

信义山证汇通天下

证券研究报告

其他通用机械

绿的谐波 (688017.SH)

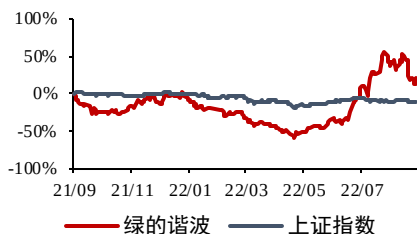
买入-A(首次)

逆势增收，规模化扩产稳步推进

2022 年 9 月 4 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 9 月 2 日

收盘价(元):	156.87
年内最高/最低(元):	209.00/72.12
流通 A 股/总股本(亿):	0.94/1.69
流通 A 股市值(亿元):	146.82
总市值(亿元):	264.46

基础数据：2022 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.54
摊薄每股收益:	0.54
每股净资产(元):	10.99
净资产收益率:	4.97

分析师:

徐风

执业登记编码: S0760519110003

电话: 0351-8686970

邮箱: xufeng@sxzq.com

事件描述

➢ 公司披露 2022 年半年报。2022 年上半年，公司实现营业收入 2.4 亿元，同比+32.3%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比+9.9%；扣非后归母净利润 0.8 亿元，同比+20.9%。其中，22Q2 实现营业收入 1.5 亿元，同比+39.7%，环比+59.3%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比+17.4%，环比+51.0%。

事件点评

➢ **收入逆势增长，毛利率水平相对稳定。**据国家统计局，受疫情持续影响，1-6 月国内工业机器人产量 20.2 万台/套，yoy-11.2%。22H1 公司谐波减速器/机电一体化产品收入分别为 2.3/0.1 亿元，yoy+32.7%/+43.0%，实现逆势增长。上半年，公司毛利率保持平稳，股权激励方案导致股份支付费用增加、理财产品收益及其他收益减少导致净利率波动下行，公司毛利率/净利率分别为 51.0%/37.8%，yoy-0.5pct/-7.7pct。

➢ **国内谐波减速器龙头，规模化扩产稳步推进。**公司生产的谐波减速器产品主要应用于工业机器人、数控机床等高端制造领域。短期内，疫情等宏观因素导致工业机器人出货量下滑，但制造企业对工业机器人的需求增长是长期趋势；据 GGII 预测，2022-2026 年国内工业机器人用减速器需求总量约为 940 万台。目前，公司是国内少数可以自主研发并实现规模化生产的谐波减速器的厂商，成功打破了国外厂商在该领域的垄断，截至 2021 年底公司产能达到了年产 30 万台谐波减速器，首发募投项目达产后公司的谐波减速器产能将逐步提升到 60 万台以上。公司作为国内头部谐波减速器生产商，有望分享行业扩容红利，突破产能瓶颈后，规模化效应有助于降低公司成本。

➢ **盈利预测、估值分析和投资建议：**制造企业对工业机器人的需求增长是长期趋势，公司作为国内头部谐波减速器生产商，有望分享行业扩容红利，规模化扩产稳步推进、成本优势有望显现。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.6/3.5/4.6 亿元，同比分别增长 35.8%/37.0%/30.5%，对应 EPS 分别为 1.52/2.09/2.72 元，对应于 9 月 2 日收盘价 156.87 元，PE 分别为 103.0/75.2/57.6 倍。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

➢ **风险提示：**下游需求不及预期；产品拓展不及预期；市场竞争加剧的风险；技术研发风险。

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	217	443	644	904	1,200
YoY(%)	16.5	104.8	45.2	40.5	32.7



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

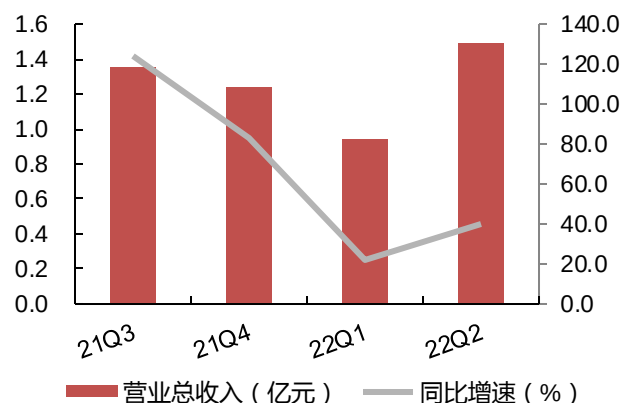
1



净利润(百万元)	82	189	257	352	459
YoY(%)	40.3	130.6	35.8	37.0	30.5
毛利率(%)	47.2	52.5	53.1	53.7	54.7
EPS(摊薄/元)	0.49	1.12	1.52	2.09	2.72
ROE(%)	4.9	10.4	12.7	15.1	16.7
P/E(倍)	322.3	139.8	103.0	75.2	57.6
P/B(倍)	15.8	14.4	13.1	11.4	9.6
净利率(%)	37.9	42.7	39.9	38.9	38.3

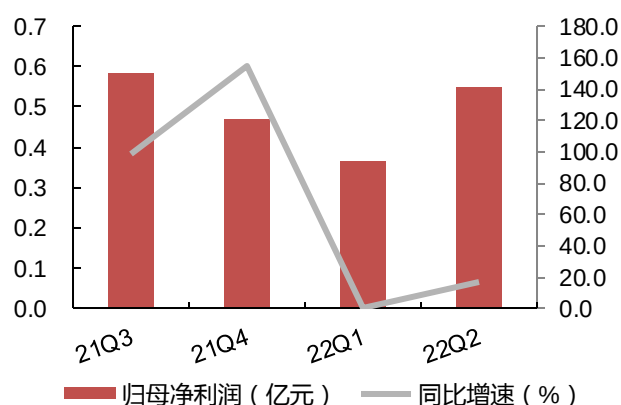
数据来源：最闻数据，山西证券研究所

图1：公司最近四个季度营收及增速



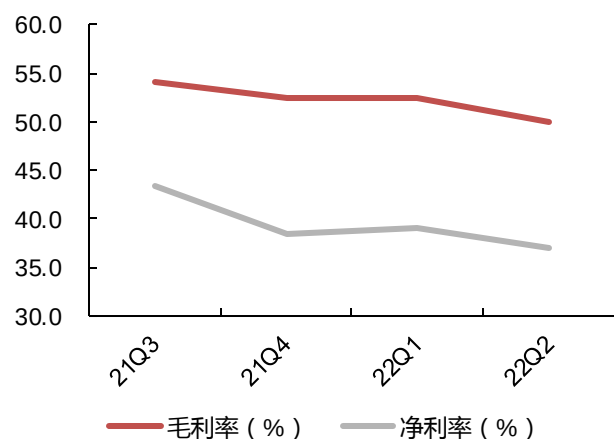
资料来源：WIND，山西证券研究所

图2：公司最近四个季度归母净利润及增速



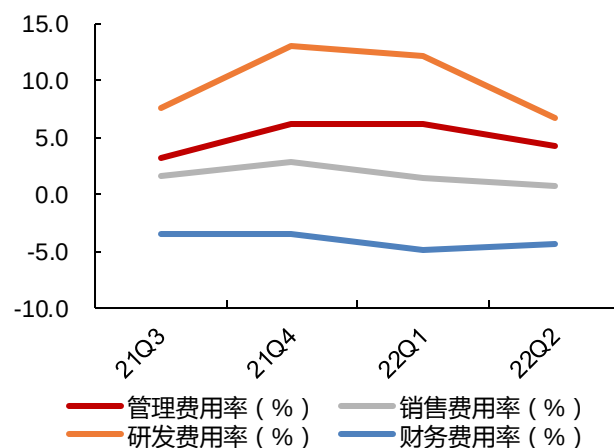
资料来源：WIND，山西证券研究所

图3：公司最近四个季度毛利率及净利率



资料来源：WIND，山西证券研究所

图4：公司最近四个季度费用率



资料来源：WIND，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1487	1514	1573	1862	2175
现金	525	642	620	724	931
应收票据及应收账款	40	102	104	185	198
预付账款	4	15	13	27	26
存货	127	179	261	349	442
其他流动资产	791	575	576	576	577
非流动资产	312	571	691	817	924
长期投资	10	27	45	63	80
固定资产	180	331	399	496	570
无形资产	19	19	22	23	24
其他非流动资产	103	193	224	236	250
资产总计	1799	2084	2264	2679	3099
流动负债	88	206	209	313	323
短期借款	10	15	15	15	15
应付票据及应付账款	51	130	130	230	237
其他流动负债	27	62	65	68	72
非流动负债	39	44	44	44	44
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	44	44	44	44
负债合计	126	250	253	356	367
少数股东权益	-3	-3	-5	-7	-9
股本	120	120	169	169	169
资本公积	1369	1371	1322	1322	1322
留存收益	187	346	551	815	1133
归属母公司股东权益	1676	1837	2016	2329	2741
负债和股东权益	1799	2084	2264	2679	3099

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	126	46	177	276	374
净利润	81	190	255	350	457
折旧摊销	21	28	34	45	56
财务费用	-6	-18	-18	-19	-24
投资损失	-7	-19	-10	-12	-14
营运资金变动	34	-177	-78	-81	-96
其他经营现金流	3	42	-6	-6	-6
投资活动现金流	-577	53	-138	-153	-143
筹资活动现金流	952	-26	-61	-19	-24

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.49	1.12	1.52	2.09	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.27	1.05	1.64	2.22
每股净资产(最新摊薄)	9.94	10.90	11.96	13.82	16.26

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	217	443	644	904	1200
营业成本	114	211	302	418	543
营业税金及附加	2	2	2	3	5
营业费用	5	9	13	18	23
管理费用	13	17	19	27	36
研发费用	24	41	55	77	102
财务费用	-6	-18	-18	-19	-24
资产减值损失	-11	-13	-19	-27	-36
公允价值变动收益	5	7	6	6	6
投资净收益	7	19	10	12	14
营业利润	94	215	288	395	521
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	289	395	522
所得税	13	27	34	46	65
税后利润	81	190	255	350	457
少数股东损益	-1	1	-2	-2	-2
归属母公司净利润	82	189	257	352	459
EBITDA	100	226	305	421	554

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	104.8	45.2	40.5	32.7
营业利润(%)	49.8	129.1	33.8	36.9	32.0
归属于母公司净利润(%)	40.3	130.6	35.8	37.0	30.5
获利能力					
毛利率(%)	47.2	52.5	53.1	53.7	54.7
净利率(%)	37.9	42.7	39.9	38.9	38.3
ROE(%)	4.9	10.4	12.7	15.1	16.7
ROIC(%)	4.0	9.4	11.8	14.2	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	7.0	12.0	11.2	13.3	11.8
流动比率	17.0	7.3	7.5	6.0	6.7
速动比率	11.7	6.3	6.1	4.7	5.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	5.6	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
估值比率					
P/E	322.3	139.8	103.0	75.2	57.6
P/B	15.8	14.4	13.1	11.4	9.6
EV/EBITDA	253.8	111.8	82.9	59.8	45.1

数据来源：最闻数据、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未

经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

