

分析师: 刘智  
登记编码: S0730520110001  
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

## 聚焦轴承+超硬材料双主业,持续提高经营质量

——国机精工(002046)2023 年报&一季报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

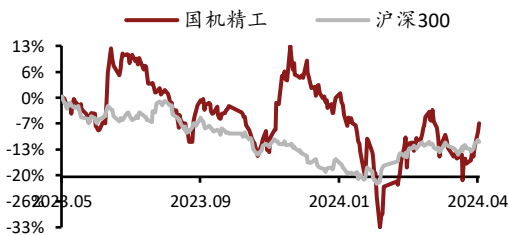
#### 市场数据(2024-04-30)

收盘价(元)	10.80
一年内最高/最低(元)	13.04/7.81
沪深 300 指数	3,604.39
市净率(倍)	1.70
流通市值(亿元)	56.63

#### 基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	6.35
每股经营现金流(元)	-0.27
毛利率(%)	36.26
净资产收益率_摊薄(%)	2.55
资产负债率(%)	33.43
总股本/流通股(万股)	52,895.79/52,434.91
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

《国机精工(002046)中报点评: 轴承业务高速增长, 超硬材料短期承压中长期看好》

2023-09-22

《国机精工(002046)调研简报: 调研简报》

2009-06-30

《国机精工(002046)调研分析报告: 调研报告》 2007-04-19

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 05 月 06 日

#### 投资要点:

国机精工发布 2023 年报和 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 27.84 亿, 同比下滑 18.98%, 归母净利润为 2.59 亿元, 同比增长 10.96%。

2024 年第一季度公司实现营业收入为 6.36 亿元, 同比增长 3.04%; 归母净利润 8552.37 万元, 同比增长 14.88%。

#### ● 经营稳健, 持续聚焦轴承+超硬材料双主业, 压缩其他业务规模

公司 2023 年实现营业收入 27.84 亿, 同比下滑 18.98%, 归母净利润为 2.59 亿元, 同比增长 10.96%, 扣非归母净利润 1.9 亿, 同比增长 19.61%。

#### 分业务看:

1) 轴承行业实现营业收入 10.38 亿, 同比增长 5.53%, 占营业收入比例 37.28%。其中轴承及零部件实现营收 7.58 亿, 同比下滑 0.68%; 技术开发和检测服务营收 2.58 亿, 同比增长 17.69%。

2) 超硬材料行业实现营业收入 10.04 亿, 同比下滑 2%, 占营业收入比例 36.07%。其中超硬磨料磨具营业收入 4.81 亿, 同比增长 23.28%; 新材料营业收入 2.55 亿, 同比增长 7.4%; 超硬材料高端装备营业收入 2.9 亿, 同比下滑 27.13%。公司超硬磨料磨具业务实现了快速增长。

3) 贸易与工程业务营业收入 6.99 亿, 同比下降 49.48%, 占营业收入比例 25.11%。公司主动压缩低效率的贸易业务, 提升经营质量。

公司聚焦轴承和超硬材料双主业, 不断压缩其他业务, 剥离不良资产, 不断提高经营质量。2023 年公司贸易业务大幅下降 49.48%, 其中, 光伏、铜等与主业无关的贸易业务规模大幅缩减。2023 年 12 月公司公告浙江省龙游县人民法院已受理中浙高铁破产重整申请, 中浙高铁持续亏损对公司带来的影响将有望彻底消除。

#### ● 业务结构优化叠加各业务毛利率上升, 公司盈利质量改善明显

2023 年公司毛利率为 32.86%、同比上升 8.68 个百分点; 净利率为 9.71%, 同比上升 2.77 个百分点; 扣非净利率 6.84%, 同比上升 2.2 个百分点。毛利率上升的主要原因是: 1) 2023 年贸易业务大幅缩减, 贸易业务毛利率较低, 公司业务结构的优化带动毛利率明显上升; 2) 公司各项业务毛利率有小幅提升。

分业务: 轴承业务毛利率 39.52%, 同比上升 1.58 个百分点; 超硬材料业务毛利率 38.54%, 同比上升 5.57 个百分点; 贸易业务毛利率 12.2%, 同比上升 6.07 个百分点。

分产品：2023年特种及精密轴承毛利率41.2%，同比上升0.63个百分点；超硬磨料磨具毛利率57.66%，同比上升1.94个百分点；超硬材料高端设备毛利率15.79%，同比上升1.69个百分点。

