

国茂股份 (603915)

2025 年半年报点评：业绩短期承压，聚焦具身智能新机遇

增持 (维持)

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 钱尧天

执业证书：S0600524120015

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 陶泽

执业证书：S0600125080004
taoz@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,660	2,589	2,745	3,198	3,736
同比 (%)	(1.35)	(2.67)	6.01	16.51	16.82
归母净利润 (百万元)	395.50	293.52	299.52	343.05	399.60
同比 (%)	(4.44)	(25.78)	2.04	14.54	16.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.60	0.45	0.46	0.52	0.61
P/E (现价&最新摊薄)	26.78	36.08	35.36	30.87	26.51

投资要点

■ 业绩短期承压，拳头产品表现良好

25H1 公司实现营收 12.90 亿元，同比+1.71%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比-26.97%；实现扣非归母净利润 0.94 亿元，同比-23.73%。单 Q2 公司实现营收 6.88 亿元，同比+0.75%；归母净利润 0.64 亿元，同比-21.86%，扣非归母净利润 0.55 亿元，同比-15.32%。25H1 公司营收有所回暖，主要系国内减速机行业呈现底部企稳向好态势，市场需求有所回暖，行业景气度逐步回升；净利润短期承压主要系市场竞争加剧。

分产品看：25H1 减速机实现营收 12.49 亿元，同比+2.44%，其他配件实现营收 0.40 亿元，同比+28.94%。公司工业传动用减速机业务同比增长约 5%；模块化减速机销量同比增长约 15%，市场份额持续提升；大功率减速机销量同比增长约 13%；摆线针轮减速机销量同比下滑约 8%，但毛利率维持在约 25%。

■ 毛利率有所下滑，期间费用管控良好

25H1 公司销售毛利率为 20.46%，同比-3.07pct，25Q2 单季度毛利率为 21.20%，同比-2.80pct。公司毛利率有所下降，主要系减速机行业产品价格竞争激烈，另外会计政策变更对公司毛利率也略有影响。**分产品看，25H1 减速机/其他配件**毛利率分别为 19.07%/63.56%，同比分别-3.6pct/+26.3pct。

25H1 公司销售净利率为 8.43%，同比-3.1pct，25Q2 单季度销售净利率为 9.47%，同比-2.54pct。25H1 公司期间费用率为 10.6%，同比-0.6pct，销售/管理/财务/研发费用率为 2.4%/3.6%/-0.1%/4.7%，同比-0.6pct/-0.2pct/+0.0pct/+0.1pct。财务费用率提升系利息收入减少。

■ 存货&合同负债同比减少，经营活动净现金流出现净流出

截至 25H1 公司合同负债 0.69 亿元，同比-2.76%；存货 5.87 亿元，同比-7.38%。25H1 公司经营活动净现金流为-0.19 亿元，同比-116.59%，主要系本期净利润减少、票据贴现规模减少、现款支付 2024 年开具的应付票据规模较大所致。

■ 紧抓具身智能新机遇，构建机器人减速机生态

25H1 公司紧抓具身智能产业发展关键期机遇，立足谐波减速器、精密减速器等产品，积极拓展客户，开展样品试制和试机等工作，初步构建机器人减速机生态。目前该部分业务产生的收入整体占比很小。公司于 2025 年 7 月与克来机电等公司联合成立艾斯克智节科技有限公司，公司持股比例为 20%，在机器人、机械臂的关节模组领域展开深度合作。

盈利预测与投资评级：考虑到减速机行业需求偏弱，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 3.00/3.43/4.00 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 35/31/27 倍，考虑到公司持续推出新产品增强竞争力，维持公司“增持”评级。

风险提示：制造业复苏不及预期，下游需求不及预期，研发进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.13
一年最低/最高价	7.74/22.40
市净率(倍)	2.88
流通 A 股市值(百万元)	10,591.48
总市值(百万元)	10,591.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.60
资产负债率(% ,LF)	27.95
总股本(百万股)	656.63
流通 A 股(百万股)	656.63

相关研究

《国茂股份(603915): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩短期承压, 新产品加速研发推广》

2025-04-29

《国茂股份(603915): 2024 年三季报点评: 业绩短期承压, 价格竞争加剧 盈利能力有所下滑》

2024-10-29

国茂股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,614	4,043	4,650	5,372	营业总收入	2,589	2,745	3,198	3,736
货币资金及交易性金融资产	2,148	2,608	2,821	3,240	营业成本(含金融类)	2,042	2,183	2,536	2,953
经营性应收款项	830	837	977	1,141	税金及附加	22	27	32	37
存货	624	588	838	977	销售费用	66	71	82	93
合同资产	3	1	1	1	管理费用	73	77	90	105
其他流动资产	10	9	13	12	研发费用	118	121	141	164
非流动资产	1,733	1,893	1,905	1,910	财务费用	(2)	(17)	(20)	(15)
长期股权投资	262	262	262	262	加:其他收益	25	27	35	37
固定资产及使用权资产	1,097	1,249	1,257	1,250	投资净收益	51	27	35	37
在建工程	10	7	5	4	公允价值变动	45	20	0	0
无形资产	200	211	222	233	减值损失	(49)	(20)	(20)	(20)
商誉	94	94	94	94	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	19	19	19	19	营业利润	343	338	389	454
其他非流动资产	51	51	46	49	营业外净收支	0	6	5	5
资产总计	5,348	5,935	6,555	7,282	利润总额	343	344	394	459
流动负债	1,539	1,723	1,995	2,316	减:所得税	45	41	47	55
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	净利润	297	303	347	404
经营性应付款项	1,285	1,442	1,675	1,951	减:少数股东损益	4	3	3	4
合同负债	72	65	76	89	归属母公司净利润	294	300	343	400
其他流动负债	174	208	235	268	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.46	0.52	0.61
非流动负债	90	191	192	193	EBIT	269	266	318	384
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	436	456	521	602
应付债券	0	100	100	100	毛利率(%)	21.13	20.48	20.70	20.97
租赁负债	3	4	5	6	归母净利率(%)	11.34	10.91	10.73	10.70
其他非流动负债	87	87	87	87	收入增长率(%)	(2.67)	6.01	16.51	16.82
负债合计	1,629	1,914	2,187	2,509	归母净利润增长率(%)	(25.78)	2.04	14.54	16.48
归属母公司股东权益	3,660	3,959	4,302	4,703					
少数股东权益	59	62	65	69					
所有者权益合计	3,719	4,021	4,368	4,772					
负债和股东权益	5,348	5,935	6,555	7,282					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	594	636	392	600	每股净资产(元)	5.55	6.01	6.53	7.14
投资活动现金流	352	(297)	(180)	(183)	最新发行在外股份(百万股)	657	657	657	657
筹资活动现金流	(247)	121	1	1	ROIC(%)	6.37	5.95	6.50	7.21
现金净增加额	699	461	213	419	ROE-摊薄(%)	8.02	7.56	7.97	8.50
折旧和摊销	166	190	203	218	资产负债率(%)	30.46	32.25	33.37	34.46
资本开支	(67)	(344)	(215)	(215)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.08	35.36	30.87	26.51
营运资本变动	170	177	(137)	1	P/B(现价)	2.90	2.69	2.47	2.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>