

证券研究报告—动态报告

机械设备

工业机械

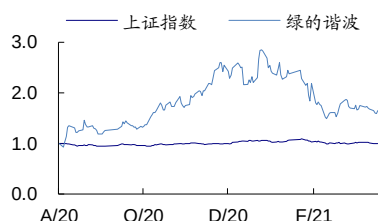
绿的谐波(688017)
买入

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	120/29
总市值/流通(百万元)	11,679/2,803
上证综指/深圳成指	3,399/13,680
12 个月最高/最低(元)	178.70/52.22

相关研究报告:

《绿的谐波-688017-2020 年业绩快报点评: 业绩略低预期, 伴随产能释放公司有望加速成长》——2021-03-02

《绿的谐波-688017-2020 年三季报点评: 业绩符合预期, 伴随产能扩张公司有望加速成长》——2020-10-29

《国信证券-绿的谐波-688017-深度报告: 谐波减速器龙头, 具备全球竞争力的核心零部件公司》——2020-09-14

《绿的谐波-688017-2020 年中报点评: 打破国外垄断, 快速崛起的谐波减速器龙头》——2020-09-03

证券分析师: 贺泽安

电话:
E-MAIL: hezean@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080003

证券分析师: 吴双

电话:
E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519120001

联系人: 田丰

电话:
E-MAIL: tianfeng1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

谐波减速器产能逐步释放, 新品打开更大空间

● 2020 年收入同比增长 16.47%, 业绩同比增长 40.31%

公司发布 2020 年报, 实现营收 2.17 亿元, 同比+16.47%; 归母净利润 0.82 亿元, 同比+40.31%, 扣非归母净利润 0.47 亿元, 同比+17.56%, 业绩符合预期。公司毛利率/净利率分别为 47.18%/37.54%, 同比变动 -2.19%/+6.47 个 pct; 公司费用管控良好, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.19%/5.90%/11.10%/-2.84%, 同比变动 -1.98/-1.37/-1.94/-2.92 个 pct。公司经营性现金流净额 1.26 亿元, 同比+287.87%, 现金流情况显著改善, 主要系销售回款以及收到政府补助资金增加。

● 谐波减速器产能释放推动收入增长, 新产品推出打开成长新空间

分产品看, 2020 年谐波减速器及金属部件/机电一体化执行器实现营收 2.04/0.08 亿元, 同比+12.38%/+200.10%, 谐波减速器出货量受制于产能限制, 随着公司产能逐步释放, 且机电一体化产品逐步实现批量销售, 未来有望加速公司收入增长。分地区看, 2020 年公司内销/外销收入为 1.79/0.38 亿元, 同比+39.21%/-34.10%, 收入占比为 82.45%/17.55%, 主要系 2020 年国内机器人及一般工业需求旺盛, 国内收入快速增长, 出口业务受疫情影响有所下降。下游需求旺盛, 公司沿产业链持续进行产品品类拓展。公司谐波减速器已推出采用三次谐波技术具备更高精度/刚度的 Y 系列产品, 同时推进基于 Y 系列精密减速器的数控转台, 已在机床行业开始小批量的应用, 另外还逐步推出关联的伺服驱动器、无框力矩电机等单品, 也进一步开发了包括电液伺服阀、柱塞泵及摆动油缸等液压产品, 产品的品类扩张有望打开公司更大成长空间。

● 投资建议: 维持“买入”评级

考虑公司的产能释放节奏, 我们下调 2021-23 年归母净利润至 1.33/2.04/2.83 亿元 (2021-22 年前值 1.41/2.27 亿元), 对应 PE 83/51/37 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示:

