

拟收购摩多利传动 65% 股权，快速切入精密行星减速机领域

投资要点

- 事件:** 公司发布《关于签署股权转让意向协议的公告》，公司于 2023 年 11 月 8 日与摩多利传动的股东签署《股权转让意向协议》，各方就公司拟以现金方式收购摩多利传动 65% 的股权事项达成初步意向。本次交易完成后，公司预计将实现对摩多利传动的财务并表。
- 全球精密行星减速机市场规模 12 亿美元，我国 5 亿美元。** 1) 根据 QY Research, 2022 年全球行星减速机销量为 540.15 万台，销售金额为 12.03 亿美元，其中中国境内销量为 231.91 万台，销售金额为 5 亿美元，预计 2029 年全球行星减速机销售规模达 22.31 亿美元，中国市场规模达 11.49 亿美元。2) 全球精密行星减速机市场的主要供应商包括日本新宝、纽卡特、威腾斯坦，2022 年全球市场占有率分别为 12.9%、10.9%、10.7%；中国精密行星减速机市场的主要供应商包括日本新宝、科峰智能及纽氏达特，2022 年中国市场占有率分别为 20.4%、11.7%、9.4%。
- 有助于公司布局机床、激光、机器人等领域，和谐波减速机业务协同。** 摩多利传动主营业务为精密行星减速机研发、生产和销售，下游包括激光切割机、数控机床、机器人/机械手、锂电池设备、光伏设备、印刷设备等中高端装备领域。营收在 1 亿元以上，毛利率在 35-40%。1) 有助于公司完善下游布局。公司原有减速机业务主要应用于环保、电力、化工、食品、塑料、橡胶、矿山、冶金、水利、纺织、制药、工程机械等领域，助力公司布局激光切割机、数控机床、机器人/机械手等工业自动化领域。2) 有望和谐波减速机业务发挥协同作用。2021 年 11 月公司成立控股子公司国茂精密，主要产品为谐波减速机，产能 3-4 万台左右。精密行星减速器和谐波减速机下游领域和客户重合度较高，有望发挥协同效应，借助公司现有的成熟、完善的营销网络有助于标的公司未来业务发展。公司承诺收购标的 2023-2025 年累计实现扣非归母净利润分别不低于人民币 2100 万元、4400 万元、7200 万元。
- 公司为我国通用减速机龙头，发力专用及高端减速机。** 1) 公司通用减速机产品线齐全，通过模块化设计+集中制造+分散组装实现产品的规模化和多样化，具备技术、品牌和成本优势。2) 公司发力专用及高端减速机，高端减速机捷诺系列在锂电浆料搅拌减速机市场具备领先优势，公司成熟的销售渠道赋能捷诺产品市场推广；公司以塔机为突破点，切入工程机械板块，客户取得突破。此外，公司布局光伏、重载、精密减速器等领域。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.07、5.31、6.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.62、0.80、0.96 元，给予公司 24 年 30X 估值，目标价 24.00 元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期的风险；原材料价格波动风险；高端减速机领域拓展不及预期的风险；谐波减速机拓展不及预期的风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2696.79	2729.73	3334.36	3882.89
增长率	-8.41%	1.22%	22.15%	16.45%
归属母公司净利润(百万元)	413.90	407.32	531.26	633.49
增长率	-10.42%	-1.59%	30.43%	19.24%
每股收益 EPS(元)	0.62	0.62	0.80	0.96
净资产收益率 ROE	12.56%	11.31%	13.11%	13.83%
PE	28	29	22	19
PB	3.61	3.28	2.91	2.58

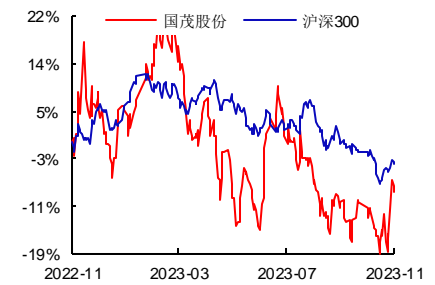
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

分析师: 周鑫雨
执业证号: S1250523070008
电话: 021-58351893
邮箱: zxyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	6.62
流通 A 股(亿股)	6.57
52 周内股价区间(元)	15.72-24.11
总市值(亿元)	117.88
总资产(亿元)	48.15
每股净资产(元)	5.25

相关研究

- 国茂股份(603915):短期下游需求承压,多领域布局未来可期 (2023-08-29)
- 国茂股份(603915):Q1 业绩恢复增长,静待减速机行业复苏 (2023-05-04)

盈利预测与估值

关键假设：

减速机：2023 年减速机下游市场需求放缓，未来随着制造业投资增速回暖，公司订单有望回暖，假设 2023-2025 年减速机订单增速分别为 0.8%、15.8%、15.0%，毛利率分别为 25.9%、26.3%、26.5%。

GNORD 减速机：为公司高端减速机系列，捷诺在锂电浆料搅拌减速机市场具备领先优势，不断拓展下游应用市场，在冶金、水利等领域取得突破。预计 2023-2025 年订单增速分别为 0.0%、40.0%、30.0%，毛利率分别为 20%、22%、23%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	2,696.79	2729.74	3334.36	3882.89
	增速	-8.4%	1.2%	22.1%	16.5%
	毛利率	26.7%	26.5%	27.5%	27.8%
减速机	收入	2,439.97	2458.56	2846.77	3273.78
	增速	-7.8%	0.8%	15.8%	15.0%
	毛利率	25.9%	25.9%	26.3%	26.5%
GNORD 减速机	收入	142.58	142.58	199.61	259.50
	增速	-13.8%	0.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	23.9%	20.0%	22.0%	23.0%
配件	收入	84.87	93.4	102.7	113.0
	增速	-15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	32.3%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	收入	29.37	35.24	42.29	50.75
	增速	-6.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	90.8%	90.0%	90.0%	90.0%
精密行星减速机	收入			143.00	185.90
	增速				30.0%
	毛利率			38.0%	38.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取中大力德、双环传动作为可比公司，其中，中大力德为国产行星减速机龙头，双环传动为国产齿轮龙头，2023-2025 年家可比公司平均 PE 为 52、41、31 倍。公司为国产通用减速机龙头，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.07、5.31、6.33 亿元，给予公司 24 年 30X 估值，目标价 24.00 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2023 年 11 月 8 日）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002896.SZ	中大力德	39.42	0.47	0.53	0.67	0.89	51.50	74.03	59.00	44.31
002472.SZ	双环传动	27.80	0.73	0.95	1.24	1.58	37.18	29.34	22.46	17.56
可比公司平均值							44.3	51.7	40.7	30.9

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2696.79	2729.73	3334.36	3882.89	净利润	411.86	407.32	531.26	633.49
营业成本	1975.66	2004.99	2418.99	2805.09	折旧与摊销	133.57	96.98	96.98	96.98
营业税金及附加	24.56	13.65	16.67	19.41	财务费用	-14.49	-5.01	-8.32	-10.04
销售费用	75.26	76.43	86.69	97.07	资产减值损失	-25.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	98.34	202.00	243.41	279.57	经营营运资本变动	-237.16	582.91	17.33	55.01
财务费用	-14.49	-5.01	-8.32	-10.04	其他	83.50	-0.69	19.22	16.63
资产减值损失	-25.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	351.63	1081.52	656.46	792.07
投资收益	45.80	0.00	0.00	0.00	资本支出	-132.52	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	73.30	604.77	0.08	-0.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-59.22	504.77	-99.92	-100.03
营业利润	451.67	437.67	576.92	691.78	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.41	20.00	20.00	20.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	455.07	457.67	596.92	711.78	股权融资	22.31	0.00	0.00	0.00
所得税	43.21	50.34	65.66	78.30	支付股利	-141.88	-82.78	-81.46	-106.25
净利润	411.86	407.32	531.26	633.49	其他	-25.16	3.14	8.32	10.04
少数股东损益	-2.03	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-144.73	-79.64	-73.14	-96.21
归属母公司股东净利润	413.90	407.32	531.26	633.49	现金流量净额	147.33	1506.65	483.40	595.83
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	944.08	2450.73	2934.12	3529.96	成长能力				
应收和预付款项	308.41	308.45	378.22	439.82	销售收入增长率	-8.41%	1.22%	22.15%	16.45%
存货	585.33	614.82	745.31	876.31	营业利润增长率	-12.44%	-3.10%	31.82%	19.91%
其他流动资产	1178.03	15.72	20.02	23.00	净利润增长率	-10.54%	-1.10%	30.43%	19.24%
长期股权投资	200.88	200.88	200.88	200.88	EBITDA 增长率	-7.32%	-7.20%	25.67%	17.00%
投资性房地产	10.86	11.09	11.02	11.04	获利能力				
固定资产和在建工程	1080.39	1110.79	1141.19	1171.60	毛利率	26.74%	26.55%	27.45%	27.76%
无形资产和开发支出	209.54	184.96	160.39	135.81	三费率	5.90%	10.02%	9.65%	9.44%
其他非流动资产	125.84	123.04	120.24	117.43	净利率	15.27%	14.92%	15.93%	16.31%
资产总计	4643.37	5020.49	5711.38	6505.85	ROE	12.56%	11.31%	13.11%	13.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.87%	8.11%	9.30%	9.74%
应付和预收款项	1160.60	1273.24	1501.32	1754.25	ROIC	25.88%	27.42%	44.67%	53.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.16%	19.40%	19.96%	20.06%
其他负债	204.81	144.58	157.60	171.91	营运能力				
负债合计	1365.40	1417.82	1658.92	1926.15	总资产周转率	0.58	0.56	0.62	0.64
股本	662.24	662.24	662.24	662.24	固定资产周转率	2.88	3.04	4.02	5.11
资本公积	1105.04	1105.04	1105.04	1105.04	应收账款周转率	7.89	8.04	8.87	8.65
留存收益	1555.10	1879.64	2329.44	2856.68	存货周转率	2.82	3.06	3.29	3.24
归属母公司股东权益	3269.48	3594.18	4043.98	4571.21	销售商品提供劳务收到现金营业收入	98.14%	—	—	—
少数股东权益	8.49	8.49	8.49	8.49	资本结构				
股东权益合计	3277.97	3602.67	4052.46	4579.70	资产负债率	29.41%	28.24%	29.05%	29.61%
负债和股东权益合计	4643.37	5020.49	5711.38	6505.85	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.33	2.52	2.57	2.63
					速动比率	1.88	2.06	2.10	2.15
					股利支付率	34.28%	20.32%	15.33%	16.77%
					每股指标				
					每股收益	0.62	0.62	0.80	0.96
					每股净资产	4.94	5.43	6.11	6.90
					每股经营现金	0.53	1.63	0.99	1.20
					每股股利	0.21	0.12	0.12	0.16
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	570.75	529.64	665.58	778.72					
PE	28.48	28.94	22.19	18.61					
PB	3.61	3.28	2.91	2.58					
PS	4.37	4.32	3.54	3.04					
EV/EBITDA	17.71	17.38	13.11	10.44					
股息率	1.20%	0.70%	0.69%	0.90%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
