

国茂股份 (603915.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

收购摩多利智能传动 65%股权，快速切入高端

精密行星领域

业绩简评

11月8日晚，公司公告，拟现金2.05亿收购摩多利智能传动（江苏）65%股份，标的公司总估值3.15亿元，交易对价约2.05亿元，转让方为关向上、李泽民、戈贻怀三人，并承诺标的公司23-25年累计实现扣非归母净利润分别不低于0.21、0.44、0.72亿元。

经营分析

通过收购快速切入精密行星减速器市场，进一步丰富通用减速器产品线。摩多利智能传动主营高端精密行星减速机，产品广泛应用于激光切割机、数控机床、机器人、锂电池设备、光伏设备、印刷设备等中高端装备领域。其具备成熟、先进的高精度行星减速器技术，产品具备较强的市场竞争力；并于2016年成立法国合资公司，开启国际化发展。根据QY Research统计的销售数据，2022年全球行星减速器销售金额为12.03亿美元，其中中国境内销售金额为5亿美元；日本新宝、科峰智能及纽氏达特是中国精密行星减速器市场的主要供应商，2022年中国市场占有率分别为20.4%、11.7%、9.45%。我们认为此次收购，公司将快速进入高端精密行星减速机领域，丰富公司通用减速器系列，并与公司现有业务尤其是谐波减速器业务在产业上具有一定的协同效应，有利于加强与下游客户的产业互动，同时增厚公司业绩。

制造业需求边际复苏，公司主业有望进入新一轮上升通道。通用减速器市场需求目前处于筑底阶段。2023年8月，我国工业企业产成品累计同比数据出现拐点、累计同比约2.4%（7月增速1.6%），9月增速上升到3.1%，短期确认拐点，或进入主动补库存阶段。随着经济逐渐复苏，通用减速器行业需求有望进入新一轮景气周期，公司在通用减速器领域具有较强的产品竞争力，并通过捷诺品牌切入高端市场，有望实现新一轮的快速增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年归母净利润3.85/5.07/6.46亿元，公司股票现价对应PE估值为31/23/18倍，维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧的风险、下游需求不及预期、产品价格波动的风险。

机械组

分析师：秦亚男（执业S1130522030005）

qinyanan@gjzq.com.cn

分析师：满在朋（执业S1130522030002）

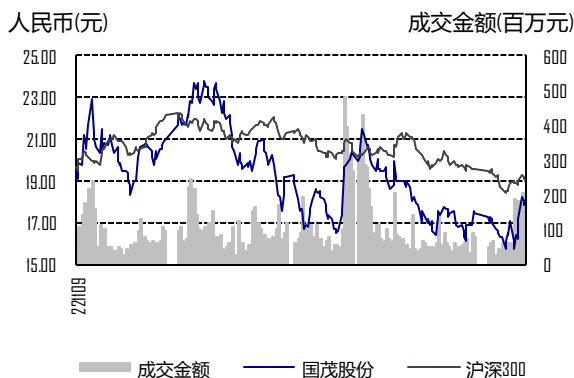
manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：17.80元

相关报告：

1.《国茂股份23年中报点评：业绩总体承压，静待市场回暖》，2023.8.30

2.《国茂股份点评：业绩企稳复苏，盈利能力逐渐修复》，2023.4.30



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,944	2,697	2,710	3,396	4,139
营业收入增长率	34.81%	-8.41%	0.50%	25.31%	21.89%
归母净利润(百万元)	462	414	385	507	646
归母净利润增长率	28.66%	-10.42%	-7.03%	31.75%	27.35%
摊薄每股收益(元)	0.976	0.625	0.581	0.766	0.975
每股经营性现金流净额	0.84	0.53	1.01	0.91	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.64%	12.66%	11.14%	13.47%	15.33%
P/E	39.84	33.34	30.63	23.25	18.26
P/B	6.23	4.22	3.41	3.13	2.80

