

## 信义山证汇通天下

证券研究报告

其他通用机械

绿的谐波（688017.SH）

增持-A(首次)

25Q1 业绩修复，关注公司产品和高端场景拓展

2025 年 5 月 15 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 14 日

|                |              |
|----------------|--------------|
| 收盘价（元）：        | 145.48       |
| 年内最高/最低（元）：    | 192.80/58.22 |
| 流通 A 股/总股本（亿）： | 1.69/1.83    |
| 流通 A 股市值（亿）：   | 245.52       |
| 总市值（亿）：        | 266.54       |

基础数据：2025 年 3 月 31 日

|            |       |
|------------|-------|
| 基本每股收益（元）： | 0.11  |
| 摊薄每股收益（元）： | 0.11  |
| 每股净资产（元）：  | 18.84 |
| 净资产收益率（%）： | 0.61  |

资料来源：最闻

分析师：

姚健

执业登记编码：S0760525040001

邮箱：yaojian@sxzq.com

徐风

执业登记编码：S0760519110003

邮箱：xufeng@sxzq.com

事件描述

➤ 公司披露 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年实现营业收入 3.87 亿元，同比+8.77%；归母净利润 0.56 亿元，同比-33.26%；扣非后归母净利润 0.46 亿元，同比-38.09%。24Q4 营业收入 1.11 亿元，同比+9.1%；归母净利润-0.03 亿元，同比-122.86%。25Q1 营业收入 0.98 亿元，同比+19.65%；归母净利润 0.20 亿元，同比+0.66%，环比实现扭亏。

事件点评

➤ 业绩承压，2024 年毛利率/净利率分别下滑 3.60/9.41pct；25Q1 环比扭亏。2024 年，公司毛利率/净利率分别为 37.54%/14.41%，同比分别 -3.60pct/-9.41pct。分行业，国内工业机器人行业需求回暖，公司工业及服务机器人零部件收入 2.77 亿元/yoy+3.93%。分产品，谐波减速器及金属件收入 3.25 亿元/yoy+2.56%，收入贡献 84.00%，毛利率 36.13%/yoy-5.03pct；机电一体化产品收入 0.53 亿元/yoy+56.74%，收入贡献 13.58%，毛利率 41.14%/yoy+0.11pct。费用端，公司货币资金利息收入减少，财务费用-28.17 万元，同比增加 0.23 亿元；此外，公司计提资产减值损失 0.34 亿元，同比 +0.16 亿元，对公司业绩形成拖累。

➤ 谐波减速器持续优化迭代，不断拓展高端应用场景。当前谐波减速器中低端应用市场竞争较为激烈，在高端领域仍具备广泛的国产替代空间。（1）半导体装备：突破低振动、高动态性、高可靠性以及真空或洁净环境下的严苛要求，成功应用于多家半导体行业龙头企业。（2）人形机器人：聚焦轻量小型化技术突破，同等出力情况下减重 30%以上；同时开发出灵巧手适用微型谐波减速器。（3）工业机器人：进一步提升减速器精度、增强减速器刚性、延长减速器寿命。

➤ 加速行星滚柱丝杠布局，构建全场景精密传动解决方案。行星滚柱丝杠，突破了高精度大承载长寿命的设计难题，系统研发了外螺纹符合磨削技术、大长径比内螺纹高效磨削等关键技术，并优化了批量产品的高一致性快速装配工艺，已覆盖多系列智能机器人直线模组的相关需求，并实现小批量出货。公司围绕机电一体化趋势，开发了超 10 款直线伺服关节，并具有大力重比、高精度、长寿命、低成本等特性。

➤ 产能提升稳步推进，并积极进行全球化布局。公司年产 50 万台精密减速器的扩产项目目前进入全面达产阶段，此外，新募投项目“新一代精密传动装置智能制造项目”也在 2025 年启动建设。2024 年，公司在日韩、东南亚、北美、欧洲完成销售团队搭建；收购德国 Haux 公司，获得其在欧洲的



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



生产基地和本地化服务团队，实现公司精密传动部件在欧洲本土化投产。

### 投资建议

➤ 考虑到公司在国产谐波减速器的龙头地位，以及其产品和高端场景的拓展能力，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.54/0.67/0.83，对应公司 5 月 14 日收盘价 145.48 元，2025-2027 年 PE 分别为 271.4/217.5/175.4，首次覆盖给予“增持-A”评级。

### 风险提示

➤ **市场竞争加剧的风险：**国际行业巨头具有较强的品牌知名度和市场影响力，在谐波减速器领域长期处于垄断地位，可能针对追赶者采取更激进的竞争策略。同时，我国目前也存在一批企业正在从事精密减速器的研发和生产。公司可能会面临国际行业巨头和新进入者的竞争压力。

➤ **下游需求增长不及预期的风险：**工业机器人下游包括汽车和 3C 电子等行业，若相关行业需求再度低迷或增速停滞、工业机器人应用领域不能持续扩大，则作为其核心零部件的谐波减速器需求量降低，将导致公司业务量出现下滑。

➤ **因技术发展和市场需求变化导致的产品迭代风险：**谐波减速器的研发设计门槛高、工艺流程复杂、资金投入量大，产品品类多、技术迭代速度快，为适应市场新的应用和快速发展，公司需要根据技术发展的趋势和下游客户的需求不断升级更新现有产品和研发新技术和新产品。但由于谐波减速器等精密传动装置产品的基础研发周期较长，而研发成果的产业化具有一定的不确定性，如果产品研发进度未达预期，公司将面临产品迭代的风险，前期的研发投入也将无法收回。

➤ **汇率波动风险：**公司在海外的采购与销售业务，通常以欧元、美元等外币定价并结算，外汇市场汇率的波动会影响公司所持货币资金的价值，从而影响公司的资产价值。

### 财务数据与估值：

| 会计年度      | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 356   | 387   | 459   | 572   | 776   |
| YoY(%)    | -20.1 | 8.8   | 18.4  | 24.6  | 35.7  |
| 净利润(百万元)  | 84    | 56    | 98    | 123   | 152   |
| YoY(%)    | -45.8 | -33.3 | 74.8  | 24.8  | 24.0  |
| 毛利率(%)    | 41.1  | 37.5  | 37.3  | 38.8  | 40.1  |
| EPS(摊薄/元) | 0.46  | 0.31  | 0.54  | 0.67  | 0.83  |
| ROE(%)    | 4.2   | 1.6   | 2.8   | 3.4   | 4.1   |
| P/E(倍)    | 316.7 | 474.5 | 271.4 | 217.5 | 175.4 |
| P/B(倍)    | 13.2  | 7.8   | 7.6   | 7.4   | 7.2   |
| 净利率(%)    | 23.6  | 14.5  | 21.4  | 21.4  | 19.6  |

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1666  | 2205  | 2203  | 2229  | 2170  |
| 现金             | 969   | 1525  | 1555  | 1461  | 1341  |
| 应收票据及应收账款      | 117   | 200   | 176   | 292   | 343   |
| 预付账款           | 11    | 13    | 16    | 21    | 28    |
| 存货             | 254   | 246   | 234   | 232   | 233   |
| 其他流动资产         | 315   | 221   | 223   | 223   | 225   |
| <b>非流动资产</b>   | 1146  | 1550  | 1597  | 1684  | 1871  |
| 长期投资           | 57    | 57    | 56    | 54    | 53    |
| 固定资产           | 392   | 405   | 451   | 528   | 686   |
| 无形资产           | 62    | 59    | 64    | 70    | 77    |
| 其他非流动资产        | 635   | 1030  | 1026  | 1032  | 1055  |
| <b>资产总计</b>    | 2812  | 3755  | 3800  | 3913  | 4042  |
| <b>流动负债</b>    | 611   | 228   | 182   | 228   | 243   |
| 短期借款           | 434   | 69    | 69    | 69    | 69    |
| 应付票据及应付账款      | 42    | 67    | 62    | 95    | 114   |
| 其他流动负债         | 135   | 91    | 50    | 64    | 59    |
| <b>非流动负债</b>   | 184   | 97    | 89    | 81    | 74    |
| 长期借款           | 124   | 40    | 32    | 24    | 16    |
| 其他非流动负债        | 59    | 58    | 58    | 58    | 58    |
| <b>负债合计</b>    | 794   | 325   | 271   | 310   | 316   |
| 少数股东权益         | 5     | 5     | 5     | 6     | 6     |
| 股本             | 169   | 169   | 183   | 183   | 183   |
| 资本公积           | 1340  | 2747  | 2733  | 2733  | 2733  |
| 留存收益           | 490   | 496   | 567   | 659   | 768   |
| 归属母公司股东权益      | 2013  | 3425  | 3524  | 3598  | 3720  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2812  | 3755  | 3800  | 3913  | 4042  |

### 现金流量表(百万元)

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 149   | 28    | 102   | 43    | 117   |
| 净利润            | 85    | 56    | 99    | 123   | 152   |
| 折旧摊销           | 47    | 56    | 46    | 57    | 73    |
| 财务费用           | -23   | -0    | -39   | -42   | -40   |
| 投资损失           | -12   | -28   | -17   | -16   | -18   |
| 营运资金变动         | 0     | -108  | 19    | -74   | -47   |
| 其他经营现金流        | 51    | 52    | -5    | -5    | -4    |
| <b>投资活动现金流</b> | -188  | -312  | -71   | -122  | -239  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 323   | 840   | -1    | -14   | 2     |

### 每股指标 (元)

|               |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.46  | 0.31  | 0.54  | 0.67  | 0.83  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.81  | 0.15  | 0.56  | 0.23  | 0.64  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 10.98 | 18.70 | 19.23 | 19.64 | 20.30 |

### 利润表(百万元)

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 356   | 387   | 459   | 572   | 776   |
| 营业成本            | 210   | 242   | 288   | 350   | 465   |
| 营业税金及附加         | 3     | 4     | 4     | 5     | 7     |
| 营业费用            | 11    | 13    | 11    | 14    | 22    |
| 管理费用            | 22    | 22    | 26    | 29    | 39    |
| 研发费用            | 48    | 50    | 56    | 69    | 93    |
| 财务费用            | -23   | -0    | -39   | -42   | -40   |
| 资产减值损失          | -20   | -39   | -28   | -34   | -47   |
| 公允价值变动收益        | 1     | 4     | 5     | 5     | 4     |
| 投资净收益           | 12    | 28    | 17    | 16    | 18    |
| <b>营业利润</b>     | 92    | 61    | 108   | 133   | 166   |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 1     | 1     | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 92    | 61    | 108   | 134   | 166   |
| 所得税             | 7     | 5     | 10    | 11    | 14    |
| <b>税后利润</b>     | 85    | 56    | 99    | 123   | 152   |
| 少数股东损益          | 1     | -0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 84    | 56    | 98    | 123   | 152   |
| EBITDA          | 144   | 78    | 114   | 150   | 202   |

### 主要财务比率

| 会计年度         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | -20.1 | 8.8   | 18.4  | 24.6  | 35.7  |
| 营业利润(%)      | -45.9 | -33.6 | 76.9  | 24.0  | 24.1  |
| 归属于母公司净利润(%) | -45.8 | -33.3 | 74.8  | 24.8  | 24.0  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 41.1  | 37.5  | 37.3  | 38.8  | 40.1  |
| 净利率(%)       | 23.6  | 14.5  | 21.4  | 21.4  | 19.6  |
| ROE(%)       | 4.2   | 1.6   | 2.8   | 3.4   | 4.1   |
| ROIC(%)      | 3.3   | 0.6   | 1.7   | 2.3   | 3.1   |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 28.2  | 8.7   | 7.1   | 7.9   | 7.8   |
| 流动比率         | 2.7   | 9.7   | 12.1  | 9.8   | 8.9   |
| 速动比率         | 2.0   | 8.4   | 10.5  | 8.5   | 7.7   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.2   |
| 应收账款周转率      | 3.0   | 2.4   | 2.4   | 2.4   | 2.4   |
| 应付账款周转率      | 4.2   | 4.4   | 4.4   | 4.4   | 4.4   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 316.7 | 474.5 | 271.4 | 217.5 | 175.4 |
| P/B          | 13.2  | 7.8   | 7.6   | 7.4   | 7.2   |
| EV/EBITDA    | 182.0 | 323.7 | 220.6 | 167.3 | 125.2 |

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明:**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所:****上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

**北京**

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

