

评级：买入(首次覆盖)

市场价格：31.00

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

电话：0755-22660869

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	599	676	811	964	1,145
营业收入增速	20.26%	12.88%	19.88%	18.96%	18.76%
归属于母公司的净利润	73	53	89	120	156
净利润增长率	21.78%	-27.95%	70.13%	33.90%	30.24%
摊薄每股收益(元)	0.91	0.66	1.12	1.50	1.95
每股现金流量(元)	1.37	1.24	1.68	2.13	2.23
净资产收益率	12.35%	8.33%	12.97%	15.73%	18.24%
P/E	34.03	47.23	27.76	20.73	15.92
PEG	1.56	-1.69	0.40	0.61	0.53
P/B	4.20	3.93	3.60	3.26	2.90

备注：股价取自2020年10月19日

投资要点
■ 减速器与减速电机优势企业，业绩拐点来临。

①公司于2006年设立，以小型齿轮减速电机业务起家，2011年生产出国内第一款伺服用斜齿轮高精度行星减速器，2012年研发RV关节机器人专用减速器，2014年开发出电机驱动器，产品不断升级，附加值持续提高。公司2020年度前三季度业绩预告显示，归母净利润5800万元-6200万元，同比增长68.04%-79.63%，业绩拐点来临。

②公司专注减速器、减速电机的研发，投入持续加大，2020H1，研发投入1785.72万元，占营收比重处于历史高位，为5.35%；公司研发人员数量迅速增长，由2017年的98名，数量占比8.62%增长至2019年的150名，占总员工数量的10.23%。截至2019年12月31日，公司拥有专利88项，主导和参与了6项国家和行业标准的制定，自2020年初至8月11日，公司新增专利11项，其中发明专利4项。

■ 行业层面：机器人代人大势所趋，减速器行业迎来发展机遇。

①减速器是工业机器人的核心零部件，根据中国机器人网，其价值量占到机器人总成本的30%以上，其需求直接受到工业机器人行业景气度影响。2020年3月份至今，工业机器人月产量同比增速均保持在两位数以上，3-8月份同比增长分别为12.90%/26.60%/16.90%/29.20%/19.40%/32.5%，景气度持续上行，减速器行业受益。

②减速器市场长期被日系企业垄断，其中纳博特斯克优势集中在RV减速器，哈默纳科的竞争优势主要在谐波减速器。精密减速器国产化已接近临界点，主要具备三个特点：性能方面，国产精密减速器与国外产品差距正不断缩小；产能方面，部分国内企业产品已开始量产，并实现销售；价格方面，外资品牌被倒逼降价，国内减速器价格呈下行趋势，其中纳博特斯克降价幅度达50%以上。

③根据我们测算，2022年国内机器人产量将超20万台；2020-2022年国内机器人减速器市场空间为134亿元。

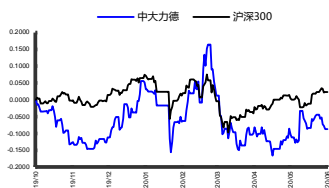
■ RV减速器跻身第一梯队，一体机战略构造核心优势。

①RV减速器国产化率较低，公司于2015年在RV减速器领域取得技术突破，并于2018年5月与伯朗特签订RV减速机产品购销合同，充分彰显技术实力，具备典型的进口替代效应。未来随着工业机器人行业景气度上行，RV减速器有望为公司业绩增长创造新的蓝海。

②公司已逐步形成减速器、电机、驱动器一体化系统。未来公司有望从单一的产品供应商发展成为一体机供应商，实现从工业领域向消费领域的延伸。此外，一体机具备更高的技术难度，能够增强公司产品护城河，同时提高客户黏性。

■ 首次覆盖，给予“买入”评级。公司是国内减速器与减速电机优势企业，随着工业机器人行业景气度上行，减速器行业有望充分受益，业绩拐点已经来临；公司在国内率先实现RV减速器技术突破，签订大单验证公司实力，RV减速器有望为公司业绩增长创造新的蓝海；此外，公司已逐步形成了减速器、电机、驱动器一体化系统，一体机布局能够增强公司产品护城河，同时提高客户黏性。预计公司2020-2022年净利润分别为0.89亿元、1.20亿元、1.56亿元，对应EPS分别为1.12元/股、1.50元/股、1.95元/股，按照最新收盘价31.00元，对应PE分别为27.8、20.7、15.9倍，公司所在的工业机器人领域内可比公司的估值和估值预期水平较高，因此我们认为公司相较可比公司存在一定的估值
基本状况

总股本(万股)	8000.00
流通股本(万股)	8000.00
市价(元)	31.00
市值(百万元)	2480.0
流通市值(百万元)	2480.0

股价与行业-市场走势对比

相关报告

溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济环境变化风险；工业机器人行业增长不及预期的风险；国产化替代进展不及预期风险；市场竞争风险；市场空间与需求不达预期风险；公司一体机战略发展不及预期风险；原材料价格波动风险。

内容目录

1、减速器与减速电机优势企业，业绩拐点来临	- 6 -
1.1、公司定位：动力传动与控制应用解决方案提供商，技术具备优势	- 6 -
1.2、经营业绩：规模持续扩大，业绩拐点来临	- 7 -
1.3、盈利能力：毛利率净利率均呈回升趋势，盈利能力有望稳步提升	- 7 -
1.4、研发特征：聚焦主业研发，技术具备领先优势	- 8 -
1.5、股权结构：管理层充分持股，有利于决策效率提高	- 9 -
2、行业层面：机器人代人大势所趋，减速器行业迎来发展机遇	- 10 -
2.1、机器人代人大势所趋，自动化行业发展前景广阔	- 10 -
2.2、减速器：日系企业主导，国产品牌或将迎来逆袭	- 15 -
2.3、2019-2021 年国内机器人减速器市场空间有望达 134 亿元	- 18 -
3、RV 减速器跻身第一梯队，一体机战略构造核心优势	- 18 -
3.1、RV 减速器率先突破，签订大单验证公司实力	- 18 -
3.2、减速器+电机+驱动器一体机战略构造公司核心竞争优势	- 20 -
4、首次覆盖，给予公司“买入”评级	- 21 -
5、风险提示	- 23 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 6 -
图表 2: 2019A 公司主营业务构成.....	- 6 -
图表 3: 公司主营产品介绍.....	- 6 -
图表 4: 公司营业收入、净利润(百万元)及同比.....	- 7 -
图表 5: 2019A 分产品营收及毛利率(百万元).....	- 7 -
图表 6: 2013-2020H1 毛利率及净利率变化趋势.....	- 8 -
图表 7: 2013-2020H1 ROA 及 ROE 变化趋势.....	- 8 -
图表 8: 2013-2020H1 期间费用占营业收入比重.....	- 8 -
图表 9: 2013-2020H1 研发费用及占营业收入比重.....	- 9 -
图表 10: 公司股权结构(截至 2020 年 9 月 30 日).....	- 9 -
图表 11: 工业机器人产业链及主要公司.....	- 10 -
图表 12: 制造业平均工资-自动化设备成本剪刀差.....	- 11 -
图表 13: 人口年龄结构变化趋势.....	- 11 -
图表 14: 2017 年主要国家工业机器人密度/台每万人.....	- 11 -
图表 15: 2015-2018 全球工业机器人应用行业.....	- 12 -
图表 16: 2015-2018 全球工业机器人应用行业变化.....	- 12 -
图表 17: 2000 年以来中国汽车产销量月度同比.....	- 12 -
图表 18: 汽车制造业固定资产投资完成额累计同比.....	- 12 -
图表 19: 全球 TWS 耳机出货量快速增长.....	- 13 -
图表 20: 全球手机销量按网络制式划分(%).....	- 13 -
图表 21: 2012-2020 制造业固定资产投资月度累计同比.....	- 13 -
图表 22: 我国新能源汽车销量及渗透率.....	- 14 -
图表 23: 我国食品制造业工业增加值累计同比.....	- 15 -
图表 24: 减速器分类及适用范围.....	- 16 -
图表 25: 2010-2020H1 年中国减速器产量及同比.....	- 16 -
图表 26: 国内外主要精密减速器产品性能对比.....	- 17 -
图表 27: 国内减速器主要生产企业(单位:万台/年).....	- 17 -
图表 28: 国内工业机器人产量及同比.....	- 18 -
图表 29: 机器人减速器空间测算.....	- 18 -
图表 30: 全球 RV 减速器主要企业及其市占率.....	- 19 -
图表 31: 公司分业务营收增长情况.....	- 20 -
图表 32: 公司一体机战略布局.....	- 20 -
图表 33: 一体机下游应用领域.....	- 21 -

