

短期业绩承压，持续拓展产品线助力成长

——国茂股份(603915.SH) 2022年半年报点评

事件:

公司发布 2022 年半年报。2022H1 公司实现营收 13.47 亿元，同比下降 9.09%；实现归母净利润 1.80 亿元，同比下降 13.31%；扣非归母净利润 1.64 亿元，同比下降 14.27%。

报告要点:

● **制造业投资增速放缓影响业绩，公司营收规模、盈利能力未大幅波动**
 2022 年上半年，受国内固定资产投资、制造业投资增速放缓等不利因素影响，减速机下游客户需求总体放缓。公司积极开拓市场，锂电池、水利等行业高景气带来减速机采购量的同比增加，部分平滑某些行业景气下行带来的采购量减少。2022H1 公司营收同比减少 9.09%，营收规模未出现大幅波动。公司 2022H1 毛利率/净利率分别为 26.04%/13.30%，同比下滑 0.05/0.79pct，盈利能力较为稳定。公司积极优化费用管控，销售费用率/管理费用率分别为 2.97%/3.86%，同比减少 0.18/0.07pct。

● **专注通用减速机，横向延伸至专用减速机、机电一体化领域**

通用减速机下游中，锂电行业保持较高的景气度，公司来自先导智能、乐萌压力等客户的销售额同比大幅增长。捷诺继续保持在锂电浆料搅拌减速机市场的绝对领先优势，进一步拓展锂电辊压设备减速机的客户，并在冶金、水利等领域取得下游突破。工程机械传动业务板块持续拓展新市场，于今年 6 月收到中联重科第一批塔机回转减速机订单。工业齿轮箱业务重点发力水利、物料输送等领域，上半年销售实现同比增长。公司把握机器人行业的发展机遇，子公司国茂精密目前具备谐波减速器 2500 台的月产能，未来公司将依托通用减速机领域的人才、资金、渠道优势积极开拓精密传动业务，打造第二成长曲线。

● **加大研发投入力度，持续推出新品夯实竞争力**

2022H1 公司投入研发费用 0.67 亿元，同比增长 27.71%。公司拥有模块化设计、精益生产技术等核心技术，并持续产品优化和推出新品。通用减速机领域，公司成功开发水下专用减速机，服务于环保行业的水下推流机。捷诺传动板块，公司推出全新锂电专用 370 减速机，该产品采用分箱体设计，有效减少漏油隐患，降低现场保养及维修难度；用于造纸领域的杨克烘缸减速机新品成功交付客户；MGHB 新系列产品持续交付客户。工程机械板块，配套于光伏电站跟踪支架的减速机新品已交付中信博，目前在进行产品性能测试。工业齿轮箱板块，公司新一代 HB 系列齿轮箱于今年 6 月全面推向市场，可全面对标外资品牌，实现进口替代。

● **积极优化营销网络，提升营销服务能力**

在经销商团队建设方面，公司新增四家 A 类经销商，A 类经销商数量变为 82 家。海外市场开拓方面，公司抢占原由欧美品牌主导的俄罗斯市场，成功将国茂及捷诺传动的产品销往俄罗斯客户，产品主要运用于矿山运输设备。未来，公司成熟的销售渠道将进一步赋能捷诺的市场推广，助力捷诺替代外资品牌。

● **投资建议与盈利预测**

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.40/8.47/10.29 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.5/14.0/11.5 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原材料价格上涨风险、产能释放不及预期风险、产品价格波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2184.08	2944.29	3830.28	4930.27	5847.53
收入同比(%)	15.21	34.81	30.09	28.72	18.60
归母净利润(百万元)	359.13	462.04	639.97	847.27	1028.73
归母净利润同比(%)	26.56	28.66	38.51	32.39	21.42
ROE(%)	14.18	15.64	18.63	20.52	20.98
每股收益(元)	0.54	0.70	0.97	1.28	1.55
市盈率(P/E)	33.04	25.68	18.54	14.00	11.53

资料来源：Wind，国元证券研究所

买入|维持

当前价： 17.91 元

基本数据

52 周最高/最低价(元)：48.64/17.78

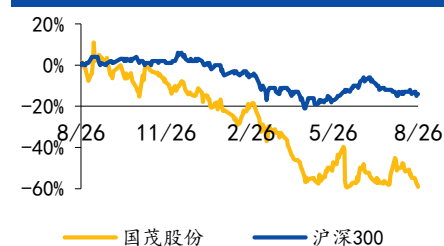
A 股流通股(百万股)：651.22

A 股总股本(百万股)：662.53

流通市值(百万元)：11663.36

总市值(百万元)：11865.83

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-国茂股份(603915)首次覆盖报告：通用减速机龙头，成长空间广阔》

