

2023年05月03日

**买入（首次覆盖）**

报告原因：业绩点评

**证券分析师**

王敏君 S0630522040002

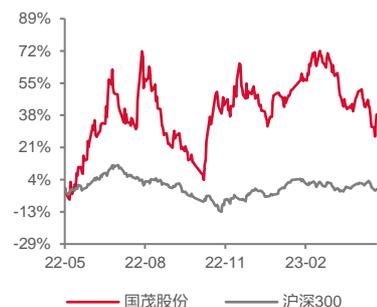
wmj@longone.com.cn

**联系人**

梁帅奇

lsqi@longone.com.cn

总股本(万股)	66,224.26
流通A股(万股)	65,397.59
一季报资产负债率	27.58%
市净率(倍)	3.94
一季报加权平均净资产收益率	2.43%
一年内最高/最低价(元)	24.97/12.78
前复权(现金分红)	

**相关研究**

# 国茂股份（603915.SH）：业务拓展顺利，Q1盈利修复

——公司简评报告

**投资要点**

- **事件：**2022年，公司实现营收26.97亿元，同比下降8.41%；实现归母净利润4.14亿元，同比下降10.42%。2023年第一季度，公司实现营收6.26亿元，同比增长2.62%；实现归母净利润0.80亿元，同比增长24.25%。业绩基本符合市场预期。公司拟向全体股东每10股派发现金红利2元（含税）。
- **产品结构持续优化，产品力提升效果初现。**2022年受宏观因素扰动、下游需求减弱等影响，公司销售各类型减速机60.80万台，同比下滑13.40%。但公司加速培育高端品牌，顺利完成超高扭矩、超高速齿轮箱与大功率减速机等产品开发。以分产品营业收入除以主营产品销量测算，2022年齿轮减速机销售均价同比基本持平，GNORD减速机销售均价同比显著提升。产品矩阵升级，助力公司平稳应对周期波动。
- **大客户新业务创造增量，多元化拓展稳步推进。**公司直销大客户开发进展顺利，景津装备、先导智能、常州乐萌等重点客户需求放量。2022年直销渠道实现营收13.60亿元，占比超过50%。2022年公司成功开拓海工、新能源等高景气度领域减速机新业务，进一步增加下游市场多元化程度。目前光伏跟踪支架减速机已顺利通过中信博测试，风电变桨偏航减速机进入试制阶段。
- **2022年业绩有所承压，2023年一季度盈利快速恢复。**2022年公司毛利率为26.74%，同比下滑0.38pct；其中齿轮减速机毛利率为26.83%，同比下滑1.31pct，原材料成本上涨或为毛利率承压主因；归母净利率为15.35%，同比下降0.34pct。2022年销售、管理、研发费用率分别为2.79%、3.65%、4.44%，分别同比-0.39pct、0.01pct、0.62pct；由于利息收入增加，财务费用率为负。2023年一季度，公司毛利率同比提升1.96pct至27.17%，归母净利率同比提升2.24pct至12.85%，达到上市以来同期最佳水平。
- **减速机市场有望回暖，多元化进程再提速。**制造业生产经营重回正轨，逐步复苏。公司具有销售渠道、产品多样化等龙头优势，或率先受益于行业集中度提升与国产替代趋势。公司业务日趋多元，重点开发锂电、光伏、风电等新能源行业减速机产品；积极拓展精密传动业务，子公司国茂精密专注谐波减速器开发，有望成长为增长新引擎。
- **投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润为5.22/6.56/8.01亿元，预计EPS分别为0.79/0.99/1.21元，对应PE分别为25X/20X/16X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济变化风险；新业务拓展不及预期风险；原材料价格波动风险。

**盈利预测与估值简表**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,696.79	3,229.37	3,993.87	4,726.05
同比增长率（%）	-8.41%	19.75%	23.67%	18.33%
归母净利润（百万元）	413.90	522.17	655.50	801.33
同比增长率（%）	-10.42%	26.16%	25.54%	22.25%
EPS 摊薄（元）	0.62	0.79	0.99	1.21
P/E	31.09	24.64	19.63	16.06

