

国茂股份 (603915)

2023 年中报点评: Q2 业绩承压, 看好下半年 利润率回升

增持 (维持)

2023 年 08 月 29 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 | 3,065 | 3,766 | 4,540 |
| 同比 | -8% | 14% | 23% | 21% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 414 | 482 | 611 | 747 |
| 同比 | -10% | 16% | 27% | 22% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.62 | 0.73 | 0.92 | 1.13 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 26.26 | 22.56 | 17.79 | 14.54 |

关键词: #业绩符合预期

■ 2023Q2 公司业绩承压, 高附加值产品韧性强

2023H1 公司实现营收 13.39 亿元, 同比-0.59%; 归母净利润 1.71 亿元, 同比-4.99%; 扣非归母净利润 1.55 亿元, 同比-5.26%。其中 Q2 实现营业收入 7.13 亿元, 同比-3.25%, 环比+14.0%; 实现归母净利润 0.91 亿元, 同比-21.35%, 环比+13.2%; 扣非归母净利润 0.84 亿元, 同比-20.10%, 环比+17.4%。

2023 年上半年在下游需求放缓的不利影响下, 公司营收同比持平, 归母净利润略有下滑, 业绩韧性较强, 我们判断主要系一方面, 公司产品竞争力提升、国产替代进程加速; 另一方面, 高附加值的模块化减速机 and 工业齿轮箱产品承压能力较强, 出货同比正增长。

■ 产品降价导致毛利率承压, 看好下半年利润率回升

2023H1 公司销售毛利率 26.5%, 同比提升 0.4pct, 我们判断一方面主要系公司产品结构优化, 高附加值产品收入占比提升, 另一方面原材料价格下降带动毛利率提升; 单 Q2 公司销售毛利率 25.9%, 同比下降 0.15pct, 环比下降 1.3pct, 我们判断主要系 Q2 市场竞争加剧, 公司产品降价。

2023H1 公司销售净利率为 12.7%, 同比下降 0.6pct, 净利率下滑主要系呆滞库存导致公司计提 1375 万元资产减值损失。费用端, 2023H1 公司期间费用率为 11.0%, 同比下降 0.4pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.2%/3.9%/4.9%/-0.9%, 同比分别+0.2/+0/-0.1/-0.5pct, 财务费用率降低主要系利息收入增加所致。展望未来, 公司产品调价已执行到位, 预计随着行业渐进复苏, 公司继续加强成本管控, 下半年利润率有望回升。

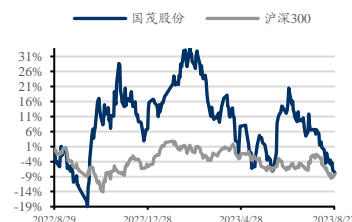
■ 通用主业稳健增长, 平台化布局打开成长空间

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:** 围绕降本增效开展各项成本管控及效率提升工作, 返工率、售后千台维修率等指标持续降低。**②捷诺传动:** 已顺利搬迁至新工厂, 车间配备一流加工设备, 与 ABB 联合开发的变位齿轮箱新品样机以及 0 度直齿零部件正在试制, 为机器人业务蓄能。**③工程机械传动:** 在塔机领域, 上半年公司传统塔机专用减速机出货量大幅增长; 在海工领域, 新产品放量明显, 已获得千万级的增量订单; 在光伏、起重机及风电变桨偏航等领域, 公司均有新产品突破。**④工业齿轮箱:** 进一步完成起重、搅拌、斗提等 HB 专用机型的老版本切换工作。同时紧贴市场需求, 完成焊接箱体全系列的标准化, 产品稳定性进一步提升, 产品受到中联重科等头部客户认可。**⑤精密传动:** 公司已将谐波减速机制造基地从外省搬迁至常州总部工厂, 并顺利完成人员安置及新车间规划工作, 与主业协同能力加强。此外, 为提高核心零部件自制的产能及质量, 公司新购置一批进口滚齿机、高精度慢走丝设备以及表面处理设备, 为未来发展蓄能。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到 2023H2 下游通用制造业有望温和复苏, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.82 (原值 5.49) /6.11 (原值 6.87) /7.47 (原值 8.38) 亿元, 当前股价对动态 PE 分别为 23/18/15 倍, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 通用制造业复苏不及预期、新产品拓展不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 16.41 |
| 一年最低/最高价 | 14.41/24.62 |
| 市净率(倍) | 3.27 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,686.53 |
| 总市值(百万元) | 10,867.40 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.01 |
| 资产负债率(% ,LF) | 28.97 |
| 总股本(百万股) | 662.24 |
| 流通 A 股(百万股) | 651.22 |

相关研究

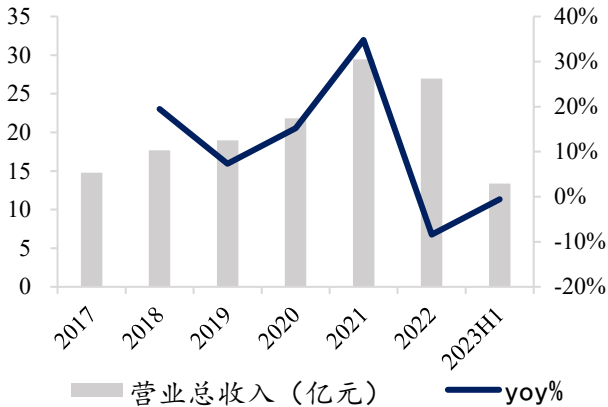
《国茂股份(603915): 2022 年报 & 2023 年一季报点评: Q1 业绩重回正增长区间, 盈利能力逐步修复》

2023-04-28

《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》

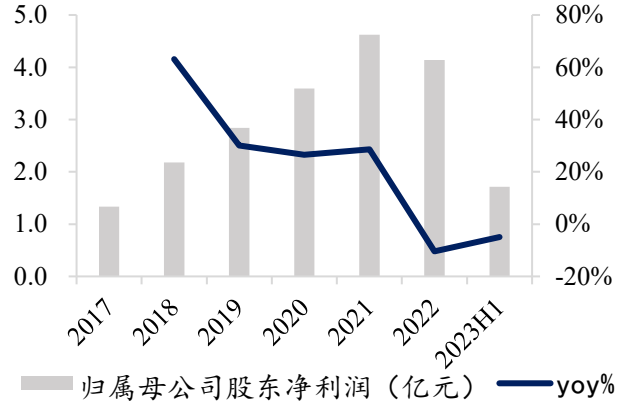
2022-10-27

图1: 2023H1 公司实现营收 13.39 亿元, 同比-0.59%



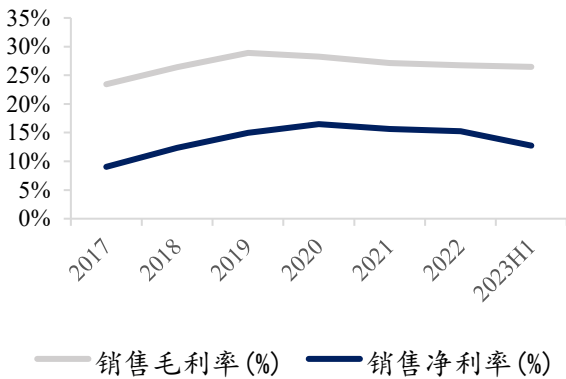
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 公司实现归母净利润 1.71 亿元, 同比-4.99%



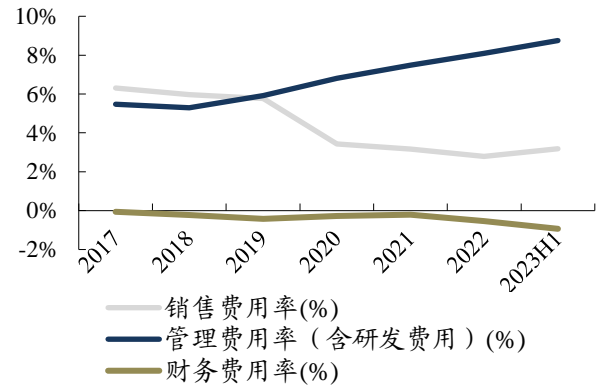
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023H1 公司销售毛利率/销售净利率分别为 26.5%/12.7%, 同比分别+0.4pct/-0.6pct



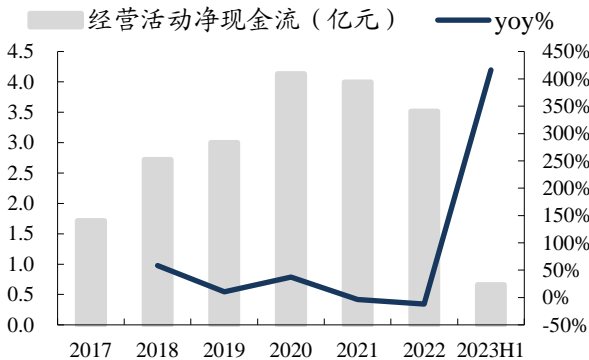
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023H1 公司期间费用率 11.0%, 同比-0.4pct



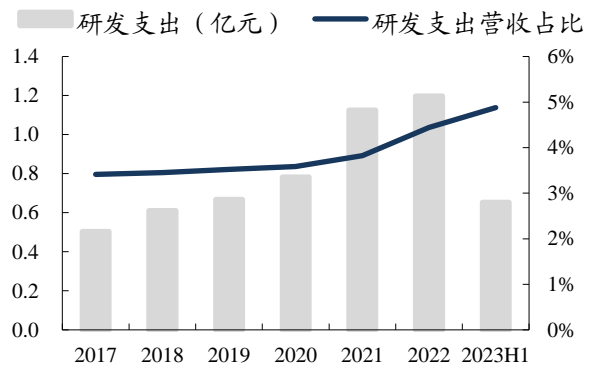
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 公司经营性现金流净额为 0.66 亿元, 同比+416%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023H1 公司研发支出 0.65 亿元, 占营收比重 4.9%



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 |
| 流动资产 | 3,016 | 3,855 | 4,815 | 5,969 | 营业总收入 | 2,697 | 3,065 | 3,766 | 4,540 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,549 | 2,158 | 2,735 | 3,463 | 营业成本(含金融类) | 1,976 | 2,228 | 2,733 | 3,297 |
| 经营性应收款项 | 861 | 935 | 1,150 | 1,386 | 税金及附加 | 25 | 15 | 19 | 23 |
| 存货 | 585 | 745 | 914 | 1,102 | 销售费用 | 75 | 97 | 109 | 127 |
| 合同资产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 管理费用 | 98 | 110 | 132 | 154 |
| 其他流动资产 | 20 | 17 | 16 | 16 | 研发费用 | 120 | 129 | 154 | 182 |
| 非流动资产 | 1,628 | 1,814 | 1,857 | 1,889 | 财务费用 | (14) | (8) | (13) | (13) |
| 长期股权投资 | 201 | 201 | 201 | 201 | 加:其他收益 | 12 | 7 | 8 | 10 |
| 固定资产及使用权资产 | 936 | 1,159 | 1,224 | 1,263 | 投资净收益 | 46 | 54 | 66 | 79 |
| 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 | 营业利润 | 452 | 549 | 697 | 854 |
| 其他非流动资产 | 106 | 103 | 101 | 104 | 营业外净收支 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 资产总计 | 4,643 | 5,669 | 6,672 | 7,858 | 利润总额 | 455 | 554 | 702 | 859 |
| 流动负债 | 1,293 | 1,736 | 2,127 | 2,564 | 减:所得税 | 43 | 72 | 91 | 112 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 2 | 2 | 2 | 2 | 净利润 | 412 | 482 | 611 | 747 |
| 经营性应付款项 | 1,096 | 1,481 | 1,817 | 2,191 | 减:少数股东损益 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 64 | 67 | 82 | 99 | 归属母公司净利润 | 414 | 482 | 611 | 747 |
| 其他流动负债 | 131 | 186 | 226 | 271 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.62 | 0.73 | 0.92 | 1.13 |
| 非流动负债 | 72 | 173 | 174 | 175 | EBIT | 393 | 486 | 618 | 758 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 528 | 646 | 793 | 949 |
| 应付债券 | 0 | 100 | 100 | 100 | 毛利率(%) | 26.74 | 27.30 | 27.41 | 27.39 |
| 租赁负债 | 1 | 2 | 3 | 4 | 归母净利率(%) | 15.35 | 15.72 | 16.23 | 16.46 |
| 其他非流动负债 | 72 | 72 | 72 | 72 | 收入增长率(%) | (8.41) | 13.65 | 22.86 | 20.58 |
| 负债合计 | 1,365 | 1,909 | 2,302 | 2,739 | 归母净利润增长率(%) | (10.42) | 16.40 | 26.83 | 22.30 |
| 归属母公司股东权益 | 3,269 | 3,751 | 4,362 | 5,111 | | | | | |
| 少数股东权益 | 8 | 8 | 8 | 8 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,278 | 3,760 | 4,371 | 5,119 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4,643 | 5,669 | 6,672 | 7,858 | | | | | |

| 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 | 799 | 728 | 868 | 每股净资产(元) | 4.94 | 5.66 | 6.59 | 7.72 |
| 投资活动现金流 | (59) | (291) | (152) | (141) | 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(%) | 11.39 | 11.83 | 12.89 | 13.59 |
| 现金净增加额 | 147 | 608 | 577 | 728 | ROE-摊薄(%) | 12.66 | 12.84 | 14.01 | 14.62 |
| 折旧和摊销 | 135 | 161 | 175 | 191 | 资产负债率(%) | 29.41 | 33.68 | 34.49 | 34.86 |
| 资本开支 | (228) | (345) | (215) | (215) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 26.26 | 22.56 | 17.79 | 14.54 |
| 营运资本变动 | (193) | 153 | (33) | (34) | P/B (现价) | 3.32 | 2.90 | 2.49 | 2.13 |

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>