

投资评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

曹子杰 汽车行业研究助理

联系电话: 13522702936

邮箱: caozijie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

双环传动: Q3 业绩维持高增长, 拟拆分环动科技上市

2023年10月11日

事件: 公司于9月28日发布公告, 2023年Q1-Q3实现归母净利润5.8-6.0亿元, 同比增长41%-46%, 其中Q3实现归母净利润2.1-2.3亿元, 同比增长32%-45%; 于9月26日发布公告, 拟筹划子公司环动科技分拆上市事宜, 本次拟筹划的分拆上市事项不会导致公司丧失对环动科技的控制权。

点评:

- **Q3 业绩维持高增长。** 公司预计2023年Q1-Q3实现归母净利润5.8-6.0亿元, 以中枢5.9亿元计, 同比+44%; Q3归母净利润2.1-2.3亿元, 以中枢2.2亿元计, 同比+39%。业绩增长主要系: 1) 重型卡车自动变速箱齿轮、乘用车齿轮等业务上呈现良好增长态势; 2) 公司持续推动内部降本增效、自主创新等工作, 有效提升制造能力, 降低单位成本, 推动公司业绩稳步增长。
- **环动科技为公司机器人业务平台, 自成立以来发展迅速。** 环动科技成立于2020年, 环动科技系公司下属主要从事机器人关节精密减速器的研发、设计、生产和销售的国家高新技术企业, 为客户提供覆盖3-1000KG负载机器人所需的高精密减速器整体方案, 产品主要包括RV减速器、谐波减速器等, 产品广泛应用于工业机器人、协作机器人、多足机器人、工业自动化等高端制造领域。2022年实现收入1.77亿元。
- **环动科技已完成两轮融资, 引入管理团队和投资机构。** 2021年8月18日, 管理层吴长鸿、张靖、员工持股平台对环动科技增资, 增资完成后公司对环动科技的持股比例由100%下降至70.18%; 2023年1月13日, 国家制造业基金、先进制造业基金等7家投资机构对环动科技增资, 增资完成后公司对环动科技的持股比例下降至61.29%。
- **我们认为:** 1) 机器人减速器行业处于高速发展阶段, 拆分上市有助于拓宽融资渠道, 提供更多资金支持环动科技发展; 2) 有助于通过员工持股平台激励经营管理研发团队, 更好地提高员工积极性; 3) 公司持股比例较高, 本次分拆不会丧失对环动科技的控制权, 对业绩影响可控。
- **盈利预测:** 公司主营业务为精密齿轮, 应用于汽车、机器人、智能家居等领域, 有望持续受益于下游高景气度。我们预计公司2023-2025年归母净利润为7.48、10.23、13.02亿元, 对应PE分别为32、23、18倍。
- **风险因素:** 原材料价格波动、产能释放不及预期、客户开拓不及预期、收购标的整合不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,391	6,838	7,970	9,645	11,369
增长率 YoY	47.1%	26.8%	16.6%	21.0%	17.9%
归属母公司净利润 (百万元)	326	582	748	1,023	1,302
增长率 YoY	537.0%	78.4%	28.6%	36.7%	27.2%
毛利率	19.5%	21.1%	21.4%	22.1%	22.7%
净资产收益率 ROE	6.7%	7.9%	9.3%	11.5%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.68	0.88	1.20	1.53
市盈率 P/E(倍)	72.66	40.73	31.68	23.17	18.21
市净率 P/B(倍)	4.86	3.23	2.96	2.66	2.35

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 11 日收盘价

财务模型

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,761	5,646	5,742	6,811	7,567	营业总收入	5,391	6,838	7,970	9,645	11,369
货币资金	463	1,605	1,555	1,592	2,312	营业成本	4,338	5,397	6,265	7,517	8,790
应收票据	12	10	16	15	21	营业税金及附加	33	33	43	51	60
应收账款	1,289	1,750	1,792	2,227	2,195	销售费用	70	69	76	89	102
预付账款	105	139	161	194	226	管理费用	229	304	315	371	426
存货	1,531	1,823	1,811	2,325	2,274	研发费用	214	298	343	410	478
其他	361	319	407	459	539	财务费用	124	71	87	88	87
非流动资产	6,062	7,249	7,899	8,533	9,090	减值损失合计	-37	-42	-20	-20	-20
长期股权投资	102	19	19	19	19	投资净收益	-4	0	-1	-2	-1
固定资产(合计)	4,425	5,134	6,165	6,934	7,493	其他	37	-2	60	64	73
无形资产	259	416	503	603	708	营业利润	377	623	881	1,160	1,478
其他	1,276	1,681	1,213	977	870	营业外收支	2	-4	0	0	0
资产总计	9,823	12,895	13,641	15,344	16,657	利润总额	379	619	881	1,160	1,478
流动负债	3,979	3,843	3,835	4,563	4,631	所得税	25	33	49	66	83
短期借款	1,892	1,035	1,035	1,035	1,035	净利润	354	586	832	1,095	1,395
应付票据	438	613	567	769	745	少数股东损益	28	4	83	71	94
应付账款	1,042	1,268	1,308	1,699	1,719	归属母公司净利润	326	582	748	1,023	1,302
其他	607	927	925	1,059	1,132	EBITDA	966	1,289	1,732	2,128	2,552
非流动负债	852	1,569	1,569	1,569	1,569	EPS(当年)(元)	0.46	0.73	0.88	1.20	1.53
长期借款	524	1,143	1,143	1,143	1,143						
其他	328	426	426	426	426						
负债合计	4,831	5,411	5,403	6,131	6,200						
少数股东权益	119	134	217	289	382						
归属母公司股东权益	4,874	7,350	8,020	8,924	10,075						
负债和股东权益	9,823	12,895	13,641	15,344	16,657						

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	794	1,217	1,533	1,762	2,505
净利润	354	586	832	1,095	1,395
折旧摊销	459	568	726	835	936
财务费用	130	87	111	111	111
投资损失	-5	-5	1	2	1
营运资金变动	-214	-142	-174	-324	12
其它	70	124	37	43	49
投资活动现金流	-1,024	-1,577	-1,394	-1,494	-1,524
资本支出	-1,016	-1,596	-1,393	-1,492	-1,523
长期投资	-12	3	0	0	0
其他	4	16	-1	-2	-1
筹资活动现金流	250	1,457	-189	-231	-261
吸收投资	58	2,002	3	0	0
借款	2,610	3,270	0	0	0
支付利息或股息	-142	-193	-191	-231	-261
现金净增加额	4	1,107	-50	37	720

重要财务指标					
单位: 百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,391	6,838	7,970	9,645	11,369
同比(%)	47.1%	26.8%	16.6%	21.0%	17.9%
归属母公司净利润	326	582	748	1,023	1,302
同比(%)	537.0%	78.4%	28.6%	36.7%	27.2%
毛利率(%)	19.5%	21.1%	21.4%	22.1%	22.7%
ROE(%)	6.7%	7.9%	9.3%	11.5%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.68	0.88	1.20	1.53
P/E	72.66	40.73	31.68	23.17	18.21
P/B	4.86	3.23	2.96	2.66	2.35
EV/EBITDA	24.58	17.62	14.34	11.65	9.43

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖长安汽车、线控底盘、一体压铸、两轮车、座椅等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。