我们预计行业可保持较高景气度，公司该业务也正处于上升通道。

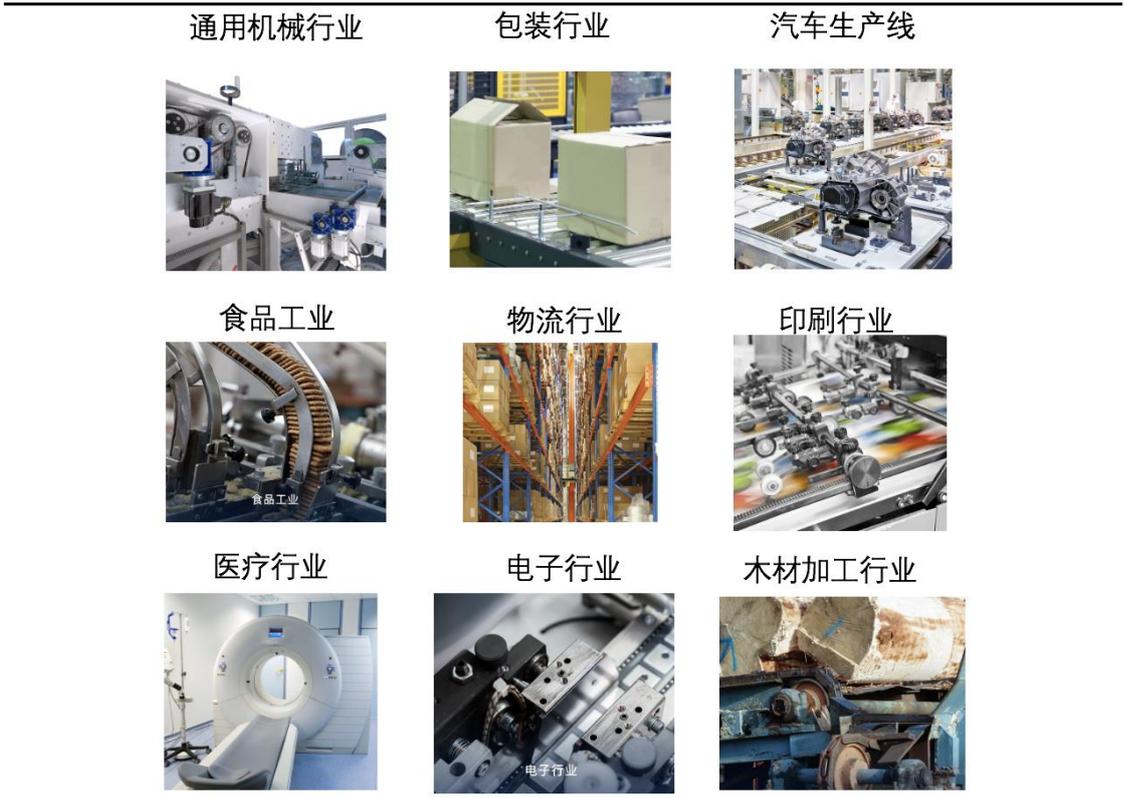
**图 44：征和工业农机链系统收入与增速（亿元，%）**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

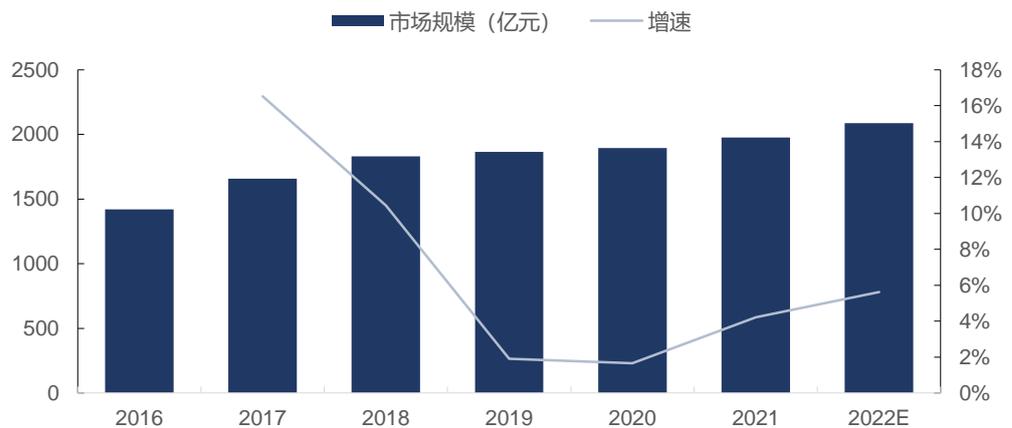
### 3.2 工业链条应用广泛，将成为公司的核心增长点

**我国制造业规模全球第一，工业链条系统具有良好的成长土壤。**工业设备链系统是工业机械设备的基础零部件，其下游应用也比较广泛，常见的应用领域包括物流、货运、交通、食品生产等行业。2021年，我国制造业增加值规模为31.4万亿元，同比增长9.8%，连续12年全球第一，制造业增加值占GDP比重达到27.4%。从2012年到2021年，我国工业增加值由20.9万亿元增长到37.3万亿元，其中制造业增加值由16.98万亿元增长到31.4万亿元。我国是全世界唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业门类的国家，有220多种工业产品产量居世界第一位。2021年，我国规模以上工业增加值增长9.6%，比2020年提高6.8个百分点，两年平均增长6.1%。2021年，我国高技术制造业、装备制造业增加值分别增长18.2%、12.9%，总体而言，我国制造业规模全球第一，并且仍然向着更好的方向发展，工业链系统作为主要的机械传动系统，也将具备良好的成长空间。

**图 45: 链传动在工业领域的应用**


资料来源: iwis 官网, 信达证券研发中心

工业自动化在我国具有重要地位, 行业稳定增长。在人口老龄化加剧, 人工成本大幅增长的背景下, 工业自动化对我国的制造业发展有着举足轻重的作用, 同时我国也提出了“中国制造 2025”计划, 加入了全球制造业“工业 4.0”的进程之中。2020 年我国工业自动化行业市场规模约为 1895 亿元, 同比增长 1.61%, 我国工业自动化增速从 2017 年高点下滑至 2020 年的 1.61%。根据中商情报网数据, 2021 和 2022 年我国工业自动化行业市场规模的增速开始回升, 行业或将重新进入快速发展的时期。工业链传动系统是工业自动化的核心部件之一, 工业自动化的快速发展将为工业链传动市场的增长提供良好的成长环境。

**图 46: 中国工业自动化市场规模与增速**


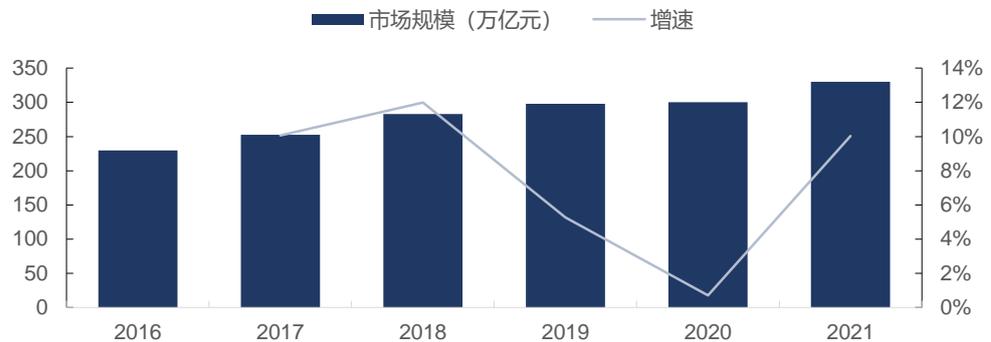
资料来源: 工控网, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

物流行业稳定增长, 2021 年呈现“前高后低”的态势。现代物流主要包括批发、零售、住宿、餐饮、居民服务等现代服务业及进出口贸易相关的物流服务活动, 随着多地推动复工复产, 保障物流畅通、稳定产业链供应的需求愈加迫切。2021 年, 我国社会物流总额为 335.2 万亿元, 是“十三五”初期的 1.5 倍, 同比增长 9.2%; 全年物流业总收入为 11.9 万亿元, 同

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

比增长 15.1%，市场规模稳步扩大。2021 年由于国内疫情在下半年开始加重，并且同期基数较高，行业整体呈现“前高后低”的态势，社会物流总额一季度同比增长 24.2%，上半年增长 15.7%，前三季度增长 10.5%。

