

# 业绩符合预期；减速器龙头产品升级、新领域开拓

## ——国茂股份点评报告

### 投资要点

#### □ 事件

1、2020年公司实现营业收入22亿元，同比增长15%；归母净利润3.6亿元，同比增长27%；扣非归母净利润3.2亿元，同比增长22%。

2、2021年第一季度，公司实现营业收入6.4亿元，同比增长94%；归母净利润0.8亿元，同比增长145%；扣非归母净利润0.8亿元，同比增长158%。

#### □ 业绩增长符合预期，毛利率小幅降低主要系运输费用计入营业成本

根据中国通用机械工业协会，2020年减速机市场规模稳步增长，全年全国规模以上企业减速机产量为917万台，累计同比增加11.42%。公司齿轮减速机/摆线针轮减速机同比分别增长22.35%/4.1%。全年毛利率为28.3%，小幅降低0.6pct，主要系会计准则变更，运输费用从原销售费用计入营业成本所致。

#### □ 2020年经营性现金流净额为4.1亿元，同比增长38%，现金流状况稳定

2020年，公司销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入为95%，维持在历史较高水平。2020年公司经营性净现金流达4.1亿元，持续逐年增长。2021年第一季度公司经营性现金流净额为0.2亿元，为近三年来首次为正值。

#### □ 产能提升、进口替代、产品升级、新领域拓展，公司成长潜力巨大

1)通用型减速机市场约500亿。受益工业自动化需求提升、国产替代化趋势明显、市场集中度不断提升。公司2019年市占率3.8%，未来提升空间大。2)2020年公司在工程机械专用减速机领域取得阶段性成绩。公司以塔机市场为切入口，生产的GLW系列回转减速机实现批量出货，主要配套于徐工的大中型塔机；GTR系列卷扬减速机已小批量出货，有望在2021年快速量产。3)公司股权激励方案：2020-2024年净利润不低2.9/3.35/4.48/6亿元，复合增速达20%。4)产能按计划提升。公司计划2021年底新增减速机产能11万台，全年销量有望突破39万台，同比增速有望超30%。

#### □ 盈利预测及估值

预计2021-2023年净利润为4.8/6.2/7.5亿元，同比增长32%/30%/22%，对应PE分别为40/31/26倍。公司成长空间大，成长周期长，有望复制恒立液压等核心零部件公司产品升级、进口替代的成长路径。持续推荐，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

进口替代进程低于预期、市占率提升进度低于预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2184	2785	3482	4011
(+/-)	15%	27%	25%	15%
净利润	359	475	616	750
(+/-)	27%	32%	30%	22%
每股收益(元)	0.76	1.01	1.30	1.59
P/E	53	40	31	26
ROE	15%	17%	19%	21%
PB	7.6	6.5	5.7	4.9

### 评级

### 买入

上次评级

买入

当前价格

¥40.65

### 分析师: 王华君

执业证书号: S1230520050001

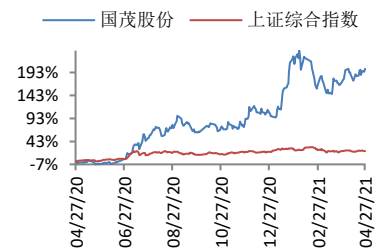
电话: 021-80108036

邮箱: wanghuajun@stocke.com.cn

### 研究助理: 张杨

电话: 15601956881

邮箱: zhangyang01@stocke.com.cn



### 相关报告

- 《【国茂股份】增资中重科技，加快拓展冶金设备减速机市场-20210330》  
2021.03.30
- 《【国茂股份】增资捷诺传动，助力开拓高端减速机市场 20210308》  
2021.03.07
- 《国茂股份：业绩符合预期；减速器龙头，期待市占率逐步提升》2020.10.30
- 《国茂股份：业绩超预期，塔机、起重机等工程机械减速机获突破 20200829》2020.08.30
- 《减速器龙头：受益产品升级与市场份额持续提升——国茂股份深度报告》  
2020.08.03

## 1. 2020 全年业绩同增 27%；毛利率 28.3%，小幅降低 0.6pct

2020 年公司实现营业收入 22 亿元，同比增长 15%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 27%；扣非归母净利润 3.2 亿元，同比增长 22%。

2021 年第一季度，公司实现营业收入 6.4 亿元，同比增长 94%；归母净利润 0.8 亿元，同比增长 145%；扣非归母净利润 0.8 亿元，同比增长 158%。

