

绿的谐波 (688017.SH)

归母净利润同比增长 130%，深度受益工业机器人行业增长

买入

核心观点

2021 年收入同比增长 104.77%，归母净利润同比增长 130.56%。公司 2021 年实现营收 4.43 亿元，同比增长 104.77%；归母净利润 1.89 亿元，同比增长 130.56%；扣非归母净利润 1.47 亿元，同比增长 214.47%。单季度看，2021Q4 实现营收 1.24 亿元，同比增长 82.95%；归母净利润 0.47 亿元，同比增长 154.36%；扣非归母净利润 0.38 亿元，同比增长 203.97%。收入业绩大幅增长主要系工业机器人行业快速发展，下游市场需求旺盛，公司扩产能规划稳步推进。公司 2021 年毛利率/净利率为 52.52%/42.87%，同比变动 +5.33/+5.34 个 pct，盈利能力稳中有升，规模效应彰显。费用端整体下降，2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 1.96%/3.93%/9.28%/-4.11%，同比变动 -0.23/-1.96/-1.81/-1.27 个 pct。公司经营性现金流净额 0.46 亿元，同比减少 63.81%，主要系经营规模扩张，生产、研发相关现金流支出增加。

深度受益工业机器人行业快速发展，股权激励彰显长期发展信心。分产品来看：1) **谐波减速器及金属件**：2021 年收入 4.16 亿元，同比增长 104.34%，毛利率 53.18%，同比增加 5.60 个 pct。其中，2021 年谐波减速器产量 26.74 万台，同比增长 138.34%，销量 25.66 万台，同比增长 131.47%。公司稳步推进谐波减速器产能扩张，且产能利用率维持较高水平。2) **机电一体化产品**：2021 年收入 0.22 亿元，同比增长 176.15%，毛利率 37.51%，同比增加 3.02 个 pct。公司持续进行产业链横向拓展，积极研发机电一体化减速模组、伺服传动系统、机器人关节等本体所需的精密部件，打开更大成长空间。根据国家统计局统计，2021 年中国工业机器人产量 36.60 万台，同比增长 44.90%，2022 年 1-3 月产量 10.25 万台，同比增长 10.20%。工业机器人行业延续高景气，公司作为国产谐波减速器龙头，产品市场竞争力强，有望深度受益工业机器人行业快速发展及进口替代大趋势。公司 2021 年 9 月推出限制性股票激励计划，拟向 166 人（占总人数的 25.15%）授予 22.50 万股限制性股票（占总股本的 0.19%），覆盖范围广泛，充分激励基层员工，有助于团队的长期稳定发展，彰显公司发展信心。

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。

投资建议：维持“买入”评级。

公司是上游核心零部件公司，行业需求持续旺盛，深度受益工业机器人行业发展及进口替代。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 2.76/3.81/4.92 亿元，EPS 为 2.29/3.16/4.08 元，对应 PE 36/26/20 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	217	443	708	982	1,276
(+/-%)	16.5%	104.8%	59.7%	38.7%	29.9%
净利润(百万元)	82	189	275.8	380.5	491.7
(+/-%)	40.3%	130.6%	45.8%	37.9%	29.2%
每股收益(元)	0.68	1.57	2.29	3.16	4.08
EBIT Margin	27.2%	37.0%	37.8%	38.5%	39.3%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	10.3%	13.3%	15.9%	17.6%
市盈率 (PE)	121.4	52.6	36.1	26.2	20.3
EV/EBITDA	126.9	53.7	34.2	24.2	18.8
市净率 (PB)	5.94	5.42	4.82	4.17	3.56

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

公司研究·财报点评

机械设备·自动化设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

联系人：田丰

0755-81982706

tianfeng1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	82.70 元
总市值/流通市值	9924/5458 百万元
52 周最高价/最低价	191.60/82.09 元
近 3 个月日均成交额	78.19 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

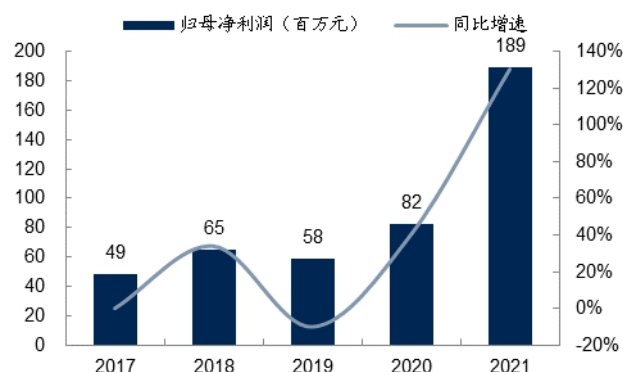
《国信证券-绿的谐波-688017-2021 业绩预告点评：充分受益工业机器人行业高景气，公司业绩快速增长》——2022-01-26
 《绿的谐波-688017-2021 年三季报点评：积极扩产能，充分受益工业机器人行业高景气》——2021-11-04
 《绿的谐波-688017-2021 年中报点评：工业机器人行业增长迅速，产能加速释放》——2021-08-24
 《绿的谐波-688017-2021 一季报点评：业绩超预期，规模化效应带动毛利率显著提升》——2021-04-26
 《绿的谐波-688017-2020 年报点评：谐波减速器产能逐步释放，新品打开更大空间》——2021-04-19

图1：绿的谐波 2021 年营收同比增长 104.77%



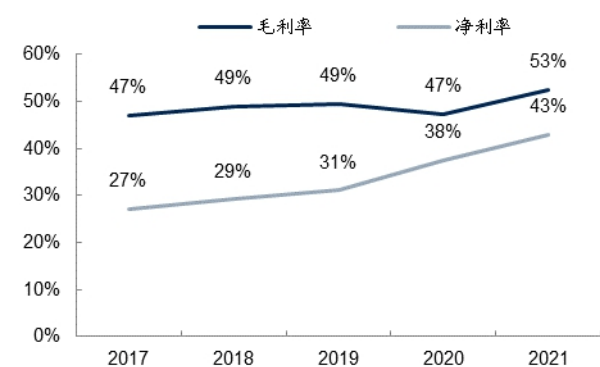
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：绿的谐波 2021 年归母净利润同比增长 130.56%



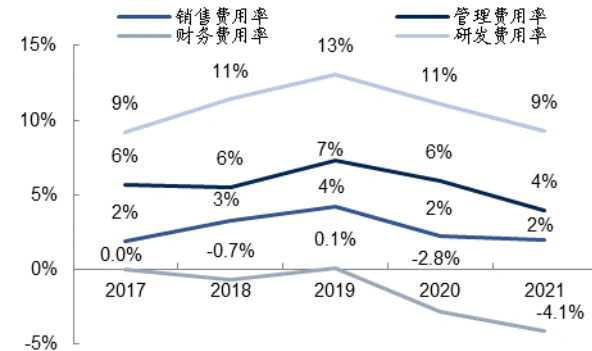
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：绿的谐波盈利能力有所提升



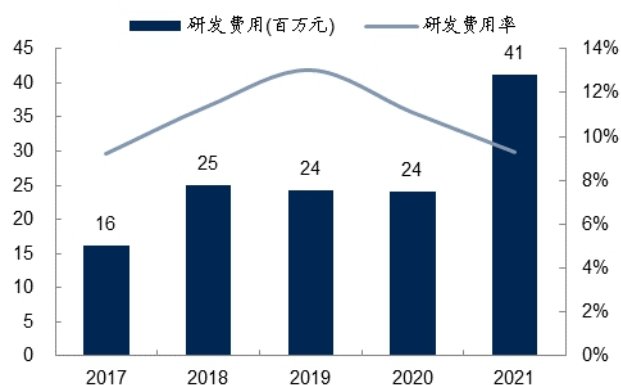
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：绿的谐波期间费用率持续下降



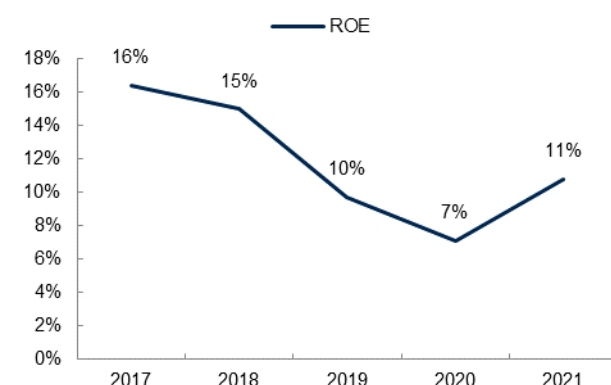
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：绿的谐波研发费用大幅增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：绿的谐波 ROE 有所回升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

公司	投资评级	市值（亿元）	股价（元） 20220422	EPS				PE			
				2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
中大力德	未评级	18.32	17.62	0.88	0.78	—	—	20.02	22.59	—	—
国茂股份	未评级	102.74	21.71	0.76	1.02	1.34	1.78	28.57	21.28	16.20	12.20
艾迪精密	未评级	181.27	21.54	0.86	0.57	0.76	—	25.05	37.79	28.34	—
							平均值	24.55	27.22	22.27	12.20
绿的谐波	买入	99.58	82.7	0.68	1.57	2.29	3.16	121.37	52.64	36.11	26.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系 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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	525	642	842	642	1090	营业收入	217	443	708	982	1276
应收款项	41	103	149	206	256	营业成本	114	211	339	473	615
存货净额	127	179	324	421	568	营业税金及附加	2	2	4	6	7
其他流动资产	337	38	112	265	90	销售费用	5	9	12	16	19
流动资产合计	1487	1514	1978	2085	2556	管理费用	13	17	25	30	38
固定资产	233	431	535	598	613	研发费用	24	41	60	79	96
无形资产及其他	19	19	18	18	17	财务费用	(6)	(18)	(8)	(7)	(16)
投资性房地产	50	94	94	94	94	投资收益	7	19	22	27	24
长期股权投资	10	27	27	27	27	资产减值及公允价值变动	17	21	15	23	20
资产总计	1799	2084	2652	2822	3307	其他收入	5	(6)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	10	15	297	31	13	营业利润	94	215	312	436	561
应付款项	51	130	187	264	318	营业外净收支	0	1	1	1	1
其他流动负债	27	61	58	96	131	利润总额	94	217	313	437	562
流动负债合计	88	206	541	391	462	所得税费用	13	27	36	55	68
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	1	1	2	2
其他长期负债	39	44	44	44	44	归属于母公司净利润	82	189	276	380	492
长期负债合计	39	44	44	44	44	现金流量表（百万元）					
负债合计	126	250	585	435	505	净利润	82	189	276	380	492
少数股东权益	(3)	(3)	(1)	1	3	资产减值准备	3	(4)	1	0	0
股东权益	1676	1837	2068	2387	2799	折旧摊销	21	26	41	50	56
负债和股东权益总计	1799	2084	2652	2822	3307	公允价值变动损失	(17)	(21)	(15)	(23)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	(6)	(18)	(8)	(7)	(16)
每股收益	0.68	1.57	2.29	3.16	4.08	营运资本变动	(231)	256	(210)	(192)	66
每股红利	0.00	0.25	0.37	0.51	0.66	其它	(4)	4	0	2	2
每股净资产	13.92	15.26	17.17	19.82	23.24	经营活动现金流	(145)	452	93	217	596
ROIC	9%	15%	19%	22%	28%	资本开支	0	(240)	(130)	(90)	(50)
ROE	5%	10%	13%	16%	18%	其它投资现金流	(262)	(95)	0	0	0
毛利率	47%	53%	52%	52%	52%	投资活动现金流	(272)	(352)	(130)	(90)	(50)
EBIT Margin	27%	37%	38%	39%	39%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	43%	44%	44%	44%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	16%	105%	60%	39%	30%	支付股利、利息	(0)	(31)	(45)	(62)	(80)
净利润增长率	40%	131%	46%	38%	29%	其它融资现金流	918	78	282	(266)	(18)
资产负债率	7%	12%	22%	15%	15%	融资活动现金流	917	17	237	(327)	(98)
息率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	现金净变动	500	117	200	(200)	448
P/E	121.4	52.6	36.1	26.2	20.3	货币资金的期初余额	26	525	642	842	642
P/B	5.9	5.4	4.8	4.2	3.6	货币资金的期末余额	525	642	842	642	1090
EV/EBITDA	126.9	53.7	34.2	24.2	18.8	企业自由现金流	0	187	(62)	99	512
						权益自由现金流	0	265	227	(160)	508

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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