

# 绿的谐波 (688017.SH)

## 第三季度营收同比增长 26%，人形机器人打开长期空间

优于大市

### 核心观点

2024年第三季度收入/归母净利润同比增长 25.59%/1.63%，单季度利润增速转正。2024年前三季度公司实现营收 2.76 亿元，同比增加 8.64%，归母净利润 0.59 亿元，同比下滑 18.85%，归母扣非净利润 0.53 亿元，同比下滑 21.02%。其中第三季度公司实现收入 1.04 亿元，同比增加 25.59%，归母净利润 0.22 亿元，同比增加 1.63%。第三季度收入增速回升，主要因为工业机器人景气度回升。公司前三季度毛/净利率分别同比下滑 2.20/7.37 个百分点至 39.53%/21.71%，主要因为扩产导致产能利用率较低和费用率增加。

**逐步完善核心传动产品布局，研发费用率保持高水平。**公司是国产谐波减速器龙头，深耕行业二十年，产品从谐波减速器逐步拓展机电一体化等产品，并布局了电静液伺服阀和行星滚柱丝杠，目前核心技术包括满载球滚子的柔性轴承、机器人用液压驱动关节技术、超薄型外转子一体化关节模组等三十余项，在研产品包括数控转台用主从控制系统、高刚性四轴转台动态精度提升及关键技术等八项，其中 2024 年上半年新增了智能谐波减速器的研发，目标做到国际先进水平。公司研发费用率多年保持 12%-14%，2024 年前三季度研发费用率同比增长 14%，保持较高水平。

**工业机器人产量增速回升，人形机器人市场广阔。**2024 年，我国工业机器人行业产量增速有所回升，2024 年 1-11 月工业机器人产量同比增长 11.1%，其中 11 月同比增长 29.3%。随着工业机器人景气度持续回暖，公司主营业务有望环比提升。人形机器人方面，目前人形机器人正处于 0 到 1 的变革期。根据马斯克预测，2040 年世界上将有至少 100 亿个人形机器人投入使用，售价可能 2-2.5 万美元，合计市场规模约 200-250 亿美元，空间广阔。公司谐波减速器地位稳固且产能提升，业务拓展至机电一体化、液压控制等产品，布局了电静液伺服阀和行星滚柱丝杠。谐波减速器具有单级传动比大、体积小、质量轻、运动精度高的特点；行星滚柱丝杠承载强、效率高、动态性能好，二者更适用于人形机器人领域。公司在人形机器人中卡位核心，有望在该领域获得较大份额。

**IPO 和定增项目达产后总产能将显著提升，产能储备充足。**产能方面：1) 公司 IPO 募集资金拟用于年产 50 万台精密谐波减速器项目，截至 2023 年底公司完成了房屋土建及相关设备采购工作；2) 2022 年 10 月发布定增预案，项目建设期为 2 年，从第 3 年开始投产，达产后，公司将新增谐波减速器 100 万台、机电一体化执行器 20 万台的年产能。2023 年公司谐波减速器年生产量 20.6 万台，机电一体化产品生产量 8117 套。我们预计随着 IPO 项目和定增项目陆续落地，公司的谐波减速器和机电一体化产品产能有望大幅提升。

**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：**考虑到目前工业机器人景气度不及前次报告预期，我们预计 2024-2025 年归母净利润 0.89/1.21 亿元（前值为 1.76/2.24 亿元），新增 2026 年归母净利润预测 1.56 亿元；对应 PE=217/159/123x。公司主业卡位核心且产能持续增加，在行业需求疲软背景下有望实现结构性成长，长期看人形机器人空间广阔，公司将充分受益人形机器人量产，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	------	-------	-------	-------

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 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：杜松阳 0755-81981934 dusongyang@guosen.com.cn S0980524120002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	111.95 元
总市值/流通市值	18893/18893 百万元
52 周最高价/最低价	153.38/58.22 元
近 3 个月日均成交额	809.64 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) - 上半年业绩承压，不改长期成长趋势》——2023-09-01  
 《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》——2023-05-16

营业收入(百万元)	446	356	415	522	667
(+/-%)	0.5%	-20.1%	16.6%	25.8%	27.7%
净利润(百万元)	155	84	89	121	156
(+/-%)	-17.9%	-45.8%	5.3%	36.9%	28.6%
每股收益(元)	0.92	0.50	0.53	0.72	0.93
EBIT Margin	31.1%	17.3%	16.2%	19.4%	21.7%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	4.2%	4.3%	5.7%	6.9%
市盈率 (PE)	123.9	228.8	217.2	158.7	123.4
EV/EBITDA	111.2	188.8	170.2	125.3	96.3
市净率 (PB)	9.94	9.57	9.29	8.97	8.57

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

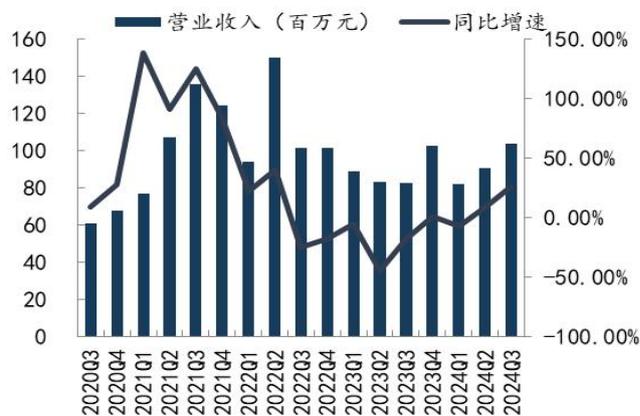
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 绿的谐波 2024 年前三季度收入同比增长 8.64%



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 2024 年第三季度收入同比增长 25.59%



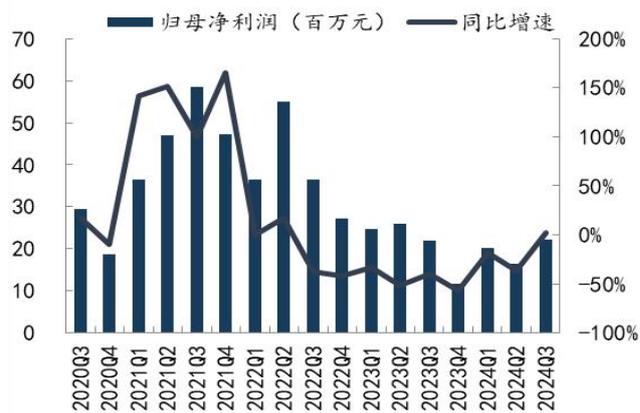
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 绿的谐波 2024 年前三季度利润下滑幅度收窄



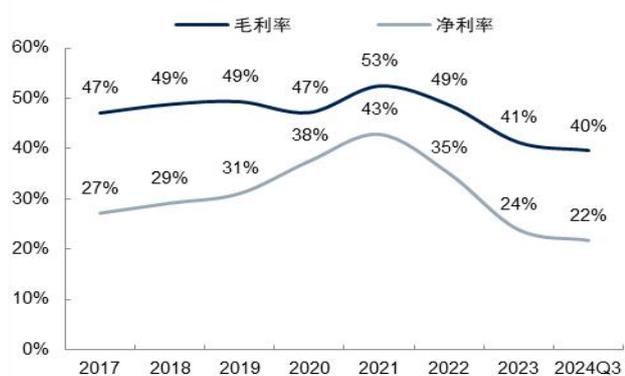
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 绿的谐波 2024 年第三季度利润增速回正至 1.63%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 绿的谐波毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 绿的谐波期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表值 (20241230)

序号	分类	证券代码	证券简称	投资评级	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
							2023A	24E	25E	26E	2023A	24E	25E	26E
1	A 股	603728.SH	鸣志电器	优于大市	56.93	238	0.38	0.34	0.50	0.61	151	168	113	93
2	A 股	003021.SZ	兆威机电	优于大市	76.88	185	1.07	0.90	1.14	1.44	72	86	68	53
3	A 股	300580.SZ	贝斯特	优于大市	23.54	118	0.84	0.64	0.80	0.99	28	37	29	24
4	A 股	603009.SH	北特科技	优于大市	39.32	133	0.15	0.23	0.34	0.50	270	169	115	79
									平均值		130	115	81	62
1	A 股	688017.SH	绿的谐波	优于大市	111.95	189	0.50	0.53	0.72	0.93	224	213	156	121

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 前提假设

**谐波减速器及金属部件：**2022-2023 年工业机器人景气度持续下行，行业市场规模增速有所回落，2023 年甚至出现了历史少见的负增速。公司作为谐波减速器龙头，受到了一定冲击，过去两年板块收入增速下滑明显。2024 年三季度以来行业景气度回暖，24Q3 公司收入增速修复至 25.6%，增速同比/环比分别增加 44.0/16.6 个百分点。考虑到工业机器人景气度回暖，我们假设 2024-2026 年谐波减速器及金属部件收入增速分别为 13%/20%/26%。2021-2023 年该业务毛利率分别为 53%/49%/41%，毛利率下滑主要是产能利用率下滑和折旧增加的影响。未来产能逐步释放有望带动毛利率提升，假设 2024-2026 年该业务毛利率分别为 38.9%/42.0%/44.2%。

**机电一体化产品：**智能机器人是工业发展的趋势，发展速度较快。机电一体化旋转关节技术已成为智能机器人实现机械工业高效、自动化和柔性化的关键所在，过去三年公司机电一体化产品业务收入增速较快。产能方面，公司的定增项目拟建设机电一体化执行器 20 万套的年产能。我们预计未来随着智能机器人的持续快速发展和公司定增项目的投产，公司该板块将保持较高速增长，我们假设 2024-2026 年机电一体化产品收入增速分别为 54%/68%/36.5%。过去两年公司该业务毛利率保持 42%附近，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 41%/42%/42%。

**智能自动化设备：**该业务收入规模小，近年收入有一定增长，2021 年-2023 年收入分别为 0.00/0.00/0.02 亿元。我们简单假设 2024-2026 年该业务增速保持 50%，毛利率分别为 5%/6%/7%。

**其他业务：**该业务收入规模小，2021 年-2023 年收入分别为 0.04/0.04/0.03 亿元，毛利率分别为 71%/85%/81%。我们简单假设 2024-2026 年该业务收入保持不变，毛利率维持 2023 年水平 81%。

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收为 4.15/5.22/6.67 亿元，同比增长 16.63%/25.78%/27.73%，毛利率分别为 39.22%/41.88%/43.58%。

表2: 绿的谐波业绩拆分

报告期 (百万元, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>谐波减速器及金属部件</b>					
收入	416.0	317.0	356.8	426.8	537.2
增速	0.00%	-23.80%	12.57%	19.60%	25.88%
毛利率 (%)	48.78%	41.17%	38.89%	41.96%	44.18%
<b>机电一体化产品</b>					
收入	26.0	34.0	52.4	88.0	120.1
增速	15.63%	30.77%	54.00%	68.00%	36.50%
毛利率 (%)	42.37%	41.03%	41.00%	42.00%	42.00%
<b>智能自动化设备</b>					
收入	0.1	2.0	3.0	4.5	6.8
增速			50.00%	50.00%	50.00%
毛利率 (%)	6.27%	-12.56%	5.00%	6.00%	7.00%
<b>营业总收入</b>					
营业收入	446.0	356.0	415.2	522.2	667.0
增速	0.68%	-20.18%	16.63%	25.78%	27.73%
毛利率 (%)	48.65%	41.29%	39.22%	41.88%	43.58%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

## 未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2024-2026 年归属母公司净利润分别为 0.89/1.21/1.56 亿元，同比增加 5.3%/36.9%/28.6%。

表3: 未来三年盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	446	356	415	522	667
营业成本	229	210	252	304	377
营业税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	6	11	14	17	21
管理费用	23	22	24	28	35
研发费用	46	48	55	68	85
财务费用	(21)	(23)	8	4	10
投资收益	9	12	13	11	12
资产减值及公允价值变动	29	19	23	23	23
其他收入	(28)	(24)	-55	-68	-85
营业利润	169	92	96	131	169
营业外净收支	1	(0)	1	1	1
利润总额	170	92	96	132	170
所得税费用	14	7	7	10	12
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司净利润	155	84	89	121	156

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	729	969	600	600	600	营业收入	446	356	415	522	667
应收款项	123	120	132	166	212	营业成本	229	210	252	304	377
存货净额	249	254	259	337	434	营业税金及附加	3	3	3	4	5
其他流动资产	120	145	105	162	215	销售费用	6	11	14	17	21
<b>流动资产合计</b>	<b>1525</b>	<b>1666</b>	<b>1275</b>	<b>1444</b>	<b>1641</b>	管理费用	23	22	24	28	35
固定资产	489	490	561	614	662	研发费用	46	48	55	68	85
无形资产及其他	20	62	61	60	60	财务费用	(21)	(23)	8	4	10
投资性房地产	322	537	537	537	537	投资收益	9	12	13	11	12
长期股权投资	59	57	73	88	104	资产减值及公允价值变动	29	19	23	23	23
<b>资产总计</b>	<b>2415</b>	<b>2812</b>	<b>2507</b>	<b>2743</b>	<b>3003</b>	其他收入	(74)	(72)	(55)	(68)	(85)
短期借款及交易性金融负债	212	534	141	298	419	营业利润	169	92	96	131	169
应付款项	59	42	87	74	89	营业外净收支	1	(0)	1	1	1
其他流动负债	65	35	62	71	83	<b>利润总额</b>	<b>170</b>	<b>92</b>	<b>96</b>	<b>132</b>	<b>170</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>337</b>	<b>611</b>	<b>289</b>	<b>443</b>	<b>591</b>	所得税费用	14	7	7	10	12
长期借款及应付债券	99	124	74	74	74	少数股东损益	1	1	1	1	1
其他长期负债	45	59	66	74	84	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>155</b>	<b>84</b>	<b>89</b>	<b>121</b>	<b>156</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>144</b>	<b>184</b>	<b>141</b>	<b>148</b>	<b>158</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>481</b>	<b>794</b>	<b>430</b>	<b>591</b>	<b>748</b>	净利润	155	84	89	121	156
少数股东权益	(2)	5	6	6	7	资产减值准备	19	(2)	6	2	2
股东权益	1936	2013	2072	2146	2248	折旧摊销	39	44	48	57	63
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2415</b>	<b>2812</b>	<b>2507</b>	<b>2743</b>	<b>3003</b>	公允价值变动损失	(29)	(19)	(23)	(23)	(23)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(21)	(23)	8	4	10
每股收益	0.92	0.50	0.53	0.72	0.93	营运资本变动	(448)	(277)	107	(162)	(158)
每股红利	0.48	0.16	0.17	0.28	0.32	其它	(18)	3	(6)	(2)	(1)
每股净资产	11.48	11.93	12.28	12.72	13.32	<b>经营活动现金流</b>	<b>(283)</b>	<b>(167)</b>	<b>221</b>	<b>(6)</b>	<b>38</b>
ROIC	11%	5%	5%	7%	9%	资本开支	0	(60)	(102)	(89)	(89)
ROE	8%	4%	4%	6%	7%	其它投资现金流	248	125	0	0	0
毛利率	49%	41%	39%	42%	44%	<b>投资活动现金流</b>	<b>217</b>	<b>67</b>	<b>(118)</b>	<b>(104)</b>	<b>(105)</b>
EBIT Margin	31%	17%	16%	19%	22%	权益性融资	2	4	0	0	0
EBITDA Margin	40%	30%	28%	30%	31%	负债净变化	99	25	(50)	0	0
收入增长	1%	-20%	17%	26%	28%	支付股利、利息	(80)	(27)	(30)	(47)	(54)
净利润增长率	-18%	-46%	5%	37%	29%	其它融资现金流	114	340	(393)	157	121
资产负债率	20%	28%	17%	22%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>154</b>	<b>340</b>	<b>(473)</b>	<b>110</b>	<b>67</b>
息率	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	<b>现金净变动</b>	<b>88</b>	<b>240</b>	<b>(369)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	123.9	228.8	217.2	158.7	123.4	货币资金的期初余额	642	729	969	600	600
P/B	9.9	9.6	9.3	9.0	8.6	货币资金的期末余额	729	969	600	600	600
EV/EBITDA	111.2	188.8	170.2	125.3	96.3	企业自由现金流	0	(235)	116	(100)	(51)
						权益自由现金流	0	130	(335)	54	60

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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