

# 新能源驱动增长 龙头地位稳固

## 双环传动(002472)系列点评四

### 事件概述

公司发布 2022 三季报：2022Q1-3 营收 48.3 亿元，同比+18.7%；归母净利 4.1 亿元，同比+80.8%；扣非后净利 3.8 亿元，同比+100.7%。

22Q3 营收 17.3 亿元，同比+19.4%，环比+19.7%；归母净利 1.6 亿元，同比+61.2%，环比+19.9%；扣非后归母净利 1.5 亿元，同比+76.1%，环比+19.0%。

### 分析判断：

#### ► 新能源驱动增长 营收、利润双兑现

**营收端：**22Q3 营收 17.3 亿元，同比+19.4%，环比+19.7%，我们判断主要增量为新能源汽车齿轮业务。目前公司新能源重点聚焦 A0 及以上纯电动及增程车型及重点 PHEV 客户，22Q3 国内新能源乘用车渗透率 28.4%，同比+9.8pct，环比+1.9pct；A0 及以上纯电动及增程车型批发销量 94.9 万套，同比+105.4%，环比+48.2%。

公司一方面受益整体新能源渗透率提升，一方面对全球领先电动车制造企业等项目的份额有所提升，22Q3 新能源汽车齿轮营收同比增长超过 220%，Q1-3 同比增长超过 280%，远超行业增速。

**利润端：**22Q3 公司毛利率 21.4%，同比+3.9pct，环比+0.6pct，归母净利率 9.2%，同比 2.4pct，环比+0.01pct；预计毛利率提升主要受新能源齿轮产品占比提升拉动；净利率同比提升受益公司持续推动降本增效，虽受到并表三多乐、收购中介费用等因素影响，公司净利率环比依旧实现小幅提升，彰显盈利韧性。

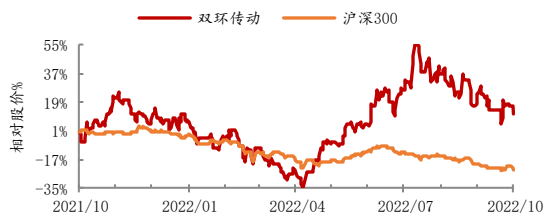
**费用端：**22Q3 公司期间费用率 10.5%，同比+0.1pct，环比+0.3pct，其中销售、管理、研发、财务费率分别 1.1%、4.4%、4.3%、0.7%，同比分别+0.2、+0.4、+0.6、-1.1pct，环比分别+0.2、-0.0、+0.3、-0.3pct，变动原因有：1) 管理费用率增加主因薪酬费用增加及为收购三多乐支付中介费用；2) 研发费用率增长主要受研发投入加大影响；3) 财务费率下行主因本期无可转债利息费用及受汇率变动导致的汇兑收益增加。

#### ► 募集资金到位 Q4 产能加速扩建

10月19日，公司以27.35元/股的价格成功非公开发行7,270万股，占发行前公司总股本77,769万股的9.3%，本次发行后公司总股本85,039万股，实际募集资金净额19.63亿元。Q4传统旺季来临之际，下游需求旺盛、订单饱满，募集资金到位后，公司

### 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：	28.44
股票代码：	002472
52周最高价/最低价：	41.1/15.85
总市值(亿)	221.18
自由流通市值(亿)	193.97
自由流通股数(百万)	682.05



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)系列点评三：

业绩持续高增 新能源+减速器加速放量

2022.10.14

2. 【华西汽车】双环传动(002472)2022H1：业绩

逆势高增 电驱齿轮扩产再提速

2022.08.30

有望加快产能建设步伐，预计四季度末将形成 400 万台电驱减速箱齿轮产能，为后续新能源齿轮销量稳步提升提供有力保障。展望未来，公司有望通过配套全球领先电动车企、比亚迪及多家新势力车企实现业绩持续高增；此外，A0 级以下车型齿轮、PSA 全球混动等项目的量产也有望为公司营收带来新增长点，龙头地位有望持续巩固。

### ► RV、谐波减速器双布局 量产进程加快

22Q3 公司持续深耕精密减速机产品领域，环动科技的产销量显著提升助推业绩增长，22Q3 主营收入相较同期增长超过 75%，Q1-3 其主营收入相较同期增长超过 65%。目前，公司成功布局 RV 和谐波两大产品类，RV 产品已覆盖 50 公斤到 210 公斤，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；谐波减速机也在全面进行市场推广。未来母公司有望在齿轮加工、供应链、质量管理等方面对子公司环动科技赋能，加速推进精密减速机批量化生产，在工业机器人崛起、国际巨头产能稀缺之际加速抢夺市场份额。

### 投资建议

新能源汽车齿轮业务稳步发展+机器人减速机加速开拓，我们看好公司中长期成长，同时考虑到收购三多乐带来的并表收入及利润变化，我们将 2022/2023/2024 年营业收入由 70.72/91.39/114.81 亿元调整至 73.72/94.39/117.81 亿元，对应归母净利由 5.60/8.11/11.31 亿元调至 5.61/8.31/11.42 亿元；由于非公开发行增加总股本，对应 EPS 由 0.69/1.04/1.45 元调整至 0.66/0.98/1.34 元，对应 2022 年 10 月 20 日 28.44 元/股收盘价的 PE 分别为 43/29/21 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。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,664	5,391	7,372	9,439	11,781
YoY (%)	13.2%	47.1%	36.8%	28.0%	24.8%
归母净利润(百万元)	51	326	561	831	1,142
YoY (%)	-34.6%	537.0%	71.9%	48.2%	37.4%
毛利率 (%)	17.4%	19.5%	20.3%	21.0%	21.6%
每股收益 (元)	0.08	0.46	0.66	0.98	1.34
ROE	1.4%	6.7%	7.6%	10.1%	12.2%
市盈率	355.50	61.83	43.12	29.10	21.17

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,391	7,372	9,439	11,781	净利润	354	589	874	1,201
YoY (%)	47.1%	36.8%	28.0%	24.8%	折旧和摊销	459	527	609	608
营业成本	4,338	5,876	7,456	9,232	营运资金变动	-214	-542	-631	-722
营业税金及附加	33	44	57	71	经营活动现金流	794	720	995	1,263
销售费用	70	96	118	141	资本开支	-1,016	-783	-1,024	-229
管理费用	229	324	401	465	投资	-12	0	0	0
财务费用	124	71	52	58	投资活动现金流	-1,024	-786	-1,022	-229
研发费用	214	295	378	471	股权募资	58	1,988	0	0
资产减值损失	-37	-50	-61	-75	债务募资	355	-1,402	800	-200
投资收益	-4	-3	2	0	筹资活动现金流	250	510	735	-278
营业利润	377	657	974	1,338	现金净流量	4	444	708	756
营业外收支	2	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
利润总额	379	657	974	1,338	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	25	68	100	138	营业收入增长率	47.1%	36.8%	28.0%	24.8%
净利润	354	589	874	1,201	净利润增长率	537.0%	71.9%	48.2%	37.4%
归属于母公司净利润	326	561	831	1,142	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	537.0%	71.9%	48.2%	37.4%	毛利率	19.5%	20.3%	21.0%	21.6%
每股收益	0.46	0.66	0.98	1.34	净利率	6.6%	8.0%	9.3%	10.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	3.3%	4.8%	6.0%	7.3%
货币资金	463	907	1,615	2,371	净资产收益率 ROE	6.7%	7.6%	10.1%	12.2%
预付款项	105	143	181	224	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,531	2,024	2,571	3,183	流动比率	0.95	1.82	1.66	1.91
其他流动资产	1,662	2,225	2,824	3,504	速动比率	0.53	1.08	1.02	1.21
流动资产合计	3,761	5,298	7,191	9,283	现金比率	0.12	0.31	0.37	0.49
长期股权投资	102	102	102	102	资产负债率	49.2%	34.8%	39.4%	38.3%
固定资产	4,425	4,644	5,118	4,797	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	259	267	264	260	总资产周转率	0.55	0.63	0.68	0.75
非流动资产合计	6,062	6,318	6,733	6,354	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	9,823	11,617	13,924	15,637	每股收益	0.46	0.66	0.98	1.34
短期借款	1,892	200	1,000	800	每股净资产	6.27	8.73	9.71	11.05
应付账款及票据	1,480	2,005	2,544	3,150	每股经营现金流	1.02	0.85	1.17	1.48
其他流动负债	607	699	794	900	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,979	2,904	4,338	4,851	<b>估值分析</b>				
长期借款	524	814	814	814	PE	61.83	43.12	29.10	21.17
其他长期负债	328	328	328	328	PB	4.40	3.26	2.93	2.57
非流动负债合计	852	1,142	1,142	1,142					
负债合计	4,831	4,046	5,480	5,992					
股本	778	850	850	850					
少数股东权益	119	147	190	248					
股东权益合计	4,993	7,571	8,444	9,645					
负债和股东权益合计	9,823	11,617	13,924	15,637					

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。