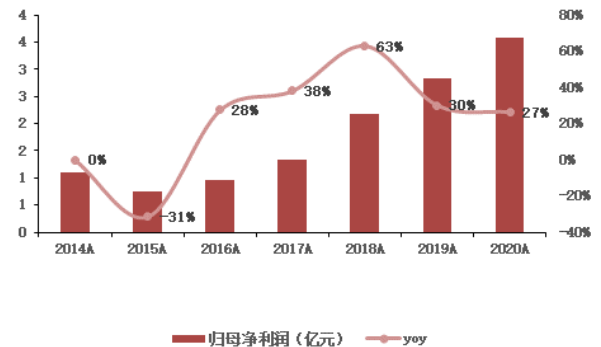
在工业自动化持续推进、基础设施建设力度加大等因素驱动下，2020 年减速机市场规模稳步增长。根据中国通用机械工业协会，2020 年全国规模以上企业减速机产量为 917 万台，累计同比上年增加 11.42%。

图 1：2020 年公司营收 22 亿元，同比增长 15%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：2020 年公司归母净利润 3.6 亿元，同比增长 27%

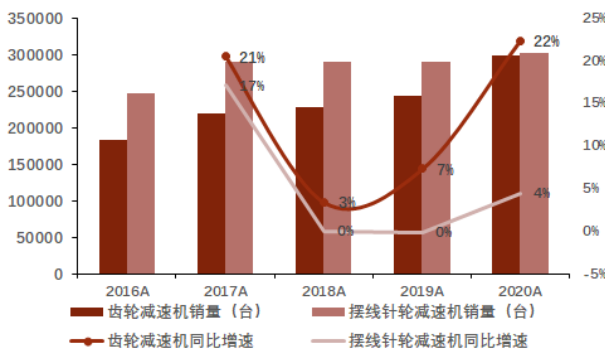


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

分产品看，2020 年公司齿轮减速机（包括模块化减速机及大功率减速机等）共销售 29.9 万台，同比增长 22.35%；摆线针轮减速机销量为 30.3 万台，同比增长 4.1%。我们预计公司 2020 年的通用减速机的产品均价仍有小幅提升，主要系单价较高的齿轮减速机销售占比提升，但齿轮减速机及摆线针轮减速机均价分别同比降低 3.2% 和 2.7%。

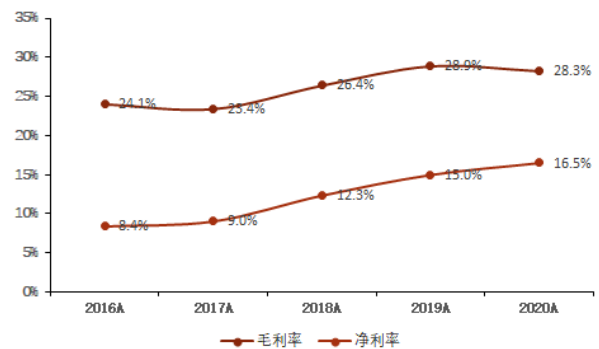
盈利能力方面，2020 年公司综合毛利率为 28.3%，同比小幅降低 0.6pct。2021 年第一季度公司综合毛利率为 26.4%，同比小幅降低 0.6pct。毛利率降低，主要原因系原销售费用中的运输费用计入营业成本所致。

图 3：2020 年齿轮减速机销量近 30 万台，同比增长 22%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：2020 年综合毛利率 28.3%，同比下降 0.6pct

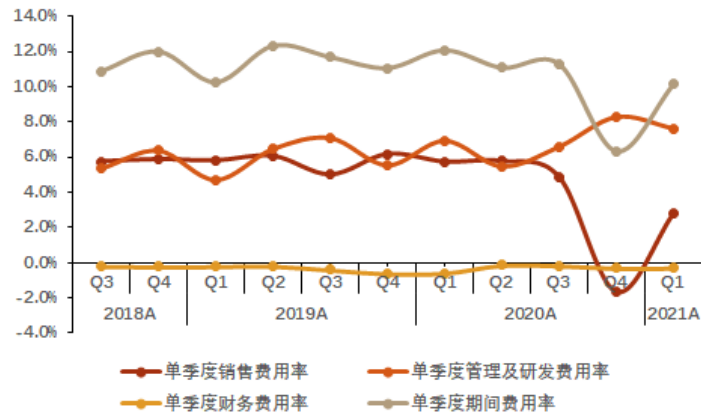


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司 2020 年期间费用率为 10.0%，同比降低 1.3pct。分拆看，2020 年销售费用率为 3.4%，同比降低 2.3pct，降幅较大主要系执行新的收入准则，将运输费用计入营业成本所致；管理费用率为 3.2%，同比增加 0.8pct，主要系本期增加股权激励费用所致；研发费用率为 3.6%，同比小幅增加 0.1pct；财务费用率为-0.3%，同比增加 0.1pct。