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年4月28日）

## 正文目录

1. 同比增速转正，2023 年一季度盈利修复 .....	4
2. 产品结构优化，产品力提升效果初现.....	4
3. 新业务新客户创造增量，多元化拓展稳步推进.....	5
4. 盈利能力快速修复，资金状况保持稳健 .....	6
5. 经营情况展望 .....	8
5.1. 行业：景气度或迎来修复，行业龙头充分受益 .....	8
5.2. 公司：持续发力多元化，2023 年发展可期 .....	8
6. 投资建议 .....	8
7. 风险提示 .....	8

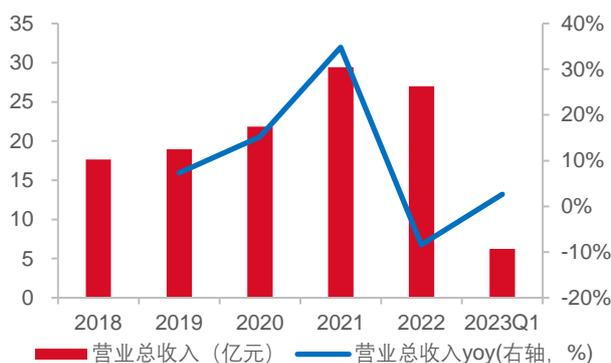
## 图表目录

图 1 公司 2022 年营收承压（亿元，%） .....	4
图 2 公司 2022 年归母净利润承压（亿元，%） .....	4
图 3 2023 年一季度营收增速转正（亿元，%） .....	4
图 4 2023 年一季度归母净利润迎来修复（亿元，%） .....	4
图 5 2022 年公司减速机销量下降（台，%） .....	5
图 6 2022 年减速机销售均价提升（元） .....	5
图 7 齿轮减速机仍为主要营收来源（%） .....	5
图 8 毛利率低的摆线针轮减速机营收占比下滑（%） .....	5
图 9 2022 年直营渠道营收占比超过经销（亿元，%） .....	6
图 10 公司直销毛利率显著高于经销渠道（%） .....	6
图 11 公司毛利率和归母净利率（%） .....	6
图 12 2023Q1 毛利率及归母净利率均为同期新高（%） .....	6
图 13 2022 年齿轮减速机毛利率有所下降（%） .....	7
图 14 公司研发费用及研发费用率（亿元，%） .....	7
图 15 公司 2022 年经营活动现金流保持稳健（亿元） .....	7
图 16 公司一季度经营活动现金流（亿元） .....	7
图 17 公司资产负债率整体呈下降趋势（%） .....	7
图 18 2023 年以来制造业 PMI 走势向好（%） .....	8
图 19 减速机行业市场规模稳步提升（亿元） .....	8
附录：三大报表预测值 .....	10

## 1. 同比增速转正，2023 年一季度盈利修复

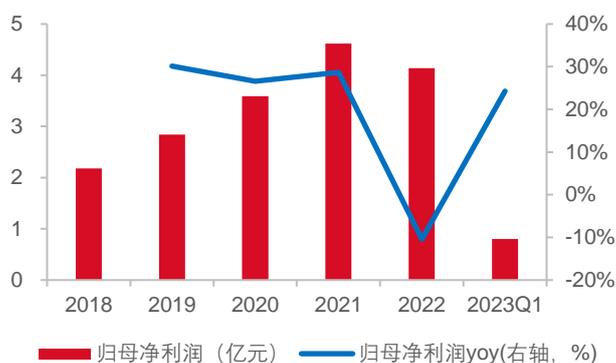
2022 年，公司实现营收 26.97 亿元，同比下降 8.41%；实现归母净利润 4.14 亿元，同比下降 10.42%。2022 年第四季度，公司实现营收 6.63 亿元，同比下降 3.31%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 4.54%。2023 年第一季度，公司实现营收 6.26 亿元，同比增长 2.62%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 24.25%。业绩基本符合市场预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

图1 公司 2022 年营收承压（亿元，%）



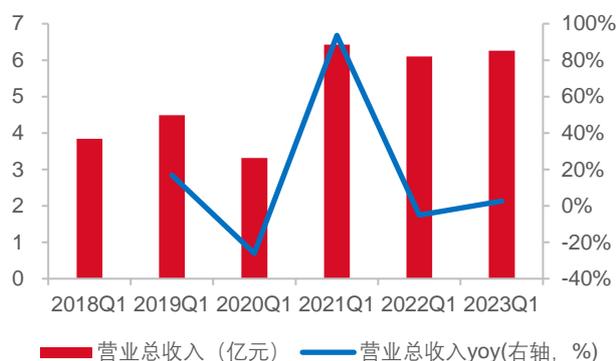
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图2 公司 2022 年归母净利润承压（亿元，%）



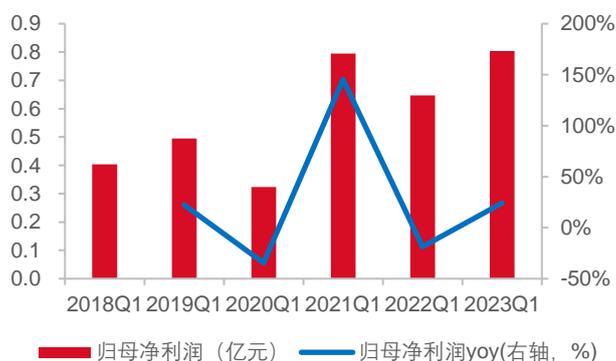
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图3 2023 年一季度营收增速转正（亿元，%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图4 2023 年一季度归母净利润迎来修复（亿元，%）

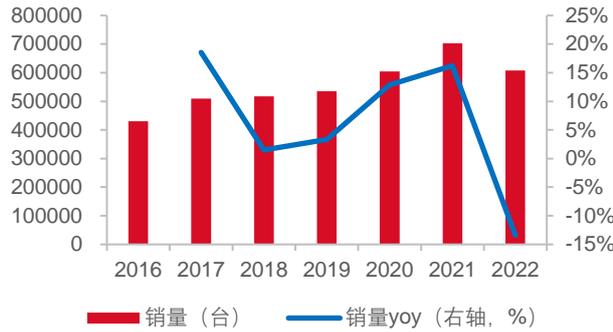


资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 2. 产品结构优化，产品力提升效果初现

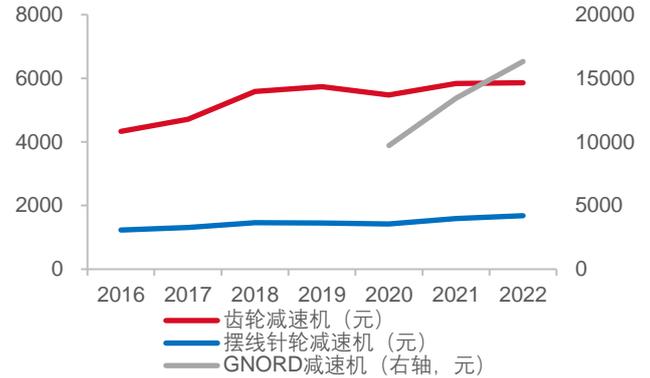
产品力持续增强，销售均价稳中有升。受宏观因素扰动、下游需求减弱等因素影响，2022 年公司销售各类型减速机 60.80 万台，同比下滑 13.40%。但公司加速培育高端品牌，顺利完成超高扭矩 SHE2 系列、超高速 HHE2 系列齿轮箱与大功率 MGH B 系列减速机等高端产品开发。以分产品营业收入除以主营产品销量测算，2022 年公司齿轮减速机、摆线针轮减速机、GNORD 减速机销售均价分别为 5861 元、1682 元、16323 元，同比提升 0.36%、5.81%、21.40%。产品矩阵升级带动均价提升，助力公司平稳应对周期波动。

图5 2022 年公司减速机销量下降 (台, %)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

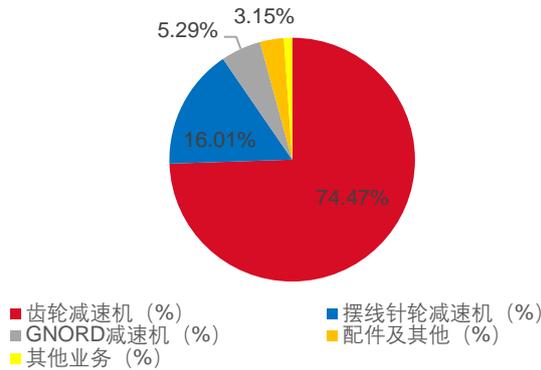
图6 2022 年减速机销售均价提升 (元)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

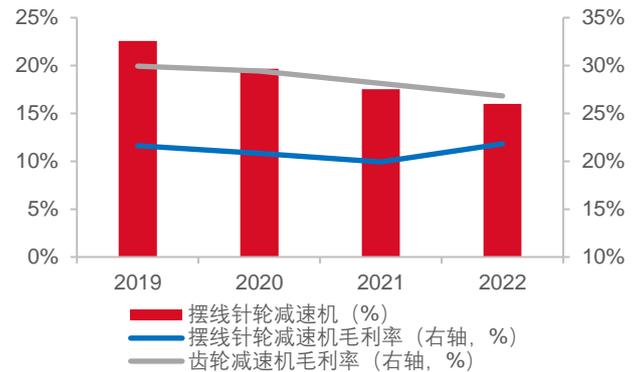
**齿轮减速机仍为主导，摆线针轮减速机占比延续下滑。**根据年报销售口径拆分，2022年齿轮减速机业务实现营收20.08亿元，同比下滑5.76%，营收占比达74.47%，为第一大收入来源；摆线针轮减速机实现营收4.32亿元，同比下滑16.42%，营收占比16.01%，呈逐年下降趋势；高端品牌GNORD减速机实现营收1.43亿元，同比下滑13.80%，占比5.29%，较2020年事业部成立时提升4.21pct。齿轮减速机与摆线针轮减速机受橡胶、塑料、建材等下游行业下行影响，中小客户需求受损，拖累营收表现。从营收占比来看，毛利率较低的摆线针轮减速机营收占比进一步下滑，公司产品结构高端化趋势不变。

图7 齿轮减速机仍为主要营收来源 (%)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图8 毛利率低的摆线针轮减速机营收占比下滑 (%)

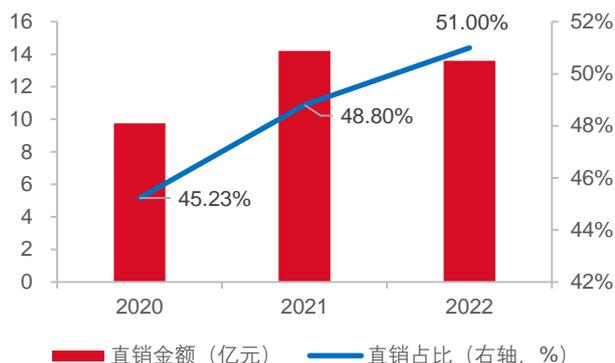


资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.新业务新客户创造增量，多元化拓展稳步推进

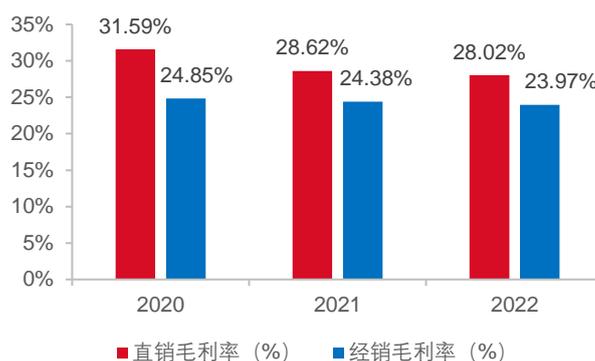
**直销发力，大客户开发取得新突破。**公司长期以经销渠道为主，近年来不断加大利润率较高的直销渠道建设，2022年直销渠道实现营收13.60亿元，占比51.00%，首次超越经销渠道。2022年公司加大业务拓展力度。新客户开发取得进展，陆续与苏州金韦尔机械、常州百利锂电智慧工厂等客户达成合作；老客户加速放量，景津装备、先导智能、常州乐萌等重点客户出货量同比大幅增加。2022年GNORD传动也顺利锁定化工医药、港口起重、橡胶塑料、物流仓储、粮油饲料等领域合计约150家目标客户。