图表 34: 公司业绩拆分	- 22 -
图表 35: 可比公司估值	- 23 -
图表 36: 中大力德盈利预测表	- 24 -

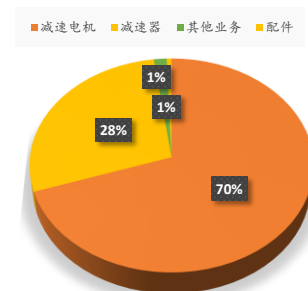
1、减速器与减速电机优势企业，业绩拐点来临

1.1、公司定位：动力传动与控制应用解决方案提供商，技术具备优势

- 公司主营业务为机械传动与控制应用领域关键零部件。**公司 2006 年创立于浙江宁波，开发生产小型齿轮减速电机；2008 年开始生产伺服电机用高精度行星齿轮减速器；2009 年开发生产无刷直流减速电机；2011 年生产出国内第一款伺服用斜齿行星高精度行星减速器；2012 年开发 RV 关节机器人专用减速器；2013 年开发生产准双曲面、弧锥齿减速器；2014 年开发 ZB 系列行星减速器；2015 年滚筒电机和 RV 减速器取得技术突破并小批量生产；2017 年 8 月 29 日在深交所中小板 A 股上市；2018 年开始建设“年产 20 万台精密减速器生产线项目”。
- 公司目前主要产品包括精密减速器、传动行星减速器、各类小型及微型减速电机等，为各类机械设备提供安全、高效、精密的动力传动与控制应用解决方案。**公司所处行业属于国家产业政策鼓励的先进制造领域，产品广泛应用于工业机器人、智能物流、新能源、工作母机等领域以及食品、包装、纺织、电子、医疗等专用机械设备。










图表 1：公司发展历程


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：2019A 公司主营业务构成


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3：公司主营产品介绍

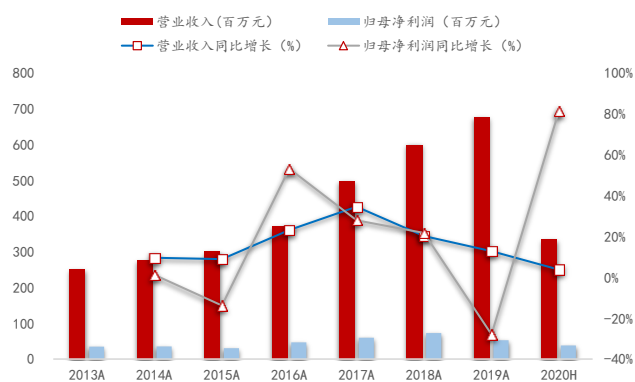
减速器			减速电机					
精密减速器	RV减速器	传动行星减速器	微型交流减速电机	小型交流减速电机	锥齿轮减速电机	微型有刷直流减速电机	微型无刷直流减速电机	滚筒电机
数控机床、工业机器人、服务机器人、机械手、食品机械等	工业机器人、工作母机、变位机、医疗设备等	叉车、医疗设备、AGV 无人搬运车、服务机器人、门禁系统等	智能物流、食品、包装、纺织、农牧等机械设备	食品、包装、纺织电子、木工、陶瓷等机械设备	包装、纺织机械、工业流水线、叉车	食品、包装、纺织、农牧、医疗等机械设备	AGV 无人搬运车、服务机器人	工业流水线、输送系统、分拣系统等
								

来源：公司公告、中泰证券研究所

1.2、经营业绩：规模持续扩大，业绩拐点来临

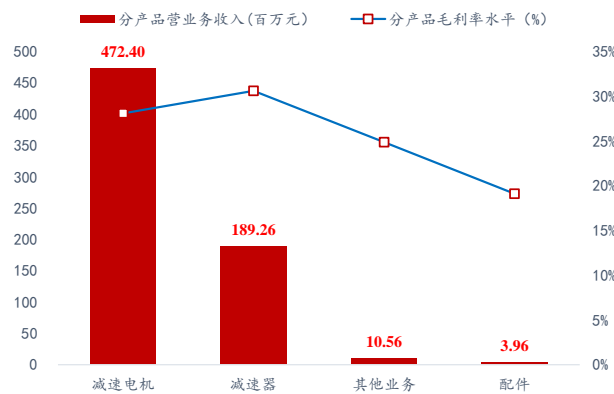
- 上下游产业链延伸及整合效果显著，公司经营规模持续扩大。**公司在主营业务的基础上积极进行上下游产业链延伸及整合，不断提升公司的市场份额和产品竞争力。2019年公司实现营业收入6.76亿元，比去年同期增长12.88%，公司2017-2019三年营业收入CAGR为16.51%。其中2019年减速电机业务实现收入4.72亿元，占总营收的69.82%，同比增长8.51%；减速器业务实现收入1.89亿元，占总营收的27.96%，同比增长25.17%；2020Q1，公司业绩受新冠疫情影响较为明显，但Q2恢复较快且有较大幅度增长，最终2020H1实现营收3.33亿元，同比增长3.83%。
- 2020年度前三季度业绩预告显示，归母净利润5800万元-6200万元，同比增长68.04%-79.63%，业绩拐点来临。**公司2020年上半年归母净利润3834万元，同比增长81.45%，公司发布2020年度前三季度业绩预告显示，归母净利润预计6000万元左右，同比增长预计超70%，业绩增长原因是公司整合供应商，降低采购成本，并通过提高内部管理，改进工艺降低生产成本，以及优化销售渠道，大力拓展线上平台和直销客户。2019年主要产品市场毛利率低于上年同期，造成公司整体盈利较去年同期有所下滑，但2020H1公司整体毛利率回升至30.61%，加之公司2020年前三季度业绩增长明显，且公司业绩有望迎来拐点。

图表4：公司营业收入、净利润（百万元）及同比



来源：公司公告、中泰证券研究所

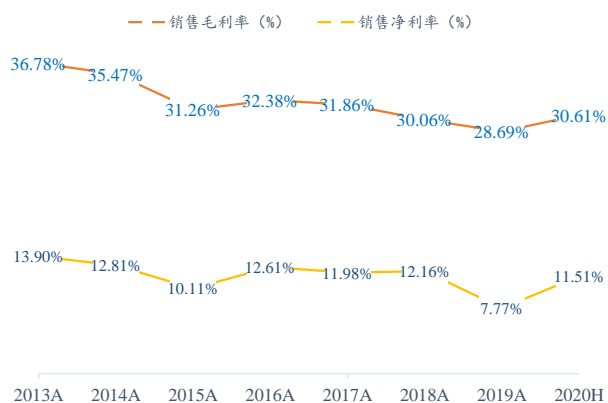
图表5：2019A分产品营收及毛利率（百万元）



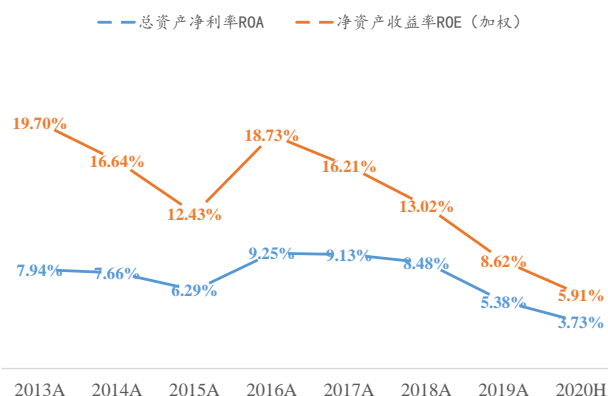
来源：公司公告、中泰证券研究所

1.3、盈利能力：毛利率净利率均呈回升趋势，盈利能力有望稳步提升

- 2015年至今公司毛利率维持在30%左右，较为稳定。**2020H1，公司销售毛利率为30.61%，销售净利率为11.51%，毛利率和净利率相较于2019年全年均上升，原因是公司提升管理能力，加强对各项费用的管控，期间费用占比有所下降，且公司通过精益生产、信息化管理等措施，有效提高了工作效率和设备利用率，并管控采购价格，整合供应商，降低了采购成本。我们认为，随着工业自动化持续复苏，对减速器的需求有望逐步释放，公司作为国产减速器翘楚，将充分受益，盈利能力有望稳步提升。

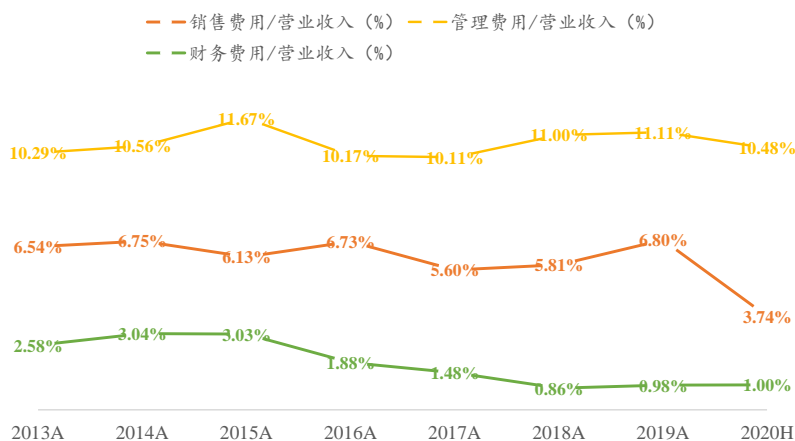
图表 6: 2013-2020H1 毛利率及净利率变化趋势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2013-2020H1 ROA 及 ROE 变化趋势


