

## 2021 年中报点评：业绩超市场预期，产能加速释放+盈利能力大幅提升

### 增持（维持）

**事件：**公司公布 2021 年半年度报告，上半年实现营业收入 1.84 亿元，同比+108.16%；归属净利润 8340.45 万元，同比+145%，基本每股收益 0.69 元。

#### 投资要点

##### ■ 产能加速释放，公司营收快速增长

**公司 2021H1 业绩实现快速增长。**上半年营业收入 1.84 亿元，同比+108.2%，其中谐波减速器及金属部件业务营收 1.74 亿元，机电一体化业务营收 0.08 亿元。归母净利润 0.83 亿元，同比+145.0%，**已超过 2020 年全年利润水平**。营收及利润增长迅速主要系：1) 工业机器人行业景气度旺盛，根据国家统计局统计，国内 1-6 月工业机器人产量 17.4 万套，同比+69.8%。公司作为国内谐波减速器龙头供应商，显著受益于下游需求回暖，同时产能加速释放也进一步兑现为业绩。2) 公司机电一体化产品逐步放量，产销量大幅提升，带动销售收入实现增长。

**在手订单方面，**公司 2020 合同负债（预收账款）金额为 692.0 万元，同比+85.2%。我们判断主要原因系公司在手订单充足，产能供不应求所致。伴随 2021H2 产能逐步释放，公司业绩有望迎来高速兑现期。

##### ■ 盈利能力显著提升，规模效应下费用率大幅下降

**2021H1 公司综合毛利率 51.5%，同比+4.5pct；销售净利率为 45.5%，同比+7.1pct，盈利能力显著提升。**公司上半年期间费用率仅为 7.6%，同比-13.9pct，其中销售、管理（含研发）、财务费用率均有不同程度的下降，分别同比-0.8pct/-8.1pct/-5.0pct，主要系公司费用控制良好，规模效应下费用率水平显著下降，同时合理利用金融工具取得利息收入冲抵财务支出。受研发人员薪酬增长影响，上半年公司研发费用同比增长 36.7%，但由于公司营收增长迅速，研发费用率仅为 8.0%，同比-4.2pct。

##### ■ 经营性现金流量充裕，营运能力向好

**公司经营净现金流 0.54 亿元，同比+98.1%。**经营性现金流大幅提升主要得益于：1) 销售回款大幅增加，一方面，公司保持较为严格的收付款政策，回款速度提升；另一方面，2020Q4 以来公司持续满产满销，部分订单回款延迟至 2021Q1。2) 公司营运能力显著提升，上半年公司存货周转天数为 271 天，同比减少 254 天；应收账款周转天数 48 天，同比减少 32 天，营业周期大幅缩短。3) 稳定的政府补助。公司是国家专精特新小巨人企业，近年来多次参与国家专项，上半年公司收到政府补助产生的现金流净额共为 871 万元。

##### ■ 行业景气+国内龙头地位稳固，产能加速释放下业绩有望快速兑现

行业层面来看，①工业机器人：制造业景气回升+国产化率提升+机器换人临界点已至，工业机器人有望开启大规模渗透时代；②协作机器人：资本环境利好+技术起点与海外相近，国产协作机器人有望实现弯道超车。③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。

公司层面来看，①地位稳固：长期技术积累奠定国内龙头的稳固地位。②产能在加速释放：2021H1 公司产能已部分释放，我们预计至 2021 年底产能有望较年初翻倍，满产满销下产能将直接转化为业绩。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。公司 2018 年谐波减速器销量全球市占率仅 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。

截至报告期，公司谐波减速器产品已经涵盖包括埃斯顿、广州数控等主要国产机器人厂商，并有望凭借突出的性价比优势打入四大家族供应链。随着产能持续加速释放，规模效应下业绩有望快速兑现。

**盈利预测与投资评级：**随着行业延续高景气，我们将 2021/2022 年的归母净利润从 1.29/2.10 亿元上调至 1.70/2.53 亿元，维持 2023 年 3.41 亿元的归母净利润预测。当前市值对应 PE 为 103/69/51X，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业景气度不及预期；新业务开展不及预期。

2021 年 08 月 21 日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

[zhouershu@dwzq.com.cn](mailto:zhouershu@dwzq.com.cn)

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

[zhubb@dwzq.com.cn](mailto:zhubb@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元)        | 144.80       |
| 一年最低/最高价      | 86.00/178.70 |
| 市净率(倍)        | 10.08        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,184.72     |

### 基础数据

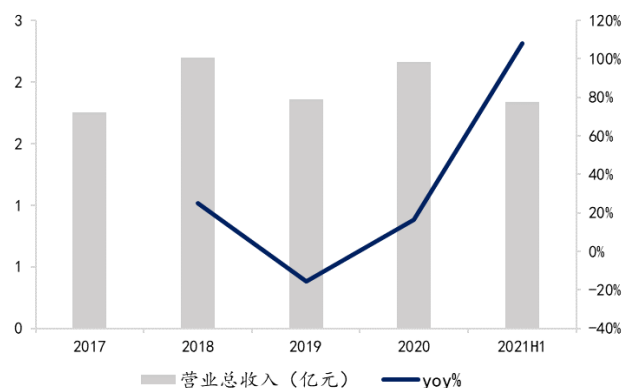
|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 14.36  |
| 资产负债率(%)    | 10.40  |
| 总股本(百万股)    | 120.42 |
| 流通 A 股(百万股) | 28.90  |

### 相关研究

1、《绿的谐波 (688017)：2020 年报点评：新产能释放有望延续高业绩增长》2021-04-17

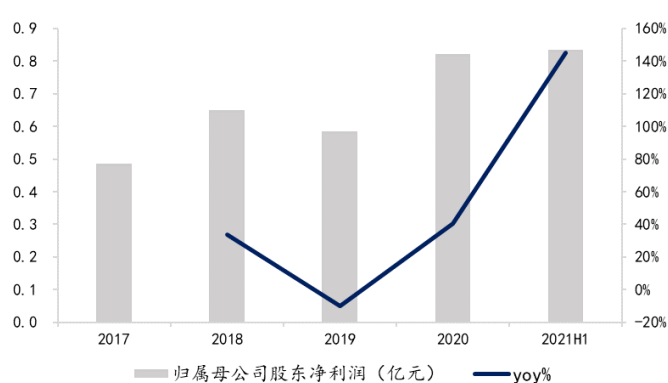
2、《绿的谐波 (688017)：突出重围的机器人核心零部件国产龙头》2020-11-26

图 1: 2021H1 实现营业收入 1.84 亿元, 同比+108.2%



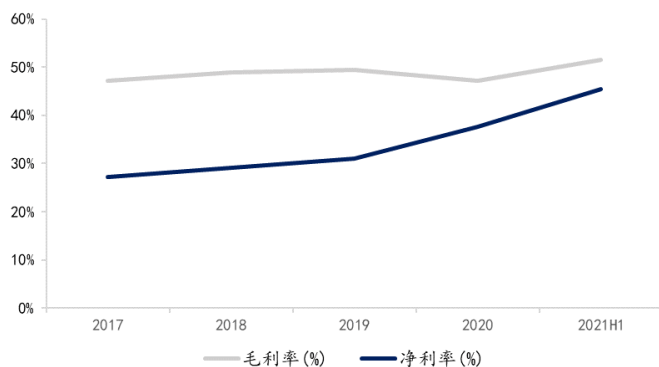
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2021H1 归母净利润 0.83 亿元, 同比+145.0%



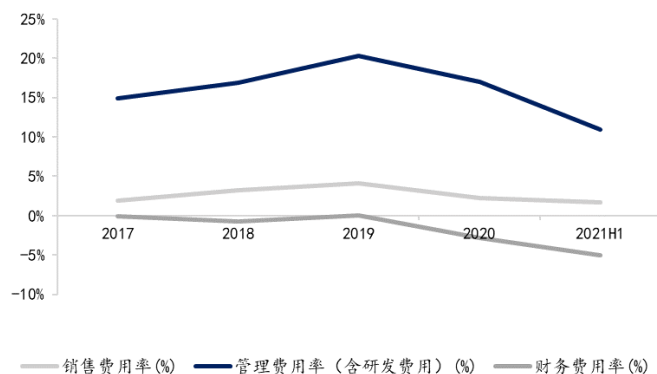
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 毛利率与净利率大幅提升



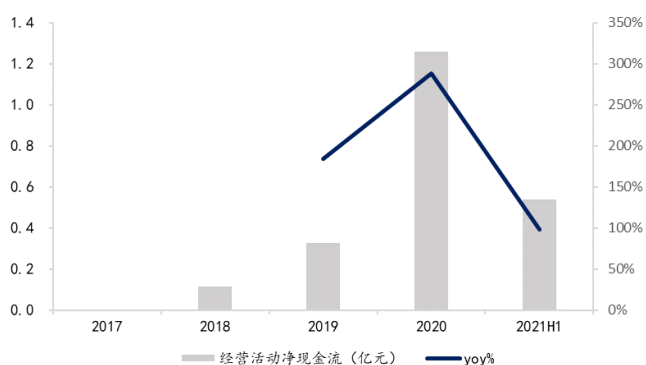
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 期间费用率大幅提升



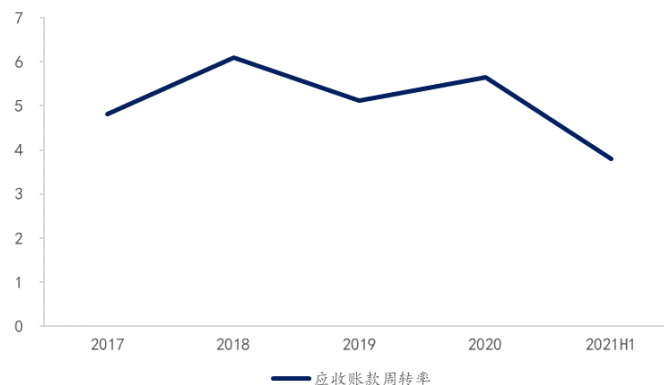
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 经营性净现金流充裕