图9 2022年直营渠道营收占比超过经销（亿元，%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图10 公司直销毛利率显著高于经销渠道（%）



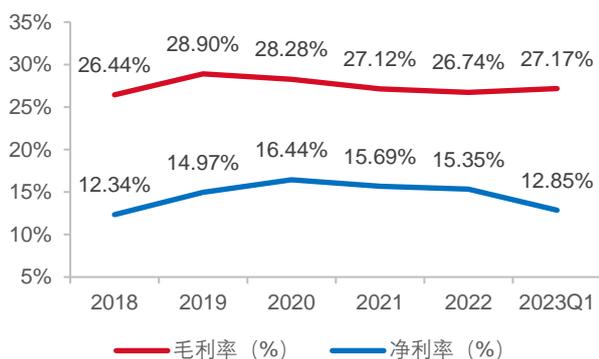
资料来源：公司公告，东海证券研究所

**横向拓展，纵向延伸，多元化创造新增长点。**2022年为应对橡胶、塑料行业以及与房地产相关的建材、砂石骨料行业需求下行，公司大力推进业务多元化。横向拓宽海工、光伏、风电等新业务，相关产品、客户开发顺利。目前公司为中信博提供的光伏跟踪支架减速机，已经顺利通过客户测试；船舶配套设备减速机顺利销往南通润邦等客户。风电变桨偏航减速机已进入试制阶段。纵向延伸产品矩阵，精密传动业务快速成长。子公司国茂精密谐波减速器产品在产品角度等方面达到业界先进水平，完成10种型号产品开发。

## 4.盈利能力快速修复，资金状况保持稳健

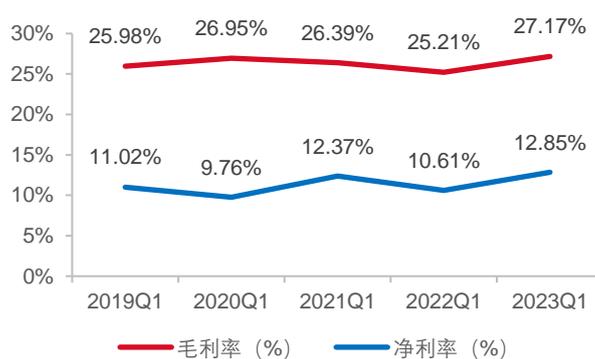
**2022年业绩有所承压，2023年一季度盈利快速恢复。**2022年公司毛利率为26.74%，同比下滑0.38pct；其中齿轮减速机毛利率为26.83%，同比下滑1.31pct，原材料成本上涨或为毛利率承压主因；归母净利率为15.35%，同比下降0.34pct。2022年销售、管理、研发费用率分别为2.79%、3.65%、4.44%，分别同比-0.39pct、0.01pct、0.62pct；由于利息收入增加，财务费用率为负。2023年一季度，公司毛利率同比提升1.96pct至27.17%，归母净利率同比提升2.24pct至12.85%，达到上市以来同期最佳水平。

图11 公司毛利率和归母净利率（%）



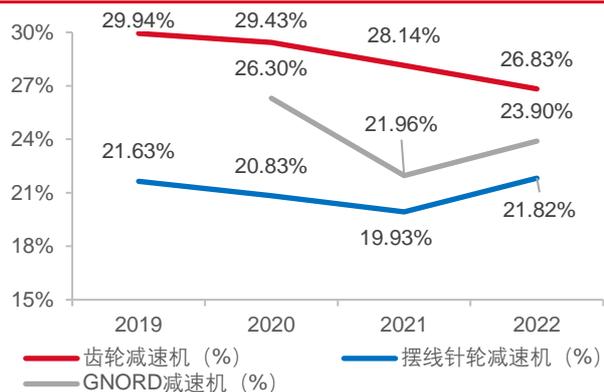
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图12 2023Q1毛利率及归母净利率均为同期新高（%）



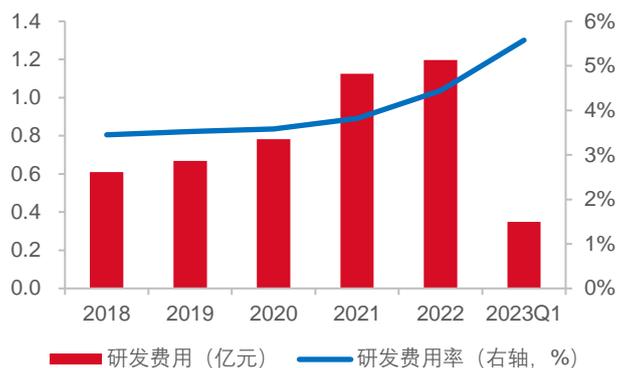
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图13 2022年齿轮减速机毛利率有所下降(%)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图14 公司研发费用及研发费用率(亿元, %)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

**经营活动现金流稳健。**公司2022年经营活动产生的现金流量净额为3.52亿元，同比有所下降，但仍处于相对稳健的区间内。2023年一季度公司资产负债率同比下降至27.58%，流动比率、速动比率分别为2.47和1.95，均同比提升。2023年一季度，公司经营活动现金流达0.30亿元，为2018年以来同期最佳。

图15 公司2022年经营活动现金流保持稳健(亿元)



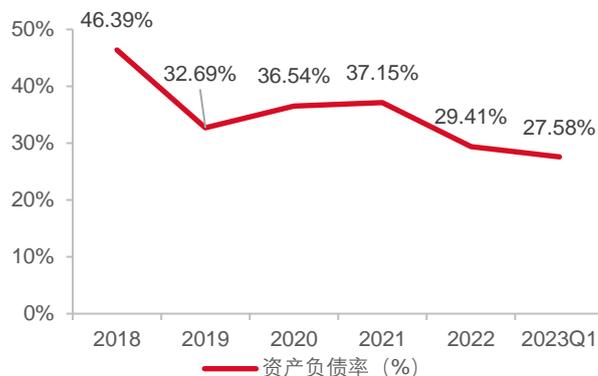
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图16 公司一季度经营活动现金流(亿元)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图17 公司资产负债率整体呈下降趋势(%)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 5.经营情况展望

### 5.1.行业：景气度或迎来修复，行业龙头充分受益

制造业回暖，行业或迎来新一轮上行周期。减速机作为工业传动的重要环节，景气度有望随宏观经济形势上行迎来修复。根据前瞻产业研究院统计，2021年中国减速机行业市场规模达1258亿元，至2026年有望达到1605亿元。2022年国茂“年产35万台减速机项目”已按计划全部建成，产能瓶颈得以解决。结合公司具有销售渠道、产品多样化等龙头优势，市占率有望持续提升。

图18 2023年以来制造业PMI走势向好(%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图19 减速机行业市场规模稳步提升(亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

### 5.2.公司：持续发力多元化，2023年发展可期

业务拓展，多元化进程提速。2022年，公司实现归母净利润4.14亿元，低于此前股权激励目标。2023年公司提出对标国际一流计划，快速进入新市场、新领域，重点关注并拓展新能源、物流等下游应用领域。除上文提及的光伏、风电等新能源行业减速机与谐波减速器产品，公司在专用减速机、机电一体化等方向亦有所布局，目前已经推出工程机械专用减速机、重载齿轮箱、伺服电机、变频器等产品。长期来看，多元化产品布局有望帮助公司平滑行业周期，创造新增长点。

## 6.投资建议

国茂股份作为通用减速机龙头企业，有望充分受益于行业景气度恢复。公司加大新客户、新业务开发力度，产品进一步向高端市场渗透，成长可期。预计公司2023-2025年归母净利润为5.22/6.56/8.01亿元，预计EPS分别为0.79/0.99/1.21元，对应PE分别为25X/20X/16X。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 7.风险提示

