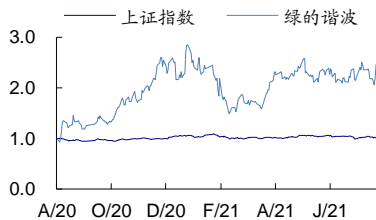


证券研究报告—动态报告
机械设备
工业机械
绿的谐波(688017)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 23 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)	120/66
总市值/流通(百万元)	17,436/4,185
上证综指/深圳成指	3,427/14,254
12 个月最高/最低(元)	178.70/52.22

相关研究报告:

《绿的谐波-688017-2021 一季报点评: 业绩超预期, 规模化效应带动毛利率显著提升》——2021-04-26

《绿的谐波-688017-2020 年报点评: 谐波减速器产能逐步释放, 新品打开更大空间》——2021-04-19

《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

证券分析师: 吴双

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

联系人: 田丰

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

工业机器人行业增长迅速, 产能加速释放

● 2021 年上半年营收同比+108.16%, 净利润同比+144.98%

公司发布 2021 年中报, 21H1 实现营收 1.84 亿元, 同比+108.16%; 归母净利润 0.83 亿元, 同比+144.98%, 扣非归母净利润 0.64 亿元, 同比+277.14%, 业绩超预期。单季度看, 21Q2 实现营收 1.07 亿元, 同比+91.14%, 归母净利润 0.47 亿元, 同比+149.59%, 主要系公司产能持续爬坡, 且工业机器人行业增长迅速, 下游需求旺盛。21H1 毛利率/净利率/扣非净利率分别为 51.49%/45.49%/34.87%, 同比变动 +4.53/+7.15/+15.62 个 pct, 毛利率提升主要系 21Q1 提升所致, 净利率提升主要得益于规模效应带动销售/管理等费用率降低且理财收益带来的利息收入增长所致, 21H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.64%/2.94%/-5.01%/7.98%, 同比变动-0.83/-3.96/-4.98/-4.18 个 pct。21H1 公司经营性现金流净额 0.54 亿元, 同比+98.07%, 主要系销售回款增加所致。

● 工业机器人行业需求旺盛, 公司产能加速释放

按产品来看, 21H1 谐波减速器及金属部件/机电一体化产品收入 1.74/0.08 亿元, 20 年全年分别 2.04/0.08 亿元, 21H1 已达到 20 年全年收入的 85%/97%; 按地区来看, 21H1 国内/国外收入分别 1.51/0.33 亿元, 20 年全年分别 1.79/0.38 亿元, 21H1 已达到 20 年全年收入的 85%/87%。从下游工业机器人行业来看, 2021 年 7 月工业机器人产量 3.13 万台, 同比增长 42.30%; 2021 年 1-7 月工业机器人产量 20.51 万台, 同比大幅增长 64.60%, 工业机器人行业增长迅速。此外, 数控机床谐波转台已在机床后市场行业小批量应用, 伺服驱动器、无框力矩电机、液压产品等新开发的产品有望进一步打开成长空间。

● 投资建议:

公司是国家专精特新小巨人企业, 产能扩张节奏超预期, 下游需求持续旺盛, 且规模化效应带动盈利能力提升显著, 我们小幅上调公司 2021-2023 年归母净利润至 1.65/2.36/3.33 亿元(前值 1.36/2.07/2.86 亿元), 对应 PE 105/74/52 倍, 维持“买入”评级。

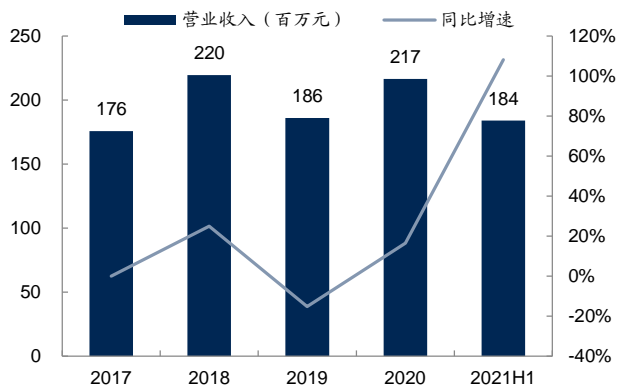
● 风险提示: 行业竞争加剧; 客户突破不及预期; 新产品拓展不及预期。
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	216.51	405.92	597.87	853.28
(+/-%)	16.47%	87.48%	47.29%	42.72%
净利润(百万元)	82.05	165.42	236.09	332.93
(+/-%)	40.31%	101.61%	42.72%	41.02%
摊薄每股收益(元)	0.68	1.37	1.96	2.76
EBIT Margin	27.17%	34.84%	37.34%	39.55%
净资产收益率(ROE)	4.90%	9.15%	11.69%	14.37%
市盈率(PE)	212.50	105.41	73.86	52.37
EV/EBITDA	220.94	104.74	67.26	45.60
市净率(PB)	10.40	9.65	8.64	7.52

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

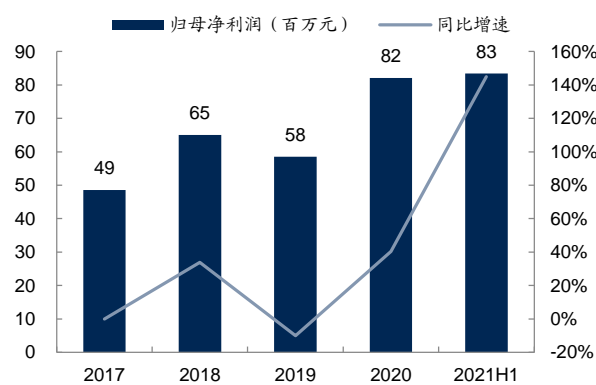
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 绿的谐波 21H1 营业收入同比+108.16%



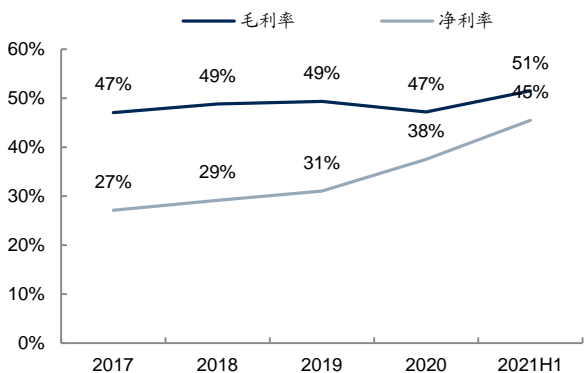
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 绿的谐波 21H1 归母净利润同比+144.98%



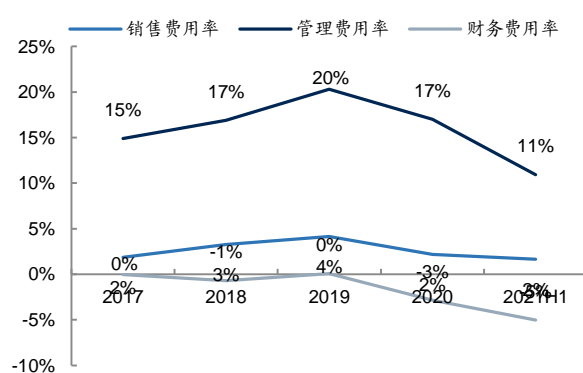
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 绿的谐波盈利能力有所提升



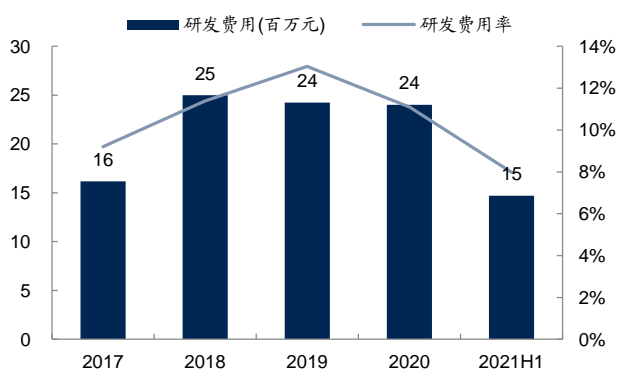
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 绿的谐波期间费用率略有下降



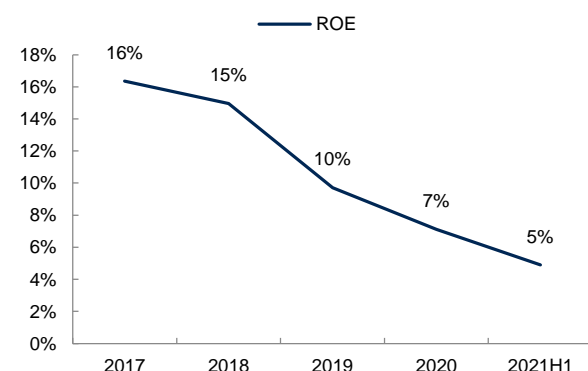
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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) 20210820	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
中大力德	未评级	25.48	24.50	0.88	1.07	1.31	27.84	22.90	18.70
国茂股份	买入	203.17	43.00	0.76	1.00	1.30	56.58	43.00	33.08
						平均值	42.21	32.95	25.89
绿的谐波	买入	174.36	144.80	0.68	1.37	1.96	212.94	105.41	73.86

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	565	504	337	营业收入	217	406	598	853
应收款项	41	78	117	150	营业成本	114	198	281	388
存货净额	127	227	278	315	营业税金及附加	2	3	4	6
其他流动资产	337	155	255	588	销售费用	5	8	11	15
流动资产合计	1487	1482	1612	1846	管理费用	37	56	78	107
固定资产	233	399	552	689	财务费用	-6	-18	-11	-8
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	1959	2243	2614	营业利润	94	186	264	376
短期借款及交易性金融负债	10	0	0	40	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	51	80	132	146	利润总额	94	186	264	376
其他流动负债	27	37	59	82	所得税费用	13	22	30	46
流动负债合计	88	117	192	268	少数股东损益	-1	-2	-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	165	236	333
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	156	230	306	净利润	82	165	236	333
少数股东权益	(3)	(5)	(7)	(10)	资产减值准备	3	5	4	4
股东权益	1676	1808	2019	2317	折旧摊销	21	27	39	52
负债和股东权益总计	1799	1959	2243	2614	公允价值变动损失	-17	4	4	8
					财务费用	-6	-18	-11	-8
					营运资本变动	-231	90	-112	-362
					其它	-4	-7	-6	-7
关键财务与估值指标					经营活动现金流	-145	284	165	28
每股收益	0.68	1.37	1.96	2.76	资本开支	-67	-201	-201	-201
每股红利	0.00	0.28	0.20	0.29	其它投资现金流	-262	0	0	0
每股净资产	13.92	15.01	16.77	19.24	投资活动现金流	-339	-201	-201	-201
ROIC	6%	11%	17%	19%	权益性融资	980	0	0	0
ROE	5%	9%	12%	14%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	47%	51%	53%	55%	支付股利、利息	0	-34	-25	-35
EBIT Margin	27%	35%	37%	40%	其它融资现金流	4	-10	0	40
EBITDA Margin	37%	41%	44%	46%	融资活动现金流	984	-44	-25	5
收入增长	16%	87%	47%	43%	现金净变动	500	40	-60	-168
净利润增长率	40%	102%	43%	41%	货币资金的期初余额	26	525	565	504
资产负债率	7%	8%	10%	11%	货币资金的期末余额	525	565	504	337
息率	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	企业自由现金流	-227	40	-76	-215
P/E	212.5	105.4	73.9	52.4	权益自由现金流	-222	40	-66	-169
P/B	10.4	9.6	8.6	7.5					
EV/EBITDA	220.9	104.7	67.3	45.6					

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。

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