

国茂股份（603915）

增持（首次）

22 年业绩承压，一季度盈利能力改善

2023 年 5 月 10 日

市场数据

日期	2023-05-09
收盘价(元)	17.80
总股本(百万股)	662.24
流通股本(百万股)	653.98
净资产(百万元)	3354.41
总资产(百万元)	4642.85
每股净资产(元)	5.07

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

郭亚男

guoyanan@xyzq.com.cn

S0190522120004

投资要点

- **公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报:** 2022 年实现营收 26.97 亿元, 同比下降 8.41%; 归母净利润 4.14 亿元, 同比下降 10.42%; 扣非后归母净利润 3.74 亿元, 同比下降 11.76%; 基本每股收益 0.63 元/股, 同比下降 11.27%。公司拟以 2022 年末的 6.62 亿总股本向全体股东每股派发现金红利 0.20 元(含税), 合计拟派发现金红利 1.32 亿元(含税), 占公司 2022 年度合并报表归属公司股东净利润的 32.00%。公司 2023 年一季度实现营收 6.26 亿元, 同比增长 2.62%; 归母净利润 8039.01 万元, 同比增长 24.25%; 扣非后归母净利润 7135.54 万元, 同比增长 21.16%; 基本每股收益 0.12 元/股, 同比增加 20.00%。
- **22 年下游需求减弱, 模块化减速机韧性较强。**分产品看, 2022 年公司齿轮减速机营收 20.08 亿元, 同比下降 5.76%, 毛利率 26.83%, 同比减少 1.31pct。摆线针轮减速机营收 4.32 亿元, 同比下降 16.42%, 毛利率 21.82%, 同比增加 1.89pct。GNORD 减速机营收 1.43 亿元, 同比下降 13.80%, 毛利率 23.90%, 同比增加 1.94pct。配件及其他业务营收 0.85 亿元, 同比下降 14.96%, 毛利率 32.34%, 同比增加 0.86pct。2022 年下游需求疲软导致公司营收下降幅度较大, 公司主力产品模块化减速机在下行周期中韧性较强, 其发货额同比仅微幅下降。
- **直销渠道表现好于经销渠道。**分销售模式看, 2022 年公司经销收入 13.07 亿元, 同比下降 12.35%; 毛利率 23.97%, 同比减少 0.41pct; 直销收入 13.60 亿元, 同比下降 4.30%; 毛利率 28.02%, 同比减少 0.60pct。
- **盈利能力逐渐恢复, 期间费率持续改善:** 2022 年公司整体毛利率为 26.74%, 同比减少 0.38pct; 净利率为 15.27%, 同比减少 0.37pct。2023 年一季度, 公司毛利率 27.17%, 同比增加 1.96pct; 净利率 12.75%, 同比增加 2.19pct。2022 年公司期间费率为 10.34%, 同比减少 0.09pct。2023 年一季度公司期间费率为 11.99%, 同比减少 0.41pct。
- **2022 年各产品线持续深化布局:** 1) **通用减速机:** 2022 年通用减速机业务部售后千台维修率较 2021 年下降了约 2.5%; 2) **捷诺传动:** 进一步加大在化工医药、港口起重、橡胶塑料、物流仓储、粮油饲料等领域的市场开拓, 前期重点锁定约 150 家目标客户; 3) **工业齿轮箱:** 2022 年 6 月上市的新品在港口、矿山、水泥、水利、物料输送等下游领域都实现了批量装机, 全面对标外资品牌, 实现同型号进口替代; 4) **工程机械传动:** 海工领域, 公司开发出运用于船舶配套设备的减速机新品。光伏领域, 配套于光伏电站跟踪支架的减速机新品通过中信博测试; 5) **精密传动:** 国茂精密将于 2023 年 5 月前搬迁至总部工厂。
- **我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 4.84/6.06/6.97 亿元, 对应 PE 为 24.4/19.4/16.9 倍 (2023.05.09), 首次覆盖, 给予“增持”评级**
- **风险提示:** 下游需求不及预期; 原材料价格波动风险; 产品价格波动风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2697	3224	3874	4408
同比增长	-8.4%	19.6%	20.2%	13.8%
归母净利润(百万元)	414	484	606	697
同比增长	-10.4%	16.9%	25.3%	15.0%
毛利率	26.7%	27.3%	27.7%	27.8%
ROE	12.7%	13.4%	14.9%	15.3%
每股收益(元)	0.62	0.73	0.92	1.05
市盈率	28.5	24.4	19.4	16.9

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 1、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	610	737	687	663	626	2.6%	2944	2697	-8.4%
营业成本	456	540	508	472	456	-0.1%	2146	1976	-7.9%
毛利	154	197	179	191	170	10.6%	799	721	-9.7%
销售费用	17	23	18	17	21	21.7%	93	75	-19.3%
管理费用	25	27	23	23	23	-9.7%	108	98	-8.6%
财务费用	-1	-4	-4	-5	-3	-	-6	-14	-
研发费用	35	31	24	29	35	-0.5%	113	120	6.4%
资产减值	-3	-2	-5	-15	-3	-	-7	-26	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	6	18	14	8	10	63.7%	53	46	-13.3%
营业利润	68	127	123	134	87	28.0%	516	452	-12.4%
利润总额	69	128	126	132	87	26.4%	522	455	-12.9%
归母净利润	65	116	111	123	80	24.3%	462	414	-10.4%
EPS	0.098	0.175	0.168	0.185	0.121	24.3%	0.698	0.625	-10.4%
销售费用率	2.8%	3.1%	2.7%	2.6%	3.3%	0.5%	3.2%	2.8%	-0.4%
管理费用率	4.1%	3.7%	3.3%	3.5%	3.6%	-0.5%	3.7%	3.6%	0.0%
财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.3%
研发费用率	5.8%	4.3%	3.5%	4.4%	5.6%	-0.2%	3.8%	4.4%	0.6%
所得税率	6.8%	10.5%	12.2%	7.3%	8.6%	1.8%	11.9%	9.5%	-2.4%
毛利率	25.2%	26.7%	26.0%	28.9%	27.2%	2.0%	27.1%	26.7%	-0.4%
净利率	10.6%	15.7%	16.2%	18.5%	12.8%	2.2%	15.7%	15.3%	-0.3%

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3016	3851	4609	5424
货币资金	944	1531	2068	2721
交易性金融资产	605	653	653	645
应收票据及应收账款	301	360	433	494
预付款项	5	7	7	9
存货	585	723	865	976
其他	575	577	581	579
非流动资产	1628	1522	1456	1364
长期股权投资	201	165	180	178
固定资产	934	904	832	739
在建工程	146	73	37	18
无形资产	205	225	245	267
商誉	4	6	5	5
长期待摊费用	28	32	36	39
其他	109	117	121	117
资产总计	4643	5373	6064	6788
流动负债	1293	1698	1932	2153
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	979	1345	1556	1755
其他	314	353	376	398
非流动负债	72	60	64	64
长期借款	0	0	0	0
其他	72	60	64	64
负债合计	1365	1758	1996	2217
股本	662	662	662	662
资本公积	1105	1105	1105	1105
未分配利润	1365	1668	2060	2496
少数股东权益	8	7	5	2
股东权益合计	3278	3615	4068	4572
负债及权益合计	4643	5373	6064	6788

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	414	484	606	697
折旧和摊销	134	117	123	127
资产减值准备	26	62	-2	1
资产处置损失	0	1	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-6	-8	-9
投资损失	-46	-35	-35	-35
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
营运资金的变动	-193	143	16	43
经营活动产生现金流量	352	739	701	825
投资活动产生现金流量	-59	-8	-18	8
融资活动产生现金流量	-145	-144	-146	-180
现金净变动	147	587	537	653
现金的期初余额	787	944	1531	2068
现金的期末余额	934	1531	2068	2721

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2697	3224	3874	4408
营业成本	1976	2345	2801	3183
税金及附加	25	26	31	35
销售费用	75	97	108	123
管理费用	98	110	132	150
研发费用	120	135	155	167
财务费用	-14	-6	-8	-9
其他收益	12	9	10	10
投资收益	46	35	35	35
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	2	-5	-4	-3
资产减值损失	-26	-16	-18	-18
资产处置收益	0	-1	0	0
营业利润	452	540	678	780
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	455	545	682	785
所得税	43	63	78	90
净利润	412	482	604	694
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
归属母公司净利润	414	484	606	697
EPS(元)	0.62	0.73	0.92	1.05

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-8.4%	19.6%	20.2%	13.8%
营业利润增长率	-12.4%	19.6%	25.4%	15.1%
归母净利润增长率	-10.4%	16.9%	25.3%	15.0%
盈利能力				
毛利率	26.7%	27.3%	27.7%	27.8%
归母净利率	15.3%	15.0%	15.7%	15.8%
ROE	12.7%	13.4%	14.9%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	29.4%	32.7%	32.9%	32.7%
流动比率	2.33	2.27	2.38	2.52
速动比率	1.88	1.84	1.94	2.07
营运能力				
资产周转率	57.7%	64.4%	67.8%	68.6%
应收账款周转率	899.6%	1053.0%	1013.3%	1005.7%
存货周转率	295.9%	353.7%	345.1%	339.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.62	0.73	0.92	1.05
每股经营现金	0.53	1.12	1.06	1.25
每股净资产	4.94	5.45	6.14	6.90
估值比率(倍)				
PE	28.5	24.4	19.4	16.9
PB	3.6	3.3	2.9	2.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn