

2023 年 11 月 30 日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元) 183.5

公司基本信息

产业别	机械设备
A 股价(2023/11/29)	159.79
上证指数(2023/11/29)	3021.69
股价 12 个月高/低	179.32/90.82
总发行股数(百万)	168.67
A 股数(百万)	168.67
A 市值(亿元)	269.52
主要股东	左晶(20.38%)
每股净值(元)	11.86
股价/账面净值	13.48
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	29.9 30.2 60.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

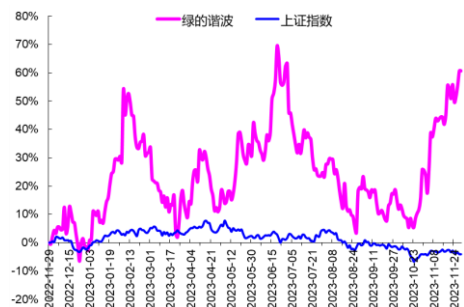
产品组合

谐波减速器及金属部件	89.9%
机电一体化产品	8.9%
智能自动化装备	1.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.0%
一般法人	11.2%

股价相对大盘走势



绿的谐波(688017.SH) 区间操作(Trading Buy)

国产减速器龙头，人形机器人打开公司成长空间

结论与建议：

公司作为国内谐波减速器龙头，在技术、产能方面均具备竞争优势。2023 年受工业机器人需求不振影响，公司业绩短期承压，但从长期来看，谐波减速器国产替代趋势不变，同时人形机器人的逐步落地，也将打开公司的成长空间。考虑到公司估值不低，给与“区间操作”的投资建议，建议积极关注。

点评：

■ **工业机器人需求较为低迷，公司业绩短期承压。**年初以来 3C、半导体等行业表现疲弱，压制了工业机器人需求，2023 年 1-10 月工业机器人累计产量同比减少 3.70%，其中 10 月产量同比减少 17.70%，行业处于周期底部。受此影响，公司谐波减速器产品销量有所下降，2023 年前三季度公司实现营收 2.54 亿元，YOY-26.26%，归母净利润 0.72 亿元，YOY-43%。面对行业周期，公司一方面启动了北美、欧洲的研发、生产基地，加快海外市场拓展；一方面开发机电一体化以及微型电液伺服等新产品，完善产品矩阵，公司竞争力得到提升。

■ **公司是国内谐波减速器龙头，市占率有望继续提升。**谐波减速器是工业机器人、数控机床等设备的核心零部件，具备较高的研发壁垒。2022 年哈默纳科占据国内谐波市场 38% 的份额，国产化率不足六成，谐波减速器国产替代仍有空间。公司是国内少数自主研发并实现规模化生产的谐波减速器的厂商，2022 年国内市占率为 26%，较来福、日本 SHIMPO（市占率分别为 8%、7%）遥遥领先。从产能来看，9 月公司募投约 20 亿元用于建设减速器 100 万台产能的生产基地，预计投产后总产能达 159 万台，公司将具备显著的产能优势。未来公司将贴合产业发展趋势优化产品结构，考虑到当前公司产品寿命、误差、效率等关键性能指标已至行业前列，预计公司市占率有望继续提升。

■ **人形机器人逐步落地，有望打开公司成长空间。**2023 年是中国人形机器人“元年”，产业链落地或加快：一方面行业正处于从 0 到 1 的阶段，国内宇树 H1、远征 A1、傅里叶 GR-1 等多款机型集中发布；另一方面，11 月工信部于《人形机器人创新发展指导意见》明确指出，人形机器人有望成为颠覆性产品，将机器人产业的重要性提升到新高度。公司作为谐波减速器龙头，于技术、产能等方面均具备领先优势，我们认为公司受益于人形机器人产业链的确定性较高。预计随着人形机器人量产，将为公司带来较大的需求弹性。

■ **盈利预测及投资建议：**受下游需求影响，公司业绩短期承压，但公司作为国内谐波减速器龙头，将持续受益于人形机器人产业落地。预计 2023、2024、2025 年公司实现净利润 1.05 亿元、1.52 亿元、2.30 亿元，YOY 分别-32.67%、+45.28%、+51.50%，2023、2024、2025 年 EPS 分别为 0.62 元、0.90 元、1.36 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 257.66 倍、177.35 倍、117.06 倍。考虑到公司估值不低，给与“区间操作”的投资建议，建议积极关注。

■ **风险提示：**需求恢复不及预期、人形机器人发展不及预期、行业竞争加剧

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	189	155	105	152	230
同比增减	%	130.56	-17.91	-32.67	45.28	51.50
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.57	0.92	0.62	0.90	1.36
同比增减	%	92.00	-41.32	-32.70	45.28	51.50
A 股市盈率(P/E)	X	101.75	173.40	257.66	177.35	117.06
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.07	0.10	0.10	0.14
股息率 (Yield)	%	0.06	0.04	0.06	0.06	0.09

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	443	446	358	565	886
经营成本	211	229	211	326	509
营业税金及附加	2	3	3	3	5
销售费用	9	6	9	9	14
管理费用	17	23	21	25	39
财务费用	-18	-21	-37	-28	-26
资产减值损失	-13	-20	-9	-6	-4
投资收益	19	9	10	9	5
营业利润	215	169	118	171	255
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	217	170	118	171	255
所得税	27	14	12	17	23
少数股东损益	1	1	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	189	155	105	152	230

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	642	729	1018	1070	1217
应收帐款	62	75	96	110	132
存货	179	249	272	326	391
流动资产合计	1514	1525	1677	1761	1849
长期投资净额	27	59	57	74	89
固定资产合计	331	348	359	395	434
在建工程	99	141	190	228	274
无形资产	571	891	1113	1191	1252
资产总计	2084	2415	2790	2952	3101
流动负债合计	206	337	556	611	654
长期负债合计	44	144	187	215	236
负债合计	250	481	743	826	891
少数股东权益	-3	-2	0	1	2
股东权益合计	1837	1936	2047	2125	2208
负债和股东权益总计	2084	2415	2790	2952	3101

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	46	26	113	172	252
投资活动产生的现金流量净额	53	-157	-158	-171	-140
筹资活动产生的现金流量净额	-26	216	334	51	35
现金及现金等价物净增加额	72	87	289	52	147

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。