### ● 2024Q1 经营质量持续改善，盈利能力稳步提升

2024年第一季度，国机精工营业收入为6.36亿元，同比增长3.04%；归属于上市公司股东的净利润为8552.37万元，同比增长14.88%；扣非归母净利润6576.44万，同比增长52.58%。

公司2024Q1毛利率、净利率分别为36.26%、13.91%，对比2023年报分别提升3.4个百分点、4.2个百分点。公司经营质量持续优化，盈利能力不断改善。

### ● 特种轴承龙头企业，军工、风电等需求带动特种轴承业务增长

公司轴承业务运营主体是洛阳轴研所、轴研科技。洛阳轴研所创建于1958年，是我国轴承行业唯一的综合性研究开发机构。轴承业务主要产品是为以航天轴承为代表的特种轴承、重型机械用大型（特大型）轴承、精密机床轴承及电主轴、风电轴承等。2023年公司全资子公司洛阳轴研所实现营业收入8.49亿，同比下滑17.11%，归母净利润1.69亿，同比增长12.46%。

特种轴承是公司轴承板块的主要收入利润构成。2022年公司轴承相关业务营业收入7.6亿，其中特种轴承占50%以上。我国军工特种轴承行业需求增长稳健，行业竞争格局稳固，市场份额相对稳定，公司、中航哈轴、洛轴是主要供应商之一。2024年是十四五规划的第四年，十四五规划进入了最后两年，预计军工需求有望开始加速释放，公司未来两年军工特种轴承业务有望实现快速增长。

公司近年重新启动风电轴承项目，初步侧重在偏航变桨轴承，逐步布局主轴轴承等产品，未来几年随着风电行业需求向好，主轴轴承等产品渗透加速，公司风电轴承业务有望取得快速发展，成长为轴承板块中军工特种轴承以外的另一支柱业务。

### ● 布局超硬材料全产业链，中长期受益超硬材料行业发展

公司超硬材料板块的运营主体为郑州三磨所、郑州新亚和精工锐意等子公司，三家公司分别负责板块下金刚石材料及磨料磨具、复合超硬材料和超硬材料高端装备业务，实现了从上游金刚石生产设备制造、中游金刚石原材料生产和下游超硬制品生产的全产业链覆盖。公司超硬材料业务布局完整，具有良好的协同效应。2023年全资子公司郑州三磨所实现营业收入8.37亿，同比下滑22.53%；实现净利润1.83亿，同比下滑4.72%。

公司超硬材料行业实现营业收入10.04亿，同比下滑2%，占营业收入比例36.07%。其中超硬磨料磨具营业收入4.81亿，同比增长23.28%；新材料营业收入2.55亿，同比增长7.4%；超硬材料高端装备营业收入2.9亿，同比下滑27.13%。公司核心业务超硬磨料磨具业务实现了快速增长。

近年来河南省高度重视超硬材料及制品行业的高质量发展，不断加强超硬材料产业链上下游互通，汇集省内外优势资源拓展新兴市场，不断强化河南省在超硬材料行业的优势地位。河南省推出一系列举措巩固工业金刚石

市场优势、在全球范围内建立中国培育钻石产业主导地位。随着河南省对超硬材料产业的支持持续加大，河南产业集聚优势将进一步扩大，中下游定价权或得到增强，公司作为中国人造金刚石技术发源地和超硬材料全产业链企业有望长期受益。

#### ● 盈利预测与估值

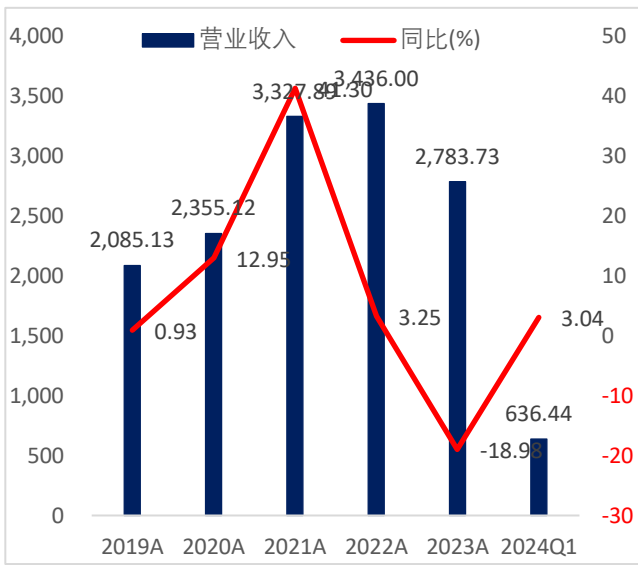
公司是我国老牌特种轴承研制单位，特种轴承市场份额及地位较高，需求增长可持续，切入机床精密主轴及风电轴承，有望受益机床、风电行业发展及国产化需求。公司超硬材料布局完整，从设备、材料、到超硬材料工具形成完整产业链，在河南省全力打造超硬材料产业这一优势产业的大背景下，公司有望中长期受益。我们预测公司 2024 年-2026 年营业收入分别为 32.21 亿、36.92 亿、40.99 亿，归母净利润分别为 3.63 亿、4.57 亿、5.26 亿，对应的 PE 分别为 15.77X、12.55X、10.9X，公司在特种轴承、超硬材料行业市场地位高，核心业务增长点明确，近几年公司分红比例均稳定在 40% 上下，继续维持公司“增持”评级。

**风险提示：**1：军工、风电行业需求不及预期；2：超硬材料行业发展及需求不及预期；3：行业竞争加剧，毛利率下滑；4：原材料价格上涨波动；5：存货、应收账款等资产减值、信用减值等非经常性损益的风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,436	2,784	3,221	3,692	4,099
增长比率（%）	3.25	-18.98	15.70	14.63	11.01
净利润（百万元）	233	259	363	457	526
增长比率（%）	83.11	10.96	40.45	25.66	15.17
每股收益(元)	0.44	0.49	0.69	0.86	0.99
市盈率(倍)	24.58	22.16	15.77	12.55	10.90

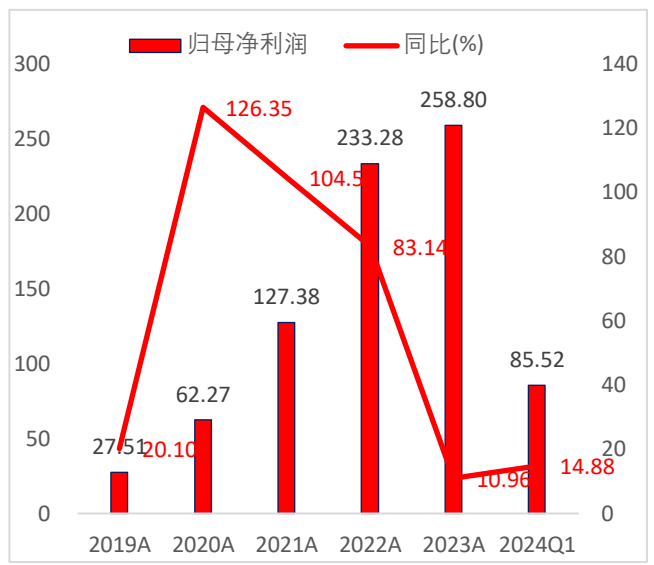
资料来源：中原证券研究所，聚源

图1：公司营业收入（百万元）



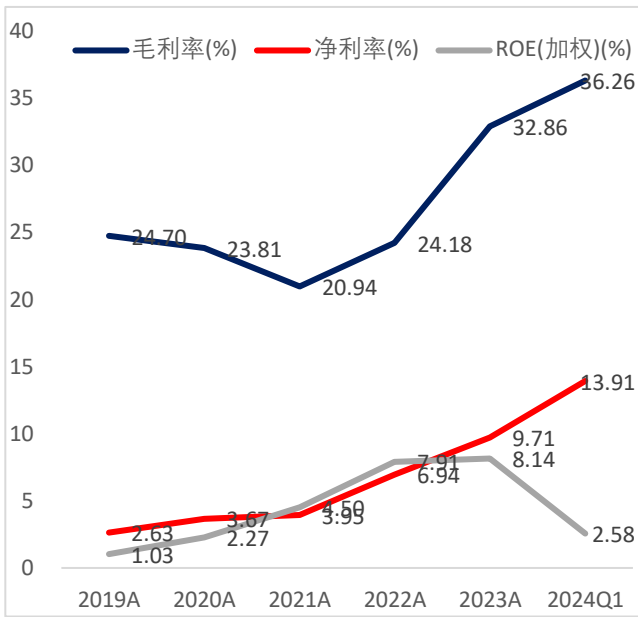
