

2024年05月05日
绿的谐波 (688017.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他通用机械

投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价 **136元**
股价 (2024-04-30) **118.89元**

交易数据

总市值(百万元)	20,053.43
流通市值(百万元)	20,053.43
总股本(百万股)	168.67
流通股本(百万股)	168.67
12个月价格区间	96.0/168.51元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.7	-2.4	16.8
绝对收益	-0.8	8.7	6.3

郭倩倩 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

赵梦妮 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523120001

zhaomn@essence.com.cn

相关报告

Q4 需求有望回暖，关注人形 bot 量产节奏	2023-11-02
业绩短期承压，关注海外市场突破节奏	2023-09-03
国产替代加速，机电一体化 & 海外布局打开成长空间	2023-07-19
定增项目交易所过审，储备	2023-07-12

短期需求承压，长期趋势不变

事件：

绿的谐波发布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年实现营收 3.56 亿元，同比-20.10%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比-45.81%；2024Q1 实现营收 0.82 亿元，同比-7.45%，归母净利润 0.2 亿元，同比-18.39%。

工业机器人需求承压，谐波产品竞争加剧影响盈利能力。

- 收入方面，2023 年受宏观经济影响，我国 3C、半导体行业固定资产投资放缓，工业机器人需求低迷，全年我国工业机器人产量为 42.95 万套，同比-2.2%，从而影响公司谐波减速器产品销售规模出现下滑。2023 年公司谐波减速器销量 21.15 万台，同比-17.84%。2024Q1 我国工业机器人产量 12.03 万套，同比+4.9%，3 月当月产量 5.06 万套，同比+6.6%，行业增速由负转正，2024 年全年工业机器人行业需求有望实现弱复苏，带动谐波减速器行业需求增长。
- 盈利方面，2023 年公司毛利率 41.14%，同比-7.55pct，主要系行业需求下降、竞争加剧以及部分新产品处于研发期等所致。其中，谐波减速器及金属部件毛利率 41.17%，同比-7.62pct；机电一体化产品毛利率 41.03%，同比-1.35%。公司净利率 23.82%，同比-11.27pct。期间费用率为 16.34%，同比+1.62pct。拆分来看，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.06%/6.18%/13.59%/-6.49%，同比+1.74pct/+0.94pct/+3.3pct/-1.83pct，主要系公司持续保持高研发投入，加强销售管理所致。
- 现金流方面，2023 年经营性现金流净额 1.49 亿元，同比增长 470.83%，主要系销量下降，购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

加强一体化产品布局，拓展新应用场景。公司积极寻求除了谐波减速器以外的新兴产品，针对国内高端数控机床、半导体加工装备、医疗器械、自动化装备等多行业对于精密传动技术的发展需求，研发基于 PCT 国际发明专利的新一代减速器、高功率密度力矩电机、内置减速器动态啮合算法的高速实时伺服驱动器等组成的机电一体化产品。2023 年公司机电一体化业务收入 0.34 亿元，同比+30.78%，产品销量 5699 套，同比+17.46%。机电一体化产品不仅可以拓展公司产品应用领域，同时有效提升产品附加值。此外，公司亦加快推进全球首创的液控磨抛工具产品的应用落地，已与铸件打磨、增材表面改性磨抛、焊缝打磨、模具抛光等应用场景的头部客户建立了合作。

谐波减速器系人形机器人核心零部件，公司储备产能充裕。据我们机器人系列报告-《AI 赋能，人形机器人产业提速，把握产业链受益机会》的测算，量产假设下，单台机器人中谐波减速器价值量有望达到 9,600 元，增量空间广阔。公司作为国内谐波减速器龙头，已公告计划和三花智控在墨西哥合资设厂开展谐波减速器相关业务，我们预计公司可藉由三花智控与 Tesla 的粘性，受益于人形机器人量产带来的谐波减速器大规模放量。2023 年，公司完成了年产 50 万台精密减速器的扩产项目的房屋土建及相关设备采购工作，并计划 2024 年内完成相关智能化产线的建设调试工作和达产工作，储备产能充足以应对行业放量。