来源: wind, 中泰证券研究所

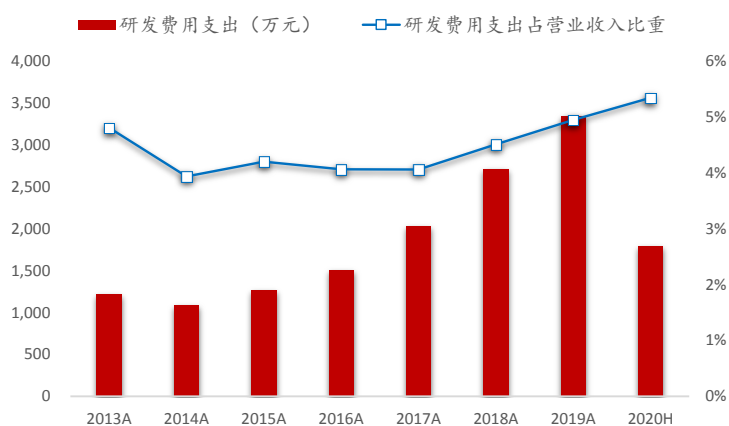
- **期间费用方面**, 2020H1, 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.74%、10.48%和 1.00%。2015 年以来, 公司整体费用率维持稳定。

图表 8: 2013-2020H1 期间费用占营业收入比重


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

1.4、研发特征: 聚焦主业研发, 技术具备领先优势

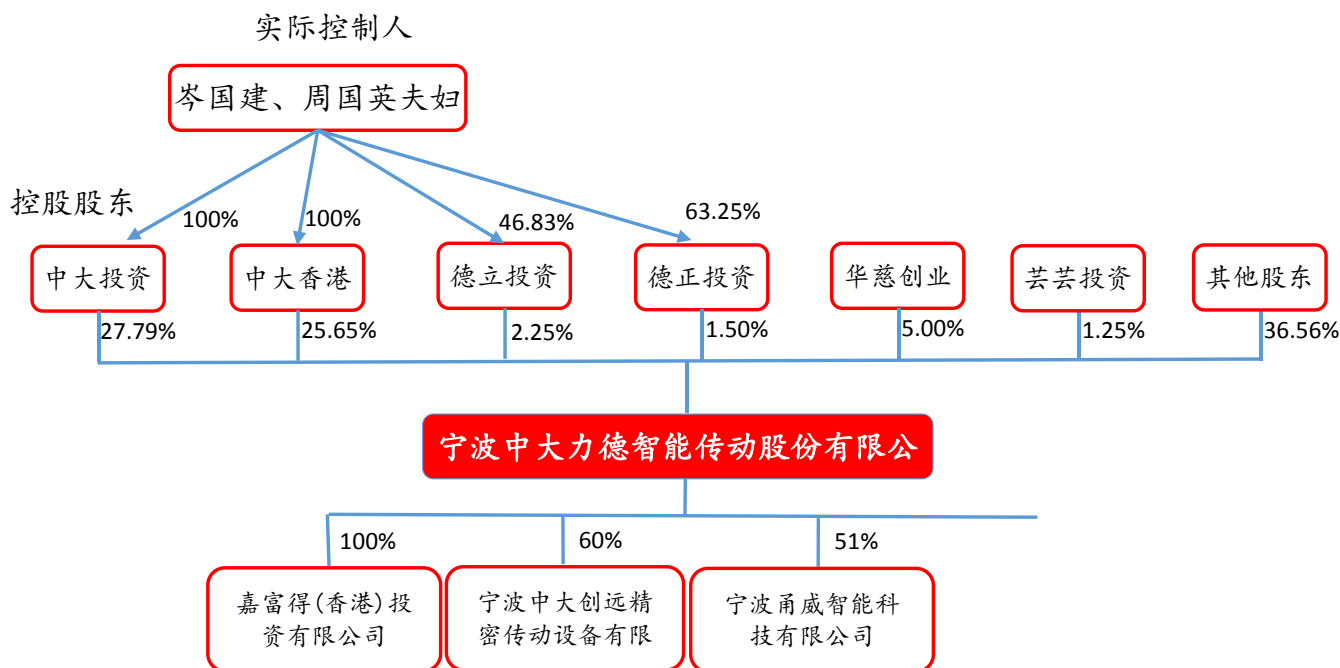
- **专注减速器、减速电机的研发, 投入持续加大。**公司较早进入减速器和减速电机行业, 自成立以来一直专注于减速器、减速电机的生产研发。2017-2019 年公司研发投入金额逐年增长, 由 0.20 亿元增长至 0.33 亿元, CAGR 为 28.45%; 占营业收入比例分别为 4.06%、4.51%、4.95%。2020H1, 研发投入 1785.72 万元, 占营收比重处于历史高位, 为 5.35%。此外, 公司研发人员数量迅速增长, 由 2017 年的 98 名, 数量占比 8.62% 增长至 2019 年的 150 名, 占总员工数量的 10.23%。截至 2019 年 12 月 31 日, 公司拥有专利 88 项, 主导和参与了 6 项国家和行业标准的制定, 自 2020 年初至 8 月 11 日, 公司新增专利 11 项, 其中发明专利 4 项。

图表 9: 2013-2020H1 研发费用及占营业收入比重


来源：公司公告、中泰证券研究所

1.5、股权结构：管理层充分持股，有利于决策效率提高

- 公司控股股东为宁波中大力德投资有限公司，实际控制人为岑国建、周国英夫妇。截至 2020 年 9 月 30 日，岑国建、周国英夫妇通过宁波中大力德投资有限公司、中大(香港)投资有限公司、慈溪德立投资管理合伙企业(有限合伙)、慈溪德正投资管理合伙企业(有限合伙)间接控制公司 55.44% 的股份，持股充分，有利于公司决策效率的提高。德立投资和德正投资是公司员工的持股平台，公司有一定的员工股权激励措施，有利于激发员工积极性。

图表 10: 公司股权结构 (截至 2020 年 9 月 30 日)


来源：公司公告、中泰证券研究所

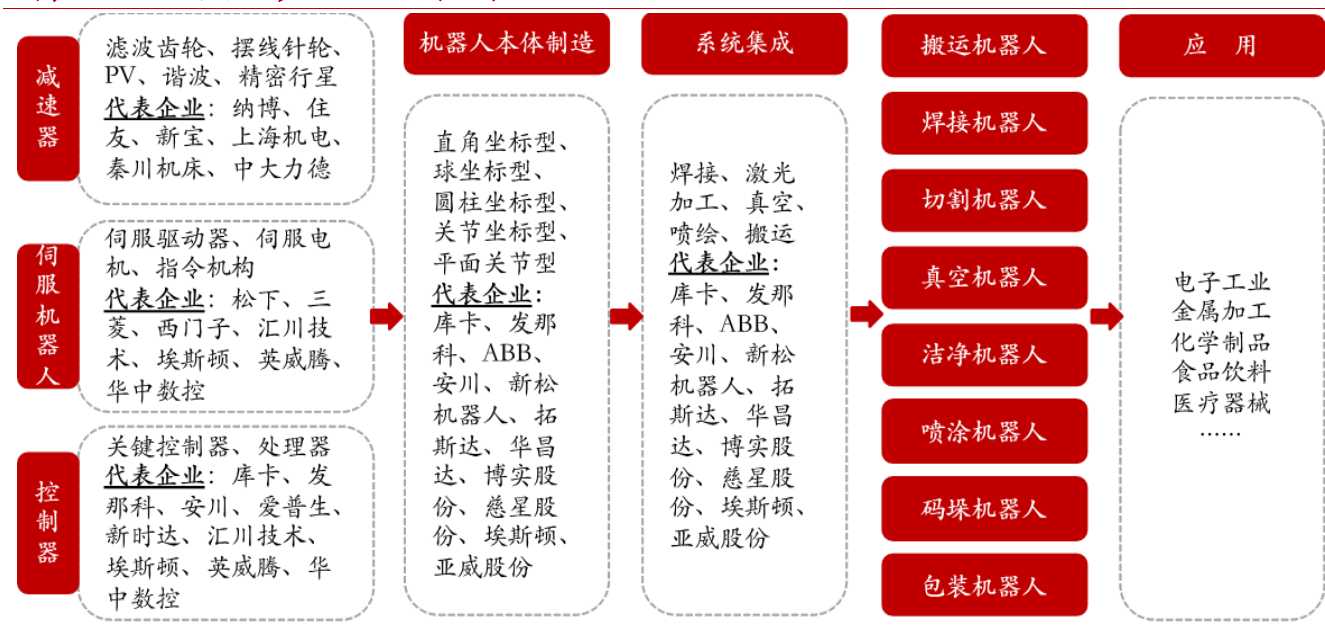
2、行业层面：机器人人大势所趋，减速器行业迎来发展机遇

- 减速器是工业机器人的核心零部件，根据中国机器人网，其价值量占到机器人总成本的 30%以上，因此减速器需求直接受到工业机器人行业景气度影响。2019 年 10 月开始工业机器人月产量同比增速由负转正持续至今，且 2020 年 3 月份至今，月产量同比增速均保持在两位数以上，3-8 月份同比增长分别为 12.90%/26.60%/16.90%/29.20%/19.40%/32.5%，景气度持续上行。本章将以减速器主要应用领域工业机器人行业为切入点，分析减速器行业发展逻辑。

