

国茂股份 (603915.SH)

业绩略有承压，行业底部企稳有望复苏向上

买入

核心观点

23H1 收入同比下降 0.59%，归母净利润同比下降 4.99%。23H1 实现营收 13.39 亿元，同比下降 0.59%；归母净利润 1.71 亿元，同比下降 4.99%。**单季度看，Q2 实现营收 7.13 亿元，同比下降 3.25%；归母净利润 0.91 亿元，同比下降 21.35%。**在宏观经济低迷、减速机下游客户需求承压的背景下，公司整体经营保持稳健。公司 2023H1 毛利率/净利率分别为 26.48%/12.74%，同比变动 +0.44/-0.56 个 pct，23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.19%/3.87%/4.88%/-0.93%，同比变动 +0.22/+0.01/-0.06/-0.43 个 pct。

减速机下游行业分布广泛，整体承压背景下公司保持稳健。1) 从下游行业看，光伏、海工、石油开采等行业较为景气；与房地产相关的建材、砂石骨料行业持续低迷。2) 从产品系列看，a、公司模块化减速机、工业齿轮箱产品在市场承压的环境下展现出韧性，市场份额稳步提升，发货额同比均有所增加；b、硬齿面减速机因与房地产行业市场需求的关联度较大，发货额同比下滑幅度较大；c、摆线针轮减速机受中小客户需求疲软的因素影响，发货额同比下滑较为明显；d、工程机械事业部受益于新产品、新业务的顺利拓展，其生产的各系列行星减速机发货总额同比快速增加，为公司带来新的业务增量；e、重载事业部通过技术攻关及工艺改进，其生产的中大型非标类减速机以优异的品质在冶金、石油开采等行业不断取得新增订单，销售同比亦有较快增长；f、精密传动业务尚处于市场拓展前期阶段，报告期内出货量未有显著增长。

通用减速机主业稳步发展，增量业务持续拓展。1) **通用减速机业务：**以降本增效为目的，以精益管理为手段，持续夯实经营质量。2) **捷诺传动业务：**定位为通用减速机领域的高端品牌，上半年已顺利搬迁至 6.2 万平方米的新工厂，在机器人领域 ABB 联合开发的变位齿轮箱新品样机等，为未来机器人业务蓄能，在锂电、港机等领域业务实现突破。3) **工程机械传动业务：**是公司由通用减速机向专用减速机领域延伸发展的重要举措，传统塔机领域公司份额持续提升，在海工领域针对性的新产品放量明显，截至目前已获得千万级的增量订单，同时针对欧式起重机开发的减速机新品目前已批量出货，在客户端逐步替换某外资品牌。4) **其他：**工业齿轮箱业务以显著的价值优势，受到中联重科、罗斯（无锡）、河南矿机等知名客户认可，精密传动业务按计划完成场地搬迁，并顺利完成人员安置及新车间规整工作。

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：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.84/6.05/7.48 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,944	2,697	3,039	3,759	4,582
(+/-%)	34.8%	-8.4%	12.7%	23.7%	21.9%
净利润(百万元)	462	414	484	605	748
(+/-%)	28.7%	-10.4%	16.9%	25.0%	23.6%
每股收益(元)	0.98	0.62	0.73	0.91	1.13
EBIT Margin	16.0%	15.0%	15.1%	15.9%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	12.7%	13.5%	15.2%	16.7%
市盈率 (PE)	17.7	27.6	23.6	18.9	15.3
市净率 (PB)	2.77	3.50	3.19	2.87	2.55

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

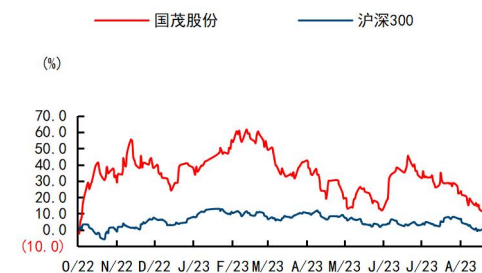
证券分析师：吴双
0755-81981362
wushuang2@guosen.com.cn
S0980519120001