产能翻倍迎接成长

与三花智控合资成立墨西哥工厂，海外市场拓展加速 2023-04-19

投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.01/1.58/2.08 亿元，同增 19.5%/57.0%/31.9%，对应 PE 水平分别为 199/127/96 倍。

考虑到公司在谐波减速器行业的龙头地位，人形机器人量产在即，给予 6 个月目标价 136 元，对应 2024 年 PE 227X，维持“增持-A”评级。

风险提示：制造业投资低迷、机器人推广不及预期、市场竞争加剧。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	445.7	356.2	410.1	578.8	776.4
净利润	155.3	84.2	100.5	157.9	208.2
每股收益(元)	0.92	0.50	0.60	0.94	1.23
每股净资产(元)	11.48	11.93	12.39	13.26	14.42
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	129.1	238.3	199.4	127.0	96.3
市净率(倍)	10.4	10.0	9.6	9.0	8.2
净利润率	34.8%	23.6%	24.5%	27.3%	26.8%
净资产收益率	8.0%	4.2%	4.8%	7.1%	8.6%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
ROIC	24.2%	7.1%	8.7%	10.0%	11.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	445.7	356.2	410.1	578.8	776.4	成长性					
减:营业成本	228.7	209.7	242.6	334.4	444.4	营业收入增长率	0.5%	-20.1%	15.2%	41.1%	34.1%
营业税费	3.2	3.5	4.1	5.2	7.4	营业利润增长率	-21.5%	-45.9%	21.4%	56.4%	32.1%
销售费用	5.9	10.9	16.4	17.4	23.3	净利润增长率	-17.9%	-45.8%	19.5%	57.0%	31.9%
管理费用	23.4	22.0	30.1	38.8	50.5	EBITDA 增长率	-6.5%	-36.4%	9.5%	49.2%	30.1%
研发费用	45.9	48.4	53.3	61.4	73.2	EBIT 增长率	-13.3%	-47.6%	4.0%	65.3%	35.2%
财务费用	-20.8	-23.1	-15.0	-15.0	-15.0	NOPLAT 增长率	-21.3%	-53.4%	36.4%	67.1%	35.2%
资产减值损失	-20.3	-17.9	-10.0	-16.1	-14.7	投资资本增长率	58.5%	11.3%	45.3%	19.0%	28.5%
加:公允价值变动收益	8.8	1.2	9.5	10.0	10.5	净资产增长率	5.5%	4.3%	3.9%	7.1%	8.8%
投资和汇兑收益	8.6	11.6	13.1	11.1	11.9						
营业利润	169.2	91.6	111.1	173.9	229.8	利润率					
加:营业外净收支	1.3	-	1.3	0.9	0.7	毛利率	48.7%	41.1%	40.8%	42.2%	42.8%
利润总额	170.5	91.6	112.5	174.8	230.5	营业利润率	38.0%	25.7%	27.1%	30.0%	29.6%
减:所得税	14.1	6.7	11.2	15.7	20.7	净利润率	34.8%	23.6%	24.5%	27.3%	26.8%
净利润	155.3	84.2	100.5	157.9	208.2	EBITDA/营业收入	48.3%	38.4%	36.6%	38.6%	37.5%
						EBIT/营业收入	39.6%	25.9%	23.4%	27.4%	27.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	275	374	415	393	366
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	200	409	432	324	273
货币资金	729.3	969.3	868.6	857.6	1,011.7	流动资产周转天数	1,227	1,613	1,482	1,075	877
交易性金融资产	303.6	130.1	150.0	194.6	158.2	应收帐款周转天数	57	90	100	85	80
应收帐款	78.7	99.8	128.0	145.3	199.8	存货周转天数	173	254	266	220	172
应收票据	44.1	20.0	71.1	42.8	86.6	总资产周转天数	1,817	2,642	2,560	2,009	1,691
预付帐款	25.5	11.1	34.8	25.7	54.9	投资资本周转天数	587	951	1,067	981	908
存货	249.4	254.0	352.5	353.4	387.2						
其他流动资产	94.1	182.0	106.1	127.4	138.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.0%	4.2%	4.8%	7.1%	8.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	3.0%	3.4%	4.6%	5.4%
长期股权投资	59.0	57.1	57.1	57.1	57.1	ROIC	24.2%	7.1%	8.7%	10.0%	11.4%
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	费用率					
固定资产	348.4	391.9	553.5	711.7	865.7	销售费用率	1.3%	3.1%	4.0%	3.0%	3.0%
在建工程	140.8	98.4	286.5	467.0	640.4	管理费用率	5.2%	6.2%	7.4%	6.7%	6.5%
无形资产	20.2	61.5	59.1	56.6	54.0	研发费用率	10.3%	13.6%	13.0%	10.6%	9.4%
其他非流动资产	321.9	536.7	353.6	400.5	200.5	财务费用率	-4.7%	-6.5%	-3.7%	-2.6%	-1.9%
资产总额	2,415.2	2,812.1	3,021.2	3,439.8	3,854.7	四费/营业收入	12.2%	16.3%	20.7%	17.7%	17.0%
短期债务	212.3	433.9	500.0	700.0	900.0	偿债能力					
应付帐款	53.6	43.3	66.6	104.6	106.7	资产负债率	19.9%	28.2%	30.4%	34.3%	36.0%
应付票据	6.1	-	13.5	19.6	7.6	负债权益比	24.8%	39.4%	43.7%	52.2%	56.2%
其他流动负债	65.0	133.4	86.5	95.0	105.0	流动比率	4.53	2.73	2.57	1.90	1.82
长期借款	99.1	124.2	200.0	200.0	200.0	速动比率	3.79	2.31	2.04	1.52	1.47
其他非流动负债	44.6	59.4	49.3	51.1	53.3	利息保障倍数	-8.49	-4.00	-6.41	-10.59	-14.32
负债总额	480.6	794.3	915.8	1,170.2	1,372.5	分红指标					
少数股东权益	-1.6	5.3	5.9	7.0	8.5	DPS(元)	0.10	-	0.06	0.07	0.07
股本	168.6	168.7	168.7	168.7	168.7	分红比率	10.9%	0.0%	10.0%	7.0%	5.7%
留存收益	1,754.1	1,830.4	1,920.9	2,067.8	2,264.3	股息收益率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
股东权益	1,934.6	2,017.8	2,095.5	2,243.5	2,441.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
净利润	156.4	84.8	100.5	157.9	208.2	EPS(元)	0.92	0.50	0.60	0.94	1.23
加:折旧和摊销	41.6	47.3	53.8	64.8	76.2	BVPS(元)	11.48	11.93	12.39	13.26	14.42
资产减值准备	20.3	17.9	10.0	16.1	14.7	PE(X)	129.1	238.3	199.4	127.0	96.3
公允价值变动损失	-8.8	-1.2	9.5	10.0	10.5	PB(X)	10.4	10.0	9.6	9.0	8.2
财务费用	0.5	8.9	-15.0	-15.0	-15.0	P/FCF	163.1	60.7	-70.8	252.2	-252.4
投资收益	-8.6	-11.6	-13.1	-11.1	-11.9	P/S	45.0	56.3	48.9	34.6	25.8
少数股东损益	1.1	0.7	0.7	1.1	1.5	EV/EBITDA	71.0	181.7	129.4	87.3	68.1
营运资金的变动	-479.5	-268.9	71.3	-0.2	22.3	CAGR(%)	0.6%	35.2%	-18.9%	0.6%	35.2%
经营活动产生现金流量	26.2	149.3	217.7	223.6	306.5	PEG	232.4	6.8	-10.5	228.6	2.7
投资活动产生现金流量	-157.0	-188.2	-385.1	-449.8	-370.4	ROIC/WACC	2.4	0.7	0.9	1.0	1.1
融资活动产生现金流量	215.9	323.3	66.7	215.1	218.0	REP	7.2	36.0	15.8	11.6	8.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034