**宏观经济变化风险。**通用减速机下游市场广泛且分散，行业与宏观、自动化市场整体景气度高度相关，若经济增长放缓、新一轮自动化市场上升周期不及预期，减速机市场需求或受到影响，进而影响公司产品销售。

**新业务拓展不及预期风险。**公司重点开拓专用减速机等高端新产品。国外产品目前仍具有先发优势，客户粘性较强。国内竞争对手持续加大技术开发与资本投入。高端市场竞争较为激烈。若产品开发放缓、市场拓展不及预期，可能面临较大竞争压力。

**原材料价格波动的风险。**公司主要原材料如铸件、锻件、电机、轴承等，采购成本可能受到多种因素的影响，如市场供求、供应商生产状况的变动等，如果原材料价格上涨，对公司的生产经营构成一定压力。

## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	944	1079	1466	2068
交易性金融资产	605	805	1005	1205
应收票据及应收账款	301	434	545	693
存货	585	832	907	1022
预付款项	5	7	9	10
其他流动资产	575	669	822	876
流动资产合计	3016	3826	4754	5873
长期股权投资	201	214	228	244
投资性房地产	11	11	11	11
固定资产合计	934	986	1050	1004
无形资产	205	223	239	269
商誉	4	4	4	4
递延所得税资产	54	0	0	0
其他非流动资产	218	224	154	134
<b>资产总计</b>	<b>4643</b>	<b>5489</b>	<b>6441</b>	<b>7540</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	979	1405	1787	2234
其他流动负债	314	387	497	583
流动负债合计	1293	1791	2284	2817
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	72	63	67	65
非流动负债合计	72	63	67	65
<b>负债合计</b>	<b>1365</b>	<b>1854</b>	<b>2351</b>	<b>2882</b>
归属于母公司所有者权益	3269	3626	4083	4652
益				
少数股东权益	8	8	7	6
<b>所有者权益合计</b>	<b>3278</b>	<b>3634</b>	<b>4090</b>	<b>4658</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>4643</b>	<b>5489</b>	<b>6441</b>	<b>7540</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>352</b>	<b>695</b>	<b>907</b>	<b>1102</b>
投资	171	-213	-214	-216
资本性支出	-228	-258	-182	-132
其他	-2	86	70	82
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-59</b>	<b>-385</b>	<b>-326</b>	<b>-266</b>
债权融资	0	-1	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-141	-166	-199	-232
其他	-4	-8	4	-2
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-145</b>	<b>-175</b>	<b>-194</b>	<b>-234</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>147</b>	<b>135</b>	<b>387</b>	<b>602</b>

## 利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>2697</b>	<b>3229</b>	<b>3994</b>	<b>4726</b>
营业成本	1976	2319	2872	3367
营业税金及附加	25	26	30	39
销售费用	75	101	117	135
管理费用	98	113	132	156
研发费用	120	145	170	208
财务费用	-14	-13	-15	-21
投资收益	46	57	70	82
公允价值变动收益	0	0	0	0
其他经营损益	-12	-1	-15	-16
<b>营业利润</b>	<b>452</b>	<b>593</b>	<b>743</b>	<b>909</b>
营业外收支	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>455</b>	<b>593</b>	<b>743</b>	<b>909</b>
所得税费用	43	71	89	109
净利润	412	522	654	800
少数股东损益	-2	0	-1	-1
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>414</b>	<b>522</b>	<b>656</b>	<b>801</b>

## 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业总收入增长率	-8.4%	19.7%	23.7%	18.3%
EBIT增长率	-14.6%	31.3%	25.8%	22.0%
归母净利润增长率	-10.4%	26.2%	25.5%	22.2%
总资产增长率	-1.4%	18.2%	17.3%	17.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	26.7%	28.2%	28.1%	28.8%
销售净利率	15.3%	16.2%	16.4%	16.9%
净资产收益率	12.7%	14.4%	16.1%	17.2%
总资产收益率	8.9%	9.5%	10.2%	10.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.4%	33.8%	36.5%	38.2%
流动比率	2.33	2.14	2.08	2.08
速动比率	1.86	1.66	1.67	1.71
<b>每股指标 (元)</b>				
EPS (摊薄)	0.62	0.79	0.99	1.21
每股净资产 (摊薄)	4.94	5.48	6.17	7.03
<b>估值比率</b>				
P/E	31.09	24.64	19.63	16.06
P/B	3.94	3.55	3.15	2.77
P/S	4.77	3.98	3.22	2.72

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年4月28日）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089