

双环传动 (002472.SZ)

增持 (维持)

## 2023Q1 业绩超预期，看好公司多元业务发展

2023年04月20日

## 市场数据

日期	2023-04-20
收盘价(元)	23.98
总股本(百万股)	850.40
流通股本(百万股)	682.05
净资产(百万元)	7373.47
总资产(百万元)	12679.90
每股净资产(元)	9.19

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证汽车】双环传动 2022Q4 季报点评《22Q4 业绩同环比正增长, 预计新能源乘用车业务放量》2023-01-13

《【兴证汽车】双环传动 2021 年报点评《新能源乘用车业务放量, 21Q4 与 22Q1 盈利节节高》2022-04-30

## 分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

## 投资要点

- **事件: 公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季报:** 2022 年公司营收 68.38 亿元, 同比+26.84%, 归母净利 5.82 亿元, 同比+78.37%。2023Q1 公司营收 17.92 亿元, 同比/环比分别+8.25%/-10.98%, 2023Q1 公司归母净利 1.71 亿元, 同比/环比分别+44.13%/-0.87%。
- **2023Q1 业绩超预期, 净利率 9.8% 达到近 5 年最高水平。**2023Q1 公司营收 17.92 亿元, 同比/环比分别+8.25%/-10.98%, 公司营收同比继续增长, 环比降幅好于乘用车行业, 预计主要系公司客户结构较好以及商用车业务对冲作用。2023Q1 我国乘用车销售 513.82 万辆, 同比/环比分别-7.22%/-21.81%, 商用车销售 93.80 万辆, 同比/环比分别-2.67%/+14.72%。2023Q1 公司归母净利 1.71 亿元, 同比/环比分别+44.13%/-0.87%, 略高于前期业绩快报 1.58-1.70 亿元的区间。2023Q1 净利率达到 9.8%, 是 2018 年以来的最好水平, 主要系费用率降低和 23Q1 未计提资产减值损失的影响。2023Q1 公司毛利率 20.8%, 同比/环比分别+1.4pct/-1.6pct, 2023Q1 公司费用率 11.1%, 同比/环比分别+0.2pct/-1.2pct。
- **2022 年乘用车齿轮业务营收增长超 53%, 工程机械与商用车业务逆势增长。**2022 年公司营收 68.38 亿元, 同比+26.84%。分业务看: (1) 公司 2022 年乘用车齿轮业务营收 36.52 亿元, 同比+49.70%, 2022 年乘用车行业产销分别 2383.6 万辆/2356.3 万辆, 同比分别+11.2%/+9.5%。公司乘用车业务增速显著高于行业增速, 预计主要受益于新能源渗透率提升与优质客户放量。2022 年我国新能源汽车产销分别 705.8 万辆/688.7 万辆, 同比分别+96.9%/+93.4%, 公司与国内外著名的新能源车企与电驱动厂商已形成深度合作。(2) 2022 年公司工程机械齿轮/商用车齿轮营收分别 7.35 亿元/5.14 亿元, 同比-7.01%/-34.61%。2022 年我国工程机械行业主要产品销量下滑, 商用车需求放缓, 商用车产销分别 318.5 万辆/330 万辆, 同比分别-31.9%/-31.2%。公司工程机械与商用车业务收入变动与行业接近, 预计 2023 年工程机械业务平稳发展, 商用车业务复苏向上。
- **新能源乘用车+商用车+工程机械+RV 齿轮业务多元发展, 看好公司持续成长。**(1) 公司专注齿轮技术, 新能源渗透率的提升将强化公司竞争壁垒, 助力公司市占率进一步提升。(2) 2023 年商用车与工程机械行业的复苏有望助力公司对应业务营收向上。(3) 公司在中大负载工业机器人领域布局产能, 预计 RV 齿轮将为公司带来额外增量。考虑到乘用车业务与 RV 齿轮业务的高成长性, 调整公司 2023-2025 年归母净利预测为 7.64 亿元/9.95 亿元/12.70 亿元(原预测 2022-2024 归母净利为 5.84 亿元/8.08 亿元/10.11 亿元), 维持“增持”评级。
- **风险提示: 行业回暖不及预期; 公司新项目量产不及预期; 国产特斯拉销量不及预期; 大宗商品价格持续上涨。**

