

绿的谐波 (688017)

2022 年三季报点评: Q3 业绩低于市场预期, 定增扩产彰显长期发展信心

增持 (维持)

2022 年 10 月 30 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证书: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	443	510	875	1,125
同比	105%	15%	72%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	189	193	339	439
同比	131%	2%	75%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.57	1.61	2.81	3.64
P/E (现价&最新股本摊薄)	78.93	77.20	44.10	34.05

#业绩不及预期

投资要点

■ 工业机器人行业需求放缓, Q3 业绩低于市场预期:

公司 2022Q1-Q3 实现营收 3.44 亿元 (同比+7.8%), 归母净利润 1.28 亿元 (同比-9.8%), 扣非归母净利润 1.05 亿元 (同比-3.65%)。Q3 单季度实现营收 1.01 亿元 (同比-25.4%, 环比-32.4%), 归母净利润 0.36 亿元 (同比-37.9%, 环比-34.05%), 扣非归母净利润 0.28 亿元 (同比-38.6%, 环比-45.9%)。Q3 业绩低于市场预期, 主要系工业机器人行业下游需求放缓, 部分客户推迟订单, 产品销量下降所致。

■ 盈利能力受非经常性因素扰动, 2022 年以来持续加码研发:

2022Q1-Q3 销售毛利率 51.2% (同比-1.4pct), Q3 单季度销售毛利率 51.7% (同比-2.3pct, 环比+1.6pct)。2022Q1-Q3 销售净利率 37.3% (同比-7.3pct), Q3 单季度销售净利率 36.0% (同比-7.4pct, 环比-1.1pct), 主要原因系受到理财收益、政府补助等非经常性收益减少, 股份支付费用及研发费用增加影响。2022Q1-Q3 期间费用率为 11.2% (同比+3.0pct), 其中管理 (含研发) 费用率 14.7% (同比+3.8pct), 主要系股权激励费用&研发费用率提升影响; 销售费用率为 1.2% (同比-0.4pct); 财务费用率为-4.7% (同比-0.4pct); 2022 年以来公司加大研发投入, 2022Q1-Q3 研发支出达 0.34 亿元, 研发费用率为 9.7% (同比+1.9pct)。Q3 单季度研发费用率 11.96% (同比+4.3pct)

■ 谐波减速器: 人形机器人提供增量市场, 定增扩产彰显长期信心

需求端: 若考虑人形机器人的增量需求, 2023-2025 年全球谐波减速器需求量分别为 299/467/738 万台。**供给端:** 综合考虑哈默纳科、绿的谐波等品牌, 2023-2025 年全球机器人用谐波减速器产量将达 179/204/236 万台, 与需求相比可得 2023-2025 年全球机器人用谐波减速器供需缺口分别为 120.3/262.8/501.3 万台。

行业中长期供不应求的背景下, 公司顺势定增扩产, 彰显长期发展信心。10 月 29 日公司发布公告, 拟定增 20.3 亿元投入“新一代精密传动装置智能制造项目”, 建成后将新增谐波减速器 100 万台、机电一体化执行器 20 万套的年产能, 计划 2 年内达产, 达产后将扩大公司精密传动装置的生产能力, 满足快速增长的下游市场需求。

■ 新产品+新应用拓宽长期成长边界

① **机电一体化:** 主要是将伺服、谐波减速器、传感器等零部件集成模块, 以提升产品的综合性能。目前公司聚焦的下游为数控机床。② **电液伺服:** 电液伺服是以液体作为动力传输介质的控制设备, 具有响应速度快、功率质量比值大及抗负载刚度大等特点, 是移动机器人最理想的驱动设备。③ **E 系列谐波减速器:** 通过对齿形、热处理等的全面优化, 提升产品油脂防渗透性并降低噪音, 适用于半导体、医疗等高端领域。2021 年公司实现数控机床领域收入 0.24 亿元 (同比+232%), 医疗器械领域收入 0.14 亿元 (同比+237%), 在收入中合计占比达 8.5%, 此外半导体领域也有小批量出货。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到行业增速放缓, 我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润为 1.93 (下调 18%)/3.39 (下调 4%)/4.39 (下调 8%) 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 77/44/34 倍, 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, 竞争加剧毛利率下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	124.00
一年最低/最高价	72.12/209.00
市净率(倍)	11.04
流通 A 股市值(百万元)	11,605.88
总市值(百万元)	20,904.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.23
资产负债率(% LF)	17.14
总股本(百万股)	168.58
流通 A 股(百万股)	93.60

相关研究

《绿的谐波(688017): 2022 年中报点评: Q2 单季收入同比+40%, 利润端受非经常性因素扰动》

2022-08-11

《绿的谐波(688017): 2022 年一季报点评: Q1 业绩受疫情影响, 订单充足仍看好全年快速增长》

2022-04-29

绿的谐波三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,514	1,521	1,789	2,106	营业总收入	443	510	875	1,125
货币资金及交易性金融资产	1,194	1,139	1,146	1,276	营业成本(含金融类)	211	245	425	548
经营性应收款项	123	129	222	285	税金及附加	2	2	4	5
存货	179	210	354	454	销售费用	9	8	13	17
合同资产	0	0	0	0	管理费用	17	26	31	30
其他流动资产	18	43	67	91	研发费用	41	51	79	101
非流动资产	571	816	1,050	1,281	财务费用	-18	-6	-4	-3
长期股权投资	27	37	47	57	加:其他收益	22	18	31	39
固定资产及使用权资产	332	505	670	828	投资净收益	19	10	18	23
在建工程	99	134	166	202	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	19	19	19	19	减值损失	-15	6	9	11
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	4	5	7	9	营业利润	215	220	386	501
其他非流动资产	89	115	140	165	营业外净收支	1	2	2	2
资产总计	2,084	2,337	2,839	3,387	利润总额	217	222	388	503
流动负债	206	261	426	542	减:所得税	27	27	48	62
短期借款及一年内到期的非流动负债	15	15	15	15	净利润	190	194	340	441
经营性应付款项	130	147	256	330	减:少数股东损益	1	1	2	2
合同负债	6	6	11	14	归属母公司净利润	189	193	339	439
其他流动负债	56	93	144	183	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.57	1.61	2.81	3.64
非流动负债	44	51	53	53	EBIT	164	179	324	424
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	191	222	378	489
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	52.52	52.06	51.40	51.27
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	42.67	37.93	38.69	38.98
其他非流动负债	43	50	52	52	收入增长率(%)	104.77	15.03	71.57	28.57
负债合计	250	312	479	595	归母净利润增长率(%)	130.56	2.24	75.03	29.53
归属母公司股东权益	1,837	2,026	2,360	2,790					
少数股东权益	-3	-2	0	2					
所有者权益合计	1,834	2,025	2,360	2,793					
负债和股东权益	2,084	2,337	2,839	3,387					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	46	214	268	395	每股净资产(元)	15.26	16.83	19.60	23.17
投资活动现金流	53	-378	-418	-472	最新发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
筹资活动现金流	-26	9	6	7	ROIC(%)	8.14	8.09	12.86	14.34
现金净增加额	72	-155	-143	-70	ROE-摊薄(%)	10.30	9.55	14.35	15.72
折旧和摊销	28	43	54	65	资产负债率(%)	12.00	13.36	16.86	17.56
资本开支	-140	-248	-248	-257	P/E(现价&最新股本摊薄)	78.93	77.20	44.10	34.05
营运资本变动	-177	-17	-119	-83	P/B(现价)	8.13	7.37	6.33	5.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

