

2023年11月12日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

轻装待发再启航，三维成长续新章

—双林股份（300100.SZ）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

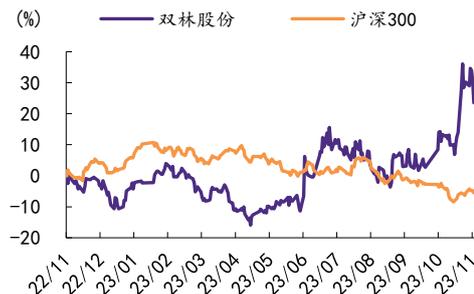
分析师：林子健 S1050523090001
linzj@cfsc.com.cn

基本数据

2023-11-10

当前股价(元)	10.05
总市值(亿元)	40
总股本(百万股)	402
流通股本(百万股)	387
52周价格范围(元)	6.85-11.09
日均成交额(百万元)	76.38

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

二十载座椅零部件龙头，轻装待发续新章

聚焦座椅零部件二十载，多元收购寻增长。双林股份成立于2000年，最早专注于汽车座椅零部件（包括水平驱动器、电动座椅电位器等）及汽车精密注塑件与模具产品。2014年，公司收购湖北新火炬，发展轮毂轴承业务；2015年，收购DSI变速箱公司和德洋电子公司，进军变速箱与新能源车电机业务。2007-2016年，公司营收规模从3.4亿元增长到33.0亿元，净利润从0.42亿增长到3.54亿，实现营收+利润约十年十倍的辉煌业绩。

大幅计提资产减值，聚焦优质业务轻装再发。2019年开始，公司遇宏观经济波动影响，对变速箱等业务资产减值计提10.0亿元。2022年，对山东帝胜变速器业务进行资产减值0.73亿元，若不考虑2022年0.73亿元资产减值对净利的拖累，2019年-2022年公司实现营收分别43.0/35.8/36.8/41.9亿元，YoY分别为-22.6%/-16.9%/3.0%/13.7%；期间实现净利润分别为-9.6/0.86/1.25/1.49亿元，YoY分别为-712.7%/108.9%/46.1%/19.2%，缓慢恢复增长。截止到2022年，公司主业内外饰部件（内含座椅零部件）、轮毂轴承、新能源电机分别实现营收22.1/15.7/3.0亿元，占总营收比为52.7%/37.6%/7.2%。目前公司充分计提、剥离不良资产，聚焦优质资产，未来有望从三个维度开启新一轮的增长。

维度一：座椅智能化抬高单车价值量，公司绑定优质客户有望持续成长

座椅电机作为座椅重要的零部件，对汽车座椅的调节起重要作用。在座椅智能化趋势浪潮下，单个座椅为了实现更为灵活、舒适的调节要求，需要配备的座椅电机逐渐增加，从最早的水平座椅电机，增加到调角电机、前台高电机、后抬高电机等，单车价值量从60元增加到最多360元左右。根据QYResearch研究，2019年全球座椅电机市场规模83.1亿，未来随着电动座椅的渗透率持续提高，座椅电机的市场规模有望持续增长，2023-2026座椅电机销量CAGR预计达6.2%。

公司聚焦汽车座椅调节，自2000年就开展了座椅水平驱动器的立项研发工作，是国内自主研发该产品最早的民营企业。经过20多年的技术沉淀与客户积累，公司产品从座椅水平驱动器延伸到了水平滑轨电机、抬高电机、靠背调角电机等，主要供货佛吉亚、李尔、安道拓等多家国内外知名企业，产品配套包括某北美新能源头部汽车品牌、比亚迪、长

安、吉利、长城、广汽、奇瑞、通用、日产、小鹏、理想、蔚来等终端车企，处于行业领先地位。

■ 维度二：电驱系统集成化、扁线化趋势显著，公司三合一电桥、扁线电机产能持续爬坡

随着新能源汽车对轻量化、小体积、低成本的需求不断提高，新能源车电驱系统近年不断向多合一集成化、扁线化等方向发展，以实现降本提效。**电控系统方面**，多合一系统可以减少动力总成的空间需求和成本。**电机方面**，相比于传统的圆线电机，扁线电机凭借其小型化、高功率密度的优势，渗透率有望不断提升。跟据 NE 时代数据，2020-2022 年，新能源汽车用电机装机量规模从 141.5 万台/年增至 870.4 万台/年，期间 CAGR 达 148%，未来随着新能源车渗透率提升，装机规模有望持续高增。

公司于 2015 年开始专注于电驱动系统研发，目前已有 155 电机平台产能 50 万套，同时正在积极布局 180 扁线电机平台和三合一电桥平台，目前已经完成扁线电机及三合一产品平台开发；公司电驱动业务目前已经中标五菱、奇瑞、长安、一汽奔腾、山东鸿日等客户项目，其中奇瑞、一汽奔腾的项目已分别于 2023 年 2 月、4 月实现量产，未来两到三年产能有望持续增长。

■ 维度三：前装升级+存量翻新驱动轮毂行业扩容，公司技术领先绑定客户共成长

中国轮毂市场规模测算约 376 亿元，公司国产替代优势明显。**前装市场方面**，基于轮毂的安全属性与技术门槛，产品升级趋势明显，从最早的第一代到目前第三代轮毂产品，单车价值量从 120 元提升到 700 元，测算规模约 115 亿元。**存量市场方面**，轮毂具备消耗品属性，平均使用周期 5 年即需更换，测算规模约 261 亿元。向未来看，前装市场的迭代升级叠加存量市场的不断扩容，轮毂市场规模有望持续高增。

