

# 双环传动 (002472.SZ)

## 公司业绩稳健成长，电驱齿轮+减速器蓄力向上

| 财务指标        | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E  | 2025E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 5,391 | 6,838 | 8,479 | 10,556 | 12,879 |
| 增长率 yoy (%) | 47.1  | 26.8  | 24.0  | 24.5   | 22.0   |
| 归母净利润(百万元)  | 326   | 582   | 769   | 959    | 1,225  |
| 增长率 yoy (%) | 537.0 | 78.4  | 32.0  | 24.8   | 27.8   |
| ROE (%)     | 7.1   | 7.8   | 10.3  | 11.9   | 12.5   |
| EPS 最新摊薄(元) | 0.38  | 0.68  | 0.90  | 1.13   | 1.44   |
| P/E(倍)      | 64.6  | 36.2  | 27.4  | 22.0   | 17.2   |
| P/B(倍)      | 4.3   | 2.9   | 2.6   | 2.4    | 2.1    |

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

**事件:** 4月20日公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告。2022年共实现营业总收入68.38亿元,同比+26.84%;归母净利润5.82亿元,同比+78.37%。2023年一季度公司营业总收入共计17.92亿元,同比+8.25%;实现归母净利润1.71亿元,同比+44.13%。

**经营情况:** 公司2022年乘用车齿轮收入36.52亿元,同比+49.70%,毛利率为21.21%;工程机械齿轮收入7.35亿元,同比-7.01%,毛利率为22.51%;商用车齿轮收入5.14亿元,同比-34.61%,毛利率为19.88%;钢材销售收入10.22亿元,同比+29.40%,毛利率为11.98%。

**公司经营情况稳中向好,持续夯实研发能力,推进数智化转型。**2022年,公司在市场环境错综复杂的背景下依然坚持聚焦主业,围绕公司战略推行各项工作,取得了可观的盈利收获。从毛利率方面看,公司2022年销售毛利率及净利率分别为21.08%、8.57%,与上年同期相比变化+1.55pct、+2.00pct;一季度销售毛利率及净利率分别为20.77%、9.81%,同比变化+1.42pct、+2.27pct。公司“量产一代、储备一代、研发一代”的发展理念对收入的稳定增长提供了经营指导。公司积极研究开发、不断地深入研究涂层技术、精密成形技术、制造装备技术等,不断地夯实自身的研发能力。同时持续推进智能制造数智化转型,结合工业互联网技术,逐步实现“ET”、“IT”、“OT”3T融合,为运营与决策提供更高效的平台,提升公司资源利用率。2022年,公司研发费用共2.98亿,同比+39.14%,研发费用率为4.35%。

**公司拓展多元业务, RV减速器获得市场和客户广泛认可。**公司2022年实现减速器及其他收入4.57亿元,同比+71.20%。公司抓住市场机遇,借助自身多年精密传动领域研究经验的优势,大力拓展RV减速器业务,业绩实现快速增长。为满足下游机器人对部件国产化的需求,公司加快研发进程,不断完善谱系、优化性能和创新设计,产品获得客户广泛认可。根据公司2022年10月25日公开发布的调研信息,目前公司现有的RV减速器年化产能大约为10万台。同时公司借力于RV的技术与市场的协同效益,新业务谐波减速器已形成多个型号产品的批量供货,产品性能已获得客户认可。为不断丰富产品类型,在原有的谐波产品基础上开发出3大衍生新型号谐波减速器。

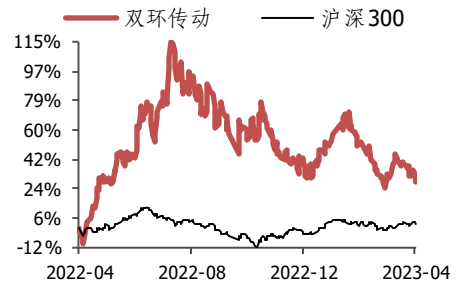
**聚焦齿轮传动产品,顺应电驱动趋势,保持行业领先地位。**齿轮传动是公司

### 增持(首次评级)

#### 股票信息

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 行业               | 机械        |
| 2023年4月20日收盘价(元) | 23.98     |
| 总市值(百万元)         | 20,392.53 |
| 流通市值(百万元)        | 16,355.48 |
| 总股本(百万股)         | 850.40    |
| 流通股本(百万股)        | 682.05    |
| 近3月日均成交额(百万元)    | 367.43    |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 陈郁双

