



Research and  
Development Center

# 进击中的稀缺链传动龙头

—征和工业(003033)公司深度报告

2022年11月10日

王舫朝 非银&中小盘首席分析师

S1500519120002

010-83326877

wangfangzhao@cindasc.com

武子皓 中小盘分析师

S1500522060002

15001884486

wuzihao@cindasc.com

## 证券研究报告

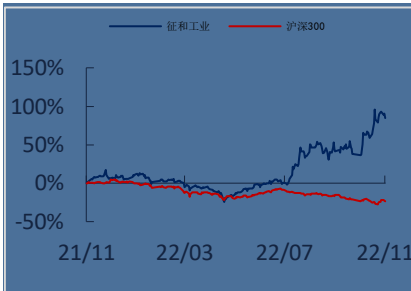
### 公司研究

### 公司深度报告

#### 征和工业 (003033)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价 (元)	47.90
52 周内股价波动区间 (元)	50.68-19.56
最近一月涨跌幅 (%)	33.87
总股本 (亿股)	0.82
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	39.16

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

## 进击中的稀缺链传动龙头

2022 年 11 月 10 日

### 本期内容提要：

- ◆ **国内链传动龙头，业绩表现优异。**公司深耕链传动行业多年，形成车辆链、农机链和工业链系统三大业务板块。近年来，受益于下游开拓、技术升级及产品结构调整等，业绩持续向好。2022Q1-3 实现营收 11.83 亿元，yoy20.57%；归母净利润 1.23 亿元，yoy96.59%，毛利率回升至 22.62%。
- ◆ **链条“耗材”属性明显，增存量空间较大。**（1）**车辆链**：消费升级驱动大排量摩托车作为个性化消费品购买浪潮涌现，同时全球摩托车景气度回升，摩托车链存量市场扩容，我们测算 2021 年全球及中国的摩托车链市场分别为 187 亿元/44 亿元。同时，国内存量汽车链市场广阔，我们测算 2021 年全球汽车链市场有望增加至 79 亿元；（2）**农机链**：粮食安全重要性提升和人口老龄化倒逼全球农业自动化水平提高，农机渗透率提升和设备升级迭代，有望带动农业机械链市场成长；（3）**工业设备链**：工业下游多样化，应用场景丰富，我们测算 2021 年全球工业设备链市场规模接近 200 亿元。链传动行业下游应用多、市场空间广阔，虽然椿本、DID、桂盟等龙头收入体量大，但市场集中度仍较低。随着征和工业加速技术创新、产品结构优化等，有望持续提高市场份额。
- ◆ **战略清晰，三大产品线品牌齐发力。**（1）**销售**：模式多样化，品牌建设成效显著。公司通过准入壁垒高的主机厂商配套模式和高品质要求的 OEM 模式进行品牌力及客户的积累。由于链系统属于耗材，售后市场广阔，公司积极设立国内外经销网络发展售后经销模式，加速品牌建设；（2）**成长**：“内生+外延”提高产品交付能力，规模效应逐渐显现。内生：公司募投项目建设有效提升工业设备链系统和发动机链系统产品产能的同时，依托互联网平台进行数字化转型，提高生产效率。外延：公司完成收购上海瀚通后，丰富了汽车链配套产品品类，积极整合资源后有望形成协同及规模效应；（3）**战略**：专精特新小巨人，下游广泛抗压能力强，业绩有望高增长。公司作为行业隐形冠军，获评专精特新小巨人；下游广泛，使得公司摆脱了对某一特定行业的景气度依赖；公司未来将依托现有摩托车链的市场竞争地位和良好品牌度，积极开拓后市场，寻找机会伴随主机厂出海进行前装配套；汽车链赋能上海瀚通提升高附加值发动机链条产品组合收入；农机链开拓品类，工业链积极开拓使用场景。同时现有市场加强核心零部件进口替代，叠加公司产品本质上有较强的“耗材”属性，随着公司生产规模逐步扩大，有望持续增加收入、提升市场份额。
- ◆ **盈利预测与投资评级**：我们预计公司 2022-2024 年营收为 17.30/22.38/29.11 亿元，同比增长 27.0%/29.4%/30.1%；归母净利润为 1.66/2.31/3.27 亿元，同比增长 110.7%/39.0%/41.8%。当前股价对应 22 年 PE 23.59x。首次覆盖，我们给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素**：工业领域开展不及预期风险；原材料价格上涨风险；汇兑风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	977	1,362	1,730	2,238	2,911
增长率 YoY %	21.3%	39.4%	27.0%	29.4%	30.1%
归属母公司净利润(百万元)	109	79	166	231	327
增长率 YoY%	18.3%	-27.6%	110.7%	39.0%	41.8%
毛利率%	25.5%	16.9%	22.9%	24.8%	25.4%
净资产收益率ROE%	22.3%	8.3%	14.9%	17.1%	19.5%
EPS(摊薄)(元)	1.78	0.98	2.03	2.82	4.00
市盈率 P/E(倍)	-	28.11	23.59	16.98	11.98
市净率 P/B(倍)	-	2.38	3.51	2.90	2.33

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年11月09日收盘价

一、与大众不同的观点	6
二、征和工业：国内链传动龙头，业绩持续增长	6
2.1 国内链传动龙头，产品布局多元化	6
2.2 股权相对集中，管理层经验丰富	7
2.3 业绩持续增长，盈利能力不断提升	8
三、链条“耗材”属性明显，增存量空间较大	10
3.1 链传动系统应用广泛，工艺难点在于热处理环节	10
3.2 车辆链存量市场空间广阔，大排量摩托车快速增长	12
3.3 粮食安全倒逼农机市场增长，农机链空间较大	16
3.4 工业设备链应用多样化，下游景气度提升驱动规模增加	17
3.5 链传动龙头各有所长，行业集中度较低	18
四、战略清晰，三大产品线齐发力	20
4.1 销售：模式多样化，品牌建设成效显著	20
4.2 成长：“内生+外延”提高产品交付能力，规模效应逐渐显现	22
4.3 战略：专精特新小巨人，下游广泛抗压能力强，业绩有望高增长	22
五、盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 毛利率假设	24
5.3 费用率假设	24
5.4 估值	24
六、风险提示	25

## 表目录

表 1: 公司三大业务板块及主要产品布局	7
表 2: 公司 4 位核心副总裁完成股票增持计划	8
表 3: 链传动行业进入壁垒较高	12
表 4: 2021 年全球摩托车链市场规模达 187 亿元	14
表 5: 公司销售模式分为主机厂商配套、OEM 和售后市场经销	21
表 6: 公司配套主机厂商众多	21
表 7: 公司募投项目达产有望增强产品交付能力	22
表 8: 公司分业务营收预测	23
表 9: 公司分业务毛利率预测	24
表 10: 可比公司估值比较（市盈率法）	24

## 图目录

图 1: 公司的发展历程	6
图 2: 公司摩托车链包括传动链（含链轮）、正时链和油泵链	7
图 3: 公司汽车链包括正时链和油泵链	7
图 4: 公司股权结构图（截至 2022Q3）	8
图 5: 公司营收持续正增长	9
图 6: 公司毛利率与热轧带钢价格高度负相关，Q1 始修复	9
图 7: 工业设备链和农机链系统产品占比提升	9
图 8: 公司三大业务条线增速	9
图 9: 公司外销收入占比约 50%	10
图 10: 公司净资产收益率上市后摊薄	10
图 11: 链传动分为传动链、起重链和牵引链	11
图 12: 以公司为例，传动链系统生产流程复杂	12
图 13: 以公司为例，汽车发动机链部分材料需二次热处理	12
图 14: 疫情影响下全球摩托车销量下滑	13
图 15: 中国摩托车全球销量占比约 46%，2021	13
图 16: 巴西摩托车销量逐渐复苏	13
图 17: 本田东南亚地区摩托车销量约为中国地区的 10 倍	13
图 18: 近年来我国大排量摩托车销量高速增长	14
图 19: 中国大中排量摩托车销量占比低	14
图 20: 北美大中排量摩托车销售占比高达 92%，2018	14
图 21: 全球汽车销量超 8200 万辆，2021	15
图 22: 中国汽车销量下降后回升明显	15
图 23: 2020 年全球汽车保有量接近 15 亿辆	15

图 24: 中国汽车保有量稳步增长.....	15
图 25: 全球农业机械市场波动中增长.....	16
图 26: 我国农业机械市场规模超 5000 亿元.....	16
图 27: 我国农业机械保有量呈增长态势.....	16
图 28: 中国农业机械总动力不断上升.....	16
图 29: 我国农业机械种类繁多.....	17
图 30: 农机链形态各异, 分布广泛.....	17
图 31: 以征和工业为例, 工业设备链系统应用场景广泛.....	17
图 32: 工业链和正时链是椿本两大主要业务板块.....	19
图 33: 椿本毛利率水平高.....	19
图 34: DID 营收逐年增加.....	19
图 35: 摩托车链是 DID 第一大收入来源.....	19
图 36: 桂盟业绩持续向好.....	20
图 37: 自行车链产品占比高达 80%, 2021.....	20
图 38: 桂盟 2021 毛利高达 46.31%, 2021.....	20
图 39: 公司售后市场经销模式营收占比较高.....	21

## 一、与大众不同的观点

市场担忧摩托车已是夕阳行业，增长空间有限。我们认为：1) 以大排量摩托车为主的高端摩托车处于高速增长期，且具有较强的个性化消费品属性，对比欧美日韩等发达国家，市场空间较大；2) 中小排量摩托车海外市场广阔，以东南亚、南美等发展中国家为代表的摩托车市场仍处于增长期，近年受疫情影响，摩托车产业链出口受到一定影响，未来疫情影响因素逐步淡化后出口有望快速修复。

市场担忧公司对应下游市场均为较稳定市场，增速较低。我们认为，**市场忽视了公司产品的耗材属性**：摩托车传动链、农机链和工业链均需定期更换 1) 摩托车传动链为耗材，每 1-3 万公里需要更换；2) 农业机械链为耗材，链条损坏后需要更换；3) 工业链条需要定时更换。耗材属性决定了公司在面对稳定增长市场时，由于保有量上升，市场空间仍在不断提高。