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6838	8060	9655	11339
同比增长	26.8%	17.9%	19.8%	17.4%
归母净利润(百万元)	582	764	995	1270
同比增长	78.4%	31.3%	30.2%	27.7%
毛利率	21.1%	21.6%	22.2%	22.7%
ROE	7.9%	9.5%	11.2%	12.6%
每股收益(元)	0.68	0.90	1.17	1.49
市盈率	36.20	27.58	21.19	16.59

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

## 事件

- **公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季报：** 2022 年公司营收 68.38 亿元，同比+26.84%，归母净利 5.82 亿元，同比+78.37%。2023Q1 公司营收 17.92 亿元，同比/环比分别+8.25%/-10.98%，2023Q1 公司归母净利 1.71 亿元，同比/环比分别+44.13%/-0.87%。

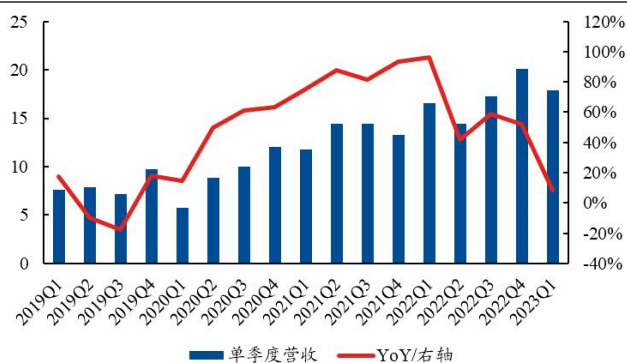
## 点评

- **2023Q1 业绩超预期，净利率 9.8% 达到近 5 年最高水平。** 2023Q1 公司营收 17.92 亿元，同比/环比分别+8.25%/-10.98%，公司营收同比继续增长，环比降幅好于乘用车行业，预计主要系公司客户结构较好以及商用车业务的对冲作用。2023Q1 我国乘用车销售 513.82 万辆，同比/环比分别-7.22%/-21.81%，商用车销售 93.80 万辆，同比/环比分别-2.67%/+14.72%。2023Q1 公司归母净利 1.71 亿元，同比/环比分别+44.13%/-0.87%，略高于前期业绩快报 1.58-1.70 亿元的区间。2023Q1 净利率达到 9.8%，是 2018 年以来的最好水平，主要系费用率降低和 23Q1 未计提资产减值损失的影响。2023Q1 公司毛利率 20.8%，同比/环比分别+1.4pct/-1.6pct，2023Q1 公司费用率 11.1%，同比/环比分别+0.2pct/-1.2pct。
- **2022 年乘用车齿轮业务营收增长超 53%，工程机械与商用车业务逆势增长。** 2022 年公司营收 68.38 亿元，同比+26.84%。分业务看：(1) 公司 2022 年乘用车齿轮业务营收 36.52 亿元，同比+49.70%，2022 年乘用车行业产销分别 2383.6 万辆/ 2356.3 万辆，同比分别+11.2%/+9.5%。公司乘用车业务增速显著高于行业增速，预计主要受益于新能源渗透率提升与优质客户放量。2022 年我国新能源汽车产销分别 705.8 万辆/688.7 万辆，同比分别+96.9%/+93.4%，公司与国内外著名的新能源车企与电驱动厂商已形成深度合作。(2) 2022 年公司工程机械齿轮/商用车齿轮营收分别 7.35 亿元/5.14 亿元，同比-7.01%/-34.61%。2022 年我国工程机械行业主要产品销量下滑，商用车需求放缓，商用车产销分别 318.5 万辆/330 万辆，同比分别-31.9%/-31.2%。公司工程机械与商用车业务收入变动幅度与行业接近，预计 2023 年工程机械业务平稳发展，商用车业务复苏向上。
- **新能源乘用车+商用车+工程机械+RV 齿轮业务多元发展，看好公司持续成长。**  
(1) 公司专注齿轮技术，新能源渗透率的提升将强化公司竞争壁垒，助力公司市占率进一步提升。(2) 2023 年商用车与工程机械行业的复苏有望助力公司对应业务营收向上。(3) 公司在中大负载工业机器人领域布局产能，预计 RV 齿轮将为公司带来额外增量。考虑到乘用车业务与 RV 齿轮业务的高成长性，调整公司 2023-2025 年归母净利预测为 7.64 亿元/9.95 亿元/12.70 亿元(原预测 2022-2024 归母净利为 5.84 亿元/8.08 亿元/10.11 亿元)，维持“增