轮毂轴承行业壁垒较高，子公司湖北新火炬为为轮毂产业领军企业。全球汽车轮毂轴承主要制造商以外国企业为主，包括 NTN、NSK、舍弗勒、SKF、日进、捷太格特等，CR5 约 60%，竞争格局较好。目前，公司汽车轮毂轴承合作国内主机厂客户包括长城、一汽、长安等；同时，公司轮毂轴承产品已为比亚迪、吉利、赛力斯、长城、长安、一汽奔腾等新能源车型供货。其中，公司在 2022 年已取得蔚来阿尔卑斯 DOM 项目及黄火虫项目定点，该项目预计将于 2024 年量产。公司产品已直接或间接供货给问界 M5、M7 车型，新能源订单充沛有利于公司市场份额进一步抬升。

■ 盈利预测

我们预测 2023-2025 年公司收入分别为 43.83/50.23/56.32

亿元，YoY 分别为 4.7%/14.6%/12.1%；归母净利分别为 1.47/2.22/3.10 亿元，YoY 分别为 96.0%/50.9%/39.3%；当前股价对应 PE 分别为 27.4/18.2/13.1 倍，考虑到公司未来在座椅智能控制系统、电驱动系统、汽车轮毂轴承三个维度的增长趋势，我们给与“买入”投资评级。

■ 风险提示

(1) 下游行业景气度不及预期风险；(2) 公司投产进度不及预期风险；(3) 核心大客户出货量不及预期风险；

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	4,185	4,383	5,023	5,632
增长率 (%)	13.7%	4.7%	14.6%	12.1%
归母净利润 (百万元)	75	147	222	310
增长率 (%)	-41.7%	96.0%	50.9%	39.3%
摊薄每股收益 (元)	0.19	0.37	0.55	0.77
ROE (%)	3.6%	6.8%	9.8%	12.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	440	114	140	141
应收款	1,117	1,206	1,341	1,504
存货	957	1,017	1,134	1,258
其他流动资产	797	833	951	1,063
流动资产合计	3,312	3,171	3,566	3,965
非流动资产:				
金融类资产	27	27	27	27
固定资产	1,725	1,639	1,561	1,479
在建工程	96	104	72	51
无形资产	426	404	383	363
长期股权投资	0	400	500	600
其他非流动资产	136	136	136	136
非流动资产合计	2,383	2,682	2,652	2,628
资产总计	5,694	5,853	6,218	6,593
流动负债:				
短期借款	956	956	956	956
应付账款、票据	1,865	1,962	2,232	2,476
其他流动负债	312	312	312	312
流动负债合计	3,162	3,261	3,535	3,783
非流动负债:				
长期借款	161	161	161	161
其他非流动负债	254	254	254	254
非流动负债合计	416	416	416	416
负债合计	3,578	3,677	3,951	4,198
所有者权益				
股本	402	402	402	402
股东权益	2,116	2,176	2,267	2,394
负债和所有者权益	5,694	5,853	6,218	6,593

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	76	149	224	313
少数股东权益	1	1	2	3
折旧摊销	319	136	129	123
公允价值变动	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	53	-87	-95	-151
经营活动现金净流量	443	194	255	283
投资活动现金净流量	-208	-321	9	4
筹资活动现金净流量	-561	-88	-133	-186
现金流量净额	-326	-215	131	101

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,185	4,383	5,023	5,632
营业成本	3,472	3,616	4,112	4,561
营业税金及附加	35	37	42	47
销售费用	48	53	60	68
管理费用	265	263	276	282
财务费用	41	45	45	45
研发费用	185	175	201	225
费用合计	539	536	583	620
资产减值损失	-11	-15	-9	-12
公允价值变动	-5	-5	-5	-5
投资收益	10	10	10	10
营业利润	101	183	275	384
加: 营业外收入	1	0	0	0
减: 营业外支出	9	0	0	0
利润总额	93	183	275	384
所得税费用	17	34	51	71
净利润	76	149	224	313
少数股东损益	1	1	2	3
归母净利润	75	147	222	310

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	13.7%	4.7%	14.6%	12.1%
归母净利润增长率	-41.7%	96.0%	50.9%	39.3%
盈利能力				
毛利率	17.0%	17.5%	18.1%	19.0%
四项费用/营收	12.9%	12.2%	11.6%	11.0%
净利率	1.8%	3.4%	4.5%	5.6%
ROE	3.6%	6.8%	9.8%	12.9%
偿债能力				
资产负债率	62.8%	62.8%	63.5%	63.7%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	3.7	3.6	3.7	3.7
存货周转率	3.6	3.6	3.7	3.7
每股数据(元/股)				
EPS	0.19	0.37	0.55	0.77
P/E	53.76	27.44	18.18	13.1
P/S	1.0	0.9	0.8	0.7
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7

■ 汽车组介绍

林子健：厦门大学硕士，自动化/世界经济专业，CPA，6年汽车行业研究经验。曾任职于华福证券研究所，担任汽车行业分析师。2023年加入华鑫证券研究所，担任汽车行业首席分析师。兼具买方和卖方行业研究经验，立足产业，做深入且前瞻的研究，擅长自下而上挖掘个股。深度覆盖特斯拉产业链/一体化压铸等细分领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。