

国茂股份 (603915.SH)

业绩符合预期，通用减速机龙头有望加速成长

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，业绩符合预期。2022 年公司实现营收 26.97 亿元，同比下滑 8.41%，实现归母净利润 4.14 亿元，同比下滑 10.42%，其中齿轮减速机收入 20.08 亿元，同比下滑 5.76%，摆线针轮减速机 4.32 亿元，同比 16.42%，GNORD 减速机 1.43 亿元，同比下滑 13.80%。公司全年收入小幅下滑主要是减速机下游应用领域中，橡胶、塑料行业以及与房地产相关的建材、砂石骨料行业处于下行调整期，叠加宏观经济增速放缓，中小型客户的需求减弱等因素，导致传统类型的减速机营业收入下降幅度较大，但模块化减速机作为公司近几年的主力产品，在行业下行周期中表现出足够的韧性和巨大的潜力。2023 年 Q1，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%。

盈利能力平稳，期间费用率保持稳定。公司 2022 年销售毛利率和销售净利率分别为 26.74%/15.27%，同比变动-0.38pct/-0.37pct，较上年保持平稳，主要是 2022 年公司市场竞争力较强、附加值较高的模块化减速机、工业齿轮箱产品的营收占比进一步提升，为公司业绩提供有力保障。具体产品看，公司摆线针轮减速机和 GNORD 减速机全年毛利率达到 21.82%/23.90%，较上年提升 1.89pct/1.94pct。2023 年 Q1 公司销售毛利率和销售净利率分别为 27.17%/12.75%，较上年同期小幅提升。期间费用率方面，公司 2022 年销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 2.79%、3.65%和 4.44%，较去年同期变动-0.38%、-0.01%和 0.62%，整体看，公司费用控制能力持续优化，助力盈利能力持续改善。

产品拓展持续加速，减速机龙头长期受益于国产替代。公司加速培育高端品牌，积极向专用减速机、机电一体化领域延伸发展：1) 通用减速机，模块化减速机作为公司近几年的主力产品，在行业下行周期中表现出足够的韧性和巨大的潜力，同时公司聚焦产品质量的提升，2022 年售后千台维修率较 2021 年下降了约 2.5%；2) 捷诺产品线，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；3) 工业齿轮箱业务，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) 精密传动业务，通过工艺改进，产品角度传递精度小于 20 角秒，达到业界先进水平。整体看，公司产品拓张进展顺利，国产替代背景下公司有望长期受益。

盈利预测与估值：预计 2023-2025 年公司实现营收 34.3/42.4/50.6 亿元，实现归母净利润 5.57/7.02/8.54 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23.1/18.3/15.1 倍，维持“增持”评级。

风险提示：制造业投资下滑、原材料价格波动。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,944	2,697	3,426	4,237	5,062
增长率 yoy (%)	34.8	-8.4	27.0	23.7	19.4
归母净利润(百万元)	462	414	557	702	854
增长率 yoy (%)	28.7	-10.4	34.5	26.1	21.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.70	0.62	0.84	1.06	1.29
净资产收益率(%)	15.6	12.6	15.0	16.5	17.3
P/E(倍)	27.8	31.1	23.1	18.3	15.1
P/B(倍)	4.4	3.9	3.5	3.0	2.6

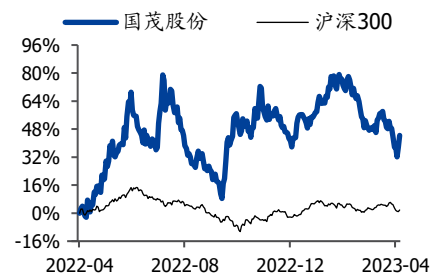
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	通用设备
前次评级	增持
4月27日收盘价(元)	19.42
总市值(百万元)	12,860.75
总股本(百万股)	662.24
其中自由流通股(%)	98.75
30日日均成交量(百万股)	3.86

股价走势



作者

分析师 张一鸣

执业证书编号: S0680522070009

邮箱: zhangyiming@gszq.com

研究助理 欧阳蕊

执业证书编号: S0680121120007

邮箱: ouyangrui3@gszq.com

相关研究

- 《国茂股份(603915.SH): 业绩略超预期, 布局谐波减速机完善产品矩阵》2022-08-28
- 《国茂股份(603915.SH): 疫情扰动下 Q1 业绩小幅下滑, 多产品线布局拓宽成长边界》2022-04-29



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3197	3016	4343	4426	5960
现金	801	944	1596	1839	2638
应收票据及应收账款	320	301	487	405	676
其他应收款	1	2	2	3	3
预付账款	4	5	6	7	9
存货	718	585	1073	993	1455
其他流动资产	1353	1178	1178	1178	1178
非流动资产	1512	1628	1814	2018	2212
长期投资	181	201	232	266	302
固定资产	940	934	1085	1245	1395
无形资产	168	205	210	218	229
其他非流动资产	223	288	287	290	286
资产总计	4708	4643	6157	6445	8172
流动负债	1692	1293	2383	2128	3166
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1335	979	1966	1704	2644
其他流动负债	357	314	417	424	522
非流动负债	57	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	57	72	72	72	72
负债合计	1749	1365	2456	2200	3238
少数股东权益	6	8	8	6	4
股本	473	662	662	662	662
资本公积	1272	1105	1105	1105	1105
留存收益	1283	1555	1937	2415	2999
归属母公司股东权益	2954	3269	3694	4238	4929
负债和股东权益	4708	4643	6157	6445	8172

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	399	352	1038	664	1246
净利润	460	412	556	701	852
折旧摊销	106	134	115	141	170
财务费用	-6	-14	-20	-29	-40
投资损失	-53	-46	-31	-53	-41
营运资金变动	-176	-193	417	-96	305
其他经营现金流	68	59	1	0	0
投资活动现金流	-600	-59	-271	-292	-323
资本支出	337	228	156	170	157
长期投资	-264	171	-31	-34	-37
其他投资现金流	-527	339	-146	-155	-203
筹资活动现金流	-111	-145	-115	-128	-123
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	189	0	0	0
资本公积增加	63	-167	0	0	0
其他筹资现金流	-175	-167	-115	-128	-123
现金净增加额	-312	147	652	243	799

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2944	2697	3426	4237	5062
营业成本	2146	1976	2514	3133	3712
营业税金及附加	15	25	31	39	46
营业费用	93	75	102	122	148
管理费用	108	98	116	140	162
研发费用	113	120	137	161	187
财务费用	-6	-14	-20	-29	-40
资产减值损失	-7	-26	-24	-34	-39
其他收益	7	12	9	11	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	53	46	31	53	41
资产处置收益	-1	0	-1	0	0
营业利润	516	452	608	769	936
营业外收入	7	4	6	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	522	455	614	774	941
所得税	62	43	58	74	89
净利润	460	412	556	701	852
少数股东损益	-2	-2	-1	-1	-3
归属母公司净利润	462	414	557	702	854
EBITDA	605	560	691	864	1044
EPS (元)	0.70	0.62	0.84	1.06	1.29

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	34.8	-8.4	27.0	23.7	19.4
营业利润(%)	25.6	-12.4	34.7	26.4	21.7
归属于母公司净利润(%)	28.7	-10.4	34.5	26.1	21.7
获利能力					
毛利率(%)	27.1	26.7	26.6	26.1	26.7
净利率(%)	15.7	15.3	16.3	16.6	16.9
ROE(%)	15.6	12.6	15.0	16.5	17.3
ROIC(%)	14.6	11.6	13.9	15.2	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	37.1	29.4	39.9	34.1	39.6
净负债比率(%)	-25.2	-26.6	-41.2	-41.7	-52.1
流动比率	1.9	2.3	1.8	2.1	1.9
速动比率	1.1	1.4	1.1	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	10.6	8.7	8.7	9.5	9.4
应付账款周转率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.62	0.84	1.06	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.53	1.57	1.00	1.88
每股净资产(最新摊薄)	4.46	4.94	5.58	6.40	7.44
估值比率					
P/E	27.8	31.1	23.1	18.3	15.1
P/B	4.4	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	18.8	20.3	15.5	12.1	9.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com