2021 年第一季度，公司期间费用率达 10.1%，体现公司的精细化管理能力较强。其中销售费用率为 2.8%，维持较低水平；管理费用率为 4.0%，主要系股权激励费用影响所致。研发费用率和财务费用率基本维持不变。

图 5：2020 年公司期间费用率为 10%，同比降低 1.3pct



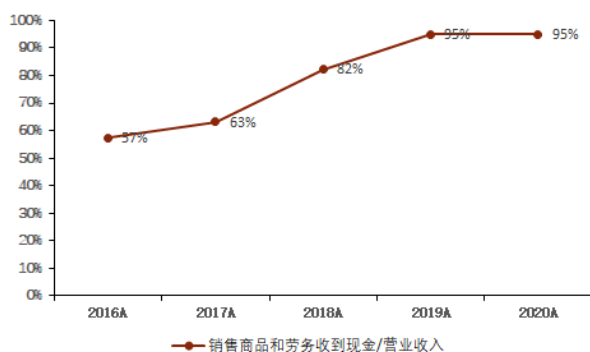
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 2020 年经营性现金流净额为 4.1 亿元，同比增长 38%

2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 4.1 亿元，同比增长 38%，主要系报告期内客户销售回款增加所致。

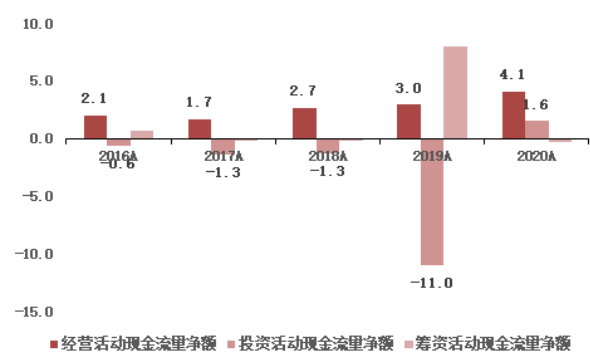
2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入为 95%，维持在历史较高水平。

图 6：2020Q2 销售回款比例为 92%，同比提升 19pct



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：2020 年公司经营性活动现金流量净额为 2.9 亿元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3. 进口替代、产品升级、新领域拓展，公司成长潜力巨大

#### 3.1 通用减速机市场空间大，行业集中度逐步提升

我国减速机市场约 1300 亿元，每年增速 10%；其中通用减速机市场空间约 500 亿元。目前我国通用减速机行业较为分散，随着传统工业技术改造、工厂自动化和企业信息化管理的加速推进，叠加国家对企业环保要求的提高，小企业因无法实现技术升级开始陆续退出市场，龙头企业优势凸显，行业集中度有提升的趋势。

2020 年，公司不断开拓新客户，如河南省矿山起重机有、江苏润鼎、成都大宏立等。重点深耕东南亚地区，在印尼、马来西亚、越南、泰国等市场多点开花。

#### 3.2 新领域：积极布局专用减速机与机电一体化产品

2020 年公司在工程机械专用减速机领域取得阶段性成绩。公司以塔机市场为切入口，生产的 GLW 系列回转减速机实现批量出货，配套于徐州建机工程机械有限公司、徐工重庆建机工程机械有限公司的大中型塔机；GTR 系列卷扬减速机也在较短时间内实现了研发试制及小批量出货，根据客户意向订单，有望在 2021 年快速量产。

2020 年，公司顺利完成西厂区自动立体库项目主体建设，目前处于验收阶段。该立体库运用了约 460 台“国茂”牌物流分拣减速机，是公司产品在物流行业的第一次大规模应用，将为公司未来进军物流行业树立良好的应用标杆。