执业证书编号: S1070122030032

邮箱: chenyshuang@cgws.com

联系人 孙培德

执业证书编号: S1070121050045

邮箱: sunpeide@cgws.com

#### 相关研究

一直以来聚焦的产品，随着汽车行业的变革升级，电动化提升了零部件制造的技术门槛。公司具有高精密齿轮批量化制造的能力，在市场竞争中占据优势，与国内外著名的新能源车企（如比亚迪、广汽集团、丰田等）与电驱动厂商形成深度合作。乘用车市场在 2022 年实现销售量 2356.3 万辆，同比 +9.5%。顺应市场趋势，公司年报显示，2022 年销售乘用车齿轮共计 53,650,780 个，收入 36.52 亿元，可得销售单价约 68.06 元/个，与 2021 年相比，销售量 +3.91%，销售收入 +49.70%，单价较上年 47.24 元/个的水平也有所上升，产品需求进一步增长。除此之外，公司新能源汽车传动齿轴产品售出 1348.40 万件，销售收入达 19.14 亿元，目前已达成 400 万台套电驱动减速器齿轮产能。3 月 28 日公告显示，公司与某全球知名零部件企业签署供应商定点函，被选定为该客户欧洲高端品牌新能源汽车电驱动系统齿轮项目的开发和批量供应商。根据客户规划，本项目预计从 2024 年开始批量供货，项目生命周期为 9 年，生命周期内预计销售金额超过 10 亿元。

**投资建议：**公司在国内市场下行的环境下坚持稳定经营，敏锐抓住市场机会，实现海外收入大幅增长；同时国内产品保持竞争力领先的优势，市场份额不断增长。“三化”战略实现新能源电动化新方向突破，智能制造项目推进产能扩张，公司竞争优势明显，未来市场空间广阔，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 7.69 亿元、9.59 亿元、12.25 亿元，EPS 分别为 0.90 元、1.13 元、1.44 元，对应 PE 为 27.4 倍、22.0 倍、17.2 倍。

**风险提示：**宏观经济形势变化风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 3761  | 5646  | 6795  | 7459  | 6428  |
| 现金             | 463   | 1605  | 1135  | 1487  | 1917  |
| 应收票据及应收账款      | 1301  | 1760  | 2181  | 2704  | 3115  |
| 其他应收款          | 2     | 13    | 5     | 13    | 6     |
| 预付账款           | 105   | 139   | 305   | 234   | 373   |
| 存货             | 1531  | 1823  | 2796  | 2659  | 668   |
| 其他流动资产         | 359   | 306   | 372   | 362   | 350   |
| <b>非流动资产</b>   | 6062  | 7249  | 8691  | 10520 | 12307 |
| 长期投资           | 102   | 19    | 22    | 24    | 27    |
| 固定资产           | 4425  | 5134  | 6404  | 7958  | 9505  |
| 无形资产           | 259   | 416   | 441   | 469   | 504   |
| 其他非流动资产        | 1276  | 1681  | 1824  | 2068  | 2271  |
| <b>资产总计</b>    | 9823  | 12895 | 15486 | 17979 | 18736 |
| <b>流动负债</b>    | 3979  | 3843  | 5720  | 7058  | 6602  |
| 短期借款           | 1892  | 1035  | 2847  | 2957  | 2380  |
| 应付票据及应付账款      | 1480  | 1881  | 2241  | 2862  | 3332  |
| 其他流动负债         | 607   | 927   | 633   | 1238  | 890   |
| <b>非流动负债</b>   | 852   | 1569  | 1495  | 1582  | 1507  |
| 长期借款           | 524   | 1143  | 1223  | 1258  | 1169  |
| 其他非流动负债        | 328   | 426   | 271   | 324   | 337   |
| <b>负债合计</b>    | 4831  | 5411  | 7215  | 8640  | 8108  |
| 少数股东权益         | 119   | 134   | 221   | 374   | 482   |
| 股本             | 778   | 850   | 850   | 850   | 850   |
| 资本公积           | 2487  | 4355  | 4355  | 4355  | 4355  |
| 留存收益           | 1609  | 2144  | 2801  | 3703  | 4809  |
| 归属母公司股东权益      | 4874  | 7350  | 8050  | 8965  | 10146 |
| <b>负债和股东权益</b> | 9823  | 12895 | 15486 | 17979 | 18736 |

