

国茂股份 (603915)

精密减速器放量在即，多元化拓展巩固龙头地位

报告摘要

◆ 国内通用减速机行业龙头，多元横向拓展强化竞争优势。

公司是国内通用减速机龙头，主要产品包括齿轮减速机和摆线针轮减速机，近年来持续通过加码研发、外延并购等方式拓宽通用产品线且切入精密减速器赛道，下游逐渐从通用工业、工程机械等领域扩展至锂电、光伏、机器人等新兴领域。2022年受宏观经济影响减速机市场需求低迷，公司营收同比-8.41%至26.97亿元；2023Q1需求有所回暖，公司营收单季度恢复正增长，毛利率、净利率分别同比提升1.96pct、2.19pct，归母净利润同比+24.25%至0.8亿元。展望全年，我们认为随着下游需求逐渐回暖、公司产品高端化多元化、降本管理持续推进，公司业绩有望释放。

◆ 减速机千亿市场稳健增长，国内企业高端化、集中化趋势明确。

减速机是各类工业传统系统的重要基础部件之一，根据应用领域的不同，可分为通用减速机和专用减速机，其中通用领域占比接近50%。据前瞻产业研究数据，2021-2026年我国减速机行业市场规模将从1258亿元增长至1605亿元，CAGR达4.99%。我国减速机行业竞争格局较为分散，2021年SEW、FLENDER等外资企业市场份额占比约20%，在高端市场占据主导地位；国茂股份、宁波东力、通力科技等国内领先企业合计占比20%，主要集中在传统行业，并逐步向高端渗透；其余60%为国内众多中、小微企业。近年来我国本土企业产品持续向高端化、机电一体化迈进，和国际品牌差距逐渐缩小，此外政策陆续出台支持产业发展，减速机国产化率将加速提升，龙头企业面临较好发展机遇。

◆ 锂电、海工、光伏等领域多点开花，新客户拓展卓有成效。

公司多元化布局持续推进，锂电领域，新拓展苏州金韦尔、常州百利等客户，景津装备、先导智能等大客户22年发货额同比大幅增加；海工领域，船舶配套设备的减速机新品已成功销往润邦重机、政田重工等行业知名客户；光伏领域，配套光伏电站跟踪支架的减速机新品顺利通过中信博测试；风电领域，变桨偏航减速机新品正在试制。

◆ 精密减速器已初步量产，新成长曲线有望开拓。

精密减速器具有传动链短、体积小、功率大、质量轻和易控制等特点，是机器人的三大核心零部件之一。随着行业内企业规模化生产的实现及下游协作机器

投资评级

买入

首次评级

2023年06月28日

收盘价(元):

20.51

公司基本数据

总股本(百万股)	662.24
总市值(百万)	13,582.59
流通股本(百万股)	653.98
流通市值(百万)	13,413.05
12月最高/最低价(元)	24.97/14.41
资产负债率(%)	27.58
每股净资产(元)	5.07
市盈率(TTM)	31.62
市净率(PB)	4.05
净资产收益率(%)	2.40

股价走势图



作者

邹润芳	分析师
SAC执业证书: S0640521040001	
闫智	研究助理
SAC执业证书: S0640122070030	
邮箱: yanz031@avic.com	
卢正羽	分析师
SAC执业证书: S0640521060001	

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

人、工业机器人等产业的快速发展，未来精密减速器行业规模将持续扩大。据华经产业研究院数据，2021 年哈默纳科和日本新宝在我国谐波减速器市场份额约为 42.9%，国产替代仍有较大空间。公司于 2021 年成立子公司国茂精密切入精密减速器赛道，截至 22H1，公司谐波减速器月产能已达到 2500 台。此外，公司谐波类产品性能持续改善，角度传递精度达到业界先进水平；截至 22 年底，公司已完成 10 种型号新品开发，未来有望打开新市场空间。

◆ 投资建议

公司是国内通用减速机龙头，伴随下游需求逐渐回暖、公司产品高端化多元化、降本管理持续推进，公司业绩有望释放。预计公司 2023-25 年实现营收 32.57 亿元/39.00 亿元/47.27 亿元，归母净利润 4.97 亿元/6.27 亿元/7.72 亿元，当前股价对应市盈率为 27X/22X/18X，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济波动风险、新品放量不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2944.29	2696.79	3257.30	3899.80	4726.55
增长率（%）	34.81	-8.41	20.78	19.72	21.20
归母净利润（百万元）	462.04	413.90	497.17	626.50	772.38
增长率（%）	28.66	-10.42	20.12	26.01	23.29
毛利率（%）	27.12	26.74	27.01	27.64	28.02
每股收益（元）	0.70	0.62	0.75	0.95	1.17
市盈率 PE	29.40	32.82	27.32	21.68	17.59
市净率 PB	4.60	4.15	3.76	3.37	2.98
净资产收益率 ROE（%）	15.64	12.66	13.78	15.53	16.93

资料来源：iFind，中航证券研究所

表1 公司分产品收入预测表

单位：百万元		2021	2022	2023E	2024E	2025E
	收入	2131	2008	2470	2964	3587
齿轮减速机	增速	30%	-6%	23%	20%	21%
	毛利率	28%	27%	28%	28%	28%
摆线针轮减	收入	517	432	453	476	500
速机	增速	20%	-16%	5%	5%	5%
	毛利率	20%	22%	20%	20%	20%
GNORD 减	收入	165	143	197	295	443
速机	增速	600%	-14%	38%	50%	50%
	毛利率	22%	24%	25%	27%	28%
配件及其他	收入	100	85	102	122	147
	增速	46%	-15%	20%	20%	20%
	毛利率	31%	32%	32%	32%	32%
其他业务	收入	32	29	35	42	51
	增速	22%	-7%	20%	20%	20%
	毛利率	89%	91%	80%	80%	80%
合计	收入	2944	2697	3257	3900	4727
	增速	35%	-8%	21%	20%	21%
	毛利率	27%	27%	27%	28%	28%

资料来源：iFind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	801	944	1164	1601	1979	营业收入	2944	2697	3257	3900	4727
应收票据及账款	911	857	982	1122	1360	营业成本	2146	1976	2377	2822	3402
预付账款	4	5	4	5	6	税金及附加	15	25	24	28	34
其他应收款	1	2	2	2	3	销售费用	93	75	97	112	132
存货	718	585	684	773	913	管理费用	108	98	109	125	151
其他流动资产	763	623	621	624	629	研发费用	113	120	130	148	180
流动资产总计	3197	3016	3457	4128	4890	财务费用	-6	-14	-4	-5	-6
长期股权投资	181	201	215	229	244	资产减值损失	-7	-26	-13	-12	-9
固定资产	943	936	866	839	870	信用减值损失	-12	2	-7	-8	-9
在建工程	38	146	255	298	340	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	168	205	171	137	103	投资收益	53	46	46	46	46
长期待摊费用	23	28	14	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	160	111	109	108	106	资产处置收益	-1	0	-1	-1	-1
非流动资产合计	1512	1628	1631	1610	1663	其他收益	7	12	7	7	7
资产总计	4708	4643	5088	5738	6552	营业利润	516	452	556	702	867
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收入	7	4	5	5	5
应付票据及账款	1335	979	1042	1198	1398	营业外支出	0	0	0	0	0
其他流动负债	357	314	358	427	516	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	1692	1293	1400	1625	1914	利润总额	522	455	561	707	872
长期借款	1	1	0	0	0	所得税	62	43	65	82	101
其他非流动负债	56	72	72	72	72	净利润	460	412	496	625	771
非流动负债合计	57	72	72	72	72	少数股东损益	-2	-2	-1	-1	-2
负债合计	1749	1365	1472	1697	1986	归属母公司净利润	462	414	497	626	772
股本	473	662	662	662	662	EBITDA	622	574	768	938	1127
资本公积	1272	1105	1105	1105	1105	NOPLAT	450	396	489	617	762
留存收益	1209	1502	1841	2268	2794	EPS (元)	0.7	0.6	0.8	0.9	1.2
归属母公司权益	2954	3269	3608	4035	4561						
少数股东权益	6	8	8	6	5						
股东权益合计	2959	3278	3616	4041	4566						
负债和股东权益	4708	4643	5088	5738	6552						

现金流量表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	460	412	446	575	720
折旧与摊销	106	134	211	235	262
财务费用	-6	-14	-4	-5	-6
投资损失	-53	-46	-46	-46	-46
营运资金变动	-176	-193	-115	-9	-95
其他经营现金流	66	57	58	58	58
经营性现金净流	398	350	550	809	893
资本支出	310	212	200	200	300
长期投资	-264	171	0	0	0
其他投资现金流	-27	-18	24	24	24
投资性现金净流	-600	-59	-176	-176	-276
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	1	-1	-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	-176	-166	-155	-195	-240
筹资性现金净流	-111	-145	-155	-195	-240
现金流量净额	-313	145	219	438	377

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营收增长率	34.8%	-8.4%	20.8%	19.7%	21.2%
营业利润增长率	25.6%	-12.4%	23.2%	26.2%	23.4%
EBIT 增长率	26.0%	-14.6%	26.5%	26.0%	23.2%
EBITDA 增长率	30.3%	-7.8%	33.8%	22.1%	20.2%
归母净利润增长率	28.7%	-10.4%	20.1%	26.0%	23.3%
经营现金流增长率	-3.7%	-12.1%	57.3%	47.0%	10.4%
盈利能力					
毛利率	27.1%	26.7%	27.0%	27.6%	28.0%
净利率	15.6%	15.3%	15.2%	16.0%	16.3%
营业利润率	17.5%	16.7%	17.1%	18.0%	18.3%
ROE	15.6%	12.7%	13.8%	15.5%	16.9%
ROA	9.8%	8.9%	9.8%	10.9%	11.8%
ROIC	42.6%	23.4%	24.6%	28.6%	34.4%
估值倍数					
P/E	29.4	32.8	27.3	21.7	17.6
P/S	4.6	5.0	4.2	3.5	2.9
P/B	4.6	4.2	3.8	3.4	3.0
股息率	1.0%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%
EV/EBIT	33.2	28.4	21.8	16.7	13.2
EV/EBITDA	27.5	21.8	15.8	12.5	10.2
EV/NOPLAT	38.1	31.6	24.8	19.1	15.1

数据来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637