

双环传动 (002472.SZ)

公司业绩稳健增长，产品升级&全球化值得期待

事件：公司发布 2025 年三季报，2025 年 1-9 月公司实现营业总收入 64.7 亿元（-4.1%），归母净利润 9.0 亿元（+21.7%），扣非归母净利润 8.5 亿元（+19.2%）；其中 3Q25 实现营业收入 22.4 亿元（-7.6%），归母净利润 3.2 亿元（+21.2%），扣非归母净利润 2.9 亿元（+13.4%）。

□公司业绩稳健增长，经营质量持续提升。2025 年 1-9 月，公司实现营业收入 64.7 亿元（-4.1%），归母净利润 9.0 亿元（+21.7%），扣非归母净利润 8.5 亿元（+19.2%）。3Q25 期间，公司实现营业收入 22.4 亿元（-7.6%），归母净利润 3.2 亿元（+21.2%），扣非归母净利润 2.9 亿元（+13.4%），毛利率为 26.8%，环比下降 0.4 个 pct。净利率为 15.1%，环比上升 0.1 个 pct。3Q25 总体费用率为 11.9%，环比上升 0.9 个 pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/4.6%/5.2%/1.0%，销售费用率环比不变，管理/研发/财务费用率环比分别为+0.7/-0.7/+0.9 个 pct。

□新兴领域突破，国内外市场加速发展。公司商用车齿轮业务虽呈现阶段性疲软，但公司积极布局转型，将重心聚焦于商用车新能源电驱动齿轮市场的拓展。依托前瞻布局与核心技术优势，公司成功斩获多个标杆项目；目前，这些新能源电驱动齿轮项目已逐步推进量产阶段，为商用车板块的复苏奠定了基础。未来，公司以匈牙利基地为核心战略支点，加快推进海外市场的深耕与全球化运营体系的建设，深度对接全球主流车企及头部 Tier1 供应商，积极参与新能源汽车电驱动齿轮研发项目，推动海外业务成为营收增长的关键支撑。在非金属及复合材料智能执行机构领域，公司以控股子公司环驱科技为载体，精准聚焦民生及新兴消费领域需求，依托在钢制齿轮领域的技术积累，积极向塑料齿轮领域延伸拓展，围绕智能家居、智能办公、未来生活等板块研发生产精密传动组件。公司已成为国内智能扫地机头部品牌的核心供应商，同时实现了为国内 Ebike 头部厂商稳定供应驱动系统齿轮。

□研发助力、智造为基，驱动盈利能力提升。公司确立研发创新为核心、智能制造为支撑的发展思路，通过聚焦关键研发方向突破技术壁垒，同步推进高效智能运营夯实制造根基，形成“技术提效+生产降本”双轮驱动格局，强化核心竞争力以提升盈利能力。研发层面，公司锚定齿轮传动技术高地，四大方向精准发力：一是深耕精密成型技术，二是拓宽非金属材料赛道，三是强化数字化研发支撑，四是升级试验验证能力。智能制造层面，以“智造升级、效能突破”为核心，三方面构建高效生产体系。运营组织上，推进组织架构扁平化，建设以行业细分、客户为导向的“专业化+模块化”管理组织；智能转型上，“自动化+数字化”双轮驱动，建设全流程自动化生产线与数字化平台；设备升级上，运用数字孪生监控生产，同时聚焦高精密产品需求升级设备，构建设备全生命周期管理体系。

□维持“增持”投资评级。公司通过深化齿轮核心技术的场景化应用构建多元化产品矩阵，同步推进海外市场拓展、研发能力升级及智能运营转型。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 12.7/15.3/18.2 亿元，给予“增持”投资评级。

□风险提示：地缘政治风险；宏观经济形势变化风险；汽车行业波动风险；原材料价格波动风险。

增持（维持）

中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：43.63 元

基础数据

总股本（百万股）	850
已上市流通股（百万股）	755
总市值（十亿元）	37.1
流通市值（十亿元）	33.0
每股净资产（MRQ）	11.3
ROE（TTM）	12.3
资产负债率	44.9%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	16.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	35	52
相对表现	-15	10	31