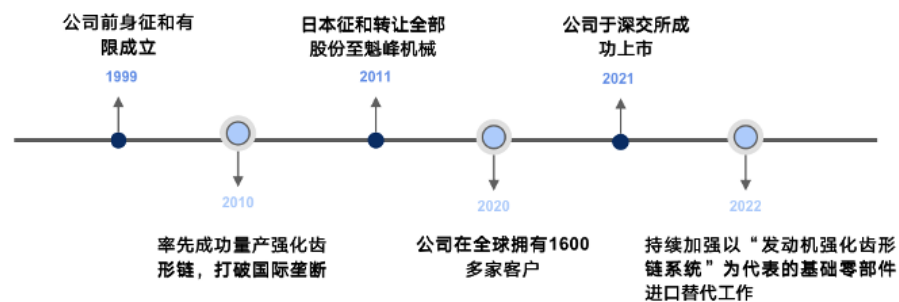
市场认为链条行业壁垒不高，我们认为，链条行业属于精密加工行业，多个工艺环节的微小差距造成了最终产品质量的较大差异，know-how 积累明显。同时，行业优秀公司需要同时具备产品质量过硬、交付能力强和性价比等多重优势，进入壁垒较高。

## 二、征和工业：国内链传动龙头，业绩持续增长

### 2.1 国内链传动龙头，产品布局多元化

**扎根行业二十余年，成就全球高品质链系统供应商。**公司前身征和有限成立于 1999 年，为魁峰机械与日本征和的合资公司；日本征和于 2011 年将全部股份转让至魁峰机械；2021 年公司于深交所成功上市。公司专注为国内外优质客户提供各类链传动系统的研发、制造和销售服务，产品广泛应用于各类车辆、农业机械以及工业设备的传动和输送系统等。公司重视核心技术的突破，成功研发出用于汽车变速箱的哈瓦齿形链，并持续推进高端链传动产品的研发和国产替代工作，进一步夯实公司在链传动行业的领先地位。

图 1：公司的发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，信达证券研发中心

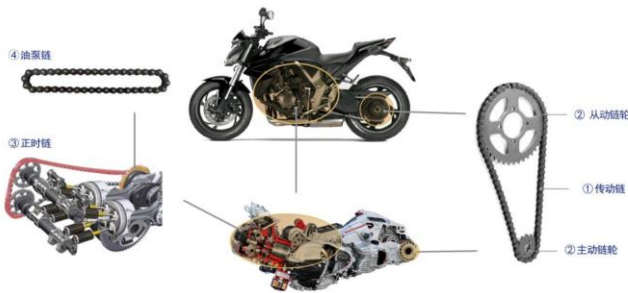
**紧绕三大业务板块，持续丰富产品矩阵。**目前，公司主要产品为正时链、传动链和链轮，主要业务板块为车辆链系统、农机链系统和工业链系统。其中，车辆链产品主要包括传动链、正时链和油泵链；农机链系统覆盖用于动力传动装置的传动链系统和用于收割装置的收割输送链系统；工业链下游细分使用场景众多，主要产品为输送链、倍速链、侧弯链、曳引链等。伴随下游行业发展升级、产品技术要求不断提升，公司加大研发投入力度提高产品性能、加速产品更迭以满足客户高质量的产品需求的同时，通过不断丰富产品线拓展新的下游细分领域

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6



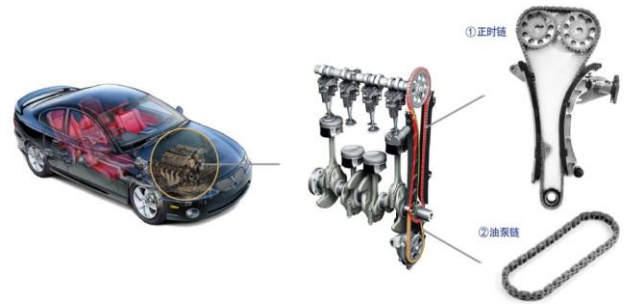
域，为长期发展谋求增量空间。

图 2：公司摩托车链包括传动链（含链轮）、正时链和油泵链



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 3：公司汽车链包括正时链和油泵链



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

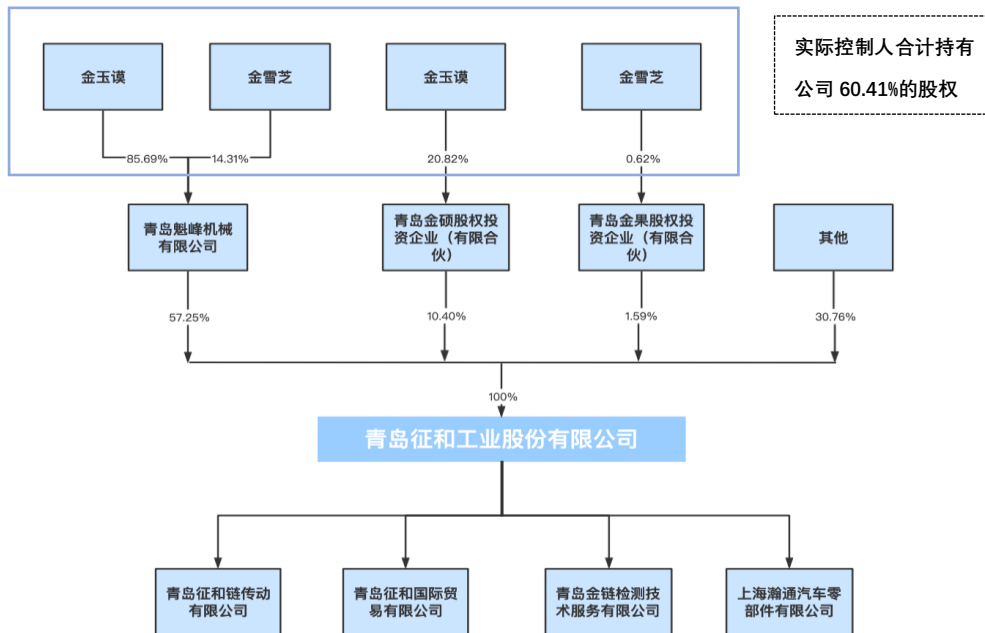
表 1：公司三大业务板块及主要产品布局

业务板块	产品种类	应用行业/客户	行业代表公司
车辆链系统	摩托车链系统	新大洲本田、五羊本田、钱江摩托、宗申摩托、春风动力等	DID、桂盟（偏自行车链）
	汽车链系统	本田、江铃福特、吉利汽车、比亚迪汽车、克诺尔、中国一汽等	日本椿本、博格华纳
农机链系统	传动链、拔禾链、夹持链、喂入链、升运链等	潍柴雷沃重工、河北英虎、科乐收金亿、金大丰、勇猛机械、中农发巨明、新疆牧神等	德国 IWIS、杭州东华
工业链系统	输送链、侧弯链、曳引链、分拣链、驱动链等	物流设备、汽车工业、食品饮料、起重堆放、家电生产、木材加工、立体车库、船舶等	德国 IWIS、日本椿本

资料来源：公司官网，公司招股说明书，信达证券研发中心

## 2.2 股权相对集中，管理层经验丰富

股权相对集中，实际控制人合计持有公司 60.41% 的股份。截至 2022Q3，创始人金玉谟、金雪芝夫妇通过青岛魁峰机械有限公司间接持有公司 57.25% 的股份，为公司实际控制人，公司股权较为集中。此外，金玉谟通过青岛金硕股权投资企业（有限合伙）间接持有公司 2.17% 的股份，金雪芝通过青岛金果股权投资企业（有限合伙）间接持有公司 0.99% 的股份，控制人夫妻二人共计持有公司 60.41% 的股份。

**图 4: 公司股权结构图 (截至 2022Q3)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**核心管理层稳定, 激励到位。**自成立以来, 公司重视研发以及人才的培养, 目前已经形成了一支经验丰富的管理团队。公司通过核心高管持股, 很好地实现了管理层与公司长期利益绑定。同时, 今年 6 月份公司 7 位董监高先后完成股票增持计划, 合计增持 10.97 万股, 彰显对公司未来稳定发展的良好预期与信心。目前, 除实控人外, 管理团队直接或间接持股合计约 8.49%。

**表 2: 公司高管持股比例较高, 且部分高管继续增持**

姓名	职务	直接、间接合计持股数量 (万股)	持股比例 (%)
陈立鹏	董事、副总裁	203	2.48%
牟家海	董事、副总裁	130	1.59%
相华	董事、副总裁	164	2.01%
郑林坤	副总裁兼董事会秘书	25.5	0.31%
徐大志	副总裁	54.5	0.67%
刘毅	副总裁	10.5	0.13%
毛文家	监事长	12	0.15%
方向	监事	17.47-	0.21%
孙安庆	原副总裁、财务总监	30	0.37%
付振明	总工程师	47	0.57%
共计		681.97	8.49%

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 信达证券研发中心

### 2.3 业绩持续增长, 盈利能力不断提升

**营收表现亮眼, 盈利能力修复。**近年来, 公司收入持续正增长, 营收由 2017 年的 6.67 亿元增至 2021 年的 13.62 亿元, CAGR19.54%, 其中 2021 年 yoy39.38%, 创历史新高。公司毛利率水平较高, 近年来维持约 25% 的水平。2021 年, 公司主要原材料成本占比 62.43%, 2021 年, 受上游原材料价格和海运价格上涨、人民币升值等因素影响, 毛利率降至 16.88%, 归母净利润同比下滑 27.62% 至 0.79 亿元。伴随成本下降, 22Q1 起毛利逐渐修复, 业绩持



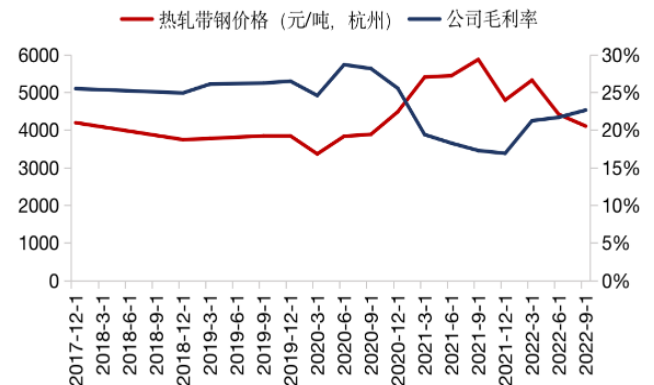
续爆发, 22Q1-3 公司归母净利润为 1.23 亿元, yoy96.59%。我们认为在需求旺盛的背景下, 公司盈利能力有望持续提升。

图 5: 公司营收持续正增长



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 6: 公司毛利率与热轧带钢价格高度负相关, Q1 始修复

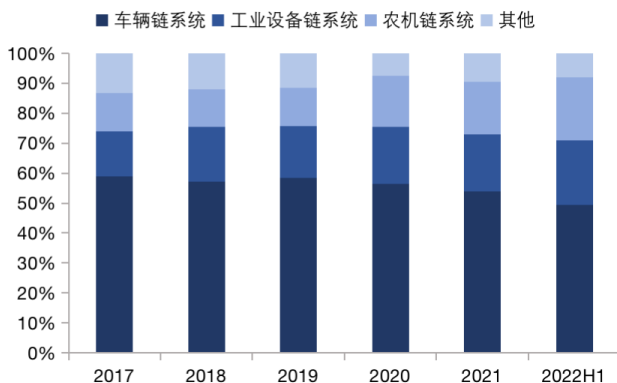


资料来源: wind, 信达证券研发中心

产品端看, 工业设备链和农机链营收占比低但增速快, 摩托车链优势明显。2021 年底公司车辆链、工业设备链和农机链设备系统产品的收入分别由 2017 年的 3.93 亿、1.01 亿、0.86 亿增长至 2021 年的 7.35 亿、2.58 亿和 2.41 亿, CAGR 分别为 16.94%、26.42%、29.38%, 工业设备链和农机链合计占比 2022H1 已提升至 42.63%, 较 2017 年 27.99% 提升 14.6pct。公司在车辆链系统, 尤其是摩托车链系统保持优势的同时, 着力发展工业设备链和农机链等业务, 寻求新的业绩增长点。

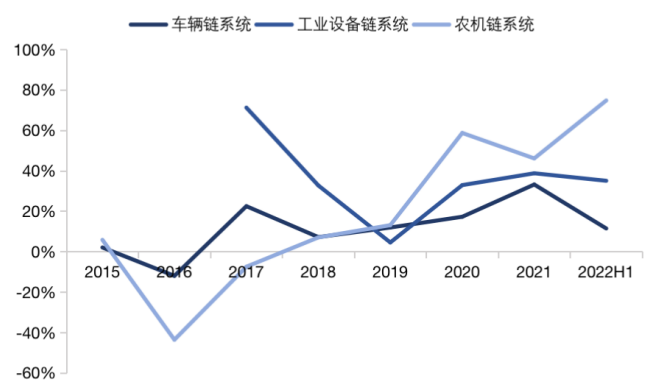
各类产品内外销模式下, 主要销售渠道为主机厂配套 (前装)、OEM 和经销商, 外销收入占比约 50%, 出口多为巴西、东南亚等国家。公司内销以主机厂配套为主, 招股说明书显示, 2020H1 摩托车链占比 59.3%, 其中内销主机配套占比为 6.61%, 外销经销商客户占比为 13.6%; 工业链则多为外销 OEM, 占比约 7%。原因为公司摩托车链条多为向巴西、东南亚等发展中国家后装市场经销, 而由于技术水平差距, 公司工业链产品以为欧美链条厂商代工为主。

图 7: 工业设备链和农机链系统产品占比提升



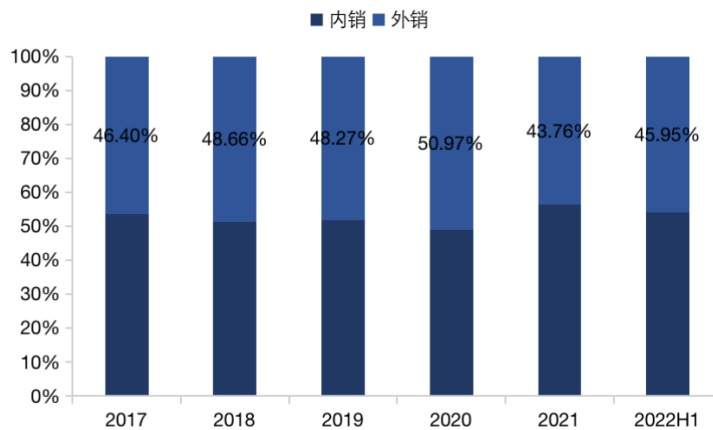
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 8: 公司三大业务条线增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

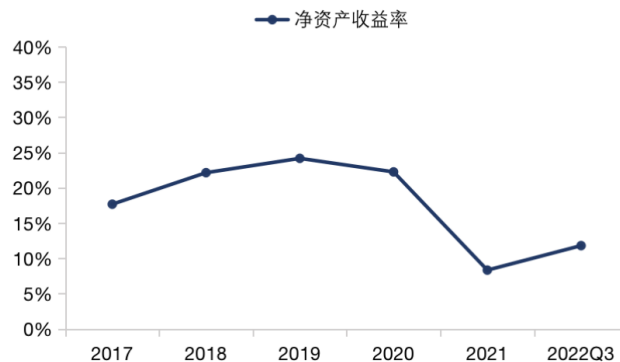
图 9：公司外销收入占比约 50%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司轻资产 ROE 较高，上市后才被摊薄。公司净资产收益率上市前维持在 25%左右，盈利能力和成长性强。2021 年公司上市，现金余额增加叠加成本上升导致销售净利率下滑，ROE 才被摊薄下滑。截至 2022Q3，公司 ROE 为 11.80%。

图 10：公司净资产收益率上市后摊薄



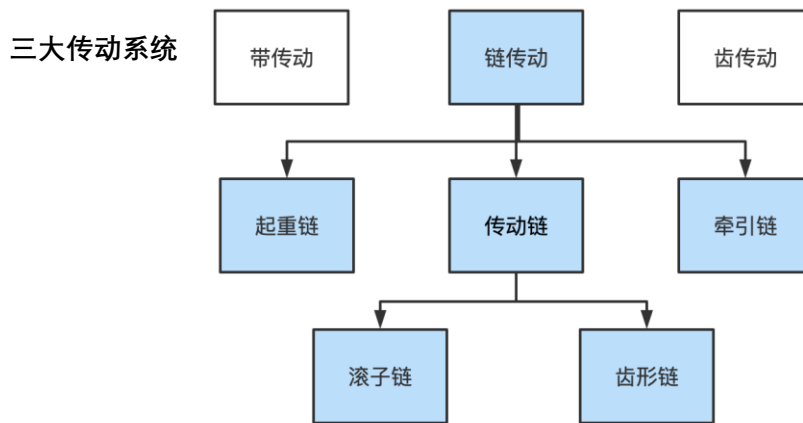
资料来源：wind，信达证券研发中心

### 三、链条“耗材”属性明显，增存量空间较大

#### 3.1 链传动系统应用广泛，工艺难点在于热处理环节

链传动依靠链轮齿轮与链节的啮合传递动力，应用领域广泛。相较于其他传动系统，链传动具有传动比精确、传动效率高、传力大、适应性强和维修成本低的特点，被广泛应用于汽车、摩托车、船舶、农业机械、工程机械等多元领域。

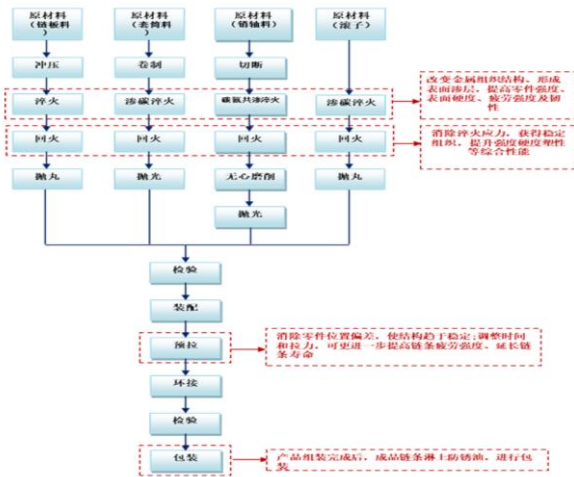
图 11：链传动分为传动链、起重链和牵引链



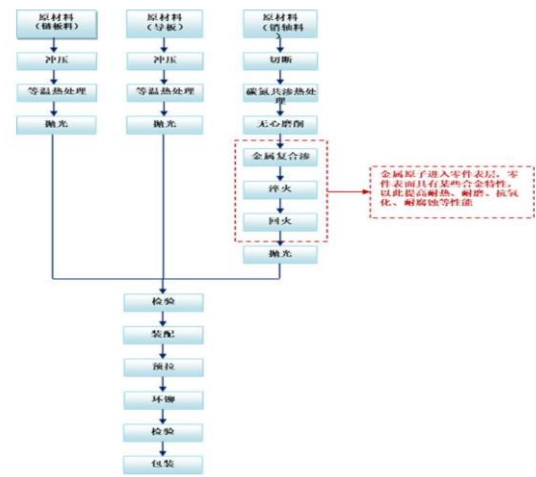
资料来源：信达证券研发中心

**链产品工艺流程复杂，耐磨性能是其核心技术体现。**链产品加工因产品要求不同有所差异，主要需经过冲压、热处理、抛光、抛丸、磨削、装配、上油和包装等环节。通常，链板经过冲压后进行热处理，继而，利用抛光、抛丸、磨削等环节抛光或研磨热处理后的材料，达到提高产品耐磨性能的目的。作为衡量链系统质量的重要指标，材料性能、加工精度和热处理工序均显著影响链系统的耐磨性能。**每一个环节的细微差距叠加带来了较大的产品力优势。**

**热处理是链系统工艺难点，需实现技术和设备双突破。**优质的链传动系统依靠先进的热处理技术和设备，技术层面，热处理通过加热网带炉内金属材料并按需渗入其他金属或非金属元素改变材料内部结构以提高零部件耐磨性能。由于部分车辆发动机链需要达到和发动机相同的使用寿命，因此制造工艺和质量要求更为严苛，厂商将对其实施二次热处理，以获得更优的强度、硬度、耐磨性能以及耐热、耐腐蚀等特殊品质。设备层面，先进的网带炉气氛控制技术成熟，可根据炉内气氛的瞬时变化随时修正有关参数值，同时能够自动控制渗碳层浓度、硬度和温度的分布状态，极大程度提高生产效率。由于热处理设备昂贵、耗电量大，全天候运转的设备需要链传动厂商具备充足订单，均衡生产下摊销成本，以此形成技术、产能及成本等市场竞争优势。

**图 12: 以公司为例, 传动链系统生产流程复杂**


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

**图 13: 以公司为例, 汽车发动机链部分材料需二次热处理**


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

**行业壁垒较高, 高端产品市场仍待突破。**链传动系统具有较高的主机厂商认证壁垒、技术壁垒和资金壁垒。由于我国早期工业基础薄弱、链传动行业起步较晚, 多数企业难以达到生产高精度、强耐久度产品的技术要求, 产品品类、设计及性能等均与发达国家存在显著差距, 需要在剧烈冲击、高速、高温、强磨损等特殊环境下工作的高端链传动产品更是我国厂商技术短板, 部分高端产品长期依赖进口。日本椿本、美国博格华纳等世界链传动龙头凭借技术积淀及规模生产等优势, 长期占据行业领先地位。随着全球高新技术产业化进程加快, 高端化、精密化将成为链传动系统主流发展方向, 我国厂商需加大研发投入、持续突破技术难关并积极调整产品结构, 逐渐打破国外技术垄断, 不断缩小与国际龙头的技术及收入体量差距。

**表 3: 链传动行业进入壁垒较高**

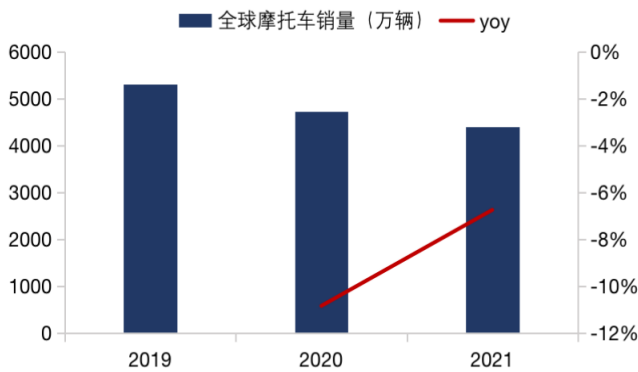
壁垒	具体情况
<b>主机厂商认证壁垒</b>	进入各大主机厂商的采购体系至少需要满足下列条件: <u>一是链系统产品质量和稳定性需要通过测验, 达到主机厂商要求; 二是制造商必须具备较大的生产规模, 能够保障按时交货及稳定持续供货能力; 三是制造商必须具备较强的设计生产能力, 可根据主机厂商要求的变化, 灵活调整产品生产种类。</u>
<b>技术壁垒</b>	客户通常对链系统产品的强度、可靠性、稳定性和耐磨性均有较高要求, 链系统产品生产厂商必须具备相应的生产制造技术。
<b>资金壁垒</b>	新进入本行业的企业通常需要一次性大量投入资金用于建设厂房、技术研发、购买原材料等事项, 以实现规模化稳定生产。其次, 在经营过程中, 企业需持续投入资金用于购置先进生产、研发及质检设备, 以完善产品的生产工艺及质检体系, 从而保证企业的核心竞争力。

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

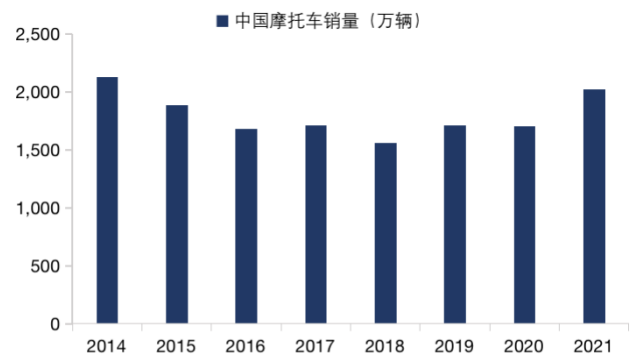
## 3.2 车辆链存量市场空间广阔, 大排量摩托车快速增长

### 3.2.1 摩托车链

Statista 数据显示, 全球摩托车销量由 2019 年的 5293.47 万辆下滑至 2021 年的 4400 万辆。其中我国是全球最大摩托车市场, 摩托车销量于 2018 年达到行业低谷后, 逐渐波动增长至 2021 年的 2019.48 万辆, 约占全球摩托车销量的 45.90%, 其次是印度, 东南亚和南美等以小排量摩托为主要出行工具的国家位于第二梯队。

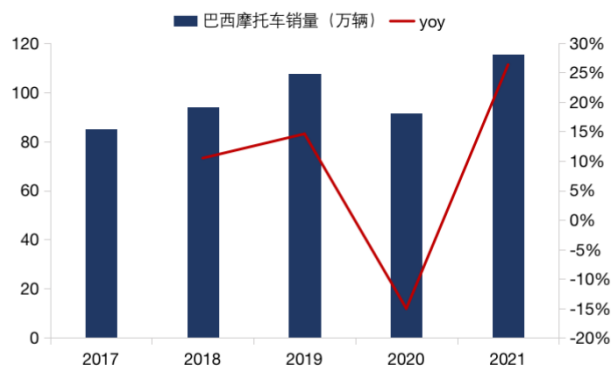
**图 14: 疫情影响下全球摩托车销量下滑**


资料来源: Statista, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

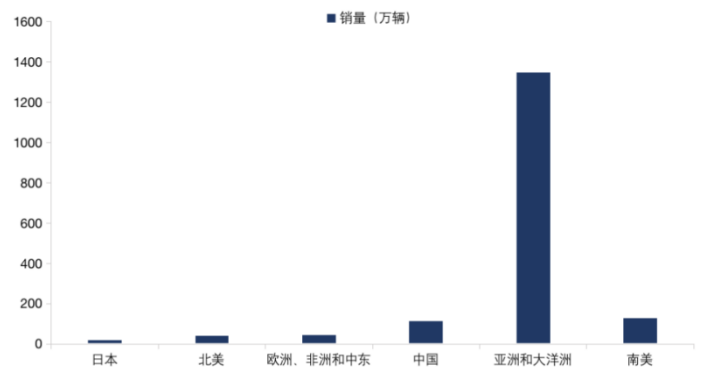
**图 15: 中国摩托车全球销量占比约 46%，2021**


资料来源: 中国摩托商会, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

巴西、东南亚等国家小排量摩托车需求回暖，全球摩托车存量市场大。虽然全球摩托车销量小幅下滑，巴西、东南亚等以小排量摩托车为主要通勤工具的国家需求回暖。据巴西两轮车生产企业协会数据，经过销量短暂下滑后，2021年巴西摩托车销量达115.61万辆，yoy26.32%。同时，本田年报显示，2021年本田在亚洲和大洋洲（泰国、印度尼西亚、印度和越南等）销量高达1349万辆，约为中国地区销量（114.2万辆）的十倍，东南亚地区摩托车需求可观。

**图 16: 巴西摩托车销量逐渐复苏**


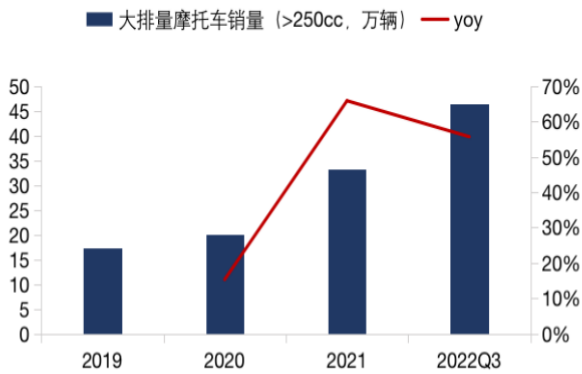
资料来源: 巴西两轮车生产企业协会, 信达证券研发中心

**图 17: 本田东南亚地区摩托车销量约为中国地区的 10 倍**


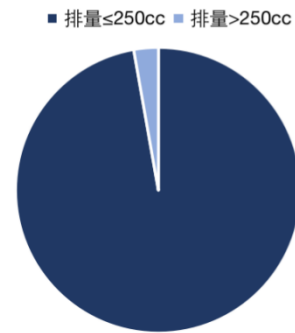
资料来源: HONDA 年报, 信达证券研发中心

消费升级驱动我国中大排量摩托车异军突起，未来发展空间广阔。随着我国居民消费水平不断提升，摩托车消费市场逐渐升级，消费者对摩托车的外观设计、性能和娱乐性等提出更高要求，兼具娱乐性和个性化的中大排量摩托车成为购买热潮。以休闲娱乐为主的250cc及以上大排量摩托车增速较快，中国摩托车商会数据显示，2022年1-9月我国摩托车销量为1681.21万辆，同比下降13.13%；然而，大中排量摩托车销量达到46.50万辆，同比增加55.68%，实现逆势增长。目前，我国大中排量摩托车占比较小，2022年1-9月销售占比仅为2.77%，对比2018年北美大中排量摩托车92%的占比，差距较大，未来仍有较大发展空间。



**图 18: 近年来我国大排量摩托车销量高速增长**


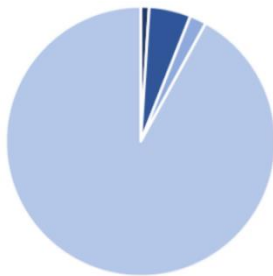
资料来源: 中国汽车工业协会《产销快讯》统计数据, 中国摩托车商会, 春风动力年报, 信达证券研发中心

**图 19: 中国大中排量摩托车销量占比低**


资料来源: 中国摩托商会, 信达证券研发中心

**图 20: 北美大中排摩托车销售占比高达 92%, 2018**

■ 排量≤50cc ■ 50cc<排量≤250cc ■ 250cc<排量≤500cc ■ 排量>500cc



资料来源: IMMA, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

摩托车链作为耗材, 不仅需要定期维护及保养, 且平均行驶 10000-30000 公里建议更换一次链条, 由于中小排量摩托车在东南亚、南美等欠发达国家仍是主要出行工具, 且全球摩托车保有量较高, 摩托车链前后装市场广阔。

**(1) 2021 年全球摩托车链市场达 187 亿元。**据 Marklines 预计, 全球主要国家摩托车 2021 年产量预计达 5300 万辆, 每套链系统单价 50 元, 我们测算, 2021 年全球摩托车链系统配套市场为 27 亿元; 2021 年全球摩托车保有量估算约 4 亿辆, 若一年更换一次链条, 链条单价 40 元, 我们预测, 2021 年全球摩托车链后市场规模为 160 亿元。

**(2) 2021 年中国摩托车链市场增至 44 亿元。**中国摩托商会数据显示, 2021 年我国摩托车产量为 2019.52 万辆, 公安部统计 2021 年我国摩托车保有量超 8500 万辆, 假设摩托车链条频率为一年一次, 且配套单价和售后单价分别为 50/40 元, 大排量摩托车链条价值量更高。我们测算, 2021 年中国摩托车链市场规模约 44 亿元。

**表 4: 2021 年全球摩托车链市场规模达 187 亿元**

全球市场	5300 摩托车产量 (万辆)	40000 摩托车保有量 (万辆)
摩托车链单价 (元)	50	40
<b>市场规模总计 (亿元)</b>	<b>27 (配套市场)</b>	<b>160 (后市场)</b>
国内市场	2020 摩托车产量 (万辆)	8500 摩托车保有量 (万辆)
摩托车链单价 (元)	50	40
<b>市场规模总计 (亿元)</b>	<b>10 (配套市场)</b>	<b>34 (后市场)</b>

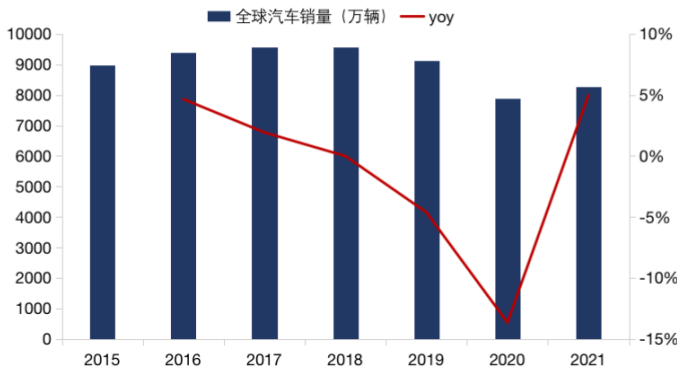
资料来源: Marklines, 中国摩托商会, 公安部, 前瞻产业研究院, 华经产业研究院, 信达证券研发中心测算 (注: 假设摩托车链条一年更换频率为一次)



### 3.2.2 汽车链

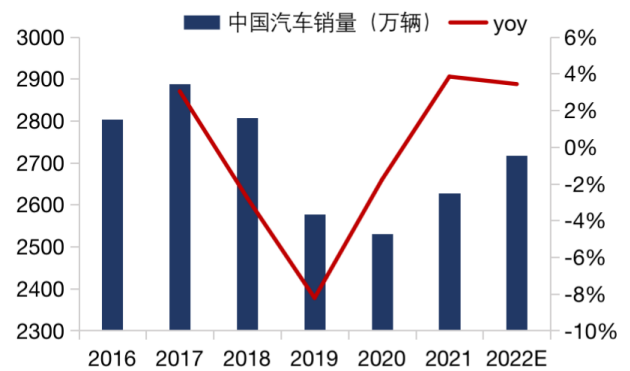
2018年起，全球汽车销量不断下降，2021年小幅增加至8268.48万辆。中国作为全球最大的汽车生产国，疫情管控下，制造业生产逐渐恢复正常，叠加新能源汽车推广等影响，据中国汽车工业协会数据，2021年我国汽车销量达到2628万辆，2022年有望增至2718万辆，汽车链系统产品随之放量。

图 21: 全球汽车销量超 8200 万辆, 2021



资料来源: OICA, 智研咨询, 信达证券研发中心

图 22: 中国汽车销量下降后回升明显



资料来源: 中国汽车工业协会, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

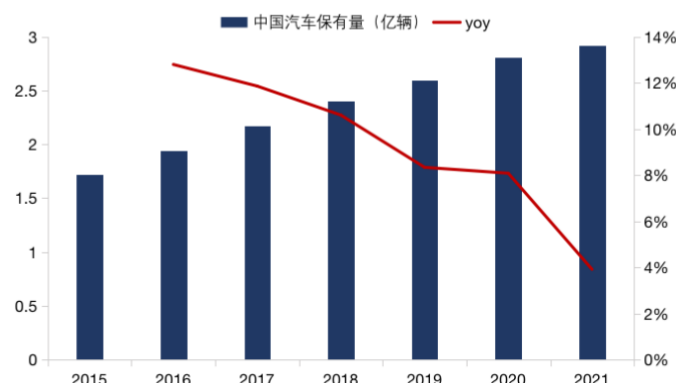
**全球及中国汽车保有量增加。**近年来，全球汽车保有量稳步增长，国际汽车制造协会数据显示，全球汽车保有量由2015年的12.82亿辆增至2020年的14.91亿辆，CAGR3.07%。伴随我国经济持续发展及居民可支配收入增加，据公安部数据，我国汽车保有量由2015年的1.72亿辆增至2021年的2.92亿辆，CAGR9.22%。汽车每6-10年或5-15万公里行驶里程需要更换一次链条，一般汽车生命周期会更换一次，为作为耗材的汽车链创造了较大的存量市场。

图 23: 2020 年全球汽车保有量接近 15 亿辆



资料来源: 国际汽车制造协会, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

图 24: 中国汽车保有量稳步增长



资料来源: 公安部, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

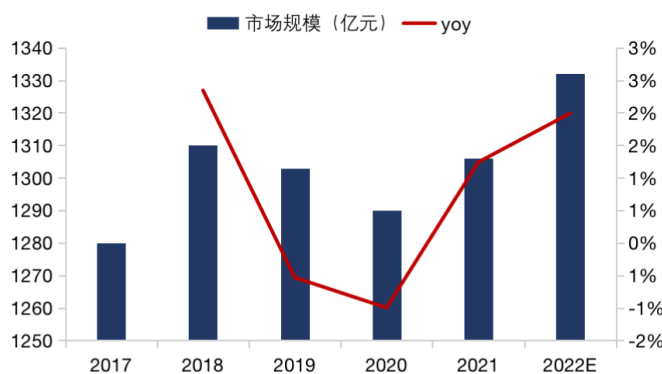
**2020 年全球汽车链市场规模高达 78 亿元。**作为汽车发动机的配气机构，正时链条在发动机正常排换气工作中起关键作用。日本椿本年报显示，2020年椿本汽车零部件营收为577亿日元（折合人民币约29亿人民币），且公司的正时链占全球市场规模的37%，我们由此推算2020年全球正时链市场规模为78.38亿元。由于汽车发动机（含汽车链）当前仍然被

海外垄断，我国对副厂件要求略低的存量后市场是我国汽车链条厂商现阶段的合理目标市场。

### 3.3 粮食安全倒逼农机市场增长，农机链空间较大

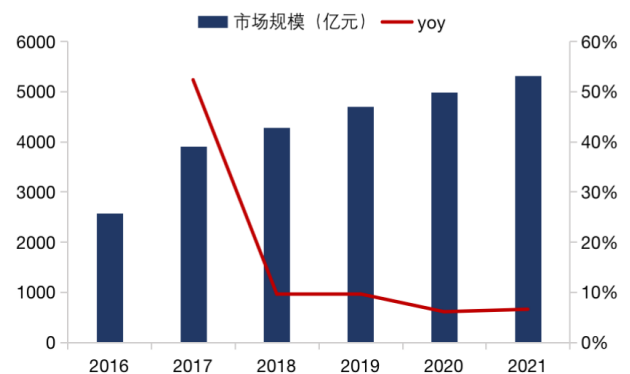
**粮食安全倒逼国内外农业机械市场规模增长。**疫情之下，国际粮食市场波动频繁，部分国家限制粮食出口，粮食安全问题日益凸显。农业机械作为转变农业发展方式、提高农村生产力的重要基础，是保证粮食产量稳步提升的重要动力，提升农业机械化水平成为保障粮食安全中的重要一环。近年来，全球农业机械市场在波动中增长，VDMA 预计 2022 年全球农机市场达 1332 亿美元。我国农机市场呈现持续增长态势，据农业农村部数据，我国农业机械市场规模由 2016 年的 2568 亿元增至 2021 年的 5310 亿元，CAGR15.64%，市场前景广阔，为农机链发展带来良好的下游成长空间。

图 25: 全球农业机械市场波动中增长



资料来源: VDMA, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

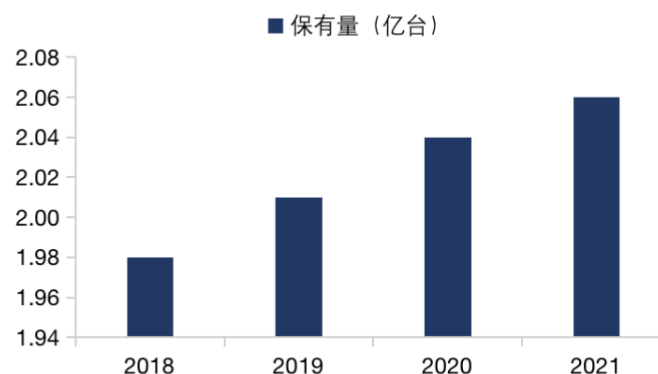
图 26: 我国农业机械市场规模超 5000 亿元



资料来源: 农业农村部, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

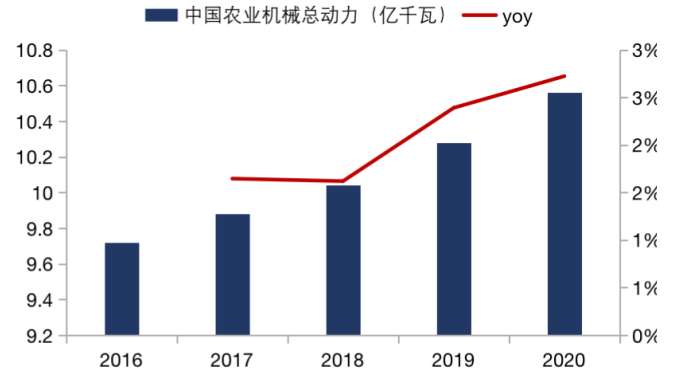
**老龄化是推动我国农业机械发展的又一因素。**人口老龄化速度加快减少国内劳动力数量，我国农业生产由依赖人力蓄力向依靠农业机械转变。据农业农村部数据，2021 年我国农业机械保有量增加至 2.06 亿台。受益于农业机械制造水平的进步和农业机械保有规模的扩大，我国农业机械总动力不断上升，国家统计局数据显示，我国农业机械总动力由 2016 年的 9.72 亿千瓦增至 2020 年的 10.78 亿千瓦。同时，《“十四五”全国农业机械化发展规划》提出，2025 年我国农机总动力有望稳定在 11 亿千瓦左右，我们认为，未来我国农机仍将保持增长态势，有助于农机链市场加速扩容。

图 27: 我国农业机械保有量呈增长态势



资料来源: 农业农村部, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

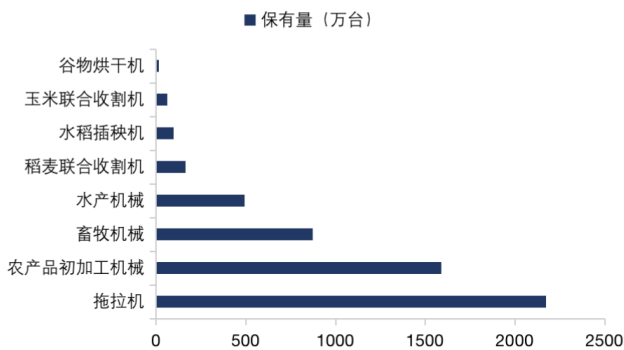
图 28: 中国农业机械总动力不断上升



资料来源: 国家统计局, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

我国农机市场种类繁多，农机链空间较大。据中国农业机械信息网的农业农村部农业机械化管理司数据，2021年我国农业机械中，拖拉机保有量2173万台，其中大中型拖拉机保有量分别增长8.49%、3.65%；粮食生产机械保持增长，稻麦联合收割机、玉米联合收割机、水稻插秧机、谷物烘干机保有量分别达162.72、61.06、96.32、14.42万台，同比分别增长1.28%、3.76%、1.04%、5.92%；加工类机械中农产品初加工机械、畜牧机械、水产机械保有量分别达1589.65、869.85、492.19万台，同比分别增长1.12%、7.26%、2.65%。各类农机中，有大量用于动力传动装置的传动链和用于收割装置的收割输送链，其中农机收割机根据机型不同每台可使用多达15条传动链，由于农机市场的扩大及链条更新需求，农机链空间较大。

图 29: 我国农业机械种类繁多



资料来源: 中国农业机械信息网, 信达证券研发中心

图 30: 农机链形态各异, 分布广泛

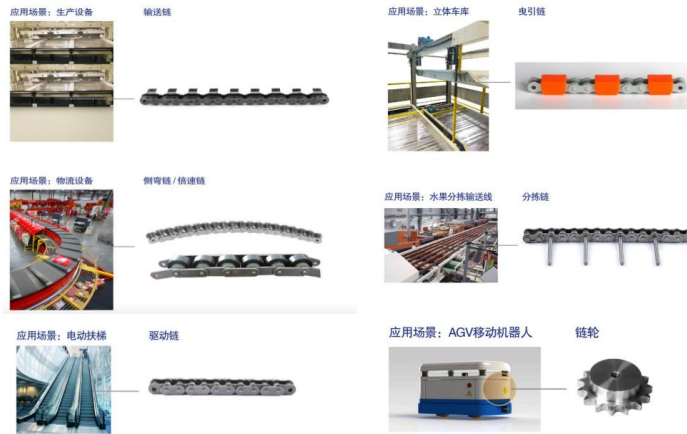


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

### 3.4 工业设备链应用多样化, 下游景气度提升驱动规模增加

工业机械下游多样化作为工业设备链营造广泛的应用场景。工业设备链系统是工业机械设备制造的基础零部件，下游机械设备制造业对链产品需求具有较强的粘性和刚性。工业机械下游具有多元化特征，传动链在工业设备中被广泛应用，使得其具有应用场景多的特点。随着我国经济持续向好发展及工业4.0的不断推进，物流、货运、工业机器人等产业景气度不断提升及一些新兴领域的出现，进一步驱动工业设备链产品需求增长。

图 31: 以征和工业为例, 工业设备链系统应用场景广泛



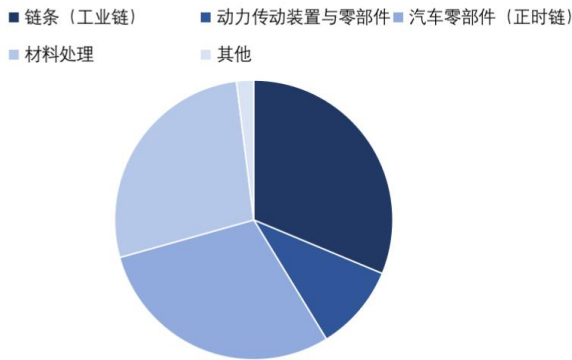
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**全球工业设备链市场规模近 200 亿元。**工业设备链广泛使用于工业领域，多数工业设备需利用链条进行日常运转，较大程度上提高工作效率。根据日本椿本年报可知，2020 年椿本链条业务实现营收 613 亿日元（折合人民币约 31 亿人民币），由于公司以 16% 的市占率在全球工业链市场位居第一，由此我们推测得到，2020 年全球工业链市场规模达 193.75 亿元。未来随着工业自动化趋势不断深化，工业机械设备市场规模将持续扩大，有望带动全球工业设备链市场进一步扩容。

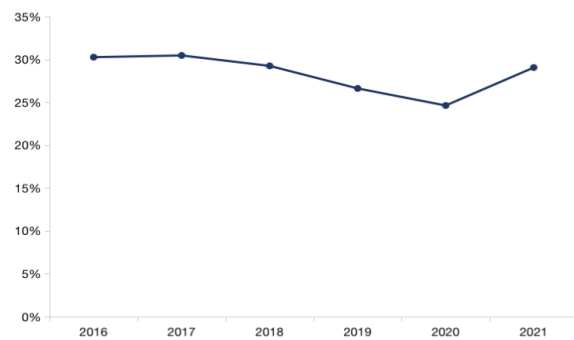
### 3.5 链传动行业竞争对手各有所长，行业集中度较低

链传动行业主要竞争对手包括日本椿本集团、DID（日本大同工业株式会社）、KMC（桂盟）和德国 IWIS 等。

**椿本集团：深耕链传动百年有余，打造全球正时链和工业链龙头。**1917 年，椿本起家于自行车链生产商，后瞄准机械工业的发展前景，通过持续升级链条技术，实现向产业链条的全面转型。目前，公司共有链条（工业链）、动力传动装置与零部件、汽车零部件（正时链）和材料处理四大业务板块。截至 2021 年，公司实现营收 2158.79 亿日元（折合人民币约 107.94 亿元），yoy11.68%。据 2020 年年报披露，椿本链条（工业链）业务实现营收约 30.65 亿元，以 16% 的市占率位居全球工业链市场第一；汽车零部件（正时链）业务营收约为 28.85 亿元，以 37% 的市占率位居全球正时链市场第一。经过多年技术更迭和工艺精进，公司逐渐成为工业链和正时链龙头，得益于领先的技术以及高端化的产品结构，公司毛利始终保持在约 30% 的较高水平。征和与椿本的业务线重叠度高，虽然征和在高端产品领域仍与椿本相去甚远，但通过技术创新，有望逐步缩小技术和收入体量差距，征和有望在未来蚕食椿本的细分市场。

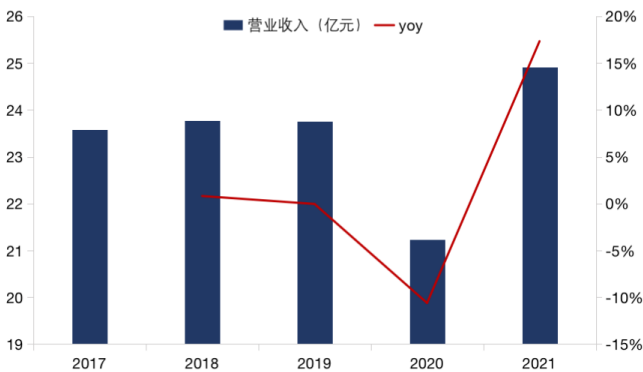
**图 32: 工业链和正时链是椿本两大主要业务板块**


资料来源: 椿本年报, 信达证券研发中心

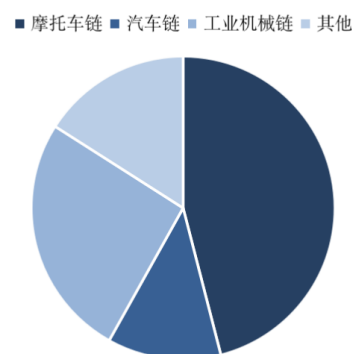
**图 33: 椿本毛利率水平高**


资料来源: 椿本公司年报, 信达证券研发中心

**DID: 全球摩托车链领导者, 先进工艺打造护城河。** DID 创立于 1933 年, 是日本规模最大的链条公司, 目前分为摩托车链、汽车链和工业机械链三大业务板块。近年来, 公司营收总体保持上升趋势, 2021 年营收达到 498.47 亿日元 (折合人民币 24.92 亿元), 其中摩托车链业务实现营收 229.29 亿日元 (折合人民币 11.46 亿元), 营收占比高达 46%。DID 作为世界领先的高档链条品牌, 独创“鸽酷”刚直技术, 使得链条实现轻量化与高刚性并存, 满足高功率发动机的动力输出; 同时, 公司具备自锁润滑油脂内置合金衬套技术 (油封链), 极大程度增强链条的耐磨性能、延长使用寿命; 此外, 公司独有的钢材碳分子排列和淬火工艺助力链条产品性能以及动力传递效率提高。以摩托车链作为主要营收来源是征和与 DID 的共同点, 未来征和需加大研发力度, 以技术为差异化源泉, 赋能公司长期成长。

**图 34: DID 营收逐年增加**


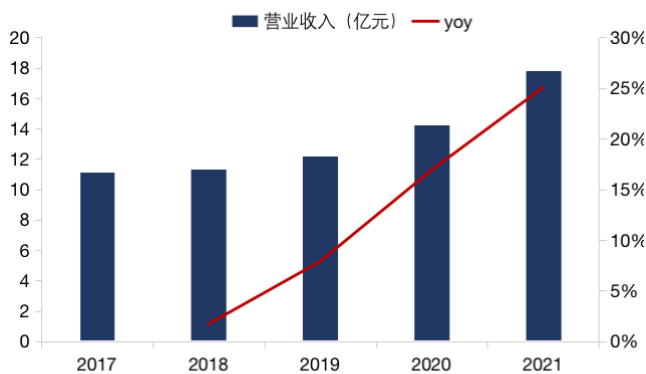
资料来源: DID 年报, 信达证券研发中心

**图 35: 摩托车链是 DID 第一大收入来源**


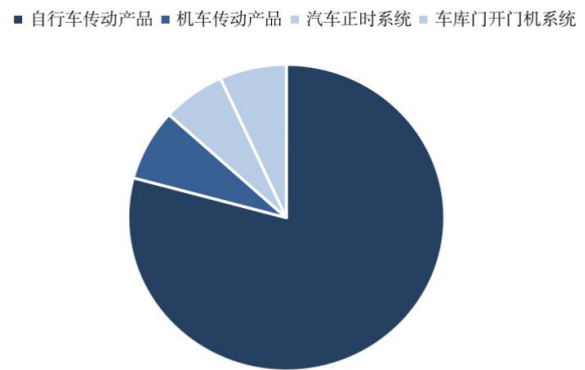
资料来源: DID 公司年报, 信达证券研发中心

**桂盟: 全球自行车链领先品牌, 技术创新+产品布局有望增厚业绩。** 作为全球领先的链条厂商, 近年来, 桂盟营收由 2017 年的 11.11 亿元增至 2021 年的 17.82 亿元, CAGR12.54%。其中, 自行车链业务作为公司营收占比最大的业务, 2021 年实现营收 61.38 亿新台币 (折合人民币 14.09 亿元), 营收占比高达 80%。目前, 桂盟拥有领先的轻量化技术, 通过采用新材料、特殊结构设计及先进的热处理技术, 实现链条轻量化、高强度、高安全性及高寿命。同时, 公司特有的链条双速相容性设计能够增强竞争力, 特殊的双桥型凹槽设计在使链条与大多数自行车完美融合的同时, 在不同变速系统间实现良好转换。在产品方面, 公司积极采取差异化竞争策略, 全面布局产链条, 实现链条产品入门款到高阶款的全覆盖。得益于先进技术及全面的产品线, 2021 年公司毛利率高达 46.31%。

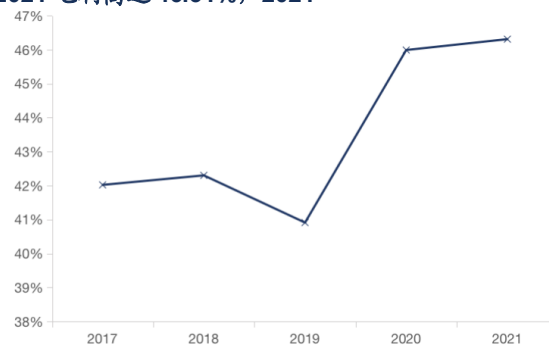


**图 36: 桂盟业绩持续向好**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 37: 自行车链产品占比高达 80%，2021**


资料来源: 桂盟年报, 信达证券研发中心

**图 38: 桂盟 2021 毛利高达 46.31%，2021**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

链传动行业集中度较低，征和有望进一步提高市占率。链传动行业下游应用多，市场空间大，虽然国外龙头厂商收入体量大，但市场占比仍较低，呈现低集中度的竞争格局。此外，龙头企业已在不同细分领域实现技术突破并长期占据领先地位，实现行业内较高的毛利水平。征和作为我国链传动行业龙头，随着技术创新的进步、产品结构的优化以及品牌建设的深化等，未来有望进一步提高市场份额。

## 四、战略清晰，三大产品线齐发力

### 4.1 销售：模式多样化，品牌建设成效显著

公司销售模式多样化，利用原装厂商和 OEM 塑造品牌形象。目前，公司拥有主机厂商配套、OEM 和售后市场经销三种销售模式。其中，主机厂商配套模式中，由于主机厂商认证壁垒高、考核周期长等因素，稳固的供应链体系难以打破。凭借精湛的工艺和高效的营销能力，公司已与部分国内外优质的摩托车、汽车、农机以及工业设备主机厂商建立良好合作关系，为其提供配套原装链系统产品。此外，OEM 模式下，公司按照海内外优质品牌商的标准和特殊需求提供高品质链系统产品，不断提高技术水平。主机厂商配套和 OEM 模式均有助

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20



于公司口碑和客户资源的积累，为后续自主品牌的扩大及市场占有率的提升奠定坚实的基础。

**表 5: 公司销售模式分为主机厂商配套、OEM 和售后市场经销**

销售模式	基本情况
主机厂商配套模式	公司主机厂商配套的客户对象主要为车辆、农业机械及工业设备制造的主机厂商
OEM 模式	直接按照品牌商的特殊要求或产品标准批量生产，OEM 模式以国外市场为主
售后市场经销模式	满足售后市场的需求特性，公司在售后市场，生产自有品牌或经销商品牌产品，通过经销商销售给最终客户

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

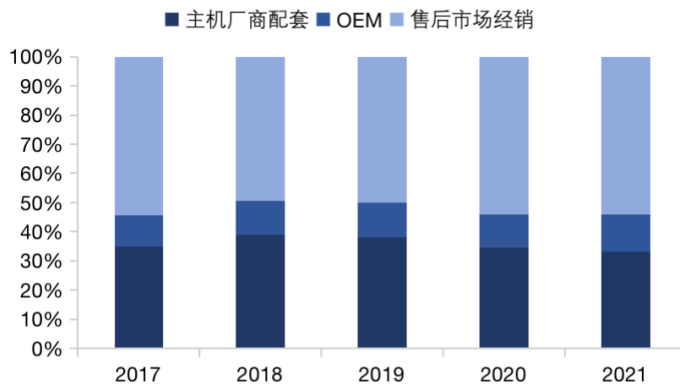
**表 6: 公司配套主机厂商众多**

领域	配套厂商
摩托车链系统	新大洲本田、五羊本田、豪爵、轻骑铃木、雅马哈、钱江摩托、大阳摩托、大运摩托、宗申摩托、春风动力、隆鑫、宝马、比亚乔、贝纳利、无极、阿普利亚等
汽车链系统	本田 HONDA、江铃福特、江西五十铃、吉利汽车、比亚迪汽车、克诺尔、中国一汽、中国北方发动机研究所、朝柴动力、福田汽车等
农机链系统	潍柴雷沃重工、河北英虎、科乐收金亿、金大丰、勇猛机械、中农发巨明、新疆牧神、天人农机、江苏沃得、山东国丰、新乡立广、九方泰禾、爱科（兖州）、吉林顺昆、洛阳福格森、泰州樱田、中农博远、春明机械、宗申戈梅利、道依茨法尔等
工业链系统	广东信源、昆船物流、青岛科捷等

资料来源：公司招股说明书，公司官网，信达证券研发中心

**主机配套拉动维修市场，售后市场经销模式下加速自主品牌建设。**主机配套销售模式能够初步建立产品力和品牌形象，同时公司链条作为原厂件有助于售后市场开拓。近年来，公司持续设立国内外经销网络，1) 国内：除了主要省市外，经销网络逐渐下沉至三四线城市及农村地区；2) 国外：公司已在亚洲、拉美和非洲等在内的 60 多个国家地区建立了经销网络。经销网络的建立为自有品牌铺设销售渠道，进一步加速自主品牌建设，提高产品影响力。目前，公司售后市场经销模式占比最高，2021 年占营收比重高达 54.12%。

**图 39: 公司售后市场经销模式营收占比较高**



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

## 4.2 成长：“内生+外延”提高产品交付能力，规模效应逐渐显现

**内生：产能逐渐提升，规模效应优势增强。**近年来，公司积极推动募投项目建设，通过扩建厂区、增加产线及购买大量先进的生产设备，保障项目建成后公司的工业设备链系统和发动机链系统产品产能得到有效提升，对客户生产需求实现及时响应。产品种类和产量增加后为公司带来规模效应，生产成本随之降低，市场竞争优势进一步加强。目前，公司生产经营已初具规模，随着募投项目逐渐落成及达产，产品种类的进一步丰富，与行业龙头的差距有望进一步缩小。

表 7：公司募投项目达产有望增强产品交付能力

募投项目	建设周期	拟达目标
工业自动化传动部件生产线建设项目	2.5 年	公司工业设备链系统中链条生产能力增加 3 万吨；链轮生产能力增加 100 万件
发动机链生产线建设项目	3 年	公司将摩托车发动机链条生产能力增加 1,410 万条、汽车发动机链条生产能力增加 140 万条(套)、船舶发动机链条生产能力增加 200 条、其他农机发动机链条生产能力增加 80 万条
技术中心创新能力提升建设项目	-	提升公司研发实力

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**外延：收购上海瀚通，拓展汽车发动机链业务。**目前，公司已完成对上海瀚通的股权收购工作，上海瀚通专注汽车发动机正时链系统导轨和钢制链轮的研发、生产和销售，已与长安汽车、江铃汽车、上汽集团、长城汽车等众多优质主机厂商建立稳定合作关系。收购完成后，公司积极整合上海瀚通现有的产品体系和客户网络，实现资源共享。在丰富汽车系统产品品类的同时，加速拓展汽车发动机链业务，进一步加强协同效应及规模效应。

## 4.3 战略：专精特新小巨人，下游广泛抗压能力强，业绩有望高增长

**链条行业隐形冠军，国家专精特新“小巨人”。**公司深耕链传动行业二十余年，与头部摩托车厂商共同研发传动链等产品，打破国际领先企业技术垄断，获评国家专精特新“小巨人”企业等荣誉。链传动作为我国核心零部件行业，近年来进入高质量发展阶段，公司有望持续提高技术水平，在工业机械、高端汽车和自行车等链传动产品上实现技术突破。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

**下游应用广泛，需求稳定且空间大。**公司下游广泛，以摩托车链传动产品为例，下游中有 1) 以 Z 世代年轻人个性化消费为主的大排量摩托车，2) 以满足东南亚、南美等发展中国家居民生活品质为主的中小排量摩托车；此外，公司生产汽车链、农机机械链、工业链等多种产品。广泛的下游市场使得公司摆脱了对某一特定行业的景气度依赖，未来需求增长较确定。

**深耕主业，业绩有望持续高速增长。**公司围绕主业链传动深化布局，几大主赛道市场空间大。公司未来将依托现有摩托车链的市场竞争地位和良好品牌度，积极开拓后市场，寻找机会伴随主机厂出海进行前装配套；汽车链赋能上海瀚通提升高附加值发动机链条产品组合收入；农机链开拓品类，工业链在 OEM 收入稳步提升基础上，积极研发并开拓分散但具备一定通用性的工业链条使用场景。同时现有市场加强核心零部件进口替代，叠加公司产品本质上有较强的“耗材”属性，随着公司生产规模逐步扩大，有望持续提升市场份额扩大收入。

## 五、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

征和工业的主营业务包含车辆链系统、农业机械链系统和工业设备链三大类。受益于工艺水平提升、产品品类丰富、下游景气度上行以及客户不断开拓等，公司业绩有望持续增长。

1) 车辆链：车辆链系统包括摩托车链和汽车链。国外摩托车后装市场需求大，叠加国内大排量摩托车渐成潮流后购买量提升，摩托车链市场广阔。同时，公司积极拓展汽车链国内后市场，由于基数较小，汽车链增速预期较快，摩托车链有望保持稳定增长。我们预计 2022-2024 年公司车辆链系统实现营收 8.83/10.80/13.08 亿元，同比增长 20.10%/22.37%/21.13%。

2) 农业机械链：近年来，“粮食安全”和人口老龄化问题驱动农业机械市场规模扩大、保有量增加。公司作为农业链系统的龙头，已与国内多家知名厂商建立长期稳定合作。随着农业机械化率的不断提高，未来该业务板块有望呈现高速增长态势。我们预计 2022-2024 年公司农业机械链系统实现营收 3.37/4.78/6.83 亿元，同比增长 39.94%/41.64%/43.05%。

3) 工业设备链：工业领域具有市场规模大、细分场景多的特征，目前技术水平更高的国外厂商占据主要的工业设备链系统。目前，公司已在物流行业取得一定成就，随着逐步拓展其他工业细分板块、市场份额进一步提升，未来该业务板块有望实现较高增长。我们预计 2022-2024 年公司工业设备链系统实现营收 3.61/5.07/7.18 亿元，同比增长 40.03%/40.45%/41.62%。

**表 8：公司分业务营收预测**

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
车辆链系统	551.80	734.85	882.56	1080.02	1308.19
YoY	17.18%	33.17%	20.10%	22.37%	21.13%
农业机械链系统	164.90	241.03	337.29	477.73	683.41
YoY	59.02%	46.17%	39.94%	41.64%	43.05%
工业设备链系统	185.94	257.77	360.96	506.96	717.94
YoY	33.18%	38.63%	40.03%	40.45%	41.62%

其他业务	52.44	99.59	114.53	131.71	151.46
YoY	22.32%	89.91%	15.00%	15.00%	15.00%
其他收入	22.38	29.13	34.96	41.95	50.34
YoY	-54.39%	30.16%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	977.46	1362.37	1730.29	2238.37	2911.34
YoY	21.30%	39.40%	23.78%	25.15%	25.74%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 5.2 毛利率假设

2021年, 原材料价格升高导致公司整体毛利率下滑, 22Q3已接近历史正常水平。公司深耕链传动行业多年, 在车辆链、农业机械链和工业设备链均形成了成熟的产品线, 未来有望通过提升自动化、降本增效来确保毛利率的稳定, 同时产品结构的改善有助于毛利率进一步抬升。

表 9: 公司分业务毛利率预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
车辆链系统	28.91%	19.95%	25.92%	27.69%	27.93%
农业机械链系统	24.68%	19.91%	26.60%	26.67%	26.89%
工业设备链系统	24.22%	12.30%	20.32%	24.23%	25.56%
其他业务	0.00%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
其他收入	18.63%	12.27%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	25.52%	16.88%	22.91%	24.79%	25.39%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 5.3 费用率假设

作为国内链传动行业龙头, 公司三大主营业务较成熟, 管理费用率、销售费用率和财务费用率将基本保持稳定水平。此外, 公司近年来不断加大研发投入以实现工艺创新, 研发费用将逐步提升, 但由于公司营收增长较快, 研发费用率仍将维持稳定。

## 5.4 估值

征和工业是国内领先的链传动厂商, 近年来品牌打造成效尽显, 在持续高研发投入下, 公司不断突破和精进生产工艺, 未来有望充分受益于下游市场景气度提升和客户资源拓展, 业绩有望保持高速增长。我们预计公司 2022-2024 年营收为 17.30/22.38/29.11 亿元, 同比增长 27.01%/29.36%/30.07%; 归母净利润为 1.66/2.31/3.27 亿元, 同比增长 110.72%/38.96%/41.78%。当前股价对应 22 年 PE 23.59x。首次覆盖, 我们给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300258	精锻科技	13.32	0.51	0.67	0.88	26.13	19.76	15.22

603667	五洲新春	16.03	0.65	0.94	1.24	25.51	17.76	13.46
	平均值	15.02	0.58	0.81	1.06	25.82	18.76	14.34
003033	征和工业	49.25	2.03	2.82	4.00	23.59	16.98	11.98

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 股价为 2022 年 11 月 09 日收盘价, 精锻科技和五洲新春的 EPS 及 PE 均为 Wind 一致预期

## 六、风险提示

工业领域开展不及预期风险; 原材料价格上涨风险; 汇兑风险。

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	413	853	971	1,076	1,374
货币资金	59	351	365	305	380
应收票据	0	37	43	55	72
应收账款	142	185	246	326	418
预付账款	10	16	20	24	31
存货	147	241	268	329	424
其他	54	23	28	37	48
非流动资产	305	530	779	996	1,184
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	211	350	581	786	964
无形资产	27	30	30	30	30
其他	66	150	168	180	190
资产总计	718	1,383	1,750	2,072	2,558
流动负债	181	354	551	639	793
短期借款	15	60	211	207	259
应付票据	0	44	51	65	83
应付账款	83	149	164	194	238
其他	83	102	124	173	213
非流动负债	48	84	84	84	84
长期借款	0	0	0	0	0
其他	48	84	84	84	84
负债合计	229	438	635	722	877
少数股东权益	0	0	0	0	0

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	977	1,362	1,730	2,238	2,911
营业成本	728	1,132	1,334	1,684	2,172
营业税金及附加	6	3	10	13	17
销售费用	29	34	52	86	110
管理费用	41	57	71	94	116
研发费用	44	55	70	90	116
财务费用	7	3	-1	5	6
减值损失合计	-2	-1	-8	-10	-12
投资净收益	0	1	0	0	0
其他	2	8	0	-1	3
营业利润	122	85	186	256	363
营业外收支	0	1	0	0	0
利润总额	123	85	186	256	363
所得税	14	7	21	26	36
净利润	109	79	166	231	327
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	109	79	166	231	327
EBITDA	157	125	269	375	510
EPS(当年)(元)	1.78	0.98	2.03	2.82	4.00

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	103	17	199	280	361

归属母公司股东权益	489	945	1,115	1,350	1,681
益					
负债和股东权益	718	1,383	1,750	2,072	2,558
重要财务指标					
					单位: 百万元
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	977	1,362	1,730	2,238	2,911
同比 (%)	21.3%	39.4%	27.0%	29.4%	30.1%
归属母公司净利润	109	79	166	231	327
同比 (%)	18.3%	-27.6%	110.7%	39.0%	41.8%
			%		
毛利率 (%)	25.5%	16.9%	22.9%	24.8%	25.4%
ROE (%)	22.3%	8.3%	14.9%	17.1%	19.5%
EPS (摊薄) (元)	1.78	0.98	2.03	2.82	4.00
P/E	-	28.11	23.59	16.98	11.98
P/B	-	2.38	3.51	2.90	2.33
EV/EBITDA	-0.28	15.78	14.46	10.52	7.69

净利润	109	79	166	231	327
折旧摊销	27	38	76	104	132
财务费用	7	5	9	15	16
投资损失	0	-1	0	0	0
营运资金变动	-52	-112	-72	-91	-138
其它	12	7	20	22	24
投资活动现金流	-80	-148	-327	-322	-322
资本支出	-80	-119	-325	-320	-320
长期投资	0	-30	-2	-2	-2
其他	0	1	0	0	0
筹资活动现金流	-47	427	142	-18	36
吸收投资	0	436	0	0	0
借款	15	79	152	-4	52
支付利息或股息	-1	-33	-9	-15	-16
现金净增加额	-27	292	14	-60	75

## 研究团队简介

王舫朝，信达证券非银金融&中小盘首席分析师。硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，2020年“新浪金麒麟非银行金融行业新锐分析师”。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，历任民生证券、国泰君安证券分析师，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙瞳	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>



华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。