## 现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 794   | 1217  | 156   | 2919  | 4013  |
| 净利润            | 354   | 586   | 855   | 1112  | 1334  |
| 折旧摊销           | 456   | 557   | 579   | 773   | 998   |
| 财务费用           | 124   | 71    | 128   | 194   | 157   |
| 投资损失           | 4     | -0    | -0    | 0     | 1     |
| 营运资金变动         | -265  | -190  | -1410 | 792   | 1465  |
| 其他经营现金流        | 120   | 194   | 3     | 49    | 57    |
| <b>投资活动现金流</b> | -1024 | -1577 | -2053 | -2605 | -2795 |
| 资本支出           | 1028  | 1634  | 2124  | 2588  | 2768  |
| 长期投资           | -12   | 73    | -3    | -3    | -2    |
| 其他投资现金流        | 15    | -16   | 74    | -15   | -25   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 250   | 1457  | -60   | -14   | -202  |
| 短期借款           | 507   | -857  | 1812  | 111   | -578  |
| 长期借款           | -1092 | 620   | 80    | 35    | -89   |
| 普通股增加          | 100   | 73    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1022  | 1868  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -286  | -246  | -1952 | -160  | 465   |
| <b>现金净增加额</b>  | 4     | 1107  | -1957 | 300   | 1016  |

## 利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 5391  | 6838  | 8479  | 10556 | 12879 |
| 营业成本            | 4338  | 5397  | 6554  | 8107  | 9981  |
| 营业税金及附加         | 33    | 33    | 45    | 59    | 70    |
| 销售费用            | 70    | 69    | 85    | 105   | 126   |
| 管理费用            | 229   | 304   | 356   | 422   | 502   |
| 研发费用            | 214   | 298   | 382   | 486   | 605   |
| 财务费用            | 124   | 71    | 128   | 194   | 157   |
| 资产和信用减值损失       | -51   | -70   | -25   | -38   | -42   |
| 其他收益            | 52    | 53    | 50    | 53    | 52    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -4    | 0     | 0     | -0    | -1    |
| 资产处置收益          | -2    | -27   | -7    | -9    | -11   |
| <b>营业利润</b>     | 377   | 623   | 948   | 1191  | 1435  |
| 营业外收入           | 5     | 3     | 4     | 3     | 3     |
| 营业外支出           | 3     | 7     | 6     | 4     | 5     |
| <b>利润总额</b>     | 379   | 619   | 946   | 1189  | 1434  |
| 所得税             | 25    | 33    | 91    | 77    | 100   |
| <b>净利润</b>      | 354   | 586   | 855   | 1112  | 1334  |
| 少数股东损益          | 28    | 4     | 87    | 153   | 108   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 326   | 582   | 769   | 959   | 1225  |
| EBITDA          | 946   | 1275  | 1648  | 2146  | 2590  |
| EPS (元/股)       | 0.38  | 0.68  | 0.90  | 1.13  | 1.44  |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 47.1  | 26.8  | 24.0  | 24.5  | 22.0  |
| 营业利润 (%)        | 341.1 | 65.1  | 52.2  | 25.6  | 20.5  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 537.0 | 78.4  | 32.0  | 24.8  | 27.8  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 19.5  | 21.1  | 22.7  | 23.2  | 22.5  |
| 净利率 (%)         | 6.6   | 8.6   | 10.1  | 10.5  | 10.4  |
| ROE (%)         | 7.1   | 7.8   | 10.3  | 11.9  | 12.5  |
| ROIC (%)        | 5.8   | 6.6   | 7.7   | 9.3   | 10.3  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 49.2  | 42.0  | 46.6  | 48.1  | 43.3  |
| 净负债比率 (%)       | 50.7  | 17.4  | 41.2  | 35.7  | 21.8  |
| 流动比率            | 0.9   | 1.5   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |
| 速动比率            | 0.5   | 0.9   | 0.6   | 0.6   | 0.8   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| 应收账款周转率         | 4.7   | 4.5   | 4.3   | 4.4   | 4.5   |
| 应付账款周转率         | 4.8   | 4.7   | 4.7   | 4.6   | 4.7   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.38  | 0.68  | 0.90  | 1.13  | 1.44  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.93  | 1.43  | 0.18  | 3.43  | 4.72  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 5.73  | 8.64  | 9.47  | 10.54 | 11.93 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 64.6  | 36.2  | 27.4  | 22.0  | 17.2  |
| P/B             | 4.3   | 2.9   | 2.6   | 2.4   | 2.1   |
| EV/EBITDA       | 25.1  | 17.7  | 15.0  | 11.5  | 9.2   |

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                              | 行业评级 |                     |
|------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入   | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上      | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间 | 中性   | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上       |      |                     |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686