行业竞争加剧; 客户突破不及预期; 新产品拓展不及预期。

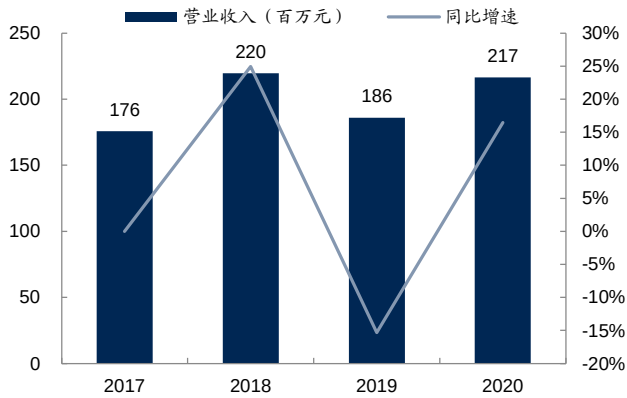
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	216.51	362.32	562.26	801.58
(+/-%)	16.47%	67.34%	55.18%	42.56%
净利润(百万元)	82.05	132.65	203.53	282.78
(+/-%)	40.31%	61.67%	53.43%	38.93%
摊薄每股收益(元)	0.68	1.10	1.69	2.35
EBIT Margin	27.17%	30.79%	33.26%	35.20%
净资产收益率(ROE)	4.90%	7.45%	10.36%	12.75%
市盈率(PE)	142.34	88.05	57.38	41.30
EV/EBITDA	148.51	85.64	52.57	36.03
市净率(PB)	6.97	6.56	5.95	5.27

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

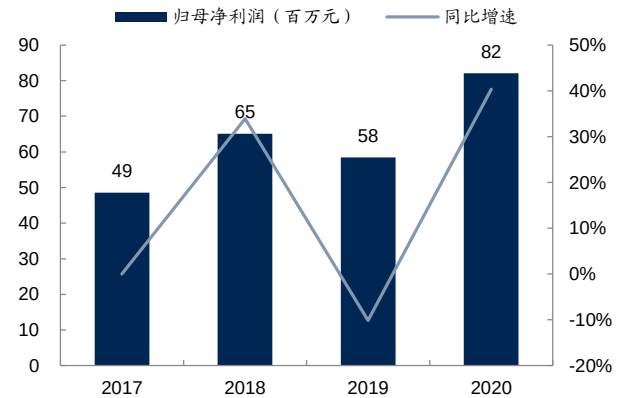
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 绿的谐波 2020 年营业收入同比+16.47%



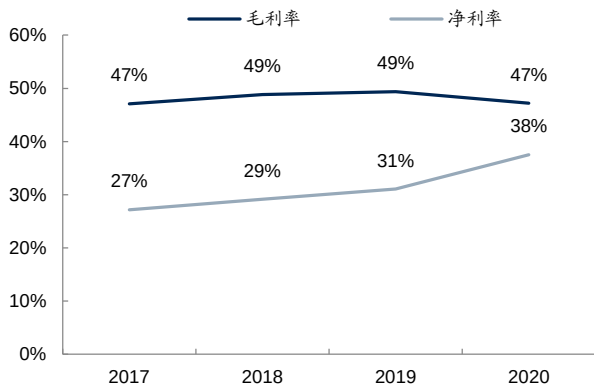
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 绿的谐波 2020 年归母净利润同比+40.31%



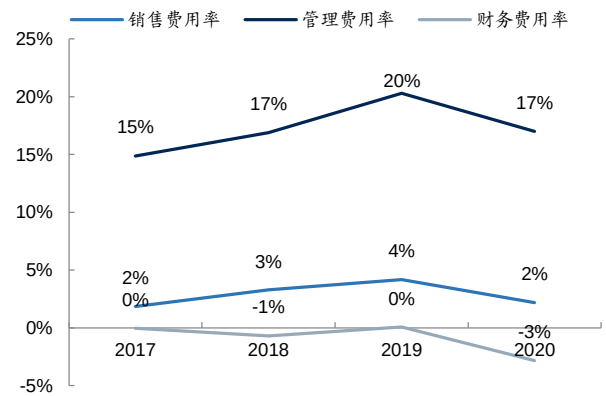
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 绿的谐波盈利能力保持稳定



