



## 买入（维持）

所属行业：汽车/汽车零部件  
当前价格(元)：20.60

### 证券分析师

陆强易

资格编号：S0120523110001

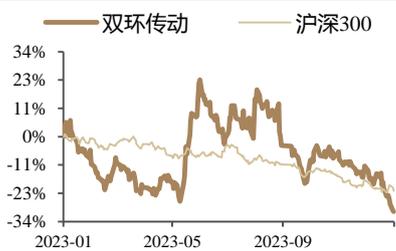
邮箱：luqy3@tebon.com.cn

### 研究助理

完颜尚文

邮箱：wanyansw@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-21.53	-25.78	-23.61
相对涨幅(%)	-16.11	-18.81	-14.16

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《三环传动：向外开疆拓土，向内日益精进，齿轮龙头砥砺前行》，2023.10.29
- 《三环传动：十年磨一剑，今日把酒》，2023.9.26
- 《三环传动：平台型机械传动专家，高精度减速器十年铸剑》，2023.9.5

# 三环传动：业绩符合预期，海外业务+民生齿轮有望贡献新增量

## 投资要点

- 事件：**公司披露2023年年度业绩预告，2023年归母净利润为8.00-8.20亿元，同比+37.44%-40.87%；扣非后归母净利润为7.55-7.75亿元，同比+33.16%-36.68%；基本每股收益为0.94-0.96元/股，去年同期为0.73元/股。分季度看，2023年Q4归母净利润为2.11-2.31亿元，同比+22.01%-33.60%，环比-4.65%-4.40%；扣非后归母净利润为2.05-2.25亿元，同比+8.93%-19.55%，环比-1.89%-7.68%。
- 2023年业绩符合预期，商用车自动变速箱+乘用车齿轮业务贡献增量。**2023年，公司商用车自动变速箱齿轮业务、乘用车齿轮业务等均呈现良好增长态势：1)商用车。与手动变速箱齿轮相比，商用车自动变速箱齿轮在产品精度、产品结构及装配结构等方面发生较大变化，对齿轮要求大幅提升。公司已前瞻布局商用车自动变速器齿轮产能，国内商用车自动变速箱渗透率持续提升，驱动公司商用车齿轮业务快速增长；2)乘用车。2023年1-12月，新能源乘用车渗透率快速提升，由25.71%上升至39.97%。公司拥有众多新能源汽车产业链标杆客户，受益于下游高景气度。
- 海外业务快速推进，匈牙利工厂产能即将进入释放期。**2023年7月，公司公告将进行匈牙利生产基地投资建设，生产新能源汽车齿轮传动部件。2024-2025年，公司将结合下游需求分阶段逐步建设匈牙利生产基地，根据已有订单和产能建设情况逐步释放产能。公司正在积极快速推进海外业务，与海外客户保持密切交流。
- 强力赋能三多乐业务拓展，民生齿轮业务有望成为新增长极。**公司于2022年7月开始并表三多乐，在汽车领域，三多乐能够覆盖电动尾门、智能灯调节、座椅调节等产品，与公司形成良好协同。同时，子公司环驱科技于2023年上半年开始支持三多乐业务拓展，目前扫地机领域已形成突破，客户端份额大幅提升。2023年上半年，三多乐已实现扭亏为盈。公司在民生齿轮存量市场中竞争力愈加凸显，瞄准下游高端品牌高举高打，有望成为新增长极。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润为8.17、9.95、12.36亿元，对应PE为22、18、14倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**商用车AMT渗透率提升不及预期、乘用车行业景气度不及预期、三多乐业务拓展进程不及预期。

### 股票数据

总股本(百万股)：	852.90
流通A股(百万股)：	757.25
52周内股价区间(元)：	20.60-36.30
总市值(百万元)：	17,569.69
总资产(百万元)：	13,209.22
每股净资产(元)：	8.97

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,391	6,838	8,319	9,211	10,476
(+/-)YOY(%)	47.1%	26.8%	21.7%	10.7%	13.7%
净利润(百万元)	326	582	817	995	1,236
(+/-)YOY(%)	537.0%	78.4%	40.4%	21.8%	24.2%
全面摊薄EPS(元)	0.38	0.68	0.96	1.17	1.45
毛利率(%)	19.5%	21.1%	21.6%	22.3%	23.0%
净资产收益率(%)	6.7%	7.9%	9.9%	10.8%	11.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.96	1.17	1.45
每股净资产	8.64	9.66	10.77	12.22
每股经营现金流	1.43	1.32	1.87	2.07
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	34.86	21.51	17.65	14.21
P/B	2.94	2.13	1.91	1.69
P/S	2.56	2.11	1.91	1.68
EV/EBITDA	17.62	12.72	10.91	9.10
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.1%	21.6%	22.3%	23.0%
净利润率	8.6%	10.1%	11.1%	12.1%
净资产收益率	7.9%	9.9%	10.8%	11.9%
资产回报率	4.5%	5.7%	6.4%	7.2%
投资回报率	6.7%	8.3%	9.1%	10.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	26.8%	21.7%	10.7%	13.7%
EBIT 增长率	42.0%	33.8%	19.9%	23.2%
净利润增长率	78.4%	40.4%	21.8%	24.2%
偿债能力指标				
资产负债率	42.0%	41.2%	39.8%	38.2%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.9
现金比率	0.4	0.3	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	80.0	82.4	84.9	83.7
存货周转天数	111.9	110.9	114.9	112.6
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.4	1.5	1.4	1.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	582	817	995	1,236
少数股东损益	4	26	23	32
非现金支出	638	589	638	693
非经营收益	135	144	136	139
营运资金变动	-142	-447	-196	-331
经营活动现金流	1,217	1,128	1,596	1,769
资产	-1,596	-1,511	-1,588	-1,567
投资	3	-0	-1	-2
其他	16	-1	-2	-2
投资活动现金流	-1,577	-1,513	-1,590	-1,570
债权募资	-254	-54	0	0
股权募资	2,002	137	-50	0
其他	-291	-78	-103	-103
融资活动现金流	1,457	5	-153	-103
现金净流量	1,107	-376	-147	96

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 30 日  
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,838	8,319	9,211	10,476
营业成本	5,397	6,519	7,159	8,068
毛利率%	21.1%	21.6%	22.3%	23.0%
营业税金及附加	33	43	47	54
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	69	79	88	94
营业费用率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	304	317	350	388
管理费用率%	4.4%	3.8%	3.8%	3.7%
研发费用	298	375	411	469
研发费用率%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
EBIT	721	965	1,157	1,425
财务费用	71	71	78	81
财务费用率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-42	-40	-27	-18
投资收益	0	-2	-2	-2
营业利润	623	896	1,081	1,347
营业外收支	-4	-2	-3	-2
利润总额	619	894	1,078	1,344
EBITDA	1,289	1,490	1,752	2,090
所得税	33	51	60	76
有效所得税率%	5.3%	5.7%	5.6%	5.6%
少数股东损益	4	26	23	32
归属母公司所有者净利润	582	817	995	1,236

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,605	1,229	1,082	1,178
应收账款及应收票据	1,760	2,073	2,299	2,603
存货	1,823	2,195	2,375	2,672
其它流动资产	458	575	617	697
流动资产合计	5,646	6,072	6,374	7,150
长期股权投资	19	19	20	21
固定资产	5,134	5,987	6,784	7,511
在建工程	1,410	1,404	1,440	1,458
无形资产	416	529	657	780
非流动资产合计	7,249	8,222	9,184	10,054
资产总计	12,895	14,294	15,557	17,204
短期借款	1,035	1,035	1,035	1,035
应付票据及应付账款	1,881	2,256	2,484	2,797
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	927	919	986	1,051
流动负债合计	3,843	4,210	4,505	4,883
长期借款	1,143	1,143	1,143	1,143
其它长期负债	426	541	541	541
非流动负债合计	1,569	1,684	1,684	1,684
负债总计	5,411	5,894	6,189	6,567
实收资本	850	853	853	853
普通股股东权益	7,350	8,240	9,186	10,422
少数股东权益	134	160	183	215
负债和所有者权益合计	12,895	14,294	15,557	17,204

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陆强易：德邦证券研究所人形机器人&制造中小盘组分析师。华中科技大学金融学本科，中央财经大学金融学硕士，3年国家信息中心经济咨询中心高级分析师经验，主要从事新能源汽车市场咨询工作，2年东北证券汽车高级研究员经验，主要覆盖汽车电子和重卡。

完颜尚文：德邦证券研究所人形机器人&制造中小盘助理研究员。南京大学工学学士、金融硕士，中国注册会计师协会会员（非执业）。曾就职于中投公司，参与多个非公开市场基金、跟投项目的投资立项、尽职调查与风险管理工作。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
	2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入
增持			相对强于市场表现 5%~20%；
中性			相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持			相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。