持”评级。

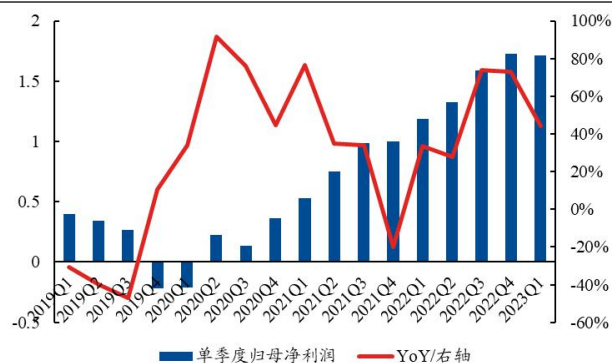
- **风险提示：**行业回暖不及预期；公司新项目量产不及预期；国产特斯拉销量不及预期；大宗商品价格持续上涨。

图 1、公司分季度总收入与同比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司分季度归母净利润与同比（单位：亿元）



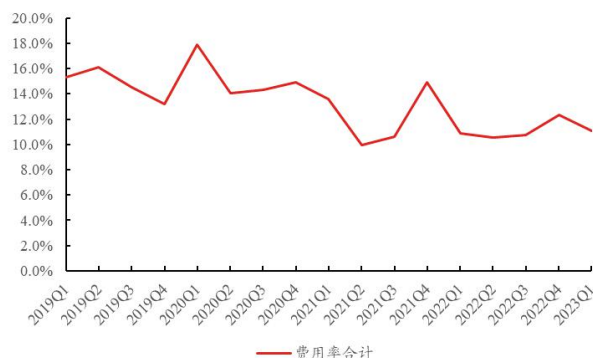
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司分季度毛利率与归母净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司分季度合计费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司分季度主要财务比率

