

国茂股份 (603915.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩总体承压，静待市场回暖

业绩简评

8月28日晚，公司发布中报，主营收入13.39亿元，同比下降0.59%；归母净利润1.71亿元，同比下降4.99%；扣非净利润1.55亿元，同比下降5.26%；其中2023年第二季度，公司单季度主营收入7.13亿元，同比下降3.25%；单季度归母净利润9099.65万元，同比下降21.35%。

经营分析

1、公司加大新新产品市场开拓。上半年，在外需不足、内需不振的背景下，宏观经济承压，对减速机行业造成不利影响。作为国内通用减速机行业的规模领先企业，公司审时度势、以变应变，不断加大研发创新，加快布局新产品、新业务、新市场。公司减速机业务收入12.8亿、同比下滑0.4%；配件业务0.38亿元、同比下滑16%。公司模块化减速机、工业齿轮箱产品在市场承压的环境下展现出韧性，市场份额稳步提升，发货额同比均有所增加；硬齿面减速机因与房地产行业市场需求的关联度较大，发货额同比下滑幅度较大；摆线针轮减速机受中小客户需求疲软的因素影响，发货额同比下滑较为明显；工程机械事业部受益于新产品、新业务的顺利拓展，其生产的各系列行星减速机发货总额同比快速增加，为公司带来新的业务增量；重载事业部通过技术攻关及工艺改进，其生产的中大型非标类减速机以优异的品质在冶金、石油开采等行业不断取得新增订单，销售同比亦有较快增长；精密传动业务尚处于市场拓展前期阶段。

2、公司盈利能力保持稳定。1H23，公司毛利率26.48%、同比+0.04pct，单Q2公司销售毛利率25.9%，同比下降0.15pct，环比下降1.3pct，主要系Q2市场竞争加剧，公司产品降价抢市场；净利率12.7%，同比-0.6pct，主要系呆滞库存导致公司计提1375万元资产减值损失。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年归母净利润4.65（下调15%）/5.88（下调12%）/7.25（下调13%）亿元，公司股票现价对应PE估值为25/19/16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）

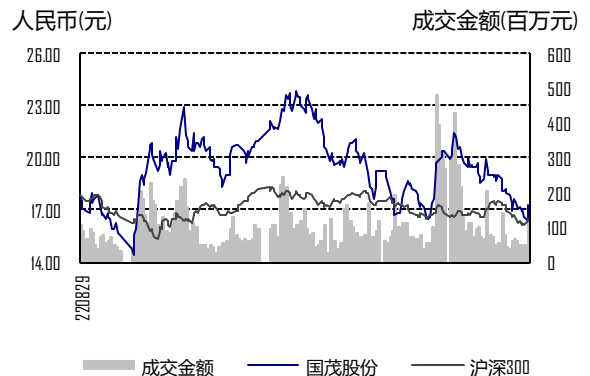
manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：17.26元

相关报告：

1.《国茂股份点评：业绩企稳复苏，盈利能力逐渐修复》，2023.4.30

2.《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	2,951	3,626	4,347
营业收入增长率	34.81%	-8.41%	9.41%	22.89%	19.88%
归母净利润(百万元)	462	414	465	588	725
归母净利润增长率	28.66%	-10.42%	12.47%	26.34%	23.20%
摊薄每股收益(元)	0.976	0.625	0.703	0.888	1.094
每股经营性现金流净额	0.84	0.53	1.10	0.99	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.64%	12.66%	13.16%	14.98%	16.28%
P/E	39.84	33.34	24.55	19.44	15.78
P/B	6.23	4.22	3.23	2.91	2.57

