

国茂股份 (603915)

2022 年报&2023 年一季报点评: Q1 业绩重回正增长区间, 盈利能力逐步修复  
增持 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 周尔双  
执业证书: S0600515110002  
021-60199784  
zhouersh@dwzq.com.cn  
证券分析师 罗悦  
执业证书: S0600522090004  
luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,697	3,451	4,232	5,099
同比	-8%	28%	23%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	414	549	687	838
同比	-10%	33%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.62	0.83	1.04	1.27
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.07	23.42	18.71	15.34

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ 通用制造业回暖背景下, 2023Q1 公司业绩重回正增长区间:

2022 年公司营收 27.0 亿元 (同比-8.41%), 归母净利润 4.1 亿元 (同比-10.42%), 扣非归母净利润 3.7 亿元 (同比-11.76%)。分产品来看, 齿轮减速机、摆线针轮减速机业务收入为 20.1 亿元和 4.3 亿元, 分别同比-5.8%和-16.4%, 主要系橡胶、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。GNORD 高端减速机收入 1.4 亿元, 同比-13.8%。我们判断主要系部分锂电客户选择性价比更高的国茂品牌所致。Q4 单季度来看, 公司营收 6.6 亿元, 同比-3.3%, 环比-3.5%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比+4.5%, 环比+10.4%, 利润端已有环比改善。

2023Q1 来看, 公司实现营收 6.3 亿元, 同比+2.6%; 归母净利润 0.8 亿元, 同比+24.3%; 扣非归母净利润 0.71 亿元, 同比+21.2%。公司一季度业绩重回正增长区间, 主要系 22 年同期基数较低, 且通用制造业正逐步回暖。

截至 2023Q1 末公司存货 6.0 亿元, 同比-17.9%; 合同负债为 0.7 亿元, 同比+15.1%。2023Q1 经营活动净现金流为 0.3 亿元, 上年同期为-1.4 亿元, 由负转正主要系采购稳定, 2023Q1 支付的采购款较上年同期减少所致。

■ 原材料价格企稳下, 盈利能力自 2022Q3 以来有所改善

2022 年销售毛利率为 26.7%, 同比-0.4pct, 在原材料价格高企, 行业下行的背景下, 毛利率水平基本保持稳定, 反应出公司较强的竞争力。分产品来看, 齿轮、摆线针轮和 GNORD 减速机业务毛利率分别同比-1.31/+1.89/+1.94pct。随着原材料价格逐步企稳, 自 2022Q3 以来毛利率已有改善。2022Q4 销售毛利率为 28.9%, 环比+2.8pct; 2023Q1 销售毛利率为 27.2%, 同比+2.0pct。

2022 年销售净利率和扣非净利率为 15.3%和 13.9%, 同比分别-0.4pct 和-0.5pct。2022 年公司期间费用率为 10.3%, 同比-0.1pct, 其中销售/管理 (含研发)/财务费用率分别同比-0.4pct/+0.6pct/-0.3pct。

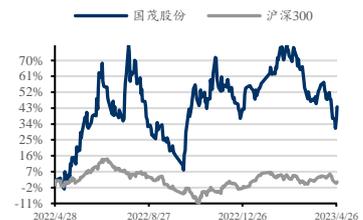
2023Q1, 公司销售净利率为 12.8%, 同比+2.2pct; 期间费用率 12.0%, 同比-0.4pct, 其中销售费用率 3.3%, 同比+0.5pct, 管理费用率 (含研发) 9.2%, 同比-0.7pct, 财务费用率-0.5%, 同比-0.3pct。

■ 通用主业稳健增长, 平台化布局打开成长空间

公司在保持通用主业稳健增长同时, 积极向专用、机电一体化领域延伸, 已初步形成通用减速机、捷诺传动、工业齿轮箱、工程机械传动、精密传动、重载齿轮箱、铸造、机电一体化八大板块的平台化业务布局。

①通用减速机: 公司募投项目之一的“年产 35 万台减速机项目”按计划全部建成, 为后续公司业务的发展提供产能保证; 第三期热处理项目顺利建成, 目前尚在试生产阶段。②捷诺传动: 继续保持在锂电浆料搅拌减速机市场的领先优势, 同时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。在产品开发方面, 完成超高扭矩 SHE2 系列齿轮箱、超高速 HHE2 系列齿轮箱、大功率 MGHB 系列减速机以及与双螺杆

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.42
一年最低/最高价	14.41/26.60
市净率(倍)	3.83
流通 A 股市值(百万元)	12,700.21
总市值(百万元)	12,860.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.07
资产负债率(% ,LF)	27.58
总股本(百万股)	662.24
流通 A 股(百万股)	653.98

相关研究

《国茂股份(603915): 2022 年三季报点评: 需求下滑影响业绩, 产能充足静待行业复苏》

2022-10-27

《国茂股份(603915): 2022 年中报点评: 业绩受疫情影响, 平台化布局打开长期成长空间》

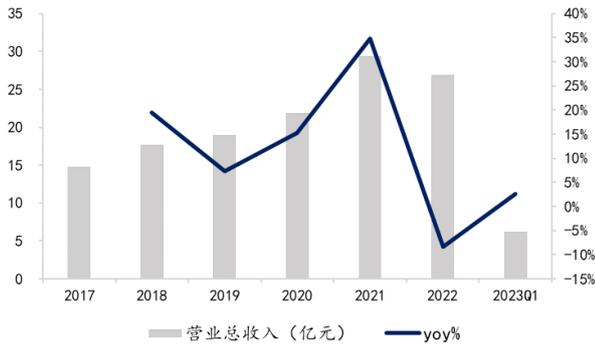
2022-08-27

挤出机配套的 60KK 系列减速机的新品开发工作，新产品以其卓越的性能赢得客户的青睐。③**工程机械等专用业务**：在海工领域，公司开发出运用于船舶配套设备的减速机新品，并已成功销往南通润邦重机有限公司、江苏政田重工股份有限公司等行业知名客户；在光伏领域，配套于光伏电站跟踪支架的减速机新品顺利通过中信博的测试；在风电领域，变桨偏航减速机新品目前尚在试制中。④**工业齿轮箱业务**：通过引入外资团队，对原有的大功率 PV 系列减速机进行升级，升级后的 HB 系列工业齿轮箱与进口减速机同尺寸、同扭矩/功率，实现进口替代；产品已于 2022 年 6 月全面推向市场，助力公司在水泥、煤炭、电力等下游领域的市场拓展。⑤**精密传动**：国茂精密专注于谐波产品的工艺改善、成本管控以及型号的完善，同时顺利完成了 10 种型号的新品开发工作。

■ **盈利预测与投资评级**：考虑到通用制造业复苏进程略低于预期，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.49（下调 12%）/6.87（下调 15%）/8.38 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 23/19/15 倍，维持“增持”评级。

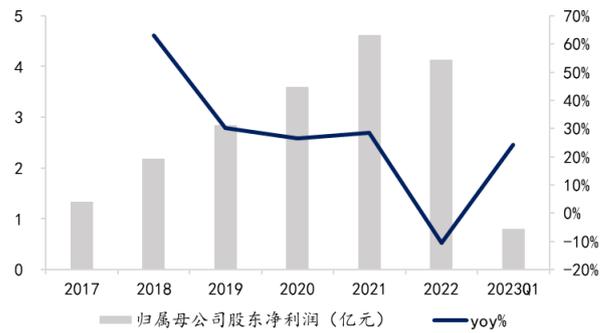
■ **风险提示**：下游需求不及预期、新品研发不及预期、原材料价格波动风险。

图1: 2023Q1 公司营业收入 6.26 亿元, 同比+2.6%



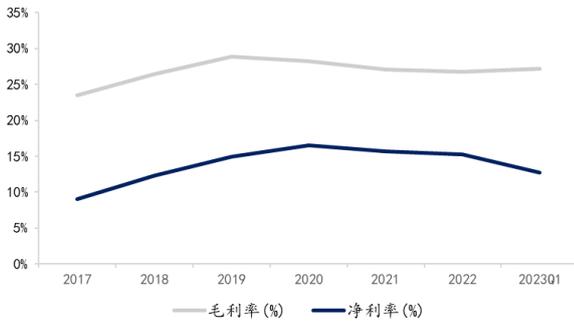
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023Q1 公司归母净利润 0.8 亿元, 同比+24.3%



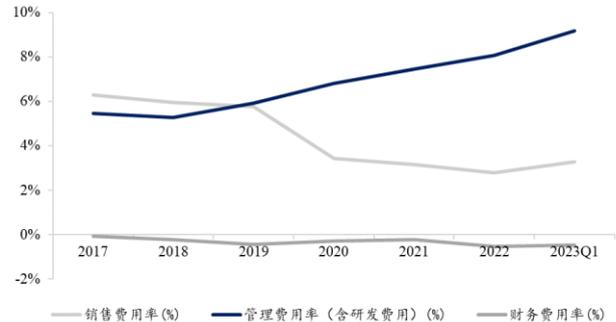
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 以来销售毛利率持续改善



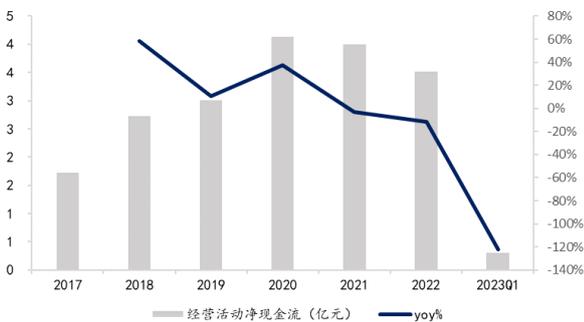
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q1 公司期间费用率 12.0%, 同比-0.4pct



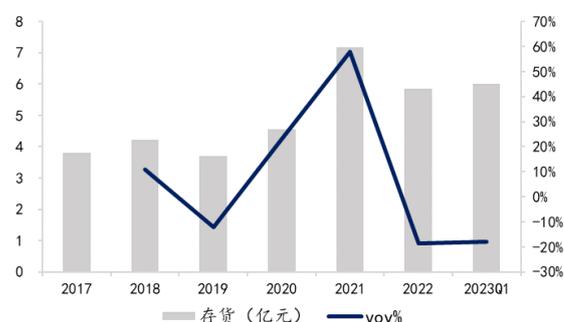
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023Q1 经营活动净现金流为 0.3 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q1 公司存货 6.01 亿元, 同比-18%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国茂股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,016</b>	<b>4,133</b>	<b>5,220</b>	<b>6,518</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,697</b>	<b>3,451</b>	<b>4,232</b>	<b>5,099</b>
货币资金及交易性金融资产	1,549	2,227	2,884	3,706	营业成本(含金融类)	1,976	2,500	3,071	3,703
经营性应收款项	861	1,053	1,292	1,557	税金及附加	25	17	21	25
存货	585	836	1,026	1,238	销售费用	75	109	123	143
合同资产	1	1	1	2	管理费用	98	124	148	173
其他流动资产	20	17	16	17	研发费用	120	145	174	204
<b>非流动资产</b>	<b>1,628</b>	<b>1,814</b>	<b>1,857</b>	<b>1,889</b>	财务费用	-14	-8	-14	-14
长期股权投资	201	201	201	201	加:其他收益	12	8	9	11
固定资产及使用权资产	936	1,159	1,224	1,263	投资净收益	46	60	74	89
在建工程	146	103	72	50	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	205	216	227	238	减值损失	-24	-6	-8	-6
商誉	4	4	4	4	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	28	28	28	28	<b>营业利润</b>	<b>452</b>	<b>626</b>	<b>785</b>	<b>958</b>
其他非流动资产	106	103	101	104	营业外净收支	3	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>4,643</b>	<b>5,947</b>	<b>7,077</b>	<b>8,407</b>	<b>利润总额</b>	<b>455</b>	<b>631</b>	<b>790</b>	<b>963</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,293</b>	<b>1,947</b>	<b>2,388</b>	<b>2,878</b>	减:所得税	43	82	103	125
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	<b>净利润</b>	<b>412</b>	<b>549</b>	<b>687</b>	<b>838</b>
经营性应付款项	1,096	1,662	2,041	2,461	减:少数股东损益	-2	0	0	0
合同负债	64	75	92	111	<b>归属母公司净利润</b>	<b>414</b>	<b>549</b>	<b>687</b>	<b>838</b>
其他流动负债	131	208	253	304	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.62	0.83	1.04	1.27
非流动负债	72	173	174	175	EBIT	403	556	696	850
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	539	716	871	1,042
应付债券	0	100	100	100	毛利率(%)	26.74	27.55	27.44	27.38
租赁负债	1	2	3	4	归母净利率(%)	15.35	15.91	16.24	16.44
其他非流动负债	72	72	72	72	收入增长率(%)	-8.41	27.97	22.64	20.47
<b>负债合计</b>	<b>1,365</b>	<b>2,120</b>	<b>2,563</b>	<b>3,053</b>	归母净利润增长率(%)	-10.42	32.65	25.19	21.93
归属母公司股东权益	3,269	3,819	4,506	5,345					
少数股东权益	8	8	8	8					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,278</b>	<b>3,827</b>	<b>4,514</b>	<b>5,354</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,643</b>	<b>5,947</b>	<b>7,077</b>	<b>8,407</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	352	862	800	951	每股净资产(元)	4.94	5.77	6.80	8.07
投资活动现金流	-59	-285	-144	-131	最新发行在外股份(百万股)	662	662	662	662
筹资活动现金流	-145	101	1	1	ROIC(%)	11.69	13.41	14.16	14.68
现金净增加额	147	678	657	821	ROE-摊薄(%)	12.66	14.38	15.25	15.68
折旧和摊销	135	161	175	191	资产负债率(%)	29.41	35.65	36.21	36.32
资本开支	-228	-345	-215	-215	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.07	23.42	18.71	15.34
营运资本变动	-193	134	-34	-37	P/B(现价)	3.93	3.37	2.85	2.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>