

分析师：刘智
 登记编码：S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775

布局高端减速器产品，静待行业触底反弹

——国茂股份(603915)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2022-12-13)

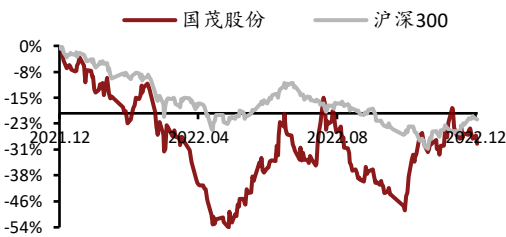
收盘价(元)	20.21
一年内最高/最低(元)	40.10/14.59
沪深 300 指数	3,945.68
市净率(倍)	4.27
流通市值(亿元)	132.17

发布日期：2022 年 12 月 14 日

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	4.74
每股经营现金流(元)	0.23
毛利率(%)	26.04
净资产收益率_摊薄(%)	9.28
资产负债率(%)	31.20
总股本/流通股(万股)	66,224.26/65,397.59
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

公司 2022 年前三季度实现营业收入 20.34 亿元，同比下降 10%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比下降 15.5%；每股收益为 0.44 元。

● 需求低迷公司业绩承压

2022 年前三季度公司实现营业收入 20.34 亿元，同比下降 10%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比下降 15.5%。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%，扣非归母净利润 1.02 亿，同比下降 22.04%。

● 毛利率承压盈利能力下滑，费用管控较为稳定

2022 年三季报公司毛利率 26.04%，同比下降 1.11pct。主要原因是行业需求疲软，公司盈利能力下滑。

2022 年三季报公司净利率 14.24%，同比下降 1.06pct。

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，公司费用管控较为稳定。

● 产业链安全战略下国产替代需求增强,通用自动化行业拐点将至复苏在望

党的二十大政策引导下，我国产业链安全被提上新的战略高度，国内客户也在加速国产替代的进程，未来国产工业自动化企业有望进一步抢占传统外资品牌的市场。减速机作为通用自动化基础产品，广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品等各个行业，有望充分受益国家产业链安全战略。

工业自动化持续低迷了一年多，目前仍处于周期磨底阶段，但 9、10 月工业机器人产量已经出现 14-15% 正增长，制造业固定资产投资累计增速连续站在 10% 以上，我们认为工业自动化行业周期拐点将至，行业复苏在望。此外，国内疫情管控政策已经出现明显变化，国内制造业投资保持较强的韧性，通用自动化景气周期有望到来，公司作为减速机龙头企业有望受益周期反转。

● 积极布局高端产品拓宽产品线，开发第二成长曲线

公司在通用减速机业务外，积极布局其他业务线，拓展高端产品，拓宽产品线。公司子公司捷诺传动继续保持在锂电浆料搅拌减速机市场的绝对领

先优势，推出全新锂电专用 370 减速机，进一步拓展锂电辊压设备减速机的客户。捷诺减速机扩产项目预计 2023 年达产，捷诺高端减速机产能将释放，助力公司业绩增长。

公司工程机械减速机已顺利通过中联重科股份有限公司的现场审核，并于 2022 年 6 月收到该客户第一批塔机回转减速机订单公司光伏电站跟踪支架的减速机新品已交付江苏中信博进行产品性能测试。

公司把握机器人行业快速发展机遇，控股子公司国茂精密目前具备月产 2500 台谐波减速器的能力。精密减速器的潜在市场空间巨大。公司将精密传动业务定义为第二成长曲线，助力公司二次发展。

公司通过多种高端应用的拓展极大丰富了公司产品线，增强公司抗周期能力和竞争力，有望开拓新的成长曲线。

● 盈利预测与估值

鉴于公司深耕通用减速机多年，已经成为国产减速机龙头企业，通用减速机行业周期拐点将至，公司业绩有望恢复增长。同时不断拓展工程机械、光伏、锂电、工业机器人等高端领域应用，有望开拓第二成长曲线。

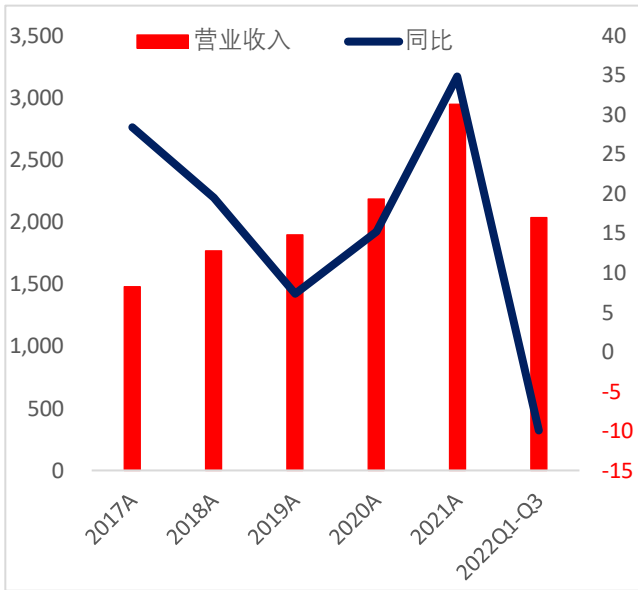
我们预测公司 2022 年-2024 年营业收入分别为 29.9 亿、39.64 亿、50.03 亿，2022 年-2024 年归母净利润分别为 4.41 亿、6.01 亿、7.68 亿，对应的 PE 分别为 30.35X、22.26X、17.42X，估值合理，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：1：通用自动化行业需求不及预期；2：行业竞争加剧，毛利率下滑；3：原材料价格上涨，毛利率下滑；4：其他减速机产品拓展不及预期。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,184	2,944	2,990	3,964	5,003
增长比率(%)	15.21	34.81	1.57	32.57	26.19
净利润(百万元)	359	462	441	601	768
增长比率(%)	26.56	28.66	-4.55	36.35	27.79
每股收益(元)	0.54	0.70	0.67	0.91	1.16
市盈率(倍)	37.27	28.97	30.35	22.26	17.42

