

国茂股份 (603915)

2021 年报&2022 年一季报点评: Q1 业绩略有下滑, 看好长期高端化&多元化发展

增持 (维持)

2022 年 04 月 28 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 朱贝贝

执业证书: S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,944	3,546	4,433	5,305
同比	35%	20%	25%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	462	566	731	910
同比	29%	23%	29%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.98	1.20	1.55	1.92
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.53	15.93	12.34	9.92

投资要点

■ 2021 年业绩较快增长, GNORD 高端减速机销量破万台

2021 年公司营收 29.4 亿元, 同比+34.8%; 归母净利润 4.6 亿元, 同比+28.7%; 扣非归母净利润 4.2 亿元, 同比+32.1%; 剔除股权激励费用影响后归母净利润 4.98 亿元, 同比+34.0%。分产品来看, 齿轮、摆线针轮减速机业务收入分别为 21.3 亿元和 5.17 亿元, 分别同比+30%和+20%, GNORD 高端减速机销量破万台 (1.2 万台), 收入达 1.65 亿元, 同比+600%。Q4 单季度营收 6.9 亿元, 同比+11.5%, 环比-11.7%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比-4.2%, 环比-14.3%, 略有下滑主要系: 1) Q4 受双限影响, 订单有所下滑; 2) 受益于熔喷布相关的减速机业务, 2020Q4 基数较高。

2022Q1 公司实现营收 6.1 亿元, 同比-5.1%, 环比-11.1%; 归母净利润 0.65 亿元, 同比-18.55%, 环比-44.8%, 低于市场预期, 我们判断主要系 3 月份常州疫情管控导致公司有一段时间的停工。

■ 毛利率短期承压, 剔除股权激励影响净利率基本稳定

2021 年毛利率 27.1%, 同比-1.2pct; 2021Q4 毛利率为 27%, 同比+0.3pct, 环比-2.1pct。2022Q1 毛利率 25.2%, 同比-1.2pct, 环比-1.8pct。主要系: 1) 2021 年原材料大幅涨价, 目前仍维持高位; 2) 2020 年熔喷布相关的高毛利减速机业务拉高综合毛利率的基数; 3) 2021Q4 以来限电&疫情影响行业景气度, 低端产品竞争加剧。2021 年销售净利率为 15.6%, 同比-0.8pct, 剔除股权激励支付后净利率为 16.9%, 同比+0.44pct。期间费用率 10.4%, 同比+0.5pct。其中销售/管理 (含研发)/财务费用率分别同比-0.3/+0.7/+0.1pct。Q4 销售净利率为 16.74%, 同比-3.2pct, 环比-0.9pct。2022Q1 销售净利率 10.6%, 同比-1.8pct; 期间费用率 12.4%, 同比+2.3pct, 主要系研发费用率增长。

■ 持续加码研发, 在手订单较为饱满

2021 年公司研发投入 1.13 亿元, 同比+44%; 2022Q1 研发投入 0.35 亿元, 同比+52%, 占营收比重为 5.8% (同比+2.2pct)。截至 2022Q1 末存货 7.3 亿元, 同比+24%; 合同负债 0.62 亿元, 同比持平, 在手订单较为充足。2022Q1 经营活动净现金流为-1.4 亿元 (2021Q1 0.2 亿元), 主要系 2021 年同期销售增长较大, 现款方式的回款增加, 采购付款以银行承兑结算为主, 现款流出延后所致。

■ 通用主业稳健增长, 高端化&多元化打开成长空间

①GROND 传动: 捷诺高端减速机与 SEW 等外资龙头同台竞争, 并大举开拓锂电浆料搅拌减速机市场, 重点客户包括宏工科技, 金银河等。2021 年 12 月, 捷诺与宏工科技签订 2,800 万元的战略合作协议, 为 2022 年发展奠定基础。②工程机械业务: 目前产品已覆盖塔机、挖机、登高车等主要工程机械装备。客户方面, 成功开拓徐工机械、东起机械等国内龙头。③工业齿轮箱业务: 通过引入外资团队, 对原有的大功率 PV 系列减速机进行升级, 升级后的 HB 系列工业齿轮箱与进口减速机同尺寸、同扭矩/功率, 实现进口替代; 预计该项产品将于 2022 年 6 月全面推向市场, 助力公司在水泥、煤炭、电力等下游领域的市场拓展。

■ 盈利预测与投资评级: 考虑到疫情影响, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.7 (下调 12%) /7.3 (下调 18%) /9.1 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 16/12/10 倍, 维持“增持”评级。

■ 风险提示: 宏观经济下滑风险、疫情影响风险、原材料价格波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.88
一年最低/最高价	18.97/49.34
市净率(倍)	3.11
流通 A 股市值(百万元)	2,519.94
总市值(百万元)	9,407.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.39
资产负债率(% ,LF)	32.48
总股本(百万股)	473.23
流通 A 股(百万股)	126.76

相关研究

《国茂股份(603915): 2021 年三季报点评: Q3 盈利能力显著回升, 略超市场预期》

2021-10-31

《国茂股份(603915): 业绩符合市场预期, 订单饱满驱动业绩增长》

2021-08-29

《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

1. 2021 年业绩较快增长，GNORD 高端减速机销量破万台

2021 年公司实现营业收入 29.44 亿元，同比+34.8%；归母净利润 4.62 亿元，同比+28.7%；扣非归母净利润 4.24 亿元，同比+32.1%；剔除股权激励费用影响后归母净利润 4.98 亿元，同比+34.0%。分产品来看，齿轮减速机业务收入为 21.31 亿元，同比+30.2%，占总营收比重为 72.4%，齿轮减速机销量达 36.5 万台（同比+22.1%）；摆线针轮减速机业务收入为 5.17 亿元，同比+20.3%，占比为 17.5%，摆线针轮减速机销量达 32.5 万台（同比+7.3%）；GNORD 高端减速机收入为 1.65 亿元，同比+600.0%，占比为 5.6%，GNORD 高端减速机销量达 1.23 万台（同比+405.8%）；配件及其他业务收入为 1.00 亿元，同比+46.2%，占比为 3.4%。2021 年公司营业收入快速增长，主要原因系：1）经济复苏背景下，清洁能源发电、锂电池制造、建筑、化工等减速机下游行业呈现较高的景气度；2）公司产能迅速爬坡，至 2021 年底公司募投项目之一“35 万台减速机项目”已初步达产约 23 万台。

Q4 单季度来看，公司实现营业收入 6.86 亿元，同比+11.5%，环比-11.7%；归母净利润为 1.17 亿元，同比-4.2%，环比-14.3%。扣非归母净利润 1.02 亿元，同比-8.0%，环比-22.8%。我们判断主要系：1）Q4 公司受双限影响，订单有所下滑；2）熔喷布相关减速机业务 2020 年前三季度提取折扣相对较多，2020Q4 有部分冲回，导致 2020Q4 基数较高。

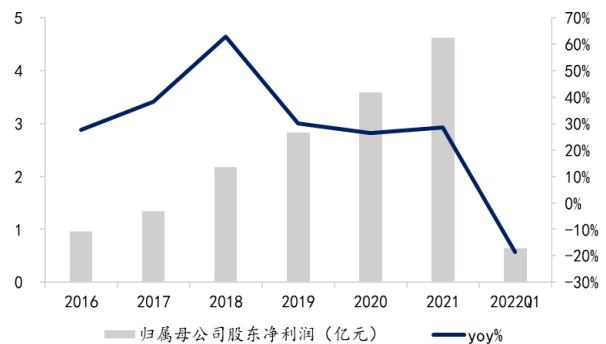
2022Q1 公司实现营业收入 6.10 亿元，同比-5.1%，环比-11.1%；归母净利润 0.65 亿元，同比-18.55%，环比-44.8%；扣非归母净利润 0.59 亿元，同比-23.45%，环比-42.0%，低于市场预期，我们判断主要系 3 月份常州疫情管控导致公司有一段时间的停工。

图1：2021 年营收 29.44 亿元，同比+34.8%；2022Q1 营收 6.10 亿元，同比-5.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2021 年归母净利润 4.62 亿元，同比+28.7%；2022Q1 归母净利润 0.65 亿元，同比-18.6%



