

盈利能力再向上 全球化布局加速

双环传动(002472) 系列报告十三

事件概述:

公司发布 2023 年半年度报告, 2023H1 营收 36.9 亿元, 同比+19.0%; 归母净利 3.69 亿元, 同比+46.9%; 扣非后归母净利 3.41 亿元, 同比+47.5%;

其中 2023Q2 营收 18.95 亿元, 同比+31.3%, 环比+5.8%; 归母净利 1.98 亿元, 同比+49.4%, 环比+15.5%; 扣非后净利 1.86 亿元, 同比+49.6%, 环比+19.4%。

分析判断:

► 费用管控成效显著 盈利能力再向上

营收稳健增长: 2023Q2 营收 19.0 亿元, 同比+31.3%, 环比+5.8%; 同比增幅较大, 我们判断营收增长主要受益于新能源车驱动齿轮持续放量、重卡自动变齿轮及机器人关节业务增长;

毛利同环比提升, 盈利能力再向上: 23Q2 公司毛利率 21.6%, 同比+0.8pct, 环比+0.8pct, 归母净利率 10.4%, 同比+1.3pct, 环比+0.9pct; 扣非归母净利率 9.8%, 盈利能力创近 3 年来季度新高, 我们判断主要原因是: 1) 毛利率较高的电驱动齿轮收入占比提升; 2) 公司持续推进降本增效及管理精细化, 产线柔性化程度提升; 3) 规模效应促进费用率降低。

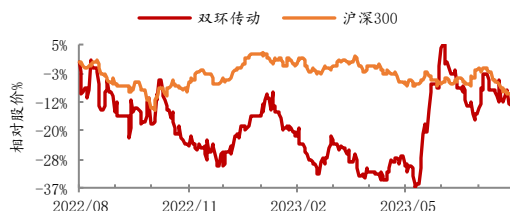
费用端: 23Q2 公司销售、管理、研发、财务费率分别 1.0%、3.7%、4.9%、-0.6%, 同比分别+0.1pct、-0.7pct、+1.0pct、-1.6pct, 环比分别+0.1pct、-0.5pct、+0.7pct、-1.9pct, 整体期间费用率 9.0%, 同比-1.3pct, 环比-1.6pct, 其中研发费用增幅较大, 主要系公司持续加强精密成形、制造装备、软件开发、涂层研究等高精度传动研发相关工作, 优化环研传动内部管理、组织所致; 财务费用下降, 主要系存款利息收入增加及银行借款利息支出减少所致。

► 电驱齿轮龙头 全球化加速开拓

海外订单加速获取, 匈牙利建厂加强全球合作。 根据我们测算, 2022 年公司在 A0 级以上纯电+增程电驱齿轮市场中份额约为 65%, 国内电驱齿轮龙头地位明确。海外市场方面, 公司获 PSA E-DCT 混动项目七年独家供货订单、Z 客户某欧洲高端品牌新能源汽车电驱动系统齿轮项目订单, 生命周期销售额分别为约 35.54、10+亿元; 根据半年报, 子公司与舍弗勒签署了深度合作意向书, 已陆续获得该客户的优质项目定点。公司于今年 7 月宣布将在匈牙利逐步建设生产基地, 我们认为, 匈牙利建厂是公司全球化的重要举措, 一方面有利于对欧洲现有的重要客户(采埃孚、沃尔沃、PSA 等)实现就近配套, 稳固合作关系, 同时加速海外大客户开拓; 一方面有利于发展海外供应链和销售渠道, 积累海外管理、生产经验, 利用匈牙利项

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	32.25
股票代码:	002472
52 周最高价/最低价:	37.53/21.77
总市值(亿)	275.06
自由流通市值(亿)	244.21
自由流通股数(百万)	757.25



分析师: 崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话:

相关研究

1. 【华西汽车】双环传动(002472)事件点评:

23Q2 利润率再向上 全球化布局加速

2023.08.08

2. 【华西汽车】双环传动(002472)事件点评: 拟在匈牙利建厂 全球化布局加速

2023.07.06

目平台作为公司向全球延伸的重要节点，为未来海外拓展战略夯实基础。

国际化人才储备增强，向全球精密传动领导者迈进。在人才储备层面，公司环研传动研究院不断完善组织架构、吸引国内外优秀产业人才，践行稳扎稳打，从人才全球化开始，逐步实现公司全球“精密传动领导者”的产业理想。

