

业绩短期承压，远期成长空间不断打开

——工控和工业机器人系列报告

绿的谐波 (688017.SH)

核心观点

2022 年和 2023 年一季度，公司业绩短期承压：①主要下游工业机器人行业需求放缓，公司营收增速下降；②股权激励和研发投入增加，非经常性损益减少，公司盈利能力有所下滑。

长期来看，公司成长空间不断打开：①谐波减速器的应用领域不断拓展，公司凭借技术积累、规模化生产能力和正向研发设计能力保持先发优势。②公司的机电一体化技术在工业机器人关节、机床数控转台、移动机器人的旋转关节&电液驱动关节的应用布局不断完善，有望持续受益于机床、工业机器人以及以人形机器人为中心的服务机器人等潜力巨大的市场。

事件

事件一

2022 年，公司实现营收 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%；扣非后归母净利润 1.28 亿元，同比下滑 13.20%。其中 Q4 单季度实现营业收入 1.01 亿元，同比增长 7.92%；归母净利润 0.27 亿元，同比下滑 42.21%；扣非后归母净利润 0.22 亿元，同比下滑 40.80%

事件二

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%；扣非后归母净利润 0.22 亿元，同比下滑 17.59%。

简评

下游工业机器人短期需求略显疲态，2022 年收入增速放缓

2022 年公司营收增速放缓，主要系占公司总营收比重达到 80.97% 的工业及服务机器人零部件领域收入同比增速仅 1.02%，相比 2021 年增速下滑较多。由于宏观环境、通货膨胀、出口受阻等因素影响，制造业景气度较弱，2022 年国内制造业固定资产投资完成额同比增速仅 9.10%，同比下滑 4.4 个 pct，国内工业机器人产量 44.3 万套，同比下滑 4.8%。

成本上涨、费用增加、非经常损益减少，2022 年盈利能力承压
2022 年公司毛利率、净利率分别为 48.69%、34.84%，同比分别下滑 3.83、7.83 个 pct。

毛利率下降，主要由于成本上涨：①原材料价格上调，公司主营

维持

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号:s1440519080001

SFC 编号:BOU764

发布日期：2023 年 04 月 29 日

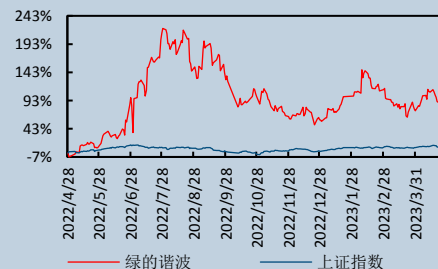
当前股价：111.88 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.84/-5.05	-9.63/-11.42	31.97/19.63
12 月最高/最低价 (元)		198.51/81.40
总股本 (万股)		16,858.34
流通 A 股 (万股)		9,359.58
总市值 (亿元)		188.61
流通市值 (亿元)		104.71
近 3 月日均成交量 (万)		371.18
主要股东		
左晶		20.40%

股价表现



相关研究报告

2022-10-30	【中信建投自动化设备】绿的谐波 (688017):短期业绩承压，定增扩产长期成长可期——工控和工业机器人系列报告
2022-08-15	【中信建投自动化设备】绿的谐波 (688017):Q2 收入增长较快，市场空间持续扩容——工控和工业机器人系列报告

业务直接材料费用达到 8,013.14 万元，同比增 19.48%；②制造费用增加，2022 年公司谐波减速器年产能从 30 万台扩张至 50 万台，设备采购额增加，年末机器设备累计折旧额 1.09 亿元，同比增长 39.04%，因此当年主营业务制造费用达到 6,131.08 万元，同比增长 16.21%。

净利率下降主要由于：①毛利率下降；②期间费用率 12.19%，同比增加 1.12 个 pct。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 1.32%、5.24%、-4.66%、10.29%，同比分别-0.64、+1.31、-0.55、+1.01 个 pct。管理费用率上升主要由于股权激励带来的股权支付费用达到 871.27 万元，同比增长 444.90%，研发费用率明显提升主要由于公司持续进行技术创新和投入开发新产品。②非经常性损益 2777.99 万元，同比下滑 34.29%，主要系政府补助和理财收益减少。

Q1 收入增速略有下滑，工业机器人需求仍然较弱

2023Q1 公司收入略有下滑，主要由于工业机器人需求仍然较弱——根据国家统计局，2023 年 1-3 月国内工业机器人产量为 10.37 万套，同比下滑 3%。

2023Q1 盈利能力继续承压，股权支付费用压力减小

2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 44.35%、27.85%，分别同比下滑 8.07、11.05 个 pct。

毛利率下降主要由于：①公司 2023Q1 使用的高价原材料较多，2022 年末公司原材料存货账面余额 0.88 亿元，同比增长 68.22%。②2022 年公司产能扩张带来的制造费用增长效应持续。

净利率下滑主要由于：①毛利率下滑。②公司非经常性损益 282.64 万元，同比下滑 71.80%，其中政府补助 163.21 万元，同比下滑 79.84%，理财收益 164.32 万元，同比下滑 51.84%。

