

绿的谐波 (688017)

2022 年报&2023 年一季报点评: 短期业绩承压, 加码研发&定增扩产看好长期成长性

增持 (维持)

2023 年 05 月 03 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	446	680	1,020	1,475
同比	1%	53%	50%	45%
归属母公司净利润 (百万元)	155	221	332	458
同比	-18%	42%	51%	38%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.92	1.31	1.97	2.71
P/E (现价&最新股本摊薄)	121.45	85.45	56.76	41.22

关键词: #业绩不及预期

投资要点

■ 工业机器人行业需求放缓, 业绩短期承压:

2022 年公司实现营收 4.5 亿元 (同比+0.5%), 归母净利润 1.6 亿元 (同比-17.9%), 扣非归母净利润 1.3 亿元 (同比-13.2%)。其中 Q4 单季度营收 1.0 亿元 (同比-18.3%, 环比+0.2%), 归母净利润 0.3 亿元 (同比-42.2%, 环比-24.9%)。

分业务来看, 谐波减速器及金属件业务收入为 4.2 亿元 (同比-0.2%), 谐波减速器销量 25.7 万台 (同比+0.3%); 机电一体化业务收入 0.3 亿元 (同比+14.1%), 机电一体化产品销量 7192 套 (同比+4.8%); 智能自动化装备业务收入 11.8 万元 (同比-71.0%), 智能自动化装备销量 22 台 (同比-66.7%)。

2023Q1 营收 0.9 亿元 (同比-5.7%), 归母净利润 0.3 亿元 (同比-32.5%), 扣非归母净利润 0.2 亿元 (同比-17.6%)。业绩短期承压主要受工业机器人行业需求放缓影响, 而利润端降幅大于营收端, 主要系研发投入增加及计入当期的政府补助减少所致。

截至 2023Q1 末公司存货为 2.5 亿元, 同比+28.2%; 合同负债为 0.1 亿元, 同比-34.6%。2023Q1 公司经营活动净现金流为 0.1 亿元, 同比+19.6%。

■ 盈利能力受多重因素扰动, 2022 年以来持续加码研发:

2022 年销售毛利率为 48.7% (同比-3.8pct)。分业务来看, 谐波减速器及金属件业务毛利率 48.8% (同比-4.35pct); 机电一体化业务毛利率 42.4% (同比+4.86pct); 智能自动化装备业务毛利率 6.3% (同比-9.1pct)。2023Q1 销售毛利率为 44.4% (同比-8.1pct)。公司谐波减速器业务毛利率下降, 我们判断主要受行业需求低迷, 竞争加剧影响。机电一体化业务毛利率提升, 主要系产品结构逐步丰富, 新增高毛利产品所致。

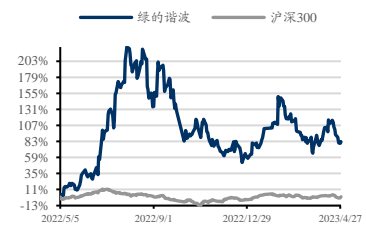
2022 年销售净利率和扣非净利率为 35.1%和 28.6%, 分别同比-7.8pct 和 -4.5pct, 盈利水平有所下降。我们判断主要系: 1) 政府补助、理财收益等非经常性收益减少; 2) 公司毛利率水平有所下滑; 3) 期间费用率有所提升: 一方面 2022Q3 以来公司开始加强客户定制化服务, 增加销售服务人员; 另一方面受股份支付费用及研发费用增加影响, 使得公司管理 (含研发) 费用率有所提升。2022 年公司期间费用率为 12.2%, 同比+1.1pct, 其中销售/管理 (含研发) /财务费用率分别同比-0.6pct/+2.3pct/-0.6pct。

2023Q1 销售毛利率为 44.35% (同比-8.1pct), 销售净利率为 27.7%, 同比-11.3pct; 期间费用率 14.7%, 同比-0.2pct, 其中销售费用率 1.9%, 同比+0.5pct, 管理费用率 (含研发) 18.3%, 同比-0.1pct, 财务费用率-5.5%, 同比-0.5pct。

■ 与三花智控达成战略合作, 建立墨西哥合资公司并由绿的控股:

2023 年 4 月 14 日, 公司发布《关于自愿性披露签订战略合作协议的公告》。根据公告, 公司将与三花智控共同出资在三花墨西哥工业园设立一家合

股价走势



市场数据

收盘价(元)	111.88
一年最低/最高价	79.22/209.00
市净率(倍)	9.59
流通 A 股市值(百万元)	10,471.50
总市值(百万元)	18,861.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.66
资产负债率(% ,LF)	18.68
总股本(百万股)	168.58
流通 A 股(百万股)	93.60

