

绿的谐波 (688017.SH)

短期业绩承压，拟定增募资扩产并与三花智控战略合作，看好长期发展潜力

买入

核心观点

2022 年收入同比增长 0.54%，归母净利润同比下滑 17.91%。公司 2022 年实现营收 4.46 亿元，同比增长 0.54%；归母净利润 1.55 亿元，同比下滑 17.91%，单季度看，2022 年第四季度实现营收 1.01 亿元，同比下滑 18.25%；归母净利润 0.27 亿元，同比下滑 42.21%。2023 年一季度公司实现营收 0.89 亿元，同比下滑 5.68%；归母净利润 0.25 亿元，同比下滑 32.47%。公司收入业绩下滑，主要系 3C 电子和半导体行业需求疲软导致固定资产投资放缓，使得机器人行业需求承压。盈利能力来看，2022 年公司毛利率/净利率为 48.69%/35.09%，同比变动-3.83/-7.79 个 pct，毛利率下降主要系谐波减速器行业需求承压但竞争加剧所致。2022 年公司销售/管理/财务/研发费用率为 1.32%/5.24%/-4.66%/10.29%，同比变动-0.64/+1.31/-0.55/+1.01 个 pct。2022 年公司经营性现金流净额 0.26 亿元，同比下降 42.63%，主要系购买商品及支付人员工资增加所致。

工业机器人行业需求短期承压，积极拓展机电一体化产品。分产品来看：1) **谐波减速器及金属件**：2022 年收入 4.16 亿元，同比下滑 0.19%，毛利率 48.78%，同比减少 4.35 个 pct。根据国家统计局数据，2022 年工业机器人产量为 44.31 万台，同比下滑 4.80%，行业需求下滑且市场竞争加剧导致公司谐波减速器收入下滑。2) **机电一体化产品**：2022 年收入 0.26 亿元，同比增长 14.11%，毛利率 42.37%，同比增加 4.86 个 pct。公司持续研发新型机电一体化产品，优化产品结构，提升竞争力。

拟定增募资扩产，并与三花智控成立墨西哥工厂，加快拓展全球市场。2022 年 10 月，公司公告拟定增募资不超过 20.27 亿元，用于新一代精密传动装置智能制造项目，项目达成后将新增谐波减速器 100 万台、机电一体化执行器 20 万台的年产能。长期看下游行业需求向好，公司定增扩产并丰富产品结构，有助于满足下游多元化需求并提升市场竞争力。2023 年 4 月，公司与三花智控签署战略合作框架协议，拟共同出资在三花智控位于墨西哥的工业园内设立合资企业，用于谐波减速器相关产品的研发、生产制造及销售，企业注册资本不低于 1000 万美元，由绿的谐波控股并纳入合并财务报表范围。此次战略合作将公司的谐波减速器产品优势和三花智控的客户关系及渠道资源优势相结合，实现产业联动，共同拓展全球市场。

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：公司是国内谐波减速器龙头，长期受益机器人行业发展及进口替代趋势。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.07/2.97/3.86 亿元，EPS 为 1.72/2.47/3.21 元，对应 PE 68/47/36 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	443	446	618	849	1,141
(+/-%)	104.8%	0.5%	38.7%	37.3%	34.4%
净利润(百万元)	189	155	207.2	297.1	386.2
(+/-%)	130.6%	-17.9%	33.4%	43.4%	30.0%
每股收益(元)	1.57	0.92	1.72	2.47	3.21
EBIT Margin	37.0%	31.1%	32.0%	32.8%	33.5%
净资产收益率 (ROE)	10.3%	8.0%	10.2%	13.6%	16.3%
市盈率 (PE)	74.3	126.7	67.8	47.3	36.4
EV/EBITDA	75.2	113.7	60.6	44.2	33.5
市净率 (PB)	7.65	10.16	6.90	6.45	5.94

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

证券分析师：田丰

0755-81982706

tianfeng1@guosen.com.cn

S0980522100005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	114.53 元
总市值/流通市值	19308/10720 百万元
52 周最高价/最低价	209.00/90.88 元
近 3 个月日均成交额	424.15 百万元