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业税金率	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.6%	0.4%	0.2%	0.1%	0.5%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%
销售费用率	3.0%	3.2%	2.8%	3.2%	2.4%	0.0%	1.0%	2.1%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	0.9%
管理费用率	4.9%	3.2%	3.3%	3.5%	4.0%	3.5%	4.0%	5.6%	3.9%	4.5%	4.4%	4.8%	4.2%
研发费用率	3.6%	3.8%	3.5%	4.2%	3.7%	3.5%	3.7%	5.1%	3.9%	3.9%	4.3%	5.1%	4.1%
财务费用率	5.8%	3.5%	4.5%	3.8%	2.9%	2.7%	1.8%	2.0%	1.7%	1.0%	0.7%	0.9%	1.3%
费用率合计	17.9%	14.0%	14.3%	14.9%	13.6%	10.0%	10.6%	14.9%	10.9%	10.6%	10.7%	12.3%	11.1%
所得税/收入	0.4%	-0.1%	0.3%	-0.1%	0.3%	0.7%	0.6%	0.2%	0.9%	1.7%	1.4%	-1.6%	1.0%
销售毛利率	12.5%	16.6%	15.7%	21.6%	18.6%	16.7%	17.5%	25.6%	19.3%	20.8%	21.4%	22.4%	20.8%
归母净利率	-3.7%	0.1%	0.6%	1.4%	4.5%	4.9%	5.6%	6.1%	7.2%	8.1%	8.5%	8.6%	9.6%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5646	7660	9800	12283
货币资金	1605	2897	4165	5768
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1760	2049	2468	2897
预付款项	139	179	218	248
存货	1823	2191	2605	3028
其他	319	343	344	343
<b>非流动资产</b>	7249	6757	6229	5681
长期股权投资	19	53	50	46
固定资产	5134	5272	5002	4530
在建工程	1410	705	352	176
无形资产	416	507	604	707
商誉	62	36	39	42
长期待摊费用	27	23	19	16
其他	183	161	163	166
<b>资产总计</b>	12895	14417	16029	17965
<b>流动负债</b>	3843	4331	4722	5144
短期借款	1035	1350	1307	1276
应付票据及应付账款	1881	2,200	2,623	3,057
其他	927	781	792	811
<b>非流动负债</b>	1569	1876	2208	2550
长期借款	1143	1423	1739	2094
其他	426	453	468	456
<b>负债合计</b>	5411	6207	6930	7694
股本	850	850	850	850
资本公积	4355	4355	4355	4355
未分配利润	1918	2557	3343	4389
少数股东权益	134	154	180	213
<b>股东权益合计</b>	7484	8211	9099	10271
<b>负债及权益合计</b>	12895	14417	16029	17965

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	582	764	995	1270
折旧和摊销	557	586	641	669
资产减值准备	70	81	7	1
资产处置损失	27	14	16	17
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	87	77	87	96
投资损失	-5	1	1	1
少数股东损益	4	20	26	33
营运资金的变动	-190	-548	-446	-435
<b>经营活动产生现金流量</b>	1217	961	1329	1657
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1577	-131	-133	-141
<b>融资活动产生现金流量</b>	1457	462	71	87
现金净变动	1107	1292	1268	1603
现金的期初余额	337	1605	2897	4165
现金的期末余额	1444	2897	4165	5768

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6838	8060	9655	11339
营业成本	5397	6317	7515	8768
税金及附加	33	40	48	57
销售费用	69	81	97	113
管理费用	304	347	406	454
研发费用	298	350	400	450
财务费用	71	77	87	96
其他收益	53	53	53	53
投资收益	0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-28	-20	-22	-23
资产减值损失	-42	-40	-40	-40
资产处置收益	-27	-14	-16	-17
<b>营业利润</b>	623	827	1076	1374
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	7	4	5	5
<b>利润总额</b>	619	825	1074	1372
所得税	33	41	54	69
净利润	586	784	1020	1303
少数股东损益	4	20	26	33
<b>归属母公司净利润</b>	582	764	995	1270
<b>BPS (元)</b>	0.68	0.90	1.17	1.49

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	26.8%	17.9%	19.8%	17.4%
营业利润增长率	65.1%	32.8%	30.2%	27.7%
归母净利润增长率	78.4%	31.3%	30.2%	27.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	21.1%	21.6%	22.2%	22.7%
归母净利率	8.5%	9.5%	10.3%	11.2%
ROE	7.9%	9.5%	11.2%	12.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.0%	43.1%	43.2%	42.8%
流动比率	1.47	1.77	2.08	2.39
速动比率	0.99	1.26	1.52	1.79
<b>营运能力</b>				
资产周转率	60.2%	59.0%	63.4%	66.7%
应收帐款周转率	438.6%	420.1%	420.4%	416.9%
存货周转率	317.4%	312.4%	309.4%	307.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.68	0.90	1.17	1.49
每股经营现金	1.43	1.13	1.56	1.95
每股净资产	8.64	9.47	10.49	11.83
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	36.2	27.6	21.2	16.6
PB	2.9	2.6	2.4	2.1



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn