

绿的谐波 (688017.SH)

强烈推荐 (维持)

中游制造/机械
当前股价: 171.88 元

Q2 收入超预期, 储备人形机器人核心零部件

事件: 绿的谐波 22Q2 单季度主营收入 1.5 亿元, 同比+39.66%; Q2 归母净利润 5513.65 万元, 同比+17.39%。收入超预期, 利润主要受投资及其他收益、资产及信用减值损失影响下滑较多, 毛利率受原材料涨价影响微降。公司扩产节奏稳定, 维持全年谐波减速器年产 50 万台, 销量 45 万台谐波减速器目标, 对应 22 年全年收入 7.37 亿元, 利润 2.66 亿元, PE 108X。公司作为国产谐波减速器龙头, 市场份额稳固。公司已储备人形机器人零部件——电液伺服驱动关节及无框力矩电机, 人形机器人打开未来增长空间, 维持强烈推荐!

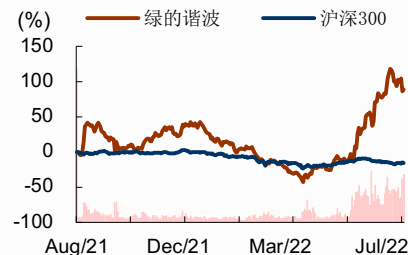
基础数据

总股本 (万股)	16858
已上市流通股 (万股)	9191
总市值 (亿元)	290
流通市值 (亿元)	158
每股净资产 (MRQ)	11.0
ROE (TTM)	10.6
资产负债率	13.3%
主要股东	左晶
主要股东持股比例	20.4%

绿的谐波发布 2022 年半年度报告, 报告期内, 公司 22H1 实现营业收入 2.43 亿元, 同比+32.28%; 归母净利润 9164 万元, 同比+9.87%; 扣非归母净利润 7755 万元, 同比+20.86%。Q2 单季度主营收入 1.5 亿元, 同比+39.66%, 环比+59.35%; Q2 单季度归母净利润 5513 万元, 同比+17.39%, 环比+51.04%; Q2 单季度扣非归母净利润 5107 万元, 同比+26.85%, 环比+92.85%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	77	72
相对表现	23	86	89



资料来源: 公司数据、招商证券

在二季度疫情防控的影响下, 公司收入仍实现 39% 的同比增长实属不易, 远高于机器人行业 (22H1 产量同比-11%), 超预期! 说明公司订单依旧饱满, 谐波减速器龙头竞争力强。同时扩产节奏稳定, 在二季度末已达年产 36 万台产能, 部分零部件环节产能已达 50 万台, 维持全年谐波减速器年产 50 万台目标不变。因为公司已突破谐波减速器的正向研发, 可实现快速扩产 (一个季度内可以完成年产 10 万台的扩产), 且投入成本也不高 (年产 10 万台对应 1 亿元投资), 长期公司产能无忧, 仍以市场需求为导向。

相关报告

- 1、《绿的谐波 (688017) ——无畏短期波动, 坚定看好国产核心零部件龙头》2022-05-04
- 2、《绿的谐波 (688017) ——扣非净利润大幅增长, 进口替代与应用拓宽双轮驱动》2022-04-24
- 3、《绿的谐波 (688017) ——产能扩张再超预期, 谐波龙头增速远超行业》2021-10-31
- 4、《绿的谐波 (688017) ——技术成熟进入放量期, 加快进口替代步伐》2021-08-21

毛利率微降, 主因原材料成本增加; 净利率下滑较多, 主因投资收益、其他收益下滑较多。22H1 毛利率 50.96%, 同比-0.53pct; 22H1 净利率 37.83%, 同比-7.76pct。Q2 毛利率 50.04%, 同比-0.66pct, 环比-2.38pct; Q2 净利率 37.09%, 同比-7.03pct, 环比-1.94pct。22H1 销售费用率同比-0.63pct; 管理费用率同比+2.03pct, 主因公司股权激励的费用支付; 研发费用率同比+0.84pct; 财务费用率同比+0.42pct。投资收益同比-78%、其他收益同比-70%、计提资产减值损失 310 万 (上年同期回补 172 万)、计提信用减值损失 164 万 (上年同期计提 25 万)。公司目前收入利润体量较小, 单季度的利润受短期因素影响较大, 整体盈利状况良好, 无需担忧。

公司作为国产谐波减速器龙头, 市场份额稳固, 人形机器人打开未来增长空间。绿的谐波技术实力毋庸置疑, 目前产能全球第三, 价格与性能均接近世界第二新宝, 随着中国机器人不断发展及公司自身技术进步与扩产, 可以预见公司将成为世界第二。近期因人形机器人, 公司成为市场关注的焦点。下半年疫情缓解后, 行业将回暖, 我们维持全年销量 45 万台谐波减速器目标, 对应 22 年全年收入 7.37 亿元, 利润 2.66 亿元, 对应 PE 107X, 维持强烈推荐!

刘荣 S1090511040001
liur@cmschina.com.cn
胡小禹 S1090522050002
huxiaoyu1@cmschina.com.cn
吴洋 研究助理
wuyang2@cmschina.com.cn
朱艺晴 研究助理
zhuyiqing@cmschina.com.cn

风险提示: 技术进展不顺、下游资本开支减少、竞争环境恶劣、人形机器人原型机不达预期。

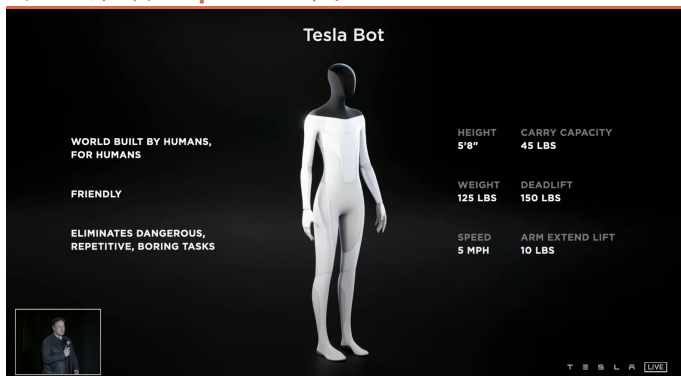
财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	217	443	737	1119	1719
同比增长	16%	105%	66%	52%	54%
营业利润(百万元)	94	215	306	444	634
同比增长	50%	129%	42%	45%	43%
归母净利润(百万元)	82	189	266	385	548
同比增长	40%	131%	41%	45%	42%
每股收益(元)	0.49	1.12	1.58	2.28	3.25
PE	353.1	153.2	108.8	75.3	52.8
PB	17.3	15.8	14.3	12.4	10.5

资料来源：公司数据、招商证券

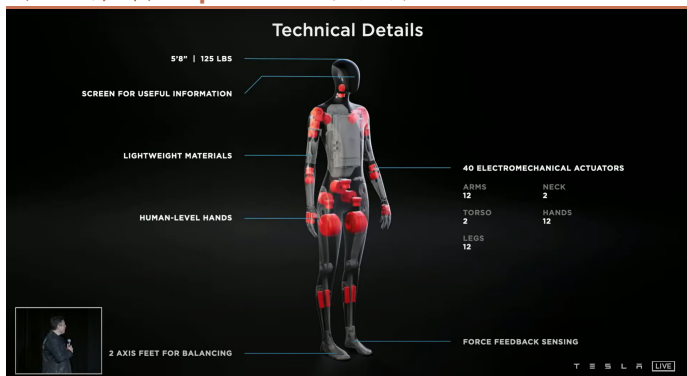
2022年6月，马斯克宣布将在2022年9月30日发布特斯拉第一代机器人Optimus原型机。特斯拉机器人身高1.75米，体重56公斤。Optimus拥有人类活动水平的双手，四肢由40个机电执行器（腿部12个+手部12个+双臂12个+颈部2个+躯干2个）进行控制，双脚能够感应和反馈，实现平衡和敏捷动作，速度最高可跑到8km/h。

图1：特斯拉Optimus外形配置



资料来源：特斯拉官网、招商证券

图2：特斯拉Optimus运动控制配置



资料来源：特斯拉官网、招商证券

2022年8月11日晚，小米重磅发布首款全尺寸人形仿生机器人CyberOne，高177cm，重52kg。CyberOne全身有13个关节，21个关节自由度，最大模组峰值扭矩为300Nm，双腿可以独立平稳行走，最大速度为3.6km/h。

图3：CyberOne外形配置



资料来源：小米、招商证券

图4：CyberOne参数概览



资料来源：小米、招商证券

谐波减速器作为体积小、减速比高、精度高的传动件，未来有极大可能大规模应用于人形机器人，此外公司还研发了可应用于人形机器人的电液伺服驱动关节和无框力矩电机。作为目前市占率全球第三、国内第一的谐波减速器制造商，未来将大幅受益人形机器人。人形机器人未来潜在市场空间远大于当前工业机器人，现重负载工业机器人平均每台使用1.5个谐波减速器，轻负载机器人平均每台使用4.5个谐波减速器，人形机器人不考虑手指，每台使用8台以上谐波减速器。工业机器人考虑未来进入平稳发展期，全球年需求在100-200万级别，而参考汽车，人形机器人年需求有望达千万级，对应谐波减速器空间广阔。

图 5: 电液伺服驱动关节



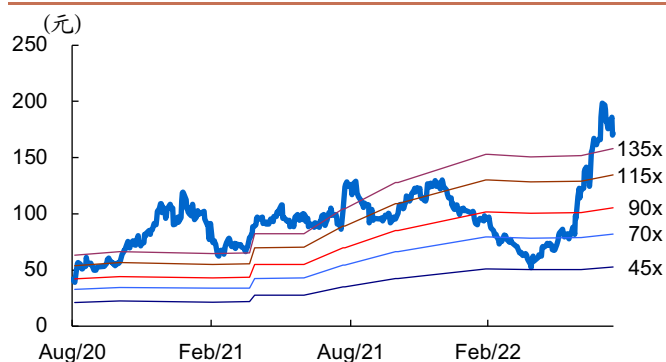
资料来源: 绿的谐波、招商证券

图 6: 无框力矩电机



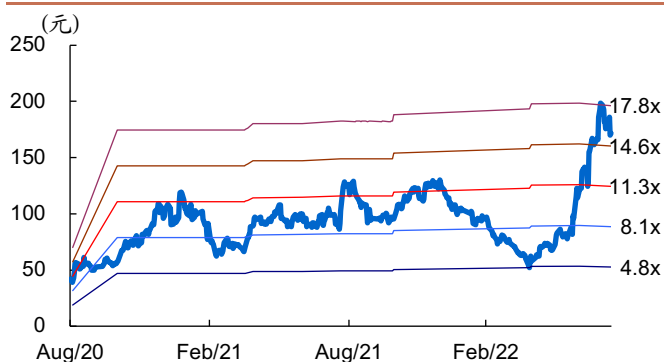
资料来源: 绿的谐波、招商证券

图 7: 绿的谐波历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 8: 绿的谐波历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《绿的谐波 (688017) — 无畏短期波动, 坚定看好国产核心零部件龙头》2022-05-04
- 2、《绿的谐波 (688017) — 扣非净利润大幅增长, 进口替代与应用拓宽双轮驱动》2022-04-24
- 3、《绿的谐波 (688017) — 产能扩张再超预期, 谐波龙头增速远超行业》2021-10-31
- 4、《绿的谐波 (688017) — 技术成熟进入放量期, 加快进口替代步伐》2021-08-21
- 5、《绿的谐波 (688017) — 撬动中国机器人的支点》2021-06-18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1487	1514	1801	2259	2953
现金	525	642	756	951	1212
交易性投资	457	552	552	552	552
应收票据	0	40	66	101	155
应收款项	40	62	96	146	224
其它应收款	1	1	2	3	4
存货	127	179	267	411	658
其他	337	38	62	95	149
非流动资产	312	571	573	575	577
长期股权投资	10	27	27	27	27
固定资产	180	331	336	341	345
无形资产商誉	19	19	17	16	14
其他	103	193	192	191	191
资产总计	1799	2084	2374	2834	3530
流动负债	88	206	302	455	716
短期借款	10	15	0	0	0
应付账款	51	130	214	329	526
预收账款	4	6	9	14	23
其他	23	56	79	111	166
长期负债	39	44	44	44	44
长期借款	0	0	0	0	0
其他	39	44	44	44	44
负债合计	126	250	346	498	759
股本	120	120	169	169	169
资本公积金	1369	1371	1327	1327	1327
留存收益	187	346	534	839	1272
少数股东权益	(3)	(3)	(1)	0	3
归属于母公司所有者权益	1676	1837	2030	2335	2768
负债及权益合计	1799	2084	2374	2834	3530

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	126	46	196	267	366
净利润	81	190	268	387	551
折旧摊销	21	28	36	36	36
财务费用	1	2	(5)	(7)	(9)
投资收益	(7)	(19)	(39)	(39)	(39)
营运资金变动	29	(176)	(75)	(128)	(203)
其它	1	22	11	18	31
投资活动现金流	(577)	53	1	1	1
资本支出	(40)	(140)	(38)	(38)	(38)
其他投资	(537)	193	39	39	39
筹资活动现金流	952	(26)	(83)	(73)	(107)
借款变动	(43)	(11)	(15)	0	0
普通股增加	30	0	49	0	0
资本公积增加	932	2	(44)	0	0
股利分配	0	(30)	(78)	(80)	(115)
其他	33	13	5	7	9
现金净增加额	501	72	114	195	261

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	217	443	737	1119	1719
营业成本	114	211	345	532	851
营业税金及附加	2	2	3	4	7
营业费用	5	9	14	22	34
管理费用	13	17	29	44	68
研发费用	24	41	68	104	160
财务费用	(6)	(18)	(5)	(7)	(9)
资产减值损失	(12)	(15)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	5	7	7	7	7
其他收益	28	22	22	22	22
投资收益	7	19	10	10	10
营业利润	94	215	306	444	634
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	94	217	308	445	635
所得税	13	27	40	59	84
少数股东损益	(1)	1	1	2	3
归属于母公司净利润	82	189	266	385	548

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	16%	105%	66%	52%	54%
营业利润	50%	129%	42%	45%	43%
归母净利润	40%	131%	41%	45%	42%
获利能力					
毛利率	47.2%	52.5%	53.1%	52.5%	50.5%
净利率	37.9%	42.7%	36.1%	34.4%	31.9%
ROE	7.1%	10.8%	13.8%	17.6%	21.5%
ROIC	6.4%	9.7%	13.4%	17.3%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	7.0%	12.0%	14.6%	17.6%	21.5%
净负债比率	0.6%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	17.0	7.3	6.0	5.0	4.1
速动比率	15.5	6.5	5.1	4.1	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
存货周转率	0.9	1.4	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	5.6	6.3	5.6	5.5	5.5
应付账款周转率	2.3	2.3	2.0	2.0	2.0
每股资料(元)					
EPS	0.49	1.12	1.58	2.28	3.25
每股经营净现金	0.75	0.27	1.16	1.58	2.17
每股净资产	9.94	10.90	12.04	13.85	16.42
每股股利	0.18	0.46	0.47	0.68	0.98
估值比率					
PE	353.1	153.2	108.8	75.3	52.8
PB	17.3	15.8	14.3	12.4	10.5
EV/EBITDA	266.8	129.0	85.2	60.7	43.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2019年获WIND和金牛最佳分析师第一名。2020年获WIND最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。