

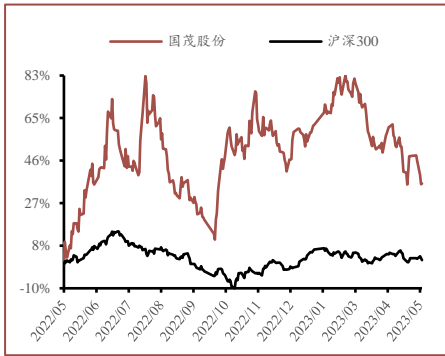
2022 年业绩略有下滑，一季度呈现好转态势

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-05-10
收盘价(元)	17.84
流通股本(亿股)	6.54
每股净资产(元)	5.07
总股本(亿股)	6.62

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超
 SAC 证书编号: S0160522080002
 shewc@ctsec.com

联系人 刘俊奇
 liujq@ctsec.com

相关报告

1. 《业绩符合预期，静待行业恢复》
2022-11-12

核心观点

- 事件:** 2023 年 4 月 27 日，公司发布《2022 年年度报告》和《2023 年一季度报》，2022 年，公司实现营业收入 26.37 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%。2023 年一季度实现营业收入 6.26 亿元，同比增长 2.62%，归母净利润 0.80 亿元，同比增长 24.25%，扣非后归母净利润 0.71 亿元，同比增长 21.16%
- 2022 年业绩略有下滑，一季度盈利能力提升:** 2022 年受国际及国内市场需求下降、海外投资资金流入减少等诸多不利因素影响，通用减速机产业的终端市场规模出现下降，尤其是中小型客户需求明显减少，导致 2022 年业绩下降。2022 年四季度营业收入同比下降 3.31%，毛利率同比+1.83pct，净利率同比增长 1.71pct，2022 年毛利率和净利率分别为 26.73%和 15.28%，同比-0.38pct/-0.37 pct，2022 年公司主要核心产品受到行业景气度影响，毛利率均有下调，其中摆线针轮减速机下降幅度较大，模块化减速机下滑较少。同时大功率减速机由于下游为橡胶、石油等行业，下滑幅度较大。捷诺减速机也出现下滑，主要受到锂电行业需求变化以及锂电行业减速机国内企业竞争加剧影响。2023 年一季度，毛利率和净利率同比+1.96pct/2.19pct。2023 年一季度毛利率实现增长，一方面是因为去年行业有价格战，基数较低，另外今年是原材料价格有所下滑。
- 积极拓展下游行业应用，持续开发新业务新客户:** 公司重点布局锂电行业，成功开发出苏州金韦尔机械有限公司、常州百利锂电智慧工厂有限公司等重点客户，景津装备股份有限公司、无锡先导智能装备股份有限公司、常州市乐萌压力容器有限公司等大客户的发货额同比大幅增加。此外，光伏回转减速机业务是公司聚焦布局的新业务，基于我国光伏产业链智能化发展的趋势，光伏跟踪支架回转减速机具有广阔发展前景。在海外拓展方面，目前公司在东南亚棕榈油行业、中东橡塑挤出机行业、俄罗斯粮食仓储及矿山起重行业均已实现与头部客户的合作，大幅提升了国茂在当地的品牌知名度。
- 投资建议:** 公为国内通用减速机龙头，并且正拓展工程机械、工业齿轮箱等领域，成长空间巨大，产品竞争力较强。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 5.4/6.4/7.6 亿元，对应 PE 分别为 22/19/16 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示:** 制造业景气度恢复不及预期；行业竞争加剧；高端产品拓展不及预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2944	2697	3266	3842	4545
收入增长率(%)	34.81	-8.41	21.11	17.63	18.30
归母净利润(百万元)	462	414	537	636	758
净利润增长率(%)	28.66	-10.42	29.76	18.45	19.22
EPS(元/股)	0.71	0.63	0.81	0.96	1.15
PE	54.79	33.08	22.00	18.57	15.58
ROE(%)	15.64	12.66	14.11	14.32	14.58
PB	6.23	4.22	3.10	2.66	2.27

