

2022年11月08日

公司研究

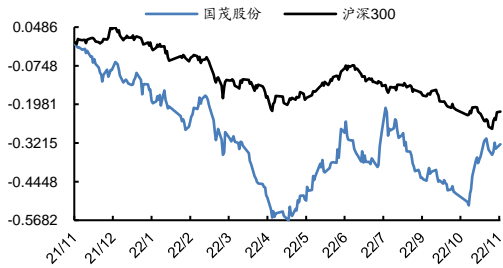
评级：增持(首次覆盖)

研究所
证券分析师：姚健 S0350522030001
yaoj@ghzq.com.cn

下游需求放缓业绩承压，Q3 毛利率环比微降

——国茂股份（603915）三季度点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/11/07

表现	1M	3M	12M
国茂股份	30.5%	-6.1%	-33.4%
沪深300	-0.8%	-9.2%	-22.0%

市场数据

2022/11/07

当前价格(元)	20.54
52周价格区间(元)	14.41-44.60
总市值(百万)	13,608.27
流通市值(百万)	13,432.67
总股本(万股)	66,252.54
流通股本(万股)	65,397.59
日均成交额(百万)	90.03
近一月换手(%)	1.03

事件：

国茂股份发布公告：2022年前三季度公司实现收入20.34亿元，同比下降9.95%，实现归母净利润2.91亿元，同比下降15.50%。

投资要点：

- 下游需求放缓，业绩短期承压。**2022年前三季度实现营业收入20.34亿元，同比下降9.95%，实现归母净利润2.91亿元，同比下降15.50%，降幅超过增速主要源于毛利率的下降，业绩承压主要原因为国际形势波动、经济低迷叠加疫情扰动影响下，制造业投资增长趋缓导致下游需求放缓。Q3单季度实现营业收入6.87亿元，同比下降11.60%，环比下降6.80%，归母净利润1.11亿元，同比下降18.84%，环比下降4.10%，Q3业绩环比下降主要源于1)7、8月高温天气开工情况较弱；2)Q1部分延迟交货导致Q2基数较高。
- Q3毛利率环比微降，费用管控维持稳定。**2022年前三季度公司综合毛利率26.04%，同比下降1.10pct，Q3单季度综合毛利率26.05%，同比下降3.11pct，环比下降0.69pct，毛利率环比略微下降，主要源于，1)原材料影响传导较慢，成本端下降尚未在Q3体现；2)Q1疫情期间产能于Q2得到补偿，Q2设备利用率较高，基数较大。2022年前三季度期间费用率10.54%，同比上升0.26pct，其中销售/管理/研发费用率分别同比变化-0.19pct/-0.13pct/+0.83pct，费用管控维持稳定。
- 横向延伸布局，多点开花。**公司各事业部齐头发展，横向布局多元领域。1)捷诺保持在锂电浆料搅拌减速机市场的领先优势，并拓展锂电辊压设备减速机客户；2)工程机械业务部已通过中联重科的现场审核，并于6月获得第一批塔机回转减速机订单；配套于光伏电站跟踪支架的减速机新品已交付中信博进行性能测试，新产品放量可期；3)工业齿轮箱方面，新一代HB系列齿轮箱通过满载疲劳测试后，已于6月全面推向市场；4)精密传动方面，子公司国茂精密已具备谐波减速器约2500台月产能。
- 盈利预测和投资评级**我们预计公司2022-2024年实现收入29.90、39.65、49.23亿元，同比增速为2%、33%、24%；实现归母净利润4.52、6.38、7.97亿元，同比增速为-2%、41%、25%，现价对应PE30.14、21.33、17.07倍，考虑到公司为通用减速机领域龙头，伴

随疫情影响减退、制造业周期回暖，有望充分受益于此，恢复业绩快增，同时公司高端减速机产品布局完善，有望于国产替代进程中进一步扩张高端市场份额，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示** 疫情存在反复可能性，新产品研发不及预期，宏观经济波动，产品扩产不及预期，原材料价格波动。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2944	2990	3965	4923
增长率（%）	35	2	33	24
归母净利润（百万元）	462	452	638	797
增长率（%）	29	-2	41	25
摊薄每股收益（元）	0.99	0.68	0.96	1.20
ROE（%）	16	13	16	16
P/E	39.29	30.14	21.33	17.07
P/B	6.23	4.00	3.37	2.81
P/S	6.25	4.55	3.43	2.76
EV/EBITDA	31.01	22.49	15.82	12.15

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：国茂股份盈利预测表

证券代码:	603915		股价:	20.54	投资评级:	增持	日期:	2022/11/07	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					每股指标				
ROE	16%	13%	16%	16%	EPS	0.99	0.68	0.96	1.20
毛利率	27%	26%	28%	28%	BVPS	6.24	5.14	6.10	7.31
期间费率	7%	6%	7%	7%	估值				
销售净利率	16%	15%	16%	16%	P/E	39.29	30.14	21.33	17.07
成长能力					P/B	6.23	4.00	3.37	2.81
收入增长率	35%	2%	33%	24%	P/S	6.25	4.55	3.43	2.76
利润增长率	29%	-2%	41%	25%					
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产周转率	0.63	0.72	0.79	0.82	营业收入	2944	2990	3965	4923
应收账款周转率	11.56	11.59	11.59	11.59	营业成本	2146	2205	2868	3550
存货周转率	4.10	4.05	4.13	4.15	营业税金及附加	15	16	21	26
偿债能力					销售费用	93	99	135	172
资产负债率	37%	18%	19%	20%	管理费用	108	108	145	180
流动比	1.89	3.93	4.08	4.30	财务费用	-6	-12	-15	-20
速动比	1.46	2.88	3.03	3.25	其他费用/(-收入)	113	120	159	197
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	516	512	727	909
现金及现金等价物	1551	1766	2424	3241	营业外净收支	7	7	7	7
应收款项	320	258	342	425	利润总额	522	519	733	916
存货净额	718	737	959	1187	所得税费用	62	67	95	119
其他流动资产	608	18	19	21	净利润	460	452	638	797
流动资产合计	3197	2779	3744	4874	少数股东损益	-2	0	0	0
固定资产	940	835	727	615	归属于母公司净利润	462	452	638	797
在建工程	38	26	18	13	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
无形资产及其他	353	353	353	353	经营活动现金流	399	158	583	727
长期股权投资	181	181	181	181	净利润	462	452	638	797
资产总计	4708	4175	5023	6036	少数股东权益	-2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	108	116	117	117
应付款项	1335	449	584	722	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	105	0	0	0	营运资金变动	-119	-353	-99	-98
其他流动负债	252	259	334	411	投资活动现金流	-600	57	74	90
流动负债合计	1692	707	918	1133	资本支出	-336	4	3	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-264	0	0	0
其他长期负债	57	57	57	57	其他	-1	54	71	89
长期负债合计	57	57	57	57	筹资活动现金流	-111	0	0	0
负债合计	1749	764	975	1190	债务融资	0	0	0	0
股本	473	663	663	663	权益融资	7	0	0	0
股东权益	2959	3411	4049	4846	其它	-118	0	0	0
负债和股东权益总计	4708	4175	5023	6036	现金净增加额	-312	216	657	817

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【机械小组介绍】

姚健，复旦大学财务学硕士，7年证券从业经验，现任国海证券机械研究团队首席，主要覆盖锂电设备、光伏设备、激光、检测检验、工业机器人、自动化、工程机械等若干领域，专注成长股挖掘。

【分析师承诺】

姚健，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。