

2023 年 01 月 08 日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

制造业复苏在途，谐波减速器龙头将显弹性

—绿的谐波（688017.SH）公司动态研究报告

增持（首次）

投资要点

分析师：范益民 S1050521110003

fanyim@cfsc.com.cn

联系人：丁祎 S1050122030004

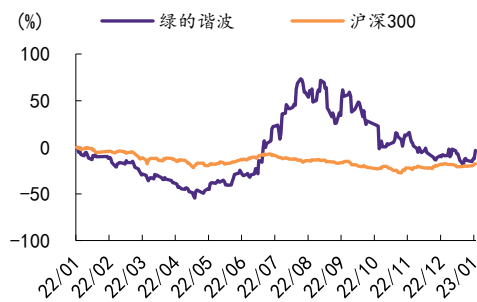
dingyi@cfsc.com.cn

基本数据

2023-01-06

当前股价（元）	110
总市值（亿元）	185
总股本（百万股）	169
流通股本（百万股）	94
52 周价格范围（元）	73.17-198.51
日均成交额（百万元）	325.32

市场表现



“可选工业品”工业机器人顺周期弹性大

工业机器人作为自动化水平的象征，全球工业机器人安装量呈现持续增长态势。而随着工业机器人应用门槛的下降，工业机器人的应用已经不再局限于对负载、响应性、一致性要求较高的汽车行业。我国大陆作为全球的制造中心，为最大的工业机器人需求地区，我国人口红利渐失下劳动力成本持续上升，伴随着工程师红利的显现，工业机器人及核心零部件国产品牌崛起，工业机器人的应用成本和门槛不断下行。我国工业机器人年度新装机量由 2010 年的 12.1 万台增长至 2021 年 26.8 万台，过去 12 年 CAGR 为 30%；我国年装机量占全球比重由 2010 年的 12.4% 提升至 2021 年的 51.8%。随着我国新兴产业及先进制造业快速发展，预计工业机器人密度仍将保持提升态势。随着国产品牌在工业机器人核心零部件突破技术封锁，持续降低工业机器人的应用成本，减少投资回收期，并进一步推动工业机器人在一般制造业的应用和普及。另一方面，工业机器人应用场景以“机器替人”为主，因此具备“可选工业品”属性，在制造业复苏过程中更具备弹性。

谐波减速器进口替代标杆

公司核心产品包括谐波减速器、机电一体化执行器及精密零部件，并广泛应用于工业机器人，数控机床，医疗器械等高端制造行业。公司的谐波减速器打破国际品牌在国内工业机器人领域的垄断，2021 年国内市占率达 38.4%，为国产谐波减速器行业标杆和龙头，并显著降低了国产机器人企业的采购成本，降低应用门槛并拓宽应用场景。另一方面，机器人正向小型化、轻量化方向演进，典型如协作机器人正大力拓展一般工业的柔性作业场景，而轻负载机器人关节对谐波减速器及模块化减速执行器的需求将得到提升。制造业复苏在途，公司有望受益工业机器人行业的复苏。

盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 5.11、7.41、9.65 亿元，归母净利润分别为 2.19、3.03、4.04 亿元，当前股价对应 PE 分别为 85、61、46 倍，考虑到公司在谐波减速器领域龙头地位，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

制造业景气度复苏不及预期；行业竞争加剧致盈利能力下降风险；工业机器人渗透率提升不及预期风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	443	511	741	965
增长率（%）	104.8%	15.3%	45.0%	30.2%
归母净利润（百万元）	189	219	303	404
增长率（%）	130.6%	15.6%	38.4%	33.5%
摊薄每股收益（元）	1.57	1.30	1.80	2.40
ROE（%）	10.3%	10.8%	13.3%	15.4%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	642	802	1,000	1,289
应收款	103	126	179	227
存货	179	207	274	337
其他流动资产	590	595	615	634
流动资产合计	1,514	1,730	2,068	2,488
非流动资产：				
金融类资产	552	552	552	552
固定资产	331	369	380	378
在建工程	99	60	39	31
无形资产	19	18	17	16
长期股权投资	27	27	27	27
其他非流动资产	94	94	94	94
非流动资产合计	571	568	557	546
资产总计	2,084	2,298	2,625	3,034
流动负债：				
短期借款	15	15	15	15
应付账款、票据	130	156	221	282
其他流动负债	56	56	56	56
流动负债合计	206	233	301	365
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	44	44	44	44
非流动负债合计	44	44	44	44
负债合计	250	277	345	408
所有者权益				
股本	120	169	169	169
股东权益	1,834	2,021	2,280	2,625
负债和所有者权益	2,084	2,298	2,625	3,034

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	190	220	304	406
少数股东权益	1	1	1	2
折旧摊销	26	23	26	26
公允价值变动	7	9	11	13
营运资金变动	-179	-30	-71	-67
经营活动现金净流量	46	223	271	380
投资活动现金净流量	53	2	10	10
筹资活动现金净流量	61	-33	-45	-61
现金流量净额	160	192	235	330

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	443	511	741	965
营业成本	211	249	354	451
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	9	8	11	14
管理费用	17	26	36	45
财务费用	-18	-16	-20	-25
研发费用	41	54	70	87
费用合计	49	72	98	120
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动	7	9	11	13
投资收益	19	14	20	24
营业利润	215	248	344	460
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	217	250	346	461
所得税费用	27	30	41	55
净利润	190	220	304	406
少数股东损益	1	1	1	2
归母净利润	189	219	303	404

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	104.8%	15.3%	45.0%	30.2%
归母净利润增长率	130.6%	15.6%	38.4%	33.5%
盈利能力				
毛利率	52.5%	51.2%	52.3%	53.3%
四项费用/营收	11.1%	14.2%	13.3%	12.5%
净利率	42.9%	43.0%	41.0%	42.1%
ROE	10.3%	10.8%	13.3%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	12.0%	12.0%	13.1%	13.5%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	4.3	4.1	4.1	4.2
存货周转率	1.2	1.2	1.3	1.4
每股数据(元/股)				
EPS	1.57	1.30	1.80	2.40
P/E	70.0	84.8	61.3	45.9
P/S	29.9	36.3	25.0	19.2
P/B	7.2	9.2	8.1	7.1

■ 机械组介绍

范益民：CFA，所长助理，机械行业首席分析师。上海交通大学工学硕士，5 年工控自动化产业经历，7 年机械行业研究经验，目前主要负责机械行业上市公司研究。

丁祎：新南威尔士大学金融硕士，上海财经大学学士，目前主要负责机械行业上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。