

万里扬 (002434.SZ)

2021年10月26日

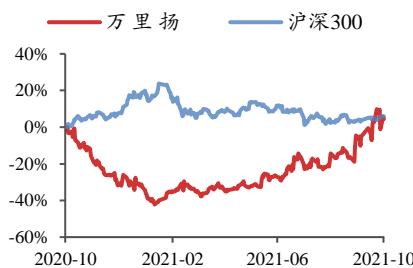
## 乘用车 CVT 带动业绩增长，混动产品落地在即

## ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/10/26
当前股价(元)	11.96
一年最高最低(元)	12.73/6.87
总市值(亿元)	160.26
流通市值(亿元)	160.15
总股本(亿股)	13.40
流通股本(亿股)	13.39
近3个月换手率(%)	107.65

## 股价走势图



## 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-变速器龙头，布局混动系统迎二次增长》-2021.10.14

邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

## ● 公司 2021 年单三季度营收、归母净利润均实现环比正增长

公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度实现营业收入 43.30 亿元，同比+4.63%；前三季度实现归母净利润 5.1 亿元，同比+0.24%。2021 年单三季度，公司实现营业收入 15.59 亿元，同比-1.77%；单三季度实现归母净利润 1.99 亿元，同比-13.72%。公司积极切入新车型，下游客户需求增加，此外产品结构有所改善，2021 年 Q3 营收及净利润环比均实现正增长，单季营收环比+10.02%，单季归母净利润环比+41.13%。考虑到公司产品结构优化持续进行，混动产品有望带来二次增长，我们上调公司 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 7.3 (+0.3) /9.2 (+0.6) /12.0 (+0.6) 亿元，EPS 为 0.55 (+0.03) /0.68 (+0.04) /0.89 (+0.04) 元/股，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 21.9/17.5/13.4 倍，维持“买入”评级。

## ● 核心客户吉利汽车、奇瑞汽车带动公司乘用车业务需求增长

2021 年 Q3，受到缺芯以及商用车需求低迷影响，乘用车、商用车行业销量较 Q2 均有下滑。公司核心客户奇瑞汽车 2021 年推出新车型瑞虎 8 鳌鹏版、瑞虎 5x 超级英雄版、瑞虎 7 PLUS，同时海外市场迎来大放量，2021 年前三季度海外销量达 18.8 万辆，是 2020 年同期的 2.55 倍。下游核心客户销量表现强劲，且公司 CVT 产品新增吉利汽车 SS11 平台等车型的配套，双重因素叠加，公司 Q3 营收和归母净利润环比均实现较大幅度增长。

## ● 混动 DHT 系统积极对接客户，所搭载 3 款样车正在进行调校测试

公司自主研发双电机搭配 CVT 无级变速器的混动 DHT 系统，可实现速比范围大，无级变速平顺性好，目前已完成 3 个客户的样车安装，正在进行调校测试。双积分政策倒逼各车企加快混动车型推出，自主品牌车企新一代混动系统百花齐放，混动市场有望迎来高增长。公司混动产品落地在即，有望贡献增量业绩。

## ● 风险提示：汽车销量不及预期、新客户拓展不及预期、原材料价格波动风险。

## 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,100	6,065	6,851	7,978	10,141
YOY(%)	16.7	18.9	13.0	16.4	27.1
归母净利润(百万元)	400	617	733	915	1,196
YOY(%)	13.9	54.2	18.8	24.8	30.7
毛利率(%)	21.4	19.5	20.0	21.0	22.2
净利率(%)	7.8	10.2	10.7	11.5	11.8
ROE(%)	6.3	9.1	10.7	12.3	14.7
EPS(摊薄/元)	0.30	0.46	0.55	0.68	0.89
P/E(倍)	40.0	26.0	21.9	17.5	13.4
P/B(倍)	2.6	2.4	2.4	2.2	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5179	5143	5958	6357	8470	<b>营业收入</b>	5100	6065	6851	7978	10141
现金	715	1153	932	911	766	营业成本	4009	4880	5479	6303	7893
应收票据及应收账款	2018	2207	2566	2992	4073	营业税金及附加	36	23	47	47	56
其他应收款	699	335	911	609	1419	营业费用	183	129	137	160	198
预付账款	77	69	95	96	147	管理费用	196	121	130	144	183
存货	701	865	894	1129	1405	研发费用	271	329	370	455	598
其他流动资产	969	515	560	620	660	财务费用	89	49	97	100	126
<b>非流动资产</b>	5722	6438	6709	7213	8203	资产减值损失	-19	-0	17	-3	7
长期投资	394	614	841	1067	1295	其他收益	172	153	163	158	160
固定资产	2419	2645	2770	2993	3611	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	606	520	480	441	413	投资净收益	53	39	46	47	47
其他非流动资产	2304	2659	2618	2712	2884	资产处置收益	-2	0	0	-0	-0
<b>资产总计</b>	10902	11581	12667	13570	16673	<b>营业利润</b>	417	675	783	979	1288
<b>流动负债</b>	4483	4628	5568	5912	8293	营业外收入	3	0	2	2	1
短期借款	1407	1532	1721	1873	2546	营业外支出	9	5	5	6	6
应付票据及应付账款	2844	2757	3532	3701	5358	<b>利润总额</b>	411	669	779	975	1283
其他流动负债	232	339	315	338	388	所得税	16	58	51	68	96
<b>非流动负债</b>	183	265	285	305	327	<b>净利润</b>	395	612	729	907	1186
长期借款	50	0	0	1	2	少数股东损益	-5	-5	-5	-8	-10
其他非流动负债	133	265	284	304	324	<b>归属净利润</b>	400	617	733	915	1196
<b>负债合计</b>	4667	4893	5853	6218	8620	EBITDA	893	1192	1296	1593	2067
少数股东权益	70	38	33	25	15	EPS(元)	0.30	0.46	0.55	0.68	0.89
股本	1340	1340	1340	1340	1340						
资本公积	3036	3036	3036	3036	3036	<b>主要财务比率</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1994	2480	2807	3161	3615	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	6165	6651	6781	7328	8038	营业收入(%)	16.7	18.9	13.0	16.4	27.1
负债和股东权益	10902	11581	12667	13570	16673	营业利润(%)	-1.7	61.7	16.0	25.1	31.5
						归属于母公司净利润(%)	13.9	54.2	18.8	24.8	30.7
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	21.4	19.5	20.0	21.0	22.2
						净利率(%)	7.8	10.2	10.7	11.5	11.8
						ROE(%)	6.3	9.1	10.7	12.3	14.7
						ROIC(%)	5.9	7.9	9.1	10.4	11.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	42.8	42.2	46.2	45.8	51.7
						净负债比率(%)	13.7	9.6	14.9	16.5	25.5
						流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
						速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	2.5	2.9	2.9	2.9	2.9
						应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.30	0.46	0.55	0.68	0.89
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.66	0.74	0.94	1.03
						每股净资产(最新摊薄)	4.60	4.96	5.06	5.47	6.00
						<b>估值比率</b>					
						P/E	40.0	26.0	21.9	17.5	13.4
						P/B	2.6	2.4	2.4	2.2	2.0
						EV/EBITDA	19.0	14.0	13.2	10.8	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn