

# 双环传动 (002472)

证券研究报告

2021年04月21日

## 业绩持续实现高增长， $\alpha + \beta$ 叠加打开公司长期成长空间

### 事件:

公司发布 2021 年第一季度业绩公告及 2021H1 业绩预告，具体数据如下：  
 1) 2021 年 Q1 业绩公告：公司实现收入 11.7 亿元，同比+103.02%；归母净利润 5297.9 万元，同比+347.70%；扣非归母净利润 4369.3 万元，同比+249.03%。  
 2) 2021 年 H1 业绩预告：预计归母净利润为 1.1 亿元~1.3 亿元，同比+9264.09%~10966.66%。

### 业绩持续实现高增长，盈利能力显著改善

21Q1 公司实现收入 11.7 亿元，同比+103.02%；归母净利润 5297.9 万元，同比+347.70%；扣非归母净利润 4369.3 万元，同比+249.03%。**从盈利水平来看**，21Q1 整体毛利率为 18.56%，同比+6.02pct；净利率为 5.19%，同比+8.38pct，公司盈利能力显著提升，我们认为一方面来自于公司产品结构改善，另外一方面系公司前期多个新项目落地进入批量供货后产能利用率大幅提升所带动。**从费用率来看**，公司 21Q1 销售、管理、研发及财务费用率分别为 2.39%、4.01%、3.71%以及 2.88%，分别同比-0.61pct、-0.92pct、+0.32pct、-2.94pct，公司研发费用投入力度持续加大。

### 各业务条线推进顺利， $\alpha + \beta$ 叠加打开公司长期成长空间

公司各业务布局成效显著，其中 1) 传统燃油车齿轮业务：来自全球变速箱龙头采埃孚等新项目推进顺利，公司在手订单逐步落地带动产能利用率显著提升；2) 新能源车齿轮业务：已覆盖市场主流新能源车品牌，目前纯电减速箱齿轮市占率已高达 50%，后续有望切入特斯拉供应体系；3) RV 减速器：凭借多年自主研发技术，公司 RV 减速器业务已受到市场广泛认可。作为国产品牌的第一梯队，未来随着机器人核心零部件国产替代持续推进以及下游产品应用场景不断拓宽，公司长期发展空间较大。同时从行业角度来看，汽车智能驾驶趋势进一步加速了齿轮行业外包化，双环作为国内高精密齿轮制造龙头，在技术、设备、客户以及产能规模等方面均具备较强的竞争优势，公司作为龙头企业市场份额有望显著提升。

### 盈利预测与建议

作为我国高精密齿轮制造龙头，公司在拥有全球领先的设备、工艺水平以及自主设计开发能力的同时手握全球第一梯队客户资源。随着前期铺设项目的陆续批量供货及新能源车市占率的持续提升，齿轮外包趋势深化叠加市场复苏，公司有望享受戴维斯双击，业绩高速增长。我们预计公司 21-23 年营收为 47.1/57.9/66.6 亿元，净利润为 2.4/4.4/5.5 亿元，对应 PE30.7/16.8/13.4 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险；公司订单不及预期风险；原材料价格波动风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,235.82	3,664.20	4,705.36	5,786.13	6,655.35
增长率(%)	2.70	13.24	28.41	22.97	15.02
EBITDA(百万元)	702.74	809.04	674.76	958.44	1,118.25
净利润(百万元)	78.32	51.23	241.08	439.99	553.37
增长率(%)	(59.88)	(34.59)	370.57	82.51	25.77
EPS(元/股)	0.11	0.07	0.35	0.64	0.81
市盈率(P/E)	94.62	144.65	30.74	16.84	13.39
市净率(P/B)	2.06	2.08	2.01	1.82	1.61
市销率(P/S)	2.29	2.02	1.57	1.28	1.11
EV/EBITDA	9.46	9.63	15.20	8.91	8.02

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.8 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	686.15
流通 A 股股本(百万股)	555.89
A 股总市值(百万元)	7,410.37
流通 A 股市值(百万元)	6,003.66
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	56.26
一年内最高/最低(元)	10.95/4.81

### 作者

**吴立** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517010002  
 wuli1@tfzq.com

**陆嘉敏** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110520080001  
 lujiamin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《双环传动-年报点评报告:高精密齿轮龙头由耕耘期迈入收获期，铸就中国制造“机械芯”》2021-03-31
- 《双环传动-季报点评:2020Q3 收入显著增长，后期业绩持续走高可期》2020-10-28
- 《双环传动-公司点评:事件点评：终止海外收购项目，聚焦国内现有产能》2020-10-11

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	342.75	399.38	846.97	1,041.50	1,197.96	营业收入	3,235.82	3,664.20	4,705.36	5,786.13	6,655.35
应收票据及应收账款	844.66	1,036.68	1,582.56	1,246.40	1,637.80	营业成本	2,654.75	3,027.90	3,564.98	4,345.09	4,966.13
预付账款	89.35	191.99	139.65	265.05	198.05	营业税金及附加	13.44	22.63	28.23	24.30	26.62
存货	1,163.61	1,158.80	752.61	140.55	852.68	营业费用	113.37	111.95	188.21	202.51	232.94
其他	431.09	412.70	485.46	431.09	498.31	管理费用	119.56	131.76	258.80	289.31	332.77
<b>流动资产合计</b>	<b>2,871.46</b>	<b>3,199.56</b>	<b>3,807.24</b>	<b>3,124.59</b>	<b>4,384.79</b>	研发费用	107.57	139.65	188.21	185.16	212.97
长期股权投资	130.08	101.13	101.13	101.13	101.13	财务费用	128.17	155.73	194.16	221.31	232.94
固定资产	3,196.06	3,631.95	4,048.63	4,286.07	4,354.68	资产减值损失	(25.88)	(37.93)	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,584.52	1,247.05	910.23	675.14	444.08	公允价值变动收益	2.10	0.06	0.86	(0.81)	0.04
无形资产	234.03	231.42	224.58	217.74	210.90	投资净收益	1.65	3.76	0.00	0.00	0.00
其他	143.53	119.83	131.73	118.75	118.21	其他	20.26	23.20	(1.72)	1.62	(0.07)
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,288.21</b>	<b>5,331.38</b>	<b>5,416.29</b>	<b>5,398.83</b>	<b>5,229.00</b>	<b>营业利润</b>	<b>100.84</b>	<b>85.50</b>	<b>283.62</b>	<b>517.64</b>	<b>651.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,159.67</b>	<b>8,530.93</b>	<b>9,223.54</b>	<b>8,523.42</b>	<b>9,613.79</b>	营业外收入	6.15	0.89	0.00	0.00	0.00
短期借款	1,125.89	1,384.81	1,868.27	1,039.51	1,584.80	营业外支出	10.90	2.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	888.78	1,132.99	1,186.70	1,677.57	1,574.95	<b>利润总额</b>	<b>96.10</b>	<b>84.37</b>	<b>283.62</b>	<b>517.64</b>	<b>651.02</b>
其他	541.03	458.15	529.30	524.82	577.57	所得税	21.08	3.85	42.54	77.65	97.65
<b>流动负债合计</b>	<b>2,555.70</b>	<b>2,975.95</b>	<b>3,584.27</b>	<b>3,241.90</b>	<b>3,737.32</b>	<b>净利润</b>	<b>75.01</b>	<b>80.52</b>	<b>241.08</b>	<b>439.99</b>	<b>553.37</b>
长期借款	861.68	735.80	764.84	0.00	66.04	少数股东损益	(3.30)	29.29	0.00	0.00	0.00
应付债券	837.42	879.86	836.58	851.28	855.91	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>78.32</b>	<b>51.23</b>	<b>241.08</b>	<b>439.99</b>	<b>553.37</b>
其他	223.34	263.09	243.22	253.16	248.19	每股收益(元)	0.11	0.07	0.35	0.64	0.81
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,922.44</b>	<b>1,878.75</b>	<b>1,844.64</b>	<b>1,104.44</b>	<b>1,170.14</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,478.14</b>	<b>4,854.69</b>	<b>5,428.91</b>	<b>4,346.34</b>	<b>4,907.46</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	89.72	105.79	105.79	105.79	105.79	<b>成长能力</b>					
股本	685.85	686.15	686.15	686.15	686.15	营业收入	2.70%	13.24%	28.41%	22.97%	15.02%
资本公积	1,495.90	1,465.71	1,465.71	1,465.71	1,465.71	营业利润	-54.05%	-15.22%	231.74%	82.51%	25.77%
留存收益	2,771.30	2,761.61	3,002.69	3,385.15	3,914.40	归属于母公司净利润	-59.88%	-34.59%	370.57%	82.51%	25.77%
其他	(1,361.24)	(1,343.02)	(1,465.71)	(1,465.71)	(1,465.71)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,681.53</b>	<b>3,676.24</b>	<b>3,794.63</b>	<b>4,177.08</b>	<b>4,706.33</b>	毛利率	17.96%	17.37%	24.24%	24.91%	25.38%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,159.67</b>	<b>8,530.93</b>	<b>9,223.54</b>	<b>8,523.42</b>	<b>9,613.79</b>	净利率	2.42%	1.40%	5.12%	7.60%	8.31%
						ROE	2.18%	1.43%	6.54%	10.81%	12.03%
						ROIC	2.96%	3.60%	6.33%	9.61%	14.44%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	54.88%	56.91%	58.86%	50.99%	51.05%
净利润	75.01	80.52	241.08	439.99	553.37	净负债率	77.78%	77.71%	75.67%	27.40%	33.47%
折旧摊销	341.62	400.70	196.98	219.49	234.29	流动比率	1.12	1.08	1.06	0.96	1.17
财务费用	150.98	168.37	194.16	221.31	232.94	速动比率	0.67	0.69	0.85	0.92	0.95
投资损失	(6.24)	(10.33)	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(358.73)	91.52	(59.64)	1,339.51	(1,129.39)	应收账款周转率	3.55	3.90	3.59	4.09	4.62
其它	290.66	(89.41)	0.86	(0.81)	0.04	存货周转率	2.80	3.16	4.92	12.96	13.40
<b>经营活动现金流</b>	<b>493.30</b>	<b>641.38</b>	<b>573.44</b>	<b>2,219.49</b>	<b>(108.76)</b>	总资产周转率	0.40	0.44	0.53	0.65	0.73
资本支出	810.90	424.59	289.88	205.06	69.97	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	5.01	(28.95)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.11	0.07	0.35	0.64	0.81
其他	(1,419.14)	(779.22)	(560.96)	(418.86)	(134.97)	每股经营现金流	0.72	0.93	0.84	3.23	-0.16
<b>投资活动现金流</b>	<b>(603.22)</b>	<b>(383.58)</b>	<b>(271.08)</b>	<b>(213.80)</b>	<b>(65.00)</b>	每股净资产	5.23	5.20	5.38	5.93	6.70
债权融资	3,206.24	3,256.24	3,718.30	2,186.00	2,773.28	<b>估值比率</b>					
股权融资	(162.76)	(197.59)	(316.85)	(221.31)	(232.94)	市盈率	94.62	144.65	30.74	16.84	13.39
其他	(3,208.87)	(3,254.35)	(3,256.24)	(3,775.85)	(2,210.12)	市净率	2.06	2.08	2.01	1.82	1.61
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(165.39)</b>	<b>(195.70)</b>	<b>145.22</b>	<b>(1,811.15)</b>	<b>330.22</b>	EV/EBITDA	9.46	9.63	15.20	8.91	8.02
汇率变动影响	0.02	(0.15)	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	18.25	18.93	21.46	11.56	10.15
<b>现金净增加额</b>	<b>(275.29)</b>	<b>61.94</b>	<b>447.58</b>	<b>194.54</b>	<b>156.46</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com