#### 3.3 探索外延式并购，积极寻找国内国际投资标的

公司积极寻找国内外标的，通过收购、参股等方式对同行业、上下游拥有相对优势的企业进行整合，快速获得市场、技术、品牌，提高企业综合竞争实力。2020 年公司主要完成 2 次项目收购：铸件项目以及捷诺减速机项目。横向并购拓宽产品线，以进入不同细分市场领域，提高市场占有率；纵向并购延伸产业链，发挥协同效应。

全资子公司捷诺传动收购莱克斯诺后，维系了原有 95% 的供应商及客户，并以全新的“GNORD”品牌开拓高端减速机市场。捷诺传动目前的主要产品系列为 S4 系列齿轮马达、CZ 齿轮箱以及 ABB 机器人专用齿轮箱。公司目标 2022 年底之前完成高端减速机的产能扩建，达产后将形成年产 9 万台高端减速机的能力（2020 年共销售 2432 台）。

### 4. 风险提示

下游锂电企业扩产低于预期；新业务拓展低于预期；单一客户依赖度较高。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2928	3449	4045	4621	<b>营业收入</b>	2184	2785	3482	4011
现金	1102	1500	1667	2000	营业成本	1566	1985	2458	2782
交易性金融资产	600	600	600	600	营业税金及附加	16	22	28	31
应收账款	236	281	529	618	营业费用	75	97	122	140
其它应收款	1	1	1	1	管理费用	70	95	118	132
预付账款	12	10	13	17	研发费用	78	100	125	144
存货	454	536	713	862	财务费用	(6)	(21)	(26)	(30)
其他	522	522	522	522	资产减值损失	13	9	2	13
<b>非流动资产</b>	1075	1162	1407	1640	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	38	40	45	55
长期投资	26	26	26	26	其他经营收益	2	2	4	5
固定资产	690	780	971	1157	<b>营业利润</b>	411	540	703	858
无形资产	145	144	145	149	营业外收支	5	7	7	6
在建工程	138	151	200	240	<b>利润总额</b>	416	548	710	864
其他	76	61	64	68	所得税	56	71	92	112
<b>资产总计</b>	4003	4611	5453	6260	<b>净利润</b>	360	476	618	752
<b>流动负债</b>	1434	1623	2035	2327	少数股东损益	1	1	2	2
短期借款	0	0	0	17	<b>归属母公司净利润</b>	359	475	616	750
应付款项	1110	1286	1620	1825	<b>EBITDA</b>	467	582	753	919
预收账款	98	192	223	238	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.76	1.01	1.30	1.59
其他	226	144	193	247	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	28	26	26	27		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	28	26	26	27	营业收入	15.2%	27.5%	25.1%	15.2%
<b>负债合计</b>	1463	1649	2061	2353	营业利润	29.1%	31.5%	30.2%	21.9%
少数股东权益	7	8	10	12	归属母公司净利润	26.6%	32.3%	29.7%	21.6%
归属母公司股东权益	2533	2954	3381	3895	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4003	4611	5453	6260	毛利率	28.3%	28.7%	29.4%	30.6%
					净利率	16.5%	17.1%	17.7%	18.7%
					ROE	15.0%	17.3%	19.4%	20.5%
					ROIC	13.6%	15.6%	17.7%	18.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	37%	36%	38%	38%
					净负债比率	0%	0%	0%	1%
					流动比率	2.0	2.1	2.0	2.0
					速动比率	1.7	1.8	1.6	1.6
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
					应收帐款周转率	10.2	10.8	8.6	7.1
					应付帐款周转率	5.0	5.5	5.4	5.1
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.8	1.0	1.3	1.6
					每股经营现金	0.9	1.1	1.3	1.6
					每股净资产	5.4	6.3	7.2	8.2
					<b>估值比率</b>				
					P/E	53	40	31	26
					P/B	8	7	6	5
					EV/EBITDA	23	29	23	18

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	413	541	594	779
净利润	360	476	618	752
折旧摊销	68	54	66	82
财务费用	(6)	(21)	(26)	(30)
投资损失	(38)	(40)	(45)	(55)
营运资金变动	216	135	158	169
其它	(187)	(64)	(177)	(138)
<b>投资活动现金流</b>	155	(110)	(264)	(257)
资本支出	(234)	(150)	(300)	(300)
长期投资	1	0	0	0
其他	388	40	36	43
<b>筹资活动现金流</b>	(27)	(33)	(163)	(189)
短期借款	0	0	0	17
长期借款	0	0	0	0
其他	(27)	(33)	(163)	(206)
<b>现金净增加额</b>	541	397	167	333

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>