

国内通用减速机龙头：并购赋能高端化，国产替代正当时

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

研究助理：汪炜

Tel: (8621) 50299604

Email: ww07001@xcsc.com

2025年05月30日

■ 核心观点

一、国内通用减速机龙头，产品线覆盖全面

国茂股份在国内通用减速机市场中占据领先地位，是拥有最全面的产品线的公司之一，2024年，公司生产出的产品型号约12万种。覆盖多种应用场景，能满足不同客户的多样化需求，增强客户粘性。

二、核心壁垒：直销+经销网络（87家A类经销商）+模块化技术

公司拥有87家A类经销商及众多B类和一般经销商，覆盖国内各省及海外地区。国茂股份实施完成年产35万台减速机技术改造项目，形成具有国茂特色的模块化设计等核心竞争力，可3分钟生产1台减速机。

三、增长逻辑：国产替代叠加高端并购

国茂股份齿轮减速机在传动效率较高、使用寿命（对标SEW）等核心指标已接近国际一线水平，叠加成本优势（价格约为外资同类的50%），加速替代进口产品。公司通过收购摩多利（精密行星减速机），实现“通用+专用+精密”全品类覆盖。摩多利的精密行星减速机精度达到P0级别；国茂精密减速器精度小于35弧分。

四、政策催化：设备更新政策刺激需求，2024年公司全年减速机实现5%增长

《推动大规模设备更新行动方案》明确要求钢铁、化工、新能源等重点行业淘汰低效设备，公司2024年公司全年减速机实现5%增长，产品市场占有率进一步提升。后续制造业复苏，公司营收将有望进一步增加。

风险提示：人形机器人发展不及预期。行业竞争加剧。材料涨价带来的风险。



一、公司 α ：技术+渠道+全球化构建护城河



二、行业 β ：政策+替代+新兴需求三击共振



三、公司财务分析



四、公司估值



五、投资建议与风险提示

一、公司 α ：技术+渠道+全球化构建护城河

- 2024 年，公司依据客户多样性需求，生产了近 12 万种产品型号，通过多样化的产品和定制化服务增强客户粘性。
- 国茂股份的减速机产品主要分为两大类：齿轮减速机和摆线针轮减速机；齿轮减速机可以进一步细分为模块化减速机、大功率减速机和精密减速器三种类型。

图 1 公司产品类别

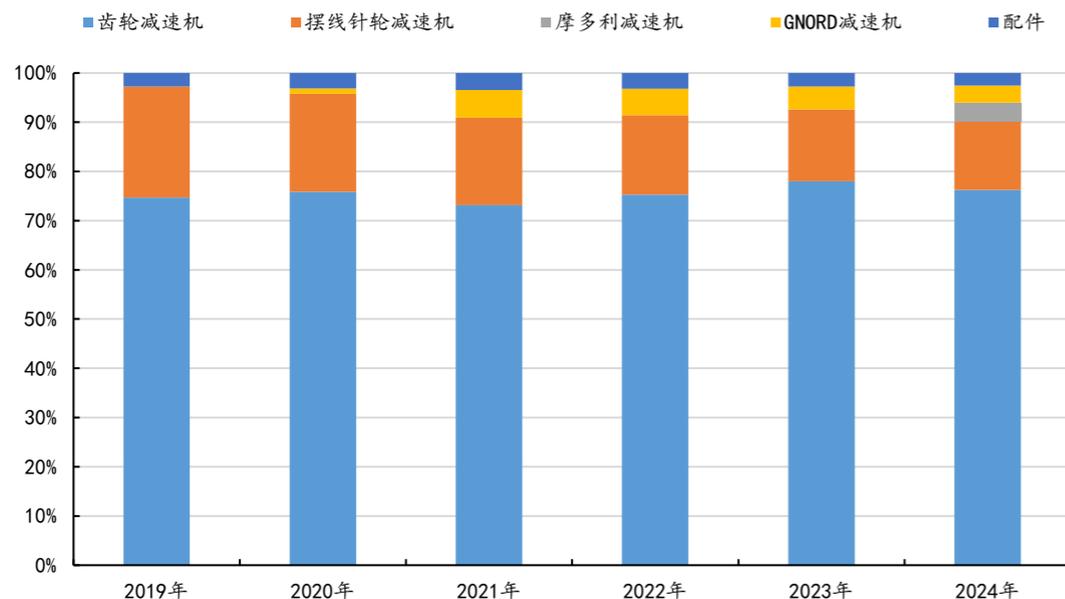
产品类别		产品图示	产品特点
齿轮减速机	模块化减速机		<ol style="list-style-type: none"> 1、所有零部件均高度模块化技术设计 2、传递功率覆盖 0.12-200kW，应用中小功率工业传动领域 3、结构中包含减速机与电机的快速接口，便于电机的安装 4、传动比划分细，安装形式几乎不受限制，应用范围广泛
	大功率减速机		<ol style="list-style-type: none"> 1、传递功率较大，最高可达5100kW，承载能力高 2、结构中不包含减速机与电机的快速接口，中电机可以根据客户需求灵活配置 3、使用寿命长，易于拆装传动效率高，运转平稳
	精密减速机		体积小、重量轻、精度高、稳定性强，能对机械传动实现精准控制
摆线针轮减速机			<ol style="list-style-type: none"> 1、结构紧凑体积小 2、单级传动比大 3、运转平稳噪声低，拆装方便，易维修

