

2023 年业绩逆势增长，期待 RV 和谐波减速器放量

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 10.86 亿元，同比增长 20.99%；实现归母净利润 0.73 亿元，同比增长 10.22%。2023Q4 公司实现营业收入 2.64 亿元，同比增长 15.50%，环比下降 6.43%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比下降 33.38%，环比下降 34.21%。
- **公司逆势增长，精密减速器和智能执行单元业务增速亮眼。**2023 年宏观需求较弱，公司抓住结构性机会，收入和利润仍然实现逆势增长，2023 年公司减速电机营收 3.4 亿元，同比下降 8%；精密减速器 2.4 亿元，同比增长 18%；智能执行单元 4.8 亿，同比大幅增长 57%。
- **2023 年公司盈利能力略有下滑。**1) 2023 年公司综合毛利率 22.88%，同比下降 1.23pp，2023Q4 毛利率 24.97%，同比下降 0.58pp，环比增加 0.79pp。2023 年减速电机毛利率 28.75%，同比下降 0.82pp，精密减速器毛利率 13.54%，同比增长 0.82pp，智能执行单元毛利率 23.66%，同比下降 1.86pp。2) 2023 年公司期间费用率为 16.48%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.06%/5.71%/6.45%/0.27%，分别同比+0.14pp/+0.13pp/+0.51pp/-1.06pp。3) 2023 年公司净利率为 6.77%，同比下降 0.62pp，2023Q4 净利率 6.17%，同比下降 4.22pp，环比下降 2.34pp。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.95 亿元、1.21 亿元、1.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、0.80、0.99 元，未来三年归母净利润将保持 27%的复合增长率，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1085.98	1329.37	1535.31	1768.54
增长率	20.99%	22.41%	15.49%	15.19%
归属母公司净利润(百万元)	73.15	95.05	121.40	149.62
增长率	10.22%	29.95%	27.72%	23.25%
每股收益 EPS(元)	0.48	0.63	0.80	0.99
净资产收益率 ROE	6.61%	8.00%	9.39%	10.55%
PE	65	50	39	32
PB	4.27	3.98	3.67	3.35

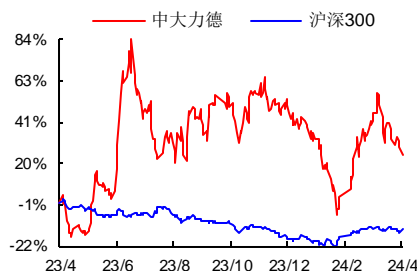
数据来源: Wind, 西南证券

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.51
流通 A 股(亿股)	1.51
52 周内股价区间(元)	20.86-46.17
总市值(亿元)	47.53
总资产(亿元)	16.21
每股净资产(元)	7.36

相关研究

1 中大力德：行星减速器龙头，形成“减速器+电机+驱动一体化”产品架构

1.1 深耕机械传动和机电领域，具备三种减速器量产能力

公司为我国机械传动领域的领军者。公司成立于 2006 年，主要产品包括行星减速器、各类小型及微型减速电机、谐波减速器、RV 减速器等，广泛应用于工业机器人、机床、智能物流、新能源设备等行业，终端客户包括诺力股份、安徽合力、哈工大机器人集团、拓斯达、伯朗特、沈阳机床、营口金辰机械等公司。

公司为我国小型及微型减速电机、行星减速器龙头，发力 RV 和谐波减速器。公司最早生产微型交流减速电机，后来逐步生产有刷直流、无刷直流减速电机等；2008 年研发行星减速器，包括精密行星减速器和传动行星减速器；2012 年公司开始研发 RV 减速器，2017 年开始对外批量销售；2016 年公司研发谐波减速器，2020 年公司谐波减速器开始推向市场。

图 1：公司产品布局不断完善



数据来源：中大力德招股说明书，西南证券整理

公司主要生产和销售减速器和减速电机，逐步形成“减速器+电机+驱动一体化”产品架构。减速器产品主要包括行星减速器、RV 减速器和谐波减速器，减速电机产品主要包括微型交流减速电机、小型交流减速电机、微型直流减速电机等。目前公司小型和微型减速电机以及行星减速器在国内市场拥有较强的市场地位，精密减速器 RV 和谐波实现了技术突破，不断实现对进口产品的替代。