资料来源：Wind、中原证券研究所

图2：公司归母净利润（百万元）



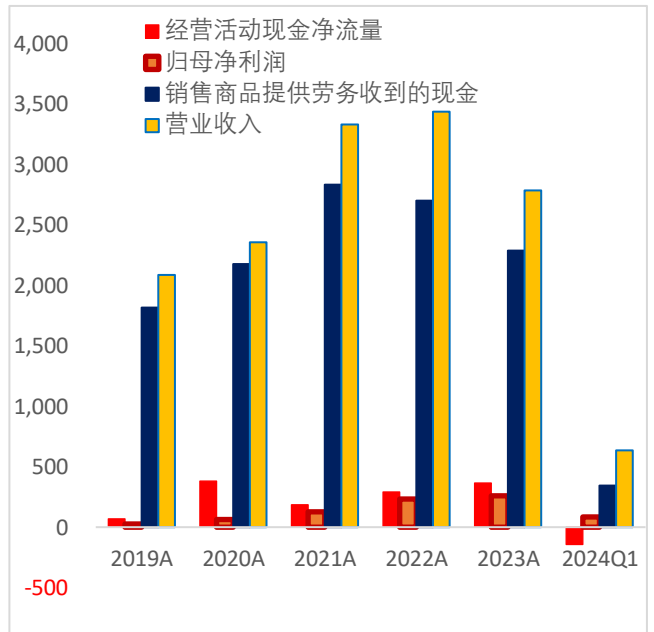
资料来源：Wind、中原证券研究所

图3：公司盈利能力指标



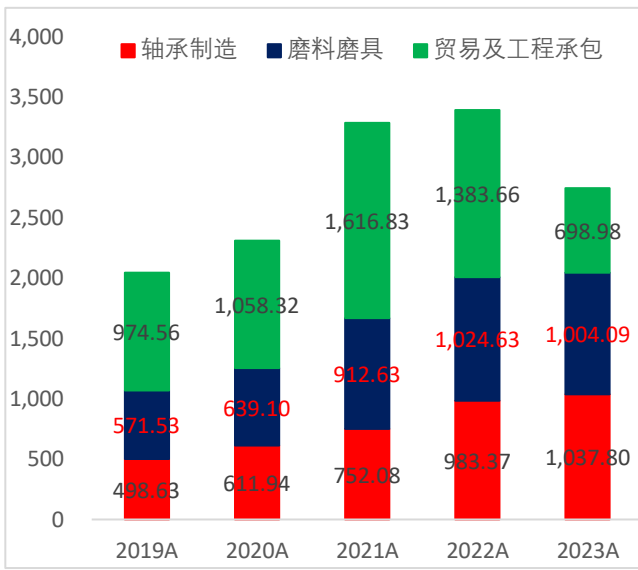
资料来源：Wind、中原证券研究所

图4：公司经营现金净流量（百万元）



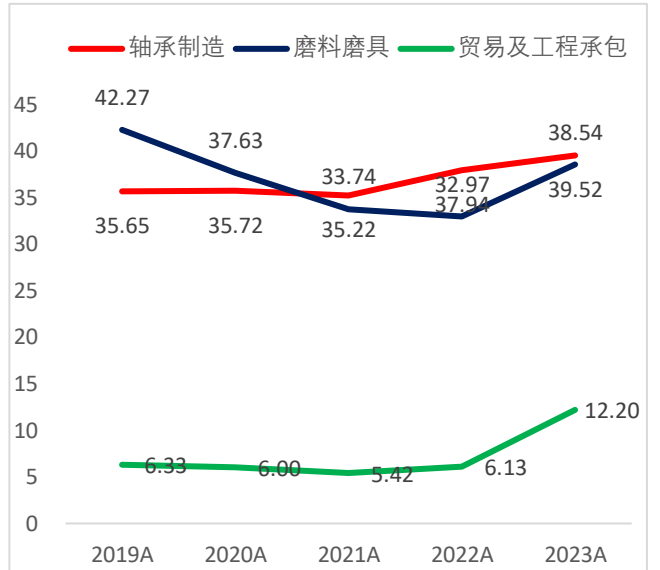
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 5: 分业务营业收入 (百万元)



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 6: 分业务毛利率 (%)



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 7: 公司 2023 年营业收入结构 (元、%)

	2023 年		2022 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	2,783,725,335.49	100%	3,435,996,387.27	100%	-18.98%
分行业					
轴承行业	1,037,795,899.23	37.28%	983,374,777.83	28.62%	5.53%
磨料磨具行业	1,004,086,868.00	36.07%	1,024,625,310.93	29.82%	-2.00%
贸易及工程服务	698,975,324.97	25.11%	1,383,657,855.60	40.27%	-49.48%
其他	42,867,243.29	1.54%	44,338,442.91	1.29%	-3.32%
分产品					
新材料	254,758,866.82	9.15%	237,197,227.02	6.90%	7.40%
金刚石材料	132,812,865.19	4.77%	136,878,045.15	3.98%	-2.97%
复合超硬材料	121,946,001.63	4.38%	100,319,181.87	2.92%	21.56%
基础零部件	758,131,145.60	27.23%	763,324,696.78	22.22%	-0.68%
特种及精密轴承	722,256,522.01	25.95%	720,325,862.73	20.96%	0.27%
电主轴	35,874,623.59	1.29%	42,998,834.05	1.25%	-16.57%
机床工具	480,501,694.01	17.26%	389,766,124.28	11.34%	23.28%
超硬材料磨具	480,501,694.01	17.26%	389,766,124.28	11.34%	23.28%
高端装备	290,201,549.66	10.42%	398,252,844.43	11.59%	-27.13%
高压装备	190,101,353.16	6.83%	345,437,623.78	10.05%	-44.97%
其他高端装备	100,100,196.50	3.60%	52,815,220.65	1.54%	89.53%
供应链管理与服务	957,264,836.11	34.39%	1,603,117,051.85	46.66%	-40.29%
供应链运营	698,975,324.97	25.11%	1,383,657,855.60	40.27%	-49.48%
技术开发与检测服务	258,289,511.14	9.28%	219,459,196.25	6.39%	17.69%
其他	42,867,243.29	1.54%	44,338,442.91	1.29%	-3.32%
分地区					
境内	2,284,339,118.91	82.06%	2,447,352,012.18	71.23%	-6.66%
境外	499,386,216.58	17.94%	988,644,375.09	28.77%	-49.49%
分销售模式					
渠道销售	271,133,085.94	9.74%	530,035,086.31	15.43%	-48.85%
终端销售	2,512,592,249.55	90.26%	2,905,961,300.96	84.57%	-13.54%

资料来源: 国机精工 2023 年报、中原证券研究所

图 8：公司 2023 年报核心业务及毛利率变化（%）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
轴承行业	1,037,795,899.23	627,636,206.15	39.52%	5.53%	2.84%	1.58%
磨料磨具行业	1,004,086,868.00	617,155,441.21	38.54%	-2.00%	-10.14%	5.57%
供应链运营	698,975,324.97	613,711,017.13	12.20%	-49.48%	-52.75%	6.07%
分产品						
基础零部件	758,131,145.60	461,755,072.59	39.09%	-0.68%	-0.25%	-0.27%
特种及精密轴承	722,256,522.01	424,694,319.53	41.20%	0.27%	-0.80%	0.63%
机床工具	480,501,694.01	203,443,941.19	57.66%	23.28%	17.87%	1.94%
高端装备	290,201,549.66	244,392,357.06	15.79%	-27.13%	-28.56%	1.69%
供应链管理与服务	957,264,836.11	775,670,567.16	18.97%	-40.29%	-46.25%	8.99%
供应链运营	698,975,324.97	613,711,017.13	12.20%	-49.48%	-52.75%	6.07%
分地区						
境内	2,284,339,118.91	1,451,457,504.39	36.46%	-6.66%	-13.10%	4.71%
境外	499,386,216.58	417,411,105.36	16.42%	-49.49%	-55.35%	10.99%
分销售模式						
终端销售	2,512,592,249.55	1,615,035,879.38	35.72%	-13.54%	-23.69%	8.55%

资料来源：国机精工 2023 年报、中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,830</b>	<b>2,566</b>	<b>2,851</b>	<b>3,315</b>	<b>3,812</b>
现金	658	724	763	938	1,195
应收票据及应收账款	992	842	959	1,105	1,225
其他应收款	93	70	83	95	105
预付账款	255	85	136	140	160
存货	561	525	590	678	747
其他流动资产	271	320	320	359	380
<b>非流动资产</b>	<b>2,423</b>	<b>2,601</b>	<b>2,697</b>	<b>2,770</b>	<b>2,822</b>
长期投资	63	44	23	3	-17
固定资产	1,245	1,330	1,536	1,657	1,694
无形资产	377	222	164	139	159
其他非流动资产	738	1,005	974	971	986
<b>资产总计</b>	<b>5,252</b>	<b>5,166</b>	<b>5,549</b>	<b>6,085</b>	<b>6,633</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,731</b>	<b>1,165</b>	<b>1,263</b>	<b>1,428</b>	<b>1,552</b>
短期借款	233	289	288	307	319
应付票据及应付账款	655	653	687	807	882
其他流动负债	844	224	288	314	351
<b>非流动负债</b>	<b>328</b>	<b>626</b>	<b>629</b>	<b>629</b>	<b>629</b>
长期借款	100	438	438	438	438
其他非流动负债	228	188	191	191	191
<b>负债合计</b>	<b>2,059</b>	<b>1,791</b>	<b>1,891</b>	<b>2,057</b>	<b>2,181</b>
少数股东权益	97	104	119	139	161
股本	529	529	529	529	529
资本公积	1,602	1,608	1,607	1,607	1,607
留存收益	944	1,109	1,376	1,728	2,130
归属母公司股东权益	3,096	3,271	3,538	3,890	4,292
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,252</b>	<b>5,166</b>	<b>5,549</b>	<b>6,085</b>	<b>6,633</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>291</b>	<b>364</b>	<b>473</b>	<b>596</b>	<b>700</b>
净利润	238	270	379	476	548
折旧摊销	161	166	168	177	184
财务费用	29	29	29	29	30
投资损失	15	12	16	18	20
营运资金变动	-247	-189	-148	-142	-128
其他经营现金流	95	76	29	37	46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-177</b>	<b>-202</b>	<b>-262</b>	<b>-249</b>	<b>-236</b>
资本支出	-220	-199	-172	-145	-136
长期投资	20	-11	-66	-86	-79
其他投资现金流	24	8	-25	-18	-20
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-48</b>	<b>-117</b>	<b>-171</b>	<b>-171</b>	<b>-208</b>
短期借款	-113	56	0	18	12
长期借款	-350	338	0	0	0
普通股增加	5	0	0	0	0
资本公积增加	57	6	0	0	0
其他筹资现金流	352	-516	-170	-189	-220
<b>现金净增加额</b>	<b>68</b>	<b>44</b>	<b>39</b>	<b>175</b>	<b>257</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,436</b>	<b>2,784</b>	<b>3,221</b>	<b>3,692</b>	<b>4,099</b>
营业成本	2,605	1,869	2,168	2,465	2,724
营业税金及附加	27	27	29	34	38
营业费用	67	83	97	103	111
管理费用	256	282	309	340	369
研发费用	200	223	258	296	328
财务费用	9	23	7	7	2
资产减值损失	-43	-49	-19	-20	-25
其他收益	74	121	117	143	155
公允价值变动收益	-10	18	0	0	0
投资净收益	-15	-14	-16	-18	-20
资产处置收益	1	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>235</b>	<b>299</b>	<b>414</b>	<b>523</b>	<b>602</b>
营业外收入	9	10	11	13	15
营业外支出	-10	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>254</b>	<b>305</b>	<b>425</b>	<b>536</b>	<b>617</b>
所得税	16	35	47	60	69
<b>净利润</b>	<b>238</b>	<b>270</b>	<b>379</b>	<b>476</b>	<b>548</b>
少数股东损益	5	12	15	19	22
<b>归属母公司净利润</b>	<b>233</b>	<b>259</b>	<b>363</b>	<b>457</b>	<b>526</b>
EBITDA	444	515	601	719	802
EPS (元)	0.44	0.49	0.69	0.86	0.99

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	3.25	-18.98	15.70	14.63	11.01
营业利润 (%)	80.33	27.04	38.71	26.21	15.06
归属母公司净利润 (%)	83.11	10.96	40.45	25.66	15.17
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	24.18	32.86	32.67	33.24	33.54
净利率 (%)	6.79	9.30	11.29	12.37	12.84
ROE (%)	7.53	7.91	10.27	11.74	12.26
ROIC (%)	6.59	7.47	8.71	10.02	10.49
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	39.20	34.68	34.09	33.80	32.87
净负债比率 (%)	64.48	53.08	51.72	51.06	48.97
流动比率	1.63	2.20	2.26	2.32	2.46
速动比率	1.13	1.64	1.64	1.71	1.84
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.68	0.53	0.60	0.63	0.64
应收账款周转率	5.17	4.16	4.84	4.85	4.77
应付账款周转率	7.22	4.66	5.49	5.54	5.43
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.49	0.69	0.86	0.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.55	0.69	0.89	1.13	1.32
每股净资产 (最新摊薄)	5.85	6.18	6.69	7.35	8.11
<b>估值比率</b>					
P/E	24.58	22.16	15.77	12.55	10.90
P/B	1.85	1.75	1.62	1.47	1.34
EV/EBITDA	13.58	11.94	9.54	7.75	6.64

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。