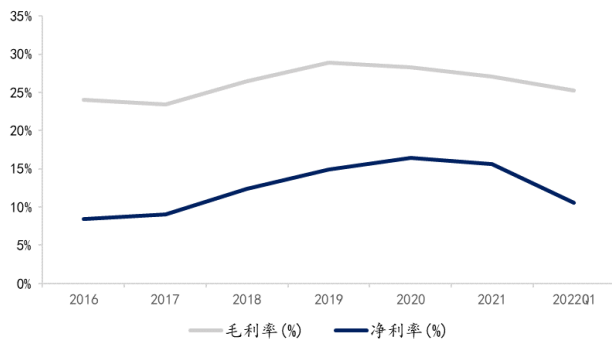
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 毛利率短期承压，剔除股权激励影响净利率基本稳定

2021年公司毛利率为27.1%，同比-1.2pct；分业务来看，齿轮减速机业务毛利率为28.14%，同比-1.29pct；摆线针轮减速机业务毛利率为19.93%，同比-0.90pct；GNORD减速机业务毛利率为21.96%，同比-4.34pct；配件及其它业务毛利率为31.48%，同比-4.34pct。主要原因包括：1）减速机主要原材料包括铸件、锻件、电机、轴承等，这些原材料主要由钢材、生铁等大宗原材料加工而成，因此在原材料大幅涨价的背景下，尽管公司通过多次提价将部分涨价压力传导至下游，整体毛利率仍受到影响。2）2020年疫情背景下熔喷布相关减速机毛利率较高，拉高2020年整体毛利率。

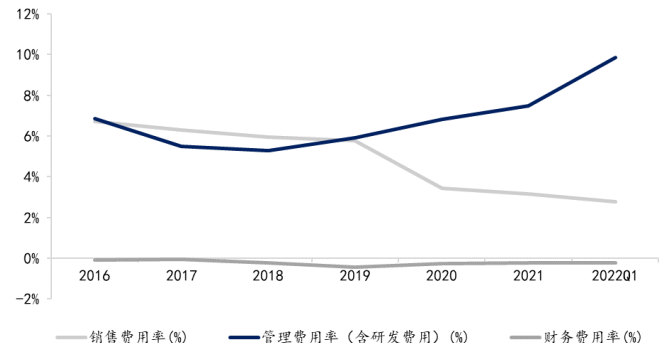
Q4单季度来看，公司毛利率为27.04%，同比+0.27pct，环比-2.12pct。2022Q1公司销售毛利率为25.2%，同比-1.2pct，环比-1.8pct。两个季度毛利率环比均有所下滑，主要系：1）2021年原材料大幅涨价，目前仍维持高位；2）2020年熔喷布相关的高毛利减速机业务拉高综合毛利率的基数；3）2021Q4以来限电&疫情影响行业景气度，低端产品竞争加剧。

图3：2021年公司销售毛利率为27.1%，销售净利率为15.6%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2021年期间费用率为10.4%，股权激励费用影响下管理（含研发）费用率提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2021年公司销售净利率为15.6%，同比-0.8pct，主要系年内支付股权激励费用3539万元，管理费用率大幅提升所致，剔除股权激励支付后净利率为16.93%，同比+0.44pct。期间费用率为10.4%，同比+0.5pct。其中销售费用率为3.2%，同比-0.3pct，管理费用率（含研发）为7.48%，同比+0.7pct，财务费用率为-0.2%，同比+0.1pct。Q4单季度来看，公司销售净利率为16.74%，同比-3.2pct，环比-0.9pct。

2022Q1公司销售净利率为10.6%，同比-1.8pct；期间费用率为12.4%，同比+2.3pct，其中销售费用率为2.8%，同比持平；管理费用率（含研发）为9.85%，同比+2.2pct；财