股权支付费用压力减小，期间费用率同比下降。2023Q1 公司期间费用率 14.72%，同比下降 0.17 个 pct。具体来看，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 1.87%、4.46%、-5.45%、13.83%，同比分别+0.46、-1.72、-0.51、+1.61 个 pct。其中，管理费用率下降明显，主要由于公司股权支付同比减少，研发费用率增长主要由于公司持续重视技术和产品研发。

公司在谐波减速器领域先发优势持续，持续开拓机电一体化产品丰富产品结构

谐波减速器长期需求向好，公司先发优势持续。1) 谐波减速器长期需求向好。①工业机器人领域需求有望持续增长，人工成本上升以及老龄化持续推动国内机器人对人工的替代，谐波减速器作为智能制造设备的核心基础零部件持续受益。②非工业机器人应用领域不断拓展，由于具有自身体积小、传动比大等优点，加之公司创新底层数理模型，大幅提升产品刚性指标，为谐波减速器打开了大量新的应用场景，公司谐波减速器应用领域已经从工业机器人拓展至服务机器人、数控机床、医疗器械、半导体设备、新能源设备等多个领域。2022 年，机械装备及其零部件、数控机床零部件、医疗器械零部件领域分别实现收入 4210.58、2650.30、1260.45 万元，占总营收比重分别为 9.45%、5.95%、2.83%。2) 谐波减速器加工和跨领域拓展壁垒较高，公司先发优势持续。①谐波减速器存在较高技术壁垒，该产品加工属于超精密加工，需要保证产品的可靠性、一致性等要求。②不同行业、不同用户对谐波减速器的技术需求是不同的，厂商需要充分理解客户需求才能研发出更适用户真实需求的产品。③因此，尽管存在实现了谐波减速器的量产的其他国内厂商，但是公司作为内资谐波减速器龙头企业，依然能够凭借更加深厚的技术积累、规模化生产能力和正向研发设计能力保持在跨领域、跨区域客户拓展中的先发优势。

公司积极探索机电一体化新技术，不断丰富、优化产品结构。1) 公司在行业内率先布局适用于不同应用场景的机电一体化产品，2022 年占总营收比重达到 5.76%，同比提升 0.69 个 pct。2) 公司首创机床专用的高精度、高刚性减速器与高功率密度直驱电机集成的一体化数控转台，广泛应用于加工中心、数控镗铣床等高端机床领域。3) 公司面向未来移动机器人一体化关节领域所需的旋转关节、电液驱动关节两大主流技术路径进行了相应布局，根据麦肯锡预测，长期来看，全球人形机器人市场空间可达 120 万亿级别，是一个崭新且空间庞大的蓝海市场。

公司募投+定增产能将持续扩张，和三花智控合作有望实现远期产能消化：①公司 IPO 募投项目“年产 50 万台精密谐波减速器项目”正逐步落地，预计 2023 年 12 月达产。②2023 年 3 月，公司 2022 年度向特定对象发行 A

股股票申请获得上海证券交易所受理，该方案拟募资 20.27 亿元用于建设新一代精密传动装置智能制造项目，项目计划 2 年时间完成，达产后公司将新增新一代谐波减速器 100 万台、机电一体化执行器 20 万套的年产能。③2023 年 4 月，公司宣布将和三花智控合作设立合资公司，该合资公司主营业务为谐波减速器相关产品的研发、生产制造及销售，预计将帮助公司实现远期产能消化。

盈利预测与投资建议

预计公司 2023-2025 年净利润分别为 2.31、3.23、4.42 亿元，同比分别增长 48.84%、39.74%、36.86%，对应 PE 分别为 81.60、58.39、42.67 倍，维持“买入”评级。

图表：盈利预测简表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	443.4	445.7	685.1	1,035.8	1,518.9
增长率(%)	104.8	0.5	53.7	51.2	46.6
净利润(百万元)	189.2	155.3	231.1	323.0	442.0
增长率(%)	130.6	-17.9	48.8	39.7	36.9
毛利率(%)	52.5	48.7	48.4	48.2	47.7
净利率(%)	42.7	34.8	33.7	31.2	29.1
ROE(%)	10.3	8.0	10.9	13.6	16.2
EPS(摊薄/元)	1.1	0.9	1.4	1.9	2.6
P/E(倍)	99.7	121.4	81.6	58.4	42.7

资料来源: iFind, 中信建投

风险分析

- ①**制造业景气度下滑风险：**公司经营业绩受到宏观经济、产业政策、下游行业投资周期、市场竞争、技术研发、市场拓展等多个方面的影响。如果未来下游行业需求低迷或增速停滞，可能会影响公司收入增速。
- ②**公司在工业机器人行业竞争格局恶化的风险：**公司目前下游工业机器人占比较高，销售收入与工业机器人行业密切相关，而目前工业机器人行业国产谐波减速机供应商数量增加，涌现出大族谐波、来福谐波等不错的友商，如果公司在工业机器人行业的供应份额出现下降、同时数控机床、人形机器人等新市场尚未放量，公司可能出现业绩增速放缓以及盈利能力下降的风险。
- ③**产能利用率不高的风险：**公司现有产能利用率有待提升，同时定增项目新增产能计划比较大，如果新市场需求释放较慢，公司可能出现产能利用率不高、固定资产折旧增加、盈利能力下降的风险。

分析师介绍

吕娟

董事总经理，高端制造组组长，机械&建材首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk