

公司研究

2024 年营收小幅下降，利润端承压明显

——国茂股份（603915.SH）2024 年年报点评

要点

事件：4月29日国茂股份发布2024年年报。2024年公司实现营收25.89亿元，同比-2.7%；实现归母净利润2.94亿元，同比-25.8%；实现扣非归母净利润2.06亿元，同比-42.2%。2024年销售毛利率为21.1%，同比-4.9pct。单季度来看，2024Q4公司实现营收6.62亿元，同比+2.0%，环比+0.5%；实现归母净利润0.85亿元，同比-34.2%，环比+36.4%；实现扣非归母净利润0.30亿元，同比-73.9%，环比-44.8%。

点评：2024年营收小幅下降，利润端承压明显。

2024年，全球制造业复苏进程缓慢，我国减速器行业整体处于筑底调整阶段。24年公司营业收入同比小幅下降，公司全年减速机总发货量（不含精密类减速器）同比实现约5%的增长，产品市场占有率进一步提升，但由于行业竞争加剧，减速机价格下降，导致公司收入小幅下降；利润端承压明显，24年公司扣非归母净利润同比下滑42.2%，主要原因包括：1）市场竞争激烈，产品价格及毛利率下降明显；2）公司24年收购的子公司摩多利业绩未达预期，商誉发生减值。

分产品来看，2024年公司齿轮减速机收入19.51亿元，同比下降5.0%，毛利率为18.9%，同比-6.0pct；摆线针轮减速机收入3.56亿元，同比下降7.5%，毛利率为25.1%，同比+1.0pct；GNORD减速机收入0.89亿元，同比下降26.6%，毛利率为12.1%，同比-9.7pct；摩多利减速机收入0.97亿元，毛利率为29.2%；配件其他收入0.65亿元，同比下降10.9%，毛利率为39.2%，同比+3.7pct。

减速机产品应用广泛，看好公司高端产品线的成长潜力。

2024年，公司高端产品捷诺品牌的销售受锂电行业需求下滑冲击较大，公司转而瞄准注塑机市场、橡塑行业等下游进行新品推出，捷诺瞄准注塑机市场电动化发展方向，推出DHI系列电预塑齿轮箱，送样给多家客户进行测试，部分已取得小批量订单；根据橡塑行业客户对设备效率提升的诉求，开发出TEH系列齿轮箱，已在客户端不断获得增量订单；同时也拓展了水利、矿山、有色金属、石油等应用场景，持续扩大市场份额。

盈利预测、估值与评级：由于减速机行业竞争加剧，我们下调25~26年归母净利润预测，新增27年盈利预测，预计公司25~27年归母净利润分别为3.5（下调39%）/4.2（下调36%）/4.8亿元。公司高端线应用领域不断拓展，看好公司高端产品线成长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求持续疲软的风险；市场竞争持续加剧的风险；高端产品市场拓展不及预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,660	2,589	2,952	3,342	3,818
营业收入增长率	-1.35%	-2.67%	13.99%	13.21%	14.25%
归母净利润（百万元）	396	294	346	416	479
归母净利润增长率	-4.44%	-25.78%	17.77%	20.37%	15.18%
EPS（元）	0.60	0.45	0.52	0.63	0.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.01%	8.02%	8.98%	10.02%	10.65%
P/E	26	34	29	24	21
P/B	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-04-29 注：公司2023/2024年股本分别为6.62/6.59亿股

买入（维持）

当前价：15.35元

作者

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

0755-23915357

huangshuaibin@ebsecn.com

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002

021-52523859

jimeng@ebsecn.com

分析师：李佳琦

执业证书编号：S0930524070006

021-52523836

lijiaqi@ebsecn.com

联系人：夏天宇

xiatianyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.59
总市值(亿元):	101.17
一年最低/最高(元):	7.65/22.40
近3月换手率:	260.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.54	13.15	11.22
绝对	-11.43	12.62	15.40