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,184	2,944	2,697	2,710	3,396	4,139
增长率	34.8%	-8.4%	0.5%	25.3%	21.9%	
主营业务成本	-1,566	-2,146	-1,976	-2,003	-2,496	-3,037
%销售收入	71.7%	72.9%	73.3%	73.9%	73.5%	73.4%
毛利	618	799	721	707	900	1,103
%销售收入	28.3%	27.1%	26.7%	26.1%	26.5%	26.6%
营业税金及附加	-16	-15	-25	-24	-31	-37
%销售收入	0.7%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-75	-93	-75	-84	-102	-124
%销售收入	3.4%	3.2%	2.8%	3.1%	3.0%	3.0%
管理费用	-70	-108	-98	-100	-122	-149
%销售收入	3.2%	3.7%	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%
研发费用	-78	-113	-120	-127	-153	-186
%销售收入	3.6%	3.8%	4.4%	4.7%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	378	470	403	371	493	606
%销售收入	17.3%	16.0%	15.0%	13.7%	14.5%	14.6%
财务费用	6	6	14	22	29	38
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.8%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-13	-19	-24	-22	-25	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	38	53	46	46	55	82
%税前利润	9.2%	10.1%	10.1%	10.8%	9.8%	11.4%
营业利润	411	516	452	424	559	713
营业利润率	18.8%	17.5%	16.7%	15.6%	16.5%	17.2%
营业外收支	5	7	3	4	4	4
税前利润	416	522	455	428	563	717
利润率	19.0%	17.7%	16.9%	15.8%	16.6%	17.3%
所得税	-56	-62	-43	-43	-56	-72
所得税率	13.4%	11.9%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	360	460	412	385	507	646
少数股东损益	1	-2	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	359	462	414	385	507	646
净利率	16.4%	15.7%	15.3%	14.2%	14.9%	15.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	360	460	412	385	507	646
少数股东损益	1	-2	-2	0	0	0
非现金支出	82	127	159	139	154	159
非经营收益	-41	-69	-51	-46	-59	-86
营运资金变动	13	-119	-168	193	4	7
经营活动现金净流	413	399	352	671	605	725
资本开支	-268	-336	-228	-159	-151	-101
投资	423	-264	171	0	0	0
其他	0	-1	-2	46	55	82
投资活动现金净流	155	-600	-59	-113	-96	-19
股权募资	87	7	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-115	-118	-145	-199	-199	-199
筹资活动现金净流	-27	-111	-145	-199	-199	-199
现金净流量	541	-312	147	360	311	507

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,102	801	944	1,304	1,614	2,121
应收款项	746	911	858	738	922	1,124
存货	454	718	585	645	788	948
其他流动资产	625	767	628	627	628	629
流动资产	2,928	3,197	3,016	3,314	3,952	4,823
%总资产	73.1%	67.9%	64.9%	66.5%	70.0%	74.4%
长期投资	26	204	224	224	224	224
固定资产	828	978	1,080	1,122	1,123	1,065
%总资产	20.7%	20.8%	23.3%	22.5%	19.9%	16.4%
无形资产	160	196	238	264	289	313
非流动资产	1,075	1,512	1,628	1,669	1,695	1,662
%总资产	26.9%	32.1%	35.1%	33.5%	30.0%	25.6%
资产总计	4,003	4,708	4,643	4,983	5,647	6,485
短期借款	0	1	2	2	2	2
应付款项	1,198	1,413	1,037	1,215	1,513	1,841
其他流动负债	236	277	254	230	287	348
流动负债	1,434	1,692	1,293	1,447	1,802	2,192
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	57	72	72	73	74
负债	1,463	1,749	1,365	1,519	1,875	2,265
普通股股东权益	2,533	2,954	3,269	3,456	3,764	4,211
其中：股本	473	473	662	662	662	662
未分配利润	836	1,134	1,365	1,551	1,859	2,306
少数股东权益	7	6	8	8	8	8
负债股东权益合计	4,003	4,708	4,643	4,983	5,647	6,485

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.760	0.976	0.625	0.581	0.766	0.975
每股净资产	5.361	6.242	4.937	5.218	5.684	6.358
每股经营现金净流	0.875	0.844	0.531	1.013	0.914	1.095
每股股利	0.250	0.300	0.200	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	14.18%	15.64%	12.66%	11.14%	13.47%	15.33%
总资产收益率	8.97%	9.81%	8.91%	7.72%	8.98%	9.96%
投入资本收益率	12.88%	13.98%	11.12%	9.64%	11.75%	12.91%
增长率						
主营业务收入增长率	15.21%	34.81%	-8.41%	0.50%	25.31%	21.89%
EBIT 增长率	21.82%	24.40%	-14.19%	-7.90%	32.69%	22.94%
净利润增长率	26.56%	28.66%	-10.42%	-7.03%	31.75%	27.35%
总资产增长率	19.75%	17.62%	-1.38%	7.32%	13.32%	14.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.7	30.0	34.7	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	96.1	99.7	120.4	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	72.6	65.2	73.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	115.2	116.5	126.4	124.7	97.4	73.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.02%	-52.35%	-47.20%	-55.04%	-58.77%	-64.57%
EBIT 利息保障倍数	-62.2	-74.3	-27.8	-16.7	-16.9	-16.1
资产负债率	36.54%	37.15%	29.41%	30.49%	33.20%	34.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-10	买入	22.96	36.00~37.00
2	2022-08-27	买入	17.91	N/A
3	2022-10-28	买入	20.44	N/A
4	2023-04-30	买入	19.43	N/A
5	2023-08-30	买入	17.26	N/A

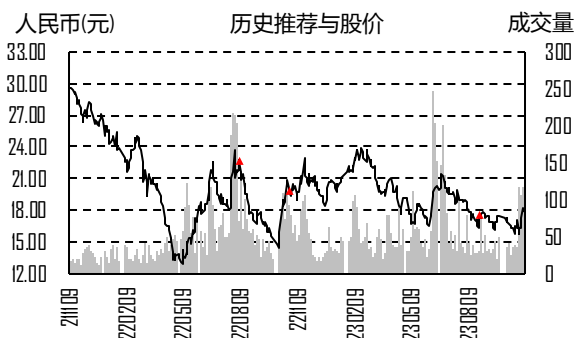
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806