2.1、机器人人大势所趋，自动化行业发展前景广阔

- 据 ISO 定义：工业机器人是一种具有自动控制的操作和移动功能，能够完成各种作业的可编程操作机。产业链包括上游核心零部件、中游机器人本体制造、系统集成和下游应用四个环节。其中核心零部件主要包括减速器、伺服电机与控制器，在机器人总成本中占比约六成，是制约我国工业机器人发展的主要技术瓶颈；机器人本体制造和系统集成的技术门槛相对较低，国内企业大多专注于工业机器人本体制造或系统集成；下游应用涉及汽车、电子、金属等行业。

图表 11：工业机器人产业链及主要公司

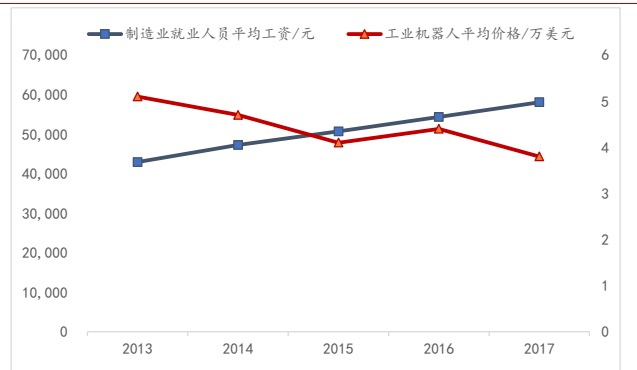


来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

- 长期来看，劳动力成本上升，“机器换人”经济替代效应逐渐显现。随着我国经济发展水平提升以及人口结构的转变，我国制造业职工平均工资呈趋势性上涨：2013-2019 年职工收入复合增速达到 8.63%。同时，我国人口红利正逐渐消失，制造业从业人数开始明显下降，尤其是长三角、珠三角等地制造业已经出现较严重的用工荒现象。另一方面，随着技术不断的升级和成熟，以工业机器人为代表的自动化设备成本不断下

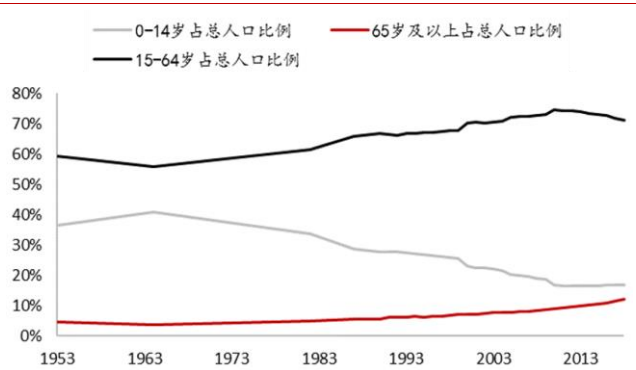
降。二者形成的成本“剪刀差”增大了制造行业对自动化设备的需求，制造业“机器换人”是必然趋势。工业机器人作为工业自动化的通用设备，是“机器换人”核心设备。

图表 12: 制造业平均工资-自动化设备成本剪刀差



来源：国家统计局，IFR、中泰证券研究所

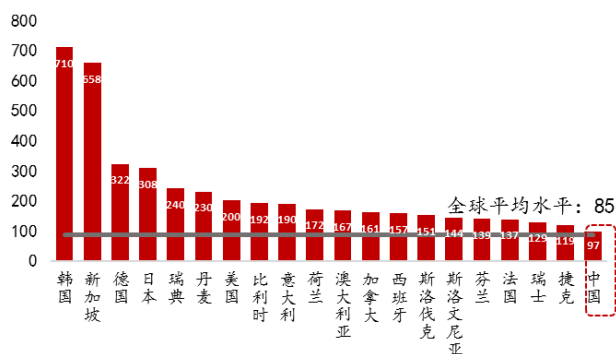
图表 13: 人口年龄结构变化趋势



来源：国家统计局，IFR、中泰证券研究所

中国制造业自动化程度尚低，未来发展空间巨大。根据国际机器人联合会统计数据，2017年我国工业机器人保有量为每万人97台，略高于全球平均水平每万人85台，与韩国(710台/万人)、新加坡(658台/万人)等工业化国家仍有较大差距。换言之，未来我国的工业机器人增量市场广阔。据《中国制造2025》规划，到2020年我国工业机器人销量将达15万台，保有量达到80万台。

图表 14: 2017年主要国家工业机器人密度/台每万人



来源：IFR、中泰证券研究所

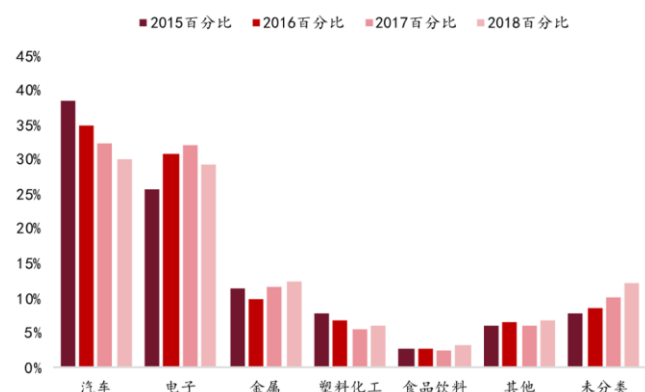
- 短期来看，工业机器人两大下游行业汽车、电子的景气度回升。汽车行业和电子电气行业是工业机器人应用最重要的两个领域，两个行业销量占比超过60%。根据IFR数据，2018年全球工业机器人在汽车、电子电气行业销量占比分别为37.44%和26.28%，合计超过60%。

我国汽车行业产销量迎来拐点，长期向好趋势不变。2020年初，受新冠疫情影响，我国汽车产销量同比下滑幅度较大，但是自4月份开始，我国汽车月产销量开始同比正增长：6月、7月、8月汽车月产量同比增长分别为20.40%、26.80%、7.60%；7月、8月、9月汽车月销量同比增长分别为16.37%、11.57%、12.8%。另外，今年汽车制造业固定资

产投资完成额月度累计同比也由2月份的-41.0%收窄至8月份的-19.3%。我们认为，尽管当前汽车市场仍承受较大压力，但已经出现明显的反弹趋势，消费市场稳健增长的基本面及长期向好的趋势不会改变，随着国家促进汽车消费的政策接连出台，购车需求有望释放，带动汽车行业固定资产投资增长，从而助推工业机器人需求。

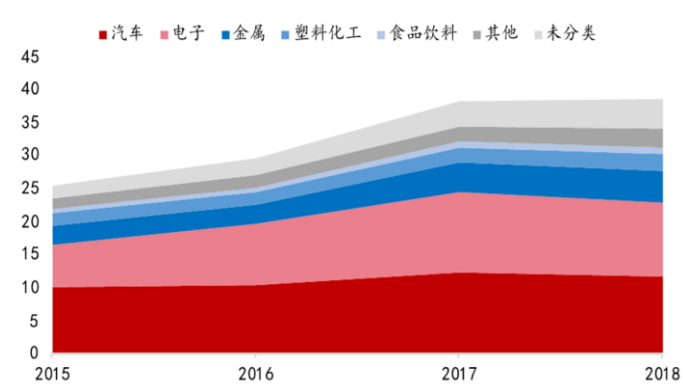
- **3C 领域方面，2019 年以来，以 TWS 耳机爆发和 5G 手机兴起为代表智能化升级推动行业持续复苏。**其中，TWS 耳机领域，智研咨询预计 2018-2020 年全球出货量将实现高速增长，分别达到 6500 万台，1 亿台和 1.5 亿台，年复合增速达 51.9%；5G 手机领域，据 Strategy Analytics 预测，2020 年，5G 手机销量将迎来爆发，5G 设备销量占总销量比例将由 2019 年的不到 1%提升至 2020 年的 10%左右。