资料来源：公司官网、招股说明书、湘财证券研究所

一、公司α：技术+渠道+全球化构建护城河

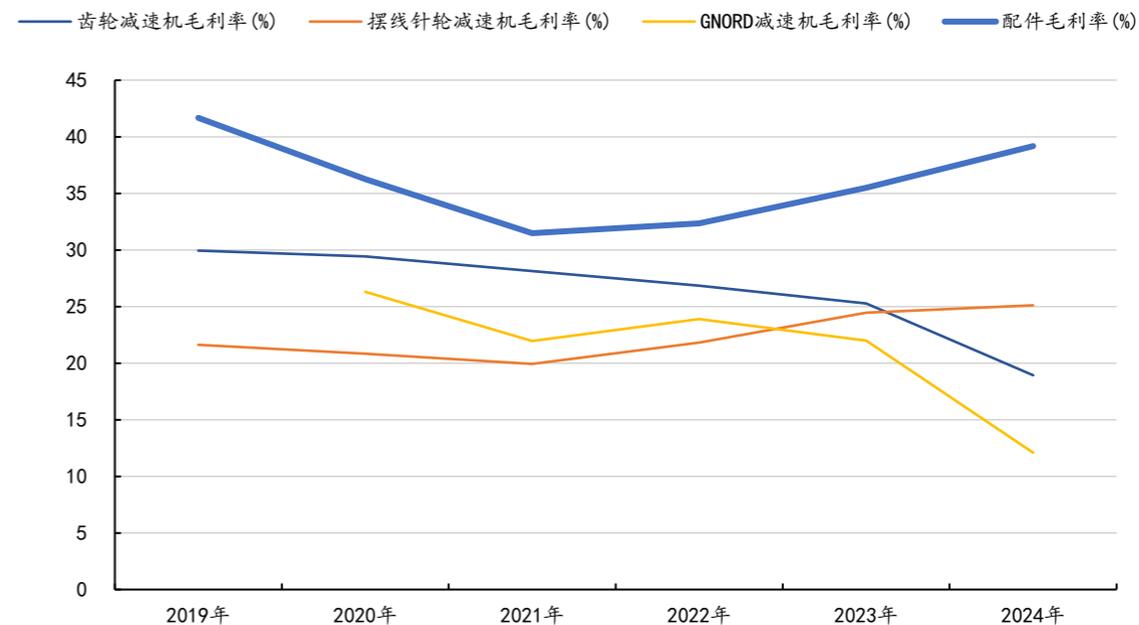
- 国茂股份齿轮减速机是其核心产品，2024年收入19.51亿元，占比76.30%；摆线针轮减速机业务收入3.56亿元，占比13.92%。GNORD减速机业务收入0.89亿元，占比3.48%；摩多利减速机业务收入0.97亿元，占比3.79%。
- 2024年，市场竞争加剧，齿轮减速机毛利率从25.26%降低至18.93%；GNORD减速机毛利率从21.97%降低至12.09%；摆线针轮减速机毛利率从24.46%增长至25.11%。

图 2 2019年-2024年公司各产品营收占比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2019年-2024年公司各产品毛利率

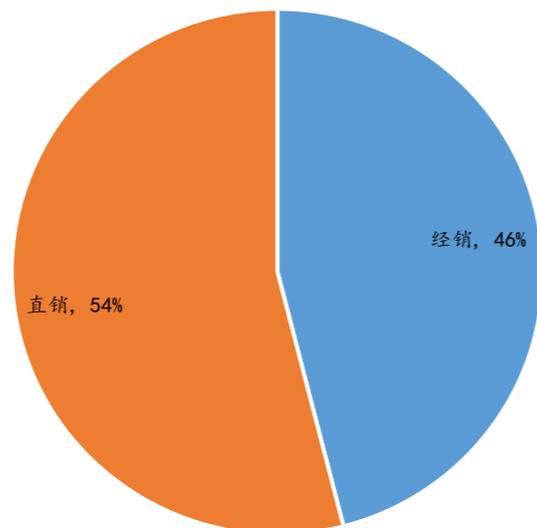


资料来源：Wind、湘财证券研究所

一、公司 α ：技术+渠道+全球化构建护城河

- 公司经销与直销结合，营销网络覆盖范围广泛。国茂股份具有一套经销和直销结合的销售体系，2024年，国茂的经销占比为46%，直销占比为54%。
- 国茂股份销售体系包括三类经销商渠道（A类、B类、一般类）和两类直销渠道（公司自拓终端客户、经销商推荐终端客户）。A类经销商为主力，低成本覆盖下游多行业；公司销售团队拓展A类未覆盖客户，制定针对性策略。