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	
主营业务收入	2,184	2,944	2,697	2,951	3,626	4,347	货币资金	1,102	801	944	1,362	1,725	2,290	
增长率	34.8%	-8.4%	9.4%	22.9%	19.9%		应收款项	746	911	858	814	1,000	1,199	
主营业务成本	-1,566	-2,146	-1,976	-2,167	-2,638	-3,159	存货	454	718	585	712	867	1,039	
%销售收入	71.7%	72.9%	73.3%	73.4%	72.8%	72.7%	其他流动资产	625	767	628	627	628	629	
毛利	618	799	721	784	988	1,188	流动资产	2,928	3,197	3,016	3,515	4,221	5,156	
%销售收入	28.3%	27.1%	26.7%	26.6%	27.2%	27.3%	%总资产	73.1%	67.9%	64.9%	67.8%	71.3%	75.6%	
营业税金及附加	-16	-15	-25	-27	-33	-39	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	
销售费用	-75	-93	-75	-83	-109	-130	%总资产	20.7%	20.8%	23.3%	21.6%	19.0%	15.6%	
%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	
管理费用	-70	-108	-98	-103	-127	-152	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%	32.2%	28.7%	24.4%	
研发费用	-78	-113	-120	-133	-163	-196	资产总计	4,003	4,708	4,643	5,184	5,916	6,818	
%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	
息税前利润 (EBIT)	378	470	403	438	557	671	应付款项	1,198	1,413	1,037	1,314	1,599	1,915	
%销售收入	17.3%	16.0%	15.0%	14.9%	15.3%	15.4%	其他流动负债	236	277	254	251	307	367	
财务费用	6	6	14	23	31	41	流动负债	1,434	1,692	1,293	1,567	1,908	2,284	
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.8%	-0.9%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-13	-19	-24	0	0	0	其他长期负债	28	57	72	73	73	74	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,463	1,749	1,365	1,639	1,981	2,358	
投资收益	38	53	46	46	55	82	普通股股东权益	2,533	2,954	3,269	3,536	3,926	4,452	
%税前利润	9.2%	10.1%	10.1%	8.9%	8.4%	10.2%	其中：股本	473	473	662	662	662	662	
营业利润	411	516	452	513	649	801	未分配利润	836	1,134	1,365	1,631	2,021	2,547	
营业利润率	18.8%	17.5%	16.7%	17.4%	17.9%	18.4%	少数股东权益	7	6	8	8	8	8	
营业外收支	5	7	3	4	4	4	负债股东权益合计	4,003	4,708	4,643	5,184	5,916	6,818	
税前利润	416	522	455	517	653	805	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	19.0%	17.7%	16.9%	17.5%	18.0%	18.5%	每股指标							
所得税	-56	-62	-43	-52	-65	-81	每股收益	0.760	0.976	0.625	0.703	0.888	1.094	
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	5.340	5.928	6.722	
净利润	360	460	412	465	588	725	每股经营现金净流	0.875	0.844	0.531	1.101	0.994	1.182	
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	
归属于母公司的净利润	359	462	414	465	588	725	回报率							
净利率	16.4%	15.7%	15.3%	15.8%	16.2%	16.7%	净资产收益率	14.18%	15.64%	12.66%	13.16%	14.98%	16.28%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.97%	9.81%	8.91%	8.98%	9.94%	10.63%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	12.88%	13.98%	11.12%	11.12%	12.72%	13.52%	
净利润	360	460	412	465	588	725	增长率							
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%	9.41%	22.89%	19.88%	
非现金支出	82	127	159	117	129	138	EBIT增长率	21.82%	24.40%	-14.19%	8.72%	26.95%	20.48%	
非经营收益	-41	-69	-51	-46	-59	-86	净利润增长率	26.56%	28.66%	-10.42%	12.47%	26.34%	23.20%	
营运资金变动	13	-119	-168	192	0	5	总资产增长率	19.75%	17.62%	-1.38%	11.65%	14.11%	15.25%	
经营活动现金净流	413	399	352	729	658	782	资产管理能力							
资本开支	-268	-336	-228	-159	-151	-101	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	
投资活动现金净流	155	-600	-59	-113	-96	-19	固定资产周转天数	115.2	116.5	126.4	114.5	91.3	69.6	
股权募资	87	7	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-67.02%	-52.35%	-47.20%	-55.42%	-59.18%	-64.86%	
其他	-115	-118	-145	-199	-199	-199	EBIT利息保障倍数	-62.2	-74.3	-27.8	-19.2	-18.0	-16.5	
筹资活动现金净流	-27	-111	-145	-199	-199	-199	资产负债率	36.54%	37.15%	29.41%	31.62%	33.49%	34.58%	
现金净流量	541	-312	147	418	364	565								

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
4	2023-04-30	买入	19.43	N/A

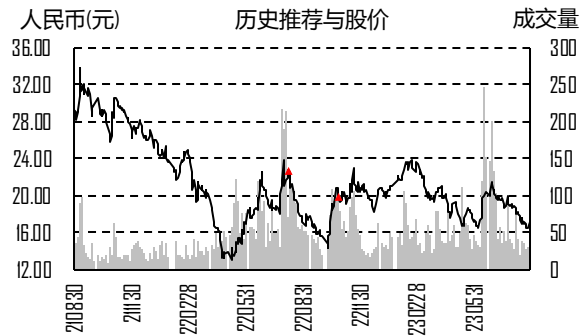
来源：国金证券研究所

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806