天风证券 TF SECURITIES

双环传动（002472）

证券研究报告
2024 年 11 月 03 日

毛利率再创新高，外延+内修并驾齐驱

事件：

公司发布 24 年三季度业绩，公司 24Q3 实现营收 24.2 亿元，同比+10.7%，环比+7.7%，其中收入占比 85%的主营业务实现营收 20.5 亿元，同比+15%，归母净利润 2.7 亿元，同比+20%，环比+5.3%；扣非归母净利润 2.6 亿元，同比+23.3%，环比+6%，符合市场预期，业绩增长主要受益于来自于新能源汽车齿轮及智能执行机构业务贡献。

公司 24Q3 毛利率为 24%，同比+2.3pcts,环比+1.1pcts，净利率为 11.4%，同比+0.9pcts，环比-0.2pcts，毛利率显著提升而净利率环比略微下降的原因主要系汇兑损失增加所致。公司毛利率的持续提升我们认为一方面来自于内部降本增效成果，另一方面来自于产品及客户结构的持续优化。24Q3 的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.96%/3.52%/4.88%/0.85%，同比+0.07/+0.02/+0.51/+0.25pcts，其中研发费用率有较为明显的增加。

经营亮点：1）外延，打开成长空间：技术拓展，在稳定乘用车齿轮大单品的基础上，公司迭代开发新型同轴减速箱齿轮技术，竞争力以及单车价值量显著提升。公司正在加快海外匈牙利基地的建设，积极推动新能源汽车齿轮业务的全球化布局，后续有望凭借综合竞争优势承接欧洲传统车企及总成厂商转型需求。产品拓展，公司一方面积极推动智能执行机构齿轮下游的产品应用，全面覆盖智能生活场景，同时坚定布局工业增/减速机，力求突破垄断实现国产替代。**2）内修，降本增效：**公司一方面致力于提升内部运营管理效率，通过精细化管理、流程优化以及采购降本以进一步优化成本结构。同时，公司构建了以生产自动化及数字化为基础的智能制造系统，优化生产流程、提升生产效率。另外，公司成立了装备研究所，旨在对生产过程中的关键设备进行研究及二次开发，利用数字信息技术实现对设备的全生命周期管理，加强对设备理解的同时全面提升使用效率。

盈利预测：我们认为公司将持续受益于产品及客户结构的优化，以及内部降本提效举措，盈利水平有望持续创新高。预计 24-26 年营收分别为 98.9/115.3/134.2 亿元，同比+22.5%/+16.6%/+16.4%，归母净利润为 10.5/13.5/16.5 亿元，同比+28.2%/+29.1%/22.3%，对应 pe 为 22.3x/17.2x/14.1x，随着人形机器人产业链的进一步推动，公司作为国内减速器龙头极具竞争力和稀缺性，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险/竞争加剧风险/海外拓展不及预期风险/原材料价格波动风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,837.95	8,074.19	9,886.81	11,526.80	13,417.57
增长率(%)	26.84	18.08	22.45	16.59	16.40
EBITDA(百万元)	1,619.47	2,012.88	2,195.00	2,677.78	3,149.87
归属母公司净利润(百万元)	582.09	816.41	1,046.53	1,351.42	1,653.11
增长率(%)	78.37	40.26	28.19	29.13	22.32
EPS(元/股)	0.69	0.96	1.24	1.60	1.95
市盈率(P/E)	40.03	28.54	22.26	17.24	14.09
市净率(P/B)	3.17	2.93	2.51	2.20	1.91
市销率(P/S)	3.41	2.89	2.35	2.02	1.73
EV/EBITDA	13.96	11.53	10.78	8.27	6.77

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	847.21
流通 A 股股本(百万股)	752.43
A 股总市值(百万元)	23,298.18
流通 A 股市值(百万元)	20,691.87
每股净资产(元)	10.06
资产负债率(%)	38.54
一年内最高/最低(元)	32.10/18.09

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com
邵将 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110005
shaojiang@tfzq.com
卢雨婷 联系人
luyuting@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《双环传动-半年报点评:24H1 盈利能力再创新高，主业聚焦+新领域拓展提供持续增长动能》 2024-08-29
2 《双环传动-年报点评报告:向外构建多元化产品体系，向内持续降本增效》 2024-04-14
3 《双环传动-季报点评:山不让尘，川不辞盈，持续内修，稳步前行。》 2023-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,605.06	993.06	2,626.65	4,770.42	6,221.02
应收票据及应收账款	1,760.04	2,019.72	2,507.37	2,829.65	3,348.48
预付账款	138.95	108.47	212.14	146.23	275.55
存货	1,823.36	1,824.31	2,727.75	2,454.48	3,588.41
其他	319.04	378.09	352.75	367.99	364.63
流动资产合计	**5,646.46**	**5,323.65**	**8,426.66**	**10,568.77**	**13,798.10**
长期股权投资	18.56	24.16	24.16	24.16	24.16
固定资产	5,133.63	5,277.82	5,944.72	6,210.41	6,234.92
在建工程	1,409.70	1,838.41	979.20	503.64	265.46
无形资产	415.63	452.68	531.01	576.21	632.21
其他	271.11	254.45	258.94	225.80	220.84
非流动资产合计	**7,248.62**	**7,847.52**	**7,738.03**	**7,540.22**	**7,377.58**
资产总计	**12,895.08**	**13,171.17**	**16,164.69**	**18,109.00**	**21,175.68**
短期借款	1,034.80	877.58	1,200.00	1,500.00	1,800.00
应付票据及应付账款	1,881.20	2,027.86	2,686.87	2,772.04	3,539.69
其他	900.22	835.73	986.91	984.31	1,074.24
流动负债合计	**3,816.22**	**3,741.17**	**4,873.79**	**5,256.35**	**6,413.93**
长期借款	1,143.07	575.66	1,200.00	1,500.00	1,800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	425.58	472.95	449.27	387.82	387.82
非流动负债合计	**1,568.65**	**1,048.61**	**1,649.27**	**1,887.82**	**2,187.82**
负债合计	**5,411.35**	**4,833.36**	**6,523.05**	**7,144.17**	**8,601.75**
少数股东权益	134.19	374.20	384.80	398.86	411.19
股本	850.40	853.33	846.41	846.41	846.41
资本公积	4,355.11	4,597.37	4,597.37	4,597.37	4,597.37
留存收益	2,144.08	2,893.29	3,939.82	5,291.24	6,944.35
其他	(0.04)	(380.38)	(126.76)	(169.06)	(225.40)
股东权益合计	**7,483.73**	**8,337.81**	**9,641.64**	**10,964.82**	**12,573.93**
负债和股东权益总计	**12,895.08**	**13,171.17**	**16,164.69**	**18,109.00**	**21,175.68**

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**6,837.95**	**8,074.19**	**9,886.81**	**11,526.80**	**13,417.57**
营业成本	5,396.74	6,278.23	7,570.78	8,766.58	10,135.67
营业税金及附加	32.66	47.01	49.43	57.63	67.09
销售费用	69.45	81.30	98.87	115.27	161.01
管理费用	303.56	329.46	375.70	403.44	442.78
研发费用	297.56	383.75	444.91	472.60	536.70
财务费用	71.30	34.92	39.55	46.11	53.67
资产/信用减值损失	(70.12)	(41.74)	(55.93)	(48.83)	(52.38)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.06	(8.50)	0.00	0.00	0.00
其他	114.10	25.52	0.00	0.00	0.00
营业利润	**622.63**	**944.24**	**1,251.64**	**1,616.34**	**1,968.27**
营业外收入	2.50	1.50	2.00	1.75	1.88
营业外支出	6.62	13.31	9.96	11.63	10.80
利润总额	**618.52**	**932.44**	**1,243.68**	**1,606.45**	**1,959.34**
所得税	32.78	98.49	186.55	240.97	293.90
净利润	**585.74**	**833.95**	**1,057.13**	**1,365.49**	**1,665.44**
少数股东损益	3.65	17.54	10.60	14.07	12.33
归属于母公司净利润	**582.09**	**816.41**	**1,046.53**	**1,351.42**	**1,653.11**
每股收益（元）	0.69	0.96	1.24	1.60	1.95

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	26.84%	18.08%	22.45%	16.59%	16.40%
营业利润	65.08%	51.65%	32.55%	29.14%	21.77%
归属于母公司净利润	78.37%	40.26%	28.19%	29.13%	22.32%
获利能力					
毛利率	21.08%	22.24%	23.43%	23.95%	24.46%
净利率	8.51%	10.11%	10.59%	11.72%	12.32%
ROE	7.92%	10.25%	11.31%	12.79%	13.59%
ROIC	9.21%	10.52%	12.24%	14.66%	18.24%
偿债能力					
资产负债率	41.96%	36.70%	40.35%	39.45%	40.62%
净负债率	13.99%	9.80%	1.96%	-12.62%	-17.66%
流动比率	1.47	1.41	1.73	2.01	2.15
速动比率	0.99	0.92	1.17	1.54	1.59
营运能力					
应收账款周转率	4.47	4.27	4.37	4.32	4.34
存货周转率	4.08	4.43	4.34	4.45	4.44
总资产周转率	0.60	0.62	0.67	0.67	0.68
每股指标（元）					
每股收益	0.69	0.96	1.24	1.60	1.95
每股经营现金流	1.44	1.86	1.32	2.87	2.16
每股净资产	8.68	9.40	10.94	12.48	14.37
估值比率					
市盈率	40.03	28.54	22.26	17.24	14.09
市净率	3.17	2.93	2.51	2.20	1.91
EV/EBITDA	13.96	11.53	10.78	8.27	6.77
EV/EBIT	20.99	17.04	17.09	12.68	10.10

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	585.74	833.95	1,046.53	1,351.42	1,653.11
折旧摊销	556.74	666.00	810.62	931.52	1,039.42
财务费用	86.98	63.97	39.55	46.11	53.67
投资损失	(5.43)	0.87	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(46.34)	18.85	(789.43)	85.14	(930.79)
其它	39.51	(11.95)	10.60	14.07	12.33
经营活动现金流	**1,217.21**	**1,571.68**	**1,117.86**	**2,428.25**	**1,827.74**
资本支出	1,576.36	1,226.30	720.32	828.29	881.74
长期投资	(83.10)	5.60	0.00	0.00	0.00
其他	(3,070.52)	(2,534.07)	(1,416.96)	(1,595.13)	(1,763.49)
投资活动现金流	**(1,577.26)**	**(1,302.16)**	**(696.64)**	**(766.85)**	**(881.74)**
债权融资	(181.19)	(876.48)	965.67	524.66	560.95
股权融资	1,872.98	(235.35)	246.69	(42.30)	(56.34)
其他	(234.76)	214.32	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**1,457.02**	**(897.50)**	**1,212.37**	**482.36**	**504.61**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**1,096.97**	**(627.98)**	**1,633.59**	**2,143.76**	**1,450.61**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com