

国茂股份 (603915.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩短期承压，静待下游回暖

业绩简评

公司披露 23 年年报及 24 年一季报：(1) 23 年公司实现营收 26.6 亿元，同比减少 1.35%；归母净利润 3.96 亿元，同比降低 4.4%；(2) 1Q24，公司收入 5.85 亿元，同比下降 6.48%，归母净利润 6465 万元，同比下降 19.59%。

经营分析

1、宏观经济下行使得公司收入承压。23 年我国减速机行业仍处于下行调整期，市场需求继续下行。根据中国通用机械工业协会对 215 家重点企业的统计，16 家减速机制造企业销量同比下降 0.81%。中小规模减速机厂的销量下降更为明显。公司审时度势，砥砺前行，在保持传统业务板块核心竞争力的同时，积极拓展新市场新产品，不断提升市场份额。全年减速机销售约 65.45 万台，同比增长约 7.64%。但由于市场需求不足叠加原材料价格下降，导致市场竞争愈发激烈，产品价格承压，为公司业务收入带来较大阻力。23 年分业务看，齿轮减速机/摆线针轮减速机/GNORD 减速机收入分别为 20.5/3.84/1.2 亿元，同比分别为+2.2%/-10.9%/-15.3%。主因公司重点开发了海洋工程、光伏、风电、电梯、注塑设备等新业务领域；并且收购摩多利传动 65% 股权，快速进入精密行星减速机领域，加大在下游激光切割机、数控机床、机器人/机械手等工业自动化领域的布局，提升公司在传动领域综合竞争力。

2、盈利能力小幅下降。(1) 23 年毛利率为 26.01%，同比-0.73pct，分产品看，齿轮、摆线针轮和 GNORD 减速机毛利率分别同比-1.57/+2.64/-1.93pct，主因公司严控成本、提质增效。三项费用率 10.48%，同比-0.4pct，总体保持稳定；净利率 14.78%，同比-0.49pct。(2) 1Q24，公司毛利率 23%、同比-2.21pct；三项费用率 11.02%、同比-1.46pct；净利率为 11.02%、同比-1.73pct。

3、通用减速器市场需求目前处于筑底阶段、静待回暖。3 月全球制造业 PMI 回升至 50.3，重回扩张区间，叠加中美库存周期低位，企业补库周期有望开启，从而带动通用机械需求迎一轮上升期，因而通用减速器行业需求有望进入新一轮景气周期，公司加快高端品牌发展战略，有望实现新一轮增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-26 年归母净利润 4.69/5.4/6.25 亿元，公司股票现价对应 PE 估值为 19/16/14 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)：13.34 元

相关报告：

- 《国茂股份公司点评：收购摩多利智能传动 65% 股权，快速切入高端...》，2023.11.9
- 《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
- 《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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,697	2,660	3,039	3,451	3,809
营业收入增长率	-8.41%	-1.35%	14.24%	13.55%	10.38%
归母净利润(百万元)	414	396	469	540	625
归母净利润增长率	-10.42%	-4.44%	18.48%	15.33%	15.70%
摊薄每股收益(元)	0.625	0.597	0.708	0.816	0.945
每股经营性现金流净额	0.53	0.81	1.02	0.96	1.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.66%	11.01%	12.14%	12.86%	13.51%
P/E	33.34	27.58	18.84	16.34	14.12
P/B	4.22	3.04	2.29	2.10	1.91

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	2,944	2,697	2,660	3,039	3,451	3,809	货币资金	801	944	696	1,122	1,519	2,002	
增长率	-8.4%	-1.3%	14.2%	13.6%	10.4%		应收款项	911	858	919	996	1,128	1,245	
主营业务成本	-2,146	-1,976	-1,968	-2,257	-2,565	-2,835	存货	718	585	545	606	675	738	
%销售收入	72.9%	73.3%	74.0%	74.2%	74.3%	74.4%	其他流动资产	767	628	1,214	1,211	1,211	1,212	
毛利	799	721	692	783	886	975	流动资产	3,197	3,016	3,374	3,934	4,533	5,197	
%销售收入	27.1%	26.7%	26.0%	25.8%	25.7%	25.6%	%总资产	67.9%	64.9%	67.3%	71.0%	74.3%	77.3%	
营业税金及附加	-15	-25	-23	-27	-30	-34	长期投资	204	224	259	259	259	259	
%销售收入	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	978	1,080	1,096	985	922	852	
销售费用	-93	-75	-73	-79	-90	-99	%总资产	20.8%	23.3%	21.9%	17.8%	15.1%	12.7%	
%销售收入	3.2%	2.8%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	无形资产	196	238	224	250	276	301	
管理费用	-108	-98	-78	-85	-97	-107	非流动资产	1,512	1,628	1,640	1,610	1,572	1,527	
%销售收入	3.7%	3.6%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	%总资产	32.1%	35.1%	32.7%	29.0%	25.7%	22.7%	
研发费用	-113	-120	-127	-137	-155	-171	资产总计	4,708	4,643	5,014	5,545	6,105	6,724	
%销售收入	3.8%	4.4%	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	短期借款	1	2	2	2	2	2	
息税前利润 (EBIT)	470	403	390	455	514	564	应付款项	1,413	1,037	1,095	1,341	1,525	1,685	
%销售收入	16.0%	15.0%	14.7%	15.0%	14.9%	14.8%	其他流动负债	277	254	250	266	301	333	
财务费用	6	14	9	18	26	35	流动负债	1,692	1,293	1,347	1,609	1,828	2,020	
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.3%	-0.6%	-0.8%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-19	-24	-22	-24	-21	-12	其他长期负债	57	72	69	68	68	68	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,749	1,365	1,416	1,677	1,896	2,088	
投资收益	53	46	43	46	55	82	普通股股东权益	2,954	3,269	3,591	3,861	4,203	4,630	
%税前利润	10.1%	10.1%	9.6%	8.8%	9.2%	11.8%	其中：股本	473	662	662	662	662	662	
营业利润	516	452	441	517	596	691	未分配利润	1,134	1,365	1,589	1,859	2,201	2,627	
营业利润率	17.5%	16.7%	16.6%	17.0%	17.3%	18.1%	少数股东权益	6	8	6	6	6	6	
营业外收支	7	3	4	4	4	4	负债股东权益合计	4,708	4,643	5,014	5,545	6,105	6,724	
税前利润	522	455	444	521	600	695	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	17.7%	16.9%	16.7%	17.1%	17.4%	18.2%	每股指标							
所得税	-62	-43	-51	-52	-60	-69	每股收益	0.976	0.625	0.597	0.708	0.816	0.945	
所得税率	11.9%	9.5%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%	每股净资产	6.242	4.937	5.425	5.833	6.349	6.994	
净利润	460	412	393	469	540	625	每股经营现金净流	0.844	0.531	0.805	1.019	0.956	1.044	
少数股东损益	-2	-2	-2	0	0	0	每股股利	0.300	0.200	0.200	0.300	0.300	0.300	
归属于母公司的净利润	462	414	396	469	540	625	回报率							
净利率	15.7%	15.3%	14.9%	15.4%	15.7%	16.4%	净资产收益率	15.64%	12.66%	11.01%	12.14%	12.86%	13.51%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.81%	8.91%	7.89%	8.45%	8.85%	9.30%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	13.98%	11.12%	9.59%	10.58%	10.98%	10.94%	
净利润	460	412	393	469	540	625	增长率							
少数股东损益	-2	-2	-2	0	0	0	主营业务收入增长率	34.81%	-8.41%	-1.35%	14.24%	13.55%	10.38%	
非现金支出	127	159	175	153	154	152	EBIT增长率	24.40%	-14.19%	-3.27%	16.69%	12.93%	9.71%	
非经营收益	-69	-51	-34	-51	-59	-86	净利润增长率	28.66%	-10.42%	-4.44%	18.48%	15.33%	15.70%	
营运资金变动	-119	-168	-1	104	-3	-1	总资产增长率	17.62%	-1.38%	7.98%	10.59%	10.10%	10.13%	
经营活动现金净流	399	352	533	674	633	691	资产管理能力							
资本开支	-336	-228	-84	-94	-91	-91	应收账款周转天数	30.0	34.7	35.4	35.0	35.0	35.0	
投资	-264	171	-554	0	0	0	存货周转天数	99.7	120.4	104.8	100.0	100.0	100.0	
其他	-1	-2	-5	46	55	82	应付账款周转天数	65.2	73.7	69.7	70.0	70.0	70.0	
投资活动现金净流	-600	-59	-643	-48	-36	-9	固定资产周转天数	116.5	126.4	149.6	117.7	95.8	79.2	
股权募资	7	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-52.35%	-47.20%	-52.64%	-59.98%	-64.56%	-69.03%	
其他	-118	-145	-138	-199	-199	-199	EBIT利息保障倍数	-74.3	-27.8	-44.1	-25.9	-19.6	-16.0	
筹资活动现金净流	-111	-145	-138	-199	-199	-199	资产负债率	37.15%	29.41%	28.25%	30.25%	31.05%	31.05%	
现金净流量	-312	147	-248	427	398	483								

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
买入	0	0	2	3	20
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

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
6	2023-11-09	买入	17.80	N/A

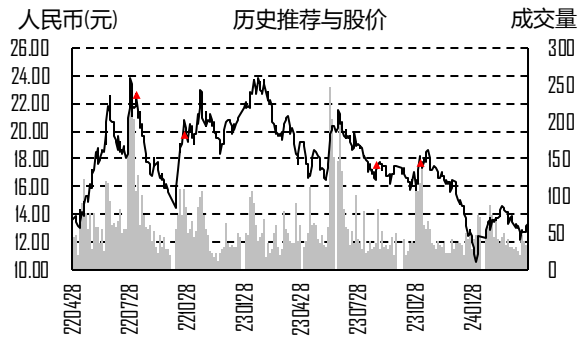
来源：国金证券研究所

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806