

2021年08月29日

业绩符合市场预期，订单饱满驱动业绩增长 增持（维持）

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

事件：8月27日公司发布半年报，上半年营业收入为14.81亿元，同比增长49.32%；归母净利润为2.08亿元，同比增长37.28%；扣非归母净利润为1.91亿元，同比增长43.97%。

投资要点

■ 下游市场需求旺盛+新业务拓展顺利，公司业绩持续增长

在制造业复苏的背景下，公司2021H1营业收入和归母净利润均维持较快增长。减速机行业与制造业景气度息息相关，2021H1受益于制造业复苏，下游市场景气度上行，带动了公司减速机销量的提升。此外，工程机械业务和捷诺业务拓展顺利，公司新业务实现订单及出货量的快速增长。2021Q2，公司营业收入为8.39亿元，环比+30.69%；归母净利润为1.29亿元，环比+63.29%；扣非归母净利润为1.14亿元，环比+48.05%。

■ 盈利水平略有承压，期间费用率控制良好

2021H1毛利率为26.09%，同比-3.56pct；净利率为14.09%，同比-1.53pct，公司盈利能力有所下降，但依旧处于较高水平。其中，2021Q2毛利率为25.87%，环比Q1-0.52pct；净利率为15.38%，环比Q1+2.98pct。2021H1公司毛利率下降的主要原因：1）运输费用由计入销售费用变更为计入营业成本。2）原材料价格上涨使得公司毛利率承压，但公司积极与原材料供应商进行价格协商，同时上调销售指导价格，以缓解原材料成本控制的压力。

2021H1公司期间费用率为10.35%，同比-1.03pct，期间费用率维持在较低水平，控费能力持续优化。其中，销售费用率为3.15%，同比-2.57pct，主要系由于运输费用计入营业成本，加之收入增长带来的规模效应；财务费用率为-0.24%，同比+0.05pct；管理费用率（含研发）为7.44%，同比+1.49pct，主要系股份支付增加和上市费用分摊所致。

此外，公司持续加大研发投入，2021H1公司研发费用同比+54.34%，研发费用率为3.52%，同比+0.12pct。在2021H1，公司及下属子公司共取得授权专利28项，技术水平进一步提升，为公司构筑核心竞争力。

■ 在手订单饱满，内生+外延双重逻辑驱动公司成长

截至2021H1，公司存货为6.89亿元，同比+51.71%；合同负债为6742万元，同比+10.12%，主要受益于公司在手订单充足。2021H1，公司旗下子公司捷诺订单饱满，持续处于满产满销状态。随着募投项目落地，新设备的陆续进厂及安装，公司产能紧张状态将有所缓解。

公司立足于减速机行业，内生+外延双重成长逻辑稳固。1）内生：公司研发投入持续增加，技术水平持续提升，进一步构筑核心竞争力；募投项目有望解决产能制约发展问题，可使公司产能增加约140%。2）外延：拓展工程机械领域减速机业务，2021H1塔机专用减速机突破关键新客户，工程机械领域的新品开发顺利，有望带来业绩新突破；收购“莱克斯诺”，以“捷诺”品牌开拓高端市场，2021H1捷诺业务进展顺利，产品供不应求，公司产品附加值进一步提升。

我们认为，作为国内减速机龙头，公司长期受益于制造业升级+国产化替代加速，随着募投项目落地带来的产能释放，加之工程机械减速机业务和捷诺业务的顺利开展，公司业绩有望进一步提升。

盈利预测与投资评级：随着公司产能逐步释放，在手订单饱满释放业绩弹性，我们维持公司2021-2023年净利润预测4.8/6.4/7.8亿元，当前市值对应PE分别为44/33/27倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下滑风险、经销商管理风险、原材料价格波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.40
一年最低/最高价	21.51/50.00
市净率(倍)	7.99
流通 A 股市值(百万元)	5546.78

