国茂股份：国内通用减速机龙头，国产替代与高端并购助力成长

相关研究：

1.《20230726湘财证券-机械行业：上半年我国工业机器人产量同比增长5.4%》2023.07.26
2.《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》2024.09.09

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现

%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-11.5	-28.9	11.6
绝对收益	-12.1	-30.3	22.0

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 许雯
证书编号： S0500517110001
Tel： (8621) 50293534
Email： xw3315@xcsc.com

联系人： 汪炜
Tel： (8621)50299604
Email： ww07001@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ **国内通用减速机龙头，产品应用与销售网络构成核心竞争力**

国茂股份在国内通用减速机行业中占据领先地位，提供众多系列的减速机产品，据 2024 年公司年报消息，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，是行业内产品线最丰富的企业之一。

与国内竞争对手相比，国茂股份在盈利能力和运营效率方面具有显著优势；与国际领先企业相比，国茂股份以高性价比和强大的营销网络作为其竞争优势，有望进一步推动国产减速机的替代；公司通过直销和经销相结合的销售策略，建立了广泛的销售网络，形成了强大的市场壁垒。

❑ **增长逻辑：国产替代与外延式并购拓展高端市场**

早期国内减速机企业多集中在中低端市场，主要依赖价格战竞争，随着下游企业对减速机要求的提升，环保政策趋严加速小企业出清，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。新一轮的设备更新和消费品以旧换新政策对减速机行业是一大利好，随着库存周期的上升，政策的推出将刺激需求增长，进而提升减速机的销售量。

据公司 2020 年年报消息，2020 年 10 月，公司通过收购莱克斯诺，以全新的“GNORD”品牌开拓减速机高端市场进一步将产品线拓展至高端领域，在同一赛道与外资品牌竞争。据公司 2023 年年报消息，公司于 2024 年收购摩多利智能传动 65%股权，快速切入高端精密行星领域，通过本次收购则可补全精密行星减速机产品线，进一步丰富了产品矩阵和下游应用，同时也打开了新的成长空间。

❑ **市场空间广阔，减速机行业持续增长**

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。据观研报告网消息，2022 年中国减速机行业市场规模达到 1321 亿元，预计到 2026 年，我国减速机行业市场规模有望达 1605 亿元，显示出市场的较大潜力和持续增长的趋势。

❑ **投资建议**

当前制造业下游回暖叠加设备更新等利好政策频发，利好减速机行业整体发展。公司作为减速机行业龙头，具有产品种类丰富以及销售网络强等优点，同时公司积极并购丰富产品矩阵和下游应用，打开新的成长空间，有望获得超越行业的成长速度。我们预计公司 2025 年-2027 年收入分别为 27.50/30.54/35.09 亿元，EPS 分别为 0.49、0.58、0.73 元/股，2025 年 6 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 29.36/25.03/19.70x。在可比公司中处于较低位置，结合可比公司的平均估值水平，基于行业格局、成长速度等因素，我们看好公司未来的成长性，在估值上存在提升空间，综上，我们维持公司“增持”评级。

❑ 风险提示

（1）宏观经济后续如果呈现下滑趋势，可能会导致市场需求减弱，消费者购买力下降，进而对企业的产品销售和利润空间产生负面影响。

（2）后续如果原材料价格大幅上涨，会直接增加企业的生产成本，进而压缩企业利润空间。若 2025 年齿轮减速机的营业成本较原假设上升 1pct，则归母净利润将减少 0.14 亿元（较预测值下降 4.33%）。

（3）如果经销商管理不善，可能出现窜货、销售不力、违反合作协议等现象，这会扰乱市场、影响品牌，还使企业失去终端掌控力，最终不利产品推广和销售业绩。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2589	2750	3054	3509
同比	-2.7%	6.2%	11.1%	14.9%
归母净利润（百万元）	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
PE	32.33	29.36	25.03	19.70
PB	2.59	2.44	2.27	2.08
EV/EBITDA	14.16	14.45	12.48	10.14

资料来源：天软、湘财证券研究所

正文目录

1 国茂股份：国内通用减速器龙头企业.....3
1.1 三十余载深耕减速机领域，产品线覆盖全面.....3
1.2 财务分析：营收保持稳定、控费能力较好但利润端有所承压.....5
2 减速器行业：小企业出清+国产替代趋势明显.....7
2.1 减速机产业链简介.....7
2.2 全球减速机市场参与者众多，欧美产品占据主导.....10
2.3 国内减速器向龙头聚集，以旧换新政策促进行业发展.....11
3 内生外延，双重驱动引领未来业绩.....15
3.1 国内减速机龙头，营收水平行业领先.....15
3.2 多层次销售网络+产品线丰富+下游客户深度绑定，筑牢竞争优势.....16
3.3 外延式并购，布局高端减速机及专用减速机.....18
4 盈利预测.....19
5 投资建议.....21
6 风险提示.....22

图表目录

图 1 国茂股份发展史.....3
图 2 国茂股份产品分类.....4
图 3 国茂股份股权结构（截至 2025 年第一季度）.....4
图 4 2019-2025 年 Q1 国茂股份营业收入及增速.....5
图 5 2019-2025 年 Q1 国茂股份归母净利润及增速.....5
图 6 2019-2024 年国茂股份产品收入占比.....6
图 7 2019-2024 年国茂股份产品毛利率.....6
图 8 2019-2024 年国茂股份毛利率和净利率.....6
图 9 2019-2024 年国茂股份 ROE、ROA 等变化.....6
图 10 2019-2024 年国茂股份三项费用率变化.....7
图 11 2019-2024 年公司研发费用率和期间费用率.....7
图 12 欧美减速机行业发展阶段.....7
图 13 中国减速机行业发展阶段.....8
图 14 减速机的零部件构成.....8
图 15 减速机与工作机和原动机的关系.....8
图 16 减速机产品应用的下游行业.....9
图 17 2023 年减速机下游应用占比.....9
图 18 SEW 生产基地遍地全球五大洲.....11
图 19 SEW 主要应用领域.....11
图 20 2015-2025 年制造业固定资产投资累计同比.....12
图 21 2017 年-2026 年中国减速机行业规模及预测.....12
图 22 2019 年国内减速机行业竞争格局.....12

图 23 中低端减速机产品问题 13
图 24 中小企业逐步出清 13
图 25 我国主要减速机上市公司营收对比（亿元） 16
图 26 国茂股份和各上市公司毛利率对比（%） 16
图 27 公司存货周转天数少于可比公司（天） 17
图 28 公司应收账款周转天数少于可比公司（天） 17
图 29 2018 年-2022 年中国行星减速器销售额（亿美元） 19
图 30 2018 年-2022 年全球行星减速器销售额（亿美元） 19

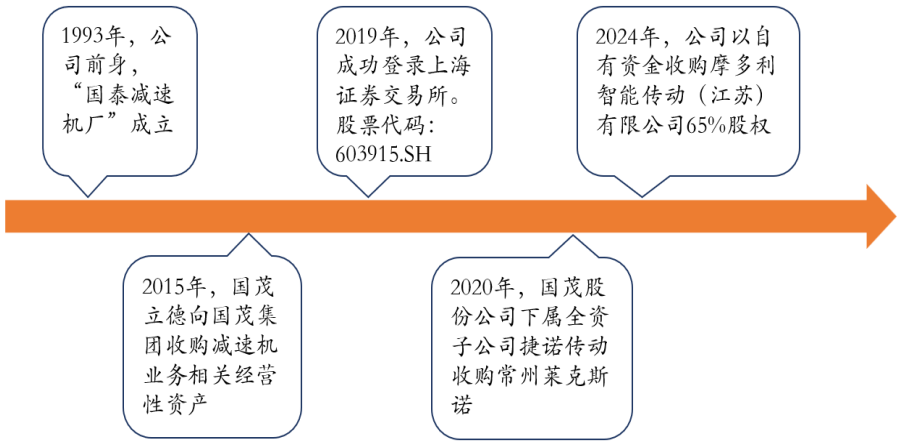
表 1 减速机分类 9
表 2 全球减速机行业主要企业 10
表 3 新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新系列政策 14
表 4 我国减速机主要上市公司 15
表 5 公司经销商分类 16
表 6 A 类经销商分布区域 17
表 7 减速机类型以及参数 18
表 8 摩多利智能传动主营产品 19
表 9 国茂股份业绩拆分（百万元） 20
表 10 国茂股份可比公司 PE 估值情况（统计截止 2025.06.18 收盘） 21

1 国茂股份：国内通用减速器龙头企业

1.1 三十余载深耕减速机领域，产品线覆盖全面

江苏国茂减速机股份有限公司成立于 1993 年，2019 年 6 月成功在上海证券交易所上市。公司一直深耕于通用减速机行业，产品广泛应用于工程机械、智能物流与仓储、工业自动化、冶金、环保、新能源、食品轻工、港口机械、资源开采等通用机械行业各领域，目前公司是国内通用减速机龙头。

图 1 国茂股份发展史



资料来源：公司招股说明书、公司收购资产暨对外担保的公告、公司关于收购摩多利多智能传动（江苏）有限公司 65%进展公告、湘财证券研究所

国茂股份以通用减速机产品业务为发展核心，深耕于减速机的研发、生产和销售。公司聚焦齿轮减速机、摆线针轮减速机两大业务条线，通用产品矩阵丰富，2024 年，公司依据客户多样需求，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。

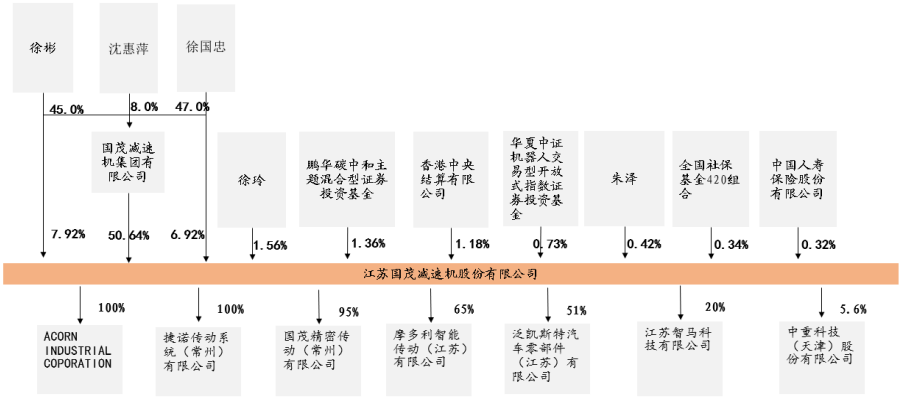
图 2 国茂股份产品分类

产品类别		产品图示	产品特点	应用领域
齿轮减速机	模块化减速机		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，广泛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	广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶、矿山、冶金、水利、饲料、纺织、印染等领域
	大功率减速机		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	广泛应用于冶金、矿山、化工、环保、水泥、建筑、电力、石油、港口、船舶、水利、塑料、橡胶、工程机械等领域
	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	机器人、机床、新能源设备、智能搬运、激光切割设备、电子设备、印刷机械等
摆线针轮减速机			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	工程机械、环保、工业自动化、塑料橡胶等领域

资料来源：公司 2024 年年度报告、湘财证券研究所

公司的实际控制人为徐彬、徐国忠，直接和间接控制公司合计 61.42%股份。股权相对集中，经营风险较小。公司控股子公司控股超过 50%的共有五家。其中，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；据公司 2020 年年度报告消息，国茂股份公司下属全资子公司捷诺传动收购常州莱克斯诺，公司以全新的“GNORD”品牌高举高打减速机高端市场；据公司 2023 年年度报告消息，公司收购摩多利智能传动 65%股权，快速切入高端精密行星领域，助力开拓海外市场。

图 3 国茂股份股权结构（截至 2025 年第一季度）

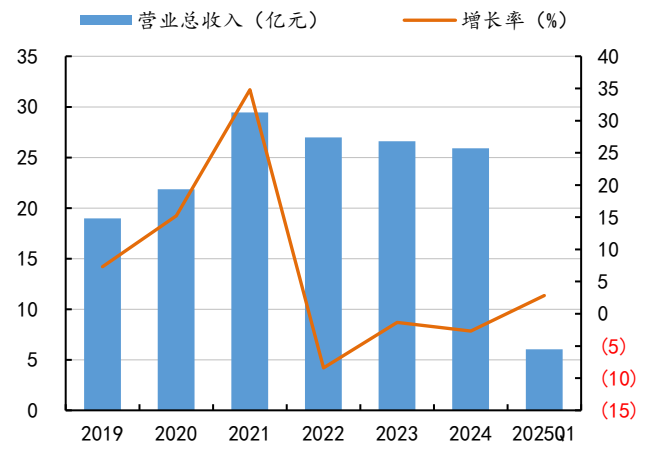


资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.2 财务分析：营收保持稳定、控费能力较好但利润端有所承压

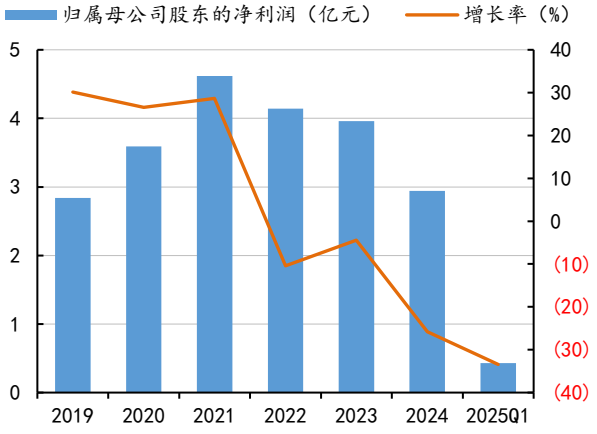
近年来，公司营业收入整体趋于平稳，但归母净利润却面临一定压力。2019 至 2021 年期间，公司营业收入与归母净利润均实现了连续三年的稳步上涨。然而，从 2021 年至 2024 年，公司营业收入大致保持稳定状态，归母净利润却呈现下滑趋势。具体来看，2024 年公司营业收入达到 25.89 亿元，较上一年下降 2.67%，近五年复合增长率为 3.46%；归母净利润为 2.94 亿元，同比下滑 25.78%，近五年复合增长率为-3.77%。据 2024 年年报显示，公司利润端承压主要系市场竞争激烈，产品售价及毛利率下跌导致。

图 4 2019-2025 年 Q1 国茂股份营业收入及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2019-2025 年 Q1 国茂股份归母净利润及增速

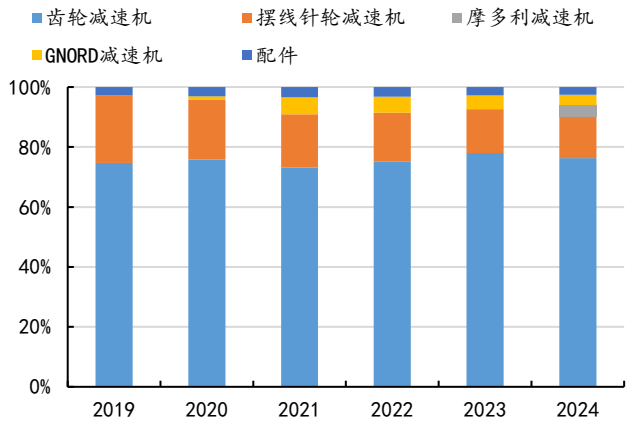


资料来源：Wind、湘财证券研究所

公司主营通用减速机产品，近年开始聚焦高端减速机业务。从收入结构上看，齿轮减速机和 GNORD 减速机近年来收入占比持续提升，齿轮减速机为公司的拳头产品，2024 年收入为 19.51 亿元，占比为 76.30%。2024 年公司 GNORD 减速机业务收入为 0.89 亿元，占比为 3.48%。摩多利减速机业务收入 0.97 亿元，占比 3.79%。

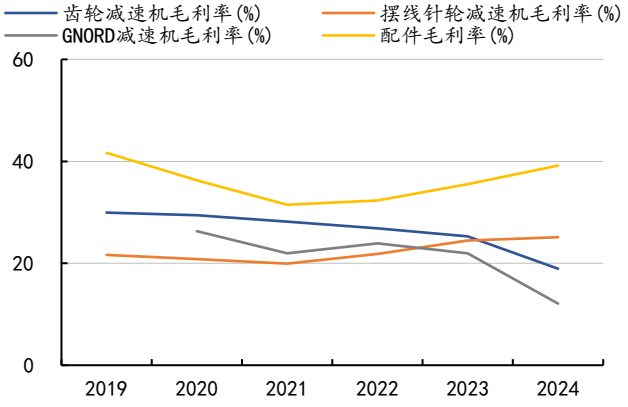
齿轮减速机毛利率维持较高水平，摆线针轮减速机毛利率回升。2019 年-2024 年，齿轮减速机毛利率虽逐年下滑，但仍保持在 18%以上的较高水平。摆线针轮减速机毛利率近三年保持稳定增长的态势，2024 年摆线针轮减速机毛利率为 25.11%。据公司 2024 年年报披露，GNORD 作为高端系列产品，去年因为锂电项目承压，毛利率下降至 12.09%，今年随着下游客户的开发，毛利率有望上行。

图 6 2019-2024 年国茂股份产品收入占比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

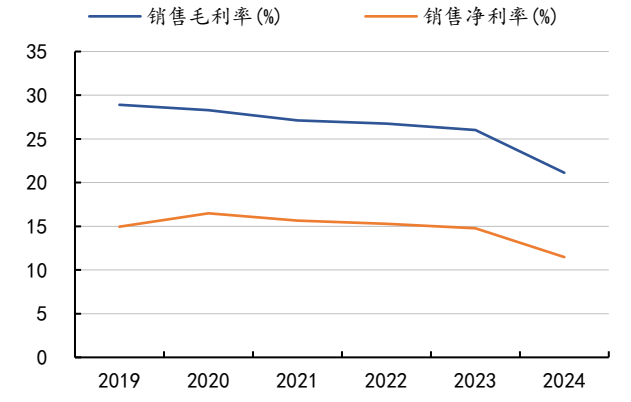
图 7 2019-2024 年国茂股份产品毛利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

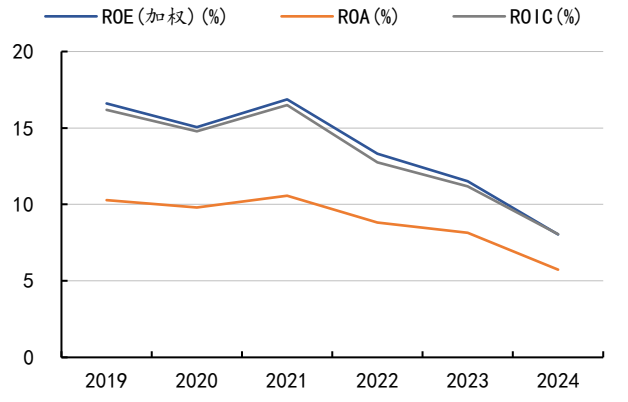
公司盈利能力较好且 ROE 未来有望回升。2019-2024 年，公司毛利率和净利率较高。公司 2024 年毛利率为 21.13%，相比 2023 年下降 4.88 个百分点，2024 年公司销售净利率为 11.48%，相比 2023 年下降 3.31 个百分点。2019-2024 年，市场下行，公司 ROE（加权）承压，逐年呈下降趋势，主要系资产周转率以及销售净利率逐年降低导致，未来伴随通用市场复苏，公司 ROE 有望回升。

图 8 2019-2024 年国茂股份毛利率和净利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

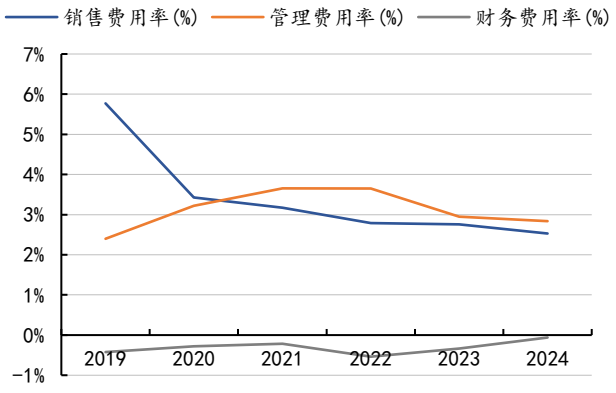
图 9 2019-2024 年国茂股份 ROE、ROA 等变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

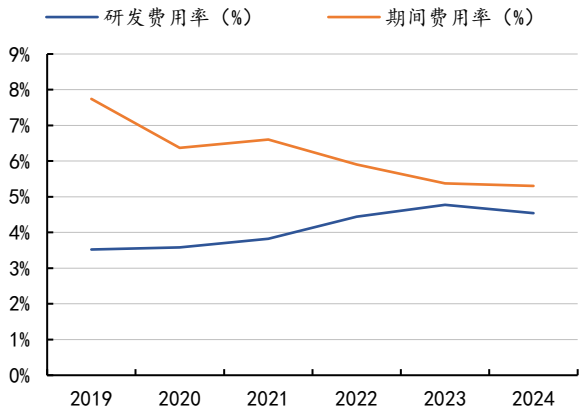
管理费用率保持稳定，研发费用率逐年提升。2019-2024 年公司期间费用率呈下降趋势，主要原因为公司销售费用率逐年下降，公司销售费用率从 2019 年 5.77%下降至 2024 年 2.53%，且管理费用率近 6 年控制在 4%以下。公司财务费用率近 6 年均为负数。公司研发费用率总体保持上升趋势，从 2019 年的 3.52% 逐步攀升，在 2023 年达到 4.77%较高值后，2024 年虽有所降低，但仍处于 4.54% 的相对高位，公司重视研发投入，有助于进一步提高公司减速机生产技术。

图 10 2019-2024 年国茂股份三项费用率变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 2019-2024 年公司研发费用率和期间费用率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 减速器行业：小企业出清+国产替代趋势明显

2.1 减速机产业链简介

欧美等国家减速机发展较早。全球减速机的发展历程可以追溯到 20 世纪 40-50 年代，美国是最早发展减速机的国家之一。20 世纪 60-70 年代，减速机技术逐渐向德国和日本等老牌工业化国家发展。20 世纪 80-90 年代，减速机进入快速发展阶段；进入 21 世纪，制造业的升级和工业自动化的发展，推动了减速机技术的进一步创新和应用，未来，行业将进入智能化的发展阶段。

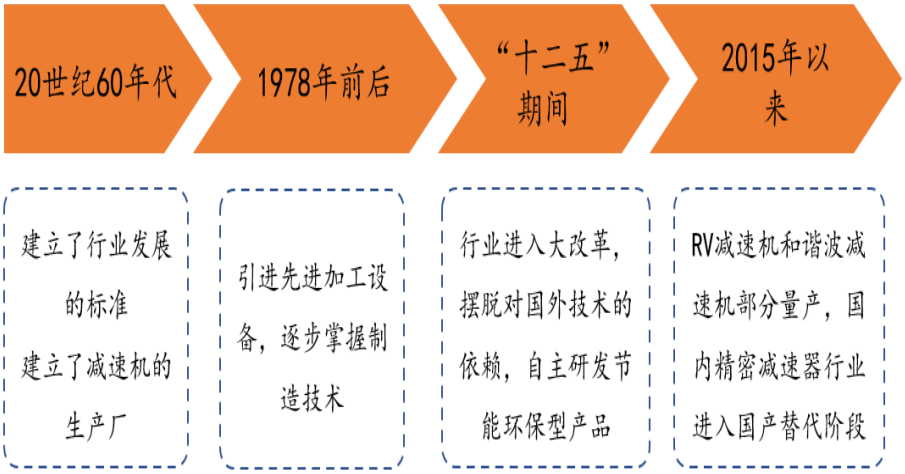
图 12 欧美减速机行业发展阶段

资料来源：智研咨询、湘财证券研究所

国内减速机发展迎头赶上。中国的发展历程则有近 60 年的历史，最初以单一的摆线减速机为主，后来发展成多品种起头并进的格局，包括

摆线减速机、无级变速器、齿轮减速机、蜗轮蜗杆减速机等。中国减速机行业经历了几个主要阶段：

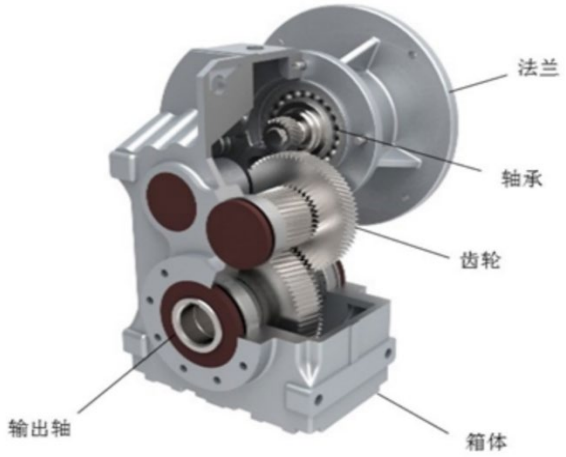
图 13 中国减速机行业发展阶段



资料来源：智研咨询、湘财证券研究所

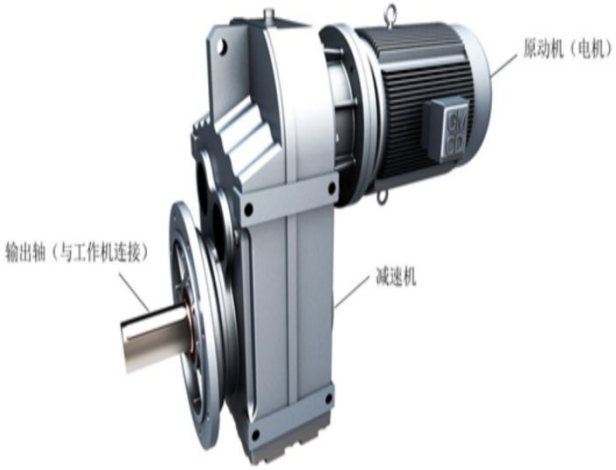
减速机是一种传动设备，通常用于需要低转速和大扭矩的场合。它通过输入轴上的较小齿轮与输出轴上的较大齿轮啮合，将电动机、内燃机或其他高速动力源的转速降低，同时增加扭矩。这样，在原动机和工作机之间，减速机发挥着降低转速和增大扭矩的关键作用。

图 14 减速机的零部件构成



资料来源：招股说明书、湘财证券研究所

图 15 减速机与工作机和原动机的关系



资料来源：招股说明书、湘财证券研究所

减速机按照大类可分为通用减速机和专用减速机。通用减速机是设计用于多种不同应用场景的标准产品，它们具有高度的互换性和适用性，可以满足广泛的工业需求。而专用减速机则是根据特定应用或特殊工况定制设计的，它们可能具备更高的性能、更强的承载能力或适应特殊环境的特性。但相应地，成本也相对较高。这类减速机常用于对性能和可靠性有更高要求的领域。

通用减速机可根据传动类型、传动级数、齿轮形状、传动布置形式等多种方式进行分类。按传动类型可分为齿轮减速器、蜗杆减速器和行星齿轮减速器等。专用减速机则根据不同的行业应用进行分类，一般包括船用、冶金、风电、航空航天和机器人专用减速机。

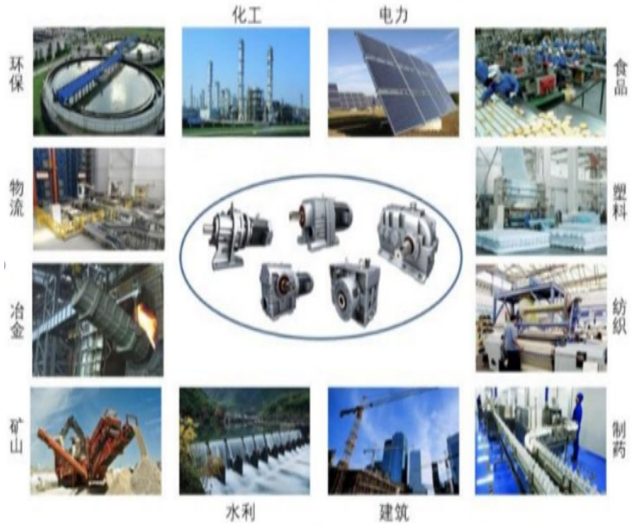
表 1 减速机分类

类别	分类依据	具体类别
通用减速机	按传动级数	单级和多级减速器
	按传动类型	蜗杆减速器、齿轮减速器和行星齿轮减速器
	按齿轮形状	圆柱齿轮减速器、圆锥齿轮减速器
	按传动布置形式	展开式、分流式和同轴式减速器
专用减速机	按应用领域	冶金齿轮箱、机器人专用减速机等

资料来源：中国 AGV 网、湘财证券研究所

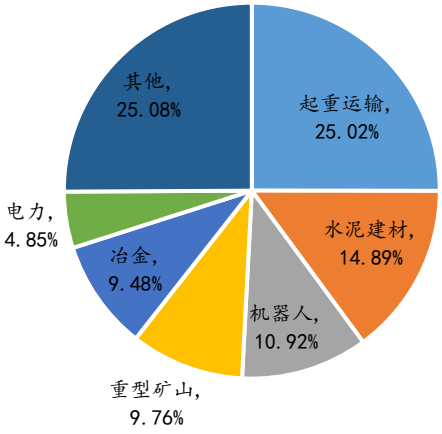
减速机下游行业分布广泛，不同行业对减速机的需求各不相同。减速机广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶、矿山、冶金、石油、水泥、船舶、水利、纺织、印染、饲料、制药等行业。2023 年减速机下游应用占比中，起重运输行业占比 25.02%，水泥建材行业占比 14.89%，机器人占比 10.92%，重型矿山行业占比为 9.76%，冶金占比 9.48%，电力占比 4.85%，其他占比 25.08%。

图 16 减速机产品应用的下游行业



资料来源：招股说明书、湘财证券研究所

图 17 2023 年减速机下游应用占比



资料来源：前瞻经济学人、湘财证券研究所

减速机广泛应用于不同行业的不同设备中，不同行业对于减速机的要求各有差异。例如，在制造业中，减速机需要具备高精度和稳定性，以确保生产过程的连续性和产品质量；化工设备可能需要在腐蚀性或易燃易爆的环境中运行，减速机必须具备相应的防护措施和安全特性；在航空航天领域，减速机需要具备极高的精度和可靠性，以适应极端的工作条件。

2.2 全球减速机市场参与者众多，欧美产品占据主导

全球减速机行业的企业可以根据其产品类型分为通用减速机制造商和专用减速机制造商两大类。在通用减速机领域，国际知名厂商包括德国的 SEW 和西门子弗兰德等，而中国的企业则有国茂股份、宁波东力和中大力德等；专用减速机市场，中国的领军企业包括中国高速传动和杭齿前进等。

表 2 全球减速机行业主要企业

行业大类	行业分类	特点	主要代表公司
减速机	通用减速机行业	规格以中小型为主，规模化、系列化，可广泛应用于各个行业	SEW、西门子/弗兰德、国茂股份、宁波东力、泰隆、中大力德等
	专用减速机行业	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

资料来源：招股说明书、湘财证券研究所

从全球的竞争格局来看，全球减速机市场由几个关键的制造强国所主导，其中包括欧洲的德国、意大利以及亚洲的日本。这些国家在减速机的材料选择、设计创新、质量控制、精度保证、功率密度优化、可靠性提升以及使用寿命延长等多个方面均展现出了显著的竞争优势。这些企业不仅在本国拥有强大的研发和生产基地，而且在全球范围内，尤其是在发展中国家和经济欠发达地区，也建立了广泛的生产网络。通过在这些地区设立生产基地，这些企业能够更好地满足全球市场的需求，同时也有助于降低生产成本，提高市场竞争力。

德国 SEW，全球驱动技术的标准制定者和驱动设备制造商。据数字化企业网消息，SEW 总部设在德国巴符州的布鲁克赛尔，在全球范围内独资拥有 77 个驱动技术中心、12 个制造厂、63 个组装厂和 260 多个销售服务办事处，遍布世界五大洲和几乎所有的工业国家，并在全世界拥有雇员超过 17000 人，其生产技术和市场占有率均居世界领先地位，在国际动力传输领域举世闻名，被誉为“世界传动领域先驱”。

SEW 的产品以全新的“模块组合”概念，应用于各种机械设备中。SEW 的产品应用于包括钢铁、冶金、水泥、矿山、基建、建材、机场、航空、航天、及仓储物流等等。在我国重点工程项目中 SEW 的产品有着广泛的应用，如国内各主要港口、国内各大机场、各大污水处理项目；SEW 主要聚焦在智能物流方面，代表性产品包括 EMS 空中单轨输送系统，AGV 自动导向小车系统，RGV 轨轨道穿梭车，SKILLET 升降滑板，蜘

蛛机械手等系统，并广泛应用于各行业。

图 18 SEW 生产基地遍地全球五大洲

资料来源：公司官网、湘财证券研究所

图 19 SEW 主要应用领域

资料来源：搜狐网、湘财证券研究所

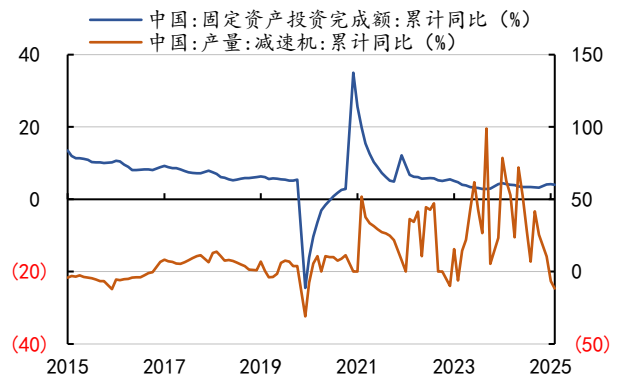
2.3 国内减速器向龙头聚集，以旧换新政策促进行业发展

减速机是工业传动基础件，市场规模达千亿级，其消费需求与工业企业经营状况紧密相连。当国内工业企业规模扩大、产业自动化升级，需求增长；需求增速受企业经营景气度影响，呈周期性波动。在 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。

2022 年-2025 年，减速机产量与制造业投资关联性减弱。核心原因在于：需求结构的分化、技术升级对传统投资的替代效应、行业内部竞争加剧以及政策驱动的投资方向转变。未来，随着人形机器人等新兴应用场景的成熟，以及国产高端减速器的进一步突破，这一关联性可能呈现新的动态平衡。

2017 年-2026 年中国减速机市场整体呈现上升趋势。得益于我国经济总量增长与国家相关政策营造的有利环境，我国减速机行业近年来整体呈现出持续健康发展态势。2022 年中国减速机行业市场规模达到 1321 亿元，预计到 2026 年，我国减速机行业市场规模预计将达 1605 亿元。

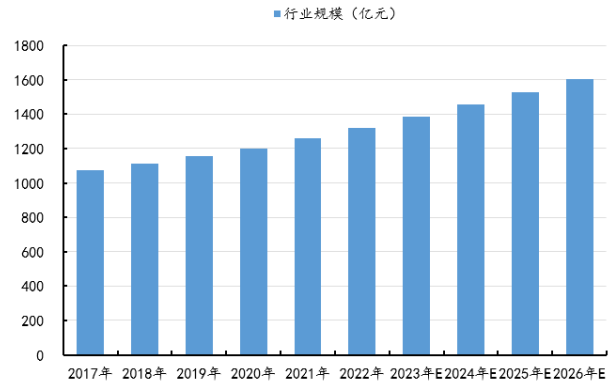
图 20 2015-2025 年制造业固定资产投资累计同比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月

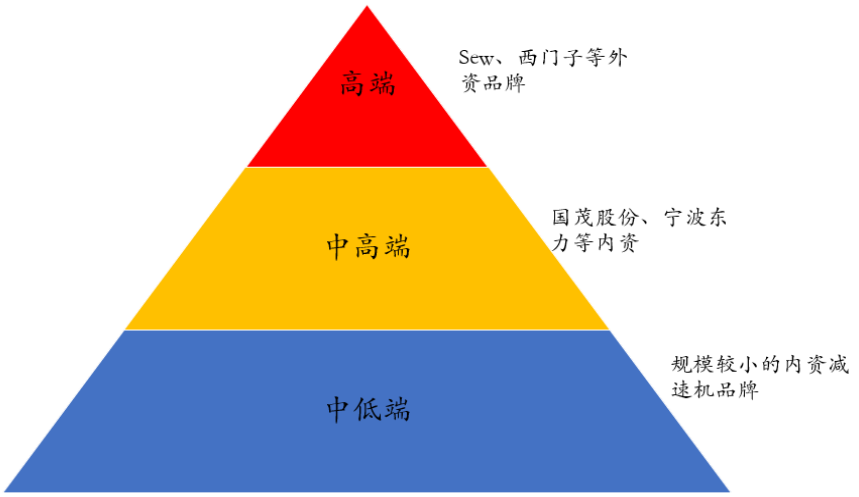
图 21 2017 年-2026 年中国减速机行业规模及预测



资料来源：观研报告网、湘财证券研究所

国内竞争格局方面，外资占领高端市场，内资占据中低端市场。国内的减速机市场主要被划分为高端、中端和低端三个层次。其中，德国 SEW 和西门子等外资品牌占据高端市场，国茂、宁波东力等国产中端品牌市场主要占据中高端市场，一些规模较小的内资减速机品牌低端品牌占据中低端市场。

图 22 2019 年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

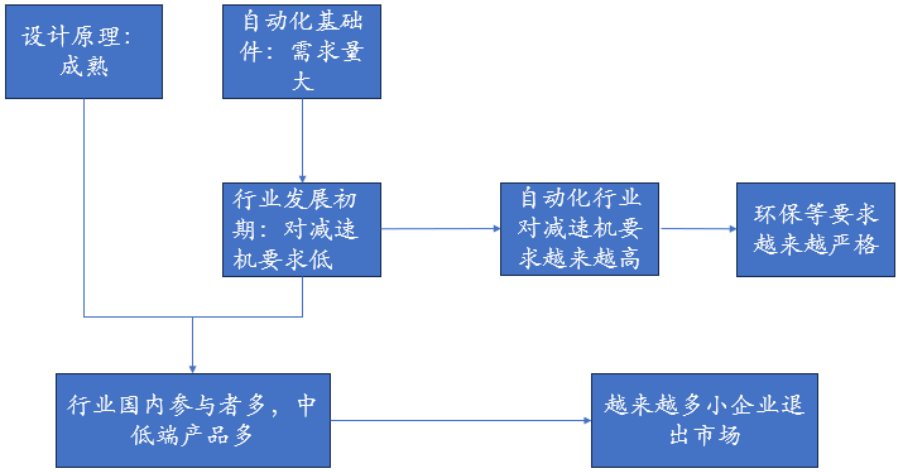
行业对减速机性能的期望不断提高，早期市场上小型且分散的制造商所生产的产品质量问题日益凸显。问题包括：首先，漏油现象普遍存在；其次，国内小型制造商的减速机在精度上通常无法与国际知名品牌相媲美；再者，由于冷却技术不足，国内小型企业的减速机容易过热，这严重影响了设备的性能；最后，由于设计和工艺上的不足，许多国产减速机的使用寿命远不及预期。

图 23 中低端减速机产品问题

资料来源：前瞻产业院、湘财证券研究所

市场竞争加剧、国产替代趋势叠加环保政策趋严格，小企业正在出清。大型减速机企业通常拥有规模经济、技术研发和品牌优势，能够提供更高质量的产品和服务。相比之下，小企业在成本控制、产品质量和售后服务方面可能难以与之竞争，导致市场份额被大型企业占据。同时随着国内减速机企业技术水平的提高，国产减速机逐渐替代进口产品，尤其是在中高端市场。这一趋势使得国内小企业面临更大的竞争压力，加速了出清过程。此外，环保法规日益严格，特别是对减速机生产过程中的环保不达标问题，导致许多小型企业因环保升级成本过高而被迫退出市场。

图 24 中小企业逐步出清



资料来源：中研网、湘财证券研究所

推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新系列政策有利于减速

机行业发展。周期较长但下游资金紧张的行业，如工程机械、轨交设备和油服设备，政策支持将推动它们更新设备。其次，环保要求严格的行业，如农机、船舶、化工和煤机，由于自身提质提标的需求，可能会因政策要求而被动进行设备更新。最后，通用设备行业，如机床和注塑机，随着库存周期的向上阶段，设备更新政策的出台将带动减速机下游行业需求增长，也将推动减速机的销量。

表 3 新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新系列政策

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，通过统筹推进重点领域产品设备更新改造和回收利用，进一步提升高效节能产品设备市场占有率。首批聚焦实施条件相对成熟、示范带动作用较强的锅炉、电机、电力变压器、制冷、照明、家用电器等产品设备，推动相关使用企业和单位开展更新改造。逐步分类实施产品设备更新改造，支持中央企业、国有企业、骨干企业等发挥示范带动作用，淘汰低效落后产品设备，结合实际开展产品设备规模化更新改造。
2023 年 12 月 11 号-12 号	中共中央政治局	2023 年中央经济工作会议	要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能。完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。
2024 年 2 月 23 号	中央财经委员会	中央财经委员会第四次会议	要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展。对消费品以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节，更多惠及消费者。
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。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，统筹有序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。
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》	
2024 年 4	浙江省人民政府	《浙江省推动大规	实施设备更新行动，推动能源设备更新改造，

月 9 号		模设备更新和消费品以旧换新若干举措》	加快环保设备更新改造，加快老旧住宅电梯报废更新改造，完成燃气老旧管道和设施设备改造，推动市政基础设施更新改造和建筑节能改造，支持交通运输设备更新，加快渔船设备报废更新，加快农业机械装备和设施更新，开展以县级为重点的医疗装备更新。
2024 年 4 月 11 号	湖南省政府	《湖南省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	实施设备更新行动，推动工业领域设备更新，如加快重点行业设备更新和技术改造，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点领域。推动建筑和市政基础设施领域设备更新，推动交通运输设备更新换代，推动农业机械装备升级。
2025 年 1 月 05 号	国家发展改革委 财政部	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	在工业领域聚焦重点领域设备更新改造，运用中央预算内投资等政策激励企业淘汰老旧设备，同时推动技术改造与设备更新协同，加快工业装备升级，助力产业现代化。

资料来源：政府官网、湘财证券研究所

3 内生外延，双重驱动引领未来业绩

3.1 国内减速机龙头，营收水平行业领先

我国本土减速机企业众多。在非上市公司中，有江苏泰隆减速机股份有限公司较为知名。其中上市公司包括宁波东力、中大力德、杭齿前进等。在这些上市公司中，杭齿前进专注于生产船用减速器，而中大力德则致力于小型和精密减速机的研发与制造。此外，宁波东力则以通用减速机为核心产品，其应用领域与国茂股份相似。

表 4 我国减速机主要上市公司

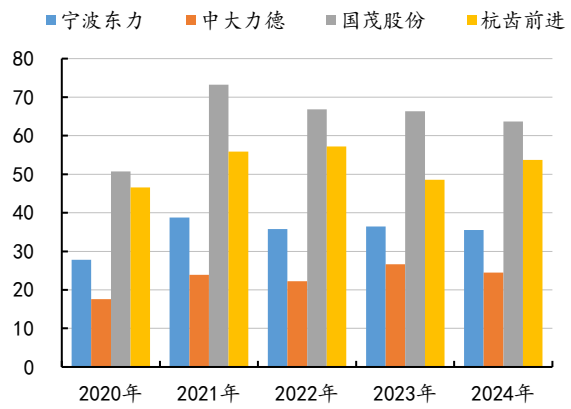
公司	主要产品	下游应用领域
国茂股份	减速机	冶金、环保、建筑、电力等
宁波东力	通用减速机	冶金、重工、化工、医药等
中大力德	小型、精密型减速机	工业机器人、智能物流等
杭齿前进	大型船用减速机	各类运输船、渔船、游船等

资料来源：公司官网、湘财证券研究所

国茂股份营收规模处于行业前列和毛利率短期有所承压。这里以分别选取上市公司与减速机相关的业务进行对比，其中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。毛利率方面，

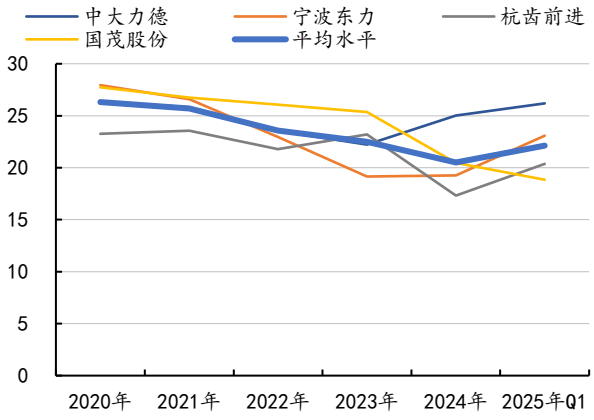
2020-2025 年 Q1，由于市场竞争激烈，国茂股份毛利率有所承压。

图 25 我国主要减速机上市公司营收对比（亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 26 国茂股份和各上市公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3.2 多层次销售网络+产品线丰富+下游客户深度绑定，筑牢竞争优势

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，根据公司 2024 年年报消息，2024 年，国茂的经销占比为 45.39%，直销占比为 53.38%，其他销售模式占比 1.23%。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）、一般经销商（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。

表 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 2024 年年报、湘财证券研究所

A 类经销商覆盖中国绝大多数省份，稳定提升各地区市场份额。据公司 2024 年年报消息，公司共有 84 家专营公司产品的 A 类经销商，是公司销售网络的核心力量。经销商的销售区域覆盖中国绝大多数省份，贴近市场，能够全方位开发客户并提供专业周到的售前、售中及售后服务。大部分 A 类经销商与公司合作年限较长，与公司共同成长，保障了公司经销体系的稳定性。

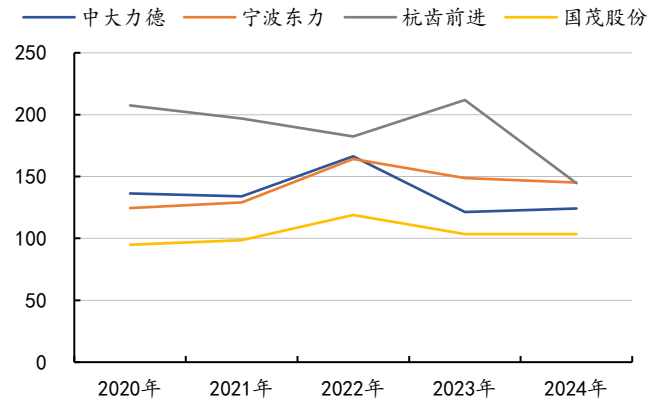
表 6 A 类经销商分布区域

片区名称	省份名称
华东地区	江苏、上海、浙江
华北地区	北京、河北、黑龙江、青海等
中原地区	安徽、山东、山西、河南
中南地区	湖南、江西、广东、海南等
西南地区	湖北、陕西、四川、新疆等

资料来源：公司招股说明书、湘财证券研究所

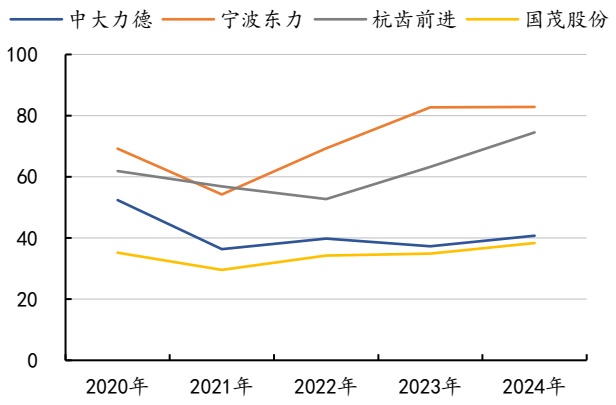
公司营运能力显著优于同行，经营效率较高。与宁波东力、中大力德、杭齿前进相比，公司经销占比较大，利于市场开拓与品牌建设。同时，公司加速数字化转型，践行“集中制造 + 分散组装”理念，有效缩短制造及运营周期。2020 至 2024 年，公司存货及应收账款周转天数均低于宁波东力、中大力德和中国高速传动，凸显经销模式优势。

图 27 公司存货周转天数少于可比公司（天）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 28 公司应收账款周转天数少于可比公司（天）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

集中制造、分散组装，模块化生产降低生产成本。据公司 2024 年年度报告消息，公司经过多年发展，现已成为国内通用减速机领域产品线最齐全的企业之一，2024 年生产出的产品型号约 12 万种。多样化的产品能够为客户提供一站式采购体验，提升客户采购效率，从而增强客户粘性。同时，公司践行“集中制造、分散组装”的生产战略，即在制造端将核心常规零部件集中、批量制造，使加工环节更具规模效应，在组装端根据产品的不同属性，最大程度地实现柔性化装配，使生产效率大幅提升。