图 4 2023 年公司经销、直销占比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 公司经销商分类

类别	分类依据	是否有专营限制
A类经销商	每年年初与公司签署销售框架的经销商	有
B类经销商	由A类经销商进行获取、管理	无
一般经销商	公司业务部门自己获取	无

资料来源：公司年报、湘财证券研究所

一、公司α：技术+渠道+全球化构建护城河

- 控股子公司摩多利主营精密行星减速器，2024年发货量同比+10.91%，千台维修率下降6%，实现规模与质量双提升。产品覆盖智能搬运、机床（合作沈阳机床/海天精工等）、机器人、新能源设备等场景，并加速全球化布局：通过法国合资公司深耕欧洲市场，在韩国3C/半导体领域实现销售突破，品牌国际影响力有望增强。
- 控股子公司捷诺传动主营锂电行业，锂电行业收缩时调整战略方向：开发高扭矩TEH系列齿轮箱，精准匹配橡塑行业需求，带动订单增长；同时，依托MGHB齿轮箱优势，拓展水利、矿山、有色金属等特种场景。

图6 摩多利精密行星减速器

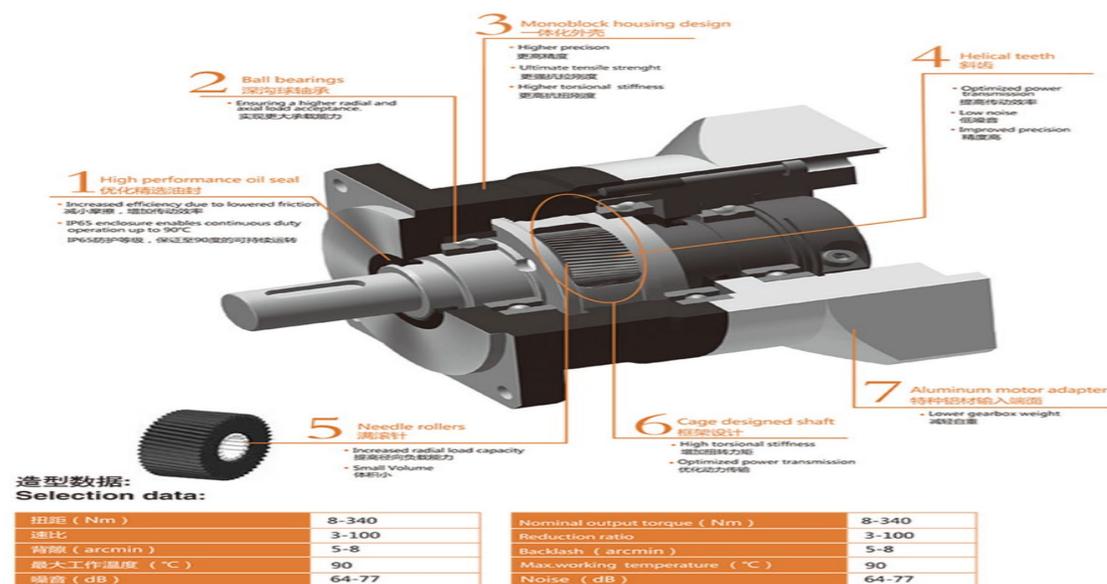


图7 捷诺产品





一、公司 α ：技术+渠道+全球化构建护城河



二、行业 β ：政策+替代+新兴需求三击共振



三、公司财务分析



四、公司估值



五、投资建议与风险提示

二、行业β：政策+替代+新兴需求三击共振

- 2024年，“两新”政策带动设备工器具购置投资同比增长15.7%。直接撬动通用减速器市场扩容。作为工业传动系统的核心部件，减速器需求与制造业设备更新周期呈现强相关性。
- 2015-2025年期间，尽管2020年受疫情影响出现波动，但制造业固定资产投资累计同比整体保持正值，反映了制造业的韧性和发展动力。减速机在长时间范围与制造业投资保持关联性。

图 8 部分推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案政策

时间	发布单位	政策或会议名称	内容
2023年2月20号	国家发展改革委联合工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、商务部、人民银行、国务院国资委、市场监管总局、国家能源局等部门	《国家发展改革委等部门关于统筹节能降碳和回收利用加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》	到2025年，推动重点产品设备更新改造及回收利用，提升高效节能产品设备市场占有率。首批着重对锅炉、电机、电力变压器、制冷、照明、家用电器等产品设备，让相关企业和单位进行更新改造。之后逐步对产品设备分类更新改造，支持有影响力的企业发挥示范作用，淘汰低效落后产品设备，结合实际开展规模化更新改造
2024年3月7号	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	实施设备更新行动，包括推进重点行业设备更新改造，加快建筑和市政基础设施领域设备更新，支持交通运输设备和老旧农业机械更新
2024年4月3号	山西省人民政府	《山西省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	加快重点行业设备更新和技术改造。聚焦钢铁、焦化、有色、化工、建材、煤炭、电力、机械、航空、轻纺、电子等重点领域，全面摸排设备更新需求，分行业确定设备更新重点，统筹推进重点领域生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造

资料来源：政府官网、湘财证券研究所

图 9 2015-2025年固定资产和减速机产量累计同比

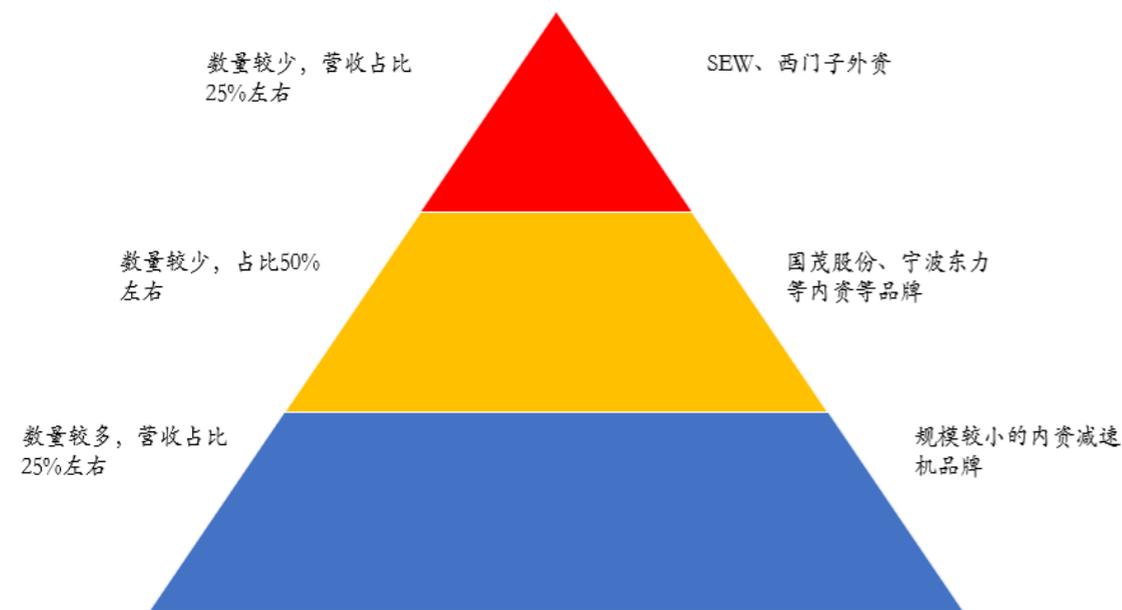


资料来源：Wind、湘财证券研究所

二、行业β：政策+替代+新兴需求三击共振

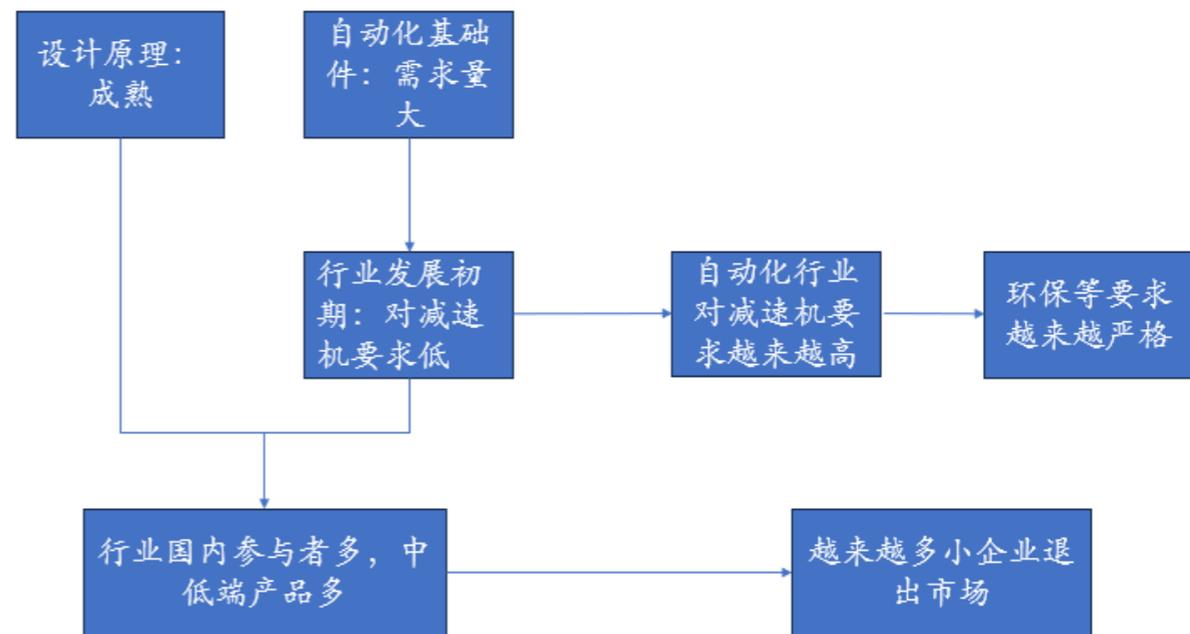
- 随着国内减速机企业技术水平的提升，国产替代进程加速。国产中端品牌如国茂、宁波东力等不断向高端市场进军，逐步挤占外资品牌的份额。2019年，德国SEW和西门子等高端品牌市场份额占比约25%，而国产中端品牌已占据50%的市场份额。国产减速机凭借高性价比优势，在中高端市场的竞争力显著增强。
- 市场竞争加剧与环保政策趋严，使小企业在成本、质量和售后方面难与大企业竞争，加速其出清。环保法规提高喷漆等环节的要求，导致小企业因环保升级成本过高退出市场，为国产替代创造空间，推动国产减速机在中高端市场崛起。

图 10 国内减速机行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院、湘财证券研究所

图 11 环保严格导致小企业慢慢退出市场



资料来源：湘财证券研究所绘图

二、行业β：政策+替代+新兴需求三击共振

- 国茂股份的模块化减速机功率范围从0.12kw到200kw，配合丰富的传动比选项，特别适合中小功率工业传动，而大功率减速机则可提供高达6000kw的功率，满足高承载需求。
- 摆线减速机以其紧凑设计和高达7-650000的单级传动比，成为空间受限且追求高效传动场合的理想选择。

表1 国茂股份减速机产品分类和参数

分类	减速机类型	齿轮比	最大输出转矩 (KN.m)	功率(KW)
模块化减速机	GF系列	3.78-31434	18kN.m	0.12-110kw
	GK系列	5.36-29414	50kN.mm	0.12-200kW
	GR系列	1.3-26995	36.6kN.m	0.12-160kW
	GS系列	9.1-33818	6.5kN.m	0.12-30kW
大功率减速机	PV系列	1.25-450	950kN.m	4-6000kW
摆线减速机		7-650000	30kN.m	0.12-90kW

资料来源：公司官网、湘财证券研究所

二、行业：政策+替代+新兴需求三击共振

- 2025年全球谐波市场空间在45亿，根据2023年绿的谐波的市场价格1500元/个来看，需求量在300万个量级，假设人形机器人大幅增长，2028年在100W台，突增需求 $14 \times 100 = 1400$ 万个，近5倍增长空间。
- 我们分析此前国产化率低除了谐波本身高壁垒，可能也与市场空间有限，产业驱动力不足有关，按照tesla的指引，根据我们测算，2028年人形机器人有望带来144.09亿元市场空间。

表 2 谐波减速器市场空间预测

	2025E	2026E	2027E	2028E
人形机器人销量（万台）	1	10	50	100
同比增速		900.0%	400.0%	100.0%
每个人形机器人使用谐波减速器数量	14	14	14	14
单价（万元）	0.16	0.14	0.12	0.10
同比增速		-15.0%	-14.0%	-12.0%
合计（亿元）	2.24	19.04	81.87	144.09
同比增速		750.0%	330.0%	76.0%

资料来源：智通财经、湘财证券研究所



一、公司 α ：技术+渠道+全球化构建护城河



二、行业 β ：政策+国产替代+新兴需求三击共振



三、财务分析



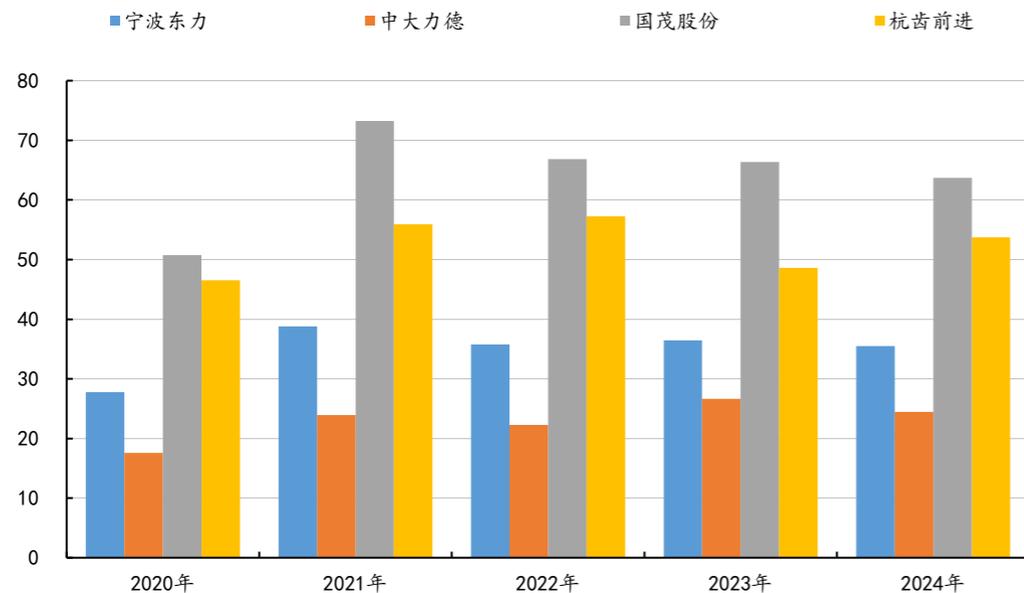
四、公司估值



五、投资建议与风险提示

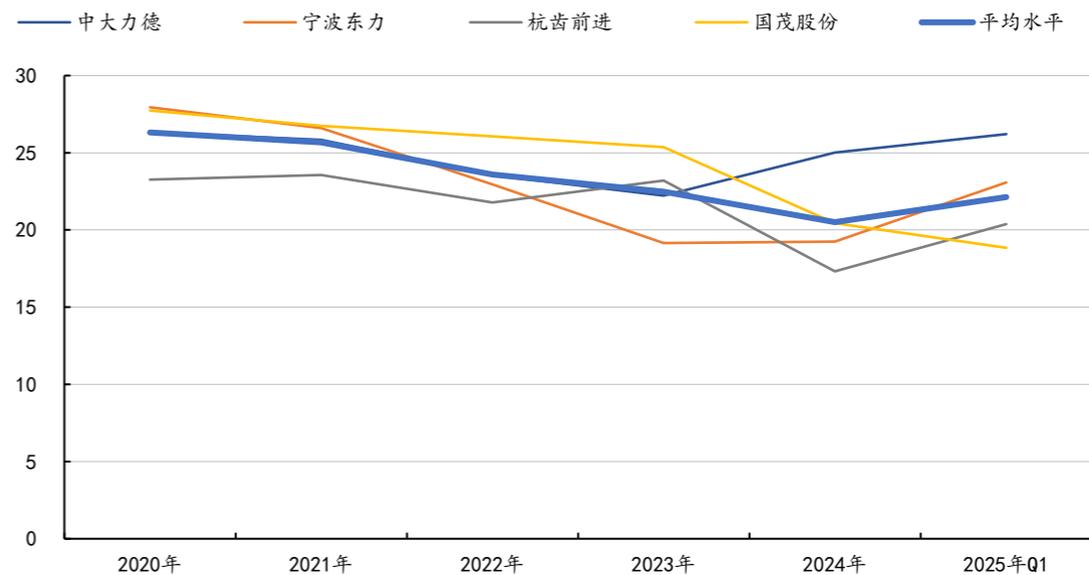
- 宁波东力相关业务为齿轮传动设备；杭齿前进相关业务包括船用齿轮箱、工程机械变速箱、风电及工业传动产品等；中大力德相关业务包括减速电机、减速器等。根据上市公司年报数据，2020-2024年，国茂股份营业始终持续保持第一位。
- 2020年-2024年，公司毛利率始终在行业内处于第一梯队，展现出强劲的盈利能力。

图 12 2019年-2024年各公司营收对比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 13 2019年-2024年公司各产品毛利率情况 (%)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

- 2024年公司期间费用率为5.30%，同比-0.07pct，销售/管理/财务/研发费用率为2.53%/2.83%/-0.06%/4.54%，同比-0.23pct/-0.11pct/+0.27pct/-0.24pct。财务费用率提升系利息收入减少。
- 2024年公司注重研发投入，通用减速机事业部完成模块化减速机GR-129系列化开发。捷诺推出DHI系列电预塑齿轮箱、TEH系列齿轮箱等新产品。国茂精密自研的四轴谐波减速器可用于高端数控机床。摩多利开发出MVR系列，形成行星减速机加无刷电机的集成方案。

图 14 2019年-2024年公司各项费用率对比

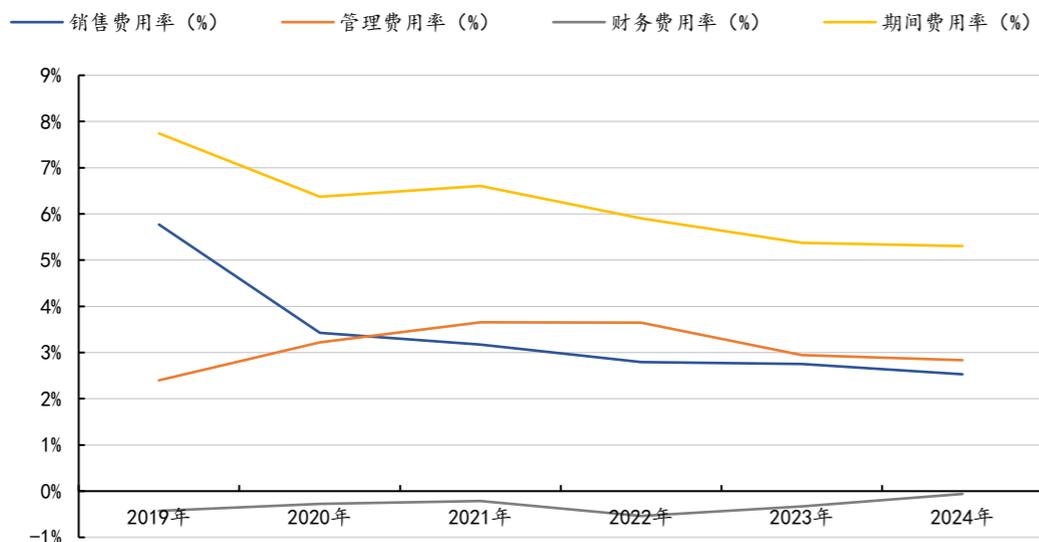
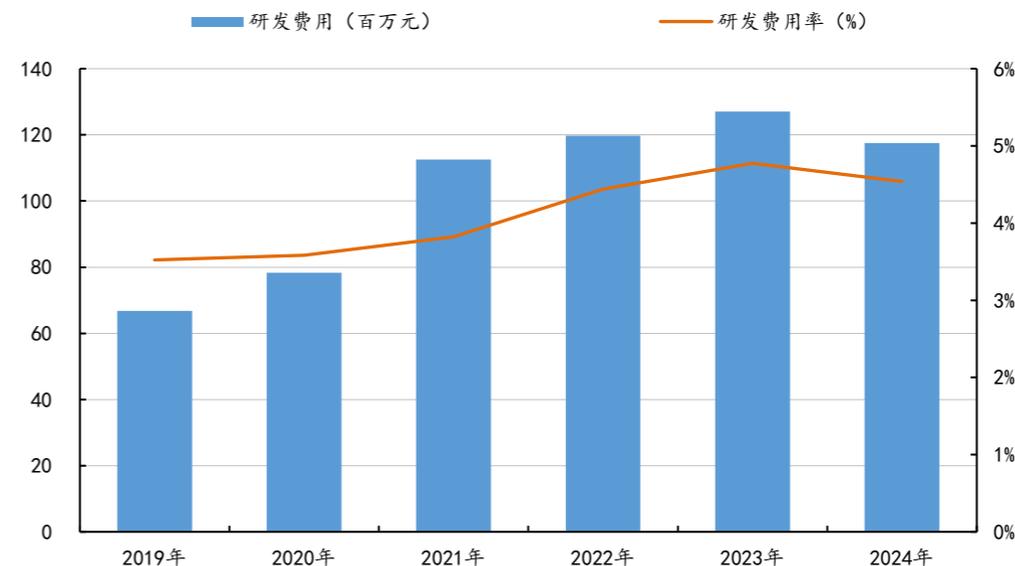


图 15 2019年-2024年公司研发费用及费用率

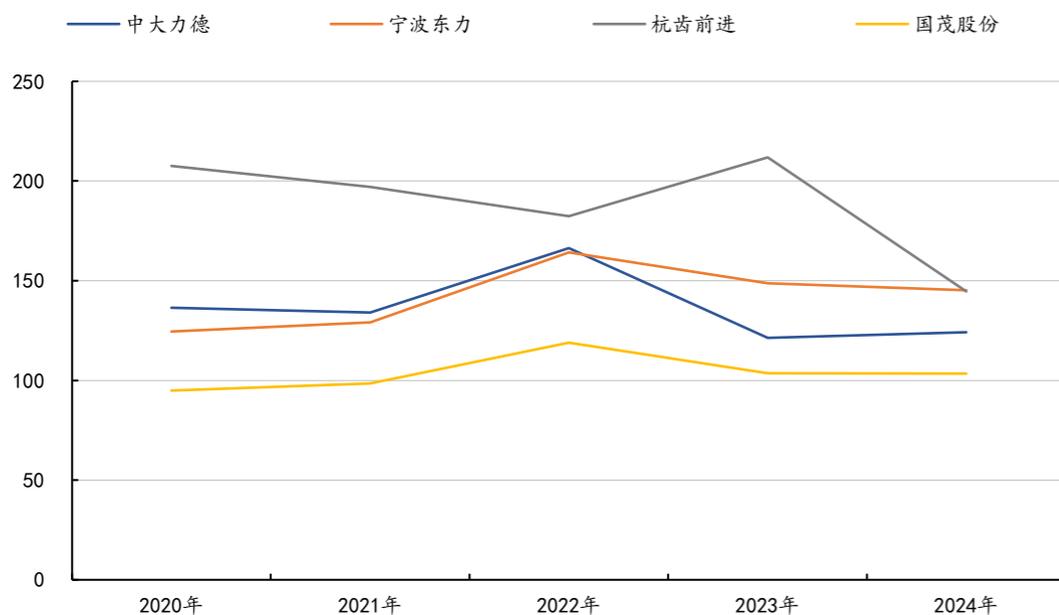


资料来源：Wind、湘财证券研究所

资料来源：Wind、湘财证券研究所

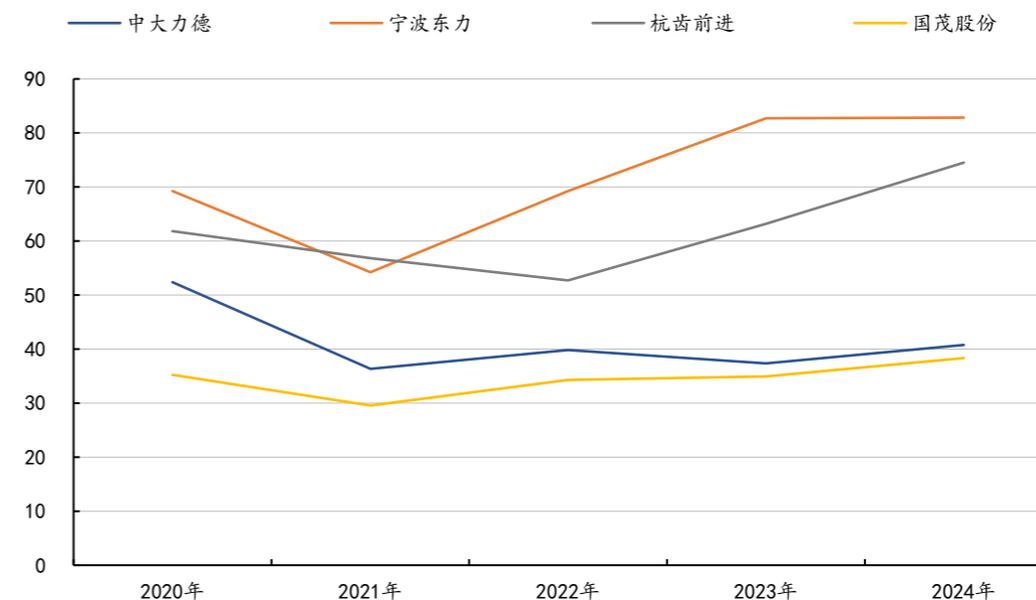
- 与宁波东力、中大力德、杭齿前进相比，公司经销占比较大，这有利于市场开拓与品牌建设。同时，公司加速数字化转型，践行“集中制造+分散组装”理念，有效缩短了制造及运营周期。
- 2020至2024年，公司存货及应收账款周转天数均低于宁波东力、中大力德和中国高速传动，凸显经销模式优势。

图 16 2020年-2024年公司存货周转天数对比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 17 2020年-2024年公司应收账款周转天数对比



资料来源：Wind、湘财证券研究所



一、公司 α ：技术+渠道+全球化构建护城河



二、行业 β ：政策+国产替代+新兴需求三击共振



三、财务分析



四、公司估值



五、投资建议与风险提示

- 减速器进度：国茂股份为云深处机器狗供应商，目前营收较小。谐波减速器目前处于送样阶段。
- 1) 按照单个谐波减速器1000元，tesla链每台需要14个，合计每台人形机器人谐波减速器价值量为1.4W元，预计2028E年全球有100W台人形机器人，预计占据10%份额，净利率为20%情况下，贡献利润2.8亿元，30X估值下值84亿元。
- 2) 传统业务：按照天软预测模型，25年预测利润3.2亿元，给25X估值情况下，预估主营业务80亿元。

表3 公司盈利预测

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2589	2750	3054	3509
同比(%)	-2.7%	6.2%	11.1%	14.9%
归属母公司净利润	294	323	379	482
同比(%)	-25.8%	10.1%	17.3%	27.1%
毛利率(%)	21.1%	22.4%	23.7%	25.5%
ROE(%)	8.0%	8.3%	9.1%	10.6%
每股收益(元)	0.45	0.49	0.58	0.73
P/E	33.93	30.81	26.26	20.67
P/B	2.72	2.56	2.38	2.19
EV/EBITDA	15.09	15.39	13.30	10.80

资料来源：天软（截止5月28号）、湘财证券研究所



一、公司 α ：技术+渠道+全球化构建护城河



二、行业 β ：政策+国产替代+新兴需求三击共振



三、财务分析



四、公司估值



五、投资建议与风险提示

■ 投资建议

国茂股份作为国内通用减速机龙头，凭借覆盖12万种型号的全面产品线及直销+经销网络（87家A类经销商及多层次渠道）构筑核心壁垒，通过模块化技术与智能工厂实现3分钟单台生产。公司依托传动效率（最高98%）、寿命对标国际一线及成本优势，加速国产替代，并通过收购摩多利（P0级精密行星减速机）完善“通用+专用+精密”全品类布局。受益于设备更新政策推动钢铁、化工等行业升级需求，2024年减速机销量增长5%，市占率持续提升，未来有望随制造业复苏进一步增长；

■ 风险提示

人形机器人发展不及预期。行业竞争加剧。材料涨价带来的风险。

分析师声明

本人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，以独立诚信，谨慎客观，勤勉尽职，公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系(市场比较基准为沪深300 指数)

买入：未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

卖出：未来6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠，准确，完整的信息为基础，但对上述信息的来源，准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充，修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构，雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用，刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用，删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

本材料在此前发布的证券研究报告《20240627湘财证券-国茂股份公司(603915.SH)-国内通用减速机龙头，国产替代与市场扩张双轮驱动》、《20240909湘财证券-国茂股份603915.SH-公司短期业绩承压，看好产品应用领域拓展》撰写完成。