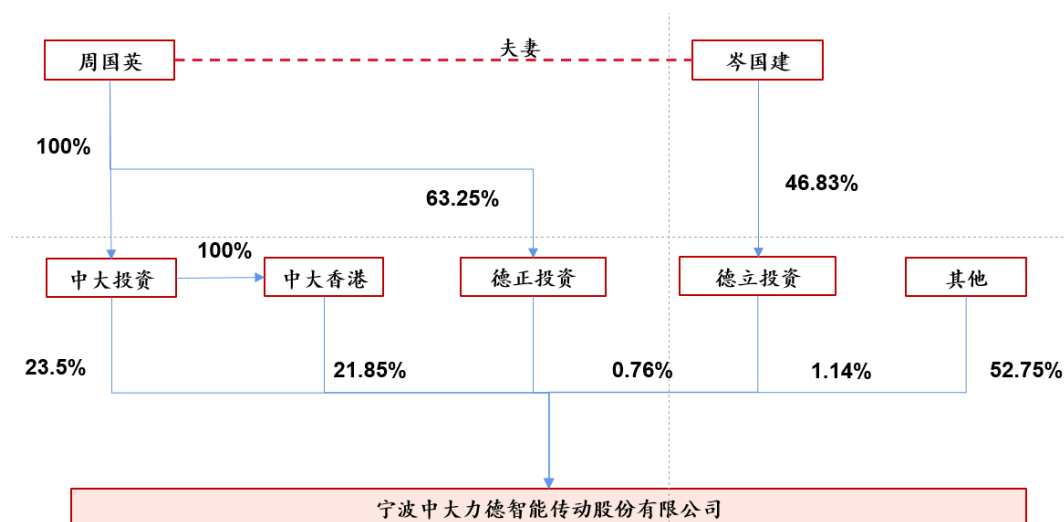
图 2：公司形成“减速器+电机+驱动一体化”产品架构



数据来源：中大力德招股说明书，西南证券整理

公司实际控制人为岑国建、周国英夫妇。中大投资直接持有公司 23.5% 股份，通过中大香港间接持有公司 21.85% 股份，合计持有公司 45% 股份，为公司控股股东。岑国建、周国英夫妇通过中大投资、中大香港、德立投资、德正投资合计控制公司 47% 股份，为公司的实际控制人。

图 3：中大力德股权结构：实控人为岑国建、周国英夫妇



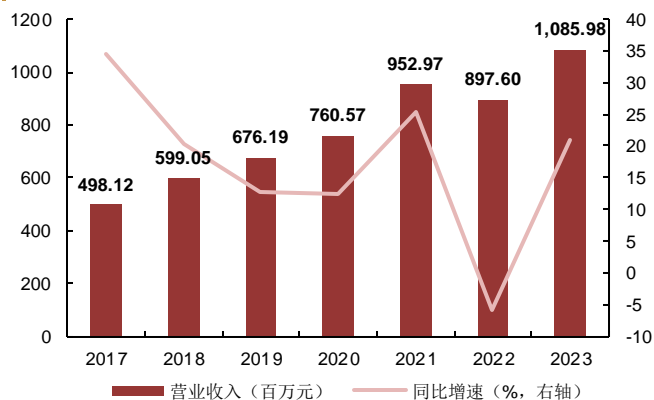
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 收入稳健增长，智能执行单元收入占比快速提升

公司收入实现稳健增长，利润有一定波动。2017 至 2023 年，公司营收从 4.98 亿元增长至 10.86 亿元，2018-2023 年营收 CAGR 为 14%；归母净利润从 0.60 亿元增长至 0.73 亿元，2018-2023 年归母净利润 CAGR 为 3%。

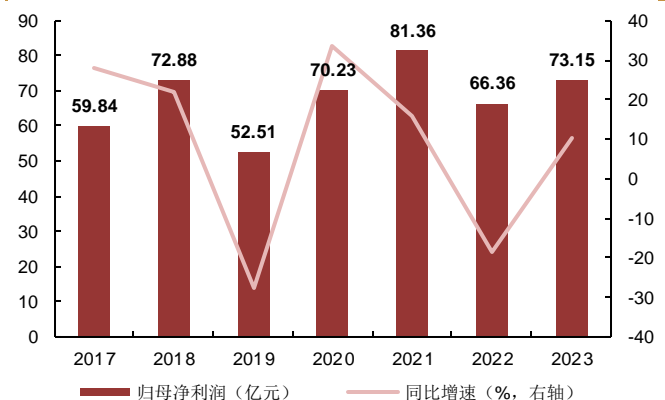
受产品结构影响，公司盈利能力有所下滑。2016-2023 年中大力德毛利率和净利率有所下滑，主要受产品结构影响。2023 年公司毛利率 22.88%，净利率 6.77%，期间费用率为 16.49%。未来随着 RV 和谐波减速器的批量化生产，公司毛利率和净利率有望提升。

图 4：2018-2023 年中大力德营收 CAGR=14%



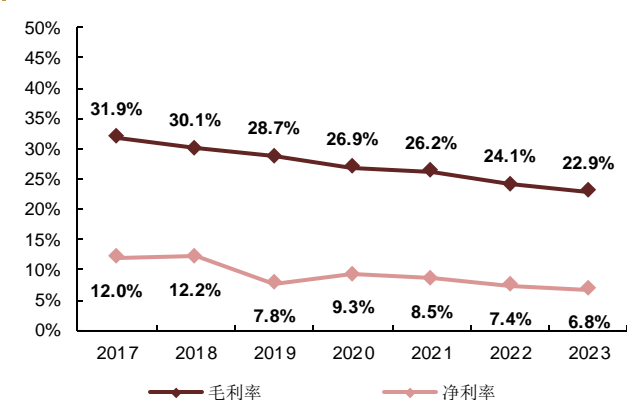
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2018-2023 年中大力德归母净利润 CAGR=3%



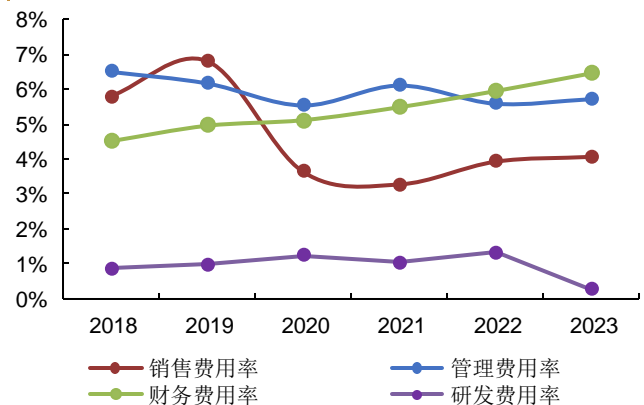
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2017-2023 年中大力德毛利率和净利率有所下滑



数据来源：Wind，西南证券整理

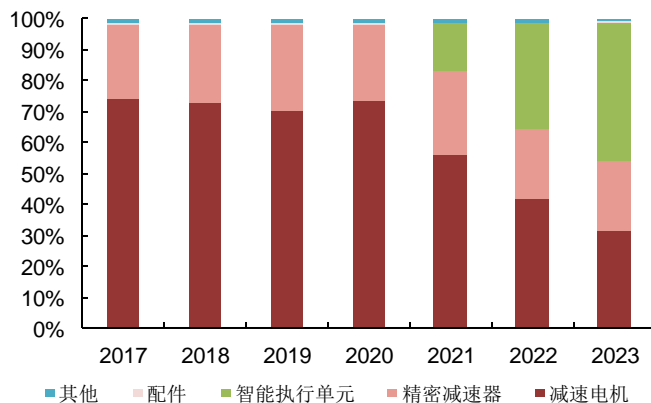
图 7：2017-2023 年中大力德期间费用率在 17%左右



数据来源：Wind，西南证券整理

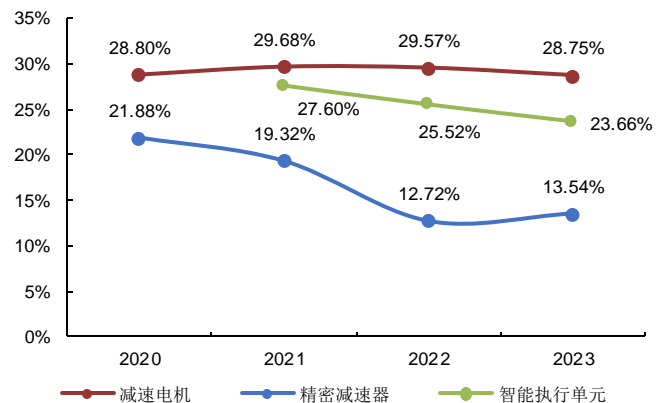
智能执行单元业务营收占比迅速提升至 40% 以上。2021 年减速机和精密减速器营收占比分别为 56%、27%，智能执行单元营收占比 15%，2023 年智能执行单元营收占比进一步提升至 45%。公司减速机业务毛利率较为稳定，减速器业务由于行星减速器竞争激烈、RV 和谐波减速器体量较小，毛利率有所波动，未来对着 RV 和谐波减速器的大规模上量，精密减速器业务毛利率有较大提升空间。

图 8：智能执行单元业务营收占比迅速提升至 40%以上



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司精密减速器业务毛利率有所波动



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司同时具备谐波减速器和 RV 减速器量产能力。公司 2012 年开始研发 RV 减速器，2017 年开始对外批量销售；2016 年开始研发生产谐波减速器，2020 年开始跟机器人主机厂试样合作，2021 年开始批量生产销售。公司的 RV 减速器主要应用在工业机器人和工业自动化领域；谐波减速器主要应用在机器人方面。

公司立足“半个机器人”核心部件集成，向驱动器、无刷电机等领域拓展。公司智能执行单元业务主要包括机器人组件产品、驱动器、无刷滚筒一体机，叉车驱动总成等等产品。公司立足于“半个机器人”核心部件集成，通过伺服电机、减速器、结构件三位一体，服务下游客户。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

减速电机：公司减速电机广泛应用于各类机械设备制造等基础工业、高端装备行业，因此其需求与国民经济的景气程度有较强的相关性，假设 2024-2026 年订单增速分别为 10%、10%、10%，毛利率保持在 29%。

减速器：行星减速器用于工控自动化行业，其需求与国民经济的景气程度有较强的相关性，未来随着 RV 减速器和谐波减速器的占比提升，毛利率有望提升，预计设 2024-2026 年订单增速分别为 46.3%、14.5%、12.7%，毛利率分别为 15.0%、15.5%、16.0%。

智能执行单元：主要包括机器人组件产品、驱动器、无刷滚筒一体机，叉车驱动总成等等产品，随着工业自动化的发展，对集成化、一体化的需求会越来越高，假设 2024-2026 年营收增速分别为 20%、20%、20%，毛利率分别为 25.0%、25.5%、26.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	1085.98	1329.37	1535.31	1768.54
	增速	21.0%	22.4%	15.5%	15.2%
	毛利率	22.9%	23.3%	23.7%	24.1%
减速电机	收入	342.70	376.97	414.67	456.13
	增速	-8.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%
减速器	收入	239.99	351.20	402.10	453.20
	增速	18.3%	46.3%	14.5%	12.7%
	毛利率	13.5%	15.0%	15.5%	16.0%
智能执行单元	收入	484.89	581.87	698.24	837.89
	增速	57.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	23.7%	25.0%	25.5%	26.0%
配件	收入	5.65	5.93	6.23	6.54
	增速	69.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	12.76	13.40	14.07	14.77
	增速	15.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取双环传动、绿的谐波作为可比公司，2024-2026 年家可比公司平均 PE 为 71、50、12 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.95 亿元、1.21 亿元、1.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、0.80、0.99 元，未来三年归母净利润将保持 27% 的复合增长率。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 15 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002472.SZ	双环传动	23.00	0.97	1.23	1.53	1.85	27.18	18.77	15.01	12.41
688017.SH	绿的谐波	118.21	0.50	0.96	1.40	/	166.71	123.62	84.66	/
可比公司平均值							96.95	71.20	49.83	12.41