证券分析师：王鼎
0755-81981000
wangding1@guosen.com.cn
S0980520110003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.53 元
总市值/流通市值	11609/11416 百万元
52 周最高价/最低价	24.62/14.41 元
近 3 个月日均成交额	118.22 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.SH) - 上半年业绩短期承压，多产品线拓展顺利》——2022-08-29

图1：国茂股份 2023 年上半年营业收入同比下降 0.59%



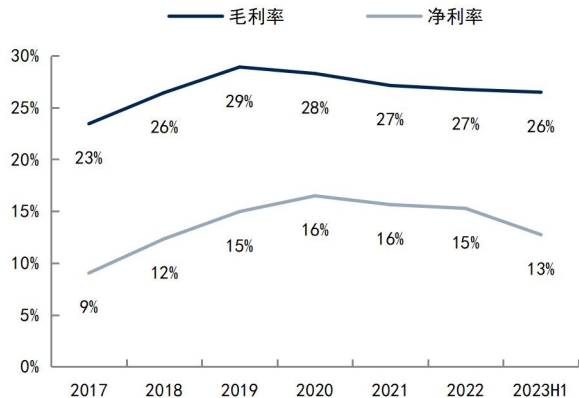
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：国茂股份 2023 年上半年归母净利润同比下降 4.99%



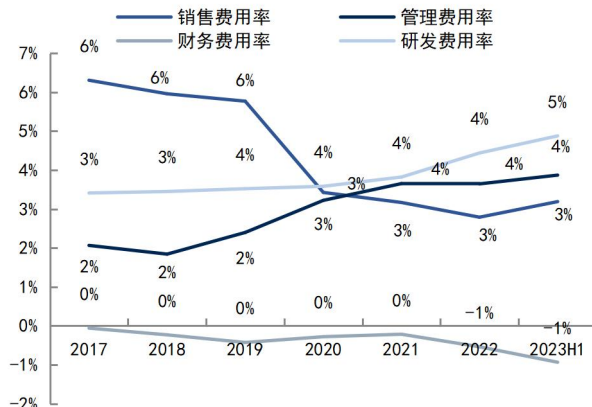
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：国茂股份毛利率短期承压



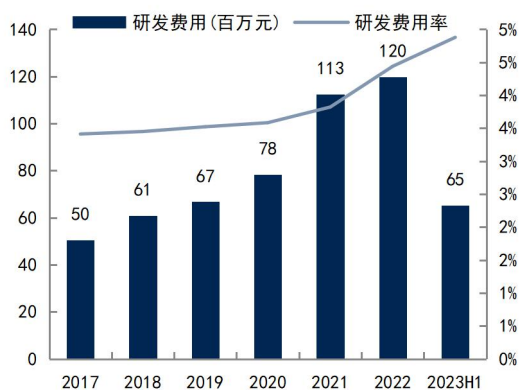
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：国茂股份期间费用率有所提升



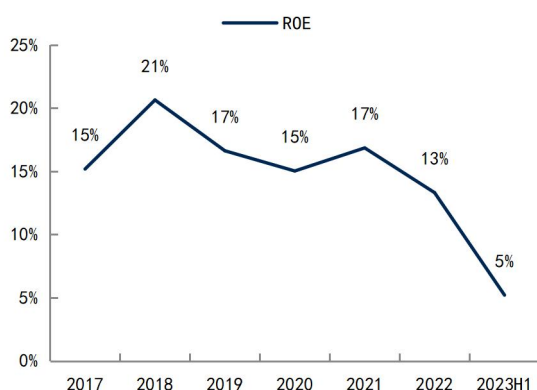
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 继续下降



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 (截至 2023 年 8 月 30 日)

公司	投资评级	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
双环传动	未评级	275.06	32.25	0.68	0.94	1.23	1.58	47.43	34.31	26.22	20.41
绿的谐波	买入	198.21	117.51	0.92	1.72	2.47	3.21	127.73	68.32	47.57	36.61
恒立液压	买入	819.64	61.13	1.75	1.96	2.31	2.78	34.93	31.19	26.46	21.99
							平均值	70.03	44.61	33.42	26.34
国茂股份	买入	114.30	17.26	0.62	0.73	0.91	1.13	27.62	23.63	18.90	15.28

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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	801	944	1374	1606	2065	营业收入	2944	2697	3039	3759	4582
应收款项	321	304	334	416	509	营业成本	2146	1976	2227	2736	3331
存货净额	718	585	683	860	1031	营业税金及附加	15	25	22	27	36
其他流动资产	607	578	674	805	993	销售费用	93	75	94	117	137
流动资产合计	3197	3016	3671	4292	5202	管理费用	108	98	109	132	159
固定资产	978	1080	1164	1187	1153	研发费用	113	120	128	150	183
无形资产及其他	168	205	197	189	180	财务费用	(6)	(14)	(13)	(12)	(15)
投资性房地产	186	141	141	141	141	投资收益	53	46	62	65	70
长期股权投资	181	201	259	337	389	资产减值及公允价值变动	(7)	(26)	(5)	(5)	(5)
资产总计	4708	4643	5433	6146	7066	其他收入	(6)	14	3	5	7
短期借款及交易性金融负债	1	2	1	2	2	营业利润	516	452	533	673	821
应付款项	1335	979	1353	1583	1888	营业外净收支	7	3	8	11	15
其他流动负债	355	312	393	459	564	利润总额	522	455	541	684	836
流动负债合计	1692	1293	1748	2044	2454	所得税费用	62	43	60	82	92
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	57	72	89	109	127	归属于母公司净利润	462	414	484	605	748
长期负债合计	57	72	89	109	127	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1749	1365	1837	2153	2581	净利润	462	414	484	605	748
少数股东权益	6	8	7	5	2	资产减值准备	4	19	5	1	(1)
股东权益	2954	3269	3589	3988	4482	折旧摊销	102	128	114	129	138
负债和股东权益总计	4708	4643	5433	6146	7066	公允价值变动损失	7	26	5	5	5
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(6)	(14)	(13)	(12)	(15)
每股收益	0.98	0.62	0.73	0.91	1.13	营运资本变动	(241)	(142)	253	(73)	(24)
每股红利	0.25	0.21	0.25	0.31	0.38	其它	(5)	(20)	(7)	(3)	(2)
每股净资产	6.24	4.94	5.42	6.02	6.77	经营活动现金流	329	424	854	665	865
ROIC	22%	17%	18%	24%	30%	资本开支	0	(212)	(200)	(150)	(100)
ROE	16%	13%	13%	15%	17%	其它投资现金流	(150)	145	0	0	0
毛利率	27%	27%	27%	27%	27%	投资活动现金流	(304)	(87)	(259)	(228)	(152)
EBIT Margin	16%	15%	15%	16%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	20%	19%	19%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	35%	-8%	13%	24%	22%	支付股利、利息	(116)	(141)	(164)	(206)	(254)
净利润增长率	29%	-10%	17%	25%	24%	其它融资现金流	(93)	88	(1)	0	0
资产负债率	37%	30%	34%	35%	37%	融资活动现金流	(326)	(193)	(165)	(205)	(254)
股息率	1.0%	1.2%	1.4%	1.8%	2.2%	现金净变动	(302)	144	430	232	458
P/E	17.7	27.6	23.6	18.9	15.3	货币资金的期初余额	1102	801	944	1374	1606
P/B	2.8	3.5	3.2	2.9	2.6	货币资金的期末余额	801	944	1374	1606	2065
EV/EBITDA	17.3	24.1	23.1	18.7	16.1	企业自由现金流	0	139	577	432	668
						权益自由现金流	0	227	587	442	681

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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