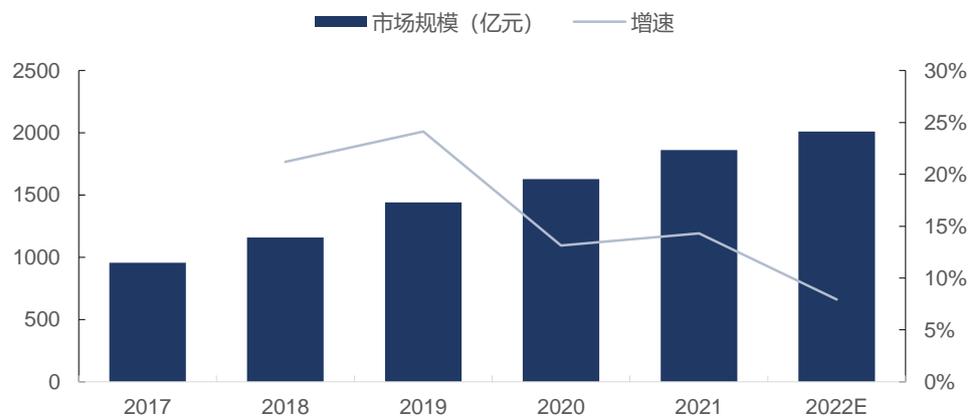
图 47：中国社会物流总额及增长率变化趋势



资料来源：中物联，中商产业研究院，信达证券研发中心

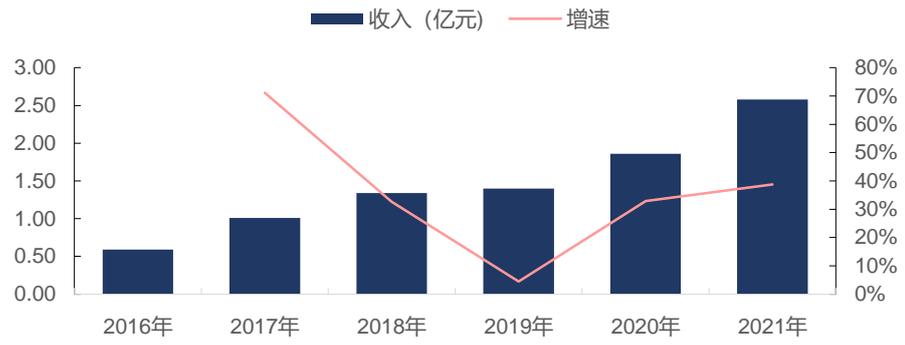
**智能物流装备将保持快速发展。**随着中国经济结构转型以及智能化发展，国内智能物流装备行业将迎来较好的发展契机。智能物流装备可以推动物流行业的机器化、自动化和智能化发展，我国 2020 年智能物流装备市场规模约 1639 亿元，同比增长 14%，高于我国社会物流总额增速，表明智能物流成长较快。中商情报网预测，2022 年我国智能物流装备市场规模可到达 2010 亿元，同比增长 8%，智能物流装备的持续增长也将带动对应工业链条系统市场的增长。

图 48：中国智能物流装备市场规模与增速



资料来源：中国物流与采购联合会，中商产业研究院，信达证券研发中心

**工业领域持续储备，静待市场突破。**征和工业目前工业领域以 OEM 制造为主，主要为国际工业链龙头代工生产标准化产品。同时公司在物流行业已经有一定突破，工业板块业务快速增长，随着行业需求的增长，公司近年来业务也快速增长，2017~2021 年公司工业链系统平均增速高达 36%。随着公司在物流等工业链系统细分市场上的快速突破，公司工业链系统业务将持续增长，成为公司最核心的增长驱动。

**图 49: 征和工业工业链系统收入与增速**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 4.1 盈利预测

(1) 公司是国内链传动领导企业，在摩托车链条领域具有明显的领先地位。国外摩托车市场需求旺盛，国内大排量摩托车需求持续增长，我们预计公司摩托车业务可保持稳定增长。

(2) 公司是在国内农业链系统领域占据领导地位，市占率国内第一，已经与国内主要企业具有良好的合作。农业机械行业需求总体呈现稳中有升的趋势，同时“粮食安全”也引起了全球的重视，我们预计农机业务可保持较高增速。

(3) 工业链系统市场空间巨大，目前国际巨头占据全球主要市场，国内东华等企业也具备较强竞争力。征和工业在国内工业链传动系统领域具有一定影响力，并且正逐渐开拓工业细分市场，有望持续提升市占率。

基于以上分析，预计 2022 年至 2024 年归属母公司净利润分别为 1.54 亿元、2.03 亿元、2.59 亿元，对应的 EPS 分别为 1.88 元/股、2.48 元/股、3.16 元/股。

### 4.2 估值与投资评级

公司是国内首家链传动上市公司，公司主业业务为机动车与工业基础零部件，我们选取五洲新春、长盛轴承等轴承制造商作为可比公司。上述公司 2022/2023/2024 平均 PE 估值为 32/25/21 倍。征和工业作为国内链传动领导者，当前股价(2022 年 7 月 25 日)对应 2022/2023/2024PE 分别为 17/13/10。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 3: 可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300718.SZ	长盛轴承	21.97	65.5	32.36	37.22	31.64	27.41	0.52	0.59	0.69	0.8
603667.SH	五洲新春	17.4	57.2	42.45	25.86	18.50	13.88	0.41	0.67	0.94	1.25
平均值				37.40	31.54	25.07	20.64				
003033.SZ	征和工业	31.62	25.8	28.11	16.81	12.76	9.99	0.98	1.88	2.48	3.16

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2022 年 7 月 25 日收盘价

## 风险因素

### 贸易政策变化风险

公司海外市场业务主要为亚洲、南美、非洲等发展中国家，其所在国国际政治环境、经济发展和地方法律差异，都将为公司海外业务带来不确定性影响。如果未来主要出口国家和地区对国内相关产品的进口贸易政策和产品认证制度等发生变化，公司出口业务可能面临一定的风险。

### 汇率变动风险

公司近年来积极开拓国外市场，主营业务出口收入占公司营业收入比例较高。公司外销主要以美元报价和结算，汇率随着国内外政治、经济环境等因素的变化而波动，具有一定的不确定性，人民币汇率波动将对公司的出口业务及经营业绩产生一定影响。

### 工业领域拓展不及预期

工业链条是链传动的重要市场，公司正在逐渐开拓下游细分市场，持续扩大市场份额和影响力。但工业链系统市场竞争比较激烈，国际巨头占据优势，国内也具有东华等企业，行业开拓存在不确定性。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	413	853	1,018	1,301	1,635
货币资金	59	351	392	529	739
应收票据	0	37	49	61	73
应收账款	142	185	243	305	364
预付账款	10	16	20	23	25
存货	147	241	295	360	410
其他	54	23	19	23	24
<b>非流动资产</b>	305	530	633	660	681
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	211	350	376	382	375
无形资产	27	30	59	88	117
其他	66	150	198	191	189
<b>资产总计</b>	718	1,383	1,651	1,961	2,316
<b>流动负债</b>	181	354	458	561	652
短期借款	15	60	100	140	180
应付票据	0	44	54	62	68
应付账款	83	149	184	216	239
其他	83	102	121	143	164
<b>非流动负债</b>	48	84	93	97	101
长期借款	0	0	0	0	0
其他	48	84	93	97	101
<b>负债合计</b>	229	438	551	658	753
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	489	945	1,100	1,304	1,563
<b>负债和股东权益</b>	718	1,383	1,651	1,961	2,316

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	977	1,362	1,773	2,230	2,654
同比(%)	21.3%	39.4%	30.1%	25.8%	19.0%
归属母公司净利润	109	79	154	203	259
同比(%)	18.3%	-27.6%	95.2%	31.7%	27.7%
毛利率(%)	25.5%	16.9%	21.0%	21.5%	21.6%
ROE%	22.3%	8.3%	14.0%	15.5%	16.6%
EPS(摊薄)(元)	1.78	0.98	1.88	2.48	3.16
P/E	0.00	28.11	16.81	12.76	9.99
P/B	0.00	2.38	2.35	1.98	1.65
EV/EBITDA	-0.28	15.78	10.38	7.84	5.84

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	977	1,362	1,773	2,230	2,654
营业成本	728	1,132	1,400	1,750	2,080
营业税金及附加	6	3	5	7	7
销售费用	29	34	53	67	72
管理费用	41	57	80	100	114
研发费用	44	55	73	91	106
财务费用	7	3	4	6	8
减值损失合计	-2	-1	-1	-1	-1
投资净收益	0	1	0	0	0
其他	2	8	9	11	14
<b>营业利润</b>	122	85	166	219	280
营业外收支	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	123	85	167	220	281
所得税	14	7	13	18	22
<b>净利润</b>	109	79	154	203	259
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	109	79	154	203	259
EBITDA	157	125	223	283	351
EPS(当年)(元)	1.78	0.98	1.88	2.48	3.16

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	103	17	157	197	272
净利润	109	79	154	203	259
折旧摊销	27	38	61	69	75
财务费用	7	5	4	6	8
投资损失	0	-1	0	0	0
营运资金变动	-52	-112	-64	-83	-73
其它	12	7	2	4	4
<b>投资活动现金流</b>	-80	-148	-157	-95	-95
资本支出	-80	-119	-93	-93	-93
长期投资	0	-30	0	0	0
其他	0	1	-64	-2	-2
<b>筹资活动现金流</b>	-47	427	41	34	32
吸收投资	0	436	0	0	0
借款	15	79	40	40	40
支付利息或股息	-1	-33	-4	-6	-8
<b>现金流净增加额</b>	-27	292	41	137	210

## 研究团队简介

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘俊奇，上海交通大学动力工程硕士，2021年加入信达证券研发中心，现从事机械设备行业研究

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。