

# 国茂股份 (603915.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩企稳复苏，盈利能力逐渐修复

### 业绩简评

4月27日晚，公司披露22年年报及23年一季报：(1)22年公司实现营收26.97亿元，同比减少8.41%；归母净利润4.14亿元，同比降低10.43%；(2)1Q23，公司收入6.26亿元，同比增长2.62%，归母净利润8039万元，同比增长24.25%，略超预期。

### 经营分析

1、下游通用制造业需求企稳复苏，公司收入增长拐点已现。(1)22年分业务看，齿轮减速机/摆线针轮减速机/GNORD减速机收入分别为20.1/4.3/1.4亿元，同比-5.8%/-16.4%/-13.8%；公司齿轮减速机仅小幅下滑，主要得益于公司模块化减速机作为近几年的主力产品、表现出足够的韧性和巨大的潜力，销售额微幅下降；同时，公司全新一代的工业齿轮箱系列产品推出市场后广受客户欢迎、收入实现逆势上涨。因此，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。此外，受益于新能源锂电行业资本开支的加码，公司进一步加大在锂电、化工医药、港口起重、物流仓储、粮油饲料等领域的市场开拓，GNORD收入实现略微下滑。(2)1Q23，下游通用制造业正逐步回暖，公司收入略微增长。

2、受益于原材料成本下降、公司盈利能力逐渐修复。(1)2022年毛利率为26.74%，同比-0.38pct，基本保持稳定；分产品看，齿轮、摆线针轮和GNORD减速机毛利率分别同比-1.31/+1.89/+1.94pct。4Q22销售毛利率28.9%，环比+2.8pct；1Q23销售毛利率为27.2%，同比+2.0pct；随着原材料价格企稳，公司毛利率水平逐渐修复。(2)22年公司期间费用率10.3%，同比-0.1pct，总体保持稳定；净利率15.3%，同比-0.4pct。1Q23，公司期间费用率12.0%、同比-0.4pct；净利率为12.8%、同比+2.2pct，盈利能力进一步修复。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年归母净利润5.5/6.7/8.3亿元，公司股票现价对应PE估值为23/19/15倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

竞争加剧的风险、下游需求不及预期、产品价格波动的风险。

### 机械组

分析师：秦亚男 (执业S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

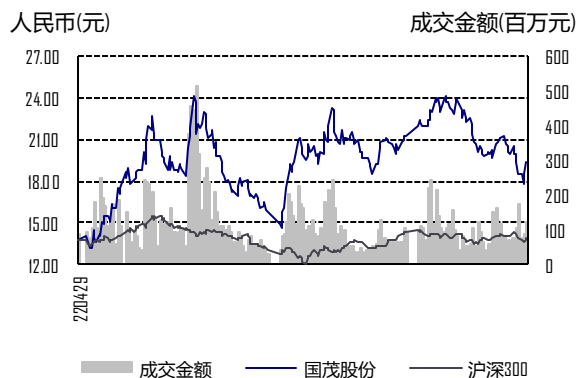
分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.43元

### 相关报告：

- 《业绩短期承压，静待行业拐点多点开花-国茂股份三季报点评》，2022.10.28
- 《公司业绩短期承压，长期看好多业务拓展-国茂股份中报点评》，2022.8.27
- 《通用减速机龙头，横向布局打开市场空间-国茂股份首次覆盖》，2022.8.10



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,944	2,697	3,369	4,122	5,021
营业收入增长率	34.81%	-8.41%	24.94%	22.35%	21.80%
归母净利润(百万元)	462	414	553	669	834
归母净利润增长率	28.66%	-10.42%	33.58%	20.96%	24.64%
摊薄每股收益(元)	0.976	0.625	0.835	1.010	1.259
每股经营性现金流净额	0.84	0.53	1.23	1.12	1.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.64%	12.66%	15.26%	16.34%	17.63%
P/E	39.84	33.34	23.27	19.24	15.44
P/B	6.23	4.22	3.55	3.14	2.72

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>2,184</b>	<b>2,944</b>	<b>2,697</b>	<b>3,369</b>	<b>4,122</b>	<b>5,021</b>	货币资金	1,102	801	944	1,444	1,894	2,568	
增长率	34.8%	-8.4%	24.9%	22.3%	21.8%		应收款项	746	911	858	929	1,137	1,384	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,566</b>	<b>-2,146</b>	<b>-1,976</b>	<b>-2,441</b>	<b>-2,988</b>	<b>-3,637</b>	存货	454	718	585	802	982	1,196	
%销售收入	71.7%	72.9%	73.3%	72.4%	72.5%	72.4%	其他流动资产	625	767	628	628	629	630	
<b>毛利</b>	<b>618</b>	<b>799</b>	<b>721</b>	<b>929</b>	<b>1,134</b>	<b>1,384</b>	流动资产	2,928	3,197	3,016	3,803	4,642	5,779	
%销售收入	28.3%	27.1%	26.7%	27.6%	27.5%	27.6%	%总资产	73.1%	67.9%	64.9%	69.5%	73.3%	77.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-16</b>	<b>-15</b>	<b>-25</b>	<b>-30</b>	<b>-37</b>	<b>-45</b>	长期投资	26	204	224	224	224	224	
%销售收入	0.7%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	828	978	1,080	1,122	1,123	1,065	
<b>销售费用</b>	<b>-75</b>	<b>-93</b>	<b>-75</b>	<b>-94</b>	<b>-124</b>	<b>-151</b>	%总资产	20.7%	20.8%	23.3%	20.5%	17.7%	14.3%	
%销售收入	3.4%	3.2%	2.8%	2.8%	3.0%	3.0%	无形资产	160	196	238	264	289	313	
<b>管理费用</b>	<b>-70</b>	<b>-108</b>	<b>-98</b>	<b>-118</b>	<b>-144</b>	<b>-176</b>	非流动资产	1,075	1,512	1,628	1,669	1,695	1,662	
%销售收入	3.2%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	26.9%	32.1%	35.1%	30.5%	26.7%	22.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-78</b>	<b>-113</b>	<b>-120</b>	<b>-152</b>	<b>-186</b>	<b>-226</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,003</b>	<b>4,708</b>	<b>4,643</b>	<b>5,472</b>	<b>6,337</b>	<b>7,440</b>	
%销售收入	3.6%	3.8%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	短期借款	0	1	2	2	2	2	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>378</b>	<b>470</b>	<b>403</b>	<b>535</b>	<b>644</b>	<b>787</b>	应付款项	1,198	1,413	1,037	1,480	1,812	2,205	
%销售收入	17.3%	16.0%	15.0%	15.9%	15.6%	15.7%	其他流动负债	236	277	254	286	347	422	
<b>财务费用</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	流动负债	1,434	1,692	1,293	1,767	2,161	2,629	
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-13</b>	<b>-19</b>	<b>-24</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	28	57	72	73	74	75	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	1,463	1,749	1,365	1,840	2,235	2,703	
<b>投资收益</b>	<b>38</b>	<b>53</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>82</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,533</b>	<b>2,954</b>	<b>3,269</b>	<b>3,624</b>	<b>4,094</b>	<b>4,729</b>	
%税前利润	9.2%	10.1%	10.1%	7.5%	7.4%	8.9%	其中：股本	473	473	662	662	662	662	
<b>营业利润</b>	<b>411</b>	<b>516</b>	<b>452</b>	<b>610</b>	<b>739</b>	<b>922</b>	未分配利润	836	1,134	1,365	1,719	2,189	2,824	
营业利润率	18.8%	17.5%	16.7%	18.1%	17.9%	18.4%	少数股东权益	7	6	8	8	8	8	
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,003</b>	<b>4,708</b>	<b>4,643</b>	<b>5,472</b>	<b>6,337</b>	<b>7,440</b>	
<b>税前利润</b>	<b>416</b>	<b>522</b>	<b>455</b>	<b>614</b>	<b>743</b>	<b>926</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	19.0%	17.7%	16.9%	18.2%	18.0%	18.4%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-56</b>	<b>-62</b>	<b>-43</b>	<b>-61</b>	<b>-74</b>	<b>-93</b>	每股收益	0.760	0.976	0.625	0.835	1.010	1.259	
所得税率	13.4%	11.9%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%	每股净资产	5.361	6.242	4.937	5.472	6.182	7.140	
<b>净利润</b>	<b>360</b>	<b>460</b>	<b>412</b>	<b>553</b>	<b>669</b>	<b>834</b>	每股经营现金净流	0.875	0.844	0.531	1.225	1.125	1.347	
少数股东损益	1	-2	-2	0	0	0	每股股利	0.250	0.300	0.200	0.300	0.300	0.300	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>359</b>	<b>462</b>	<b>414</b>	<b>553</b>	<b>669</b>	<b>834</b>	<b>回报率</b>							
净利率	16.4%	15.7%	15.3%	16.4%	16.2%	16.6%	净资产收益率	14.18%	15.64%	12.66%	15.26%	16.34%	17.63%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.97%	9.81%	8.91%	10.10%	10.55%	11.20%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	12.88%	13.98%	11.12%	13.24%	14.11%	14.94%	
<b>净利润</b>	<b>360</b>	<b>460</b>	<b>412</b>	<b>553</b>	<b>669</b>	<b>834</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	1	-2	-2	0	0	0	主营业务收入增长率	15.21%	34.81%	-8.41%	24.94%	22.35%	21.80%	
<b>非现金支出</b>	<b>82</b>	<b>127</b>	<b>159</b>	<b>117</b>	<b>129</b>	<b>138</b>	EBIT增长率	21.82%	24.40%	-14.19%	32.58%	20.37%	22.30%	
非经营收益	-41	-69	-51	-46	-59	-86	净利润增长率	26.56%	28.66%	-10.42%	33.58%	20.96%	24.64%	
<b>营运资金变动</b>	<b>13</b>	<b>-119</b>	<b>-168</b>	<b>187</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	总资产增长率	19.75%	17.62%	-1.38%	17.85%	15.80%	17.41%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>413</b>	<b>399</b>	<b>352</b>	<b>811</b>	<b>745</b>	<b>892</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-268</b>	<b>-336</b>	<b>-228</b>	<b>-159</b>	<b>-151</b>	<b>-101</b>	应收账款周转天数	35.7	30.0	34.7	30.0	30.0	30.0	
投资	423	-264	171	0	0	0	存货周转天数	96.1	99.7	120.4	120.0	120.0	120.0	
其他	0	-1	-2	46	55	82	应付账款周转天数	72.6	65.2	73.7	70.0	70.0	70.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>155</b>	<b>-600</b>	<b>-59</b>	<b>-113</b>	<b>-96</b>	<b>-19</b>	固定资产周转天数	115.2	116.5	126.4	100.3	80.3	60.3	
股权募资	87	7	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-67.02%	-52.35%	-47.20%	-56.36%	-60.87%	-66.95%	
其他	-115	-118	-145	-199	-199	-199	EBIT利息保障倍数	-62.2	-74.3	-27.8	-22.6	-19.2	-17.4	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-27</b>	<b>-111</b>	<b>-145</b>	<b>-199</b>	<b>-199</b>	<b>-199</b>	资产负债率	36.54%	37.15%	29.41%	33.63%	35.27%	36.33%	
<b>现金净流量</b>	<b>541</b>	<b>-312</b>	<b>147</b>	<b>500</b>	<b>450</b>	<b>675</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-10	买入	22.96	36.00~37.00
2	2022-08-27	买入	17.91	N/A
3	2022-10-28	买入	20.44	N/A

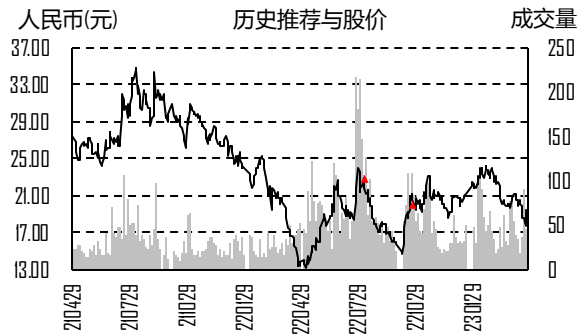
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402