

新能源+RV 双驱动，Q3 业绩高增长

——双环传动(002472.SZ) 2022 三季度报点评

事件：

10月21日公司发布三季报报告，公司3季度实现营业收入17.28亿元，同比增长19.43%；实现归母净利润1.59亿元，同比增长61.17%。1-3季度公司实现营业收入48.25亿元，同比增长18.68%；实现归母净利润4.09亿元，同比增长80.76%。

投资要点：

● 公司盈利水平持续提升，三季报业绩高增长

公司三季报业绩继续维持高增长态势。主要原因在于新能源车及机器人RV减速器的超预期表现，以及公司利润率的持续提升。Q3单季度公司毛利率21.40%，较Q1的19.35%和Q2的20.77%实现逐季提升。前三季度公司毛利率、净利率分别为20.51%、8.64%，较H1环比持续上行，较去年同期分别上行2.97pct和2.55pct，公司降本增效成果显著。

● 新能源+RV 双轮驱动，增长持续超预期

2022年前三季度公司实现新能源齿轮业务同比增长280%，3季度单季度增长220%，增速远超新能源汽车行业水平，反应公司持续渗透新客户的业绩增量。公司积极扩展A00级市场、混动市场以及海内外整车客户，预计随着未来更多整车企业进入新能源化赛道，公司有望跟随新能源汽车高成长的同时，持续增加渗透水平。RV减速器方面，1-3季度公司收入过亿，超越去年全年收入水平。公司RV减速器市占率在国产品牌中国内领先，并已成功通过国际龙头工业机器人公司验证，未来国产替代空间广阔。

● 商用车已过最差时期，未来受益自动变速箱化

Q3公司工程机械行业实现正增长，前三季度工程机械领域实现基本持平。商用车领域，上半年受行业下滑拖累严重，Q3已经出现恢复迹象。当前国内商用车正进入自动变速箱升级阶段，公司年内相关产能爬坡完成，较手动变速箱价值量提升60%左右，覆盖市场70%商用车自动变速箱业务的采埃孚为公司主要客户。预计未来公司将持续受益于商用车自动变速箱转化。

● 投资建议与盈利预测

受新能源汽车快速成长、工业机器人持续发酵以及商用车稳步复苏并向自动变速箱转型等多重因素共同推动，我们调整公司2022-2024年归属母公司净利润为5.77、8.24和10.55亿元（前值5.38、8.00、10.67），考虑到公司9月底完成增发，对应最新摊薄每股收益0.68、0.97和1.24元，按照最新股价测算，对应PE42.29、29.49和23.05倍，给予“增持”评级。

● 风险提示

新能源汽车发展不及预期、商用车恢复不及预期、减速器国产化不及预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3664.20	5391.01	6805.58	8911.83	10881.41
收入同比(%)	13.24	47.13	26.24	30.95	22.10
归母净利润(百万元)	51.23	326.33	577.33	824.75	1055.05
归母净利润同比(%)	-34.59	536.98	76.92	42.86	27.92
ROE(%)	1.43	6.70	7.84	10.22	11.74
每股收益(元)	0.06	0.38	0.68	0.97	1.24
市盈率(P/E)	474.74	74.53	42.13	29.49	23.05

资料来源：Wind, 国元证券研究所

增持|下调

当前价/目标价：28.60元/33.95元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：41.10/15.79

A股流通股(百万股)：682.05

A股总股本(百万股)：777.69

流通市值(百万元)：19506.54

总市值(百万元)：22241.98

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-双环传动(002472.SZ)公司点评：新能源上调新产能，减速器再创新高增长》

《国元证券公司研究-双环传动(002472.SZ)深度报告：多因素助推好成长，新格局孕育新龙头》

《国元证券行业研究-2022年下半年汽车行业投资策略：复苏为盾，成长为矛，迎接汽车新周期》

报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-5109-7188

邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-5109-7188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3199.56	3761.39	5906.68	6534.20	7786.01
现金	399.38	463.09	1689.23	1244.13	1552.32
应收账款	1027.20	1288.84	1783.51	2340.39	2777.57
其他应收款	2.15	2.24	2.83	3.70	4.52
预付账款	191.99	105.45	219.36	302.23	309.13
存货	1158.80	1530.88	1832.07	2252.33	2753.13
其他流动资产	420.03	370.90	379.69	391.42	389.34
非流动资产	5331.38	6062.08	7007.97	7797.54	7952.76
长期投资	101.13	101.66	102.00	102.50	103.00
固定资产	3631.95	4424.64	5687.55	6379.76	6735.07
无形资产	231.42	259.40	265.26	268.39	271.52
其他非流动资产	1366.88	1276.38	953.17	1046.89	843.17
资产总计	8530.93	9823.47	12914.66	14331.73	15738.78
流动负债	2975.95	3979.20	4096.88	4872.94	5306.58
短期借款	1384.81	1891.51	1638.16	1764.84	1701.50
应付账款	781.51	1041.99	1331.88	1754.17	2110.35
其他流动负债	809.62	1045.70	1126.83	1353.93	1494.72
非流动负债	1878.75	851.74	1283.69	1129.82	1052.44
长期借款	735.80	523.52	423.52	348.52	398.52
其他非流动负债	1142.95	328.23	860.18	781.31	653.93
负债合计	4854.69	4830.94	5380.57	6002.76	6359.02
少数股东权益	105.79	118.59	166.79	255.53	395.00
股本	677.96	777.69	850.40	850.40	850.40
资本公积	1465.71	2487.45	4377.53	4377.53	4377.53
留存收益	1295.90	1608.66	2139.32	2845.42	3756.76
归属母公司股东权益	3570.45	4873.94	7367.30	8073.44	8984.75
负债和股东权益	8530.93	9823.47	12914.66	14331.73	15738.78

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	641.38	794.39	757.55	1281.94	1691.51
净利润	80.52	354.41	625.52	913.49	1194.52
折旧摊销	400.70	455.95	558.92	724.59	859.04
财务费用	155.73	124.47	106.73	68.86	71.52
投资损失	-3.76	4.16	0.20	2.18	1.19
营运资金变动	-43.79	-265.09	-534.43	-485.88	-474.83
其他经营现金流	51.97	120.49	0.60	58.71	40.06
投资活动现金流	-383.58	-1024.24	-1508.64	-1518.71	-1017.95
资本支出	474.85	1027.60	1500.00	1500.00	1000.00
长期投资	-76.50	11.50	0.34	0.50	0.50
其他投资现金流	14.76	14.86	-8.30	-18.21	-17.45
筹资活动现金流	-195.70	249.68	1977.24	-208.33	-365.37
短期借款	258.92	506.70	-253.35	126.67	-63.34
长期借款	-125.88	-212.28	-100.00	-75.00	50.00
普通股增加	-7.89	99.73	72.71	0.00	0.00
资本公积增加	-30.19	1021.74	1890.07	0.00	0.00
其他筹资现金流	-290.66	-1166.20	367.81	-260.01	-352.04
现金净增加额	49.66	4.44	1226.14	-445.10	308.19

利润表

单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3664.20	5391.01	6805.58	8911.83	10881.41
营业成本	3027.90	4338.28	5421.95	7073.92	8627.67
营业税金及附加	22.63	32.69	37.19	52.59	63.22
营业费用	111.95	70.15	68.06	133.68	163.22
管理费用	131.76	229.36	289.54	379.15	462.94
研发费用	139.65	213.85	250.00	250.00	250.00
财务费用	155.73	124.47	106.73	68.86	71.52
资产减值损失	-37.93	-37.47	-35.00	-30.00	-25.00
公允价值变动收益	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.76	-4.16	-0.20	-2.18	-1.19
营业利润	85.50	377.16	637.73	960.16	1256.41
营业外收入	0.89	4.78	2.84	3.81	3.32
营业外支出	2.01	2.53	2.27	2.40	2.34
利润总额	84.37	379.41	638.29	961.56	1257.39
所得税	3.85	25.01	12.77	48.08	62.87
净利润	80.52	354.41	625.52	913.49	1194.52
少数股东损益	29.29	28.08	48.20	88.74	139.47
归属母公司净利润	51.23	326.33	577.33	824.75	1055.05
EBITDA	641.93	957.58	1303.38	1753.60	2186.97
EPS (元)	0.07	0.42	0.68	0.97	1.24

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	13.24	47.13	26.24	30.95	22.10
营业利润(%)	-15.22	341.15	69.09	50.56	30.85
归属母公司净利润(%)	-34.59	536.98	76.92	42.86	27.92
获利能力					
毛利率(%)	17.37	19.53	20.33	20.62	20.71
净利率(%)	1.40	6.05	8.48	9.25	9.70
ROE(%)	1.43	6.70	7.84	10.22	11.74
ROIC(%)	3.65	6.56	8.49	9.95	12.11
偿债能力					
资产负债率(%)	56.91	49.18	41.66	41.88	40.40
净负债比率(%)	48.95	57.17	43.92	40.61	37.94
流动比率	1.08	0.95	1.44	1.34	1.47
速动比率	0.67	0.55	0.98	0.86	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.59	0.60	0.65	0.72
应收账款周转率	3.69	4.37	4.19	4.11	4.04
应付账款周转率	4.28	4.76	4.57	4.58	4.47
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.38	0.68	0.97	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.93	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.20	5.73	8.66	9.49	10.57
估值比率					
P/E	474.74	74.53	42.13	29.49	23.05
P/B	6.81	4.99	3.30	3.01	2.71
EV/EBITDA	38.15	25.58	18.79	13.97	11.20

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188