

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

曹子杰 汽车行业研究助理

联系电话: 13522702936

邮箱: caozijie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

双环传动(002472.SZ): Q2 业绩符合预期, 收购越南三多乐加码海外业务布局

2023年06月28日

事件: 公司发布2023年半年度业绩预告, 23年H1实现归母净利润3.5-3.7亿元, 同比+39-47%; 扣非净利润3.2-3.4亿元, 同比+39%-48%。

点评:

- **机器人业务逐渐发力, Q2 业绩延续高增长。** 公司预计2023年H1实现归母净利润3.5-3.7亿元, 以中枢3.6亿元计, 同比+38%; Q2归母净利润1.8-2.0亿元, 以中枢1.9亿元计, 同比+43%。业绩增长主要系: 1) 随着机器人减速器国产化的加速, 公司机器人精密减速器业务取得了快速发展, 销量与上年同期相比呈现大幅增长; 2) 重型卡车自动变速箱齿轮业务较上年同期呈现良好的增长态势; 3) 新能源汽车齿轮业务稳步增长; 4) 降本增效措施持续取得成果。
- **收购越南三多乐, 加码海外业务布局。** 控股子公司环驱科技以0.25亿元收购越南三多乐100%股权, 越南三多乐主营业务为生产、制造精密模具和精密注塑零部件, 生产变速箱传动系统, 本次收购有助于满足下游客户对公司及控股子公司在海外布局的诉求, 有利于进一步拓展齿轮传动部件在海外的业务, 增强企业的核心竞争力和盈利能力。
- **三多乐持股平台增资环驱科技, 加速业务融合。** 作为收购越南三多乐协议的一部分, 三多乐持股平台智恒盛、嘉兴环乐向环驱科技增资0.44亿元, 公司对环驱科技持股比例由73%下降至55%, 此次增资有助于稳定收购标的管理团队, 促进环驱科技在收购事项完成后进行业务整合实现快速稳健发展。
- **盈利预测:** 公司主营业务精密齿轮, 涵盖汽车、机器人等领域, 有望持续受益于下游高景气度。我们预计公司2023-2025年归母净利润为8.07、10.80、13.30亿元, 对应PE分别为34、25、20倍。
- **风险因素:** 原材料价格波动、产能释放不及预期、客户开拓不及预期、收购标的整合不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,391	6,838	8,519	10,579	12,504
增长率YoY	47.1%	26.8%	24.6%	24.2%	18.2%
归属母公司净利润(百万元)	326	582	807	1,080	1,330
增长率YoY	537.0%	78.4%	38.6%	33.8%	23.2%
毛利率	19.5%	21.1%	21.5%	21.8%	22.0%
净资产收益率ROE	6.7%	7.9%	10.4%	12.3%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.68	0.95	1.27	1.56
市盈率P/E(倍)	83.36	46.74	33.72	25.20	20.46
市净率P/B(倍)	5.58	3.70	3.49	3.11	2.74

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年06月27日收盘价

财务模型

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,761	5,646	5,354	6,314	7,371	营业总收入	5,391	6,838	8,519	10,579	12,504
货币资金	463	1,605	618	694	1,391	营业成本	4,338	5,397	6,687	8,278	9,753
应收票据	12	10	18	17	24	营业税金及附加	33	33	46	56	66
应收账款	1,289	1,750	2,036	2,372	2,491	销售费用	70	69	85	106	125
预付账款	105	139	172	213	251	管理费用	229	304	371	455	531
存货	1,531	1,823	2,078	2,521	2,626	研发费用	214	298	366	450	525
其他	361	319	432	497	588	财务费用	124	71	77	78	73
非流动资产	6,062	7,249	7,844	8,408	8,876	减值损失合计	-37	-42	0	0	0
长期股权投资	102	19	19	19	19	投资净收益	-4	0	-1	-2	-1
固定资产(合计)	4,425	5,134	6,110	6,809	7,279	其他	37	-2	64	70	81
无形资产	259	416	503	603	708	营业利润	377	623	950	1,224	1,510
其他	1,276	1,681	1,213	977	870	营业外收支	2	-4	0	0	0
资产总计	9,823	12,895	13,198	14,722	16,246	利润总额	379	619	950	1,224	1,510
流动负债	3,979	3,843	3,618	4,107	4,357	所得税	25	33	53	69	84
短期借款	1,892	1,035	535	335	335	净利润	354	586	896	1,155	1,425
应付票据	438	613	647	825	855	少数股东损益	28	4	90	75	96
应付账款	1,042	1,268	1,481	1,830	1,963	归属母公司净利润	326	582	807	1,080	1,330
其他	607	927	955	1,118	1,204	EBITDA	966	1,289	1,827	2,235	2,642
非流动负债	852	1,569	1,569	1,569	1,569	EPS(当年)(元)	0.46	0.73	0.95	1.27	1.56
长期借款	524	1,143	1,143	1,143	1,143						
其他	328	426	426	426	426						
负债合计	4,831	5,411	5,187	5,676	5,925						
少数股东权益	119	134	224	299	395						
归属母公司股东权益	4,874	7,350	7,787	8,746	9,926						
负债和股东权益	9,823	12,895	13,198	14,722	16,246						

现金流量表					
单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	794	1,217	1,379	1,980	2,456
净利润	354	586	896	1,155	1,425
折旧摊销	459	568	781	905	1,026
财务费用	130	87	101	87	83
投资损失	-5	-5	1	2	1
营运资金变动	-214	-142	-418	-195	-112
其它	70	124	18	26	32
投资活动现金流	-1,024	-1,577	-1,395	-1,496	-1,527
资本支出	-1,016	-1,596	-1,395	-1,495	-1,526
长期投资	-12	3	0	0	0
其他	4	16	-1	-2	-1
筹资活动现金流	250	1,457	-971	-407	-233
吸收投资	58	2,002	-290	0	0
借款	2,610	3,270	-500	-200	0
支付利息或股息	-142	-193	-181	-207	-233
现金净增加额	4	1,107	-987	76	696

重要财务指标					
单位：百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,391	6,838	8,519	10,579	12,504
同比(%)	47.1%	26.8%	24.6%	24.2%	18.2%
归属母公司净利润	326	582	807	1,080	1,330
同比(%)	537.0%	78.4%	38.6%	33.8%	23.2%
毛利率(%)	19.5%	21.1%	21.5%	21.8%	22.0%
ROE(%)	6.7%	7.9%	10.4%	12.3%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.68	0.95	1.27	1.56
P/E	83.36	46.74	33.72	25.20	20.46
P/B	5.58	3.70	3.49	3.11	2.74
EV/EBITDA	24.58	17.62	15.74	12.74	10.52

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖长安汽车、线控底盘、一体压铸、两轮车、座椅等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。