务费用率为-0.2%，同比+0.1pct。期间费用率提升主要系研发费用率的增长，2022Q1 公司研发费用率为 5.8%，同比+2.2pct。

我们判断，随着原材料价格逐步趋稳，捷诺及工程机械领域订单放量规模效应凸显，公司盈利水平将稳中有升。

3. 持续加码研发，在手订单较为饱满

2021 年公司持续加码研发，合计研发投入 1.13 亿元，同比+43.7%，占营业收入的比重为 3.8%（同比+0.2pct）；2022Q1 公司投入研发费用 0.35 亿元，同比+51.9%，占营业收入的比重为 5.8%（同比+2.2pct）。得益于公司高研发投入，在工程机械、高端减速机、齿轮箱、通用减速机等领域新品开发方面取得突破。

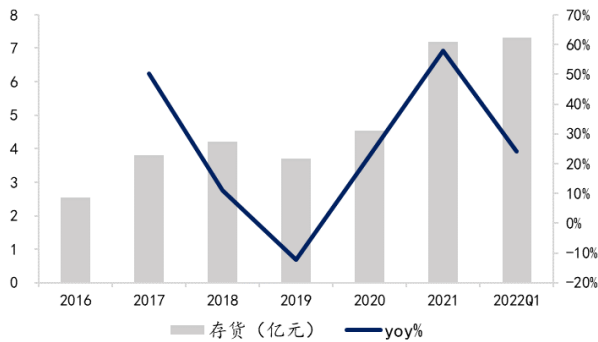
图5：2021 年公司在工程机械、高端减速机、齿轮箱、通用减速机等领域研发方面取得突破

新产品开发领域	研发进度及成果
工程机械	①已开发：运用于高空作业平台、水平定向钻、机库门、启闭机的减速机新品； ②试制中：应用于挖掘机、水泥搅拌车、电动叉车、光伏支架等领域的减速机样品。
高端减速机	①SHB2 超高扭矩系列齿轮箱：扭矩提升20%以上； ②大功率MCHB系列减速机：产品性能优良，可全面替代进口减速机。 ③ABB机器人用减速机新品5500型号：通过挪威满负荷疲劳测试，温升、振动、回转精度、轴承损伤度等方面表现优异，现已实现小批量供货； ④非标 HB 系列产品：成功运用于振华港机美国项目，产品性能获得客户认可。
工业齿轮箱	HB 系列工业齿轮箱：由原有的大功率 PV 系列减速机升级而成，与进口减速机同尺寸、同扭矩/功率，实现进口替代。预计该项产品将于 2022 年6月全面推向市场。
通用减速机	ZY系列部分产品箱体由分体式改造为整体式：降低加工成本，减速机外形更简洁美观。 CAE 仿真软件：于 2021 年3月运行，已成功应用于部分大功率机型。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

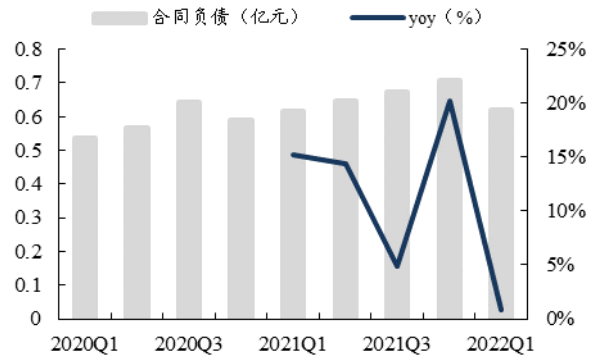
截至 2022Q1 末公司存货为 7.32 亿元，同比+24%；合同负债为 0.62 亿元，同比基本持平，公司在手订单仍较为充足。2022Q1 经营活动净现金流为-1.38 亿元，相较 2021Q1 的 0.18 亿元下降较多，主要系 2021 年同期销售增长较大，现款方式的销售回款增加，采购付款以银行承兑结算为主，现款流出延后所致。

图6: 截至 2022Q1 末, 公司存货为 7.3 亿元, 同比+24%



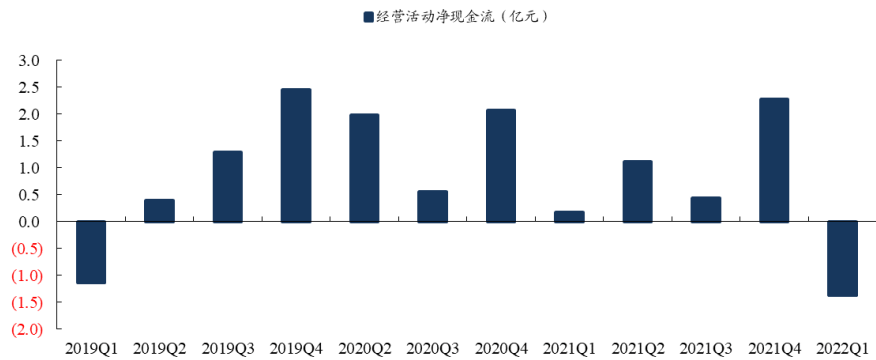
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 截至 2022Q1 末合同负债为 0.62 亿元, 同比持平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

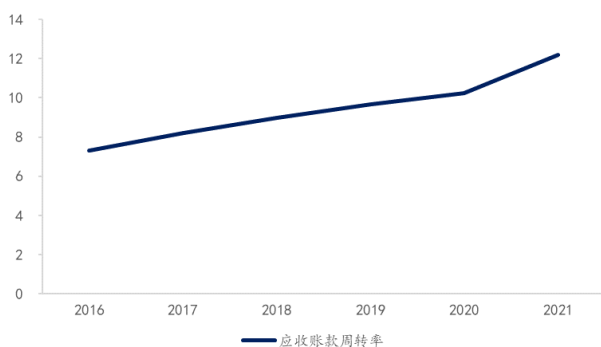
图8: 2022Q1 经营活动净现金流为-1.38 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

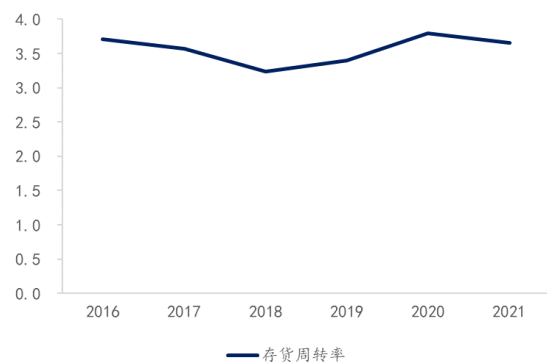
营运能力方面, 2021 年公司应收账款周转天数为 30 天 (同比-6 天), 存货周转天数为 98 天 (同比-4 天), 基本保持稳定。

图9: 公司应收账款周转率提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 公司存货周转率保持稳定



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 通用主业稳健增长，高端化&多元化打开成长空间

通用减速机作为公司具有显著竞争力的传统主业，2021 年保持稳健增长，并在产能和工艺两方面均取得突破。①产能扩张：2021 年内公司持续推进 35 万台减速机项目、160 万件齿轮项目，顺利完成热处理二期工程、箱体二期项目，新扩充的产能均保持了较高的利用率；②工艺优化：在通用减速机的制造过程中，全面推广刀具优化工作，规范刀具加工参数，有效提升加工效率；对滚齿机进行切削微润滑改造，合理控制切削油的使用，改善作业环境；ZY 系列部分产品箱体由分体式改造为整体式，降低了加工工艺成本，减速机外形更为简洁美观。

近年来公司开拓 GROND 高端减速机品牌，并进入工程机械、工业齿轮箱等业务领域，逐步向高端化、多元化发展。

(1) GROND (捷诺) 传动领域：捷诺减速机立足高端制造，与 SEW 等外资龙头同台竞争。通过购置高精设备，捷诺的产能持续提升，预计于 2023Q1 新厂区主体建设完成后，将形成年产约 9 万台高端减速机的生产能力。同时捷诺紧抓新能源锂电池行业蓬勃发展的机遇，大举开拓锂电浆料搅拌减速机市场，重点客户包括无锡罗斯、广州红尚、宏工科技、金银河等。2021 年 12 月，捷诺与宏工科技签订 2,800 万元的战略合作协议，为 2022 年的发展奠定了坚实基础。

(2) 工程机械业务板块：目前公司工程机械专用减速机已可广泛应用于塔机、挖机、登高车、混凝土搅拌车、旋挖钻、施工升降机、电动叉车等主要工程机械装备。客户方面，成功开拓徐工机械、东起机械等国内工程机械龙头，为中联重科、山东临工等目标客户的新产品试制、送样工作也在按计划进行中，为后续市场拓展打下基础。

(3) 工业齿轮箱业务板块：2021 年下半年，公司新成立了工业齿轮箱业务部。通过引入外资企业的技术团队，对原有的大功率 PV 系列减速机进行全面升级。升级后的 HB 系列工业齿轮箱与进口减速机同尺寸、同扭矩/功率，实现进口替代。预计该项产品将于 2022 年 6 月全面推向市场，助力公司在水泥、煤炭、电力、港口、水利等下游领域的市场拓展。

5. 盈利预测与投资评级

考虑到疫情对公司的影响，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.7(下调 12%)/7.3(下调 18%)/9.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 16/12/10 倍，维持“增持”评级。

6. 风险提示

宏观经济下滑风险、疫情影响风险、原材料价格波动风险。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,197	3,871	5,053	6,397	营业总收入	2,944	3,546	4,433	5,305
货币资金及交易性金融资产	1,551	1,917	2,616	3,489	营业成本(含金融类)	2,146	2,558	3,179	3,774
经营性应收款项	913	1,082	1,353	1,620	税金及附加	15	18	22	27
存货	718	855	1,062	1,261	销售费用	93	117	142	170
合同资产	1	1	1	2	管理费用	108	128	160	188
其他流动资产	14	16	20	26	研发费用	113	149	182	212
非流动资产	1,512	1,719	1,785	1,841	财务费用	-6	-7	-9	-10
长期股权投资	181	181	181	181	加:其他收益	7	7	9	11
固定资产及使用权资产	943	1,144	1,199	1,236	投资净收益	53	62	78	93
在建工程	38	26	18	13	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	168	179	190	201	减值损失	-19	-6	-8	-6
商誉	6	6	6	6	资产处置收益	-1	-1	-1	-1
长期待摊费用	23	33	43	53	营业利润	516	646	836	1,041
其他非流动资产	154	151	149	152	营业外净收支	7	5	5	5
资产总计	4,708	5,590	6,839	8,238	利润总额	522	651	841	1,046
流动负债	1,692	2,007	2,523	3,010	减:所得税	62	85	109	136
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	460	566	731	910
经营性应付款项	1,440	1,701	2,115	2,512	减:少数股东损益	-2	0	0	0
合同负债	71	77	95	113	归属母公司净利润	462	566	731	910
其他流动负债	180	227	311	383	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.20	1.55	1.92
非流动负债	57	58	59	60	EBIT	470	576	749	934
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	578	726	911	1,112
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.12	27.86	28.30	28.86
租赁负债	1	2	3	4	归母净利率(%)	15.69	15.98	16.50	17.15
其他非流动负债	56	56	56	56	收入增长率(%)	34.81	20.43	25.02	19.67
负债合计	1,749	2,065	2,582	3,070	归母净利润增长率(%)	28.66	22.60	29.11	24.39
归属母公司股东权益	2,954	3,520	4,252	5,162					
少数股东权益	6	6	6	6					
所有者权益合计	2,959	3,526	4,257	5,168					
负债和股东权益	4,708	5,590	6,839	8,238					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	399	649	819	989	每股净资产(元)	6.24	7.44	8.98	10.91
投资活动现金流	-600	-395	-252	-238	最新发行在外股份(百万股)	473	473	473	473
筹资活动现金流	-111	12	32	22	ROIC(%)	15.05	15.45	16.73	17.23
现金净增加额	-312	267	599	773	ROE-摊薄(%)	15.64	16.09	17.20	17.62
折旧和摊销	108	149	162	178	资产负债率(%)	37.15	36.93	37.75	37.27
资本开支	-336	-346	-216	-216	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.53	15.93	12.34	9.92
营运资本变动	-176	-39	-47	-50	P/B(现价)	3.06	2.56	2.12	1.75

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>