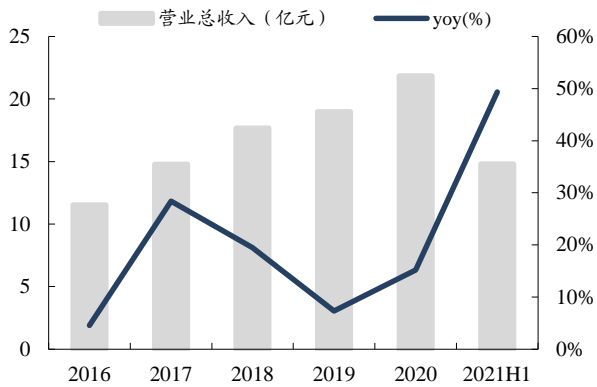
基础数据

每股净资产(元)	5.56
资产负债率(%)	37.22
总股本(百万股)	472.48
流通 A 股(百万股)	124.93

相关研究

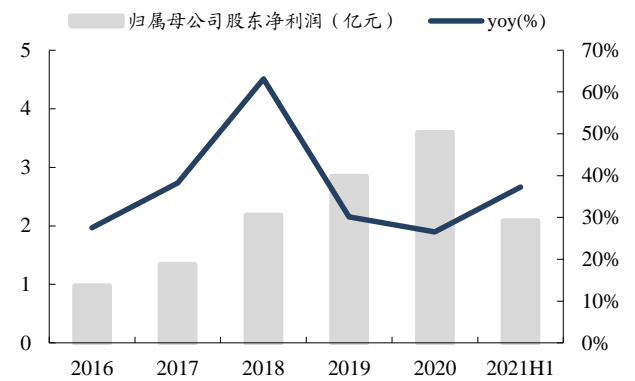
1、《国茂股份（603915）：国产通用减速机龙头，内生+外延驱动业绩稳定增长》2021-08-10

图 1: 2021H1 实现营收 14.81 亿元, 同比+49.3%



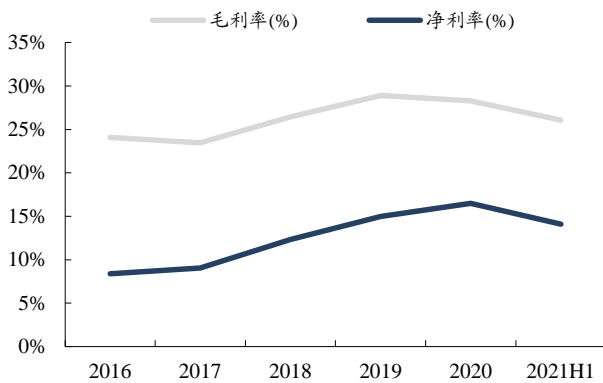
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2021H1 实现归母净利润 2.08 亿元, 同比+37.3%



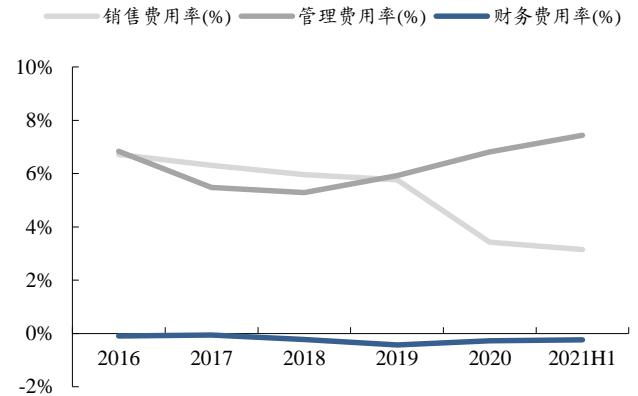
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 毛利率和净利率维持较高水平



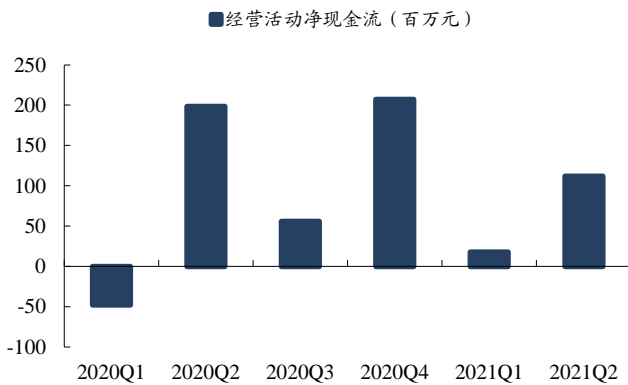
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 2021H1 期间费用率为 10.35%, 同比-1.03pct



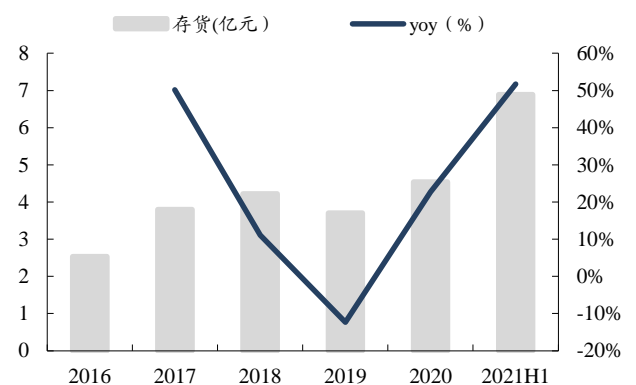
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q2 经营性现金流净额为 1.12 亿元, 环比大幅增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 截至 2021H1, 公司存货为 6.89 亿元, 同比+51.71%



数据来源: 公司公告, 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2928	3291	4123	5156	营业收入	2184	2860	3680	4392
现金	1102	1113	1500	2148	减: 营业成本	1566	2061	2626	3112
应收账款	237	313	403	481	营业税金及附加	16	21	27	33
存货	454	565	719	852	营业费用	75	86	110	132
其他流动资产	1134	1299	1500	1674	管理费用	149	176	226	268
非流动资产	1075	1328	1562	1682	财务费用	-6	-33	-39	-55
长期股权投资	26	26	26	26	资产减值损失	3	3	3	3
固定资产	828	1086	1325	1449	加: 投资净收益	38	10	10	10
在建工程	138	131	129	99	其他收益	-15	12	12	12
无形资产	145	140	135	130	营业利润	411	566	748	920
其他非流动资产	-62	-55	-53	-22	加: 营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	4003	4619	5685	6838	利润总额	416	566	748	920
流动负债	1434	1569	1999	2370	减: 所得税费用	56	85	112	138
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	0	0
应付账款	1110	1130	1439	1705	归属母公司净利润	359	481	636	782
其他流动负债	324	439	560	665	EBIT	456	520	696	852
非流动负债	28	28	28	28	EBITDA	523	608	813	996
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	28	28	28	28					
负债合计	1463	1597	2028	2398	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	7	7	7	7	每股收益 (元)	0.76	1.02	1.35	1.66
归属母公司股东权益	2533	3015	3651	4433	每股净资产 (元)	5.36	6.38	7.73	9.38
负债和股东权益	4003	4619	5685	6838	发行在外股份 (百万股)	472.5	472.5	472.5	472.5
					ROIC (%)	23.7%	22.0%	26.8%	30.2%
					ROE (%)	14.2%	16.0%	17.4%	17.6%
					毛利率 (%)	28.3%	27.9%	28.6%	29.1%
					销售净利率 (%)	16.4%	16.8%	17.3%	17.8%
					资产负债率 (%)	36.5%	34.6%	35.7%	35.1%
					收入增长率 (%)	15.2%	30.9%	28.7%	19.3%
					净利润增长率 (%)	26.6%	34.0%	32.1%	23.0%
					P/E	58.42	43.58	32.99	26.83
					P/B	8.28	6.96	5.75	4.73
					EV/EBITDA	42.95	37.13	28.31	23.48

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

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

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>