相关研究

《绿的谐波(688017): 与三花智控战略合作&合资建厂, 加速谐波减速器龙头全球化进程》

2023-04-17

《绿的谐波(688017): 2022 年业绩快报点评: Q4 业绩低于市场预期, 静待行业需求复苏》

2023-02-27

资企业，该合资企业注册资本不低于 1,000 万美元，用于谐波减速器相关产品的研发、生产与销售。

三花智控为全球新能源汽车的热管理龙头，是特斯拉汽车热管理系统核心供应商，与海外客户关系密切，具有客户及渠道优势。绿的谐波为国内谐波减速器龙头企业，产品技术壁垒高，是国内少数可以自主研发并实现规模化生产的谐波减速器厂商。该合作实现了双方优势互补，有望实现互利共赢。

■ 拟定增 20 亿加码精密传动，看好机器人核心零部件成长前景

2022 年 10 月 29 日公司发布公告，拟定增 20.3 亿元投入“新一代精密传动装置智能制造项目”，建成后将新增谐波减速器 100 万台、机电一体化执行器 20 万套的年产能，达产后将扩大公司精密传动装置的生产能力，满足快速增长的下游市场需求。因疫情反复，公司 IPO 项目年产 50 万台精密减速器项目产线建设推进过程放缓，导致项目达到预定可使用状态的日期从 2022 年 12 月延迟至 2023 年 12 月。但中长期来看，谐波减速器行业需求依旧向好。

需求端：若考虑人形机器人的增量需求，2023-2025 年全球谐波减速器需求量分别为 299/467/738 万台。**供给端：**综合考虑哈默纳科、绿的谐波等品牌，2023-2025 年全球机器人用谐波减速器产量将达 179/204/236 万台，与需求相比可得 2023-2025 年全球机器人用谐波减速器供需缺口分别为 120.3/262.8/501.3 万台。行业中长期供不应求的背景下，公司顺势定增扩产，彰显长期发展信心。

盈利预测与投资评级：考虑到公司产能释放进度略低于预期，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.21（下调 19%）/3.32（下调 14%）/4.58 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 85/57/41 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期、新品研发不及预期、原材料价格波动风险。

绿的谐波三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,525	1,709	1,975	2,404	营业总收入	446	680	1,020	1,475
货币资金及交易性金融资产	1,033	1,114	1,124	1,204	营业成本(含金融类)	229	360	546	798
经营性应收款项	151	174	261	378	税金及附加	3	7	10	15
存货	249	307	453	659	销售费用	6	10	14	21
合同资产	0	0	0	0	管理费用	23	31	41	56
其他流动资产	92	114	137	163	研发费用	46	68	87	125
非流动资产	891	1,132	1,363	1,591	财务费用	-21	4	4	6
长期股权投资	59	69	79	89	加:其他收益	14	14	18	22
固定资产及使用权资产	349	523	689	847	投资净收益	9	27	31	30
在建工程	141	172	200	233	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	20	20	20	20	减值损失	-22	6	9	11
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	5	6	8	10	营业利润	169	248	377	519
其他非流动资产	317	343	368	393	营业外净收支	1	1	2	3
资产总计	2,415	2,841	3,338	3,996	利润总额	170	249	379	522
流动负债	337	539	707	915	减:所得税	14	29	47	64
短期借款及一年内到期的非流动负债	212	212	212	212	净利润	156	221	332	458
经营性应付款项	59	217	329	481	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	4	9	14	20	归属母公司净利润	155	221	332	458
其他流动负债	62	101	152	202	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	1.31	1.97	2.71
非流动负债	144	151	153	153	EBIT	131	205	322	460
长期借款	99	99	99	99	EBITDA	173	251	380	529
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	48.69	47.12	46.50	45.92
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	34.84	32.46	32.58	31.02
其他非流动负债	45	52	54	54	收入增长率(%)	0.54	52.55	50.00	44.61
负债合计	481	690	860	1,068	归母净利润增长率(%)	-17.91	42.13	50.54	37.69
归属母公司股东权益	1,936	2,153	2,480	2,930					
少数股东权益	-2	-2	-2	-2					
所有者权益合计	1,935	2,151	2,479	2,928					
负债和股东权益	2,415	2,841	3,338	3,996					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	26	344	269	348	每股净资产(元)	11.48	12.77	14.71	17.38
投资活动现金流	-157	-362	-404	-464	最新发行在外股份(百万股)	169	169	169	169
筹资活动现金流	216	-1	-4	-3	ROIC(%)	5.86	7.70	10.76	13.39
现金净增加额	87	-19	-140	-120	ROE-摊薄(%)	8.02	10.25	13.40	15.62
折旧和摊销	42	46	57	69	资产负债率(%)	19.90	24.28	25.75	26.72
资本开支	-87	-249	-248	-256	P/E(现价&最新股本摊薄)	121.45	85.45	56.76	41.22
营运资本变动	-185	84	-112	-162	P/B(现价)	9.74	8.76	7.60	6.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

