

新能源驱动业绩增长 中长期发展信心充足

双环传动(002472)

事件概述:

公司发布 2022Q4 业绩预告: 预计 2022 年归母净利 5.7 至 5.9 亿元, 同比+75.28% 至 +81.41%; 预计扣非后净利 5.5 至 5.7 亿元, 同比+91.70% 至+98.64%。

分析判断:

► Q3 业绩略超预期 新能源为核心增长驱动力

根据业绩预告计算, 22Q4 实现归母净利 1.6 至 1.8 亿元, 同比+62.8%至+82.9%, 以利润中枢 1.7 亿元测算, 22Q4 归母净利同比+72.9%, 环比+8.8%, 业绩略超此前预期, 我们预计主要驱动因素为新能源汽车齿轮业务放量及公司持续推动降本提效带来盈利水平提升。

1) **新能源配套量快速增长:** 据乘联会预测 2022 全年新能源乘用车销量 649.8 万辆, 同比+96.3%; 重点车企特斯拉国内销量 71.1 万辆, 同比+46.8%; 比亚迪批发销量 186.9 万辆, 同比+150.7%。公司作为国内新能源主机厂齿轮的核心供应商, 全年新能源汽车齿轮营业收入相比去年同期增长超过 220%, 超行业及重点车企增速。

2) **产能利用率提升+降本增效:** ①公司新能源齿轮产能较为紧张, 平均产能利用率高; ②新能源齿轮壁垒较高, 整体议价能力较强; ③公司内部持续进行降本增长, 加快产线切换速度的加快以及提升柔性能力, 综合上述因素, 公司利润端增速高于收入端, 2022 全年预计实现归母净利 5.7-5.9 亿元, 同比+75.28%至 81.41%。

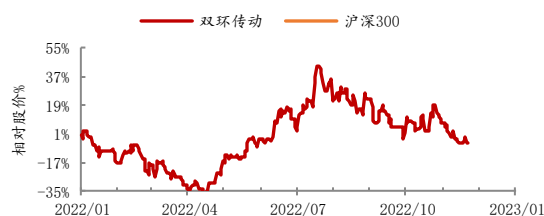
产能建设方面, 2022 年底公司纯电+增程减速器齿轮产能已达 400 万套/年, 2023 年将以此为基准继续进行产能扩建, 通过配套全球领先电动车企、比亚迪及多家新势力车企继续取得增长。同时伴随 PSA 等全球混动项目爬坡, 公司混动变速箱齿轮出货量也会有明显增长, 2023 年新能源齿轮业务有望保持强劲增长, 业绩兑现预期强。

► RV、谐波减速器双布局量、利齐升

2022 年公司持续深耕精密减速机产品领域, 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。机器人减速器业务壁垒高, 稳态毛利率水平预计高于齿轮, 未来下游工业机器人市场回暖+国产替代加速, 公司有望加速推进精密减速机批量化生产, 带来量、利齐升。

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:	28.25
股票代码:	002472
52 周最高价/最低价:	41.1/15.85
总市值(亿)	240.24
自由流通市值(亿)	192.68
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)系列点评四:

22Q3 新能源驱动增长 龙头地位稳固

2022.10.21

2. 【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

► 发布回购股份报告书 彰显中长期发展信心

2022年12月29日，公司公告宣布拟以自有资金1.5-3亿元回购股份用于实施员工持股计划或者股权激励计划，回购价格不超过35元/股（含），预计可回购股份数量约占公司目前已发行总股本的0.50%-1.01%。公司此次推出回购，彰显出公司内部中长期的发展信心。2023年1月4日公司称将对双环嘉兴和环研传动两个子公司分别增资3.3亿、9000万元，我们预计增资金额将分别用于扩建新产能，以及投入于噪声、材料性能、刀具工艺等新技术研发，推动新能源齿轮从1到N；12月公司环驱科技设立浙江三多乐子公司，注塑齿轮从0到1，叠加RV发展预期，公司中长期增长空间广阔。

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，参考公司披露的业绩预告，我们调整盈利预测，将2022/2023/2024年营业收入由73.72/94.39/117.81亿元调整至67.62/85.68/111.37亿元，归母净利润由5.61/8.31/11.42亿元调至5.80/8.52/11.95亿元；EPS由0.66/0.98/1.34元调整至0.68/1.00/1.41元，对应2023年1月12日28.25元/股收盘价的PE分别为41/28/20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减速机销量增速不及预期，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	6,762	8,568	11,137
YoY (%)	13.2%	47.1%	25.4%	26.7%	30.0%
归母净利润(百万元)	51	326	580	852	1,195
YoY (%)	-34.6%	537.0%	77.6%	47.0%	40.3%
毛利率 (%)	17.4%	19.5%	20.8%	21.6%	22.4%
每股收益 (元)	0.08	0.46	0.68	1.00	1.41
ROE	1.4%	6.7%	7.9%	10.4%	12.7%
市盈率	353.13	61.41	41.44	28.20	20.10

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	6,762	8,568	11,137	净利润	354	596	876	1,230
YoY (%)	47.1%	25.4%	26.7%	30.0%	折旧和摊销	459	521	594	588
营业成本	4,338	5,352	6,717	8,643	营运资金变动	-214	-235	-463	-702
营业税金及附加	33	36	45	59	经营活动现金流	794	1,034	1,168	1,302
销售费用	70	61	79	100	资本开支	-1,016	-783	-1,024	-229
管理费用	229	281	346	440	投资	-12	0	0	0
财务费用	124	73	31	30	投资活动现金流	-1,024	-781	-1,022	-229
研发费用	214	264	334	434	股权募资	58	1,963	0	0
资产减值损失	-37	-51	-56	-74	债务募资	355	0	0	0
投资收益	-4	1	2	0	筹资活动现金流	250	1,834	-82	-82
营业利润	377	682	1,007	1,418	现金净流量	4	2,087	63	991
营业外收支	2	0	0	0	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	379	682	1,007	1,418	成长能力 (%)				
所得税	25	85	131	189	营业收入增长率	47.1%	25.4%	26.7%	30.0%
净利润	354	596	876	1,230	净利润增长率	537.0%	77.6%	47.0%	40.3%
归属于母公司净利润	326	580	852	1,195	盈利能力 (%)				
YoY (%)	537.0%	77.6%	47.0%	40.3%	毛利率	19.5%	20.8%	21.6%	22.4%
每股收益	0.46	0.68	1.00	1.41	净利率	6.1%	8.6%	9.9%	10.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	3.3%	4.6%	6.0%	7.4%
货币资金	463	2,550	2,613	3,604	净资产收益率 ROE	6.7%	7.9%	10.4%	12.7%
预付款项	105	161	202	259	偿债能力 (%)				
存货	1,531	1,689	2,234	2,678	流动比率	0.95	1.46	1.49	1.70
其他流动资产	1,662	2,014	2,467	3,307	速动比率	0.51	1.03	0.99	1.18
流动资产合计	3,761	6,414	7,516	9,847	现金比率	0.12	0.58	0.52	0.62
长期股权投资	102	102	102	102	资产负债率	49.2%	41.1%	41.3%	40.8%
固定资产	4,425	4,593	5,023	4,664	经营效率 (%)				
无形资产	259	267	270	273	总资产周转率	0.59	0.60	0.63	0.73
非流动资产合计	6,062	6,324	6,754	6,395	每股指标 (元)				
资产合计	9,823	12,737	14,270	16,242	每股收益	0.46	0.68	1.00	1.41
短期借款	1,892	1,892	1,892	1,892	每股净资产	6.27	8.67	9.67	11.07
应付账款及票据	1,480	1,744	2,302	2,904	每股经营现金流	1.02	1.22	1.37	1.53
其他流动负债	607	745	843	984	每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,979	4,381	5,037	5,779	估值分析				
长期借款	524	524	524	524	PE	61.41	41.44	28.20	20.10
其他长期负债	328	328	328	328	PB	4.40	3.26	2.92	2.55
非流动负债合计	852	852	852	852					
负债合计	4,831	5,232	5,889	6,631					
股本	778	850	850	850					
少数股东权益	119	135	160	194					
股东权益合计	4,993	7,505	8,382	9,611					
负债和股东权益合计	9,823	12,737	14,270	16,242					

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。