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2944.29	2696.79	3265.96	3841.64	4544.60	成长性					
减:营业成本	2145.71	1975.66	2367.03	2787.56	3301.55	营业收入增长率	34.8%	-8.4%	21.1%	17.6%	18.3%
营业税费	15.26	24.56	29.39	34.57	40.90	营业利润增长率	25.6%	-12.4%	29.4%	19.1%	17.6%
销售费用	93.30	75.26	88.18	103.72	122.70	净利润增长率	28.7%	-10.4%	29.8%	18.4%	19.2%
管理费用	107.58	98.34	117.57	138.30	163.61	EBITDA 增长率	30.2%	-7.0%	32.5%	15.7%	16.0%
研发费用	112.53	119.73	137.17	161.35	190.87	EBIT 增长率	25.1%	-14.6%	41.1%	17.5%	17.9%
财务费用	-6.33	-14.49	-14.15	-28.87	-32.94	NOPLAT 增长率	27.2%	-12.3%	41.9%	17.5%	17.9%
资产减值损失	-7.04	-25.66	-10.00	-10.00	-10.00	投资资本增长率	16.6%	10.7%	16.3%	16.6%	17.0%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	16.5%	10.8%	16.3%	16.6%	17.0%
投资和汇兑收益	52.80	45.80	55.47	65.25	77.19	利润率					
营业利润	515.81	451.67	584.30	695.64	818.29	毛利率	27.1%	26.7%	27.5%	27.4%	27.4%
加:营业外净收支	6.66	3.41	3.00	0.00	11.03	营业利润率	17.5%	16.7%	17.9%	18.1%	18.0%
利润总额	522.47	455.07	587.30	695.64	829.32	净利润率	15.6%	15.3%	16.4%	16.5%	16.6%
减:所得税	62.08	43.21	52.86	62.61	74.64	EBITDA/营业收入	19.3%	19.6%	21.4%	21.1%	20.7%
净利润	462.04	413.90	537.08	636.15	758.40	EBIT/营业收入	15.6%	14.6%	17.0%	17.0%	16.9%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	800.53	944.08	1925.75	2196.96	3019.89	固定资产周转天数	117	126	112	96	81
交易性金融资产	750.00	605.00	305.00	455.00	555.00	流动营业资本周转天数	87	105	33	61	46
应收帐款	254.67	258.82	348.04	348.44	471.89	流动资产周转天数	396	408	484	450	517
应收票据	65.24	42.53	84.48	64.91	111.82	应收帐款周转天数	30	34	34	34	34
预付帐款	3.75	4.80	5.76	6.78	8.03	存货周转天数	98	119	119	119	119
存货	718.04	585.33	966.24	852.76	1305.32	总资产周转天数	533	624	586	582	576
其他流动资产	12.62	17.52	19.52	21.52	23.52	投资资本周转天数	367	444	426	423	418
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	15.6%	12.7%	14.1%	14.3%	14.6%
长期股权投资	180.60	200.88	200.88	200.88	200.88	ROA	9.8%	8.9%	9.0%	9.9%	9.3%
投资性房地产	11.55	10.86	10.86	10.86	10.86	ROIC	13.7%	10.8%	13.2%	13.3%	13.4%
固定资产	940.14	933.93	998.18	1015.41	1007.80	费用率					
在建工程	37.70	146.46	98.23	74.11	62.06	销售费用率	3.2%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
无形资产	167.61	205.05	223.05	241.05	259.05	管理费用率	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
其他非流动资产	81.72	29.35	29.35	29.35	29.35	财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.8%	-0.7%
资产总额	4708.35	4643.37	5993.45	6419.26	8113.76	三费/营业收入	6.6%	5.9%	5.9%	5.5%	5.6%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	436.63	360.75	533.46	519.61	727.64	资产负债率	37.1%	29.4%	36.4%	30.7%	35.9%
应付票据	898.62	618.13	1199.09	940.98	1593.69	负债权益比	59.1%	41.7%	57.2%	44.4%	56.0%
其他流动负债	9.18	8.29	8.29	8.29	8.29	流动比率	1.89	2.33	2.05	2.49	2.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.45	1.86	1.58	2.03	1.79
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	2925.07	458.14	36375.97	42726.34	50376.11
负债总额	1749.11	1365.40	2181.04	1973.82	2913.64	分红指标					
少数股东权益	5.52	8.49	5.85	2.73	-1.00	DPS(元)	0.30	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	473.23	662.24	662.24	662.24	662.24	分红比率					
留存收益	1283.08	1555.10	2092.18	2728.33	3486.73	股息收益率	0.8%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2959.23	3277.97	3812.41	4445.44	5200.12	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.71	0.63	0.81	0.96	1.15
净利润	462.04	413.90	537.08	636.15	758.40	BVPS(元)	6.24	4.94	5.75	6.71	7.85
加:折旧和摊销	107.77	135.42	145.46	158.89	171.67	PE(X)	54.8	33.1	22.0	18.6	15.6
资产减值准备	19.28	23.70	25.00	30.00	35.00	PB(X)	6.2	4.2	3.1	2.7	2.3
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.00	0.28	0.02	0.02	0.02	P/S	6.3	5.1	3.6	3.1	2.6
投资收益	-52.80	-45.80	-55.47	-65.25	-77.19	EV/EBITDA	31.0	24.3	14.1	11.9	9.4
少数股东损益	-1.65	-2.03	-2.64	-3.12	-3.72	CAGR(%)					
营运资金的变动	-118.77	-168.45	159.25	-227.71	134.59	PEG	1.9	—	0.7	1.0	0.8
经营活动产生现金流量	399.34	351.63	805.69	528.95	1007.72	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-600.12	-59.22	176.00	-257.74	-184.77	REP					
融资活动产生现金流量	-111.06	-144.73	-0.02	-0.02	-0.02						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。