

# 万里扬 (002434)

证券研究报告

2021 年 06 月 07 日

## 隐形冠军系列之万里扬：我国自主变速器龙头崛起

### 产品线持续多维度拓展，铸就国内最大自主变速器龙头地位

万里扬成立于 1996 年 7 月，于 2010 年在深交所成功上市，并且是中国汽车变速器行业第一家上市公司。公司最初从事于商用车变速器，产品覆盖面逐渐拓展至乘用车变速器、新能源传动及驱动系统等，目前已成功形成了手动变速器及自动变速器的研发、生产为一体的集团化企业。公司已建立年产 110 万台商用车变速器及 180 万台乘用车变速器的综合实力，是我国最大的自主变速器供应商，公司相关产品市占率更是居行业前列。

### 乘、业务双轮驱动，打开公司向上成长空间

**1) 乘用车：国内 CVT 领导者将充分受益自动变速器渗透率。**随着我国汽车自动变速器渗透率的持续提升，以及顺应国家节油减排政策倡导，作为主要满足主流排量车型同时兼具舒适性以及经济性的 CVT 变速器将在此过程中充分受益。伴随着渗透率提升，预计国内 CVT 市场 2023 年将达到 449 亿元。目前国内 CVT 企业竞争格局主要以万里扬、加特可、邦奇以及容大为，公司有望凭借自身产能优势、技术优势以及客户优势，在 CVT 市场份额进一步提升。

**2) 商用车：精细化竞争时代的领跑者。**在商用车变速器领域，万里扬产品主要包括手动挡变速器和 AMT、ECMT，公司已实现对不同商用车变速器的覆盖，可满足不同类型的客户需求，其部分主流轻卡市占率高达 90%。基于产品全面覆盖的基础上，万里扬以高端化、轻量化、自动化、差异化为主要竞争战略，进一步扩大其高端产品的销售占比和市场份额，稳固其轻卡市场的领先优势。

**商用车新技术发展方向关键词：自动化、智能驾驶、节能减排。**商用车已经进入了更多维度以及更加精细化的竞争环境中，在走向自动化、智能驾驶以及节能减排的发展方向上，已在商用车变速器拥有较高市占率以及自动化、智能化、节能化布局的万里扬有望积极突围。

### 投资建议

作为我国自主变速器龙头企业，万里扬将凭借自身技术优势、产能优势以及客户优势在乘用车和商用车自动变速器渗透率提升、以及国家节能减排标准升级的过程中充分受益，市场份额有望进一步提升。我们预计公司 21/22/23 年实现营收 72.5/87.0/104.9 亿元，净利润 7.3/9.2/11.6 亿元，对应 EPS0.6/0.7/0.9 元，基于公司作为国内自主变速器龙头企业，给予 2022 年 20PE，目标价 13.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：1) 主要原材料、零配件供应和价格波动的风险；2) 市场竞争风险。3) 疫情进一步扩散风险。4) 客户集中风险。**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,099.83	6,064.88	7,245.40	8,699.86	10,491.34
增长率(%)	16.68	18.92	19.46	20.07	20.59
EBITDA(百万元)	1,141.04	1,409.46	1,063.32	1,307.63	1,599.44
净利润(百万元)	400.33	617.28	732.77	915.57	1,155.82
增长率(%)	13.86	54.19	18.71	24.95	26.24
EPS(元/股)	0.30	0.46	0.55	0.68	0.86
市盈率(P/E)	26.41	17.13	14.43	11.55	9.15
市净率(P/B)	1.72	1.59	1.48	1.41	1.36
市销率(P/S)	2.07	1.74	1.46	1.22	1.01
EV/EBITDA	11.28	8.00	10.18	6.63	6.57

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（首次评级）
当前价格	7.85 元
目标价格	13.6 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,340.00
流通 A 股股本(百万股)	1,339.08
A 股总市值(百万元)	10,519.00
流通 A 股市值(百万元)	10,511.75
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	40.87
一年内最高/最低(元)	12.28/6.87

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**于特** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050003  
yute@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《万里扬-半年报点评:1H17 业绩符合预期 自主共振助力业绩再提升》 2017-08-24
- 2 《万里扬-公司点评:1Q17 业绩高速增长 2Q17 有望延续》 2017-04-23
- 3 《万里扬-年报点评报告:16 年业绩优异 携手奇瑞 17 年业绩再提升》 2017-04-11

## 内容目录

1. 产品线持续多维度拓展，铸就国内最大自主变速器龙头地位.....	3
1.1. 公司营收稳定增长，乘用车收入贡献显著.....	4
1.2. 产品持续横向多元化，纵向高端化发展.....	5
2. 乘、商业业务双轮驱动，打开公司向上成长空间.....	7
2.1. 乘用车：国内 CVT 领导者将充分受益自动变渗透率.....	7
2.2. 商用车：精细化竞争时代的领跑者.....	11
2.3. 商用车新技术发展方向关键词：自动化、智能驾驶、节能减排.....	14
3. 坚持自主研发路线，产品矩阵不断扩容.....	16
4. 盈利预测与投资建议.....	17
5. 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：万里扬多维度拓展历程.....	3
图 2：公司股权结构.....	3
图 3：公司历年来营收情况.....	4
图 4：公司历年来归母净利润及增速.....	4
图 5：公司收入主要来源于乘用车及商用车变速器（单位：亿元）.....	4
图 6：乘用车收入占比持续提升.....	4
图 7：公司近年来利润率水平.....	5
图 8：公司产品各产品毛利率情况.....	5
图 9：公司乘用车变速器产品图示.....	5
图 10：公司商用车变速器产品图示.....	6
图 11：公司新能源传动系统产品图示.....	7
图 12：汽车变速器分类.....	7
图 13：CVT 内部结构图.....	8
图 14：国家对节能减排提出了进一步的要求.....	9
图 15：自动挡渗透率持续提升.....	10
图 16：1.0L<排量<1.6L 为主流排量车型.....	10
图 17：2020 年我国商用车销量达到 500 万辆以上.....	11
图 18：我国轻卡销量占比在商用车中 40%以上.....	12
图 19：2021 年 Q1 商用车销量同比增长显著.....	12
图 20：商用车市场趋向头部化集中.....	12
图 21：万里扬 G 系列高端变速器增长显著.....	13
图 22：商用车中 G 系列高端变速器销售占比显著提升.....	14
图 23：货车用户 24~30 岁年轻用户同比增加 4.3pct.....	14
图 24：客车用户 31~40 岁为主要人群.....	14

图 25: 商用车搜索关键词 .....	15
图 26: 公司持续加大研发投入力度 .....	16
图 27: 研发人员数量及占比不断提升 .....	16
图 28: 公司产品矩阵不断丰富 .....	17

表 1: 各类变速器多维度对比 .....	8
表 2: 国内自主品牌部分车型变速器类型 .....	9
表 3: 国内 CVT 市场测算 .....	11
表 4: 公司各业务收入预测 (亿元) .....	17
表 5: 可比公司市值及估值情况 .....	18

## 1. 产品线持续多维度拓展，铸就国内最大自主变速器龙头地位

万里扬成立于 1996 年 7 月，于 2010 年在深交所成功上市，并且是中国汽车变速器行业第一家上市公司。公司最初从事于商用车变速器，产品覆盖面逐渐拓展至乘用车变速器、新能源传动及驱动系统等，目前已成功形成了手动变速器及自动变速器的研发、生产为一体的集团化企业。公司已建立年产 110 万台商用车变速器及 180 万台乘用车变速器的综合实力，是我国最大的自主变速器供应商，公司相关产品市占率更是居行业前列。

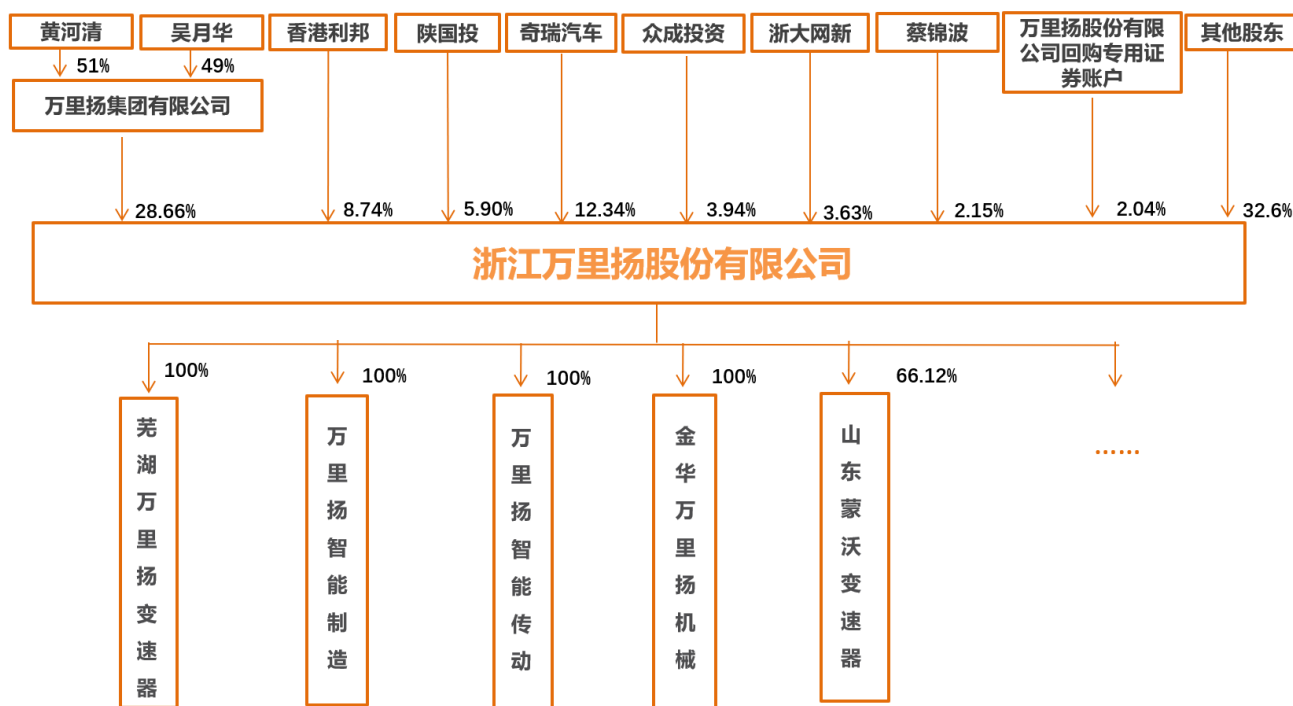
图 1: 万里扬多维度拓展历程



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

公司实际控制人为黄河清和吴月华夫妇，两人共合计控股 32.60%，股权结构集中。

图 2: 公司股权结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.1. 公司营收稳定增长，乘用车收入贡献显著

公司自成立以来营收稳定增长，2020 年实现收入 60.65 亿元，同比增长 18.92%；归母净利润达到 6.17 亿元，同比增加 54.19%。我们认为，未来随着公司在手订单持续增加以及高端产品占比提升，公司营收及利润有望进一步快速增长。

图 3: 公司历年来营收情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 公司历年来归母净利润及增速

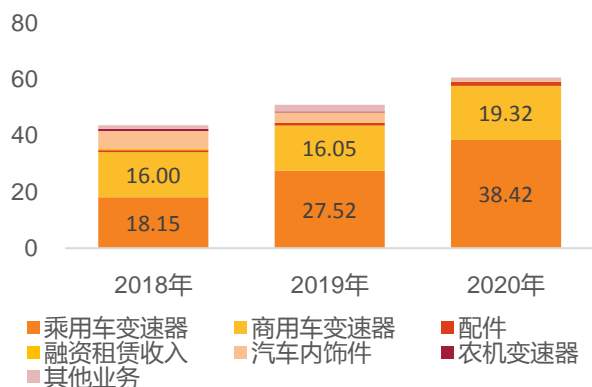


资料来源: Wind, 天风证券研究所

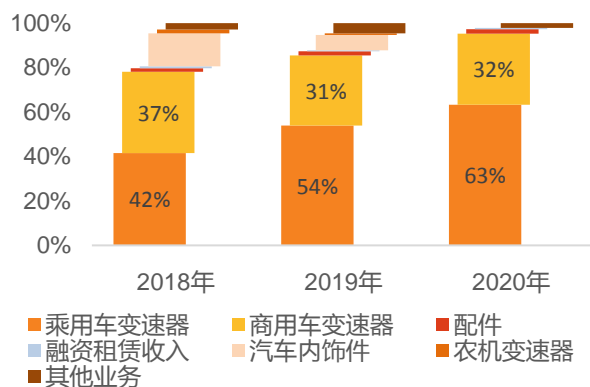
公司产品主要可划分为乘用车变速器、商用车变速器、新能源传动/驱动系统、配件以及汽车内饰件等板块，其中乘用车变速器以及商用车变速器为核心收入来源，2020 年分别占比 63%、32%。同时，公司考虑到长期发展战略，于 2019 年 12 月正式剥离汽车内饰件业务，旨在进一步改善公司发展质量以及将经营重心以及资源更加专注于发展汽车传动系统。

图 5: 公司收入主要来源于乘用车及商用车变速器 (单位: 亿元)

图 6: 乘用车收入占比持续提升



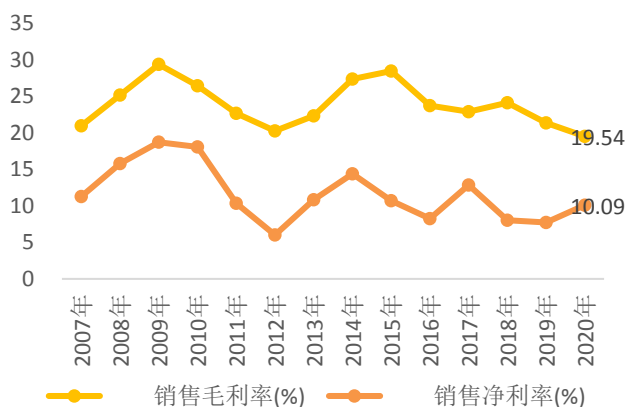
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

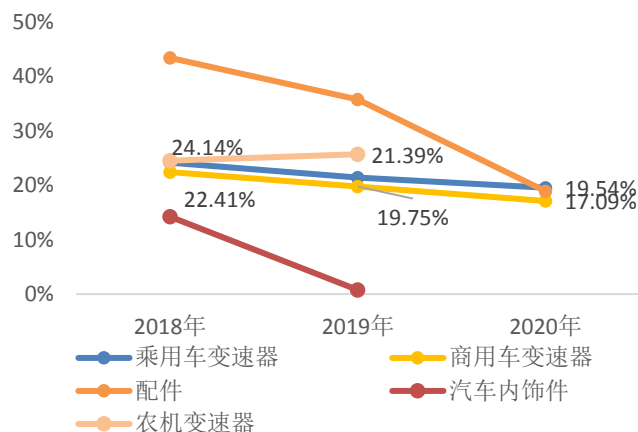
公司 2020 年毛利率达到 19.54%，净利率为 10.09%，未来预计随着公司产品结构改善、新增订单带来的规模效应、以及工厂自动化率的提升、人工成本的减少等带来的制造降本，公司利润率有显著提升空间。

图 7: 公司近年来利润率水平



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 公司产品各产品毛利率情况



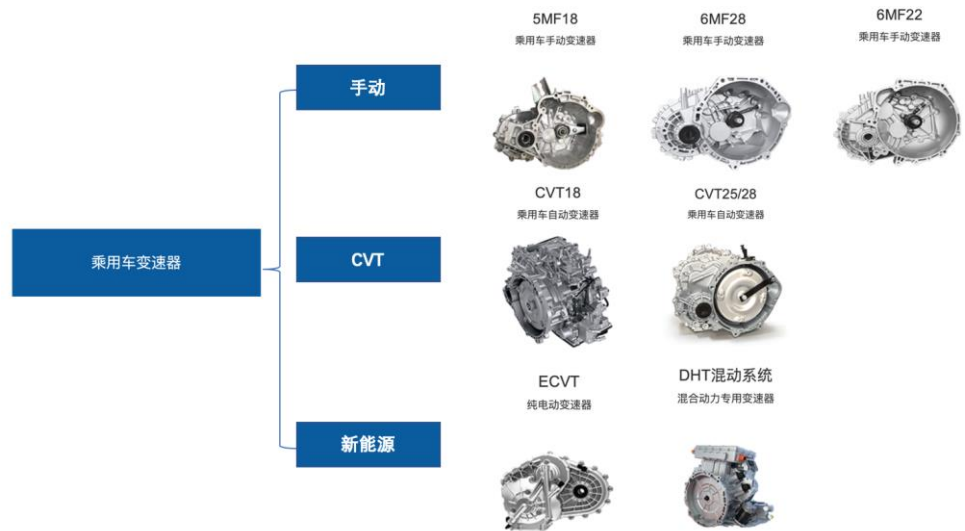
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 1.2. 产品持续横向多元化，纵向高端化发展

从乘用车变速器业务来看，公司产品主要分为手动变速器及自动变速器，其乘用车变速器业务是在 15 年收购吉利手动变速器以及 16 年收购原奇瑞变速器基础上组建而成。目前公司拥有浙江金华和安徽芜湖两个生产基地，其乘用车变速器覆盖 CVT、AT、MT 等十几款产品，主要为吉利、奇瑞、比亚迪、长城等主流汽车厂提供配套服务，已形成了年产 80 万台手动变速器和 100 万台自动变速器的综合产能实力，是国内首批具备研发和生产乘用车全系车型（轿车、SUV、MPV 等）CVT、AT 以及 MT 变速器的企业之一。

图 9: 公司乘用车变速器产品图示

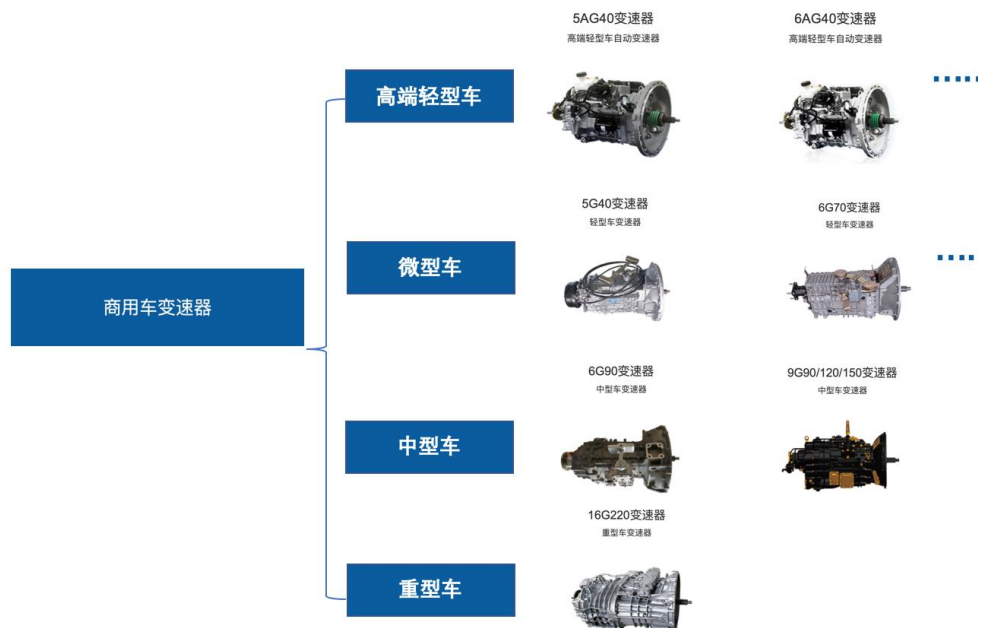




资料来源：公司官网，天风证券研究所

从商用车变速器业务来看，公司产品谱系主要覆盖微型车、轻型车、中型车、重型车等全系列商用车变速器，主要为北汽福田、东风汽车、中国重汽、一汽集团、江铃汽车等主流汽车厂提供配套服务，已实现年产 110 万台商用车变速器的产能规模。同时，公司在 2020 年与国内轻卡行业高端品牌的庆铃汽车开展配套合作，实现了国内主流轻卡客户的全覆盖。

图 10：公司商用车变速器产品图示

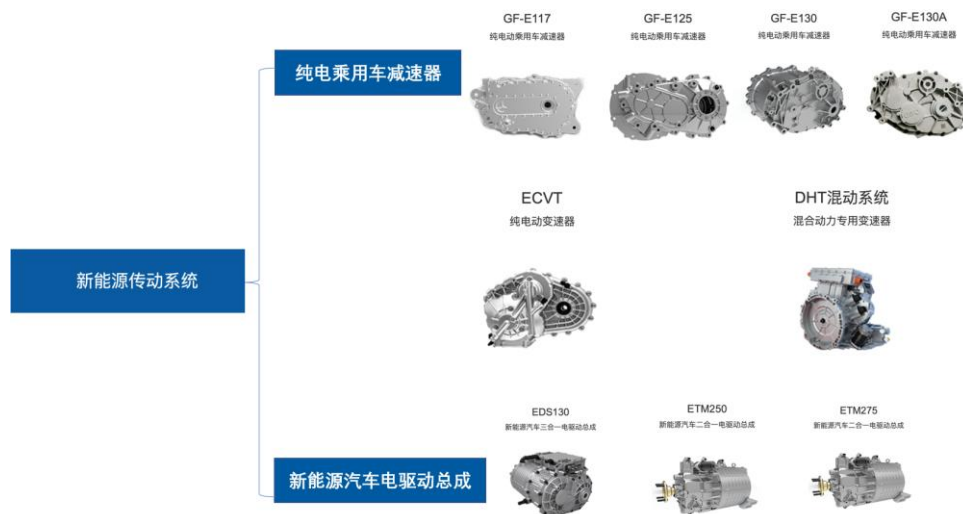


资料来源：公司官网，天风证券研究所

在新能源汽车传动业务领域，公司重点布局新能源汽车传动及驱动系统业务，包括 EV 减速器、ED “二合一”电驱动系统、EDS “三合一”电驱动系统、ECVT 电驱动系统和 DHT 混动系统等产品。公司于 2020 年 1 月与博世签署战略合作协议，双方就应用于电动和混合动力汽车的无级变速器技术和产品等领域开展深入合作，全面推进具有国际领先水平的 EDS “三合一”和 ECVT 电驱动系统以及基于 CVT、AT 自动变速器的 P2、P1/P3 结构的 PHEV 混合动力系统以及 48V 微混系列产品的开发和市场推广应用，产品覆盖 A0、A、B、C 级新能源乘用车。在新能源商用车方面，快速推进符合中国商用车市场的 ETM 纯电驱动系统和 2 挡/3 挡 AMT 变速器的开发力度，电机可匹配扭矩 200-900N.m，产品覆盖微卡、轻卡

和中卡。通过不断整合国内外先进技术和配套资源优势，公司有望进一步打造具有国际领先水平的新能源汽车驱动系统生产基地。

图 11：公司新能源传动系统产品图示



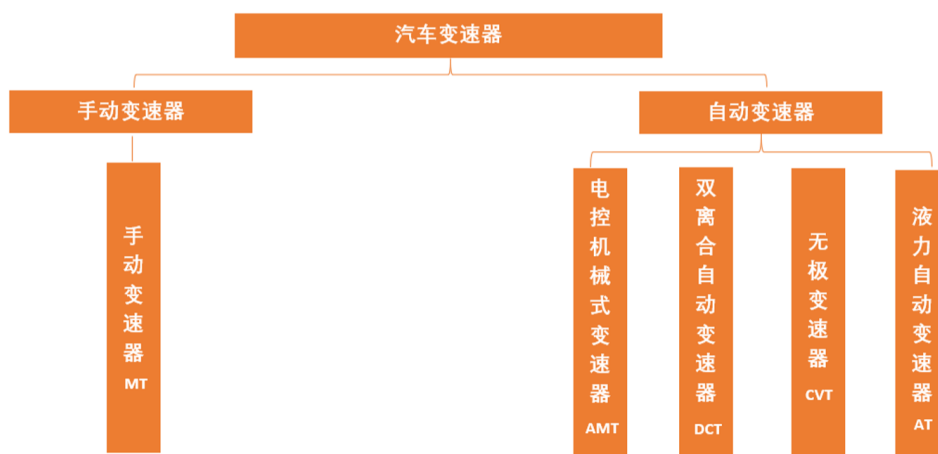
资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2. 乘、商业业务双轮驱动，打开公司向上成长空间

### 2.1. 乘用车：国内 CVT 领导者将充分受益自动变渗透率

汽车变速器可分为手动变速器和自动变速器两大类，对比来看，手动变速器结构简单，制造成本低，故经济性较好；而自动变速器胜在操作舒适性较好，主要在中高端车型上应用，但由于结构复杂故制造成本相对较高。

图 12：汽车变速器分类



资料来源：中马传动招股说明书，天风证券研究所

基于工作原理不同，自动变速器又可划分为 AT（液力机械自动变速器）、AMT（电控机械式自动变速器）、DCT（双离合变速器）和 CVT（无极变速器）等类型，其产品结构、特性以及适用车型各有不同。

表 1: 各类变速器多维度对比

类别	MT	AMT	AT	DCT	CVT
结构组成	齿轮传动机构、换挡执行机构、同步器、壳体	单离合器、齿轮传动机构、换挡执行机构、同步器、壳体	液力变矩器、行星齿轮机构、换挡元件、液压控制系统、电子控制系统、壳体	双离合器（干/湿）、齿轮传动机构、换挡元件、液压控制系统、电子控制系统、壳体	液力变矩器、齿轮传动机构、钢带或牵引链条、液压控制及电子控制系统、壳体
产品优点	结构简单、成本低、技术成熟	结构较简单、成本较低、扭矩范围广	技术成熟、换挡品质高、扭矩范围广	成本较低、油耗较低、直接换挡响应快	无极变速、换挡品质最好、节油、成本较 AT、DCT 有优势
产品缺点	操作复杂、舒适性差	换挡动力中断、舒适性差、控制系统要求高	结构复杂、价格偏高、专利封锁	结构较复杂、扭矩范围受限、干式散热性差、稳定性略差	结构复杂、控制系统要求高、扭矩范围受限
适用车型	低成本入门级车型、运动车型、追求驾驶乐趣	低成本乘用车、商用车	适用范围最广、各类车型均适用	中小排量乘用车为主	小排量乘用车为主

资料来源：盖世汽车，天风证券研究所

在自动变速器方面，各国所选择的技术路径存在显著差异。欧美因地广人稀故以大排量、舒适性高的 AT 为主，日本则选择了适合交通拥堵、小排量节油型的 CVT 技术，各国对于自动变速器均采用了不同的工艺、技术和设计原理，然而因存在技术封锁等原因，国内厂家在 AT 自主研发上始终进展有限，因此具备相对更宽松专利环境以及节油优势的 DCT 成本国内主流自主品牌的技术路径选择。

然而相较于 DCT，CVT 兼具舒适性以及经济性。对比于传统的齿轮变速器，CVT 主要核心部件为两组锥形轮和连接带，其主要是通过油压控制主动轮与从动轮的夹紧与放松来改变带轮锥面与传动带啮合点的工作直径从而改变传动比，但其工作原理是通过钢带与连接带的摩擦力来传递动力，因此对连接带的强度和使用寿命具有很高的要求，同时扭矩承载能力相对受限，然而其更为平滑的驾驶平顺性以及较高的传动效率使得被大量品牌所采用。另外，因为其扭矩较小的特点导致产品主要应用于小排量车型，因此无论是从节油或终端车型购买来说均具备较高的经济性。

图 13: CVT 内部结构图

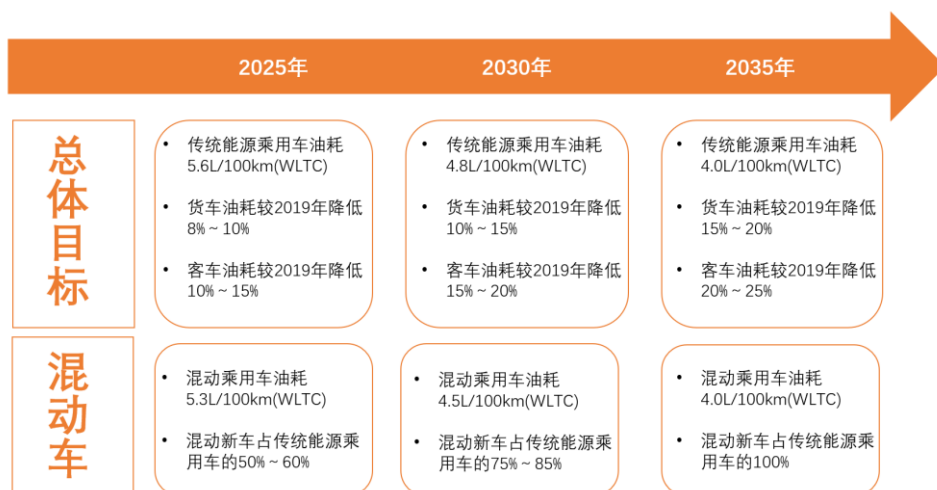




资料来源：公司官网，天风证券研究所

同时，CVT 传动效率较高，节油减排优势显著。2020 年工信部以及中国汽车工程学会组织在《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中提出，在 2025 年、2030 年以及 2035 年，乘用车含新能源车的新车平均油耗要分别达到百公里 4.6 升、3.2 升和 2.0 升；传统能源乘用车不含新能源车的新车平均油耗分别达到百公里 5.6 升、4.8 升和 4.0 升。国家对于节能减排政策逐步趋严，其对油耗目标进一步的要求有望加速 CVT 的快速渗透。

图 14：国家对节能减排提出了进一步的要求



资料来源：EV 视界，工信部，天风证券研究所

国内自主品牌主要采用 DCT 及 CVT 技术路径。基于 CVT 平顺性及经济性优势，国内主流的自主车企品牌主要采用大排量配套 DCT 变速器，中小排量使用 CVT 变速器的结合技术路线。

表 2：国内自主品牌部分车型变速器类型

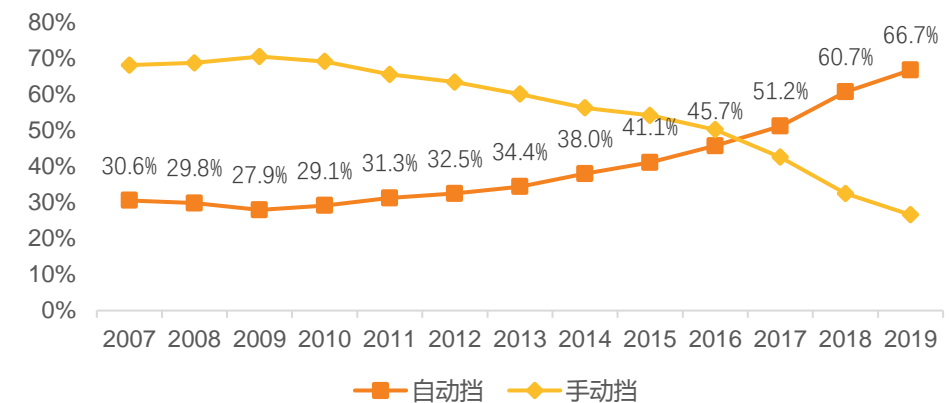
品牌	变速器类型	车型
吉利	CVT	缤瑞
		帝豪 S
		帝豪 GL
		远景 X6
		远景 X3
		帝豪
奇瑞	DCT	领克 01
		博瑞
		豪越
	CVT	瑞虎 5
		瑞虎 3
		奇瑞 A3
奇瑞	CVT	艾瑞泽 7
		瑞虎 5X

捷途	DCT	瑞虎 7
		瑞虎 8
		瑞虎 5X
	DCT	魏派 P8
		哈弗 H7
		魏派 VV5
		魏派 VV7
		哈弗 H5
		哈弗 H6
		哈弗 H2S
长城	CVT	秦
		宋
	DCT	汉
比亚迪	DCT	秦
		宋
比亚迪	DCT	汉

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

**我国汽车自动变速器渗透率持续提升。**从 2007 年至 2019 年，我国自动变速器由 30.6%逐步提升至 66.7%，渗透率提升速度较快。然而，对比于美国日本高达 94%、84%的自动变速器渗透率、驾驶员逐渐年轻化以及消费升级等角度来看，国内的自动变速器市场空间仍存在较大的提升空间。

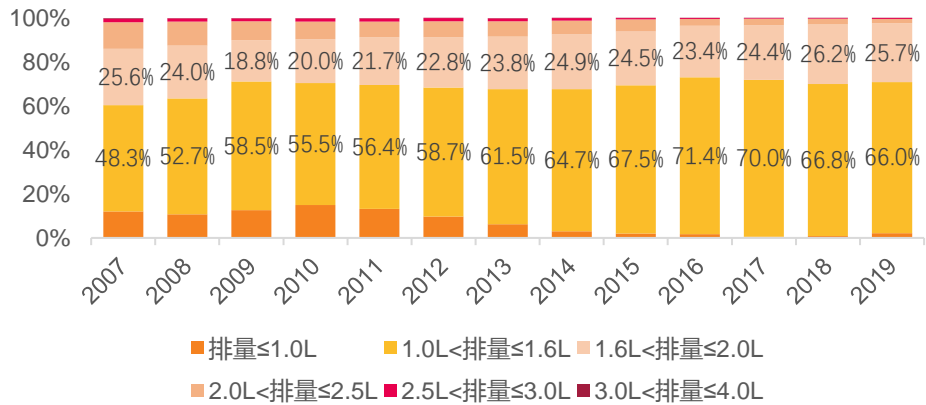
图 15：自动挡渗透率持续提升



资料来源：Wind，中汽协，天风证券研究所

同时，基于主流车型分布在 1.0L 以及 1.6L 排量区间，并且近年来均保持在较高的销量占比水平，**基于此我们判断未来 CVT 的渗透率以及渗透速度将得到进一步提升。**

图 16：1.0L<排量<1.6L 为主流排量车型



资料来源：Wind，中汽协，天风证券研究所

伴随着渗透率提升,预计国内 CVT 市场 2023 年将达到 449 亿元。根据中机中心数据显示,截止于 2019 年前 8 月我国 CVT 渗透率达到 24.2%,同比提升 5.5pct。基于此,我们假设 2021 年/2022 年/2023 年乘用车销量分别为 2034 万/2074 万/2116 万辆,对应 CVT 市场分别为 415 亿元/431 亿元/449 亿元。

表 3: 国内 CVT 市场测算

	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
国内乘用车销量 (万辆)	2,143	2014	2034	2074	2116
yoy (%)		-6%	1%	2%	2%
单车价值量 (元/车)	8000	8000	8000	8000	8000
渗透率	24.2%(2019 年前 8 月)	24.5%	25.5%	26.0%	26.5%
CVT 测算市场空间 (亿元)	415	395	415	431	449

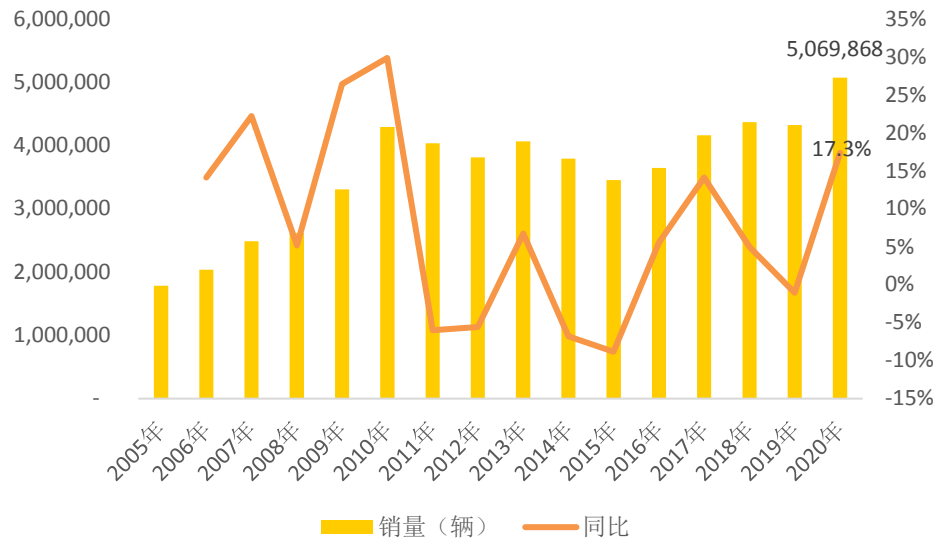
资料来源：盖世汽车，中机中心，中汽协，天风证券研究所

目前国内 CVT 企业竞争格局主要以万里扬、加特可、邦奇以及容大为主。其中，加特可为全球 CVT 行业龙头，但其主要配套日系主机厂。容大已被小康股份收购，主要用于小康股份自有车型。国内与万里扬形成竞争关系的主要为邦奇，但邦奇近年来产品发展速度较慢，同时其产能及新产品开发因母公司资金周转问题受到部分影响。在该竞争格局中，万里扬有望凭借自身产能优势、技术优势以及客户优势，在 CVT 市场份额进一步提升。

## 2.2. 商用车：精细化竞争时代的领跑者

根据中汽协数据显示，我国 2020 年商用车销量 506.99 万辆，同比增长 17.3%，创历史新高。虽然因应对疫情国家加大基建投资及促进消费力度提前“透支”了部分下游需求，但随着我国对交通运输环境和相关法规进一步的优化和规范，我们认为 2021 年商用车销量依可能维持在较高水平。

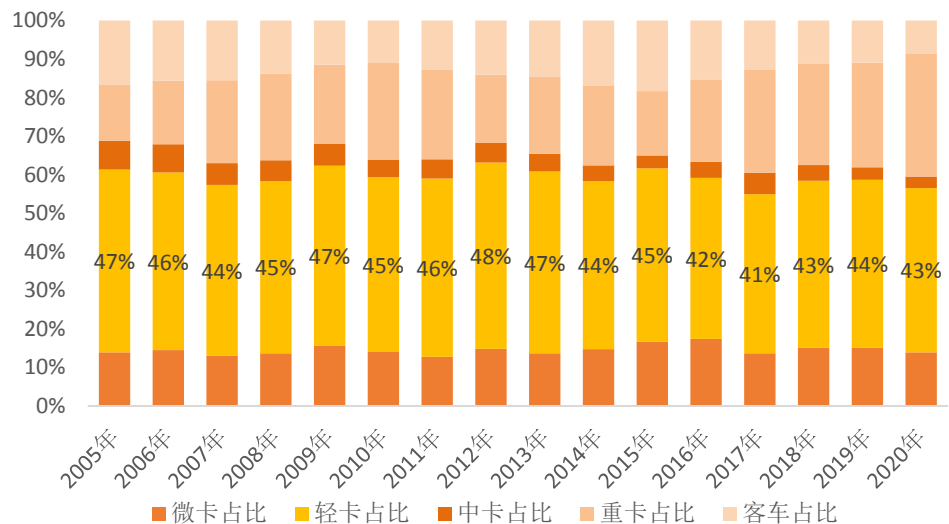
图 17: 2020 年我国商用车销量达到 500 万辆以上



资料来源: Wind, 中汽协, 天风证券研究所

从销售结构来看，轻卡销售市场表现较好。从商用车整体销量结构来看，轻卡为主要销量车型，在 2020 年销量占比达到 43%，重卡、微卡、客车和中卡销售占比分别为 32%、14%、9%以及 3%。此外，2021 年 1-4 月，我国卡车市场产销分别为 175.9 万辆以及 179.7 万辆，同比累计+47.1%和+46.9%。其中，轻卡 1-4 月产销分别为 80.7 万辆和 81.4 万辆，同比累计+51.6%和+48.5%，已占历史销量峰值的 36%以上（2020 年轻卡销量 220 万辆左右）。

图 18: 我国轻卡销量占比在商用车中 40%以上

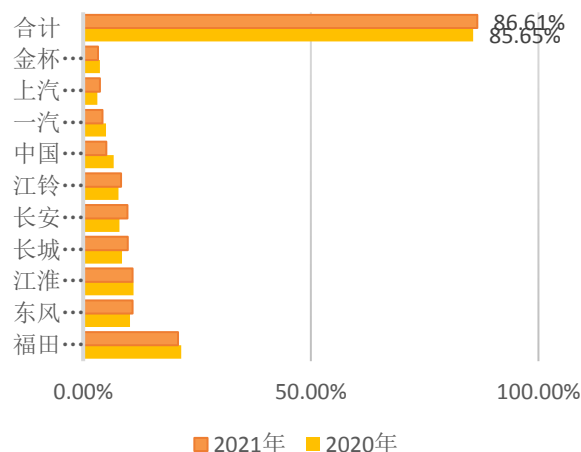
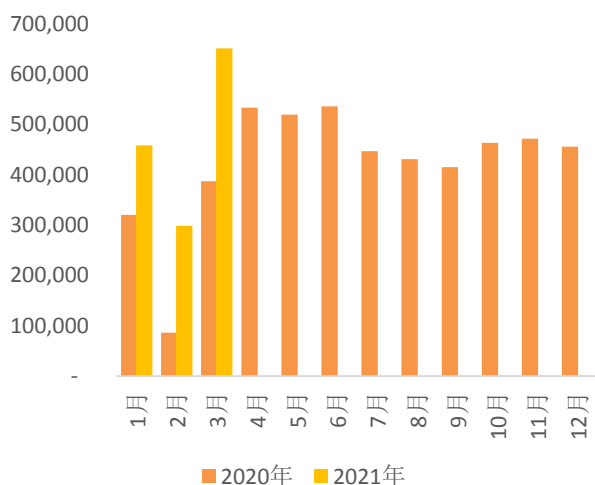


资料来源: Wind, 中汽协, 天风证券研究所

另外值得注意的是，商用车市场逐步趋向集中化。根据数据显示，TOP10 的轻卡企业 2021 年 1~4 月均实现两位数的高增长，其中长安汽车同比+81.4%，增速最为显著；其次为上汽大通，增幅 75.4%，TOP10 市场份额同比+1pct，头部车企集中度进一步提升。

图 19: 2021 年 Q1 商用车销量同比增长显著

图 20: 商用车市场趋向头部化集中

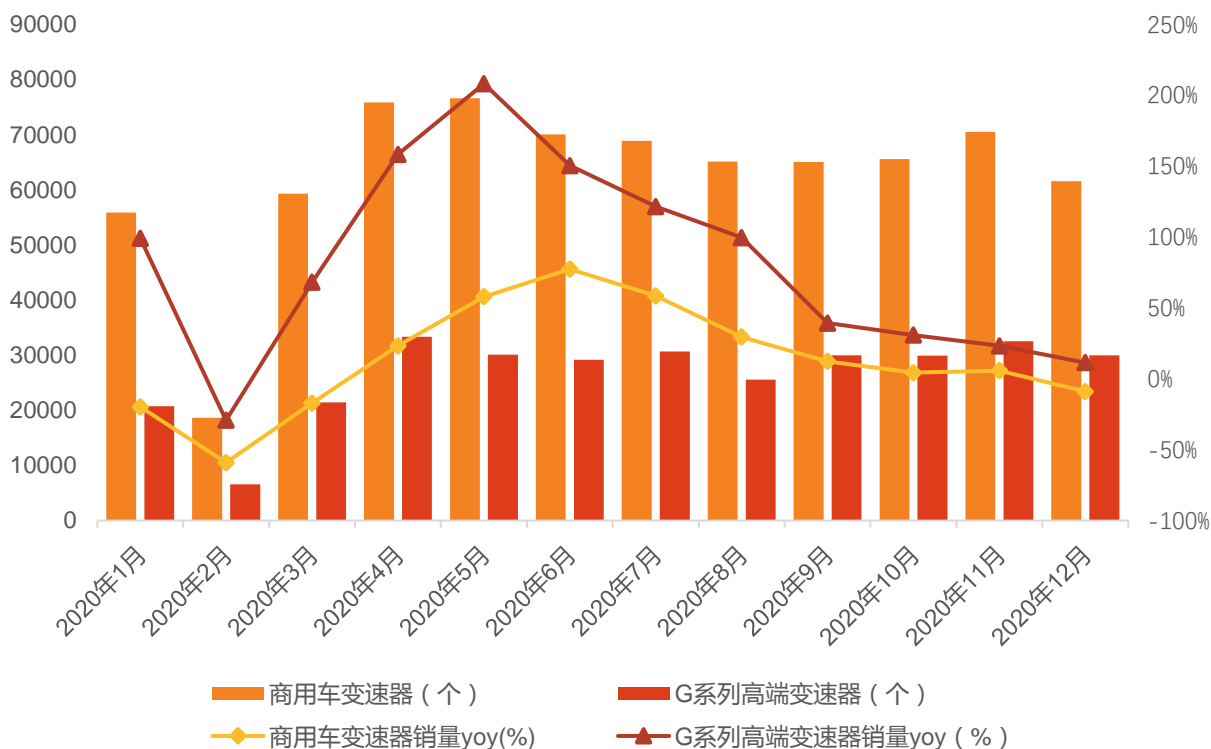


资料来源：商用车新网，天风证券研究所

资料来源：商用车新网，天风证券研究所

在商用车变速器领域，万里扬产品主要包括手动挡变速器(5MT、6MT、7MT、8MT、9MT、12MT)和 AMT、ECMT，公司已实现对 SUV、MPV、微卡、轻卡、中卡、重卡以及客车变速器的覆盖，可满足不同类型的客户需求，目前公司在商用车高端轻微卡变速器市场的市占率达到 60%以上。基于产品全面覆盖的基础上，万里扬以高端化、轻量化、自动化、差异化为主要竞争战略，进一步扩大其高端产品的销售占比和市场份额，稳固其轻卡市场的领先优势。公司更是凭借在中轻型商用车变速器领域的领导地位，被工业和信息化部、中国工业经济联合会评为制造业单项冠军示范企业。

图 21：万里扬 G 系列高端变速器增长显著

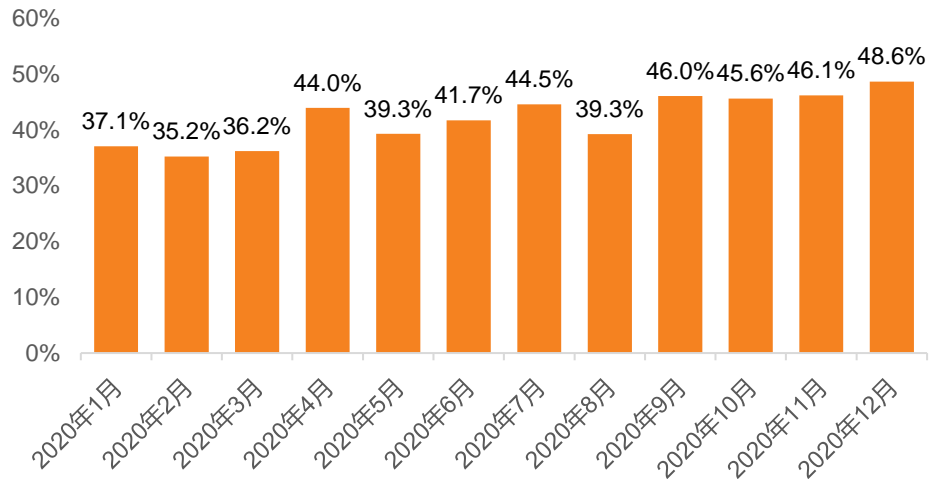


资料来源：公司公告，天风证券研究所



万里扬开发的 G 系列高端产品主要应用于轻微型变速器，凭借其轻量化以及高性能等竞争优势，获得国内各大主流厂商认可，市场份额进一步得到提升。该产品主要采用全铝合金壳体结构，同时优化传动比设计，提升齿轮制造精度，具备强度高、重量轻、传动效率高以及节油等性能优势。

图 22：商用车中 G 系列高端变速器销售占比显著提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，公司在积极推动多挡箱产品的开发、试验和应用的同时，大力开拓商用车中重卡市场以及皮卡轻客市场，积极推广商用车混合动力系统、重卡 AMT 等全新产品，在商用车自动化以及节能减排趋势商提前布局，目前已先后完成了部分型号与福田汽车、东风汽车的开发、验证和量产等工作。

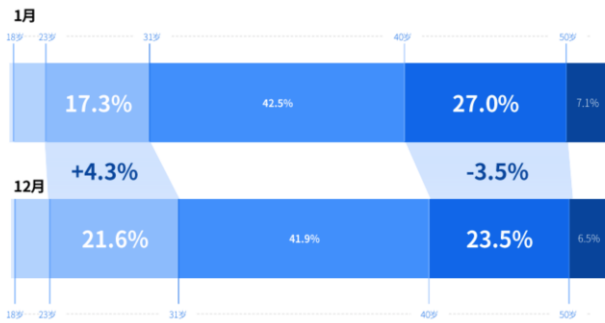
### 2.3. 商用车新技术发展方向关键词：自动化、智能驾驶、节能减排

随着技术升级以及消费升级需求，商用车也进入自动挡升级至自动挡的快车道。根据中国汽车报数据显示，我国 2020 年自动挡重卡销量为 4.8 万辆，同比增长 512.2%，渗透率由 2019 年的 0.67% 提升至 2020 年的 3%。据统计，2021 年上海车展展出卡车中 80% 为自动挡车型，同时大部分客车产品也配套了自动变速器。

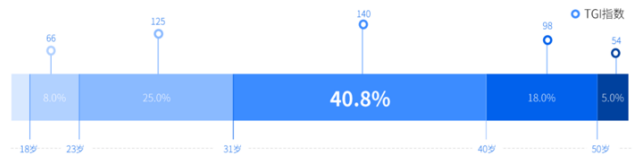
相比于手动变速器，自动变速器不仅能够进一步降低油耗，同时舒适性更高，操作更为简单。据统计在商用车领域，2020 年 40 岁以下的年轻用户占比 73%，同比+5pct。同时，根据巨量算数数据显示，在货车用户中，24~30 岁的用户占比同比增加 4.3pct，31~50 岁的用户占比同比减少 3.5pct；在客车用户中，31~40 岁人群占比 40.8%，24~30 岁用户占比 25%，可见无论是货车还是客车用户中年轻群体占比较高，而驾驶的舒适性、便捷性恰恰是年轻用户的内在需求。因此，我们认为随着商用车 AMT 技术的不断完善、下游应用的推广以及用户趋向年轻化，我们认为未来商用车自动化将成为大势所趋。

图 23：货车用户 24~30 岁年轻用户同比增加 4.3pct

图 24：客车用户 31~40 岁为主要人群



资料来源：巨量算数，天风证券研究所

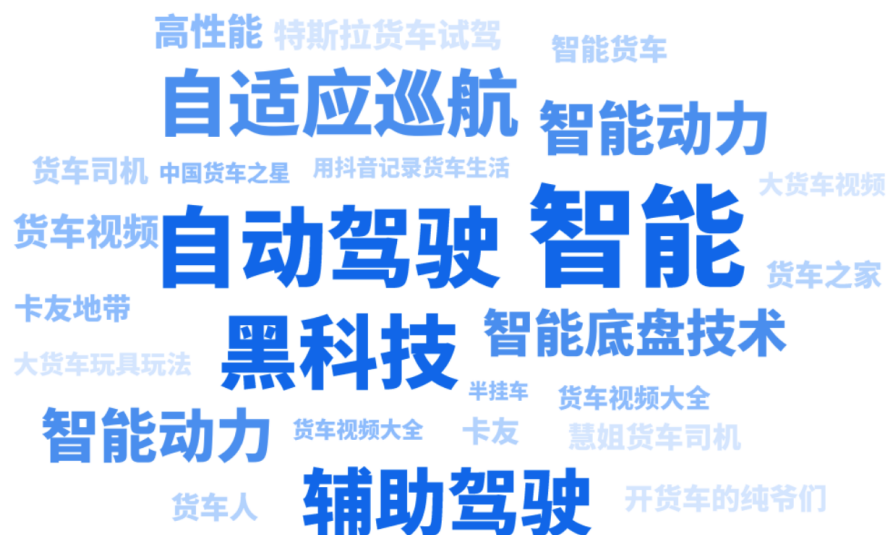


资料来源：巨量算数，天风证券研究所

另外，我们认为智能驾驶也将成为商用车行业的下一个爆发点。目前，我国交通运输部再次将自动驾驶列为 2021 年商用车重点发展之一，目前主流的知名卡车品牌在自动驾驶领域均已有所突破，其中港口、环卫等应用场景自动驾驶视线程度最高，大部分已经达到 L4 级，列队跟驰的智能化车队管理系统更是各家的研发重点方向。通过搭载传感器、控制器等一系列装置，在无人干预的情况下通过智能互联实现复杂的环境感知以及对应的智能决策，最终形成安全、高效的智能化自动驾驶将对商用车行业产生巨大的经济价值。并且，基于对追求高效、盈利的商用车领域来说，自动驾驶应用进程或将比乘用车更为快速。

同时，从消费者角度来看，“智能化”、“自动化”以及“科技感”等产品属性也是他们的关注点。根据社交媒体搜索内容显示，“智能”、“辅助驾驶”以及“自动驾驶”等科技类关键词搜索量显著提升。

图 25：商用车搜索关键词



资料来源：威尔森汽车智能决策，天风证券研究所

节能减排、治超政策进一步趋严或带来历史机遇。根据我国排放升级政策要求，自 2020 年 7 月 1 日起，全国范围内公交、邮政、环卫车辆必须满足国六的排放标准，所有生产、进口、销售和注册登记的重型柴油车必须符合国六 a 标准。同时，国三柴油货车的淘汰更加迫在眉睫，山东、河南洛阳等地计划 2021 年底前淘汰全部国三柴油货车。另外，国家

持续加强对超载超限的治理，推动商用车载重合规化和动力标载化。在该行业政策背景之下，商用车未来节能化、合规化以及轻量化是确定性趋势。作为国内主流汽车厂国六车型变速器产品的供应商，万里扬随着配套车型不断增加，市场份额有望进一步提升。

### 3. 坚持自主研发路线，产品矩阵不断扩容

公司最早从事商用车手动变速器的生产及销售，通过在 2015 年收购吉利手动变速器业务以及 2016 年收购奇瑞变速箱公司先后切入了乘用车手动变速器、自动变速器业务领域，产品矩阵进一步丰富，并与吉利、奇瑞整车品牌逐步建立深度配套关系。

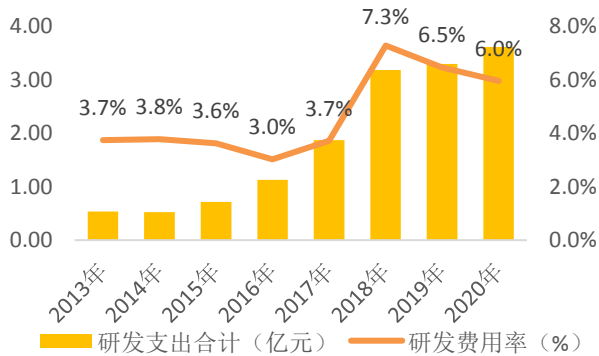
表 4：万里扬吉利、奇瑞配套车型

整车品牌	配套车型
吉利	帝豪 GS
	帝豪 GL
	远景 X3
	远景 X6
	缤瑞国六车型
	缤越
	SS11 平台
奇瑞	瑞虎系列
	艾瑞泽系列
	捷途系列

资料来源：公司公告，公司投资者关系活动表，天风证券研究所

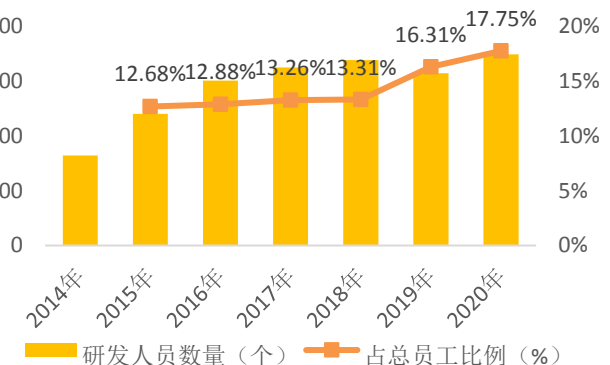
公司凭借自身多年变速器领域的生产制造经验累积，在外延吸收新产品线的基础之上持续加大研发投入力度对产品进行迭代升级。2020 年公司研发支出合计 3.61 亿元，近三年公司研发支出均保持了较高水平。

图 26：公司持续加大研发投入力度



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：研发人员数量及占比不断提升

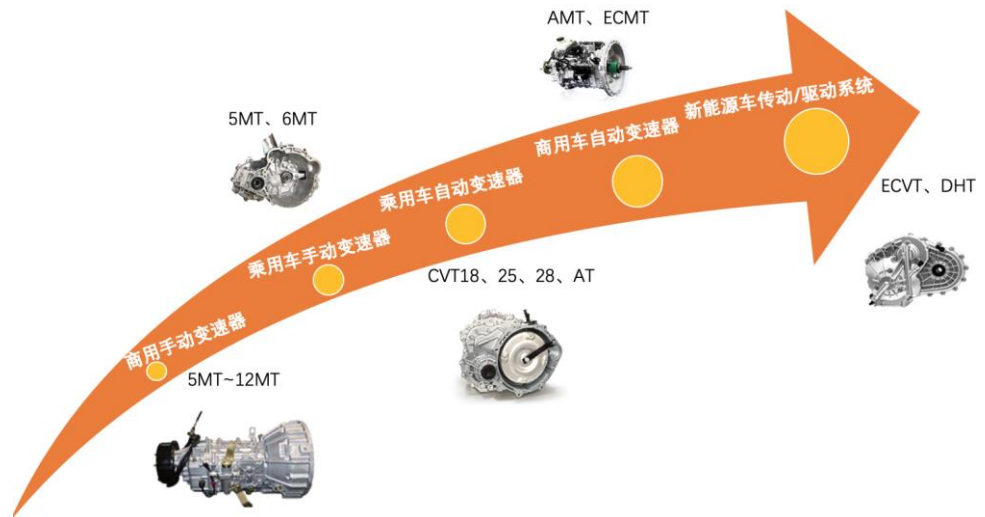


资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，在乘用车方面，原本只能满足 190N.m 的 CVT 系列产品公司已自主研发升级至可满足 300N.m 的车型需求；新开发的 DHT 混动系统扭矩可达到 400N.m，能够节省 30% 的经

济性油耗，可适配国内 A、B 级主流车型；在商用车中，公司轻卡 AMT 已搭载多个主流客户品牌，并且正在积极开发中重卡 AMT 项目。与此同时，其商用手动变速器产品线进一步拓宽至重卡，持续开发 9 档、10 档及 12 档变速器以进一步满足 900-2800N.m 的产品需求。在新能源车业务，公司基于在 CVT 技术及产品等各方面优势，成功开发出全球纯电动汽车首款无极变速器产品（ECVT），并且快速推进 EV 减速器、ED “二合一”电驱动系统、EDS “三合一”电驱动系统等新能源汽车传动及驱动系统产品的研发和应用。

图 28：公司产品矩阵不断丰富



资料来源：公司官网，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

我们按照公司不同的产品进行拆分，对收入的预测基于以下核心假设：

1. 公司与吉利汽车 SS11 平台、东风汽车、庆铃汽车等新增车型定点及配套进度符合预期；
2. 公司高附加值产品如商车 G 系列等产品收入占比保持持续增加态势；
3. 行业乘用车及商用车自动变速器渗透率持续提升。

表 4：公司各业务收入预测（亿元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
乘用车变速器						
业务占比	41.53%	53.96%	63.35%	63.64%	63.86%	64.08%
营收（亿元）	18.15	27.52	38.42	46.11	55.56	67.23
yoy	47.84%	51.59%	39.63%	20.00%	20.50%	21.00%
商用车变速器						
业务占比	36.60%	31.48%	31.85%	32.26%	32.64%	33.02%
营收（亿元）	16.00	16.05	19.32	23.37	28.40	34.65
yoy	2.94%	0.35%	20.33%	21.00%	21.50%	22.00%
轻卡变速器						
业务占比	27.72%	31.48%	31.85%			
营收（亿元）	12.12	16.05	19.32			

yoy	1.81%	32.49%	20.33%		
中卡变速器	2018	2019	2020	2021E	2022E
业务占比	8.86%				
营收（亿元）	3.87				
yoy	7.10%				
重卡变速器	2018	2019	2020	2021E	2022E
业务占比	0.02%				
营收（亿元）	0.01				
yoy	-69.02%				
农机变速器	2018	2019	2020	2021E	2022E
业务占比	1.7%	0.7%	0.0%		
营收（亿元）	0.74	0.35	0.00		
yoy	34.2%	-52.5%	-100.0%		
配件	2018	2019	2020	2021E	2022E
业务占比	1.62%	1.93%	2.12%	1.86%	1.63%
营收（亿元）	0.71	0.99	1.29	1.35	1.42
yoy	-47.03%	39.36%	30.57%	5.00%	5.00%
融资租赁	2018	2019	2020	2021E	2022E
业务占比	0.9%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
营收（亿元）	0.39	0.22	0.29	0.29	0.29
yoy	-35.27%	-43.88%	31.97%	0.00%	0.00%
汽车内饰件	2018	2019	2020	2021E	2022E
业务占比	14.76%	6.87%			
营收（亿元）	6.45	3.50			
yoy	-22.93%	-45.68%			
其他	2018	2019	2020	2021E	2022E
业务占比	2.92%	4.65%	2.20%	1.84%	1.54%
营收（亿元）	1.27	2.37	1.34	1.34	1.34
yoy	-89.04%	85.92%	-43.63%	0.00%	0.00%
总合计	2018	2019	2020	2021E	2022E
营收（亿元）	43.71	51.00	60.65	72.45	87.00
yoy	-13.11%	16.68%	18.92%	19.46%	20.07%
成本（亿元）	33.16	40.09	48.80	57.39	68.11
毛利（亿元）	10.55	10.91	11.85	15.06	18.89
毛利率	24.14%	21.39%	19.54%	20.79%	21.71%

资料来源：天风证券研究所

作为我国自主变速器龙头企业，万里扬将凭借自身技术优势、产能优势以及客户优势在乘用车和商用车自动变速器渗透率提升、以及国家节能减排标准升级的过程中充分受益，市场份额有望进一步提升。我们预计公司 21/22/23 年实现营收 72.5/87.0/104.9 亿元，净利润 7.3/9.2/11.6 亿元，对应 EPS0.6/0.7/0.9 元，基于公司作为国内自主变速器龙头企业，给予 2022 年 20PE，目标价 13.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司市值及估值情况

证券代码	证券简称	市值（亿元）	市盈率 PE		
			TTM	2021E	2022E
600660.SH	福耀玻璃	1406.13	26.07	37.73	28.06



600741.SH	华域汽车	755.39	40.31	67.02	44.45
601966.SH	玲珑轮胎	611.63	33.72	50.18	40.25
002920.SZ	德赛西威	579.7	11.73	18.20	15.79
601799.SH	星宇股份	550.35	23.56	48.02	44.17
601689.SH	拓普集团	411.28	26.07	37.73	28.06
601058.SH	赛轮轮胎	308.56	40.31	67.02	44.45
603786.SH	科博达	263.63	33.72	50.18	40.25
000581.SZ	威孚高科	249.31	11.73	18.20	15.79
600699.SH	均胜电子	243.79	23.56	48.02	44.17
	平均值		31.33	23.30	19.26

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 主要原材料、零配件供应和价格波动的风险。**公司主要原材料为钢材、铝材、生铁、废钢，主要零配件为齿轮、轴、壳体、同步器、钢带、液力变矩器等，其中 CVT 钢带等配件需进口，目前暂无国产品牌可替代，如未来主要原材料或零配件出现供应不及时或价格出现大幅波动，将给公司带来一定的经营风险。
- 2) 市场竞争风险。**随着汽车电动化、智能化等趋势进一步加强，以及对节能减排需求提升的大背景下，新能源汽车的快速发展或有可能对传统汽车及零部件企业带来较大的竞争压力。
- 3) 疫情进一步扩散风险。**受新冠肺炎疫情影响，2020 年全年汽车行业销量承压，如果未来疫情进一步加剧，全球经济下行将影响整车销量需求。
- 4) 客户集中风险。**公司乘用车领域主要与吉利、邦奇等车企品牌进行深度合作，商用车为国内各大厂商进行配套，如若核心客户对公司产品需求大幅减少，将会对公司生产及经营造成较大的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	714.63	1,152.66	579.63	999.65	839.31
应收票据及应收账款	2,018.42	2,207.23	3,761.59	2,530.51	5,057.26
预付账款	76.60	68.80	105.56	100.44	145.08
存货	701.47	864.80	1,404.79	1,075.80	2,094.54
其他	1,582.62	758.29	1,052.52	1,353.98	1,305.88
<b>流动资产合计</b>	<b>5,093.74</b>	<b>5,051.78</b>	<b>6,904.10</b>	<b>6,060.38</b>	<b>9,442.07</b>
长期股权投资	393.96	614.19	614.19	614.19	614.19
固定资产	2,418.97	2,644.76	2,696.94	2,701.15	2,663.59
在建工程	529.51	395.59	273.36	212.01	157.21
无形资产	605.57	519.82	411.60	303.39	195.17
其他	1,774.29	2,263.20	2,234.48	2,154.10	2,206.22
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,722.30</b>	<b>6,437.55</b>	<b>6,230.57</b>	<b>5,984.84</b>	<b>5,836.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,901.73</b>	<b>11,580.86</b>	<b>13,214.89</b>	<b>12,131.03</b>	<b>15,364.30</b>
短期借款	1,407.29	1,531.97	1,638.27	0.00	1,519.56
应付票据及应付账款	2,843.98	2,756.64	3,671.64	4,092.71	5,160.30
其他	231.90	339.35	576.22	355.12	510.87
<b>流动负债合计</b>	<b>4,483.17</b>	<b>4,627.96</b>	<b>5,886.13</b>	<b>4,447.83</b>	<b>7,190.73</b>
长期借款	50.07	0.00	2.39	0.00	176.18
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	133.36	264.55	155.05	184.32	201.31
<b>非流动负债合计</b>	<b>183.43</b>	<b>264.55</b>	<b>157.45</b>	<b>184.32</b>	<b>377.49</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,666.60</b>	<b>4,892.52</b>	<b>6,043.58</b>	<b>4,632.15</b>	<b>7,568.22</b>
少数股东权益	70.40	37.58	33.22	24.99	15.90
股本	1,340.00	1,340.00	1,340.00	1,340.00	1,340.00
资本公积	3,036.01	3,036.01	3,036.01	3,036.01	3,036.01
留存收益	5,029.88	5,515.91	5,798.09	6,133.89	6,440.18
其他	(3,241.16)	(3,241.15)	(3,036.01)	(3,036.01)	(3,036.01)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,235.13</b>	<b>6,688.35</b>	<b>7,171.31</b>	<b>7,498.88</b>	<b>7,796.08</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,901.73</b>	<b>11,580.86</b>	<b>13,214.89</b>	<b>12,131.03</b>	<b>15,364.30</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	395.35	611.90	732.77	915.57	1,155.82
折旧摊销	414.48	464.23	238.28	245.34	250.58
财务费用	95.09	56.75	72.45	0.00	0.00
投资损失	(71.06)	(52.02)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(245.47)	180.39	(1,575.19)	1,735.58	(2,388.33)
其它	196.36	(377.67)	(4.59)	(8.37)	(9.30)
<b>经营活动现金流</b>	<b>784.75</b>	<b>883.57</b>	<b>(536.28)</b>	<b>2,888.11</b>	<b>(991.22)</b>
资本支出	733.62	553.53	169.50	50.73	33.01
长期投资	31.10	220.23	0.00	0.00	0.00
其他	(1,059.99)	(1,306.29)	(218.20)	(136.32)	(83.06)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(295.26)</b>	<b>(532.53)</b>	<b>(48.70)</b>	<b>(85.58)</b>	<b>(50.04)</b>
债权融资	1,467.41	1,586.83	1,916.45	113.57	1,843.82
股权融资	(124.36)	(44.22)	137.20	4.51	4.51
其他	(1,903.80)	(1,631.32)	(2,041.70)	(2,500.59)	(967.41)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(560.75)</b>	<b>(88.71)</b>	<b>11.96</b>	<b>(2,382.51)</b>	<b>880.92</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(71.26)</b>	<b>262.34</b>	<b>(573.02)</b>	<b>420.02</b>	<b>(160.35)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5,099.83</b>	<b>6,064.88</b>	<b>7,245.40</b>	<b>8,699.86</b>	<b>10,491.34</b>
营业成本	4,009.04	4,879.61	5,739.29	6,811.09	8,145.81
营业税金及附加	35.63	23.02	28.98	43.50	52.46
营业费用	183.16	129.49	181.14	174.00	209.83
管理费用	196.26	120.98	144.91	174.00	209.83
研发费用	270.74	328.92	326.04	434.99	524.57
财务费用	88.54	48.75	72.45	0.00	0.00
资产减值损失	(18.91)	(0.45)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.80	38.84	0.00	0.00	0.00
其他	(134.55)	(178.80)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>417.12</b>	<b>674.53</b>	<b>752.59</b>	<b>1,062.28</b>	<b>1,348.85</b>
营业外收入	3.44	0.41	5.00	5.00	0.00
营业外支出	9.24	5.44	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>411.32</b>	<b>669.50</b>	<b>757.59</b>	<b>1,067.28</b>	<b>1,348.85</b>
所得税	15.97	57.60	29.41	160.09	202.33
<b>净利润</b>	<b>395.35</b>	<b>611.90</b>	<b>728.18</b>	<b>907.19</b>	<b>1,146.53</b>
少数股东损益	(4.98)	(5.38)	(4.59)	(8.37)	(9.30)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>400.33</b>	<b>617.28</b>	<b>732.77</b>	<b>915.57</b>	<b>1,155.82</b>
每股收益 (元)	0.30	0.46	0.55	0.68	0.86

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.68%	18.92%	19.46%	20.07%	20.59%
营业利润	-1.75%	61.71%	11.57%	41.15%	26.98%
归属于母公司净利润	13.86%	54.19%	18.71%	24.95%	26.24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.39%	19.54%	20.79%	21.71%	22.36%
净利率	7.85%	10.18%	10.11%	10.52%	11.02%
ROE	6.49%	9.28%	10.27%	12.25%	14.86%
ROIC	8.08%	10.44%	13.29%	12.21%	20.57%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.81%	42.25%	45.73%	38.18%	49.26%
净负债率	12.07%	6.49%	18.64%	-11.82%	12.88%
流动比率	1.16	1.11	1.19	1.38	1.33
速动比率	1.00	0.92	0.95	1.14	1.03
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.45	2.87	2.43	2.77	2.77
存货周转率	6.76	7.74	6.38	7.01	6.62
总资产周转率	0.49	0.54	0.58	0.69	0.76
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.30	0.46	0.55	0.68	0.86
每股经营现金流	0.59	0.66	-0.40	2.16	-0.74
每股净资产	4.60	4.96	5.33	5.58	5.81
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.41	17.13	14.43	11.55	9.15
市净率	1.72	1.59	1.48	1.41	1.36
EV/EBITDA	11.28	8.00	10.18	6.63	6.57
EV/EBIT	17.21	11.85	13.13	8.16	7.79

## 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com