模块化设计提升了减速机的灵活性和个性化配置能力，多样化的传动比和功率选项极大地拓宽了减速机的适用领域。齿轮减速机在技术特点上展现了多样化的优势，尤其是模块化减速机，它通过全零件的模块化设计，实现了从 0.12kw 到 200kw 的广泛功率覆盖，配合丰富的传动比选项，满足了中小功率工业传动的多样化需求。此外，摆线减速机以其紧凑的结构和高达 7-650000 的单级传动比，特别适合空间受限且要求高传动效率的场合。国茂

股份的产品兼具模块化和多样化的特点，增强了产品的市场适应性和竞争力。

表 7 减速机类型以及参数

分类	减速机类型	齿轮比	最大输出转矩（KN.m）	功率(KW)
齿轮减速机	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
行星减速机	GTN 系列	3.4-290	250kN.m	0.25-20kW
	GTX 系列	34.3-230	140KN.m	2.6-40kW
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

3.3 外延式并购，布局高端减速机及专用减速机

公司收购莱克斯诺，进一步将产品线拓展至高端领域。据公司 2020 年年度报告消息，2020 年 10 月，国茂股份公司下属全资子公司捷诺传动收购常州莱克斯诺。常州莱克斯诺是 RexnordIndustries,LLC 的子公司，是较早进入中国市场的国际品牌，主要产品有 S4 系列齿轮马达，标准齿轮箱，专用齿轮箱以及双卧轴搅拌驱动行星，在国内中高端减速机的生产和销售有一定的竞争优势。公司收购后将有利于提升公司的品牌形象及开拓减速机中高端市场。收购完成后，公司以全新的“GNORD”品牌高举高打减速机高端市场。

目前公司精密减速器产品主要为谐波减速器和精密行星减速器。随着我国智能制造业转型升级步伐的日益加快，众多高端装备在工业生产制造中的传动装置已逐渐淘汰传统的蜗轮蜗杆减速器和平行轴齿轮减速器，转而使用精密减速器。此外，高端机床新能源、具身智能等新兴行业对精密减速器的需求将快速增长，这将为精密减速器市场注入强劲的增长动力。公司坚定看好且高度重视精密减速器业务未来发展，努力将其打造为公司第二增长曲线。

公司子公司国茂精密专注谐波减速器等精密减速器的研发、生产及销售。据公司 2024 年年度报告消息，2024 年，其产品在四足机器人、工业机器人、精密加工机床等领域实现突破，行业地位显著提升。公司为某知名科技公司提供传动部件，保障四足机器人在恶劣环境下的稳定作业；同时获得翼菲科技试订单，积极拓展潜在客户。

收购摩多利智能传动 65%股权，快速切入高端精密行星领域。据公司 2023 年年报消息，公司于 2024 年 3 月 28 号，摩多利传动完成了工商变更登记手续。公司通过收购摩多利智能传动 65%股权，快速切入高端精密行星领域，通过本次收购则可补全精密行星减速机产品线，进一步丰富了产品矩阵和下

游应用，同时也打开了新的成长空间。

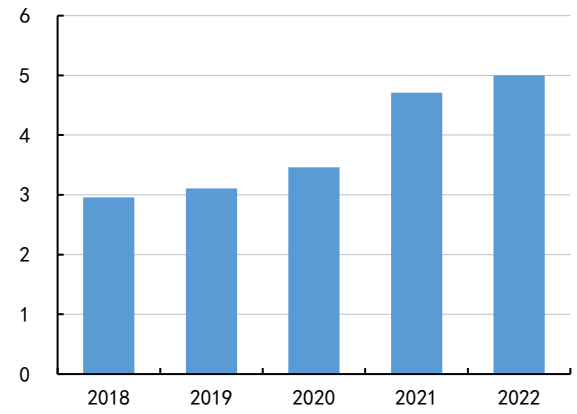
表 8 摩多利智能传动主营产品

产品	应用场景
高端精密行星减速机	激光切割机、数控机床、机器人等中高端装备领域

资料来源：公司 2023 年年报、湘财证券研究所

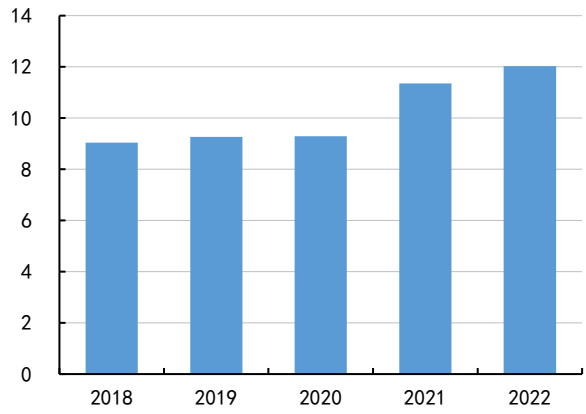
根据中商情报网消息，近年行星减速器销售额持续增长。2018 年-2022 年，中国行星减速器销售额从 2.96 亿美元增长至 5 亿美元，全球行星减速器销售金额从 9.04 亿美元至 12.03 亿美元；此次收购行动将使公司迅速跻身高端精密行星减速机市场，扩展通用减速器系列产品线。有利于形成产业上的互补和协同，加强与下游客户的产业互动，同时增厚公司业绩。

图 29 2018 年-2022 年中国行星减速器销售额（亿美元）



资料来源：中商情报网、湘财证券研究所

图 30 2018 年-2022 年全球行星减速器销售额(亿美元)



资料来源：中商情报网、湘财证券研究所

4 盈利预测

核心假设：公司的主要业务为减速机，包括齿轮减速机、摆线针轮减速机、GNORD 减速机、摩多利减速机、配件等。

齿轮减速机：公司通用减速机业务部各产品系列呈现不同的发展态势。附加值较高的模块化减速机为齿轮减速机的一种，因其质量可靠、安装方式灵活等特点，广受客户认可，市场份额稳步提升，全年发货台数同比有所增长，销售额因为单价下降有所承压；考虑到工业企业补库周期开启，公司销量有望保持，同时迭代国产替代加速以及公司开始控制订单质量，我们预计 2025-2027 年齿轮减速器营收增速分别为 10.21%、14.24%、18.56%。

摆线针轮减速机：因下游应用端部分被模块化减速机取代，加之中小客户需求下滑，其发货台数同比下滑较为明显；我们预计 2025-2027 年摆线针轮

减速器营收增速分别为-3.96%、-3.96%、-5.43%。

GNORD 减速机：2024 年因为锂电行业承压，GNORD 减速机业绩受到了冲击。后续公司会加速培育“GNORD”高端品牌，并积极向水利、矿山、有色金属、石油等下游细分领域延伸发展，我们预计 2025-2027 年 GNORD 减速机营收增速分别为 1.85%、0.98%、0.94%。

摩多利减速机：控股子公司摩多利生产的主要产品为精密行星减速器，2024 年，摩多利产品发货量同比增加约 10.91%，摩多利积极拓展产品在智能搬运、机床、机器人等领域的应用，并与沈阳机床、海天精工等国内知名机床企业合作。海外市场中，摩多利借助法国合资公司深耕欧洲市场，同时在韩国市场取得销售突破，凭借优质产品与专业服务，树立了良好的全球品牌形象，我们预计 2025-2027 年摩多利减速机营收增速分别为 12.20%、14.24%、15.26%。

配件：提供锻件及加工服务，主要包括出轴、紧固环、闷盖等。2021-2024 年配件业务持续下滑，我们预计 2025-2027 年配件收入营收增速分别为-10.00%、-8.00%、-6.00%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 9 国茂股份业绩拆分（百万元）

产品	项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
齿轮减速机	营业收入	2,008.28	2,052.38	1,950.76	2,149.93	2,456.08	2,911.93
	增长率(%)	-5.76%	2.20%	-4.95%	10.21%	14.24%	18.56%
	营业成本	1,469.52	1,533.91	1,581.45	1,676.34	1,877.50	2,159.12
	增长率(%)	-4.04%	4.38%	3.10%	6.00%	12.00%	15.00%
	毛利率(%)	26.83%	25.26%	18.93%	22.03%	23.56%	25.85%
摆针减速机	营业收入	431.69	384.84	355.99	341.89	328.35	310.54
	增长率(%)	-16.42%	-10.85%	-7.50%	-3.96%	-3.96%	-5.43%
	营业成本	337.50	290.72	266.60	255.94	246.98	237.59
	增长率(%)	-18.40%	-13.86%	-8.30%	-4.00%	-3.50%	-3.80%
	毛利率(%)	21.82%	24.46%	25.11%	25.14%	24.78%	23.49%
GNORD减速机	营业收入	142.58	120.77	88.67	90.31	91.20	92.05
	增长率(%)	-13.80%	-15.30%	-26.58%	1.85%	0.98%	0.94%
	营业成本	108.5	94.23	77.95	71.71	70.28	69.58
	增长率(%)	-15.94%	-13.15%	-17.28%	-8.00%	-2.00%	-1.00%
	毛利率(%)	23.90%	21.97%	12.09%	20.59%	22.94%	24.42%
摩多利减速机	营业收入			97.16	109.01	124.54	143.54
	增长率 (%)				12.20%	14.24%	15.26%
	营业成本			68.74	75.61	84.69	94.85
	增长率 (%)				10.00%	12.00%	12.00%