报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2927.89	3196.71	3647.88	5091.98	6027.49
现金	1102.47	800.53	1295.52	2427.89	3281.96
应收账款	228.93	254.67	270.96	270.55	270.44
其他应收款	0.74	1.12	0.00	0.00	0.00
预付账款	12.16	3.75	13.16	11.50	16.68
存货	454.40	718.04	688.65	1076.51	1228.78
其他流动资产	1129.19	1418.59	1379.61	1305.54	1229.65
非流动资产	1075.12	1511.63	1470.62	1543.64	1606.68
长期投资	26.20	180.60	100.00	100.00	100.00
固定资产	689.59	940.14	1034.49	1099.90	1141.80
无形资产	144.70	167.61	177.09	188.13	199.18
其他非流动资产	214.63	223.28	159.04	155.61	165.70
资产总计	4003.01	4708.35	5118.50	6635.62	7634.17
流动负债	1434.48	1692.05	1623.36	2450.78	2678.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	330.23	436.63	450.00	760.27	895.31
其他流动负债	1104.25	1255.42	1173.36	1690.51	1783.64
非流动负债	28.18	57.06	52.61	47.82	42.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	28.18	57.06	52.61	47.82	42.76
负债合计	1462.66	1749.11	1675.97	2498.60	2721.71
少数股东权益	7.16	5.52	6.48	7.74	9.37
股本	472.55	473.23	662.53	662.53	662.53
资本公积	1208.75	1271.73	1082.44	1082.44	1082.44
留存收益	939.17	1283.08	1781.09	2474.32	3248.13
归属母公司股东权益	2533.18	2953.72	3436.05	4129.28	4903.09
负债和股东权益	4003.01	4708.35	5118.50	6635.62	7634.17

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	413.26	399.34	653.61	1304.85	1116.12
净利润	360.05	460.39	640.93	848.53	1030.36
折旧摊销	68.19	106.35	114.73	134.83	153.78
财务费用	-6.08	-6.33	-10.33	-23.74	-30.54
投资损失	-38.40	-52.80	-58.63	-59.67	-64.35
营运资金变动	-2.41	-176.13	-66.37	389.38	31.85
其他经营现金流	31.90	67.86	33.28	15.53	-4.99
投资活动现金流	154.80	-600.12	2.00	-142.18	-137.67
资本支出	269.68	336.97	180.00	180.00	180.00
长期投资	-437.42	263.60	-94.15	0.00	0.00
其他投资现金流	-12.95	0.45	87.85	37.82	42.33
筹资活动现金流	-27.42	-111.06	-160.63	-30.30	-124.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	9.22	0.69	189.29	0.00	0.00
资本公积增加	94.80	62.98	-189.29	0.00	0.00
其他筹资现金流	-131.44	-174.72	-160.63	-30.30	-124.38
现金净增加额	540.75	-311.76	494.98	1132.37	854.07

利润表

单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2184.08	2944.29	3830.28	4930.27	5847.53
营业成本	1566.49	2145.71	2766.71	3536.14	4164.22
营业税金及附加	16.31	15.26	19.15	24.65	29.24
营业费用	74.85	93.30	122.57	155.30	183.03
管理费用	70.39	107.58	134.06	147.91	169.58
研发费用	78.29	112.53	131.55	183.44	223.49
财务费用	-6.08	-6.33	-10.33	-23.74	-30.54
资产减值损失	-3.40	-7.04	-5.00	-6.00	-7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.40	52.80	58.63	59.67	64.35
营业利润	410.84	515.81	719.19	960.24	1166.87
营业外收入	4.81	6.85	9.14	4.00	4.00
营业外支出	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	415.64	522.47	728.33	964.24	1170.87
所得税	55.59	62.08	87.40	115.71	140.50
净利润	360.05	460.39	640.93	848.53	1030.36
少数股东损益	0.92	-1.65	0.96	1.26	1.63
归属母公司净利润	359.13	462.04	639.97	847.27	1028.73
EBITDA	472.95	615.83	823.60	1071.33	1290.11
EPS (元)	0.76	0.98	0.97	1.28	1.55

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.21	34.81	30.09	28.72	18.60
营业利润(%)	29.13	25.55	39.43	33.52	21.52
归属母公司净利润(%)	26.56	28.66	38.51	32.39	21.42
获利能力					
毛利率(%)	28.28	27.12	27.77	28.28	28.79
净利率(%)	16.44	15.69	16.71	17.19	17.59
ROE(%)	14.18	15.64	18.63	20.52	20.98
ROIC(%)	105.91	71.13	79.60	183.37	214.44
偿债能力					
资产负债率(%)	36.54	37.15	32.74	37.65	35.65
净负债比率(%)	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.04	1.89	2.25	2.08	2.25
速动比率	1.71	1.45	1.80	1.62	1.77
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.68	0.78	0.84	0.82
应收账款周转率	7.75	9.15	10.93	13.70	16.24
应付账款周转率	5.03	5.60	6.24	5.84	5.03
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.70	0.97	1.28	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.60	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	3.82	4.46	5.19	6.23	7.40
估值比率					
P/E	33.04	25.68	18.54	14.00	11.53
P/B	4.68	4.02	3.45	2.87	2.42
EV/EBITDA	21.22	16.30	12.19	9.37	7.78

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188