市场走势

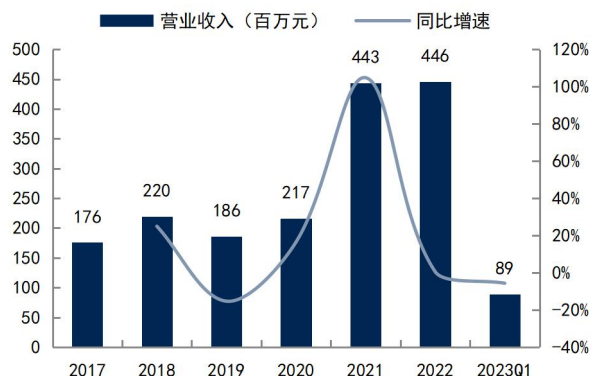


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《绿的谐波 (688017.SH) - 2022H1 收入同比增长 32%，看好国内谐波减速器龙头成长潜力》——2022-08-15
 《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》——2022-04-25
 《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

图1：绿的谐波 2023 年一季度营收同比下滑 5.68%



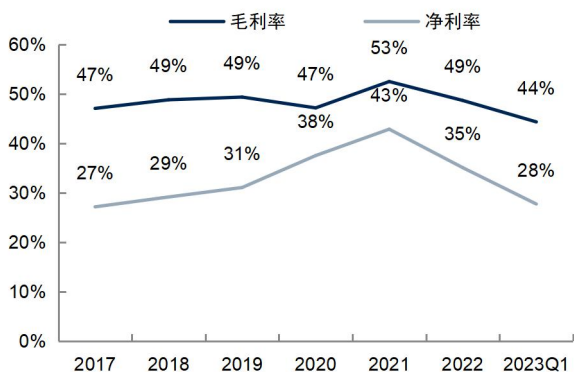
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：绿的谐波 2023 年一季度归母净利润同比下滑 32.47%



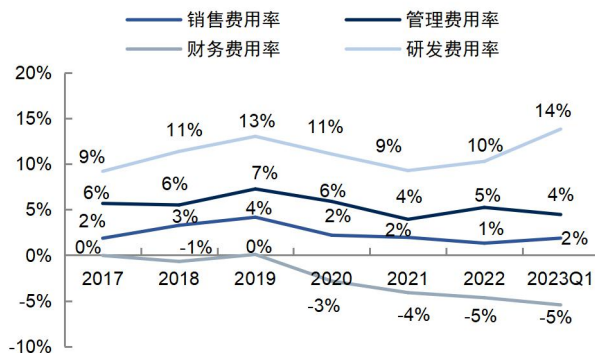
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：绿的谐波盈利能力有所下滑



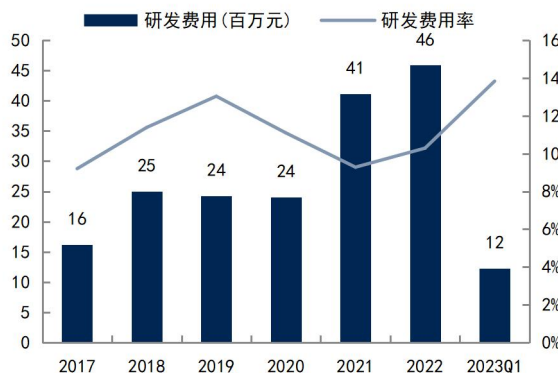
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：绿的谐波期间费用率有所上升



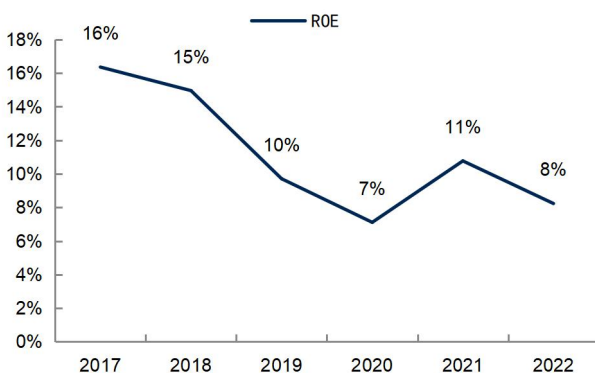
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：绿的谐波研发费用较快增长



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 短期下滑



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） 20230515	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中大力德	未评级	32.77	21.68	0.44	0.65	0.99	1.24	49.27	33.35	21.90	17.48
国茂股份	买入	112.78	17.03	0.63	0.95	1.21	—	27.03	17.93	14.07	—
							平均值	38.15	25.64	17.99	17.48
绿的谐波	买入	196.74	116.70	0.92	1.72	2.47	3.21	126.68	67.81	47.30	36.39

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）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	642	729	929	794	796	营业收入	443	446	618	849	1141
应收款项	103	123	143	209	268	营业成本	211	229	323	445	599
存货净额	179	249	259	364	569	营业税金及附加	2	3	4	5	7
其他流动资产	38	120	84	139	102	销售费用	9	6	8	11	15
流动资产合计	1514	1525	1720	1809	2039	管理费用	17	23	29	37	46
固定资产	431	489	537	581	599	研发费用	41	46	56	72	91
无形资产及其他	19	20	19	19	18	财务费用	(18)	(21)	(0)	(2)	(3)
投资性房地产	94	322	322	322	322	投资收益	19	9	8	15	12
长期股权投资	27	59	59	59	59	资产减值及公允价值变动	21	29	20	29	26
资产总计	2084	2415	2657	2790	3036	其他收入	(6)	(28)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	15	212	271	163	188	营业利润	215	169	226	325	423
应付款项	130	59	145	200	196	营业外净收支	1	1	1	1	1
其他流动负债	61	65	62	102	140	利润总额	217	170	227	326	424
流动负债合计	206	337	478	465	523	所得税费用	27	14	19	27	35
长期借款及应付债券	0	99	99	99	99	少数股东损益	1	1	1	2	3
其他长期负债	44	45	45	45	45	归属于母公司净利润	189	155	207	297	386
长期负债合计	44	144	144	144	144	现金流量表（百万元）					
负债合计	250	481	621	609	667	净利润	189	155	207	297	386
少数股东权益	(3)	(2)	(0)	1	3	资产减值准备	(4)	19	9	3	2
股东权益	1837	1936	2036	2179	2366	折旧摊销	26	39	44	53	58
负债和股东权益总计	2084	2415	2657	2790	3036	公允价值变动损失	(21)	(29)	(20)	(29)	(26)
关键财务与估值指标						财务费用	(18)	(21)	(0)	(2)	(3)
每股收益	1.57	0.92	1.72	2.47	3.21	营运资本变动	256	(448)	96	(126)	(193)
每股红利	0.25	0.48	0.89	1.28	1.66	其它	4	(18)	(8)	(1)	0
每股净资产	15.26	11.48	16.91	18.10	19.65	经营活动现金流	452	(283)	329	196	227
ROIC	12%	8%	9%	13%	16%	资本开支	0	(144)	(80)	(70)	(50)
ROE	10%	8%	10%	14%	16%	其它投资现金流	(95)	248	0	0	0
毛利率	53%	49%	48%	48%	47%	投资活动现金流	(112)	73	(80)	(70)	(50)
EBIT Margin	37%	31%	32%	33%	33%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	43%	40%	39%	39%	39%	负债净变化	0	99	0	0	0
收入增长	105%	1%	39%	37%	34%	支付股利、利息	(31)	(80)	(107)	(154)	(200)
净利润增长率	131%	-18%	33%	43%	30%	其它融资现金流	(161)	260	58	(108)	25
资产负债率	12%	20%	23%	22%	22%	融资活动现金流	(223)	297	(49)	(262)	(175)
息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.8%	1.0%	现金净变动	117	88	200	(135)	2
P/E	74.3	126.7	67.8	47.3	36.4	货币资金的期初余额	525	642	729	929	794
P/B	7.6	10.2	6.9	6.4	5.9	货币资金的期末余额	642	729	929	794	796
EV/EBITDA	75.2	113.7	60.6	44.2	33.5	企业自由现金流	0	(426)	242	112	165
						权益自由现金流	0	(67)	301	6	193

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