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 应收账款周转率有所下降



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)        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        | 利润表 (百万元)        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>1487</b>  | <b>2538</b>  | <b>2617</b>  | <b>2783</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>217</b>   | <b>387</b>   | <b>581</b>   | <b>813</b>   |
| 现金                 | 525          | 2108         | 1979         | 1899         | 减:营业成本           | 114          | 192          | 283          | 388          |
| 应收账款               | 41           | 64           | 96           | 134          | 营业税金及附加          | 2            | 3            | 5            | 7            |
| 存货                 | 127          | 211          | 310          | 426          | 营业费用             | 5            | 10           | 12           | 12           |
| 其他流动资产             | 794          | 155          | 233          | 325          | 管理费用             | 14           | 55           | 79           | 98           |
| <b>非流动资产</b>       | <b>312</b>   | <b>509</b>   | <b>694</b>   | <b>869</b>   | 财务费用             | -6           | -39          | -61          | -58          |
| 长期股权投资             | 10           | 10           | 10           | 10           | 资产减值损失           | 11           | 10           | 10           | 10           |
| 固定资产               | 233          | 432          | 617          | 792          | 加:投资净收益          | 7            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程               | 53           | 76           | 83           | 85           | 其他收益             | -13          | 1            | 1            | 1            |
| 无形资产               | 19           | 18           | 18           | 17           | <b>营业利润</b>      | <b>94</b>    | <b>177</b>   | <b>274</b>   | <b>376</b>   |
| 其他非流动资产            | 59           | 59           | 59           | 59           | 加:营业外净收支         | 0            | 20           | 20           | 20           |
| <b>资产总计</b>        | <b>1799</b>  | <b>3047</b>  | <b>3311</b>  | <b>3652</b>  | <b>利润总额</b>      | <b>94</b>    | <b>197</b>   | <b>294</b>   | <b>396</b>   |
| <b>流动负债</b>        | <b>88</b>    | <b>147</b>   | <b>211</b>   | <b>282</b>   | 减:所得税费用          | 13           | 26           | 38           | 51           |
| 短期借款               | 10           | 10           | 10           | 10           | 少数股东损益           | -1           | 2            | 3            | 3            |
| 应付账款               | 51           | 86           | 126          | 173          | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>82</b>    | <b>170</b>   | <b>253</b>   | <b>341</b>   |
| 其他流动负债             | 27           | 51           | 75           | 100          | EBIT             | 83           | 128          | 203          | 308          |
| <b>非流动负债</b>       | <b>39</b>    | <b>39</b>    | <b>39</b>    | <b>39</b>    | EBITDA           | 104          | 155          | 247          | 370          |
| 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         | 1.41         | 2.10         | 2.83         |
| <b>负债合计</b>        | <b>126</b>   | <b>185</b>   | <b>249</b>   | <b>321</b>   | 每股净资产(元)         | 13.92        | 23.78        | 25.42        | 27.63        |
| 少数股东权益             | -3           | -2           | 1            | 4            | 发行在外股份(百万股)      | 120          | 120          | 120          | 120          |
| 归属母公司股东权益          | 1676         | 2863         | 3061         | 3327         | ROIC(%)          | 8.6%         | 10.6%        | 17.3%        | 19.8%        |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>1799</b>  | <b>3047</b>  | <b>3311</b>  | <b>3652</b>  | ROE(%)           | 4.9%         | 5.9%         | 8.3%         | 10.2%        |
|                    |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 47.2%        | 50.4%        | 51.3%        | 52.2%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | 销售净利率(%)         | 37.5%        | 43.8%        | 43.5%        | 41.9%        |
| 经营活动现金流            | 126          | 317          | 90           | 120          | 资产负债率(%)         | 7.0%         | 6.1%         | 7.5%         | 8.8%         |
| 投资活动现金流            | -577         | 248          | -218         | -227         | 收入增长率(%)         | 16.5%        | 78.9%        | 50.1%        | 39.9%        |
| 筹资活动现金流            | 952          | 1027         | -46          | -75          | 净利润增长率(%)        | 40.3%        | 106.7%       | 49.2%        | 34.6%        |
| 现金净增加额             | 500          | 1591         | -175         | -182         | P/E              | 212.50       | 102.79       | 68.87        | 51.15        |
| 折旧和摊销              | 21           | 27           | 44           | 62           | P/B              | 10.40        | 6.09         | 5.70         | 5.24         |
| 资本开支               | -67          | -209         | -218         | -227         | EV/EBITDA        | 169.65       | 113.70       | 71.68        | 48.01        |
| 营运资本变动             | -231         | 174          | -156         | -270         |                  |              |              |              |              |

数据来源: Wind, 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>