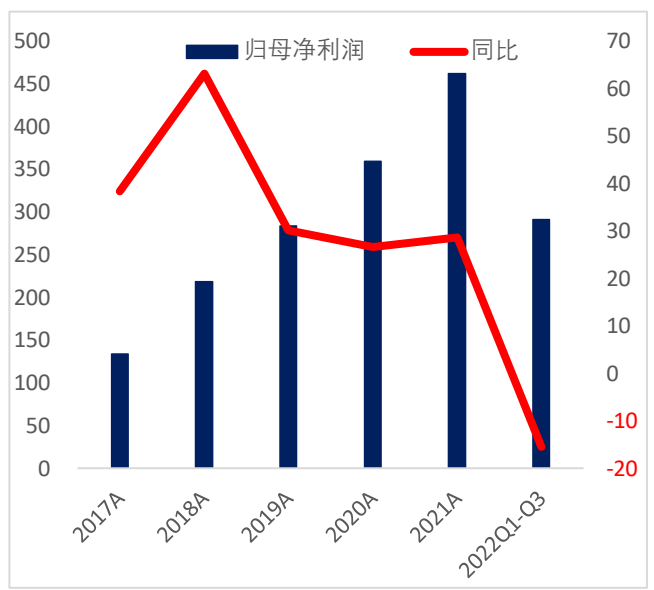
资料来源：聚源数据、中原证券

图1：公司营业收入（百万元、%）



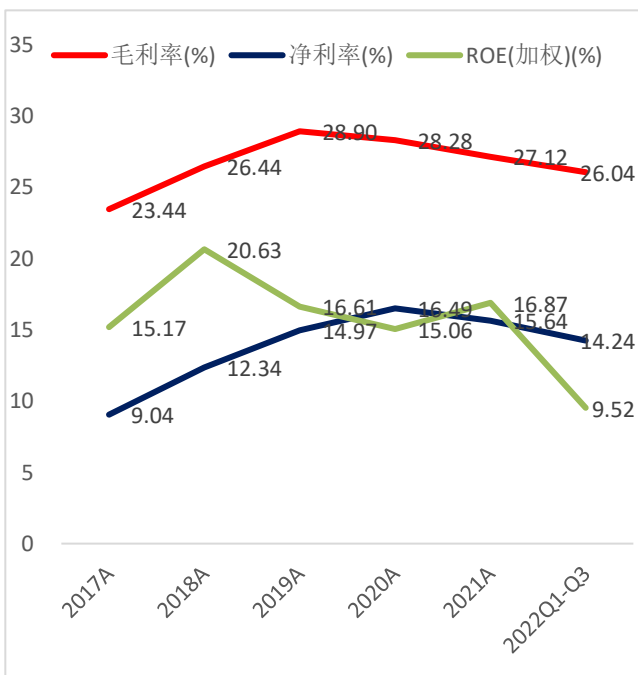
资料来源：Wind、中原证券

图2：公司归母净利润（百万元、%）



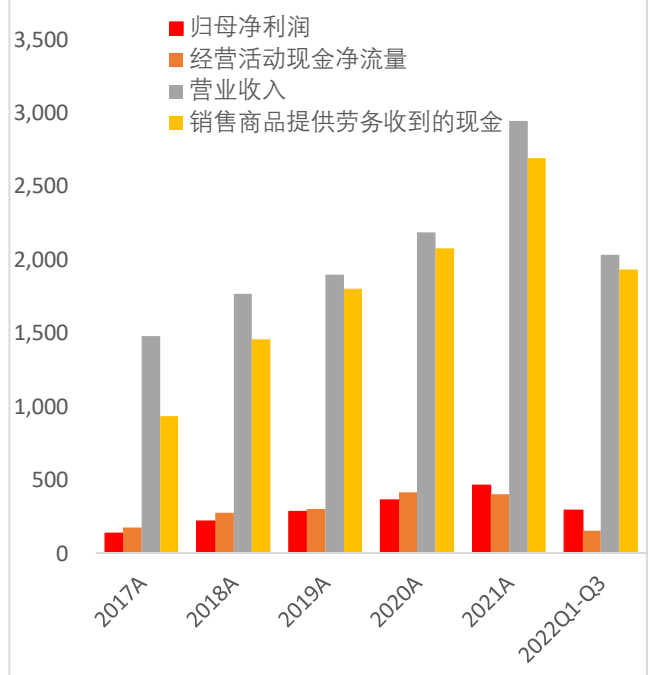
资料来源：Wind、中原证券

图3：公司盈利能力指标



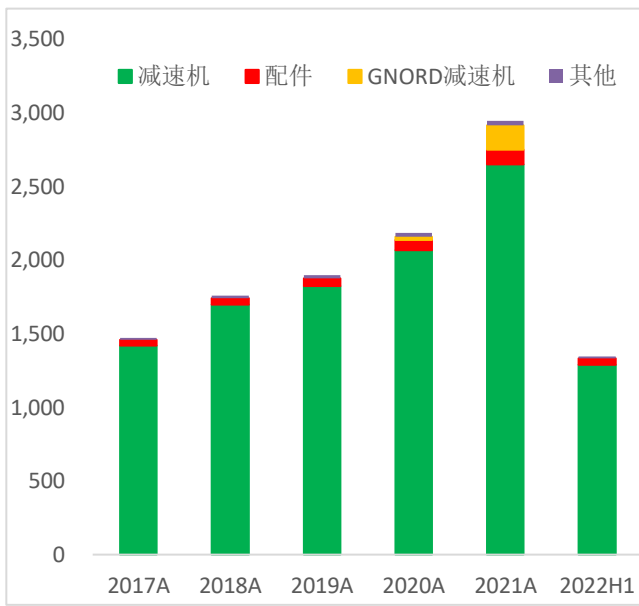
资料来源：Wind、中原证券

图4：公司经营现金净流量（百万元）



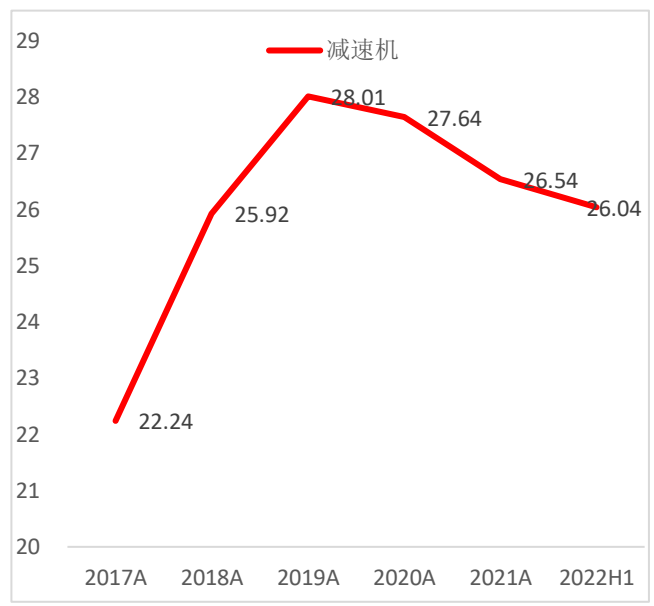
资料来源：Wind、中原证券

图 5: 分产品营业收入结构 (百万元)



资料来源: Wind、中原证券

图 6: 分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind、中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,928	3,197	3,091	4,335	5,206
现金	1,102	801	835	1,164	1,870
应收票据及应收账款	236	320	205	517	377
其他应收款	1	1	1	2	2
预付账款	12	4	10	9	15
存货	454	718	628	1,051	1,115
其他流动资产	1,122	1,353	1,412	1,591	1,828
非流动资产	1,075	1,512	1,937	2,175	2,352
长期投资	26	181	258	374	471
固定资产	690	940	1,325	1,500	1,624
无形资产	145	168	187	208	229
其他非流动资产	215	223	166	93	28
资产总计	4,003	4,708	5,028	6,510	7,558
流动负债	1,434	1,692	1,713	2,595	2,875
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,110	1,335	1,305	2,088	2,223
其他流动负债	324	357	408	507	653
非流动负债	28	57	57	57	57
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	57	57	57	57
负债合计	1,463	1,749	1,770	2,652	2,932
少数股东权益	7	6	5	4	3
股本	473	473	663	663	663
资本公积	1,209	1,272	1,082	1,082	1,082
留存收益	939	1,283	1,582	2,183	2,952
归属母公司股东权益	2,533	2,954	3,253	3,854	4,622
负债和股东权益	4,003	4,708	5,028	6,510	7,558

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	413	399	732	712	1,044
净利润	360	460	441	600	767
折旧摊销	68	108	176	202	230
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-38	-53	-48	-59	-70
营运资金变动	13	-119	161	-33	115
其他经营现金流	10	3	2	2	2
投资活动现金流	155	-600	-555	-383	-338
资本支出	-268	-336	-520	-318	-305
长期投资	423	-264	-83	-125	-104
其他投资现金流	0	-1	48	59	70
筹资活动现金流	-27	-111	-142	0	0
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	9	1	189	0	0
资本公积增加	95	63	-189	0	0
其他筹资现金流	-131	-175	-142	0	0
现金净增加额	541	-312	35	329	706

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,184	2,944	2,990	3,964	5,003
营业成本	1,566	2,146	2,203	2,902	3,642
营业税金及附加	16	15	19	23	30
营业费用	75	93	90	122	152
管理费用	70	108	105	142	177
研发费用	78	113	135	170	220
财务费用	-6	-6	-9	-10	-12
资产减值损失	-3	-7	0	0	0
其他收益	4	7	6	9	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	38	53	48	59	70
资产处置收益	-1	-1	-2	-2	-2
营业利润	411	516	501	681	872
营业外收入	5	7	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	416	522	501	681	872
所得税	56	62	60	81	104
净利润	360	460	441	600	767
少数股东损益	1	-2	0	-1	-1
归属母公司净利润	359	462	441	601	768
EBITDA	436	568	622	816	1,022
EPS (元)	0.78	0.99	0.67	0.91	1.16

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	15.21	34.81	1.57	32.57	26.19
营业利润 (%)	29.13	25.55	-2.89	36.05	27.93
归属母公司净利润 (%)	26.56	28.66	-4.55	36.35	27.79
获利能力					
毛利率 (%)	28.28	27.12	26.33	26.80	27.21
净利率 (%)	16.44	15.69	14.75	15.17	15.36
ROE (%)	14.18	15.64	13.56	15.60	16.62
ROIC (%)	12.54	13.69	12.02	14.00	15.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.54	37.15	35.20	40.73	38.80
净负债比率 (%)	57.58	59.11	54.32	68.73	63.39
流动比率	2.04	1.89	1.80	1.67	1.81
速动比率	1.71	1.45	1.42	1.26	1.41
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.68	0.61	0.69	0.71
应收账款周转率	10.22	12.18	12.41	12.29	12.35
应付账款周转率	5.03	5.60	5.30	5.44	5.37
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.54	0.70	0.67	0.91	1.16
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.60	1.11	1.07	1.58
每股净资产 (最新摊薄)	3.83	4.46	4.91	5.82	6.98
估值比率					
P/E	37.27	28.97	30.35	22.26	17.42
P/B	5.28	4.53	4.11	3.47	2.90
EV/EBITDA	26.28	31.01	20.18	14.98	11.27

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。