

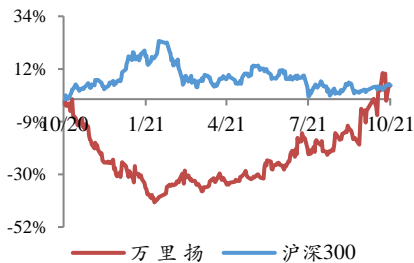
## 布局混动时代，发力新能源市场

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-10-27

收盘价（元）	11.96
近12个月最高/最低（元）	12.56/6.61
总股本（百万股）	1,340
流通股本（百万股）	1,339
流通股比例（%）	99.93
总市值（亿元）	160
流通市值（亿元）	160

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 核心逻辑：

传统业务方面，公司下游客户吉利、奇瑞等车企进入车型强周期，公司自动变速器业务有望充分受益。与此同时，公司基于在 CVT 领域的技术优势，打造具备差异化架构的 DHT 产品，在空间、成本等方面具备优势，后续有望享千亿市场。

#### ● DHT：供给需求双发力，千亿市场开启。

根据节能与新能源技术路线图规划，到 2025 年混动新车占传统能源乘用车的 50%~60%，其将作为主流的动力方式存在，千亿市场开启。需求方面，比亚迪 DMi 打响自主 DHT 量产第一枪，凭借在节油、动力、续航、价格等方面的优势逐步实现对燃油车的替代，订单旺盛。供给方面，自主厂商开启混动元年，各车企通过档位、控制策略实现差异化竞争，进一步推动 DHT 的普及。万里扬基于 CVT 技术优势自主打造 DHT 产品，在尺寸、成本等方面具备竞争力，有望基于现有客户基础实现在新能源领域的拓展。

#### ● 变速器：商乘并举，变速器业务稳步推进。

乘用车变速器方面，公司深度绑定吉利、奇瑞等优质客户，而下游客户进入新车强周期，公司将充分受益。商用车方面，公司在轻中卡领域市占率稳居前列，轻卡市场受益治超治载，其销量稳步提升。公司高端 G 系列产品渗透率超过 40%，随着国六标准的普及，G 系列产品渗透率有望逐步提升，公司轻卡产品有望迎来量价齐升。同时公司储备轻卡混动产品，在经济型与舒适性方面具备优势，后续有望普及。

#### ● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.51 元、0.65 元和 0.87 元。首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

新能源汽车发展不及预期；主流客户发展不及预期等风险。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6065	6522	8136	11051
收入同比（%）	18.9%	7.5%	24.7%	35.8%
归属母公司净利润	617	681	867	1172
净利润同比（%）	54.2%	10.4%	27.3%	35.1%
毛利率（%）	19.5%	20.0%	20.2%	20.4%
ROE（%）	9.3%	9.3%	10.6%	12.5%
每股收益（元）	0.47	0.51	0.65	0.87
P/E	19.36	22.20	17.44	12.91
P/B	1.80	2.06	1.85	1.61
EV/EBITDA	11.83	16.85	13.16	9.90

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

总论 .....	5
1、深耕变速器市场，打造专业第三方供应商 .....	7
2、顺应新能源汽车发展趋势，DHT 迎来发展机遇 .....	11
2.1 政策：政策助力，千亿市场静待开启 .....	11
2.2 需求：比亚迪打响自主 DHT 量产第一枪，订单需求旺盛 .....	12
2.3 供给：百家争鸣，自主混动元年开启 .....	15
2.4 万里扬：储备 DHT 产品，静待量产 .....	18
3、商乘并举，变速器业务稳步推进 .....	20
3.1 乘用车：与下游优质客户共同成长 .....	20
3.2 商用车：混动化与高端化有望成为趋势 .....	21
4、盈利预测与估值分析 .....	24
4.1 盈利预测 .....	24
4.2 估值分析 .....	25
风险提示： .....	26
财务报表与盈利预测 .....	27

## 图表目录

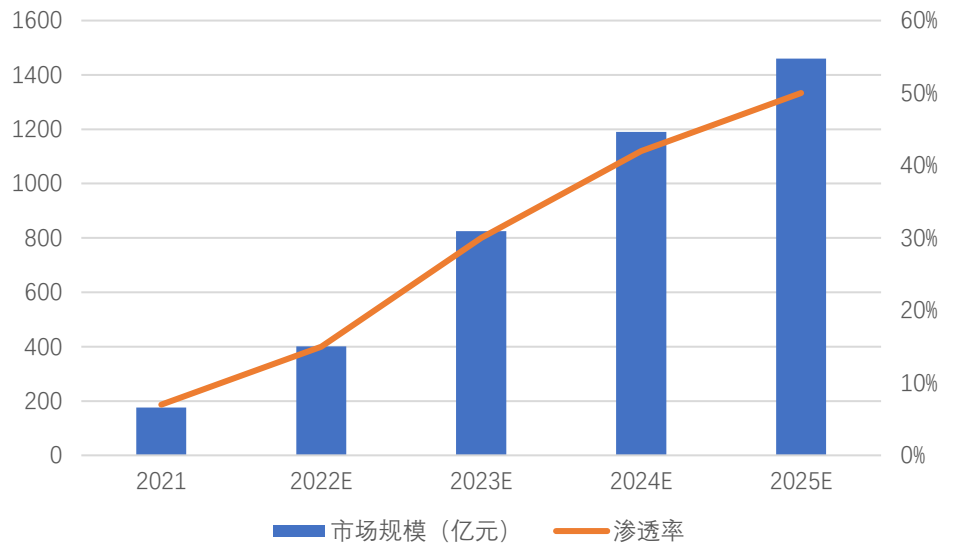
图表 1: 混动系统市场空间与渗透率预测 (亿元)	5
图表 2: 分业务收入及毛利率	5
图表 3: 公司旨在成为全球一流汽车零部件企业	7
图表 4: 公司发展历程	8
图表 5: 公司业务结构 (2021H1)	8
图表 6: 公司历年营收情况	8
图表 7: 公司历年毛利率情况	9
图表 8: 公司历年净利润情况	9
图表 9: 公司历年研发占比情况	9
图表 10: 公司股权结构 (2021H1)	10
图表 11: 节能与新能源汽车技术路线图 2.0 对于混动车型的规划	11
图表 12: 混动系统市场空间与渗透率预测 (亿元)	12
图表 13: DM-P 与 DM-I 参数对比	12
图表 14: 基于 DM-I 系统打造多款车型	13
图表 15: 秦 PLUS 竞品对比	13
图表 16: 比亚迪秦 PLUS DMi 销量 (辆)	14
图表 17: 秦 PLUS DMi 竞品车型年销情况 (辆)	14
图表 18: 比亚迪 DM 车型月度销量情况 (辆)	14
图表 19: 本田 i-MMD 架构	15
图表 20: EHS 机电耦合系统动力传递路线图	15
图表 21: 长城汽车 DHT 拓扑结构	15
图表 22: 各车企 DHT 产品布局	16
图表 23: 插混专用发动机效率对比	16
图表 24: 电混系统功率对比	17
图表 25: 不同厂商双电机 DHT 部分成本预估 (元)	18
图表 26: 万里扬混动产品参数	18
图表 27: 万里扬混动具备更广泛的车型覆盖	19
图表 28: 公司在新能源汽车领域产品储备丰富	19
图表 29: 乘用车变速器历年营收情况 (亿元)	20
图表 30: 公司乘用车变速器主要客户情况	20
图表 31: 4 代帝豪外观	20
图表 32: 4 代帝豪内饰	20
图表 33: 公司历年商用车变速营收情况 (亿元)	21
图表 34: 商用车变速器市占率情况	21
图表 35: 国内轻卡销量变动情况 (万辆)	21
图表 36: G 系列产品具备更高的单车价值量 (元)	22
图表 37: 轻卡混动系统全生命周期节省费用预测	22
图表 38: 轻卡混动系统市场规模预测 (亿元)	23
图表 39: 分业务收入及毛利率	24

图表 40: 可比公司估值..... 25

## 总论

**核心逻辑：**传统业务方面，公司下游客户吉利、奇瑞等车企进入车型强周期，公司自动变速器业务有望充分受益。与此同时，公司基于在 CVT 领域的技术优势，打造具备差异化架构的 DHT 产品，在空间、成本等方面具备优势，当前公司 DHT 混动系统已完成 3 个客户的样车安装，正在进行实车调校、测试和客户验收评价，后续有望享千亿市场。

图表 1：混动系统市场空间与渗透率预测（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2：分业务收入及毛利率

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>乘用车变速器</b>				
营收 (百万元)	3842	4215	5399	7887
同比		9.71%	28.09%	46.07%
毛利率	17.09%	17.97%	18.45%	19.05%
毛利 (百万元)	657	757	996	1502
<b>商用车变速器</b>				
营收 (百万元)	1932	1972	2352	2721
同比		2.10%	19.27%	15.70%
毛利率	24.11%	24.11%	24.11%	24.11%
毛利 (百万元)	466	475	567	656
<b>配件</b>				
营收 (百万元)	129	148	170	196
同比		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.90%	19.00%	19.00%	19.00%
毛利 (百万元)	24	28	32	37
<b>融资租赁</b>				

营收 (百万元)	29	33	38	44
同比		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	99.78%	99.78%	99.78%	99.78%
毛利 (百万元)	29	33	38	44
<b>其他主营业务</b>				
营收 (百万元)	134	154	177	203
同比		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	7.59%	7.59%	7.59%	7.59%
毛利 (百万元)	10	12	13	15
<b>总计</b>				
营收 (百万元)	6065	6522	8136	11051
同比		7.54%	24.75%	35.82%
毛利率	19.54%	20.02%	20.24%	20.40%
毛利 (百万元)	1185	1306	1647	2255

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1、深耕变速器市场，打造专业第三方供应商

**打造全球领先第三方传动系统供应商。**万里扬为国内领先的变速器生产商，深耕传统燃油车变速器领域的同时，进军新能源汽车传动系统领域，当前公司形成乘用车变速器事业部、商用车变速器事业部和新能源事业部三大业务主体。公司在全国已经形成三大生产基地，分别为金华基地、蒙沃基地和芜湖基地，拥有 100 万商用车和 180 万乘用车变速器产能。

图表 3：公司旨在成为全球一流汽车零部件企业

### 三大事业部



商用车变速器事业部



乘用车变速器事业部



新能源事业部

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**内生与外延并重，专注深耕变速器领域。**公司于 1999 年开始研发变速器系统，2003 年浙江万里扬变速器有限公司成立。成立以来公司先后收购山东临沂临工桥箱有限公司、吉利汽车 MT 业务、芜湖奇瑞变速箱有限公司，完成在商用车和乘用车变速器领域的布局，同时公司剥离内外饰业务，完成主业的进一步聚焦。当前公司具备领先的汽车传动系统研发能力，并进军新能源汽车 DHT、减速器、电驱系统等领域，为后续公司的可持续发展奠定基础。

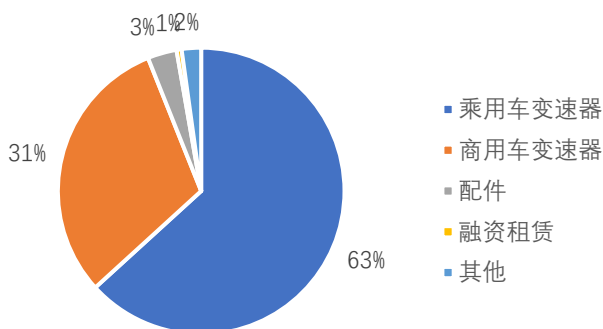
图表 4: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

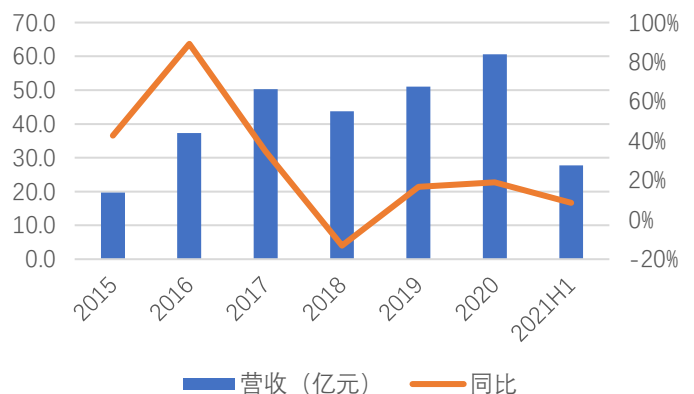
**业务结构与发展: 受益于自动变速器与新能源汽车的发展。**截至 2021 年上半年, 公司 90% 以上的营收来自于变速器业务, 其中乘用车变速器为 63%, 轻卡变速器为 31%。公司成立以来在乘用车和商用车领域双双发力, 公司在乘用车领域深度绑定奇瑞与吉利两大客户, 在商用车领域具有超过 40% 的市占率。近几年受益于自动变速器的渗透率提升, 以及公司下游主要客户吉利、奇瑞的增长, 公司规模稳步扩张, 同时公司在新能源 DHT、电驱系统深度布局, 后续有望深度受益新能源汽车发展。

图表 5: 公司业务结构 (2021H1)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6: 公司历年营收情况

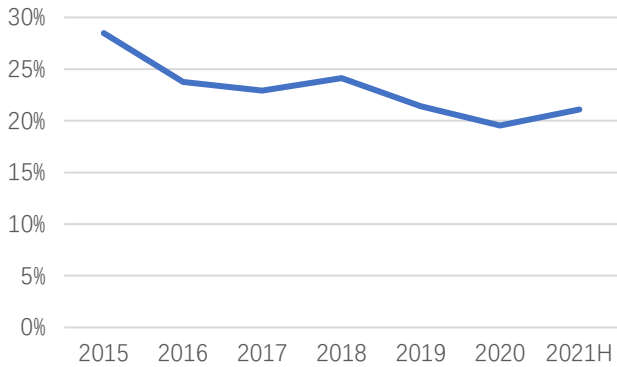


资料来源: wind, 华安证券研究所



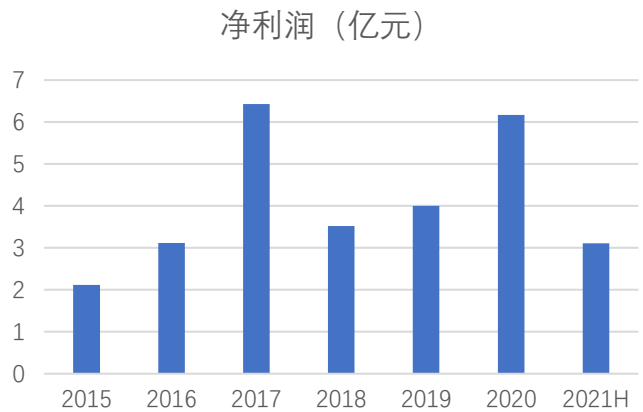
**盈利能力与研发：**变速器属于汽车领域对于研发技术要求较高的部件，对于研发投入的力度以及投入的持续性具备一定的要求，不论行业好坏，公司保持着每年5%以上的研发投入。随着自动变速器的普及以及价格的下探，公司毛利率近年来有所下滑，近两年随着价格的逐步稳定，公司毛利率稳定在20%以上。受益于公司资产的逐步优化以及自动变速器的逐步放量，2018年以来公司业绩稳步增长，随着混动及电动时代的到来，公司相关产品逐步放量将有望带动公司业务稳步攀升。

图表 7：公司历年毛利率情况



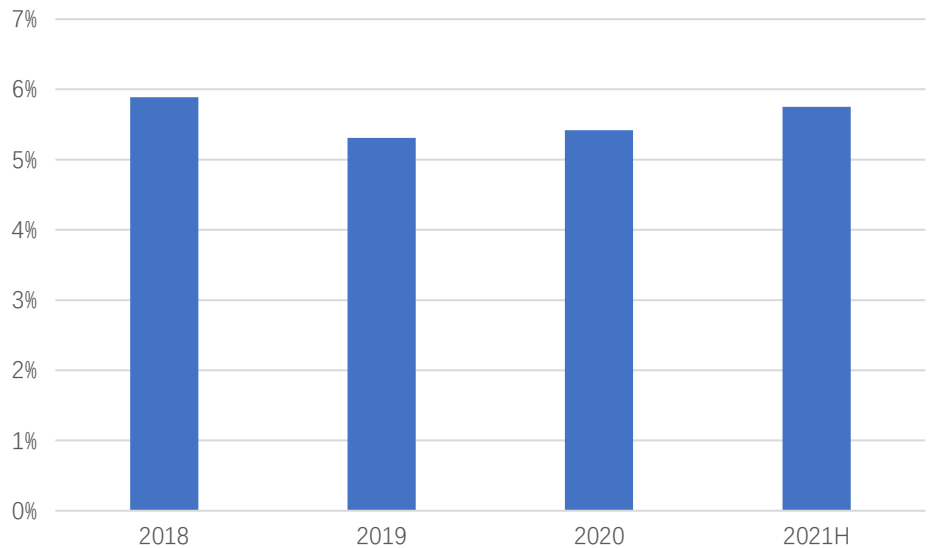
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8：公司历年净利润情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9：公司历年研发占比情况



资料来源：wind，华安证券研究所

**绑定下游客户，助力业务发展。**截至 2021 年上半年，公司前十大股东持有公司 68% 的股份，股权相对集中。万里扬集团持有公司 28.7% 的股权，董事长黄河清持有万里扬集团有限公司 51% 股权，持有金华市众成投资有限公司 84.93% 股权，为公司实际控制人。

公司积极引入产业资本，奇瑞汽车为公司第三大股东，公司深度绑定下游客户，同时与吉利汽车具备深度的合作，为后续的发展奠定基础。

**图表 10：公司股权结构 (2021H1)**

	股东名称	期末参考市值 (亿元)	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
1	万里扬集团有限公司	31.1	384,075,744.0	28.7
2	香港利邦实业有限公司	15.9	196,165,000.0	14.6
3	奇瑞汽车股份有限公司	13.4	165,289,256.0	12.3
4	金华市众成投资有限公司	4.3	52,785,000.0	3.9
5	浙大网新科技股份有限公司	3.9	47,663,000.0	3.6
6	蔡锦波	2.3	28,814,700.0	2.2
7	中国人民人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	0.9	10,864,400.0	0.8
8	中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	0.8	9,865,436.0	0.7
9	香港中央结算有限公司	0.6	7,489,615.0	0.6
10	金锦洪	0.6	7,000,000.0	0.5
	合计	73.8	910,012,151.0	67.9

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2、顺应新能源汽车发展趋势，DHT 迎来发展机遇

### 2.1 政策：政策助力，千亿市场静待开启

政策助力，混动系统迎来发展机遇。在“碳达峰、碳中和”的背景下，汽车排放法规日趋严苛，根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》规划，乘用车（含新能源）新车平均油耗将降低至 4.6L/100km。而应对平均油耗的下降，车企在新能源、发动机、轻量化等多方面实现突破，其中新能源化为推动碳达峰、碳中和最重要的手段。对比混动与电动化两种技术路径，中短期来看，电动车型受价格、续航等方面的影响在经济型（10-20 万）车型区间的渗透仍旧较低，而随着 DHT 技术的普及以及其带来的混动车型的平价化，我们预计 DHT 车型将成为未来 5 年期间推动“碳达峰、碳中和”的重要手段。

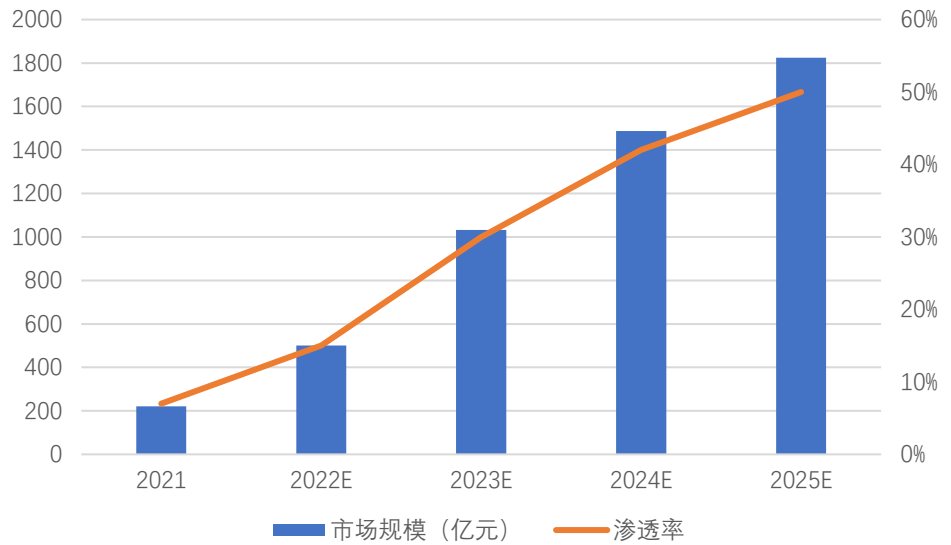
根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》规划，2025 年混动新车占传统能源乘用车比例将达到 50%，2030 年和 2035 年的占比分别达到 75%~85%和 100%。我们以单车 15000 元价值量计算，预计到 2025 年混动市场的规模有望达到千亿市场规模。

图表 11：节能与新能源汽车技术路线图 2.0 对于混动车型的规划

	2025	2030	2035
总体目标	传统能源乘用车油耗 5.6L/100km (WLTC)	传统能源乘用车油耗 4.8L/100km (WLTC)	传统能源乘用车油耗 4L/100km (WLTC)
	货车油耗较 2019 年降低 8%~10%	货车油耗较 2019 年降低 10%~15%	货车油耗较 2019 年降低 15%~20%
	客车油耗较 2019 年降低 10%~15%	客车油耗较 2019 年降低 15%~20%	客车油耗较 2019 年降低 20%~25%
混合动力乘用车	混动乘用车油耗 5.3L/100km (WLTC)	混动乘用车油耗 4.5L/100km (WLTC)	混动乘用车油耗 4L/100km (WLTC)
	混动新车占传统能源乘用车的 50%~60%	混动新车占传统能源乘用车的 75%~80%	混动新车占传统能源乘用车的 100%

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，华安证券研究所

图表 12: 混动系统市场空间与渗透率预测 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2.2 需求: 比亚迪打响自主 DHT 量产第一枪, 订单需求旺盛

各有侧重, DMp 与 DMi 提供差异化选择。前期比亚迪混合动力系统的核心更多偏向于性能, 通过高性能表现获得更高的产品溢价, 从而弥补混动车型与传统燃油车的价差。DM-p 为比亚迪主打性能的混动系统 (四驱动力版本), 首次搭载于比亚迪汉 DM 上。

但纯性能产品面临较窄的市场, DMi 的推出弥补比亚迪在经济领域的短板。DMi 混动系统主打经济性, 在最大程度保证新能源汽车优势体验感的基础上, 将燃油消耗量降到最低。与此同时, 全新的 DMi 系统因为结构更为精致, 在成本端的下降使得相关车型在价格上可以与传统燃油车抗衡。

图表 13: DM-p 与 DM-i 参数对比

混动系统分类	DM-p	DM-i		
应用车型	汉 DM	秦 PLUS	宋 PLUS DM-i	唐 DM-i
发动机	2.0T	1.5L	1.5L	1.5T
发动机最大马力	192 马力	110 马力	110 马力	139 马力
发动机最大扭矩	320 牛·米	135 牛·米	135 牛·米	231 牛·米
电动机数量	1	2	2	2
电动机位置	后置	前置	前置	前置
电动机最大功率	180 千瓦	132/145 千瓦	132/145 千瓦	145/160 千瓦
电动机最大扭矩	330 牛·米	316/325 牛·米	316/325 牛·米	325 牛·米
系统综合功率	321 千瓦	160/173 千瓦	160/173 千瓦	173/254 千瓦
系统综合扭矩	650 牛·米	-	-	-
0-100km/h 加速时间	4.7 秒	7.3/7.9 秒	7.9/8.5 秒	8.5/8.7 秒
工信部综合油耗	1.4L/100km	1.3L/100km	-	-
亏电油耗	-	3.8L/100km	4.4L/100km	5.3L/100km

工信部纯电续航里程	81 公里	55/120 公里	51/110 公里	52/112 公里
电池能量	15.2 千瓦时	8.32/18.316 千瓦时	-	-

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

**DMi 超级混动：主打经济性，旨在替代传统燃油车。** DMi 超级混动平台经济性，基于 DM-i 超级混动平台打造的三款车型（秦 plus、宋 plus 以及唐 plus），与基于 DM3.0 打造的两款车型对比，plus 系列车型的售价均有不同程度的下调。

秦 plus 为基于 DMi 超级混动平台打造的重磅车型。在设计方面，采用了 Dragon face3.0 的设计语言，延续汉的设计理念。同时在经济性方面，秦 plus 提供 55km 和 120km 两种版本，百公里油耗将低至 3.8L，但仍旧能够保证百公里加速在 8s 以内。秦 plus 入门版本的预售价格为 10.78 万元，进入主流经济型燃油车的售价区间，并有望冲击传统燃油车市场。当前比亚迪 Dmi 车型的在手订单突破 16 万辆，需求旺盛。

图表 14：基于 DM-i 系统打造多款车型

车型	秦 PLUS DM-i		宋 PLUS DM-i		唐 DM-i	
型号 (KM)	55	120	51	110	52	112
油耗 (L)	3.8		4.4	4.5	5.3	5.5
综合续航 (KM)	1180	1245	1150	1200	1010	1050
百公里加速 (s)	7.9	7.3	8.5	7.9	8.7	8.5
电混系统	EHS132	EHS145	EHS132	EHS145	EHS132	EHS145
价格 (万元)	10.78	13.38	15.38	16.58	19.78	20.78
安全性能	高达 63% 的高强度钢安全车身和 DiPilot 智能驾驶辅助系统					

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

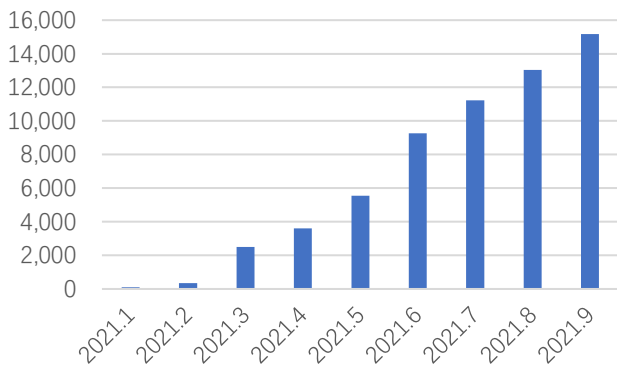
**竞品分析：秦 plus 优势明显，销量持续爬坡。** 比亚迪秦 plus 起售价格为 10.78 万元，属于主流经济型轿车的价格区间。同价位区间，轩逸、宝来以及朗逸长期位于轿车销量榜前列。与竞品车型对比，比亚迪秦 plus 具备更加前瞻的外观设计，同时在动力表现、油耗等方面优势明显。我们认为，在经济型轿车领域，消费者对于油耗的表现更为关心，比亚迪秦 plus 凭借 DM-i 超级混动平台在油耗方面优于竞争对手，同时在动力表现方面有超越级别的体验，为消费者带来惊喜。当前公司 DMi 车型在手订单充裕，销量仍处于爬坡期，后续随着电池等产能瓶颈的逐步缓解，公司 DMi 车型的销量有望持续上升。

图表 15：秦 plus 竞品对比

	秦 plus DM-i 55km	轩逸经典舒适版	朗逸 1.5L 自动风尚	宝来 1.5L 智联版
指导价格 (万元)	10.78	10.86	12.49	12.3
长宽高 (mm)	4765*1837*1495	4631*1760*1503	4670*1806*1474	4663*1815*1462
轴距 (mm)	2718	2700	2688	2688
百公里加速 (s)	7.9	12.1	14	13.7
百公里油耗 (L/100km)	3.8	5.2	5.5	5.7

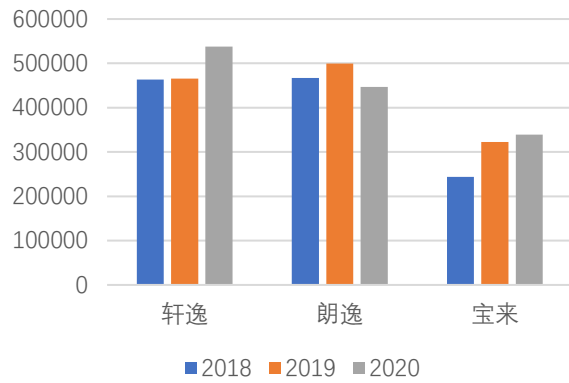
资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 16: 比亚迪秦 plus DMi 销量 (辆)



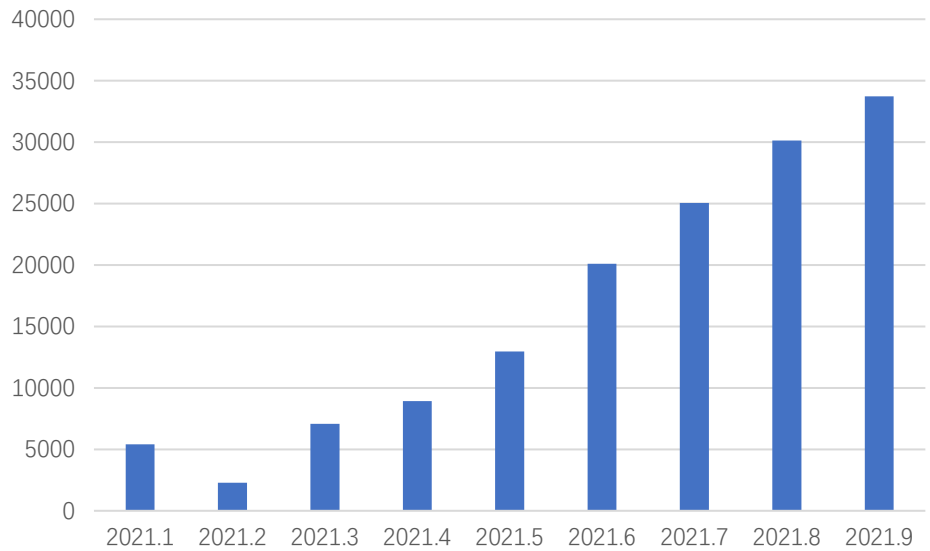
资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 17: 秦 plus DMi 竞品车型年销情况 (辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 18: 比亚迪 DM 车型月度销量情况 (辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

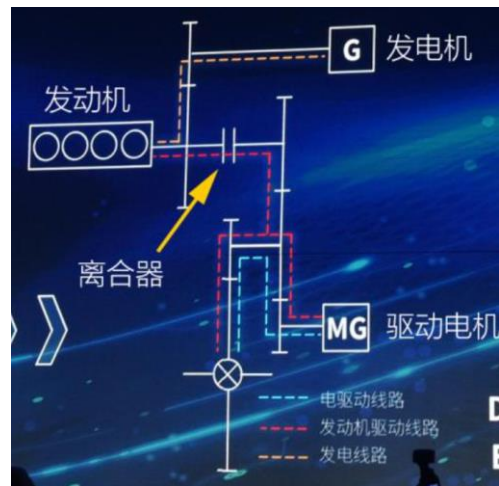
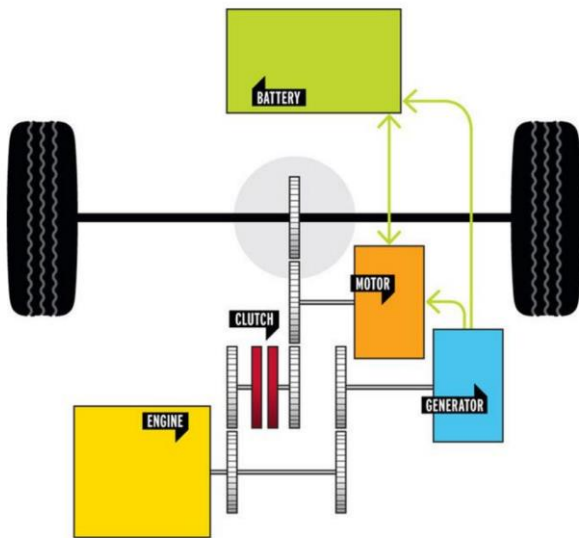
### 2.3 供给：百家争鸣，自主混动元年开启

自主混动元年开启，自主品牌实现突破。2020年下半年自主品牌在混动领域逐步发布全新技术。长城汽车发布 DHT，比亚迪发布 DMi 技术，奇瑞发布鲲鹏 DHT 技术。从技术路线与系统结构来看，国内 DHT 技术多脱胎于本田 iMMD 技术，但在发动机、电池、电机以及系统标定层面仍将有较大区别。

当前具备双电机 DHT 混动系统储备的自主车企包括比亚迪、长城汽车、奇瑞汽车、广汽集团、东风汽车、五菱汽车、吉利汽车、北汽、一汽等，并且随着比亚迪、长城汽车、奇瑞汽车、广汽集团相关产品的量产，2022 年吉利汽车等厂商的 DHT 系统将进入 SOP 阶段，同时，以万里扬为主导的第三方机构凭借差异化竞争同样推进自身 DHT 产品的加速量产。根据各厂商的规划，DHT 将为厂商应对碳达峰、碳中和的主要手段，届时混动系统进入爆发期。

图表 19：本田 i-MMD 架构

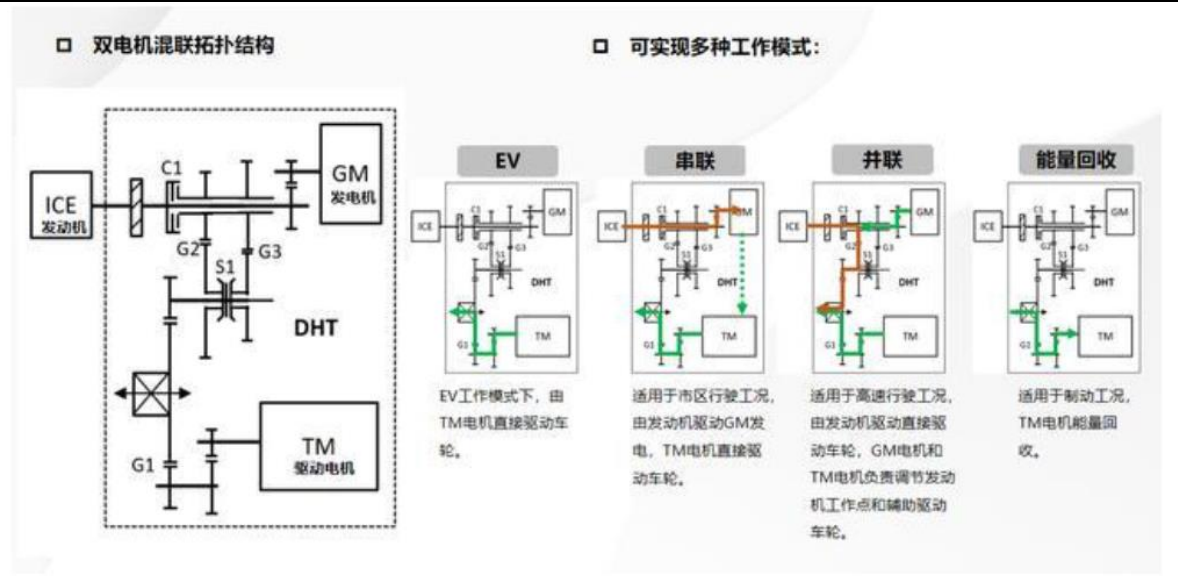
图表 20：EHS 机电耦合系统动力传递路线图



资料来源：本田官网，华安证券研究所

资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

图表 21：长城汽车 DHT 拓扑结构



资料来源：长城汽车官网，华安证券研究所



图表 22：各车企 DHT 产品布局



资料来源：EDT 电驱时代，华安证券研究所

技术架构类似，通过档位、控制策略实现差异化。以上三家的超级混动平台的基础架构与本田 iMMD 类似，因为基础架构的壁垒并不算高，因此各家车企在档位、控制策略等方面实现差异化。

双电机 DHT 混动系统由四项主要技术组成：混动专用发动机、双电机 DHT、混动专用功率型电池和混动控制软件算法。各家厂商根据自身在某领域的优势，搭配出具备差异化的混动系统。对标海外车企，自主品牌在 DHT 混动系统各个领域实现不同程度的赶超：

- (1) **混动专用发动机**：自主品牌达到日系品牌的技术水平，并领先于欧美车企。目前量产的比亚迪 DMi 混动专用发动机达到 43%热效率，处于领先水平。

图表 23：插混专用发动机效率对比

	比亚迪骁云-插混	本田 1.5LEB	丰田 8ZR-FXE	长城 HY4G15H	奇瑞 SQR G4J15
压缩比	15.5	13.5	13	13	11.6
最大功率 (kw)	81	76.5	71	75	125
最大扭矩 (Nm)	135	134	142	135	252
最高热效率	43%	40.50%	40%	>38%	39%~42%

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

- (2) **双电机 DHT**：基本架构基于本田 iMMD，但是各家厂商根据自身领域的优势实现多档位的控制，保证发动机能够在低速区域实现高效运作，从而达到更好的燃油经济性。
- (3) **混动专用功率型电池**：在该领域中国与日韩企业处于领先地位，欧美企业相对落后。在专用功率型电池的优势下，DHT 混动车型可以匹配 PHEV 和 HEV，能够给予消费者更多的选择。



**动力传输档位路线存在差异，各厂商大相径庭。**在动力传输方式上，DHT 混动系统可以分为 3 大类：单挡传输、无级传输、多挡传输。引入多档位传输路线的主要目的为提高发动机高效运转的速域，但是多档位意味着更为复杂的控制策略，厂商标定匹配的能力决定着系统的平顺性与稳定性。

- (1) 单档位路线：**代表企业为本田 iMMD、比亚迪 DMi。单档位技术路线在平顺性和系统可靠性方面具备优势。但因为并没有引入换挡机构，因此系统对于发动机与电机的效率要求较高，并且为保证发动机在高效区间运作，电池方面在低速区域的应用较多。以比亚迪 DMi 为例，其采用了大电池组+高效专用发动机+大电机的组合模式。
- (2) 无级传输路线：**代表企业丰田 THS、万里扬 DHT。无级传输路线引入无级换挡机构。相比于单挡机构而言，其通过无级换挡扩大发动机的高效速域，因此对于发动机和电机的性能需求低于单挡机构。相比于多档位离合器传输路线，其在平顺性方面具备优势。而无级传输路线控制复杂度较高，对于厂商的技术能力要求较高。
- (3) 多档位路线：**目前多数自主品牌厂商采用的是多档位路线，包括长城柠檬 DHT、奇瑞鲲鹏 DHT 等。相比于无级传输路线，其结构稳定性较好，随着档位的提升，其控制策略的复杂程度同样会提升。

**图表 24：电混系统功率对比**

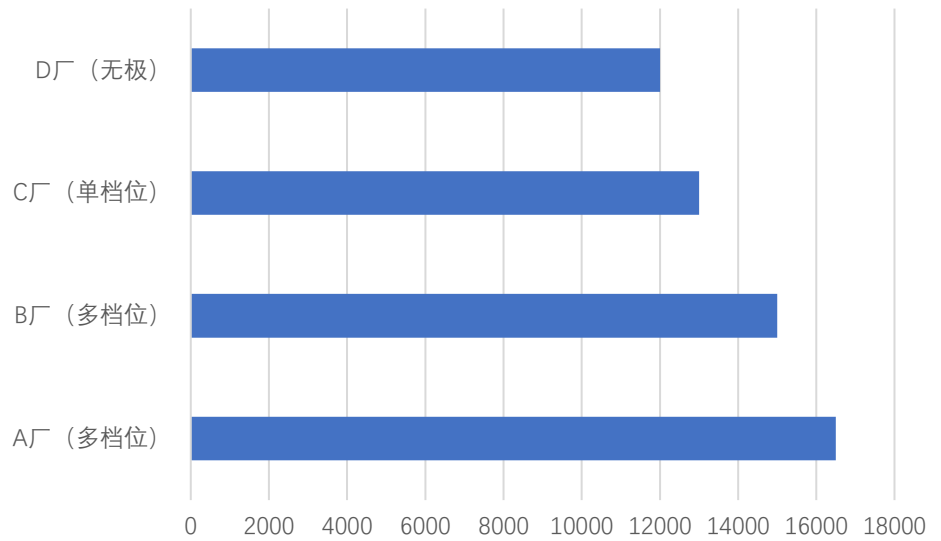
厂商	电混类型	电机功率 (kw)	系统总功率 (kw)
长城汽车	DHT100	100	140
	DHT130	130	180
	DHT130+P4	275	320
比亚迪	EHS132	132	160
	EHS145	145	173
	EHS160	160	254
本田	i-MMD	135	158
丰田	THS	88	160

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

**成本：不同技术路线系统成本分布具备差异。**DHT 混动系统成本主要由混动专用发动机、DHT 混动部分、混动专用功率型电池以及控制软件算法构成，不同厂商采用差异化布局所对应的成本构成不同。单挡技术路线的架构较为简便，但是对于专用发动机和电池的要求较高，因此发动机与电池的成本占比较高。而多档位与无级技术路线对于软件控制算法方面的要求更高。

从供应体系来看，混动专用发动机一般都由主机厂自主研发，混动专用功率型电池由主机厂或者电化学企业研发生产。而对于 DHT 混动部分，深耕传动部件第三方机构有望凭借创新实现产品性能与价格的突出表现，从而有望分享混动行业发展的红利。

图表 25: 不同厂商双电机 DHT 部分成本预估 (元)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

## 2.4 万里扬: 储备 DHT 产品, 静待量产

基于 CVT 优势, 打造无级 DHT 混动结构, 具备竞争优势。公司当前储备 DHT300、DHT400 两个系列。公司 DHT 产品基于其 CVT 开发, 具备产品的创新性, 与国内汽车厂开发的混动系统在基础结构上有较大的差别。

公司 DHT 产品以 P1、P2 结构为主, 通过对传动系统零部件及传动效率的优化, 使得整套系统传动效率达到 96%, 无级变速比范围达到 6.0 (为行业领先), 配合智能化的混合动力系统软件, 确保在各种工况下系统都能高效运行, 实现混动各模式切换的连贯性和舒适性, 整车 WLTC 工况节油率为 30%。因此基于设计上的创新以及较大的速比, 公司产品在成本、安装空间等方面具有竞争优势。

图表 26: 万里扬混动产品参数

型号	额定输入扭矩	最大输出功率	工作模式
DHT300	300Nm	160kw	EV、HEV (串联)、HEV (并联)、
DHT400	400Nm	200kw	HEV (混联)、ICE

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

客户优势明显, 混动产品覆盖车型更为广泛。公司在乘用车自动变速器领域深度绑定奇瑞和吉利汽车。当前奇瑞和吉利均在发力混动系统, 并分别推出自身的鲲鹏 DHT 和 GHS2.0 混动系统。我们认为, 公司 DHT 产品具备创新性, 在价格、空间布局等方面具备竞争优势, 后续有望复制 CVT 在奇瑞和吉利的装配情况, 公司 DHT 产品有机会进入现有客户的配套体系。当前公司 DHT 混动系统已完成 3 个客户的样车安装, 正在进行实车调校、测试和客户验收评价。

与此同时, 公司 CVT 产品主要覆盖奇瑞 1.6T 动力平台及以下车型, 吉利 1.4T 动力平台及以下车型。而公司混动系统的输入扭矩和最大功率能够满足 2.0T 及以上动力平台的输出要求, 因此能够覆盖更为广泛的车型。

**图表 27: 万里扬混动具备更广泛的车型覆盖**

厂商	车型	功率 (kw)	扭矩 (Nm)	匹配变速器
吉利	帝豪	84	147	CVT
	星瑞	140	300	DCT
	星越 L	160	325	DCT
奇瑞	瑞虎 8plus	115	240	CVT
	艾瑞泽 GX	85	143	CVT
万里扬	DHT300	160kw	300	
	DHT400	200kw	400	

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

**全面发力新能源, 产品储备丰富。**公司积极拥抱新能源发展趋势, 在深度布局混动系统的同时, 公司在纯电动汽车领域同样具有较多的产品储备, 包含新能源汽车传动系统包括 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, 其中减速器已经量产, 电驱系统全力推进中。我们认为, 公司丰富的产品储备, 为后续公司享受新能源汽车发展红利奠定基础。

**图表 28: 公司在新能源汽车领域产品储备丰富**



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

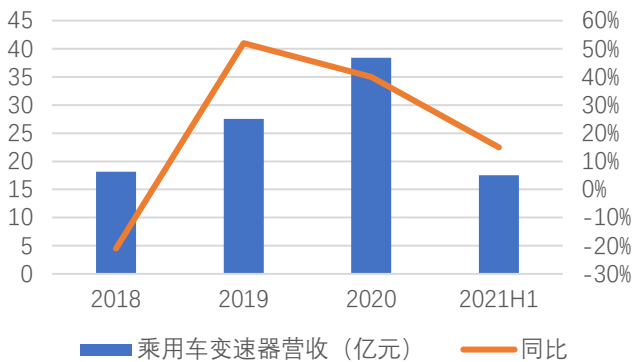
### 3、商乘并举，变速器业务稳步推进

#### 3.1 乘用车：与下游优质客户共同成长

绑定下游优质客户，乘用车变速器稳步发力。公司先后收购吉利汽车手动挡变速器业务和奇瑞变速器资产，完成在乘用车变速器领域的布局。当前公司乘用车变速器下游客户覆盖了吉利、奇瑞、比亚迪、长城等国内主流自主品牌，其中自动变速器深度绑定吉利汽车和奇瑞汽车。

2019年以来公司自动变速器开始进入高速发展期，先后配套吉利的远景SUV、帝豪GS、帝豪GL、远景X3、远景S1和奇瑞汽车的艾瑞泽GX、瑞虎3X、瑞虎7等车型，相关车型逐步放量。我们认为，公司乘用车变速器业务深度绑定下游优质客户，后续将伴随客户的成长而享受红利。

图表 29：乘用车变速器历年营收情况（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 30：公司乘用车变速器主要客户情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

下游客户进入产品换代期，公司有望充分享受自主崛起红利。公司下游主要客户之一吉利汽车进入 4.0 架构造车时代，基于 BMA、CMA 等平台打造的全新系列车型具备较强竞争力。基于 BMA 平台打造的第四代帝豪已经上市，上市以来订单旺盛，公司作为改款车型的 CVT 产品供应商有望充分受益，与此同时公司的红利期有望覆盖吉利 4.0 架构造车的全生命周期。

图表 31：4 代帝豪外观



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 32：4 代帝豪内饰



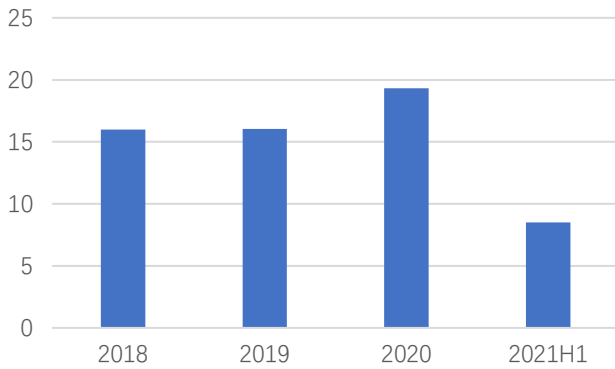
资料来源：汽车之家，华安证券研究所

产品储备丰富，为战略客户提供完善的产品与服务能力。公司在汽车传动领域储备丰富的产品，涉及混动系统、变速器、减速器和电驱系统。公司在传统领域培育的客户体系中，吉利、奇瑞等领先的自主品牌亦在发力新能源汽车领域，公司有望通过产品优势实现在现有客户体系内的成长复制。

### 3.2 商用车：混动化与高端化有望成为趋势

深耕中轻卡市场，市占率稳居前列，充分受益轻卡市场的治超治载。在商用车变速器领域，公司主要市场集中在中轻卡市场，2020 年公司市占率达到 30% 以上，位居行业前列。从行业角度来看，随着治超治载的日趋严苛，治理范围由重卡向轻卡覆盖，同时随着对于轻卡标准的严格，蓝牌轻卡的上牌难度加大，单车运力的限制将提升轻卡的供给量，轻卡销量有望稳步提升，公司作为轻卡变速器市场的领军者，有望充分受益。

图表 33：公司历年商用车变速营收情况（亿元）



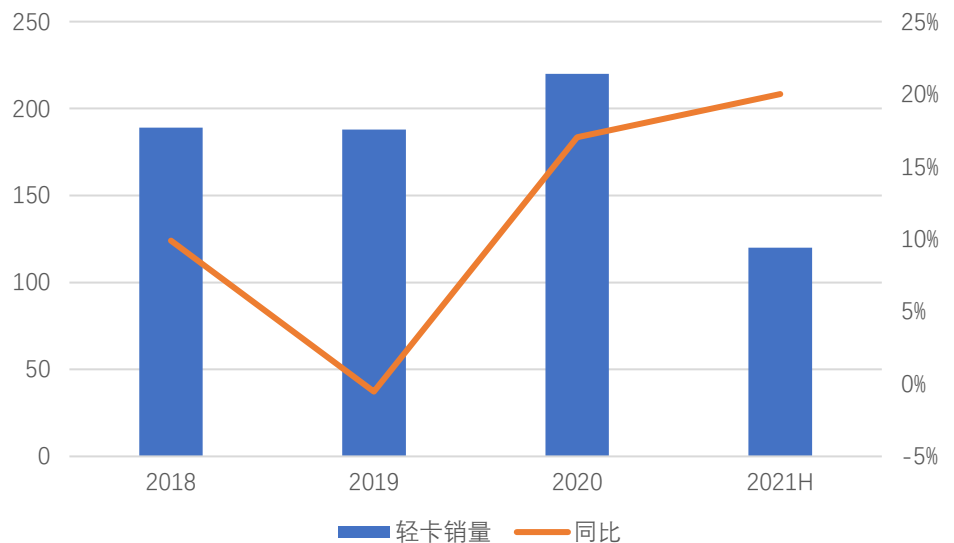
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 34：商用车变速器市占率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 35：国内轻卡销量变动情况（万辆）

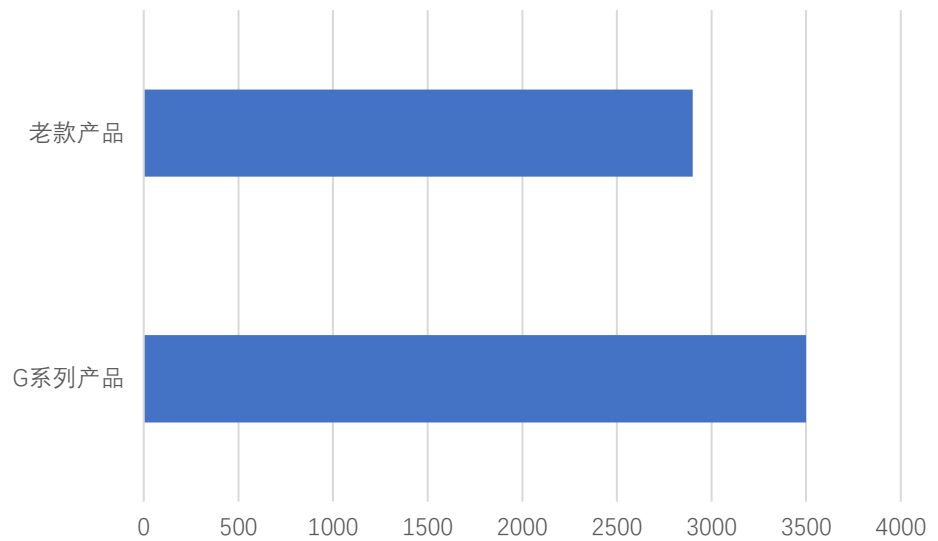


资料来源：Marklines，华安证券研究所

**高端化：G 系列产品逐步普及，带来单车价值量提升。**公司老款变速器产品基于五十铃变速器研发，采用铁壳上下结构。而最新的 G 系列变速器对标采埃孚产品，采用铝合金结构，相较于老款产品具备 15%~20% 的重量优势，能够更好的满足严苛的排放法规。

2020 年公司商用车变速器销量为 75.3 万台，同比增长 10%；其中商用车 G 系列高端变速器销量为 32 万台，同比增长 68%，占比达到 42%。国六标准全面实施以后，G 系列产品能够更好满足排放标准，公司将全面推进 G 系列产品的渗透，逐步取代老款产品。而 G 系列产品因为更好的产品性能，相较于老款产品具备更高的单车价值量。

图表 36：G 系列产品具备更高的单车价值量（元）



资料来源：Marklines，华安证券研究所

**混动化：生命周期经济型更高，具备普及前提。**商用车作为生产资料，消费者对其的成本敏感性更高，因此单纯地通过增加成本的方式提高驾驶舒适性（更换自动变速器）对于消费者的吸引力较低。

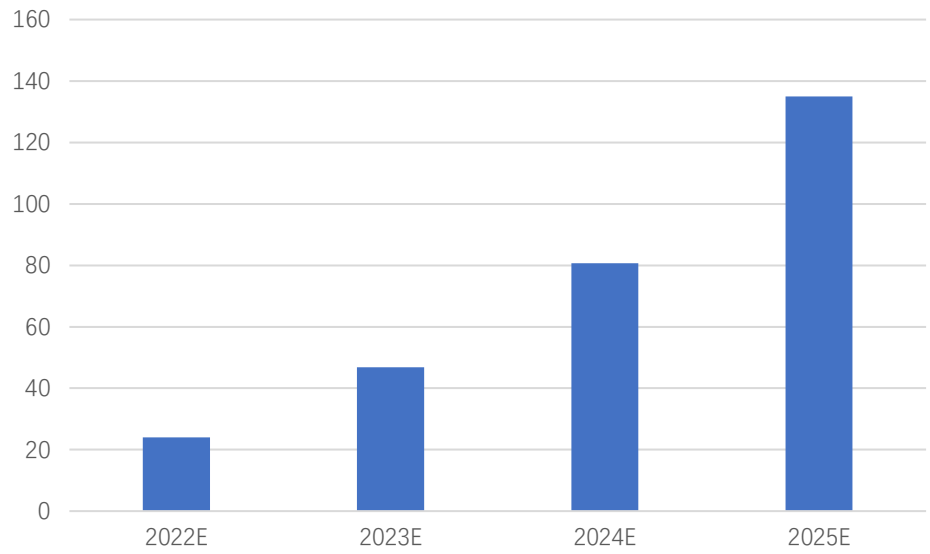
而混动系统具备在轻卡市场普及的前提，一方面可以实现自动变速提升驾驶舒适性，另一方面能够通过节油的方式降低生命周期的成本。公司混动产品能够向轻卡市场匹配，有望在轻卡市场普及。

图表 37：轻卡混动系统全生命周期节省费用预测

项目	
混动系统成本（元）	20000
轻卡单年行驶里程（km）	60000
单公里运营成本（元）	0.8
混动系统节油率	20%
预计成本回收周期（年）	2.08
5 年生命周期预计节省费用（元）	48000

资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 38: 轻卡混动系统市场规模预测 (亿元)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所



## 4、盈利预测与估值分析

### 4.1 盈利预测

关键假设：

- 1、**乘用车变速器**：公司乘用车变速器业务 2022 年将受益吉利、奇瑞等客户的新车周期，同时预计 2023 年公司 DHT 产品将逐步放量，公司该业务有望迎来自来量价齐升。我们预计 2021-2023 年公司乘用车变速器业务销量增速分别为 7%/19%/16%，单价分别同比增长 2%/7%/26%。
- 2、**商用车变速器**：我们预计 2021-2023 年公司商用车变速器销量增速分别为 0%/10%/10%。其中 G 系列高端变速器占比分别为 50%/80%/100%。

图表 39：分业务收入及毛利率

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>乘用车变速器</b>				
营收 (百万元)	3842	4215	5399	7887
同比		9.71%	28.09%	46.07%
毛利率	17.09%	17.97%	18.45%	19.05%
毛利 (百万元)	657	757	996	1502
<b>商用车变速器</b>				
营收 (百万元)	1932	1972	2352	2721
同比		2.10%	19.27%	15.70%
毛利率	24.11%	24.11%	24.11%	24.11%
毛利 (百万元)	466	475	567	656
<b>配件</b>				
营收 (百万元)	129	148	170	196
同比		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.90%	19.00%	19.00%	19.00%
毛利 (百万元)	24	28	32	37
<b>融资租赁</b>				
营收 (百万元)	29	33	38	44
同比		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	99.78%	99.78%	99.78%	99.78%
毛利 (百万元)	29	33	38	44
<b>其他主营业务</b>				
营收 (百万元)	134	154	177	203
同比		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	7.59%	7.59%	7.59%	7.59%
毛利 (百万元)	10	12	13	15
<b>总计</b>				
营收 (百万元)	6065	6522	8136	11051
同比		7.54%	24.75%	35.82%
毛利率	19.54%	20.02%	20.24%	20.40%



毛利 (百万元)	1185	1306	1647	2255
----------	------	------	------	------

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4.2 估值分析

公司主业为汽车变速器，选取 A 股中与变速器相关的企业作为对标。根据 wind 一致预期，对标企业 2021 年 PE 平均值为 52X，2022 年 PE 为 33X，2023 年 PE 为 25X。英搏尔 2021 年 PE 为 24X，2022 年 PE 为 19X，2023 年 PE 为 14X。万里扬受益于下游客户的新车周期，同时 DHT 产品逐步量产，公司业务有望迎来量价齐升。首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 40：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
002472.SZ	双环传动	24.77	0.34	0.57	0.77	73	43	32
300258.SZ	精锻科技	13.91	0.46	0.64	0.83	30	22	17
平均值						52	33	25
002434.SZ	万里扬	12.05	0.51	0.65	0.87	24	19	14

资料来源：公司公告，wind 一致预期，华安证券研究所

## 风险提示:

**新能源汽车发展不及预期。**公司新产品为混动系统、纯电动车减速器、电驱系统等。若新能源汽车发展不及预期，则公司存在新产品发展不及预期的风险。

**主流客户发展不及预期。**公司乘用车变速器业务下游主要客户为吉利、奇瑞等。同时公司主流客户进入新车周期，为公司发展带来机遇。若下游主流客户发展不及预期，则公司存在经营不及预期的风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5143	6673	6920	8661	<b>营业收入</b>	6065	6522	8136	11051
现金	1153	978	1058	1326	营业成本	4880	5216	6489	8796
应收账款	1626	1736	2195	2965	营业税金及附加	23	33	43	60
其他应收款	335	503	650	827	销售费用	129	143	196	267
预付账款	69	82	102	136	管理费用	121	117	163	232
存货	865	2858	2400	2892	财务费用	49	73	59	6
其他流动资产	1096	515	515	515	资产减值损失	0	1	2	1
<b>非流动资产</b>	6438	6725	6897	7102	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	614	614	614	614	投资净收益	39	39	57	66
固定资产	2645	3062	3431	3806	<b>营业利润</b>	675	752	966	1321
无形资产	501	373	275	182	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	2678	2675	2577	2500	营业外支出	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	11581	13397	13817	15763	<b>利润总额</b>	669	752	966	1321
<b>流动负债</b>	4628	5767	5327	6111	所得税	58	75	106	159
短期借款	1532	2247	942	260	<b>净利润</b>	612	677	859	1163
应付账款	1607	1935	2400	3197	少数股东损益	-5	-4	-8	-9
其他流动负债	1489	1585	1986	2655	<b>归属母公司净利润</b>	617	681	867	1172
<b>非流动负债</b>	265	265	265	265	EBITDA	1047	976	1145	1426
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.51	0.65	0.87
其他非流动负债	265	265	265	265					
<b>负债合计</b>	4893	6032	5592	6376					
少数股东权益	38	33	25	16	<b>主要财务比率</b>				
股本	1340	1340	1340	1340	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	3036	3036	3036	3036	<b>成长能力</b>				
留存收益	2275	2956	3824	4995	营业收入	18.9%	7.5%	24.7%	35.8%
归属母公司股东权益	6651	7332	8200	9371	营业利润	61.7%	11.6%	28.3%	36.8%
<b>负债和股东权益</b>	11581	13397	13817	15763	归属于母公司净利	54.2%	10.4%	27.3%	35.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	19.5%	20.0%	20.2%	20.4%
					净利率 (%)	10.2%	10.4%	10.7%	10.6%
					ROE (%)	9.3%	9.3%	10.6%	12.5%
					ROIC (%)	6.4%	6.1%	7.8%	9.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	42.2%	45.0%	40.5%	40.4%
					净负债比率 (%)	73.1%	81.9%	68.0%	67.9%
					流动比率	1.11	1.16	1.30	1.42
					速动比率	0.91	0.65	0.83	0.92
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.52	0.49	0.59	0.70
					应收账款周转率	3.73	3.76	3.71	3.73
					应付账款周转率	3.04	2.70	2.70	2.75
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.47	0.51	0.65	0.87
					每股经营现金流薄)	0.66	-0.17	1.43	1.08
					每股净资产	4.96	5.47	6.12	6.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.36	22.20	17.44	12.91
					P/B	1.80	2.06	1.85	1.61
					EV/EBITDA	11.83	16.85	13.16	9.90

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

### 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。