

国茂股份 (603915.SH)

业绩高增，龙头谋局长期成长

2020年/2021Q1 公司归母净利润分别为 **3.59、0.79** 亿元，同比分别增长 **27%、145%**。2020年，公司实现营收 21.84 亿元，同增 15.21%；实现归母净利润 3.59 亿元，同增 26.56%；净利率为 16.44%，较 2019 年同期增加 1.47%。2020 年公司经营性现金流净额为 4.13 亿元。2021Q1 单季，公司收入/净利润分别为 6.42、0.79 亿元，同比分别增长 93.59%、145.38%。

制造业景气叠加头部集中效应，减速机收入稳增；综合毛利率可比口径提升约 1%。2020 年初疫情复工后，国内制造业景气度持续复苏。参照国家统计局数据，全年国内减速机产量约 917 万台，累计同比增长 11.42%。公司为国内通用减速机龙头，全年收入增速为 15%，整体领先行业。其中，① **摆线针轮减速机**，销量约 30.29 万台，同增 4.10%；收入为 4.29 亿元，略增 1.52%；② **齿轮减速机**，公司核心品类，全年销量 29.88 万台，同增 22.35%；收入为 16.37 亿元，同增 16.80%。2020 年，公司综合毛利率为 28.28%，同比降低 0.62%。考虑到新会计准则下，运输费用由销售费用调计至营业成本（占收入比例约 1.69%），公司综合毛利率较 2019 年可比口径提升约 1.07%，判断主要受益高毛利产品占比提升、终端需求高景气。

经营规模稳健扩张，管理/研发费用率维稳。募投项目逐步投产，公司经营规模稳健扩张。① **员工**，2020 年末公司员工总数为 2241 人，同增 22%。其中生产人员 1668 人，同增 15%。② **产能**，1) “35 万台减速机项目”于 2020 年底已初步达产约 11 万台；计划到 2021 年底新增约 11 万台减速机产能。“160 万件齿轮项目”建设进度也将与其大致保持一致。2) 子公司捷诺传动高端减速机扩建项目稳步推进，预期 2022 年底完成建设，预计将形成年产约 9 万台产能。2020 年，公司研发费用为 0.78 亿元，占收入比例略增至 3.58%，新品研发推进，① **工业领域**，轧管机专用高速行星减速机、餐厨垃圾设备专用减速机研制成功；② **工程机械领域**，塔机专用卷扬减速机试制成功并实现交付，挖机用回转减速机、搅拌车用减速机等新品积极试制；③ **冶金领域**，成功研制出运用于国内首条垂直连铸生产线的轧机专用减速机。④ **机电一体化领域**，联合智马科技及知名变频器厂商，推出“智能水处理检测系统”，初步形成传动系统整体解决方案。

内部组织结构调整，外延并购多维度布局，千亿赛道龙头谋局长期成长。① **内部**，进一步细分 BU，明确考核激励。2020 年 10 月底，公司调整了内部组织结构，进一步细分了各业务部。2021 年，针对各 BU，明确销售、利润等目标，加强成本管控。② **外部**，并购实现产品/产业链等维度延伸。**产品端**，子公司捷诺完成对常州莱克斯诺在中国的齿轮箱相关的部分业务及业务资产收购，开拓高端产品市场。**产业链端**，收购泛凯斯特 51% 股权，打通上游铸件原材料生产环节。国内减速机市场规模近千亿，公司通过内部梳理叠加外延并购延伸产品/产业链的方式持续强化龙头领先优势，谋局长期成长。

盈利预测与估值。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.57、5.72、7.25 亿元，对应当前股价估值为 42、34、27 倍。维持“增持”评级。

风险提示：制造业景气度下滑；高端减速机产品布局进度不及预期；专用减速机产品放量不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,896	2,184	2,784	3,462	4,349
增长率 yoy (%)	7.3	15.2	27.4	24.4	25.6
归母净利润 (百万元)	284	359	457	572	725
增长率 yoy (%)	30.1	26.6	27.3	25.1	26.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.60	0.76	0.97	1.21	1.53
净资产收益率 (%)	12.6	14.2	15.3	18.5	21.6
P/E (倍)	67.7	53.5	42.0	33.6	26.5
P/B (倍)	8.5	7.6	6.4	6.2	5.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	通用机械
前次评级	增持
04 月 27 日收盘价	40.65
总市值(百万元)	19,209.05
总股本(百万股)	472.55
其中自由流通股(%)	26.44
30 日日均成交量(百万股)	1.40

股价走势



作者

分析师 姚健

执业证书编号：S0680518040002

邮箱：yaojian@gszq.com

分析师 陆亚兵

执业证书编号：S0680520080005

邮箱：luyabing@gszq.com

相关研究

1、《国茂股份 (603915.SH)：国内减速机龙头，千亿赛道砥砺前行》2021-04-21



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2548	2928	3599	3938	4561
现金	759	1102	1477	1470	1568
应收票据及应收账款	200	236	397	622	931
其他应收款	1	1	1	1	2
预付账款	5	12	10	17	16
存货	370	454	593	705	921
其他流动资产	1213	1122	1122	1122	1122
非流动资产	795	1075	1195	1322	1501
长期投资	25	26	28	30	32
固定资产	423	690	817	944	1108
无形资产	129	145	143	141	140
其他非流动资产	218	215	207	207	222
资产总计	3343	4003	4794	5260	6062
流动负债	1070	1434	1768	2135	2685
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	859	1110	1391	1709	2175
其他流动负债	211	324	377	426	511
非流动负债	23	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	28	28	28	28
负债合计	1093	1463	1796	2163	2713
少数股东权益	0	7	7	7	7
股本	463	473	473	473	473
资本公积	1114	1209	1209	1209	1209
留存收益	673	939	1396	1968	2693
归属母公司股东权益	2250	2533	2990	3090	3342
负债和股东权益	3343	4003	4794	5260	6062

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	300	413	524	642	819
净利润	284	360	457	572	725
折旧摊销	57	68	75	93	115
财务费用	-8	-6	-6	-6	-6
投资损失	-11	-38	-41	-41	-41
营运资金变动	-41	-2	37	22	24
其他经营现金流	19	32	2	2	2
投资活动现金流	-1096	155	-155	-182	-255
资本支出	81	270	117	126	177
长期投资	-1014	437	-2	-2	-2
其他投资现金流	-2028	862	-40	-58	-80
筹资活动现金流	803	-27	6	-467	-467
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	84	9	0	0	0
资本公积增加	716	95	0	0	0
其他筹资现金流	3	-131	6	-467	-467
现金净增加额	7	541	374	-6	97

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1896	2184	2784	3462	4349
营业成本	1348	1566	1990	2466	3090
营业税金及附加	16	16	19	23	26
营业费用	109	75	95	114	139
管理费用	45	70	89	111	139
研发费用	67	78	100	121	148
财务费用	-8	-6	-6	-6	-6
资产减值损失	-7	-3	17	21	24
其他收益	3	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	38	41	41	41
资产处置收益	0	-1	-2	-2	-2
营业利润	318	411	523	655	832
营业外收入	9	5	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	327	416	528	660	837
所得税	44	56	71	88	112
净利润	284	360	457	572	725
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	284	359	457	572	725
EBITDA	362	451	564	709	906
EPS (元)	0.60	0.76	0.97	1.21	1.53

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	7.3	15.2	27.4	24.4	25.6
营业利润(%)	31.5	29.1	27.3	25.3	27.0
归属于母公司净利润(%)	30.1	26.6	27.3	25.1	26.8
获利能力					
毛利率(%)	28.9	28.3	28.5	28.8	29.0
净利率(%)	15.0	16.4	16.4	16.5	16.7
ROE(%)	12.6	14.2	15.3	18.5	21.6
ROIC(%)	11.6	13.0	14.0	17.1	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	32.7	36.5	37.5	41.1	44.8
净负债比率(%)	-32.7	-42.4	-48.4	-46.7	-46.1
流动比率	2.4	2.0	2.0	1.8	1.7
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	5.4	10.0	8.8	6.8	5.6
应付账款周转率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.76	0.97	1.21	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.87	1.11	1.36	1.73
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.36	6.33	6.54	7.07
估值比率					
P/E	67.7	53.5	42.0	33.6	26.5
P/B	8.5	7.6	6.4	6.2	5.7
EV/EBITDA	48.8	38.9	30.4	24.2	18.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com