

## 2020 年报点评：新产能释放有望延续高业绩增长

2021 年 04 月 17 日

### 增持 (维持)

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

**事件:** 公司 2020 年营收 2.17 亿, 同比+16.5%, 归母净利润 0.82 亿, 同比+40.3%; 扣非后归母净利润 0.47 亿, 同比+17.5%。公司每 10 股每股派发现金红利 2.5 元 (含税), 分红率 36.7%。

#### 投资要点

##### ■ 下游需求回暖, 公司营收实现较快增长

**公司 2020 年业绩实现较快增长。** 全年营业收入为 2.17 亿, 同比+16.5%, 归母净利润 0.82 亿元, 同比+40.3%, 扣非净利润 0.47 亿, 同比+17.5%。分产品来看, 谐波减速器及金属部件/一体化执行器收入分别 2.04/0.08 亿元, 同比+12.38%/200.1%。营收及利润增长明显主要系: 1) 汽车及 3C 行业回暖, 工业机器人需求提升, 公司作为首家实现谐波减速器的规模化生产的国产供应商, 产品性价比较高, 受益于下游需求回暖, 公司营收大幅增长。2) 公司积极开拓业务, 机电一体化产品逐步实现批量销售, 产销量大幅提升, 销售收入实现明显增长。

**在手订单方面,** 公司 2020 合同负债 (预收账款) 金额为 373.6 万元, 同比+50.3%, 存货期末金额为 1.27 亿元, 同比-7.4%, 我们判断, 公司在手订单充足, 伴随 2021 年产能逐步释放, 公司业绩预计进一步向好。

##### ■ 毛利率保持稳定, 控费能力优化推动净利率大幅增长

**2020 年综合毛利率 47.2%, 同比-2.19 pct。** 分产品看, 谐波减速器及金属部件/一体化执行器的毛利率分别为 47.6%/34.49%, 毛利率整体保持稳定。

**2020 年销售净利率为 37.5%, 同比+6.47pct, 反应控费能力大幅提升。** 公司全年期间费用率为 16.3%, 同比-8.21pct, 其中销售、管理 (含研发)、财务费用率控制良好, 分别同比-1.98pct/-3.31pct/-2.92pct, 研发费用率同比-1.94pct, 保持相对稳定。控费能力优化主要系公司 2020 年严格进行成本管控, 销售差旅费以及展会费大幅下降所致。

##### ■ 经营性现金流量创历史新高, 营运能力显著提升

**公司经营性净现金流 1.26 亿元, 同比+287.9.3%, 创历史新高。** 经营性现金流大幅提升主要得益于: 1) 公司营运能力显著提升。报告期内公司存货周转天数为 417 天, 同比大幅减少 83 天; 应收账款周转天数 64 天, 同比减少 6 天。营业周期已接近上一轮周期时的健康水平, 主要系公司保持较为严格的信用政策, 收款速度提升, 营运能力大幅提高。2) 公司收到政府补助大幅提升。2020 年收到政府补助产生的现金流金额为 0.55 亿元, 同比+304.7%。

##### ■ 行业景气+龙头地位稳固, 公司产能释放有望直接兑现为业绩增长

**行业层面来看,** 1) **机器人:** ①工业机器人: 制造业投资进入长景气周期+下游行业 3C 需求旺盛+国产化率提升; ②协作机器人: 资本环境好, 技术起点与海外相近, 国产协作机器人有望弯道超车。综合来看, 我们认为 2020-2022 年国内机器人用谐波减速器市场规模复合增速有望达 17%左右。2) **机床:** 随数控机床操作精度要求提升, 谐波减速器有望取代行星减速器, 需求快速释放。据我们测算, 2020-2022 年国内数控机床用谐波减速器市场规模复合增速有望达 14%。

