

# 国茂股份 (603915)

## Q2 阶段承压，下半年改善值得期待

### 报告摘要

◆ 事件：公司发布 2023 年半年报，23H1 实现营收 13.39 亿元，同比下滑 0.59%，归母净利润 1.71 亿元，同比下滑 4.99%；Q2 单季度实现营收 7.13 亿元，同比下滑 3.25%，归母净利润 0.91 亿元，同比下滑 21.35%。

◆ 减速机下游需求疲软，公司模块化产品与海外市场表现较强韧性

2023 年上半年，国际政治经济形式错综复杂，国内经济修复节奏略低于预期，减速机下游客户需求总体较弱，公司收入基本与去年持平，整体韧性较强。一方面，公司继续加大新业务、新市场的开发力度。在港口、物流、医药、电力等外资品牌较为强势的领域逐步实现国产替代，抢占外资品牌的市场份额；巩固东南亚等海外市场的同时，俄罗斯市场不断收获新增及复购订单。另一方面，公司产品结构持续优化。核心产品模块化减速机、工业齿轮箱发货额同比均有所增加；附加值相对较低的摆线针轮减速机因其面对的中小客户需求进一步下降，报告期内发货额同比下滑幅度较大。

◆ Q2 盈利能力阶段承压，预计下半年毛利率迎来改善

宏观经济低迷背景下，减速器下游需求承压，市场价格竞争较为激烈，Q2 单季度毛利率 25.87%，同比-0.86pct；23H1 公司毛利率 26.48%，同比+0.44pct，盈利能力保持稳定，主要系公司产品结构改善、原材料成本下降。23H1 期间费用率 11.01%，同比-0.36pct，基本保持稳定；净利率 12.74%，同比-0.56pct，主要原因为公司将呆滞存货计提减值损失，上半年资产+信用减值损失合计约 3367 万元。展望下半年，伴随原材料价格降低，宏观经济逐渐恢复，公司毛利率有望得到改善。

◆ 通用领域竞争优势持续强化，专用领域放量将持续贡献业绩增量

公司持续推进多样化产品布局，在通用减速机保持竞争优势的同时积极开拓专用减速机领域：1) 通用减速机业务持续降本增效，返工率、售后千台维修率等指标进一步下降，新品开发稳步推进；2) 捷诺传动顺利搬至新工厂，车间配备世界一流加工及检测设备，齿轮加工精度可达 DIN5 级及以上水准，下游机器人、锂电、港机、光伏等领域进展顺利；3) 工程机械传动业务具备较强发展人形，传统塔机领域市场份额提升，海工领域新品明显放量、已获千万级增量订单；4) 工业齿轮交期改善，部分中小机型标准交期缩短至 20 天左右，产品质量受到中联重科、罗斯等知名客户认可；5) 精密传动业务顺利完成新车间规整工作，新购置一批进口滚齿机、高精度慢走丝设备以及表面处理设备，未来放量可期。

◆ 投资建议

预计公司 2023-25 年实现营收 31.86 亿元/37.92 亿元/45.31 亿元，归母净利润 4.73 亿元/6.11 亿元/7.33 亿元，当前股价对应市盈率为 24.6X/19.1X/15.9X，维持“买入”评级。

投资评级

买入

维持评级

2023 年 09 月 01 日

收盘价(元):

17.57

### 公司基本数据

总股本(百万股)	662.24
总市值(百万)	11,635.60
流通股本(百万股)	653.98
流通市值(百万)	11,490.36
12 月最高/最低价(元)	24.62/14.41
资产负债率(%)	28.97
每股净资产(元)	5.01
市盈率(TTM)	28.74
市净率(PB)	3.51
净资产收益率(%)	5.16

### 股价走势图



### 作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书: S0640521040001	
闫智	研究助理
SAC 执业证书: S0640122070030	
邮箱: yanz031@avic.com	
卢正羽	分析师
SAC 执业证书: S0640521060001	

### 相关研究报告

精密减速器放量在即，多元化拓展巩固龙头地位 —2023-06-29

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

◆ 风险提示

宏观经济波动风险、新品放量不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2944.29	2696.79	3185.65	3791.86	4530.74
增长率 (%)	34.81	-8.41	18.13	19.03	19.49
归母净利润 (百万元)	462.04	413.90	473.24	610.60	733.46
增长率 (%)	28.66	-10.42	14.34	29.03	20.12
毛利率 (%)	27.12	26.74	27.01	27.64	28.02
每股收益 (元)	0.70	0.62	0.71	0.92	1.11
市盈率 PE	25.18	28.11	24.59	19.06	15.86
市净率 PB	3.94	3.56	3.24	2.90	2.58
净资产收益率 ROE (%)	15.64	12.66	13.18	15.24	16.27

资料来源：iFind, 中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

单击此处输入文字。

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	801	944	1154	1583	1941	营业收入	2944	2697	3186	3792	4531
应收票据及账款	911	857	960	1091	1303	营业成本	2146	1976	2325	2744	3261
预付账款	4	5	4	5	6	税金及附加	15	25	23	28	33
其他应收款	1	2	2	2	2	销售费用	93	75	95	109	132
存货	718	585	669	752	876	管理费用	108	98	107	121	150
其他流动资产	763	623	621	624	628	研发费用	113	120	127	144	172
<b>流动资产总计</b>	<b>3197</b>	<b>3016</b>	<b>3410</b>	<b>4056</b>	<b>4757</b>	财务费用	-6	-14	-4	-5	-6
长期股权投资	181	201	215	229	244	资产减值损失	-7	-26	-16	-11	-9
固定资产	943	936	866	839	870	信用减值损失	-12	2	-19	-8	-9
在建工程	38	146	255	298	340	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	168	205	171	137	103	投资收益	53	46	46	46	46
长期待摊费用	23	28	14	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	160	111	109	108	106	资产处置收益	-1	0	-1	-1	-1
<b>非流动资产合计</b>	<b>1512</b>	<b>1628</b>	<b>1631</b>	<b>1610</b>	<b>1663</b>	其他收益	7	12	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>4708</b>	<b>4643</b>	<b>5041</b>	<b>5666</b>	<b>6419</b>	营业利润	516	452	529	684	823
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收入	7	4	5	5	5
应付票据及账款	1335	979	1019	1165	1340	营业外支出	0	0	0	0	0
其他流动负债	357	314	350	415	495	其他非经营损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1692</b>	<b>1293</b>	<b>1369</b>	<b>1580</b>	<b>1835</b>	利润总额	522	455	534	689	828
长期借款	1	1	0	0	0	所得税	62	43	62	80	96
其他非流动负债	56	72	72	72	72	净利润	460	412	472	609	732
<b>非流动负债合计</b>	<b>57</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	少数股东损益	-2	-2	-1	-1	-1
<b>负债合计</b>	<b>1749</b>	<b>1365</b>	<b>1441</b>	<b>1652</b>	<b>1907</b>	归属母公司净利润	462	414	473	611	733
股本	473	662	662	662	662	EBITDA	622	574	741	920	1083
资本公积	1272	1105	1105	1105	1105	NOPLAT	450	396	465	602	723
留存收益	1209	1502	1825	2241	2740	EPS(元)	0.70	0.62	0.71	0.92	1.11
归属母公司权益	2954	3269	3592	4008	4508						
少数股东权益	6	8	8	6	5						
<b>股东权益合计</b>	<b>2959</b>	<b>3278</b>	<b>3599</b>	<b>4014</b>	<b>4512</b>						
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4708</b>	<b>4643</b>	<b>5041</b>	<b>5666</b>	<b>6419</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	460	412	422	559	681	<b>成长能力</b>					
折旧与摊销	106	134	211	235	262	营收增长率	34.8%	-8.4%	18.1%	19.0%	19.5%
财务费用	-6	-14	-4	-5	-6	营业利润增长率	25.6%	-12.4%	17.2%	29.3%	20.3%
投资损失	-53	-46	-46	-46	-46	EBIT增长率	26.0%	-14.6%	20.4%	29.0%	20.1%
营运资金变动	-176	-193	-108	-7	-87	EBITDA增长率	30.3%	-7.8%	29.1%	24.1%	17.8%
其他经营现金流	66	57	58	58	58	归母净利润增长率	28.7%	-10.4%	14.3%	29.0%	20.1%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>398</b>	<b>350</b>	<b>533</b>	<b>795</b>	<b>863</b>	经营现金流增长率	-3.7%	-12.1%	52.3%	49.2%	8.5%
资本支出	310	212	200	200	300	<b>盈利能力</b>					
长期投资	-264	171	0	0	0	毛利率	27.1%	26.7%	27.0%	27.6%	28.0%
其他投资现金流	-27	-18	24	24	24	净利率	15.6%	15.3%	14.8%	16.1%	16.2%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-600</b>	<b>-59</b>	<b>-176</b>	<b>-176</b>	<b>-276</b>	营业利润率	17.5%	16.7%	16.6%	18.0%	18.2%
短期借款	0	0	0	0	0	ROE	15.6%	12.7%	13.2%	15.2%	16.3%
长期借款	1	-1	-0	-0	-0	ROA	9.8%	8.9%	9.4%	10.8%	11.4%
普通股增加	1	189	0	0	0	ROIC	42.6%	23.4%	23.4%	28.0%	32.9%
资本公积增加	63	-167	0	0	0	<b>估值倍数</b>					
其他筹资现金流	-176	-166	-147	-190	-228	P/E	25.2	28.1	24.6	19.1	15.9
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-111</b>	<b>-145</b>	<b>-147</b>	<b>-190</b>	<b>-228</b>	P/S	4.0	4.3	3.7	3.1	2.6
<b>现金流量净额</b>	<b>-313</b>	<b>145</b>	<b>210</b>	<b>429</b>	<b>359</b>	P/B	3.9	3.6	3.2	2.9	2.6
						股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						EV/EBIT	33.2	28.4	19.2	14.3	11.6
						EV/EBITDA	27.5	21.8	13.8	10.7	8.8
						EV/NOPLAT	38.1	31.6	21.9	16.3	13.2

资料来源: iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637