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,660	2,589	2,952	3,342	3,818
营业成本	1,968	2,042	2,345	2,625	2,989
折旧和摊销	142	155	139	146	153
税金及附加	23	22	24	25	29
销售费用	73	66	74	80	92
管理费用	78	73	89	94	107
研发费用	127	118	130	127	143
财务费用	-9	-2	-17	-19	-22
投资收益	43	51	51	51	51
营业利润	441	343	399	481	554
利润总额	444	343	401	482	555
所得税	51	45	54	65	75
净利润	393	297	347	417	480
少数股东损益	-2	4	1	1	1
归属母公司净利润	396	294	346	416	479
EPS(元)	0.60	0.45	0.52	0.63	0.73

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	533	594	680	534	617
净利润	396	294	346	416	479
折旧摊销	142	155	139	146	153
净营运资金增加	-54	-220	-114	177	177
其他	49	367	309	-205	-192
投资活动产生现金流	-643	352	-420	-84	-99
净资本支出	-84	-67	-120	-135	-150
长期投资变化	259	262	0	0	0
其他资产变化	-818	157	-300	51	51
融资活动现金流	-138	-247	-150	-92	-112
股本变化	0	-3	0	0	0
债务净变化	0	6	-9	0	0
无息负债变化	51	206	53	136	180
净现金流	-248	699	110	358	406

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.0%	21.1%	20.6%	21.4%	21.7%
EBITDA 率	21.9%	19.5%	15.9%	17.3%	17.3%
EBIT 率	16.2%	13.1%	11.2%	12.9%	13.3%
税前净利润率	16.7%	13.2%	13.6%	14.4%	14.5%
归母净利润率	14.9%	11.3%	11.7%	12.5%	12.6%
ROA	7.8%	5.6%	6.2%	6.9%	7.3%
ROE (摊薄)	11.0%	8.0%	9.0%	10.0%	10.7%
经营性 ROIC	17.0%	14.1%	14.9%	17.9%	19.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	28%	30%	30%	30%	30%
流动比率	2.50	2.35	2.46	2.52	2.56
速动比率	2.10	1.94	2.13	2.18	2.21
归母权益/有息债务	1467.69	425.78	-	-	-
有形资产/有息债务	1937.88	580.61	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,014	5,348	5,581	6,023	6,550
货币资金	696	1,896	2,006	2,363	2,770
交易性金融资产	1,200	252	600	600	600
应收账款	257	294	216	248	284
应收票据	35	29	44	40	38
其他应收款 (合计)	10	1	3	4	5
存货	545	624	523	589	677
其他流动资产	623	510	510	510	510
流动资产合计	3,374	3,614	3,907	4,361	4,891
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	259	262	262	262	262
固定资产	1,090	1,092	1,049	1,021	1,003
在建工程	6	10	24	33	39
无形资产	199	200	209	218	227
商誉	0	94	94	94	94
其他非流动资产	6	6	6	6	6
非流动资产合计	1,640	1,733	1,674	1,663	1,659
总负债	1,416	1,629	1,674	1,810	1,990
短期借款	0	6	0	0	0
应付账款	391	417	399	420	448
应付票据	666	758	870	974	1,109
预收账款	96	110	118	124	134
其他流动负债	9	16	16	16	16
流动负债合计	1,347	1,539	1,591	1,727	1,908
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	82	82	82	82
非流动负债合计	69	90	82	82	82
股东权益	3,597	3,719	3,907	4,214	4,560
股本	662	659	659	659	659
公积金	1,375	1,377	1,412	1,443	1,443
未分配利润	1,589	1,640	1,793	2,068	2,414
归属母公司权益	3,591	3,660	3,848	4,153	4,499
少数股东权益	6	59	60	61	62

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.76%	2.53%	2.50%	2.40%	2.40%
管理费用率	2.95%	2.84%	3.00%	2.80%	2.80%
财务费用率	-0.33%	-0.06%	-0.57%	-0.57%	-0.56%
研发费用率	4.77%	4.54%	4.40%	3.80%	3.75%
所得税率	11%	13%	14%	14%	14%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.24	0.17	0.20	0.23
每股经营现金流	0.81	0.90	1.03	0.81	0.94
每股净资产	5.45	5.56	5.84	6.30	6.83
每股销售收入	4.04	3.93	4.48	5.07	5.80

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	26	34	29	24	21
PB	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	15.4	17.4	17.5	14.0	12.0
股息率	1.3%	1.6%	1.1%	1.3%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP