

双环传动(002472)

报告日期: 2025 年 12 月 08 日

## 深耕精密齿轮领域，机器人减速器开拓新空间

### ——双环传动点评报告

#### 投资要点

- **2020-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 112%，加权 ROE 为 9%**

(1) 三大业务共同驱动公司成长: 公司深耕齿轮行业 40 年，拓展第二成长曲线智能执行机构业务、减速器业务打开未来市场空间。2020-2024 年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 24%、112%，2020-2024 年加权 ROE 为 9%。

(2) 公司主要业务包括齿轮、智能执行机构、减速器，2025 年上半年收入占比分别为 82%、10%、8%。
- **1、齿轮业务: 技术升级与全球化驱动增长，预计 2024-2027 年 CAGR 为 10%。**

(1) 行业规模: 我国齿轮行业规模超 3000 亿，2017-2021 年 CAGR 为 7%；车用齿轮占全球齿轮市场 62%。

(2) 行业趋势: 汽车电动化带来整零关系变化，独立第三方齿轮厂商迎机遇；齿轮性能与精度要求提高+同轴化趋势带来新能源车齿轮市场高增，预计 2031 年全球新能源车齿轮市场规模将达 75 亿美元，2025-2031 年 CAGR 为 21%。

(3) 双环传动: 公司作为精密传动齿轮龙头，有望受益于行业外包趋势，技术、客户护城河稳固，全球化战略稳步推进，在匈牙利、越南等地建设产能，匈牙利工厂 2025 年已投产，有望打开新成长空间。
- **2、智能执行机构业务(原民生齿轮): 应用场景持续拓宽，预计 2024-2027 年 CAGR 为 40%。**

(1) 行业规模: 民生齿轮是指用于日常生活类产品的小模数齿轮，是小模数齿轮市场的基本构成。据 QYResearch，2024 年全球小模数齿轮市场销售额达 12.6 亿美元，预计 2025-2031 年 CAGR 为 5%。

(2) 环驱科技(持股 55%): 并购三多乐切入智能执行机构业务，下游持续扩张至智能家居、智能汽车、E-bike 等领域。
- **3、减速器业务: 卡位人形机器人赛道，预计 2024-2027 年 CAGR 为 13%。**

(1) 行业趋势: 人形机器人有望为减速器行业带来新增量，预计 2030 年人形机器人减速器市场增量空间约 908 亿元，2025-2030 年 CAGR 为 173%；减速器国产化进程加快。

(2) 环动科技(持股 61%): 国内 RV 减速器龙头，环动科技 2024 年市占率达 25%，技术实力和客户资源领先；技术延申至谐波减速器，有望打造新成长曲线；环动科技拟分拆至科创板上市，已于 2024 年 11 月获上交所受理。
- **盈利预测与估值: 预计 2024-2027 年归母净利润 CAGR 为 20%。**

公司精密传动齿轮龙头地位稳固，智能执行机构业务打开第二成长曲线，机器人减速器新业务放量在即。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 12.4、14.7、17.7 亿元，2024-2027 年 CAGR 为 20%，对应 PE 分别为 29、24、20 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**

汽车零部件行业竞争加剧、原材料价格波动、海外工厂建设及投产不及预期

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁  
执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君  
执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 何家恺  
执业证书号: S1230523080007  
hejiakai@stocke.com.cn

分析师: 姬新悦  
执业证书号: S1230524080005  
jixinyue@stocke.com.cn

分析师: 周向昉  
执业证书号: S1230524090014  
zhouxiangfang@stocke.com.cn

研究助理: 李晗玥  
lihanyue@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥41.76
总市值(百万元)	35,478.35
总股本(百万股)	849.58

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《三季度归母净利润同比增长 44%，拟回购股份彰显信心》  
2023.11.01
- 2 《三季度业绩预增 41-46%；拟分拆上市环动科技紧抓发展机遇》  
2023.09.28
- 3 《海外业务加速布局，齿轮龙头盈利能力持续提升》  
2023.08.30

## 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8781.40	8998.54	10382.82	11916.60
(+/-) (%)	8.76%	2.47%	15.38%	14.77%
归母净利润	1023.91	1238.22	1473.55	1772.06
(+/-) (%)	25.42%	20.93%	19.01%	20.26%
每股收益(元)	1.21	1.46	1.73	2.09
P/E	34.65	28.65	24.08	20.02

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>6,803</b>	<b>7,460</b>	<b>9,056</b>	<b>11,426</b>
现金	1,407	2,269	3,086	4,388
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2,562	2,781	3,261	3,824
其它应收款	247	93	137	205
预付账款	102	130	133	153
存货	2,031	2,075	2,310	2,688
其他	453	111	129	167
<b>非流动资产</b>	<b>9,063</b>	<b>9,581</b>	<b>9,918</b>	<b>10,209</b>
金融资产类	58	56	54	52
长期投资	30	30	30	30
固定资产	6,241	7,674	8,469	9,012
无形资产	499	482	466	450
在建工程	2,060	1,186	754	519
其他	175	152	146	147
<b>资产总计</b>	<b>15,867</b>	<b>17,040</b>	<b>18,974</b>	<b>21,634</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,561</b>	<b>5,523</b>	<b>6,330</b>	<b>7,475</b>
短期借款	1,983	2,013	2,339	2,826
应付款项	2,626	2,371	2,734	3,243
预收账款	0	0	0	0
其他	952	1,139	1,257	1,406
<b>非流动负债</b>	<b>1,068</b>	<b>1,144</b>	<b>944</b>	<b>860</b>
长期借款	529	531	327	244
其他	538	613	616	616
<b>负债合计</b>	<b>6,628</b>	<b>6,667</b>	<b>7,273</b>	<b>8,335</b>
少数股东权益	424	448	484	529
归属母公司股东权	<b>8,815</b>	<b>9,925</b>	<b>11,217</b>	<b>12,770</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,867</b>	<b>17,040</b>	<b>18,974</b>	<b>21,634</b>

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,681</b>	<b>2,149</b>	<b>2,431</b>	<b>2,797</b>
净利润	1,057	1,263	1,509	1,817
折旧摊销	770	985	1,152	1,313
财务费用	63	41	41	45
投资损失	2	7	11	13
营运资金变动	(340)	(178)	(299)	(409)
其它	130	30	17	19
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,962)</b>	<b>(1,528)</b>	<b>(1,517)</b>	<b>(1,635)</b>
资本支出	(1,939)	(1,502)	(1,484)	(1,605)
长期投资	(22)	2	2	2
其他	0	(28)	(36)	(32)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>646</b>	<b>238</b>	<b>(98)</b>	<b>140</b>
短期借款	1,105	30	326	487
长期借款	(46)	2	(204)	(83)
其他	(412)	206	(220)	(264)
<b>现金净增加额</b>	<b>367</b>	<b>862</b>	<b>816</b>	<b>1,302</b>

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>8,781</b>	<b>8,999</b>	<b>10,383</b>	<b>11,917</b>
营业成本	6,585	6,648	7,608	8,727
营业税金及附加	56	51	62	71
营业费用	86	90	104	119
管理费用	350	360	415	453
研发费用	456	495	571	596
财务费用	38	27	19	14
资产减值损失	(55)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(12)	(7)	(11)	(13)
其他经营收益	103	91	114	130
<b>营业利润</b>	<b>1,207</b>	<b>1,393</b>	<b>1,690</b>	<b>2,036</b>
营业外收支	(4)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,203</b>	<b>1,393</b>	<b>1,690</b>	<b>2,036</b>
所得税	147	130	181	219
<b>净利润</b>	<b>1,057</b>	<b>1,263</b>	<b>1,509</b>	<b>1,817</b>
少数股东损益	33	24	36	45
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,024</b>	<b>1,238</b>	<b>1,474</b>	<b>1,772</b>
EBITDA	2,066	2,405	2,861	3,362
EPS (最新摊薄)	1.21	1.46	1.73	2.09

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.76%	2.47%	15.38%	14.77%
营业利润	27.84%	15.39%	21.35%	20.43%
归属母公司净利润	25.42%	20.93%	19.01%	20.26%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.01%	26.13%	26.73%	26.77%
净利率	11.66%	13.76%	14.19%	14.87%
ROE	11.62%	12.48%	13.14%	13.88%
ROIC	9.51%	9.56%	10.23%	10.81%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.78%	39.12%	38.33%	38.53%
净负债比率	14.34%	7.88%	1.08%	-5.80%
流动比率	1.22	1.35	1.43	1.53
速动比率	0.83	0.93	1.02	1.13
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.55	0.58	0.59
应收账款周转率	3.84	3.63	4.00	3.92
应付账款周转率	4.07	3.86	4.32	4.22
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.21	1.46	1.73	2.09
每股经营现金	1.98	2.53	2.86	3.29
每股净资产	10.38	11.68	13.20	15.03
<b>估值比率</b>				
P/E	34.65	28.65	24.08	20.02
P/B	4.02	3.57	3.16	2.78
EV/EBITDA	13.20	15.09	12.45	10.32

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>