► RV、谐波减速器双布局 受益机器人高景气

人工智能迎来突破，机器人关节星辰大海。人工智能技术赋能，特斯拉算法、芯片的迭代，国产硬件降本及政策大力支持下，人形机器人有望加速迎来技术突破，市场空间广阔。

十年磨一剑，机器人关节业务开启第二成长曲线。公司深耕机器人关节高壁垒赛道，目前成功布局 RV 和谐波两大产品类，其中 RV 产品已覆盖 50 公斤到 210 公斤，2021 年居国产 RV 出货量第一，并在精度保持性、可靠性要求更高的锂电、光伏、汽车制造等领域实现进口替代与规模配套；谐波减速器也在全面进行市场推广。利润端看，2022/2023Q1 环动科技净利率 22.97%/20.89%，高于现有齿轮业务净利率，机器人精密减速器放量有利于进一步提振公司整体盈利水平，量价利齐升。

投资建议

新能源汽车齿轮业务稳步发展+机器人关节业务加速开拓，我们看好公司中长期成长，维持盈利预测，预计 2023/2024/2025 年营业收入 85.7/111.4/129.4 亿元，归母净利润 8.52/11.94/14.14 亿元；EPS 1.00/1.40/1.66 元，对应 2023 年 8 月 29 日 32.25 元/股收盘价的 PE 分别为 32/23/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新能源乘用车渗透率提升不及预期，产能爬坡不及预期，RV 减速器销量增速不及预期，原材料价格波动超出预期，收购三多乐及整合不及预期，海外建厂进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,391	6,838	8,568	11,137	12,938
YoY (%)	47.1%	26.8%	25.3%	30.0%	16.2%
归母净利润(百万元)	326	582	852	1,194	1,414
YoY (%)	537.0%	78.4%	46.4%	40.2%	18.4%
毛利率 (%)	19.5%	21.1%	21.6%	22.4%	23.1%
每股收益 (元)	0.46	0.73	1.00	1.40	1.66
ROE	6.7%	7.9%	10.9%	13.2%	13.5%
市盈率	70.11	44.18	32.28	23.03	19.45

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表：双环传动核心财务数据

财务指标	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业收入 (亿元)	16.55	14.43	17.28	20.13	17.92	18.95
同比 (%)	40.9%	-0.1%	19.4%	51.9%	8.3%	31.3%
环比 (%)	24.9%	-12.8%	19.7%	16.5%	-11.0%	5.8%
营业成本 (亿元)	13.35	11.43	13.58	15.61	14.19	14.86
毛利 (亿元)	3.20	3.00	3.70	4.52	3.72	4.09
毛利率 (%)	19.3%	20.8%	21.4%	22.4%	20.8%	21.6%
同比	0.8%	4.0%	3.9%	-3.2%	1.4%	0.8%
环比	-6.3%	1.4%	0.6%	1.0%	-1.7%	0.8%
销售费用 (亿元)	0.15	0.13	0.20	0.22	0.16	0.19
销售费用率 (%)	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%
同比	-1.5%	0.9%	0.2%	-1.1%	0.0%	0.1%
环比	-1.2%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.1%
管理费用 (亿元)	0.65	0.64	0.77	0.97	0.75	0.71
管理费用率 (%)	3.9%	4.5%	4.4%	4.8%	4.2%	3.7%
同比	-0.1%	1.0%	0.4%	-0.8%	0.3%	-0.7%
环比	-1.7%	0.5%	0.0%	0.4%	-0.7%	-0.5%
研发费用 (亿元)	0.64	0.57	0.74	1.03	0.74	0.92
研发费用率 (%)	3.9%	3.9%	4.3%	5.1%	4.1%	4.9%
同比	0.2%	0.5%	0.6%	0.1%	0.3%	1.0%
环比	-1.2%	0.1%	0.3%	0.9%	-1.0%	0.7%
财务费用 (亿元)	0.28	0.14	0.12	0.17	0.23	-0.12
财务费用率 (%)	1.7%	1.0%	0.7%	0.9%	1.3%	-0.6%
同比	-1.2%	-1.7%	-1.1%	-1.1%	-0.4%	-1.6%
环比	-0.3%	-0.7%	-0.3%	0.2%	0.4%	-1.9%
期间费用率合计 (%)	10.4%	10.3%	10.5%	11.9%	10.5%	9.0%
同比	-2.6%	0.7%	0.1%	-2.9%	0.1%	-1.3%
环比	-4.4%	-0.1%	0.3%	1.4%	-1.4%	-1.6%
营业利润 (亿元)	1.38	1.59	1.83	1.43	1.91	2.36
同比 (%)	8%	11%	11%	7%	11%	12%
营业外收入 (亿元)	0.02	0.02	0.02	-0.03	0.02	0.03
营业外支出 (亿元)	0.00	0.01	0.03	0.02	0.00	0.02
利润总额 (亿元)	1.39	1.60	1.82	1.37	1.93	2.36
所得税 (亿元)	0.14	0.25	0.25	-0.32	0.18	0.29
归母净利润 (亿元)	1.19	1.32	1.59	1.73	1.71	1.98
同比 (%)	124.0%	75.9%	61.2%	73.0%	44.1%	49.4%
环比 (%)	19.0%	11.4%	19.9%	8.8%	-0.9%	15.5%
归母净利率 (%)	7.2%	9.2%	9.2%	8.6%	9.5%	10.4%
同比	2.7%	4.0%	2.4%	1.0%	2.4%	1.3%
环比	-0.4%	2.0%	0.0%	-0.6%	1.0%	0.9%
扣非归母净利润 (亿元)	1.07	1.24	1.48	1.88	1.55	1.86
同比 (%)	145.1%	102.5%	76.1%	89.7%	45.1%	49.6%
环比 (%)	8.0%	15.8%	19.0%	27.5%	-17.4%	19.3%
扣非归母净利率 (%)	6.5%	8.6%	8.5%	9.4%	8.7%	9.8%

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,838	8,568	11,137	12,938	净利润	586	877	1,229	1,455
YoY (%)	26.8%	25.3%	30.0%	16.2%	折旧和摊销	568	763	842	950
营业成本	5,397	6,717	8,643	9,949	营运资金变动	-142	-164	-943	184
营业税金及附加	33	45	59	69	经营活动现金流	1,217	1,616	1,326	2,858
销售费用	69	78	99	115	资本开支	-1,596	-1,124	-1,075	-1,289
管理费用	304	332	414	506	投资	3	0	0	0
财务费用	71	45	70	97	投资活动现金流	-1,577	-1,122	-1,075	-1,289
研发费用	298	334	429	498	股权募资	2,002	-300	0	0
资产减值损失	-42	-60	-73	-93	债务募资	-254	1,500	1,500	1,700
投资收益	0	2	0	0	筹资活动现金流	1,457	1,071	1,399	1,555
营业利润	623	1,008	1,417	1,686	现金净流量	1,107	1,565	1,650	3,123
营业外收支	-4	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	619	1,008	1,417	1,686	成长能力 (%)				
所得税	33	131	189	231	营业收入增长率	26.8%	25.3%	30.0%	16.2%
净利润	586	877	1,229	1,455	净利润增长率	78.4%	46.4%	40.2%	18.4%
归属于母公司净利润	582	852	1,194	1,414	盈利能力 (%)				
YoY (%)	78.4%	46.4%	40.2%	18.4%	毛利率	21.1%	21.6%	22.4%	23.1%
每股收益	0.73	1.00	1.40	1.66	净利率	8.5%	9.9%	10.7%	10.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.5%	5.5%	6.3%	6.3%
货币资金	1,605	3,170	4,820	7,943	净资产收益率 ROE	7.9%	10.9%	13.2%	13.5%
预付款项	139	202	259	298	偿债能力 (%)				
存货	1,823	2,221	2,831	2,806	流动比率	1.47	1.46	1.54	1.65
其他流动资产	2,079	2,183	3,283	3,095	速动比率	0.94	1.00	1.11	1.28
流动资产合计	5,646	7,776	11,193	14,142	现金比率	0.42	0.60	0.67	0.93
长期股权投资	19	19	19	19	资产负债率	42.0%	48.0%	51.6%	52.2%
固定资产	5,134	5,423	5,674	6,032	经营效率 (%)				
无形资产	416	421	424	427	总资产周转率	0.60	0.61	0.65	0.63
非流动资产合计	7,249	7,609	7,842	8,181	每股指标 (元)				
资产合计	12,895	15,385	19,036	22,324	每股收益	0.73	1.00	1.40	1.66
短期借款	1,035	2,035	3,035	4,235	每股净资产	8.64	9.19	10.59	12.24
应付账款及票据	1,881	2,302	3,081	3,116	每股经营现金流	1.43	1.89	1.55	3.35
其他流动负债	927	987	1,130	1,227	每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,843	5,324	7,245	8,578	估值分析				
长期借款	1,143	1,643	2,143	2,643	PE	44.18	32.28	23.03	19.45
其他长期负债	426	426	426	426	PB	2.94	3.51	3.05	2.63
非流动负债合计	1,569	2,069	2,569	3,069					
负债合计	5,411	7,392	9,814	11,647					
股本	850	840	840	840					
少数股东权益	134	159	193	234					
股东权益合计	7,484	7,993	9,222	10,677					
负债和股东权益合计	12,895	15,385	19,036	22,324					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。