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《双环传动（002472）—盈利能力稳健，新产品未来可期》2024-10-30
- 2、《双环传动（002472）—1H24 业绩持续增长，新能源汽车齿轮业务爆发》2024-08-29
- 3、《双环传动（002472）—公司业绩持续向好，布局多元化产品矩阵》2024-05-04

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

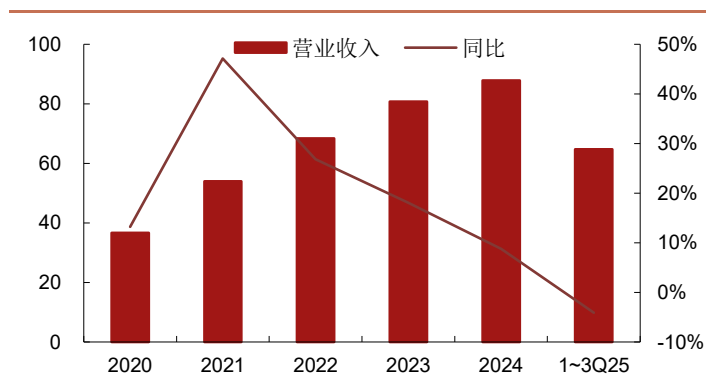
yangxianyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8074	8781	9232	11079	12963
同比增长	18%	9%	5%	20%	17%
营业利润(百万元)	944	1207	1499	1800	2136
同比增长	52%	28%	24%	20%	19%
归母净利润(百万元)	816	1024	1273	1529	1815
同比增长	40%	25%	24%	20%	19%
每股收益(元)	0.96	1.21	1.50	1.80	2.14
PE	45.4	36.2	29.1	24.2	20.4
PB	4.7	4.2	3.7	3.3	2.9

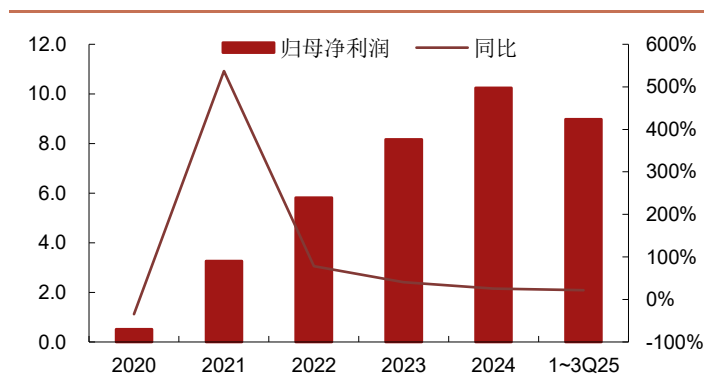
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：公司历年营收及增速（单位：亿元、%）



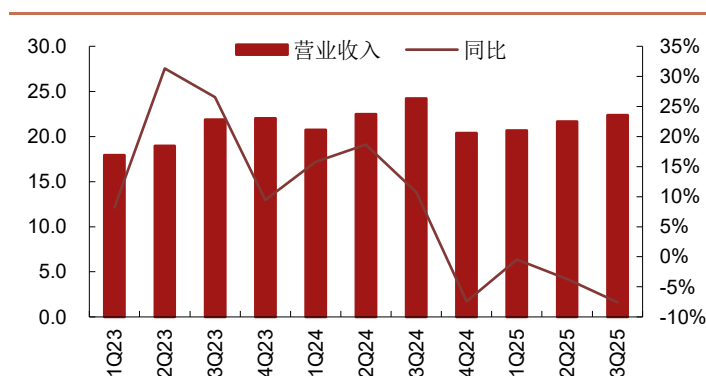
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司历年归母净利润及增速（单位：亿元、%）



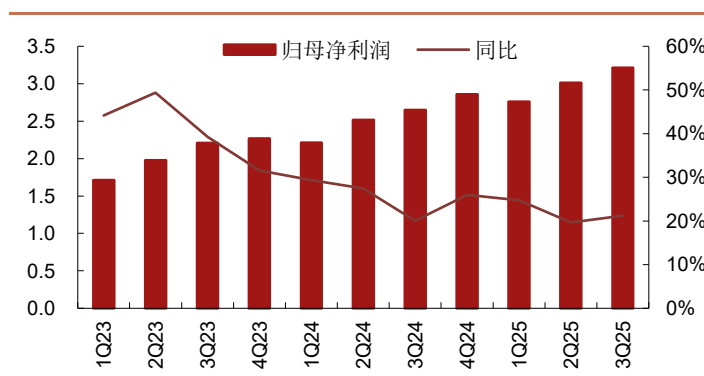
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：公司各季度营收及增速（单位：亿元、%）



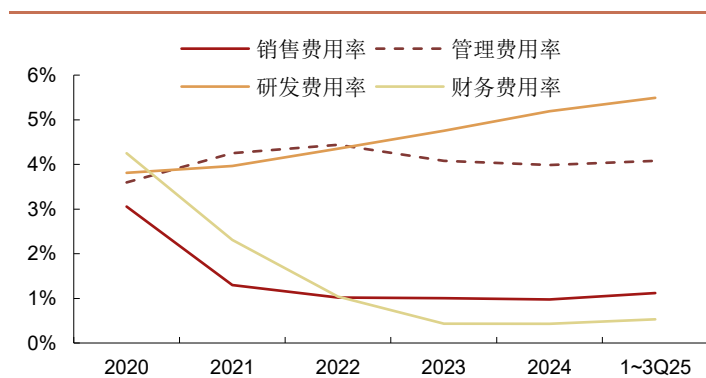
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司各季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



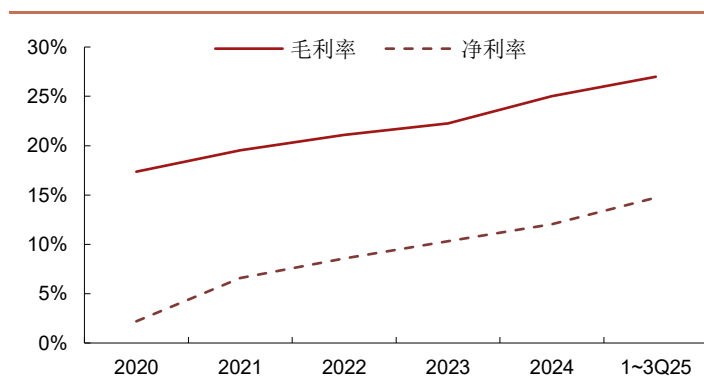
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：公司历年费用率情况（单位：%）



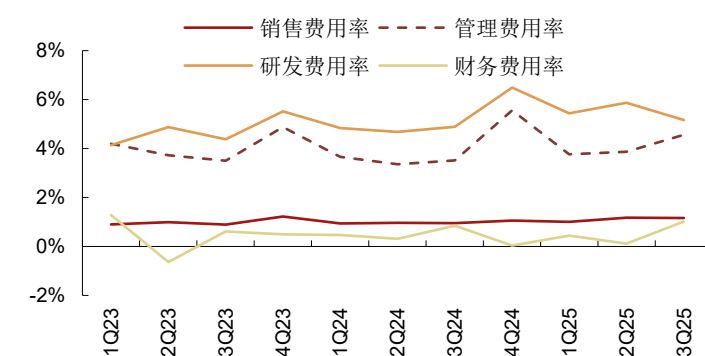
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：公司历年销售毛利率及净利率（单位：%）



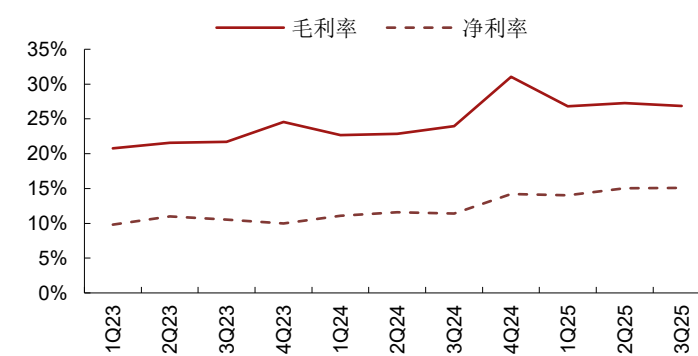
资料来源：公司公告、招商证券

图 7：公司各季度费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 8：公司各季度销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5324	6803	6396	7642	8960
现金	993	1407	782	910	1092
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	0	0	0	0
应收款项	2016	2562	2694	3233	3783
其它应收款	9	247	259	311	364
存货	1824	2031	2079	2491	2906
其他	477	555	581	697	815
非流动资产	7848	9063	9828	10485	11048
长期股权投资	24	30	30	30	30
固定资产	5278	6241	7070	7784	8398
无形资产商誉	522	560	504	453	408
其他	2023	2233	2224	2218	2212
资产总计	13171	15867	16224	18127	20008
流动负债	3785	5561	4567	5274	5742
短期借款	878	1983	1122	1289	1212
应付账款	2028	2626	2687	3220	3758
预收账款	44	31	32	39	45
其他	836	921	725	726	726
长期负债	1049	1068	1068	1068	1068
长期借款	576	529	529	529	529
其他	473	538	538	538	538
负债合计	4833	6628	5635	6342	6809
股本	853	847	850	850	850
资本公积金	4217	4151	4376	4376	4376
留存收益	2893	3817	4898	6045	7401
少数股东权益	374	424	464	513	571
归属于母公司所有者权益	7964	8815	10125	11272	12628
负债及权益合计	13171	15867	16224	18127	20008

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1572	1681	2040	1988	2363
净利润	834	1057	1314	1578	1873
折旧摊销	666	770	934	1043	1136
财务费用	64	63	38	38	38
投资收益	1	2	(91)	(91)	(91)
营运资金变动	(4)	(245)	(155)	(579)	(592)
其它	11	35	0	0	0
投资活动现金流	(1302)	(1962)	(1608)	(1608)	(1608)
资本支出	(1265)	(1989)	(1699)	(1699)	(1699)
其他投资	(37)	27	91	91	91
筹资活动现金流	(898)	646	(1057)	(253)	(574)
借款变动	(764)	831	(1056)	167	(77)
普通股增加	3	(6)	3	0	0
资本公积增加	(138)	(67)	226	0	0
股利分配	(68)	(102)	(192)	(382)	(459)
其他	69	(10)	(38)	(38)	(38)
现金净增加额	(628)	366	(625)	127	182

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8074	8781	9232	11079	12963
营业成本	6278	6585	6740	8076	9424
营业税金及附加	47	56	59	70	82
营业费用	81	86	102	122	143
管理费用	329	350	379	454	519
研发费用	384	456	508	609	713
财务费用	35	38	38	38	38
资产减值损失	(55)	(95)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	89	103	103	103	103
投资收益	(9)	(12)	(12)	(12)	(12)
营业利润	944	1207	1499	1800	2136
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	13	5	5	5	5
利润总额	932	1203	1495	1796	2132
所得税	98	147	182	218	259
少数股东损益	18	33	41	49	58
归属于母公司净利润	816	1024	1273	1529	1815

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	9%	5%	20%	17%
营业利润	52%	28%	24%	20%	19%
归母净利润	40%	25%	24%	20%	19%
获利能力					
毛利率	22.2%	25.0%	27.0%	27.1%	27.3%
净利率	10.1%	11.7%	13.8%	13.8%	14.0%
ROE	10.7%	12.2%	13.4%	14.3%	15.2%
ROIC	8.6%	9.9%	11.2%	12.5%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	41.8%	34.7%	35.0%	34.0%
净负债比率	13.7%	17.1%	10.2%	10.0%	8.7%
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.4	1.6
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	3.4	3.4	3.3	3.5	3.5
应收账款周转率	4.3	3.8	3.5	3.7	3.7
应付账款周转率	3.2	2.8	2.5	2.7	2.7
每股资料(元)					
EPS	0.96	1.21	1.50	1.80	2.14
每股经营净现金	1.85	1.98	2.40	2.34	2.78
每股净资产	9.37	10.38	11.92	13.27	14.86
每股股利	0.12	0.23	0.45	0.54	0.64
估值比率					
PE	45.4	36.2	29.1	24.2	20.4
PB	4.7	4.2	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	26.2	21.4	17.2	14.7	12.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。