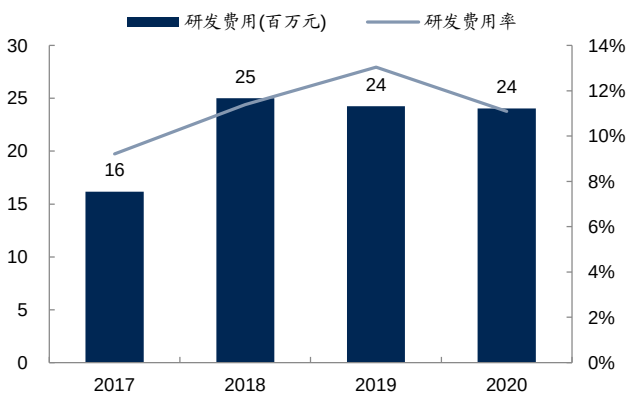
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 绿的谐波期间费用率略有下降



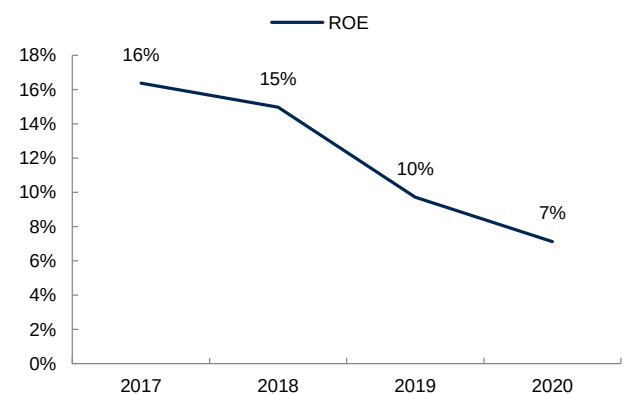
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 绿的谐波研发费用维持高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 绿的谐波 ROE 有所下滑



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿元)	股价 (元) 20210415	EPS			PE		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022
中大力德	未评级	20.34	25.43	0.88	1.45	1.82	28.90	17.54	13.97
国茂股份	买入	184.25	38.99	0.76	0.93	1.13	51.30	41.92	34.50
平均值							40.10	29.73	24.24
绿的谐波	买入	116.79	96.99	0.68	1.10	1.69	142.34	88.17	57.39

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测
 注: 未评级公司为 Wind 一致预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	525	576	479	337	营业收入	217	362	562	802
应收款项	41	69	110	141	营业成本	114	182	271	373
存货净额	127	205	265	300	营业税金及附加	2	2	4	6
其他流动资产	337	139	240	552	销售费用	5	7	11	16
流动资产合计	1487	1447	1551	1787	管理费用	37	59	90	125
固定资产	233	399	552	689	财务费用	-6	-11	-11	-6
无形资产及其他	19	19	19	20	投资收益	7	30	34	39
投资性房地产	50	50	50	50	资产减值及公允价值变动	17	-4	-4	-8
长期股权投资	10	10	10	10	其他收入	5	0	0	0
资产总计	1799	1924	2182	2555	营业利润	94	149	227	319
短期借款及交易性金融负债	10	0	0	86	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	51	73	127	139	利润总额	94	149	227	319
其他流动负债	27	35	59	82	所得税费用	13	17	26	39
流动负债合计	88	108	186	308	少数股东损益	-1	-1	-2	-3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	82	133	204	283
其他长期负债	39	39	39	39					
长期负债合计	39	39	39	39	现金流量表 (百万元)				
负债合计	126	146	225	347		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(3)	(5)	(6)	(9)	净利润	82	133	204	283
股东权益	1676	1782	1964	2217	资产减值准备	3	5	4	4
负债和股东权益总计	1799	1924	2182	2555	折旧摊销	21	27	39	52
					公允价值变动损失	-17	4	4	8
					财务费用	-6	-11	-11	-6
					营运资本变动	-231	127	-120	-338
					其它	-4	-7	-6	-6
					经营活动现金流	-145	288	125	2
					资本开支	-67	-201	-201	-201
					其它投资现金流	-262	0	0	0
					投资活动现金流	-339	-201	-201	-201
					权益性融资	980	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	0	-27	-21	-30
					其它融资现金流	4	-10	0	86
					融资活动现金流	984	-37	-21	57
					现金净变动	500	50	-97	-142
					货币资金的期初余额	26	525	576	479
					货币资金的期末余额	525	576	479	337
					企业自由现金流	-227	51	-116	-240
					权益自由现金流	-222	50	-106	-148

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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