

2025年09月01日

买入（维持）

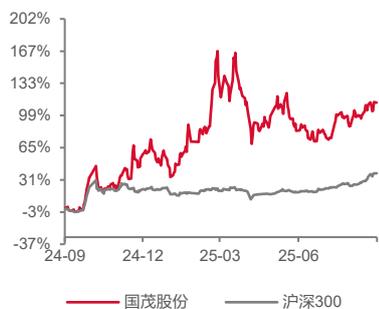
报告原因：业绩点评

证券分析师

王敏君 S0630522040002

wmj@longone.com.cn

数据日期	2025/09/01
收盘价	16.79
总股本(万股)	65,663
流通A股/B股(万股)	65,663/0
资产负债率(%)	27.95%
市净率(倍)	2.94
净资产收益率(加权)	2.88%
12个月内最高/最低价	22.40/7.74



国茂股份（603915）：关注工业减速机下游复苏进程，精密减速器布局可期

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司2025H1实现营业收入12.90亿元，同比+1.71%；归母净利润为1.07亿元，同比-26.97%。2025Q2营收为6.88亿元，同比+0.75%；归母净利润为0.64亿元，同比-21.86%，单季度降幅较Q1收窄。当前宏观环境下，下游部分制造业企业对资本开支较为谨慎，公司业绩短期承压。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.20元（含税）。
- **基本盘业务发货量实现增长，积极开拓海外市场。**上半年尽管行业整体需求处于弱复苏阶段，但公司工业减速机总发货量（不含精密减速机）同比增长约5%，公司在市占率上仍保有优势。代表产品模块化减速机、大功率减速机销量同比增长约15%、约13%，捷诺减速机订单金额同比增长约32%。传统工业摆线针轮减速机销量同比下滑约8%，但毛利率维持在约25%。海外拓展方面，公司在东南亚、印度、俄罗斯等地加强经销队伍建设，同时逐步布局南美、欧洲等市场。摩多利传动的法国合营公司Reckon亦为销售赋能。
- **市场竞争导致毛利率短期波动。**公司2025H1毛利率为20.46%，同比-3.07pct。公司销售/管理费用率同比下降；研发费用率同比升至4.74%；财务费用率小幅提升，系利息收入减少所致。此外，信用减值损失为0.14亿元。整体看，2025H1公司销售净利率为8.43%。
- **资产负债结构稳健，存货同比下降。**据2025年中报，公司资产负债率为27.95%。货币资金/交易性金融资产分别为4.49/15.49亿元，合计占总资产比重为38.40%。公司存货为5.87亿元，同比-7.38%；应收票据及应收账款同比略有下降。2025H1公司经营性现金流略有流出，主要系净利润减少、票据贴现减少、现款支付2024年开立的应付票据规模较大所致。
- **精密减速器业务逐步崭露头角。**子公司国茂精密上半年产品销量增速较快，协助客户推出“双曲面凸轮加谐波减速器”五轴转台新产品，此外积极配合主机厂研发旋转关节模组。摩多利传动主营精密行星减速器等，在智能搬运、中高端机床、机器人、新能源设备等下游取得订单突破。此外，国茂股份今年7月与克来机电等联合成立艾克斯智节（杭州）科技有限公司，股东各方期望发挥各自优势，在机器人、机械臂的关节模组领域展开合作。

投资建议：行业整合或推动份额集中，多元化产品矩阵构筑优势。减速机为工业传动基础部件，存在中长期稳定换新需求和国产替代趋势。短期市场波动或加速中小企业出清。国茂股份通用减速机产品系列完善，同时布局专用、精密领域，孵化增长新潜力。但考虑到当前的下游表现，我们调整2025-2026年归母净利润预测（前值为4.34/5.04亿元），同时引入2027年预测，预计公司2025-2027年归母净利润为2.82/3.27/3.79亿元，预计EPS为0.43/0.50/0.58元，对应PE为39X/34X/29X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**行业需求不及预期风险、市场竞争加剧风险、新业务拓展不及预期风险。

盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,589	2,715	2,907	3,145
同比增速(%)	-2.67%	4.85%	7.07%	8.19%
归母净利润(百万元)	294	282	327	379
同比增速(%)	-25.78%	-4.05%	16.09%	16.01%
EPS摊薄(元)	0.45	0.43	0.50	0.58
市盈率(P/E)	37.56	39.14	33.72	29.07

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年9月1日盘后）

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1896	927	1018	1116
交易性金融资产	252	1350	1520	1753
应收票据及应收账款	324	328	345	371
存货	624	653	683	724
预付款项	6	6	7	8
其他流动资产	513	546	583	630
流动资产合计	3614	3811	4156	4603
长期股权投资	262	265	279	287
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1092	1067	1008	925
无形资产	200	197	191	183
商誉	94	91	89	88
递延所得税资产	45	48	48	48
其他非流动资产	41	61	59	57
资产总计	5348	5539	5831	6191
短期借款	6	6	6	5
应付票据及应付账款	1175	1227	1305	1409
其他流动负债	358	371	401	439
流动负债合计	1539	1604	1712	1853
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	90	84	84	84
非流动负债合计	90	84	84	84
负债合计	1629	1688	1796	1937
归属于母公司的所有者权益	3660	3789	3968	4182
少数股东权益	59	62	67	71
股东权益	3719	3851	4035	4254
负债及股东权益总计	5348	5539	5831	6191

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	594	414	495	551
投资	414	-1078	-164	-218
资本性支出	-67	-166	-140	-124
其他	5	19	48	56
投资活动现金流净额	352	-1225	-256	-286
融资	-12	-2	-1	-1
支付股利及利息	-210	-136	-148	-165
其他	-25	-21	0	0
筹资活动现金流净额	-247	-158	-149	-166
现金净流量	699	-969	91	98

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2589	2715	2907	3145
营业成本	2042	2154	2291	2461
营业税金及附加	22	24	25	27
销售费用	66	69	73	79
管理费用	73	77	83	89
研发费用	118	124	134	144
财务费用	-2	-6	-3	-3
投资收益	51	48	51	58
公允价值变动收益	45	23	20	23
其他经营损益	-24	-16	5	14
营业利润	343	328	380	442
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	343	329	382	443
所得税费用	45	44	51	59
净利润	297	285	331	384
少数股东损益	4	4	4	5
归属母公司股东净利润	294	282	327	379
EPS摊薄(元)	0.45	0.43	0.50	0.58

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业总收入增长率	-2.7%	4.8%	7.1%	8.2%
EBIT增长率	-32.0%	19.8%	17.5%	16.1%
归母净利润增长率	-25.8%	-4.0%	16.1%	16.0%
总资产增长率	6.7%	3.6%	5.3%	6.2%
盈利能力				
销售毛利率	21.1%	20.7%	21.2%	21.7%
销售净利率	11.5%	10.5%	11.4%	12.2%
净资产收益率	8.0%	7.4%	8.2%	9.1%
总资产收益率	5.7%	5.2%	5.8%	6.4%
偿债能力				
资产负债率	30.5%	30.5%	30.8%	31.3%
流动比率	2.3	2.4	2.4	2.5
速动比率	1.9	2.0	2.0	2.1
估值比率				
PE	37.6	39.1	33.7	29.1
PB	3.0	2.9	2.8	2.6

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年9月1日盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089