

国茂股份 (603915.SH)

上半年业绩短期承压，多产品线拓展顺利

买入

核心观点

2022年上半年收入同比下降9.09%，归母净利润同比下降13.31%。公司2022年上半年实现营收13.47亿元，同比下降9.09%；归母净利润1.80亿元，同比下降13.31%。单季度看，二季度实现营收7.37亿元，同比下降12.18%；归母净利润1.16亿元，同比下降10.07%。上半年收入利润有所下滑，主要系通用自动化景气承压、下游需求放缓，且受疫情影响拖累。2022年上半年毛利率/净利率分别为26.04%/13.30%，同比变动-0.05/-0.79个pct；二季度毛利率/净利率分别为26.73%/15.56%，同比变动+0.86/+0.18个pct，盈利能力基本稳定。费用端整体略有提升，2022年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为2.97%/3.86%/4.94%/-0.40%，同比变动-0.18/-0.07/+1.42/-0.16个pct。上半年公司经营性现金流净额0.13亿元，同比大幅下降，主要系上年同期销售大幅增长、现款回款增加且采购以银行承兑结算为主，现款流出延后所致。

通用减速机稳健增长，积极布局专用减速机和机电一体化业务。公司深耕减速机行业二十多年，现已成长为通用减速机国内龙头，并积极拓展专用减速机和机电一体化业务。分业务板块来看：1) **通用减速机业务：**上半年下游市场需求放缓，公司通用减速机销量同比略有下滑，其中传统的摆线针轮减速机销量大幅下滑约29.80%。下游锂电行业保持高景气，公司积极把握结构性机会，与先导智能、常州乐萌等锂电大客户销售额大幅增长。2) **捷诺传动业务：**持续巩固在锂电浆料搅拌减速机领域的领先地位，同时积极拓展锂电辊压设备减速机客户，此外在冶金、水利等领域均有突破。3) **工程机械传动业务：**上半年公司持续开发新产品，通过中联重科现场审核，6月收到客户第一批塔机回转减速机订单。配套光伏电站跟踪支架的减速机新品已交付江苏中信博进行产品性能测试。4) **工业齿轮箱业务：**6月推出新一代HB系列齿轮箱，在承载能力、结构工艺、产品寿命等方面全新升级，全面对标外资品牌，实现进口替代。5) **精密传动业务：**公司积极布局机器人行业，子公司国茂精密目前具备谐波减速器产能约2500台/月。我国减速机行业市场空间大，增长稳健，工业自动化加速普及为行业发展带来新的增长动力，公司作为国产减速机龙头，有望受益于行业发展及进口替代。

风险提示：宏观经济下滑风险；行业竞争加剧；原材料价格上涨。

投资建议：

公司是国内通用减速机龙头，通用减速机稳健增长，布局专用减速机和机电一体化业务打开成长空间。我们预计公司2022-2024年归母净利润为5.03/6.30/8.03亿元，对应PE为24/19/15倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,184	2,944	3,267	4,045	4,937
(+/-%)	15.2%	34.8%	11.0%	23.8%	22.1%
净利润(百万元)	359	462	503	630	803
(+/-%)	26.6%	28.7%	8.9%	25.1%	27.6%
每股收益(元)	0.76	0.98	0.76	0.95	1.21
EBIT Margin	17.3%	16.0%	15.0%	15.5%	16.5%
净资产收益率(ROE)	14.2%	15.6%	15.1%	16.6%	18.2%
市盈率(PE)	23.6	18.3	23.6	18.8	14.8
EV/EBITDA	22.3	17.9	23.2	19.3	15.9
市净率(PB)	3.34	2.87	3.56	3.12	2.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双 **联系人：田丰**
 0755-81981362 0755-81982706
 wushuang2@guosen.com.cn tianfeng1@guosen.com.cn
 S0980519120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.91元
总市值/流通市值	11874/11659百万元
52周最高价/最低价	48.64/17.34元
近3个月日均成交额	157.60百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《国茂股份-603915-2020年中报点评：国内减速机龙头，成长空间广阔》——2020-09-01

图1：国茂股份 2022 年上半年营业收入同比下降 9.09%



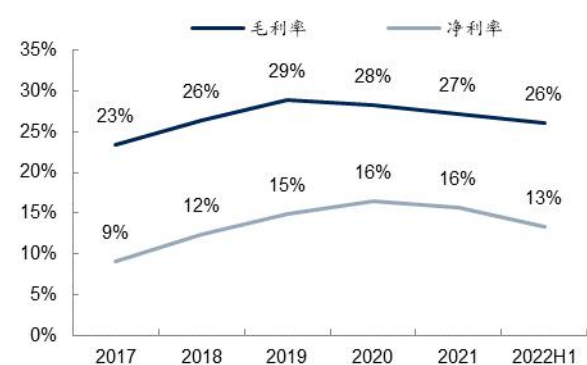
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：国茂股份 2022 年上半年归母净利润同比下降 13.31%



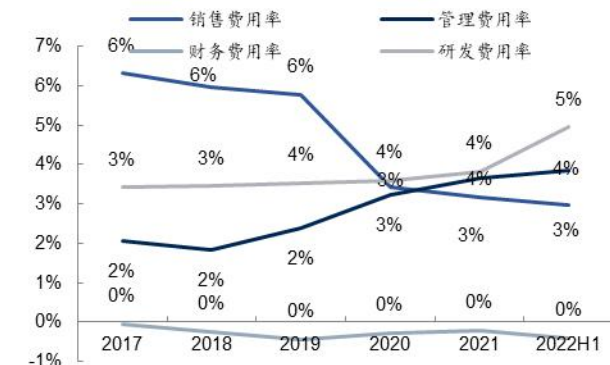
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：国茂股份毛利率短期承压



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：国茂股份期间费用率有所提升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：国茂股份研发费用率有所提升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：国茂股份 ROE 回升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

公司	投资评级	市值（亿元）	股价（元） 20220826	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
双环传动	未评级	255.78	32.89	0.42	0.68	0.98	1.31	78.31	48.37	33.56	25.11
绿的谐波	买入	255.94	151.82	1.57	2.04	2.87	3.86	96.70	74.42	52.90	39.33
恒立液压	买入	665.08	50.95	2.06	2.08	2.31	2.58	24.73	24.50	22.06	19.75
							平均值	66.58	49.09	36.17	28.06
国茂股份	买入	118.66	17.91	0.98	0.76	0.95	1.21	18.34	23.58	18.85	14.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系 WIND 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1102	801	1185	1633	2176	营业收入	2184	2944	3267	4045	4937
应收款项	237	321	352	438	535	营业成本	1566	2146	2393	2963	3618
存货净额	454	718	716	915	1146	营业税金及附加	16	15	23	27	31
其他流动资产	534	607	731	909	1078	销售费用	75	93	105	125	148
流动资产合计	2928	3197	3733	4646	5685	管理费用	70	108	118	140	155
固定资产	828	978	1070	1102	1075	研发费用	78	113	137	162	173
无形资产及其他	145	168	161	154	148	财务费用	(6)	(6)	(11)	(11)	(15)
投资性房地产	76	186	186	186	186	投资收益	38	53	62	65	70
长期股权投资	26	181	241	313	408	资产减值及公允价值变动	(3)	(7)	(5)	(5)	(5)
资产总计	4003	4708	5391	6400	7502	其他收入	(8)	(6)	3	5	7
短期借款及交易性金融负债	0	1	0	1	1	营业利润	411	516	562	704	899
应付款项	1110	1335	1565	1966	2359	营业外净收支	5	7	8	11	15
其他流动负债	324	355	419	542	632	利润总额	416	522	570	715	914
流动负债合计	1434	1692	1985	2508	2991	所得税费用	56	62	69	88	114
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(2)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	28	57	72	88	108	归属于母公司净利润	359	462	503	630	803
长期负债合计	28	57	72	88	108	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1463	1749	2057	2597	3100	净利润	359	462	503	630	803
少数股东权益	7	6	4	3	0	资产减值准备	(3)	4	1	0	(0)
股东权益	2533	2954	3330	3801	4402	折旧摊销	66	102	108	120	128
负债和股东权益总计	4003	4708	5391	6400	7502	公允价值变动损失	3	7	5	5	5
						财务费用	(6)	(6)	(11)	(11)	(15)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	100	(241)	157	75	7
每股收益	0.76	0.98	0.76	0.95	1.21	其它	4	(5)	(2)	(2)	(2)
每股红利	0.20	0.25	0.19	0.24	0.31	经营活动现金流	530	329	772	828	941
每股净资产	5.36	6.24	5.03	5.74	6.64	资本开支	0	(240)	(200)	(150)	(100)
ROIC	20%	22%	22%	28%	39%	其它投资现金流	200	(150)	0	0	0
ROE	14%	16%	15%	17%	18%	投资活动现金流	199	(544)	(260)	(222)	(195)
毛利率	28%	27%	27%	27%	27%	权益性融资	0	7	0	0	0
EBIT Margin	17%	16%	15%	16%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	18%	18%	19%	支付股利、利息	(93)	(116)	(127)	(159)	(202)
收入增长	15%	35%	11%	24%	22%	其它融资现金流	(200)	140	(1)	0	0
净利润增长率	27%	29%	9%	25%	28%	融资活动现金流	(386)	(86)	(128)	(158)	(202)
资产负债率	37%	37%	38%	41%	41%	现金净变动	343	(302)	384	448	544
股息率	1.1%	1.4%	1.5%	1.9%	2.4%	货币资金的期初余额	759	1102	801	1185	1633
P/E	23.6	18.3	23.6	18.8	14.8	货币资金的期末余额	1102	801	1185	1633	2176
P/B	3.3	2.9	3.6	3.1	2.7	企业自由现金流	0	35	497	596	746
EV/EBITDA	22.3	17.9	23.2	19.3	15.9	权益自由现金流	0	175	506	606	760

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032