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1085.98	1329.37	1535.31	1768.54	净利润	73.57	95.45	121.80	150.02
营业成本	837.56	1019.07	1171.71	1342.78	折旧与摊销	72.31	51.39	51.39	51.39
营业税金及附加	9.09	9.31	10.75	12.38	财务费用	2.91	2.49	0.82	-0.64
销售费用	44.11	43.87	50.67	58.36	资产减值损失	-5.81	0.00	0.00	0.00
管理费用	62.00	146.23	165.81	191.00	经营营运资本变动	69.58	75.92	-0.45	-45.68
财务费用	2.91	2.49	0.82	-0.64	其他	-35.65	3.13	-0.49	0.98
资产减值损失	-5.81	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	176.91	228.39	173.06	156.07
投资收益	0.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-217.74	-100.00	-80.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-220.16	-100.00	-80.00	-50.00
营业利润	76.21	108.40	135.56	164.66	短期借款	35.01	-38.75	-42.34	-28.99
其他非经营损益	-0.38	-10.00	-10.00	-10.00	长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	75.83	98.40	125.56	154.66	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2.25	2.95	3.77	4.64	支付股利	-10.58	-14.63	-19.01	-24.28
净利润	73.57	95.45	121.80	150.02	其他	-13.03	-9.29	-0.82	0.64
少数股东损益	0.42	0.40	0.40	0.40	筹资活动现金流净额	-18.60	-62.66	-62.17	-52.64
归属母公司股东净利润	73.15	95.05	121.40	149.62	现金流量净额	-61.46	65.72	30.89	53.44
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	133.68	199.41	230.30	283.73	成长能力				
应收和预付款项	130.98	160.36	185.18	213.30	销售收入增长率	20.99%	22.41%	15.49%	15.19%
存货	242.84	378.65	403.49	474.57	营业利润增长率	13.85%	42.25%	25.05%	21.46%
其他流动资产	201.93	7.21	7.60	9.03	净利润增长率	10.90%	29.74%	27.60%	23.17%
长期股权投资	2.23	2.23	2.23	2.23	EBITDA 增长率	2.04%	7.16%	15.70%	14.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	759.09	817.30	855.50	863.71	毛利率	22.88%	23.34%	23.68%	24.07%
无形资产和开发支出	85.75	76.27	66.80	57.32	三费率	10.04%	14.49%	14.15%	14.06%
其他非流动资产	64.74	64.63	64.52	64.40	净利率	6.77%	7.18%	7.93%	8.48%
资产总计	1621.25	1706.06	1815.61	1968.30	ROE	6.61%	8.00%	9.39%	10.55%
短期借款	110.08	71.33	28.99	0.00	ROA	4.54%	5.59%	6.71%	7.62%
应付和预收款项	239.35	287.41	332.28	379.89	ROIC	6.83%	8.99%	10.76%	12.25%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.94%	12.21%	12.23%	12.18%
其他负债	158.89	153.56	157.80	166.12	营运能力				
负债合计	508.31	512.30	519.07	546.02	总资产周转率	0.70	0.80	0.87	0.93
股本	151.17	151.17	151.17	151.17	固定资产周转率	1.99	2.68	3.37	4.28
资本公积	524.39	524.39	524.39	524.39	应收账款周转率	9.39	9.73	9.38	9.40
留存收益	436.84	517.26	619.65	744.99	存货周转率	2.76	3.28	3.00	3.06
归属母公司股东权益	1112.40	1192.83	1295.21	1420.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.98%	—	—	—
少数股东权益	0.53	0.93	1.33	1.73	资本结构				
股东权益合计	1112.93	1193.76	1296.54	1422.29	资产负债率	31.35%	30.03%	28.59%	27.74%
负债和股东权益合计	1621.25	1706.06	1815.61	1968.30	带息债务/总负债	21.66%	13.92%	5.59%	0.00%
					流动比率	1.77	1.84	2.01	2.24
					速动比率	1.16	0.91	1.03	1.15
					股利支付率	14.47%	15.39%	15.66%	16.23%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	151.43	162.28	187.77	215.41	每股收益	0.48	0.63	0.80	0.99
PE	64.98	50.00	39.15	31.77	每股净资产	7.36	7.89	8.57	9.40
PB	4.27	3.98	3.67	3.35	每股经营现金	1.17	1.51	1.14	1.03
PS	4.38	3.58	3.10	2.69	每股股利	0.07	0.10	0.13	0.16
EV/EBITDA	30.85	28.11	23.90	20.45					
股息率	0.22%	0.31%	0.40%	0.51%					

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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