

绿的谐波（688017.SH）

上半年业绩承压，不改长期成长趋势

买入

核心观点

2023年上半年收入同比下滑 29.52%，归母净利润同比下滑 44.74%。公司2023年上半年实现营收 1.72 亿元，同比下滑 29.52%；归母净利润 0.51 亿元，同比下滑 44.74%；扣非归母净利润 0.46 亿元，同比下滑 41.02%。单季度看，2023 年第二季度实现营收 0.83 亿元，同比下滑 44.48%；归母净利润 0.26 亿元，同比下滑 52.86%；扣非归母净利润 0.24 亿元，同比下滑 53.16%。公司收入业绩下滑，主要系 3C 电子和半导体等行业市场需求低迷导致固定资产投资放缓，进而影响公司下游工业机器人行业需求承压。盈利能力来看，公司 2023 年上半年毛利率/净利率为 42.31%/29.98%，同比变动-8.65/-7.85 个 pct，毛利率下滑主要系下游行业需求疲软，公司产能利用率有所下滑。费用端来看，公司 2023 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.27%/4.87%/12.44%/-9.06%，同比变动+1.26/-0.10/+3.62/-4.47 pct，主要系销售展览费用增加、股份支付费用下降，以及利息收入增加所致。

工业机器人行业需求短期承压，人形机器人快速发展有望打开市场空间。分产品来看：1) **谐波减速器及金属部件**：2023 年上半年收入 1.53 亿元，同比下滑 33.66%。根据国家统计局数据，工业机器人需求承压，2023 年 3/4/5/6/7 月工业机器人产量分别为 4.39/3.81/4.02/4.00/3.43 万台，分别同比-5.70%/-7.40%/+3.80%/-12.10%/-13.30%。3C 电子及半导体行业需求疲软导致工业机器人行业上半年有所下滑，拖累公司谐波减速器短期需求承压，长期来看工业自动化渗透率提升趋势下仍有较好发展前景。此外，谐波减速器是轻负载人形机器人的关键传动零部件，随着人形机器人行业快速发展和商业化落地，将为谐波减速器打开更大成长空间。具备定制化开发能力，且产品一致性、可靠性和稳定性更强的谐波减速器领先企业将深度受益。2) **机电一体化产品**：2023 年上半年收入 0.15 亿元，同比增长 34.38%，实现快速增长。公司聚焦传动产业链，推出全新机电一体化产品和微型电液伺服产品，加大市场开拓力度，持续提升竞争力。

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：公司是国内谐波减速器龙头，长期受益机器人行业发展及进口替代趋势。考虑到工业机器人行业需求承压，我们下调盈利预测至 2023-2025 年归母净利润为 1.42/1.76/2.24 亿元（前值 2.07/2.97/3.86 亿元），EPS 为 0.84/1.04/1.33 元，对应 PE 141/113/89 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	443	446	451	583	748
(+/-%)	104.8%	0.5%	1.1%	29.4%	28.2%
净利润(百万元)	189	155	141.5	176.0	224.2
(+/-%)	130.6%	-17.9%	-8.9%	24.4%	27.4%
每股收益(元)	1.57	0.92	0.84	1.04	1.33
EBIT Margin	37.0%	31.1%	27.3%	27.2%	27.9%
净资产收益率(ROE)	10.3%	8.0%	7.1%	8.4%	10.2%
市盈率(PE)	75.3	128.5	141.1	113.4	89.1
EV/EBITDA	76.2	115.2	122.7	96.9	76.9
市净率(PB)	7.76	10.31	9.96	9.56	9.09

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

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：田丰

0755-81982706

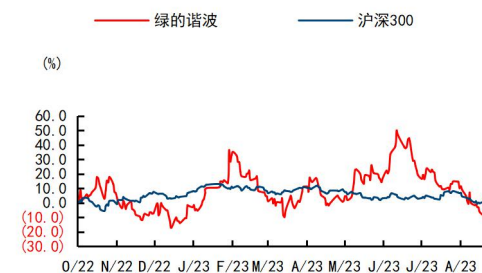
tianfeng1@guosen.com.cn

S0980522100005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	118.38 元
总市值/流通市值	19967/19967 百万元
52 周最高价/最低价	186.51/90.88 元
近 3 个月日均成交额	461.35 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）-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
 《绿的谐波（688017.SH）-2022H1 收入同比增长 32%，看好国内谐波减速器龙头成长潜力》——2022-08-15
 《绿的谐波（688017.SH）-归母净利润同比增长 130%，深度受益工业机器人行业增长》——2022-04-25
 《国信证券-绿的谐波-688017-2021 业绩预告点评：充分受益工业机器人行业高景气，公司业绩快速增长》——2022-01-26
 《绿的谐波-688017-2021 年三季报点评：积极扩产能，充分受益工业机器人行业高景气》——2021-11-04

图1: 绿的谐波 2023 年上半年营收同比下滑 29.52%



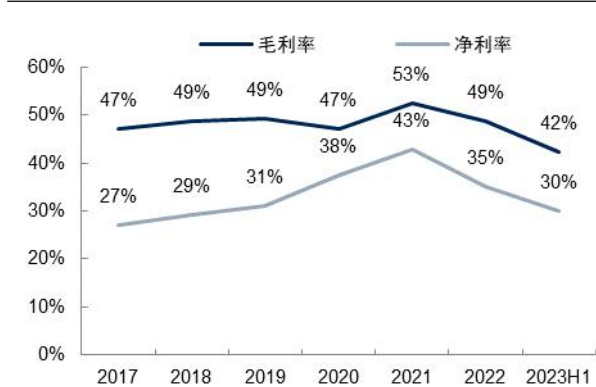
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 绿的谐波 2023 年上半年归母净利润同比下滑 44.74%



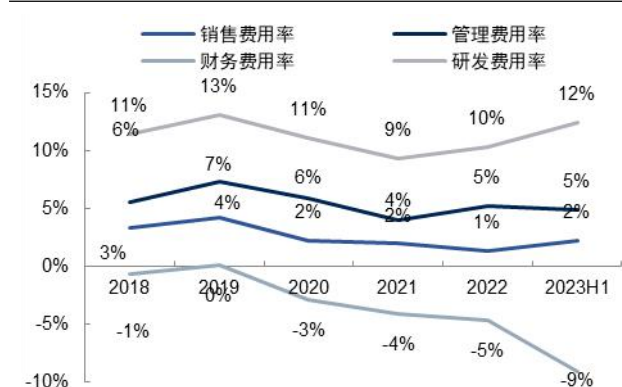
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 绿的谐波盈利能力有所下滑



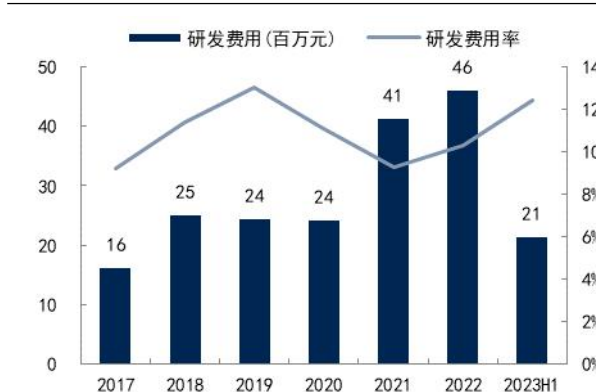
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 绿的谐波期间费用率有所上升



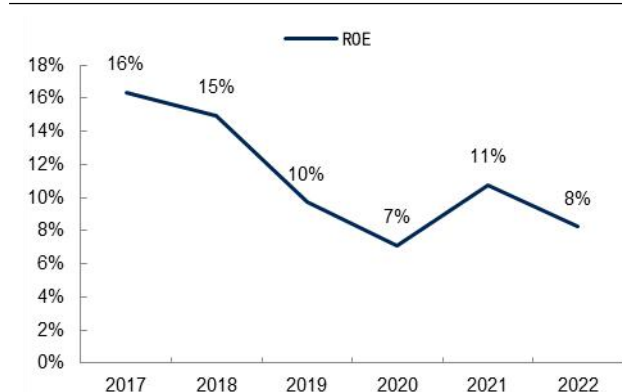
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 绿的谐波研发费用率提升



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 ROE 短期下滑



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

公司	投资评级	市值 (亿元)	股价 (元) 20230831	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中大力德	未评级	55.01	36.39	0.44	0.53	0.67	0.89	82.70	68.66	54.31	40.89
国茂股份	买入	114.70	17.32	0.63	0.77	0.96	1.16	27.49	22.49	18.04	14.93
							平均值	55.10	45.58	36.18	27.91
绿的谐波	买入	199.67	118.38	0.92	0.84	1.04	1.33	128.50	141.07	113.44	89.07

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注: 未评级公司系 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	642	729	929	838	796	营业收入	443	446	451	583	748
应收款项	103	123	104	144	176	营业成本	211	229	256	336	432
存货净额	179	249	197	263	394	营业税金及附加	2	3	3	3	5
其他流动资产	38	120	61	95	67	销售费用	9	6	8	8	10
流动资产合计	1514	1525	1596	1643	1736	管理费用	17	23	19	27	31
固定资产	431	489	537	572	584	研发费用	41	46	41	51	61
无形资产及其他	19	20	19	19	18	财务费用	(18)	(21)	(1)	(4)	(4)
投资性房地产	94	322	322	322	322	投资收益	19	9	10	10	12
长期股权投资	27	59	59	59	59	资产减值及公允价值变动	21	29	20	20	20
资产总计	2084	2415	2533	2615	2719	其他收入	(6)	(28)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	15	212	229	163	145	营业利润	215	169	154	192	245
应付款项	130	59	110	144	136	营业外净收支	1	1	1	1	1
其他流动负债	61	65	47	74	96	利润总额	217	170	155	193	246
流动负债合计	206	337	386	381	376	所得税费用	27	14	13	16	20
长期借款及应付债券	0	99	99	99	99	少数股东损益	1	1	1	1	2
其他长期负债	44	45	45	45	45	归属于母公司净利润	189	155	142	176	224
长期负债合计	44	144	144	144	144	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	250	481	530	525	520	净利润	189	155	142	176	224
少数股东权益	(3)	(2)	(1)	0	2	资产减值准备	(4)	19	9	3	1
股东权益	1837	1936	2004	2089	2197	折旧摊销	26	39	44	53	58
负债和股东权益总计	2084	2415	2533	2615	2719	公允价值变动损失	(21)	(29)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	(18)	(21)	(1)	(4)	(4)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	256	(448)	170	(75)	(120)
每股收益	1.57	0.92	0.84	1.04	1.33	其它	4	(18)	(8)	(2)	(0)
每股红利	0.25	0.48	0.43	0.54	0.69	经营活动现金流	452	(283)	337	135	143
每股净资产	15.26	11.48	11.88	12.39	13.03	资本开支	0	(144)	(80)	(70)	(50)
ROIC	12%	8%	6%	8%	10%	其它投资现金流	(95)	248	0	0	0
ROE	10%	8%	7%	8%	10%	投资活动现金流	(112)	73	(80)	(70)	(50)
毛利率	53%	49%	43%	42%	42%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	37%	31%	27%	27%	28%	负债净变化	0	99	0	0	0
EBITDA Margin	43%	40%	37%	36%	36%	支付股利、利息	(31)	(80)	(73)	(91)	(116)
收入增长	105%	1%	1%	29%	28%	其它融资现金流	(161)	260	17	(66)	(19)
净利润增长率	131%	-18%	-9%	24%	27%	融资活动现金流	(223)	297	(57)	(157)	(135)
资产负债率	12%	20%	21%	20%	19%	现金净变动	117	88	200	(92)	(42)
息率	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	525	642	729	929	838
P/E	75.3	128.5	141.1	113.4	89.1	货币资金的期末余额	642	729	929	838	796
P/B	7.8	10.3	10.0	9.6	9.1	企业自由现金流	0	(426)	247	54	79
EV/EBITDA	76.2	115.2	122.7	96.9	76.9	权益自由现金流	0	(67)	265	(9)	64

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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