图表 15: 2015-2018 全球工业机器人应用行业



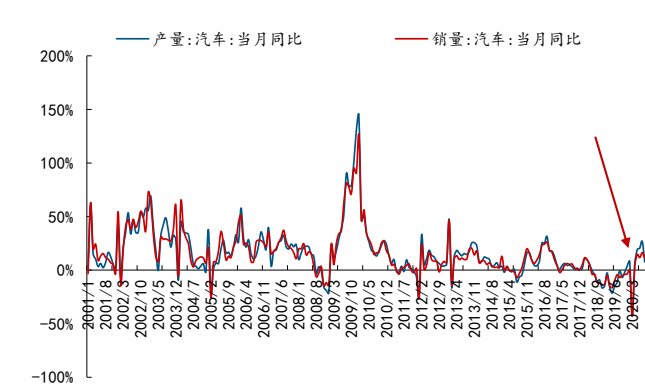
来源: IFR、中泰证券研究所

图表 16: 2015-2018 全球工业机器人应用行业变化



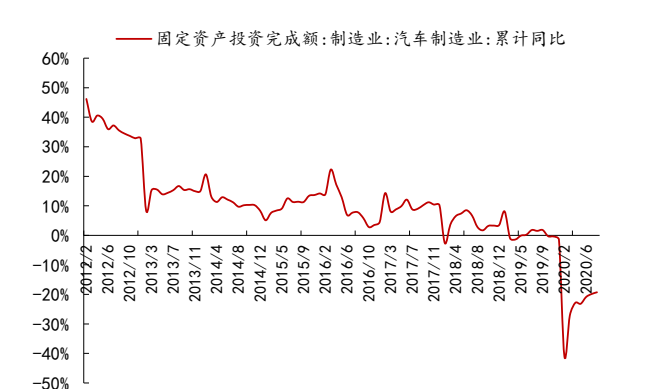
来源: IFR、中泰证券研究所

图表 17: 2000 年以来中国汽车产销量月度同比

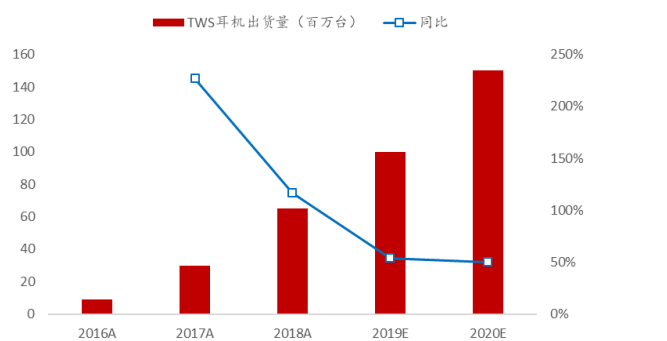


来源: 国家统计局、中泰证券研究所

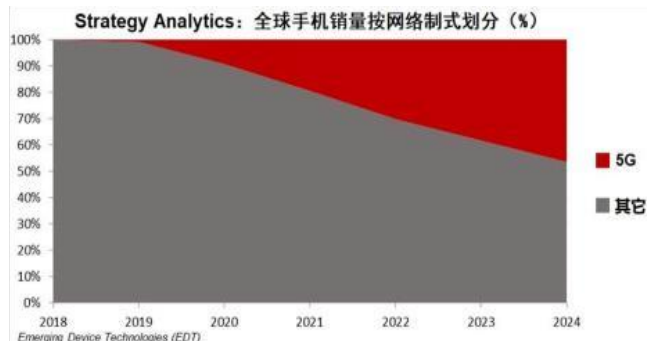
图表 18: 汽车制造业固定资产投资完成额累计同比



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 19: 全球 TWS 耳机出货量快速增长


来源: 智研咨询、中泰证券研究所

图表 20: 全球手机销量按网络制式划分 (%)


来源: Strategy Analytics、中泰证券研究所

制造业转型升级, 投资增速回落。制造业固定资产投资增速自 2016 年 9 月开始回暖, 2018 年制造业固定资产投资额累计增长 9.5%, 恢复到较高水平, 之后开始回落。2020 年初受新冠疫情影响, 我国制造业固定资产投资累计增速出现较大下滑, 但自 3 月份国内疫情好转以来, 我国制造业固定资产投资完成额降幅持续收窄, 3-8 月累计同比分别为 -25.20%/-18.80%/-14.80%/-11.70%/-10.20%/-8.10%, 短期来看, 我国制造业有望持续复苏。长期来看, 我国正处于从制造大国向制造强国的转型升级的进程, 制造业整体增速下滑, 而高新技术制造业和拥有自主知识产权的产品和技术将面临较大的发展空间。

图表 21: 2012-2020 制造业固定资产投资月度累计同比

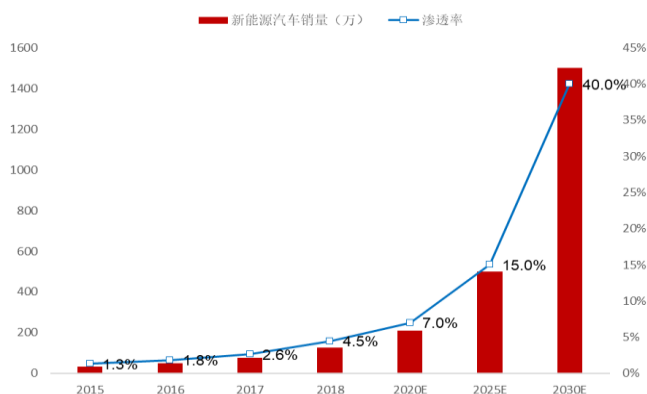

来源: 国家统计局、中泰证券研究所

- **持续看来, 工业机器人下游新兴行业发展机会大。**根据 GGII 数据, 2017 年中国 3C 家电行业机器人密度为 15 台/万名工人, 仅为发达国家的 1/100 左右, 潜在提升空间较大。另外, 2015-2018 年工业机器人下游其他行业如金属, 食品饮料等占比呈明显上升趋势。同时, 新能源汽车、光伏半导体、医疗等新兴产业仍有巨大自动化市场空间。

新能源汽车行业发展前景广阔。2018 年国内汽车整体销量为 2816.3 万辆, 其中, 新能源汽车销量 125.6 万辆, 渗透率为 4.5%, 根据中国汽车

工程学会编制的《节能与新能源汽车技术路线图》，2025 年新能源汽车销量将达到 500 万辆，渗透率达 15%，增长空间巨大。新能源行业中，工业机器人自动化方案主要应用于组装、焊接、检测、埋入等工艺环节；汽车零部件的焊接、切割、组装、喷涂、打码、检测等工艺环节也是工业机器人自动化方案的运用场景。

图表 22：我国新能源汽车销量及渗透率



来源：中国汽车工程学会、中泰证券研究所

金属加工的自动化应用场景丰富。工业机器人可用于去毛刺、锯切、钻孔、铣削、精加工、修边模、金属件抛光等工艺程序。

医疗行业：自动化可用于医疗机器人、医院自动化和医院物流等领域，其中医疗机器人已涵盖包括手术、医院服务、康复等诸多领域。随着我国人口老龄化趋势加重，医疗机器人的应用需求逐渐增加，以康复机器人为主的手术机器人已得到较为广泛的应用。在 2019 世界机器人大会上，英国帝国理工大学教授、英国皇家工程院院士杨广中表示，医疗机器人是目前国内机器人市场最有发展前景的领域。

食品工业：在整个食品工业链的机械制造环节，食品的加工和包装是机械制造业最核心的一部分，单考虑包装环节，根据我国农业部对乳制品行业的分析文章，乳品包装占生产成本比重为 30%-40%；而填充、成型、封口、贴标、集装、二次包装和堆垛都是自动化应用场景，根据中国传动网，食品饮料自动化产品线主要包括驱动类产品线（份额 88.1%）、控制类产品线（份额 7.7%）和仪表类产品线（份额 4.2%）。随着机器人技术的发展和食品供应链的完善，预计未来食品行业自动化产品整体市场规模将持续增长。从食品制造业工业增加值月度累计同比来看，在年初情况较差的情况下，2020 年前 8 个月食品制造业工业增加值已经和去年同期持平。

图表 23：我国食品制造业工业增加值累计同比


来源：国家统计局、中泰证券研究所

2.2、减速器：日系企业主导，国产品牌或将迎来逆袭

- 减速器可分为一般传动减速器和精密减速器。**减速器是多个齿轮组成的传动零部件，利用齿轮的啮合改变电机转速，改变扭矩及承载能力，也可实现精密控制。减速器种类及型号繁多，按照控制精度划分，减速器可分为一般传动减速器和精密减速器。一般传动减速器控制精度低，可满足机械设备基本的动力传动需求。精密减速器回程间隙小、精度较高、使用寿命长，更加可靠稳定，应用于机器人、数控机床等高端领域。随着制造业自动化、智能化产业升级，精密减速器也逐步应用于食品、包装、纺织、电子、医疗等机械设备领域，实现精密控制的需求。

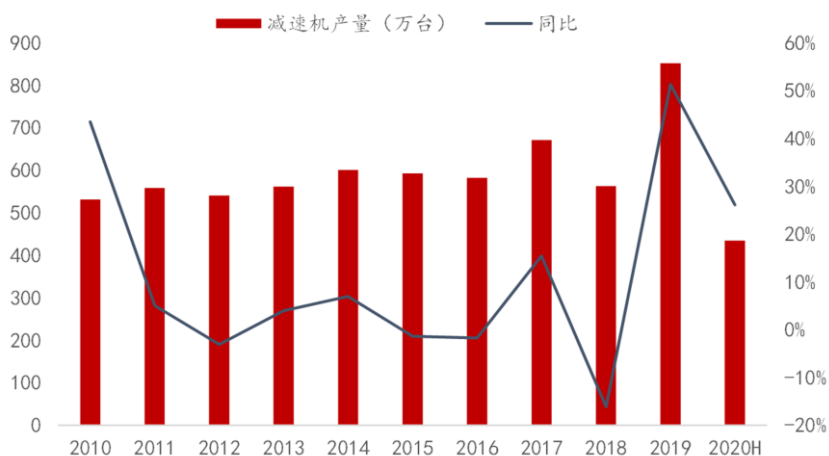
RV 减速器与谐波减速器同为大量应用在关节型机器人上的减速器，但应用领域有所不同。工业机器人用减速器主要分为 5 类，分别是：①谐波齿轮减速器；②摆线针轮行星减速器；③RV 减速器；④精密行星减速器；⑤滤波齿轮减速器。不同类型的精密减速器在传动效率、减速比方面各不相同，最终的应用领域也不同。其中，大量应用在关节型机器人上的减速器主要有 RV 减速器和谐波减速器两类，因为这两类减速器具备关节型机器人所要求的传动链短、体积小、功率大、质量轻和易于控制等特点。而相比于谐波减速器，RV 减速器具有更高的刚度和回转精度，因此在关节型机器人中，一般将 RV 减速器放置在机座、大臂、肩部等重负载的位置；而将谐波减速器放置在小臂、腕部或手部的位置。所以，RV 减速器与谐波减速器应用领域不同，拥有自己独特的市场空间。

图表 24: 减速器分类及适用范围

类型	特点
齿轮减速器	体积小，传递扭矩大，传动效率高，耗能低，性能优越。在模块组合体系基础上设计制造，有极多的电机组合、安装形式和结构方案，传动比分级细密，满足不同的使用工况，实现机电一体化。
蜗杆减速器	具有反向自锁功能，可以有较大的减速比，输入轴和输出轴不在同一轴线上，也不在同一平面上。一般体积较大，传动效率不高，精度不高。
行星齿轮减速器	优点是结构比较紧凑，回程间隙小、精度较高，使用寿命很长，额定输出扭矩可以做的很大。但价格略贵。
谐波减速机	谐波传动利用柔性元件可控的弹性变形来传递运动和动力，体积不大、精度很高，缺点是柔轮寿命有限、不耐冲击，刚性与金属件相比较差。输入转速不能太高。
RV 减速机	体积小、质量轻、传动比范围大、寿命长、精度保持稳定、效率高、传动平稳。价格较高。
摆线针轮减速机	采用摆线针齿啮合行星传动原理的传动机型，是一种理想的传动装置，具有许多优点，用途广泛，并可正反运转。

来源：《机电设备安装与维护》、中泰证券研究所

国内减速机产量波动较大。减速机作为传动机械的重要基础部件，是装备制造业的重要组成部分，“十三五”期间，我国推行制造业升级，专用机械、通用机械等设备将受益于政策红利，向精细化、绿色化、数字化发展，进而为减速器需求市场提供巨大发展空间。近年来中国减速器产量波动较大，近两年产量增长明显。2019年，中国减速机产量为851.67万台，同比增长51.3%，2020H1，中国减速机产量为434.88万台，同比增长26.1%。

图表 25: 2010-2020H1 年中国减速器产量及同比


来源：国家统计局、中泰证券研究所

- 减速器市场长期被日系企业垄断，但国产化已到临界点。全球减速器行

业为寡头垄断竞争格局，市场基本被两大日系企业纳博特斯克和哈默纳科垄断，其中纳博特斯克优势集中在 RV 减速器，哈默纳科的竞争优势主要在谐波减速器。根据前瞻产业研究院数据，2018 年纳博特斯克在精密减速器领域的全球市占率达 60%。从国内市场来看，精密减速器国产化已接近临界点，主要具备三个特点：

- **性能方面：国产精密减速器与国外产品差距正不断缩小。**工业机器人精密减速器的关键技术指标主要包括扭转刚度、启动转矩、传动精度、空程、背隙、传动误差、传动效率等，通过对国内外精密减速器关键技术指标对比可以发现，国产品牌虽然呈现的内容略显粗糙，但在部分指标上已接近日系品牌。

图表 26：国内外主要精密减速器产品性能对比

技术指标	减速比	输出转速 (r·min ⁻¹)	输入功率 (kW)	输出扭矩 (N·m)	传动精度	减速比范围	空程	背隙	传动效率%	平均寿命h	超载能力
HD(CSG系列)	100	20	—	10/31/52/87/178/459/611/905/1236	0.5'~2'	50~160	1'~3'	3"~60"	65~85	50000	—
Nabtesco (RV-E系列)	—	5	0.16	231	<23"	30~191	<1.5'	—	85~95	—	2~2.5
		15	0.86	412							
		25	1.23	353							
绿的谐波	LCS	100	20	7.4/23/38/64/130/252/335/446	—	30~160	<40"	<20"/<10"	—	9000/10000/15000	2~2.5
	LCD	100	20	5.1/15/45/91/176/313	—	50~160	<40"	<20"	—	9000/10000	
	LHS	100	20	7.4/23/38/64/130/252/335/446	—	30~160	<40"	<20"/<10"	—	9000/10000/15000	
	LHD	100	20	5.1/15.2/27/45/91/175	—	50~160	<40"	<20"	—	9000/10000	
南通镇康 (RV)	—	5	0.17	243	<1'	81~171	—	<1'	>80	>5500	2.5
		15	0.88	400							
		25	1.2	355							

来源：工业机器人精密减速器综述、中泰证券研究所

- **产能方面：**部分国内企业产品已开始量产，并开始小范围销售。国内企业中，除上海机电通过与纳博特斯克成立合资公司进入减速器行业外，其他企业均通过投入大量资源研发减速器。谐波减速器领域，根据高工机器人报道，绿的已真正实现产品的完全进口替代；RV 减速器领域，南通镇康、秦川机床、双传环动、中大力德均取得产品市场化推广的突破。

图表 27：国内减速器主要生产企业（单位：万台/年）

企业简称	主要产品	产量产能
绿的谐波	谐波减速器	2018 年谐波减速器产量超过 12 万台
浙江来福	谐波减速器	2017 年出货量约为 1 万台
中技克美	谐波减速器	2019 年产能达 5 万套/年
南通镇康	RV 减速器	2018 年产能为 3 万台/年
秦川机床	RV 减速器	2018 年产能 2.4 万台/年
双环传动	RV 减速器	2019 年产能为 6 万台/年
中大力德	RV 减速器	2018 年产能为 6 万台/年
上海机电	RV 减速器	2018 年产能为 10 万台/年

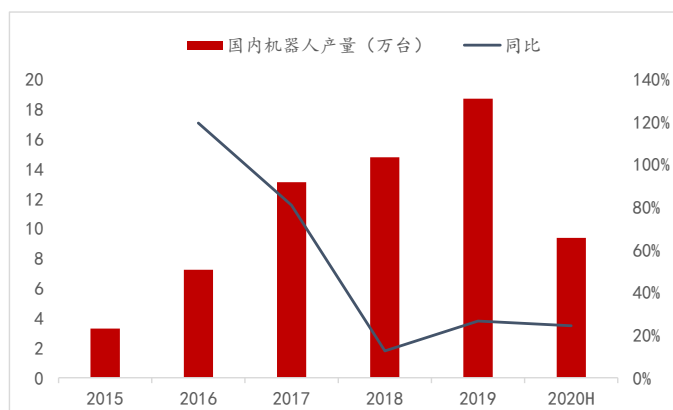
来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

① **价格方面：外资品牌被倒逼降价。**随着国际机器人厂家在中国扩大产能和国产机器人的发展，RV 减速机价格逐渐下降。根据高工机器人网报道，国内减速机价格呈下行趋势，其中纳博特斯克降价幅度达 50%以上。我们认为，外资品牌的主动降价充分表明国内自主厂商性价比优势正日益突出。

2.3、2019-2021 年国内机器人减速机市场空间有望达 134 亿元

- **工业机器人市场空间测算：**根据 IFR 数据，我国工业机器人产量逐年攀升，2016-2017 年增长迅速，2018-2019 年增速回落至 10%-30%，2020H1 产量为 9.38 万台，考虑到上半年新冠疫情影响，仍同比增长 24%，并达到 2019 年全年产量的一半。我们假设 2020 年我国工业机器人全年产量为上半年的 2 倍，2021-2022 年产量同比均为 5%，则 2020-2022 年我国工业机器人产量分别为 18.76 万台、19.70 万台、20.68 万台。
- **机器人减速机市场空间测算：**按照一台机器人平均配 5 个减速机进行计算，假设 2020 年减速机单价 5000 元/台，往后每年降 10%左右，预计 2020-2022 年国内减速机市场空间为 134 亿元。

图表 28：国内工业机器人产量及同比



来源：IFR、中泰证券研究所

图表 29：机器人减速机空间测算

	2019A	2020E	2021E	2022E
机器人产量 (万台)	18.69	18.76	19.70	20.68
减速机需求量 (万台)	93.45	93.8	98.5	103.4
单价 (元/台)	-	5000	4500	4100
减速机市场空间 (亿元)	-	46.9	44.33	42.40

来源：IFR、中泰证券研究所

3、RV 减速机跻身第一梯队，一体机战略构造核心优势

3.1、RV 减速机率先突破，签订大单验证公司实力

- RV 减速器国产化率较低。**2.2 节已介绍，RV 减速器属于精密减速器。目前，应用于机器人领域的减速器主要为 RV 减速器和谐波减速器。根据 GGII 数据，在工业机器人市场中，RV 与谐波使用量的占比约 65%:35%。因 RV 较谐波具备优势，在先进机器人传动中有逐渐取代谐波减速器的发展趋势。然而在 RV 减速器领域，国内在高精度摆线针轮减速机方面研究起步较晚，仍主要集中在高校及科研院所，国产 RV 减速器仅有小批量应用于工业机器人领域。精密减速器的设计、研发和制造需要对相关材料、零件结构和齿轮齿形进行反复的测试与修正，而这一过程需要 5-6 年的经验与技术积累，这是目前国内厂商所欠缺的。根据中大力德招股说明书，RV 减速器国产化率不超过 5%。

图表 30: 全球 RV 减速器主要企业及其市占率

企业简称	主要产品	全球精密减速机市占率
哈默纳科	谐波减速器	约 15%
纳博特斯克	RV 减速器	约 60%
住友	RV 减速器	约 5%-10%
SPINEA	RV 减速器	约 5%

来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

- 2015 年公司取得 RV 减速器技术突破。**根据招股说明书，公司于 2015 年在滚筒电机和 RV 减速器方面取得技术突破并小批量生产，用于智能物流和工业关节机器人。目前，中大力德已拥有小型交流减速电机、微型交流减速电机、微型有刷直流减速电机、微型无刷直流减速电机、锥齿轮减速电机、滚筒电机、精密减速器、传动行星减速器、RV 减速器等产品系列，细分产品已达上千种。其中，“ZD-220BX-81-RVE 摆线针轮 RV 减速器”列入省内首台（套）产品。
- 签订大单验证公司实力，RV 减速器有望为公司业绩增长创造新的蓝海。**2018 年 5 月 7 日，公司与伯朗特签订了 RV 减速机产品购销合同，在 2018 年 5 月 2 日至 2019 年 12 月 31 日向后者供应不低于 30000 个 RV 减速机；2018 年 9 月公司与伯朗特再度签订合同，将于 2019 年底向后者供应不低于 5 万个行星减速机。RV 减速器作为制约国产机器人突破的核心因素，公司连续签订大单充分彰显技术实力，具备典型的进口替代效应。目前中大力德 RV 减速器已经在 50 家以上客户使用，使用期最长的已经到 3 年以上，产品主要应用在焊接、搬运等工业机器人关节，冲床上下料及其它机床上下料机械手，变位机，转台，机床刀塔，木工机械等领域。随着未来工业机器人行业高速发展，RV 减速器有望为公司业绩增长创造新的蓝海。

图表 31: 公司分业务营收增长情况

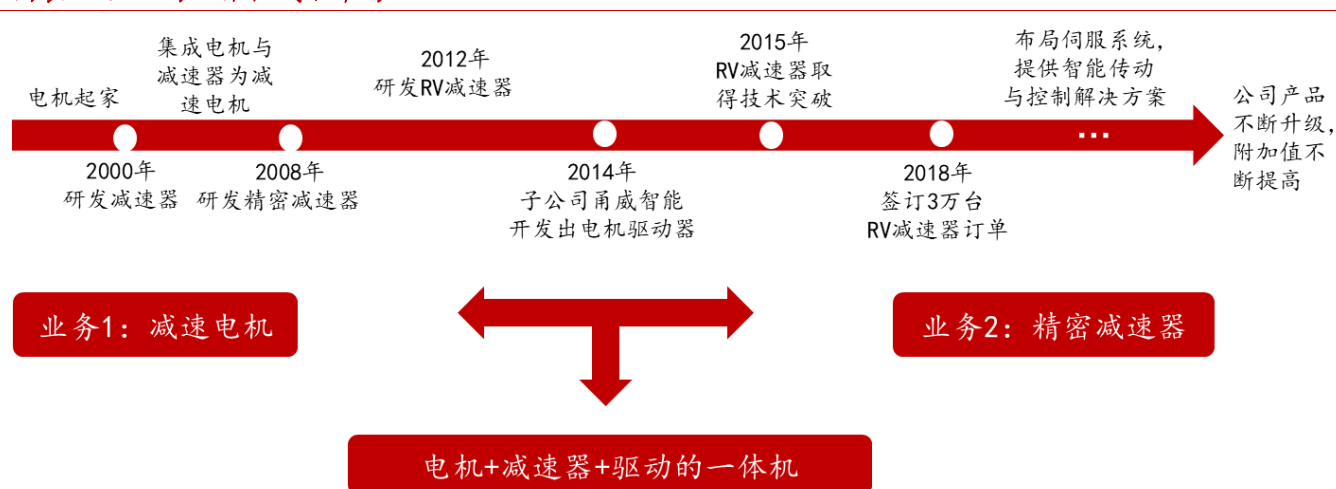
分业务收入 (百万元)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
减速电机	218	235	292	368	435	472
占总营收比重	79.21%	78.34%	79.04%	73.86%	72.61%	69.82%
同比	3.81%	7.80%	24.26%	26.03%	18.23%	8.51%
减速器	46	58	68	118	151	189
占总营收比重	16.56%	19.17%	18.47%	23.77%	25.13%	27.96%
同比	35.29%	26.09%	17.24%	73.53%	27.17%	27.96%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

3.2、减速器+电机+驱动器一体机战略构造公司核心竞争优势

- 公司一体机发展历程:** 公司起步做普通电机, 2000 年开始布局减速器, 并将电机与减速器集成为减速电机业务, 2018 年占营收比重为 73%; 另一方面, 公司从 2008 年开始研发精密减速器, 2012 年开始研发 RV 减速器, 2015 年取得技术突破, 精密减速器业务 2018 年占营收比重为 25%。此外, 公司 2013 年设立子公司甬威智能, 将业务布局延伸至电机驱动领域, 且子公司已于 2014 年开发出电机驱动器, 公司已逐步形成了减速器、电机、驱动器一体化系统。未来, 公司有望从单一的产品供应商发展成为电机+减速器+驱动的一体机供应商。

图表 32: 公司一体机战略布局



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 公司一体机战略优势:**
 - 下游应用广泛, 能够实现从工业领域向消费领域的延伸。** 一体机能够广泛应用于低速控制场景。在工业领域, 除工业机器人外, AGV、机床、纺织机械、包装机械、3C 设备均具备一体机需求; 在消费领域, 一体机能够应用于老年自动轮椅、婴儿电动车、智能行李箱等众多领域。以老年代步车为例, 国家统计局数据显示, 2019 年底, 我国 60 岁及以上老年人口有 2.54 亿人, 占总人口比例 18.1%。我们对这一市场进行粗略估计, 假设到 2020 年老年代步车的渗透率达到 5%, 单价 25000 元, 则老年代步车市场空间为 3000 亿元以上; 按照“电机+减速器+伺服驱动”占整个造价的 10% 计算, 则市场空

间为 318 亿元。该估计表明，由于我国 60 岁以上老年人口众多，老年代步车的潜在市场存在较大空间，由此而带来的“电机+减速器+伺服驱动”需求亦较大。

- ② **对客户而言：**一体机的产品供应能够为客户实现一站式采购，降低客户采购成本。
- ③ **对公司而言：**一体机相较于单个产品供应具备更高的技术难度，能够增强公司产品护城河，同时提高客户黏性。

图表 33：一体机下游应用领域



来源：搜狐网、中泰证券研究所

4、首次覆盖，给予公司“买入”评级

- 公司是国内减速器与减速电机优势企业，随着工业机器人行业景气度上行，减速器行业有望充分受益，业绩拐点已经来临；公司在国内率先实现 RV 减速器技术突破，签订大单验证公司实力，RV 减速器有望为公司业绩增长创造新的蓝海；此外，公司已逐步形成了减速器、电机、驱动器一体化系统，一体机布局能够增强公司产品护城河，同时提高客户黏性。
- 参考近三年及最新一期公司的收入和毛利率情况，结合公司通过精益生产、信息化管理，提高工作效率和设备利用率，降低产品报废率，同时加强对采购的价格管控，整合供应商，降低采购成本等因素，我们假设，2020-2022 年，公司减速电机业务营业收入分别实现同比增长 18.00%、17.00%和 17.00%，毛利率水平均为 33.00%；减速器业务营业收入分别实现同比增长 25.00%、24.00%和 23.00%，毛利率均为 30.00%；配件业务营业收入分别与 2019 年持平；其他业务营业收入分别实现同比增长 20.00%、17.00%和 17.00%；由此预计公司营业总收入实现同比增长 19.88%、18.96%和 18.76%。另外，公司费用率呈下降趋势，假设 2020-2022 年，公司销售费用率分别为 6.8%、6.3%和 6.0%，管理费用（含研发费用）率分别为 11.1%、10.6%和 9.9%，财务费用率分别为 0.7%、0.4%和 0.1%。其他财务相关数据根据往年情况及最新一期公司公告合理预测。
- 最终，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.89 亿元、1.20 亿元、1.56 亿元，对应 EPS 分别为 1.12 元/股、1.50 元/股、1.95 元/股，按照最新收盘价 31.00 元，对应 PE 分别为 27.8、20.7、15.9 倍，公司所在的工业机器人领域内可比公司的估值和估值预期水平较高，因此我们认为公司相较可

比公司存在一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 34: 公司业务拆分

业务	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	假设条件
减速电机业务收入 (百万元)	435.0	472.4	557.4	652.2	763.1	1、我国制造业持续复苏，各行业工业机器人密度保持上升趋势，新能源汽车、金属加工、医疗、食品加工等行业对工业机器人保持较为旺盛的需求，机器人行业受益。 2、我国工业机器人产量保持当前良好态势，行业景气度不断上行，国产化率逐步提高。 3、公司 RV 减
减速电机业务收入 YOY (%)	18.24%	8.60%	18.00%	17.00%	17.00%	
减速电机业务占比 (%)	72.61%	69.86%	68.76%	67.63%	66.63%	
减速电机业务毛利率 (%)	27.48%	28.09%	33.00%	33.00%	33.00%	
减速电机业务毛利润 (百万元)	119.5	132.7	184.0	215.2	251.8	
减速器业务收入 (百万元)	150.5	189.3	236.6	293.4	360.8	
减速器业务收入 YOY (%)	27.17%	25.72%	25.00%	24.00%	23.00%	
减速器业务占比 (%)	25.13%	27.99%	29.18%	30.42%	31.51%	
减速器业务毛利率 (%)	38.72%	30.61%	30.00%	30.00%	30.00%	
减速器业务毛利润 (百万元)	58.3	57.9	71.0	88.0	108.2	
配件业务收入 (百万元)	4.3	4.0	4.0	4.0	4.0	
配件业务收入 YOY (%)	-18.32%	-7.48%	0.00%	0.00%	0.00%	
配件业务收入占比 (%)	0.71%	0.59%	0.49%	0.41%	0.35%	
配件业务毛利率 (%)	7.24%	18.94%	28.00%	28.00%	28.00%	
配件业务毛利润 (百万元)	0.3	0.8	1.1	1.1	1.1	
其他业务收入 (百万元)	9.3	10.6	12.7	14.8	17.3	
其他业务收入 YOY (%)	40.15%	14.16%	20.00%	17.00%	17.00%	
其他业务收入占比 (%)	1.54%	1.56%	1.56%	1.54%	1.51%	
其他业务毛利率 (%)	21.08%	24.91%	25.00%	25.00%	25.00%	

其他业务毛利润 (百万元)	2.0	2.6	3.2	3.7	4.3	速器保持技术 优势，一体机战 略进展顺利，减 速器与减速电 机充分受益于 行业复苏。
合计营业收入 (百万元)	599.1	676.2	810.6	964.3	1,145.2	
合计营业收入 YOY (%)	20.26%	12.88%	19.88%	18.96%	18.76%	
合计毛利率 (%)	30.06%	28.69%	31.98%	31.94%	31.92%	
合计毛利润 (百万元)	180.1	194.0	259.2	308.0	365.5	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35: 可比公司估值

公司	代码	2020/10/19 市 值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
拓斯达	300607.SZ	117	1.9	5.7	5.6	6.7	61.6	20.5	20.9	17.5
机器人	300024.SZ	234	2.9	3	3.6	4	80.7	78.0	65.0	58.5
埃斯顿	002747.SZ	189	0.7	1.4	2.1	2.7	270.0	135.0	90.0	70.0
克来机电	603960.SH	108	1	1.6	2.2	2.9	108.0	67.5	49.1	37.2
绿的谐波	688017.SH	96	0.6	0.9	1.3	1.9	160.0	106.7	73.8	50.5
均值							136.1	81.5	59.8	46.7

来源：wind，中泰证券研究所 注：数据来自 wind 一致性预测

5、风险提示

- **宏观经济环境变化风险。**若国内外宏观经济环境发生变化，下游行业投资放缓，减速器、减速电机市场需求可能受到影响，精密减速器等关键零部件国产化需求也可能放缓。
- **工业机器人行业增长不及预期的风险。**减速器是工业机器人的核心零部件，因此其需求直接受到工业机器人行业景气度影响，若工业机器人行业增长不及预期，可能将对公司业绩的持续增长带来压力。
- **国产化替代进展不及预期风险。**我国在高端与精密制造业领域和欧美发达国家仍存在较大的差距，考虑到技术研发风险等因素，存在国产化替代进展不及预期风险。
- **市场竞争风险。**小型、微型减速电机已基本实现了国产化，更多本土竞争对手的加入，以及技术的不断成熟，产品可能出现一定程度的同质化，从而导致市场价格下降、行业利润缩减。
- **市场空间与需求不达预期风险。**市场空间及需求测算均基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期的风险。

- **公司一体机战略发展不及预期风险。**公司一体机战略需要投入较多技术资源，后续若研发进程与研发结果以及公司技术整合等内容不及预期，则可能会对公司一体机战略发展产生不利影响。
- **原材料价格波动风险。**原材料占公司主营业务成本的比重较高，因此原材料价格变化对公司经营业绩影响较大。若原材料价格发生剧烈波动，将引起公司产品成本的大幅变化，则可能会对公司经营产生不利影响。

图表 36: 中大力德盈利预测表

损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	599	676	811	964	1,145
增长率	20.3%	12.9%	19.9%	19.0%	18.8%
营业成本	-419	-482	-551	-656	-780
% 销售收入	69.9%	71.3%	68.0%	68.1%	68.1%
毛利	180	194	259	308	366
% 销售收入	30.1%	28.7%	32.0%	31.9%	31.9%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-5	-6
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-35	-46	-55	-61	-69
% 销售收入	5.8%	6.8%	6.8%	6.3%	6.0%
管理费用	-66	-75	-90	-102	-113
% 销售收入	11.0%	11.1%	11.1%	10.6%	9.9%
息税前利润 (EBIT)	76	69	110	140	177
% 销售收入	12.7%	10.3%	13.5%	14.6%	15.5%
财务费用	-5	-7	-6	-3	-1
% 销售收入	0.9%	1.0%	0.7%	0.4%	0.1%
资产减值损失	5	-9	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	0
% 税前利润	5.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	54	94	127	166
营业利润率	13.5%	8.0%	11.6%	13.2%	14.5%
营业外收支	11	1	0	0	0
税前利润	91	54	94	127	166
利润率	15.3%	8.1%	11.6%	13.2%	14.5%
所得税	-11	-6	-7	-10	-13
所得税率	11.6%	11.5%	7.7%	7.7%	7.6%
净利润	73	53	89	120	156
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	73	53	89	120	156
净利率	12.2%	7.8%	11.0%	12.4%	13.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	73	53	89	120	156
加: 折旧和摊销	33	5	7	10	13
资产减值准备	5	-9	-10	-10	-10
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	5	7	6	3	1
投资收益	5	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-97	-7	93	120	137
经营活动现金净流	109	99	134	171	178
固定资本投资	-125	-121	29	47	42
投资活动现金净流	-71	-154	35	47	42
股利分配	-20	-19	-31	-48	-62
其他	-70	161	0	0	0
筹资活动现金净流	-91	142	-31	-48	-62
现金净流量	-52	87	139	169	158

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	109	57	144	267	383
应收款项	126	124	148	163	178
存货	217	206	237	274	314
其他流动资产	10	78	53	34	40
流动资产	461	465	583	738	916
% 总资产	49.3%	45.7%	53.0%	61.2%	68.3%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	375	496	468	421	379
% 总资产	40.0%	48.8%	42.5%	34.9%	28.3%
无形资产	33	34	34	33	31
非流动资产	475	552	517	468	424
% 总资产	50.7%	54.3%	47.0%	38.8%	31.7%
资产总计	937	1,017	1,100	1,206	1,340
短期借款	140	172	172	172	172
应付款项	141	118	135	161	192
其他流动负债	42	43	49	58	69
流动负债	323	333	357	392	432
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	54	54	54	54
负债	347	386	411	445	486
普通股股东权益	590	631	689	761	854
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	937	1,017	1,100	1,206	1,340

比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.91	0.66	1.12	1.50	1.95
每股净资产 (元)	7.38	7.88	8.61	9.51	10.67
每股经营现金净流 (元)	1.37	1.24	1.68	2.13	2.23
每股股利 (元)	0.25	0.24	0.39	0.60	0.78
回报率					
净资产收益率	11.26%	12.35%	8.33%	12.97%	15.73%
总资产收益率	7.66%	7.78%	5.16%	8.12%	9.92%
投入资本收益率	23.97%	13.03%	22.15%	29.67%	38.64%
增长率					
营业总收入增长率	20.26%	12.88%	19.88%	18.96%	18.76%
EBIT增长率	14.88%	-26.17%	56.19%	29.86%	27.88%
净利润增长率	21.78%	-27.95%	70.13%	33.90%	30.24%
总资产增长率	19.90%	8.56%	8.14%	9.67%	11.12%
资产管理能力					
应收账款周转天数	74.1	66.4	60.5	58.2	53.7
存货周转天数	109.7	112.6	98.5	95.4	92.4
应付账款周转天数	70.8	68.9	56.2	55.4	55.4
固定资产周转天数	187.8	232.0	214.1	165.9	125.7
偿债能力					
净负债/股东权益	-58.73%	-61.24%	-59.67%	-58.58%	-56.92%
EBIT利息保障倍数	17.2	9.8	18.2	39.2	133.3
资产负债率	37.00%	37.98%	37.37%	36.94%	36.27%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。