	毛利率(%)			29.25%	30.64%	32.00%	33.92%
配件	营业收入	84.87	72.83	64.91	58.42	53.75	50.52
	增长率(%)	-14.96%	-14.19%	-10.88%	-10.00%	-8.00%	-6.00%
	营业成本	57.42	46.98	39.48	34.35	31.26	29.07
	增长率(%)	-16.03%	-18.19%	-15.96%	-13.00%	-9.00%	-7.00%
	毛利率(%)	32.34%	35.50%	39.18%	41.20%	41.84%	42.46%
	主营收入合计	2,667.42	2,630.82	2,557.49	2,749.57	3,053.91	3,508.59
	主营成本合计	2,007.02	1,992.38	2,044.94	2,132.54	2,331.62	2,612.69

资料来源：天软、湘财证券研究所

投资建议及可比估值：自动化升级作为技术改造的核心途径，与国家追求的高质量增长战略相契合。随着制造业投资的回暖，作为减速机领域的领军企业，公司正积极拓展到工程机械市场，预期将实现超越行业平均水平的增长。同时公司积极通过收购，进军行星减速器市场，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当前减速机行业公司主要为中大力德、宁波东力、杭齿前进、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,由于宁波东力和杭齿前进无 Wind 盈利预期，这里以中大力德、绿的谐波和双环传动为可比公司。

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 27.50/30.54/35.09 亿元，EPS 分别为 0.49、0.58、0.73 元/股，2025 年 6 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 29.36/25.03/19.70x。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，综上，我们维持公司“增持”评级。

表 10 国茂股份可比公司 PE 估值情况（统计截止 2025.06.18 收盘）

				归母净利润			PE		
		市值	股价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002472.SZ	双环传动	260.93	30.78	1,264.51	1,525.49	1,796.95	20.70	17.14	14.52
688017.SH	绿的谐波	222.60	121.50	92.45	122.10	161.66	230.59	172.98	137.69
002896.SZ	中大力德	108.81	71.98	90.20	112.00	131.00	123.25	100.76	83.06
	可比公司平均						124.85	96.96	78.42
603915.SH	国茂股份	94.91	14.40	323	379	482	29.36	25.03	19.70

资料来源：Wind、天软、湘财证券研究所

注：（国茂股份盈利预测来自湘财证券研究所，其余公司盈利预测均取自 Wind 一致预期）

5 投资建议

当前制造业下游回暖叠加设备更新等利好政策频发，利好减速机行业整体发展。公司作为减速机行业龙头，具有产品种类丰富以及销售网络强等优

点，同时公司积极并购丰富产品矩阵和下游应用，打开新的成长空间，有望获得超越行业的成长速度。我们预计公司 2025 年-2027 年收入分别为 27.50/30.54/35.09 亿元，EPS 分别为 0.49、0.58、0.73 元/股，2025 年 6 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 29.36/25.03/19.70x。在可比公司中处于较低位置，结合可比公司的平均估值水平，基于行业格局、成长速度等因素，我们看好公司未来的成长性，在估值上存在提升空间，综上，我们维持公司“增持”评级。

6 风险提示

（1）宏观经济后续如果呈现下滑趋势，可能会导致市场需求减弱，消费者购买力下降，进而对企业的产品销售和利润空间产生负面影响。

（2）后续如果原材料价格大幅上涨，会直接增加企业的生产成本，进而压缩企业利润空间。若 2025 年齿轮减速机的营业成本较原假设上升 1pct，则归母净利润将减少 0.14 亿元（较预测值下降 4.33%）。

（3）如果经销商管理不善，可能出现窜货、销售不力、违反合作协议等现象，这会扰乱市场、影响品牌，还使企业失去终端掌控力，最终不利产品推广和销售业绩。

附表 1 财务报表以及相应指标

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3614	3860	4208	4737
货币资金	1896	1678	1935	2341
应收账款	294	279	312	362
其他应收款	1	3	4	4
预付账款	6	7	7	8
存货	624	625	682	764
其他流动资产	794	1269	1267	1258
非流动资产	1733	1760	1793	1836
长期股权投资	262	251	256	255
固定资产	1092	1030	1030	1046
在建工程	10	80	102	127
无形资产	200	210	219	226
其他非流动资产	169	190	186	181
资产总计	5348	5620	6001	6573
流动负债	1539	1571	1645	1824
短期借款	6	20	12	10
应付账款	417	429	467	528
其他流动负债	1116	1122	1166	1286
非流动负债	90	94	108	121
长期借款	0	15	27	39
其他非流动负债	90	79	81	82
负债合计	1629	1665	1753	1945
归属母公司股东权益	3660	3892	4180	4555
股本	659	659	659	659
资本公积	1113	1113	1113	1113
留存收益	1905	2149	2434	2808
少数股东权益	59	63	67	73
负债和股东权益	5348	5620	6001	6573

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	594	397	465	639
净利润	297	327	384	488
资产减值准备	46	-14	22	28
折旧摊销	163	142	154	170
财务费用	3	-17	-17	-20
投资损失	-51	-47	-47	-47
营运资金变动	184	35	-34	16
其他经营现金流	-49	-30	4	5
投资活动现金流	352	-517	-136	-159
资本支出	67	130	155	190
长期投资	-540	-9	4	-1
其他投资现金流	-121	-396	23	30
筹资活动现金流	-247	-99	-71	-75
短期借款	6	14	-8	-2
长期借款	0	15	12	12
普通股增加	-3	0	0	0
资本公积增加	-31	0	0	0
其他筹资现金流	-219	-128	-75	-85
现金净增加额	699	-218	258	405

利润表 单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2589	2750	3054	3509
营业成本	2042	2133	2332	2613
税金及附加	22	21	24	30
销售费用	66	74	81	92
管理费用	73	77	84	95
研发费用	118	137	159	186
财务费用	-2	-17	-17	-20
信用减值损失	-2	-4	-3	-3
资产减值损失	-46	-20	-24	-27
公允价值变动收益	45	0	0	0
投资收益	51	47	47	47
营业利润	343	369	435	554
营业外收入	1	3	3	3
营业外支出	1	0	0	1
利润总额	343	372	438	557
所得税	45	45	54	69
净利润	297	327	384	488
少数股东损益	4	4	5	6
归属母公司净利润	294	323	379	482
EBITDA	504	494	572	705
EPS（元）	0.45	0.49	0.58	0.73

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.7%	6.2%	11.1%	14.9%
营业利润	-22.2%	7.7%	17.9%	27.3%
归属母公司净利润	-25.8%	10.1%	17.3%	27.1%
获利能力				
毛利率(%)	21.1%	22.4%	23.7%	25.5%
净利率(%)	11.3%	11.8%	12.4%	13.7%
ROE(%)	8.0%	8.3%	9.1%	10.6%
ROIC(%)	34.0%	35.8%	40.4%	51.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.5%	29.6%	29.2%	29.6%
流动比率	2.35	2.46	2.56	2.60
速动比率	1.94	2.06	2.14	2.18
利息保障倍数	103.07	464.61	330.17	367.90
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.50	0.53	0.56
应收账款周转率	7.09	7.27	7.81	7.87
存货周转率	3.06	2.98	3.14	3.17
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.49	0.58	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.60	0.71	0.97
每股净资产(最新摊薄)	5.55	5.91	6.34	6.91
估值比率				
P/E	32.33	29.36	25.03	19.70
P/B	2.59	2.44	2.27	2.08
EV/EBITDA	14.16	14.45	12.48	10.14

资料来源：天软、湘财证券研究所

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。