

2024年06月16日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

公司出台股权激励方案，困境反转趋势确立

—双林股份（300100.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：林子健 S1050523090001
linzj@cfsc.com.cn
联系人：谢孟津 S1050123110012
xiemj@cfsc.com.cn

基本数据

2024-06-14

当前股价（元）	10.44
总市值（亿元）	42
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	387
52周价格范围（元）	5.75-11.25
日均成交额（百万元）	130.74

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《双林股份（300100）：二十载耕耘汽车零部件，轻装再启航续写新辉煌》2024-04-16
- 《双林股份（300100）：轻装待发再启航，三维成长续新篇章》2023-11-12

公司出台股权激励计划，2024-2027 每年度考核目标值要求净利润分别达到 2.5/2.9/3.3 亿元，较 2023 年净利润分别增长 219.9%/267.9%/323.1%。

双林股份发布 2023 年年报和 2024 年一季报：1) 2023 年实现收入 41.4 亿元，YoY-1.1%；扣非净利润 0.78 亿元，YoY+12.5%。2) 2024Q1 实现收入 10.6 亿元，YoY+19.6%；扣非净利润 0.73 亿元，YoY+157.0%。

投资要点

■ 战略上聚焦优质业务，轻装上阵

公司 2014 年开启多元化，通过外延并购先后进军轮毂轴承、变速箱和新能源电驱业务，逐步形成汽车内外饰及精密零部件、智能控制系统部件（主要为 HDM 和座椅电机等）、动力系统、轮毂轴承 4 大业务板块。考虑到产业趋势和竞争格局变化，战略上整合动力总成板块，逐步剥离变速箱业务，做精做强新能源电驱业务。通过 2018-2019 年和 2022-2023 年连续减值处理之后，变速箱业务大幅收缩。2023 年 9 月，180 扁线电机三合一电桥平台逐步实现量产，主要配套五菱缤果系列车型，当前月产量约 10000 台；210 平台电机正在开发中，预计 2025 年量产。

■ 动力总成业务整合逐见成效，轮毂轴承、HDM 稳健增长，一季度业绩困境反转

动力总成整合效果显现。受益于 180 扁线电机三合一平台逐步量产，公司新能源电驱动工厂端自 2023Q4 开始盈利。变速箱方面，已停止新的投资计划及新项目开发，已量产的项目后续根据客户订单量逐步 EOP。

2024 年一季度业绩困境反转。24Q1 公司实现收入 10.6 亿元，YoY+19.6%；扣非净利润 0.73 亿元，YoY+157.0%。拆分看：①24Q1 毛利率 21.0%，同比+1.5pct，主要系电驱业务规模上量；②期间费用率 12.6%，同比-3.0pct，大幅改善；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/6.7%/3.6%/0.8%，同比分别-0.1/-0.4/-1.5/-1.0pct，全面向好。

■ 轮毂轴承和 HDM 双轮驱动，筑牢成长基本盘

轮毂轴承单元是汽车重要安全件，前装市场进入门槛较高、后装市场增长势头强劲。轮毂轴承产品属于安全件，前装技术含量以及门槛较高，进入主机厂客户的供应商体系后可替代性较小。售后市场受到消费偏好、地域差异等因素的影响，企业呈现多元化发展趋势，以满足多品种、小批量订单的需求。我国汽车销量增长趋势放缓后，产业链价值逐渐向后端市场转移，轮毂轴承后装市场增长趋势强劲。目前高端轴承被几大国际品牌垄断，国内只有少数厂家具备自主研发能力，并规模化生产轮毂轴承单元产品，且产品集中在中低端市场。大多数生产厂家轮毂轴承单元业务主要依赖于出口业务，主力市场为北美和欧洲等地区的汽车售后市场。根据我们测算，2023 年中国汽车轮毂轴承单元市场为 408.8 亿元，2025 年市场规模为 488.4 亿元，CAGR 为 9.3%，预计到 2025 年前装/后市场规模分别为 143.0/345.4 亿元。

公司是轮毂轴承市场龙头，海外市场发力可期。截止 2023 年，公司轮毂轴承年产能 1,800 万套，主要客户包括比亚迪、蔚来、吉利、赛力斯、长城、长安、奇瑞、大众等头部主机厂，2023 年内公司已取得比亚迪，阿维塔，极氪，东风日产等新项目。2023 年公司轮毂轴承业务收入 12.0 亿元，对比雷迪克/斯菱股份/兆丰股份轮毂业务营收分别为 3.5/5.7/7.1 亿元，公司处于轮毂轴承市场龙头地位。海外市场方面，公司新火炬泰国工厂已布局 3 条高端轮毂轴承生产线，目前已具备量产的条件，已实现小批量产，量产后月产量预计达到 4.5 万套，主要客户包括 Autozone, AAP, NAPA, CRS, GRD 等海外售后市场客户。“出海”+“售后市场”双因素叠加，公司轮毂轴承业务盈利能力上升。

公司是国内少数具有 HDM 产品自主开发能力的企业，是国内最大的 HDM 供货商。座椅水平驱动器（HDM）是汽车座椅中重要的零部件，主要安装于汽车座椅底部的滑轨内，用于实现汽车电动座椅前后位置的自动调节，主要由精密蜗轮蜗杆齿轮和丝杆螺母螺纹等一系列零件组成，工艺壁垒较高，在强度、磨损、噪音消除等方面性能要求较高，行业内企业包括公司、亿迈、杭州新剑等。据公司公告，公司座椅水平驱动器产品 2018 年度全球市场占有率为 11.5%（排名第 2），国内市场占有率 27.7%（排名第 1）。精度方面，双林股份 HDM 产品的齿距、齿形、齿向在精度等级上与全球龙头 IMS 产品接近，基本属于同一档次产品。

双林股份 HDM 产品供货头部车企和 Tier 1 厂商，配合公司座椅电机产品进一步提升公司产品单车价值量。公司 HDM 产品主要供货包括佛吉亚、李尔、安道拓等多家国内外知名企业。2016 年公司从北美佛吉亚获取座椅驱动器业务，间接配套 Tesla Model 3/Y 项目，2017 年 6 月已开始批量生

产。同时，公司产品还配套比亚迪、长安、吉利、长城、广汽、奇瑞、通用、日产、小鹏、理想、蔚来、赛力斯等头部终端车企。座椅电机是汽车智能化座椅的核心部件，主要包括水平滑轨电机、抬高电机、靠背调角电机等，可以和 HDM 产品形成配套。目前公司座椅电机主要客户包括佛瑞亚、安道拓，以及浙江天成等座椅厂商，产品主要应用在长城哈弗、上汽、奇瑞等车型。2023 年下半年度，公司水平滑轨电机已通过佛瑞亚、安道拓和李尔等客户审核，配置在奇瑞、长安某新车型，目前已经逐步量产；丝杆抬高电机已通过浙江天成公司测试，将应用在上汽和东风某车型上，预计 2024 年内量产；侧抬高电机，也已在东风和比亚迪某车型新品匹配测试中。此外，公司将在 2024 年继续加大研发投入，开发头枕升降器、大扭矩行星抬高电机等产品。

■ 工艺和研发实力底蕴深厚，丝杠业务前景可期

轮毂轴承以及 HDM 与滚珠丝杠生产工艺有同源性，公司现有加工能力以及设备可拓展应用于丝杠加工。滚珠丝杠是由丝杠、螺母、换向装置和钢球组成的一种传动部件，它可将回转运动转化为直线运动，或者把转矩转变成轴向作用力，具有摩擦阻力小、传动效率高、轴向刚度高、互逆性好等优势。汽车用滚珠丝杠轴承单元系将滚珠丝杠的外套与单列球轴承的内圈融为一体，再将其与轴承外圈、钢球及保持架装成一体，形成一个小的总成单元，主要用于制动和转向领域。随着电动化和智能化深入推进，车用滚珠丝杠市场规模快速扩张。

新业务快速推进，公司丝杠产品有望年内投产。2023 年 7 月，公司对滚珠丝杠轴承单元项目进行立项，启动相关研发及制造工作，计划从 EHB 制动用滚珠丝杠轴承到 EMB 制动用滚珠丝杠、转向用滚珠丝杠轴承、机器人用滚柱丝杠产品逐步进行开发。目前公司已完成车用滚珠丝杠样件制造，预计 2024 年 12 月实现批量配套生产能力（EHB 制动用滚珠丝杠轴承）。在机器人滚柱丝杠方面，公司亦逐步推进，目前已完成内部研发立项。

■ 股权激励计划出台，彰显公司业绩成长信心十足

股权激励计划将管理层与公司核心利益深度绑定。1) 基本内容：本计划拟向激励对象授予的第二类限制性股票总量为 1,717.00 万股，约占本计划公告时公司总股本 4.28%，其中：首次授予 1,597.00 万股，占本计划拟授予权益总数的 93.01%，预留 120.00 万股，首次授予限制性股票的授予价格为每股 5.21 元。本计划的激励对象人员包括公司高管，以及 163 名核心管理人员及核心骨干。2) 考核目标：本激励计划首次授予的限制性股票的归属考核年度为 2024-2026 年三个会计年度，每年度考核目标值要求净利润分别达到 2.5/2.9/3.3 亿元，较 2023 年净利润分别增长

219.9%/267.9%/323.1%；考核目标触发值要求净利润分别达到 1.8/2.0/2.3 亿元，较 2023 年净利润分别增长 124.0%/157.6%/196.2%。**3) 摊销成本：**本激励计划授予的限制性股票在 2024-2027 年需摊销总成本预计分别为 0.27/0.38/0.15/0.04 亿元。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 47.7/52.5/56.7 亿元，EPS 分别为 0.75/0.99/1.21，当前股价对应 PE 分别为 13.9/10.6/8.6 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

下游行业景气度下降；公司投产进度不及预期；核心大客户出货量不及预期；股权激励计划目标不能实现的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	4,139	4,771	5,251	5,669
增长率（%）	-1.1%	15.3%	10.1%	8.0%
归母净利润（百万元）	81	302	395	486
增长率（%）	7.6%	273.5%	30.8%	23.1%
摊薄每股收益（元）	0.20	0.75	0.99	1.21
ROE（%）	3.7%	13.0%	15.9%	18.1%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	478	64	175	269
应收款	1,230	1,457	1,561	1,685
存货	1,024	1,169	1,252	1,336
其他流动资产	902	1,040	1,145	1,236
流动资产合计	3,634	3,730	4,132	4,526
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,620	1,541	1,469	1,393
在建工程	96	103	72	51
无形资产	392	373	353	334
长期股权投资	0	400	500	600
其他非流动资产	212	212	212	212
非流动资产合计	2,321	2,629	2,607	2,590
资产总计	5,955	6,359	6,739	7,116
流动负债:				
短期借款	833	833	833	833
应付账款、票据	2,058	2,329	2,540	2,711
其他流动负债	358	358	358	358
流动负债合计	3,304	3,584	3,800	3,977
非流动负债:				
长期借款	135	135	135	135
其他非流动负债	312	312	312	312
非流动负债合计	446	446	446	446
负债合计	3,751	4,030	4,247	4,424
所有者权益				
股本	402	401	401	401
股东权益	2,204	2,329	2,492	2,693
负债和所有者权益	5,955	6,359	6,739	7,116

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	82	306	400	493
少数股东权益	1	4	5	6
折旧摊销	350	128	121	116
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-56	-231	-74	-123
经营活动现金净流量	378	207	453	492
投资活动现金净流量	-206	-328	3	-2
筹资活动现金净流量	-586	-181	-237	-292
现金流量净额	-414	-302	218	198

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,139	4,771	5,251	5,669
营业成本	3,357	3,755	4,094	4,370
营业税金及附加	38	43	47	51
销售费用	92	52	53	57
管理费用	277	286	278	283
财务费用	37	39	39	39
研发费用	175	177	184	193
费用合计	581	554	553	571
资产减值损失	-7	-7	-8	-8
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-2	10	10	10
营业利润	125	397	520	640
加:营业外收入	2	0	0	0
减:营业外支出	20	0	0	0
利润总额	106	397	520	640
所得税费用	24	91	120	147
净利润	82	306	400	493
少数股东损益	1	4	5	6
归母净利润	81	302	395	486

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-1.1%	15.3%	10.1%	8.0%
归母净利润增长率	7.6%	273.5%	30.8%	23.1%
盈利能力				
毛利率	18.9%	21.3%	22.0%	22.9%
四项费用/营收	14.0%	11.6%	10.5%	10.1%
净利率	2.0%	6.4%	7.6%	8.7%
ROE	3.7%	13.0%	15.9%	18.1%
偿债能力				
资产负债率	63.0%	63.4%	63.0%	62.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.4	3.3	3.4	3.4
存货周转率	3.3	3.2	3.3	3.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.20	0.75	0.99	1.21
P/E	51.91	13.85	10.59	8.6
P/S	1.0	0.9	0.8	0.7
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6

■ 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。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023年加入华鑫证券。

张智策：武汉大学本科，哥伦比亚大学硕士，2024年加入华鑫证券。2年华为汽车业务工作经验，主要负责智选车型战略规划及相关竞品分析。

■ 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。

■ 免责声明

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。