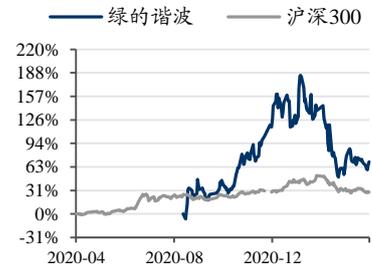
**公司层面来看,** ①**地位稳固:** 公司从 1999 年开始帮 ABB 等代工精密金属零部件, 20 年助力公司真正理解谐波减速器底层技术, 导致公司从铸件锻件选择、材料选择、齿形设计等方面均区别于哈默纳科, 长期技术积累奠定公司稳固地位。②**产能亟待释放:** 当前公司产能 9 万台/年, 营收释放受制于产能, 募投项目拟将公司产能增加至 60 万台/年, 从目前厂房及设备采购情况来看, 2021 年底有能力达到 25 万台/年以上, 有望吸引前期处于观望状态的大厂商, 并进一步布局海外市场。③**大空间:** 虽然全球谐波减速器市场空间仅为 50 亿元左右, 但竞争格局良好, 全球几乎被哈默纳科和绿的谐波垄断, 公司 2018 年全球市占率 (销量口径) 仅 6%, 假设产能释放后公司市占率达 25%左右, 营收还有 3 倍以上增长空间。

**公司近期打入埃斯顿供应链, 意味着公司谐波减速器产品质量得到认可, 助力公司进一步打开国产龙头机器人厂商市场。**

**盈利预测与投资评级:** 随着行业景气度超预期延续, 我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.02/1.43 元上调至 1.08/1.75 元, 预计 2023 年 EPS 为 2.84 元, 当前市值对应 PE 为 93/57/35X, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 工程机械行业景气度不及预期; 新业务开展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	99.98
一年最低/最高价	52.22/178.70
市净率(倍)	7.18
流通 A 股市值(百万元)	2889.43

### 基础数据

每股净资产(元)	13.92
资产负债率(%)	7.02
总股本(百万股)	120.42
流通 A 股(百万股)	28.90

### 相关研究

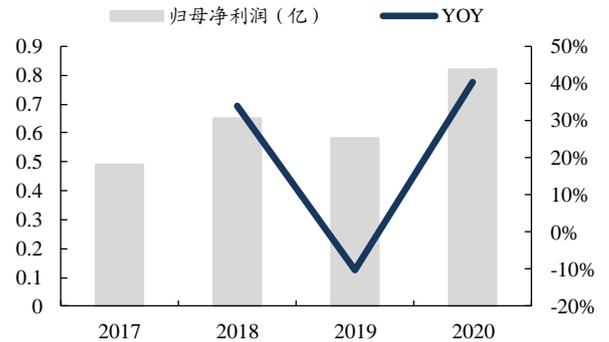
1、《绿的谐波 (688017): 突出重围的机器人核心零部件国产龙头》2020-11-26

图 1: 2020 年实现收入 2.17 亿, 同比+16.5%



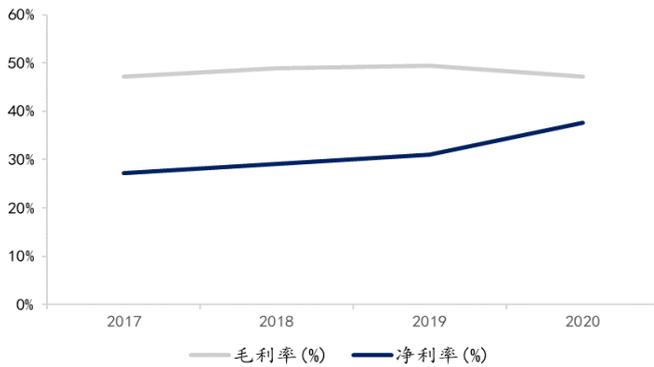
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 0.82 亿, 同比+40.3%



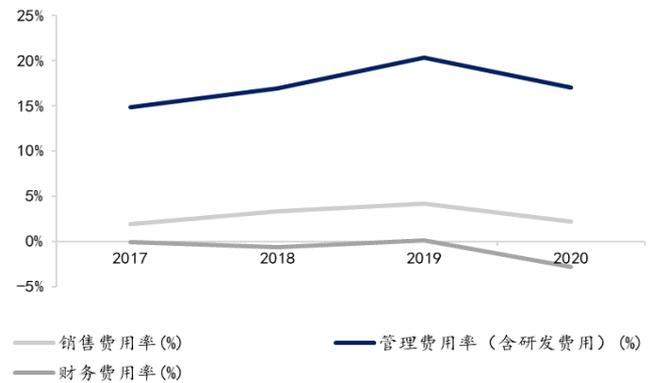
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 净利率大幅提升



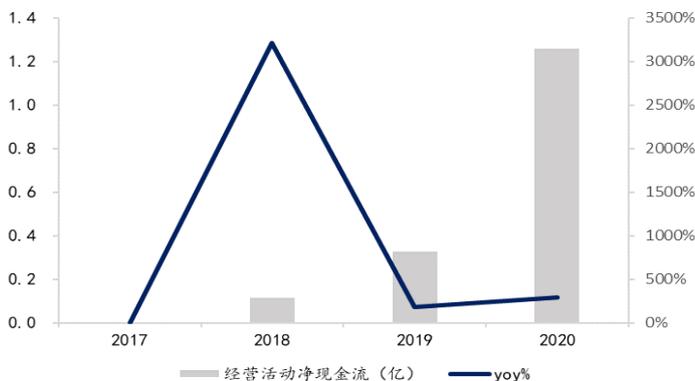
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 期间费用率控制良好



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 经营性净现金流创历史新高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 应收账款周转率明显提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 绿的谐波三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1487</b>	<b>2485</b>	<b>2519</b>	<b>2685</b>	<b>营业收入</b>	<b>217</b>	<b>326</b>	<b>505</b>	<b>801</b>
现金	525	2116	1942	1760	减:营业成本	114	168	242	352
应收账款	41	54	111	219	营业税金及附加	2	3	4	7
存货	127	185	265	385	营业费用	5	13	18	24
其他流动资产	794	131	202	320	管理费用	14	50	71	97
<b>非流动资产</b>	<b>312</b>	<b>514</b>	<b>699</b>	<b>879</b>	财务费用	-6	-39	-60	-55
长期股权投资	10	10	10	10	加:投资净收益	7	0	0	0
固定资产	233	437	622	803	其他收益	-1.4	15.6	10.6	15.6
在建工程	53	76	83	85	<b>营业利润</b>	<b>94</b>	<b>147</b>	<b>241</b>	<b>392</b>
无形资产	19	18	18	17	加:营业外净收支	0	3	3	3
其他非流动资产	59	59	59	59	<b>利润总额</b>	<b>94</b>	<b>150</b>	<b>244</b>	<b>395</b>
<b>资产总计</b>	<b>1799</b>	<b>3000</b>	<b>3218</b>	<b>3565</b>	减:所得税费用	13	20	32	51
<b>流动负债</b>	<b>88</b>	<b>131</b>	<b>183</b>	<b>261</b>	少数股东损益	-1	1	2	3
短期借款	10	10	10	10	<b>归属母公司净利润</b>	<b>82</b>	<b>129</b>	<b>210</b>	<b>341</b>
应付账款	51	75	108	157	EBIT	83	93	171	322
其他流动负债	27	46	66	94	EBITDA	104	120	214	384
<b>非流动负债</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>					
长期借款	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他非流动负债	39	39	39	39	每股收益(元)	0.68	1.08	1.75	2.84
<b>负债合计</b>	<b>126</b>	<b>170</b>	<b>222</b>	<b>299</b>	每股净资产(元)	13.92	23.60	24.97	27.18
少数股东权益	-3	-2	-0	3	发行在外股份(百万 股)	120	120	120	120
归属母公司股东权益	1676	2832	2996	3262	ROIC(%)	8.6%	7.8%	15.0%	20.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1799</b>	<b>3000</b>	<b>3218</b>	<b>3565</b>	ROE(%)	4.9%	4.6%	7.0%	10.4%
					毛利率(%)	46.4%	47.6%	51.3%	55.3%
					销售净利率(%)	37.5%	39.7%	41.6%	42.5%
					资产负债率(%)	7.0%	5.7%	6.9%	8.4%
					收入增长率(%)	16.5%	50.7%	54.8%	58.6%
					净利润增长率(%)	40.3%	57.7%	62.5%	62.0%
					P/E	146.7	92.7	57.1	35.2
					P/B	7.2	4.2	4.0	3.7
					EV/EBITDA	117.5	101.3	57.0	32.0

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>