

研究所：
 证券分析师：戴畅 S0350523120004
 daic@ghzq.com.cn
 证券分析师：王璟 S0350523120006
 wangj15@ghzq.com.cn
 联系人：吴铭杰 S0350124030004
 wumj@ghzq.com.cn

2023 年归母净利润同比+40%，成长空间广阔

——双环传动（002472）2023 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
双环传动	-13.3%	-12.2%	-11.5%
沪深 300	-0.6%	8.2%	-13.3%

市场数据

市场数据	2024/04/15
当前价格(元)	21.64
52 周价格区间(元)	18.09-37.53
总市值(百万)	18,468.40
流通市值(百万)	16,396.05
总股本(万股)	85,343.79
流通股本(万股)	75,767.31
日均成交额(百万)	326.07
近一月换手(%)	2.09

事件：

2024 年 4 月 11 日，双环传动发布 2023 年年报：2023 年公司实现营收 80.74 亿元，同比+18.1%；归母净利润 8.16 亿元，同比+40.3%；扣非后归母净利润 8.03 亿元，同比+41.6%，其中 2023Q4 实现营收 22.02 亿元，同比+9.4%；归母净利润 2.27 亿元，同比+31.5%；扣非后归母净利润 2.53 亿元，同比+34.5%。

投资要点：

- 2023 年营收实现较快增长，“乘用车齿轮+商用车齿轮”双轮驱动。** 2023 年公司实现营收 80.74 亿元，同比+18.1%，实现较快增长，主要系 2023 年公司重型卡车自动变速箱齿轮业务、新能源汽车齿轮业务等均呈现良好增长态势。分业务来看，2023 年公司乘用车齿轮业务实现营收 42.2 亿元，同比+15.7%；工程机械齿轮业务实现营收 6.5 亿元，同比-12%；商用车齿轮业务实现营收 8.8 亿元，同比+71.3%。
- 2023 年归母净利润同比+40.3%，盈利能力显著提升。** 2023 年公司归母净利润 8.16 亿元，同比+40.3%。从公司盈利能力来看，2023 年公司实现毛利率 22.24%（同比+1.17pct），净利率 10.33%（同比+1.76pct），期间费用率 10.27%（同比-0.58pct），主要系 2023 年公司持续推动的内部降本增效、自主创新等工作，有效地提升了制造能力，降低了单位成本，毛利率和期间费用率均得到改善。
- “乘用车齿轮+民生齿轮+机器人减速机”齐发力，成长空间广阔。**
 - 1) 乘用车齿轮。**在乘用车领域，公司拥有全球领先电动车制造企业、比亚迪、广汽、通用、福特、蔚来、采埃孚、日电产、舍弗勒、汇川、博格华纳等汽车产业链标杆客户，未来乘用车业务有望伴随优质客户快速增长。
 - 2) 民生齿轮。**公司积极投入注塑和相关复合材料齿轮及小总成的研发，相继在智能家居、车载部品等领域的市场份额获得增长，其中扫地机行业市占率增长较快，预计未来民生齿轮将助力公司实现稳定而持续的业绩增长。
 - 3) 机器人减速机。**公司子公司环动科技凭借自身机器人精密减速机的研发能力和批量交付能力，在国内 RV 减速机的市场占有率持续提升，此外公司已经实现谐

波减速机成功供货，产品矩阵不断完善。

- **盈利预测和投资评级** 考虑到公司乘用车齿轮、民生齿轮、机器人减速机业务三大业务未来均有望保持较快增长，我们预计公司2024-2026年实现营业总收入102.46、124.81、143.59亿元，同比增速为27%、22%、15%；实现归母净利润10.19、12.53、14.79亿元，同比增速为25%、23%、18%；EPS为1.19、1.47、1.73元，对应当前股价的PE估值分别为18、15、12倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示** 原材料价格持续上涨；销量不及预期；新客户拓展不及预期；新工厂产能爬坡不及预期；海外市场拓展不及预期；新品研发进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8074	10246	12481	14359
增长率(%)	18	27	22	15
归母净利润（百万元）	816	1019	1253	1479
增长率(%)	40	25	23	18
摊薄每股收益（元）	0.96	1.19	1.47	1.73
ROE(%)	10	12	13	13
P/E	26.82	18.13	14.73	12.49
P/B	2.79	2.12	1.88	1.66
P/S	2.75	1.80	1.48	1.29
EV/EBITDA	13.70	9.90	8.22	7.02

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：双环传动盈利预测表

证券代码:	002472				股价:	21.64				投资评级: 增持 (首次覆盖)	日期:	2024/04/15			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E						
盈利能力					每股指标										
ROE	10%	12%	13%	13%	EPS	0.97	1.19	1.47	1.73						
毛利率	22%	22%	22%	22%	BVPS	9.33	10.21	11.50	13.02						
期间费率	6%	6%	6%	6%	估值										
销售净利率	10%	10%	10%	10%	P/E	26.82	18.13	14.73	12.49						
成长能力					P/B	2.79	2.12	1.88	1.66						
收入增长率	18%	27%	22%	15%	P/S	2.75	1.80	1.48	1.29						
利润增长率	40%	25%	23%	18%											
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E						
总资产周转率	0.62	0.75	0.84	0.88	营业收入	8074	10246	12481	14359						
应收账款周转率	4.29	4.49	4.39	4.27	营业成本	6278	7979	9714	11146						
存货周转率	3.44	3.95	3.95	3.85	营业税金及附加	47	61	75	86						
偿债能力					销售费用	81	102	125	144						
资产负债率	37%	36%	34%	32%	管理费用	329	410	487	546						
流动比	1.41	1.58	1.81	2.03	财务费用	35	61	87	115						
速动比	0.89	0.98	1.11	1.26	其他费用/(-收入)	384	492	599	689						
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	944	1184	1439	1679						
现金及现金等价物	993	900	985	1240	营业外净收支	-12	-5	-5	-5						
应收款项	2020	2558	3150	3600	利润总额	932	1179	1434	1674						
存货净额	1824	2216	2698	3096	所得税费用	98	118	115	100						
其他流动资产	487	664	781	907	净利润	834	1061	1319	1573						
流动资产合计	5324	6338	7615	8843	少数股东损益	18	42	66	94						
固定资产	5278	5428	5729	6287	归属于母公司净利润	816	1019	1253	1479						
在建工程	1838	1638	1388	1088	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E						
无形资产及其他	707	750	796	842	经营活动现金流	1572	1012	1274	1769						
长期股权投资	24	29	34	39	净利润	816	1019	1253	1479						
资产总计	13171	14184	15561	17100	少数股东损益	18	42	66	94						
短期借款	878	828	778	728	折旧摊销	681	716	819	907						
应付款项	2028	2216	2294	2384	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-83	-836	-934	-779						
其他流动负债	879	962	1142	1247	投资活动现金流	-1302	-735	-940	-1237						
流动负债合计	3785	4006	4213	4358	资本支出	-1203	-710	-914	-1210						
长期借款及应付债券	576	576	576	576	长期投资	-99	-7	-4	-4						
其他长期负债	473	473	473	473	其他	0	-17	-21	-23						
长期负债合计	1049	1049	1049	1049	筹资活动现金流	-898	-375	-249	-277						
负债合计	4833	5054	5262	5407	债务融资	-769	-50	-50	-50						
股本	853	853	853	853	权益融资	421	-155	0	0						
股东权益	8338	9130	10299	11693	其它	-549	-170	-199	-227						
负债和股东权益总计	13171	14184	15561	17100	现金净增加额	-623	-93	85	254						

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王璟，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

吴铭杰，汽车行业研究助理，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

【分析师承诺】

戴畅，王璟，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。