

投资评级：增持（维持）

报告日期：2022年04月19日

**市场数据**

目前股价	7.43
总市值（亿元）	99.56
流通市值（亿元）	99.49
总股本（万股）	134,000
流通股本（万股）	133,908
12个月最高/最低	17.21/6.73

**分析师**

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：王仕宏

S1070121080020

☎ 021-31829753

✉ wangshihong@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;10月 CVT 同比继续大幅增长，高端 G 系列渗透率继续保持高位&gt;&gt; 2020-11-11

&lt;&lt;20Q3 业绩超预期，毛利率同比环比双提升，并且已连续 3 个季度环比持续提升&gt;&gt; 2020-10-19

&lt;&lt;CVT 销量连续 3 个月环比增长，并且环比增速持续提升，增长趋势良好&gt;&gt; 2020-10-14

# 21 年业绩短期承压，未来新客户、新业务拓展有望推动利润转正

——万里扬（002434）公司动态点评

**盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6065	5475	6570	7556	8689
(+/-%)	18.9%	-9.7%	20.0%	15.0%	15.0%
归母净利润（百万元）	617	-747	577	717	870
(+/-%)	54.2%	-221.1%	177.2%	24.3%	21.4%
摊薄 EPS（元/股）	0.47	-0.57	0.43	0.53	0.65
PE	15.8	-13.0	17.3	13.9	11.4

资料来源：长城证券研究院

**核心观点**

■ **事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年公司实现营收 54.75 亿元，同比-9.73%；归母净利润-7.47 亿元，同比-221.09%；扣非后归母净利润-8.43 亿元，同比-288.26%，其中 Q4 单季实现营收 11.45 亿元，同比-40.57%；归母净利润-12.58 亿元，同比-1264.99%；扣非后归母净利润-12.35 亿元，同比-2068.28%。

对此我们点评如下：

■ **收入端：21 年全年实现营收 54.75 亿元，同比-9.73%，短期承压。**公司全年实现营收 54.75 亿元，同比-9.73%，其中乘用车变速器业务实现营收 36.47 亿元，同比-5.08%；商用车变速器业务实现营收 14.49 亿元，同比-25%。受到疫情反复、缺芯等影响，公司供货量产车型销量不及预期，导致公司出货量减少，乘用车变速器和商用车变速器业务营收都出现不同程度的下滑，公司整体营收短期承压。

■ **毛利率：21 年全年毛利率下滑至 17%。**21 年公司毛利率为 17.14%，同比-2.4pct，在钢材、铝、生铁等原材料价格大幅上涨的背景下，公司变速器产品成本上升，乘用车变速器业务和商用车变速器业务毛利率分别下降 1.97pct 和 3.48pct。21Q4 公司毛利率为 4.26%，同比-10.01pct，环比-15.33pct，主要系原材料价格上涨、芯片短缺所致，我们认为未来随着钢铝等原材料、芯片供应的逐步改善，公司毛利率有望修复。

■ **利润端：21 年全年利润承压，未来有望转正。**21 年公司实现归母净利润-7.47 亿元，同比-221.09%；扣非后归母净利润-8.43 亿元，同比-288.26%。公司自上市以来首次出现业绩亏损，除上游原材料价格上涨、缺芯等因素以外，还因为公司 2021 年计提商誉减值准备 9.44 亿元，减值后公司商誉价值 2.57 亿元，我们认为本次商誉减值造成的业绩亏损为一次性影响，未来经济环境改善以后，商誉减值风险将处于较低水平，即使发生商誉减值，减值空间也较小，公司利润有望转正。

- **积极推动产品升级，新客户增加带动产品销量持续攀升。**乘用车变速器业务是公司的主要业务，2021 年公司紧紧围绕客户自动挡产品升级需求契机，坚持以现有的核心客户为依托，加大新客户市场拓展力度，CVT 产品新增配套吉利汽车 SS11 平台的车型和多款奇瑞汽车国际车型量产上市，推动了 CVT 产品销量的进一步增长，并有效提升公司的国际影响力。我们认为未来随着公司新客户、新车型的拓展，CVT 产品销量将持续增长。
- **受益于混动车市场快速发展，公司混动系统业务有望高增。**2021 年，受益于比亚迪超混系列、理想 ONE 等混动车型的热销，混动汽车市场快速发展，公司在混动系统领域也进行相应布局，已经具备较强竞争力。在技术层面，公司相较国内其他公司的混动系统，公司 DHT 混动系统在安装空间、成本等方面具备竞争优势。在客户层面，公司乘用车 DHT 混动系统完成了 3 个客户的样车试验、驾评、油耗和动力性能测试等工作，节油率和动力性能等表现均得到了客户认可，正在积极推动量产定点工作。此外，公司轻卡混动系统已在 1 家商用车汽车厂客户中搭载样车，重卡混动系统也在同步开发。我们认为未来随着混动车市场仍有较大增长空间，混动系统业务有望将成为公司业绩的新增长点。
- **投资建议及盈利预测：**公司业绩受到芯片短缺、原材料价格上涨、商誉减值等因素影响短期承压，我们认为未来随着芯片短缺、原材料价格等问题的解决，公司有望凭借领先的变速器技术、丰富的客户资源和混动系统等新业务的放量实现利润转正。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 65.7、75.56、86.89 亿元，归母净利润依次为 5.77、7.17、8.7 亿元，对应当前市值，PE 依次为 17、14、11 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**国内疫情反复、原材料价格大幅上涨、国内汽车销量不及预期、芯片短缺问题持续恶化、宏观经济下行。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6064.88	5475.01	6570.01	7555.51	8688.84	<b>成长性</b>					
营业成本	4879.61	4536.53	5387.41	6157.74	7037.96	营业收入增长	18.9%	-9.7%	20.0%	15.0%	15.0%
销售费用	129.49	119.03	131.40	143.55	156.40	营业成本增长	21.7%	-7.0%	18.8%	14.3%	14.3%
管理费用	120.98	135.62	131.40	136.00	139.02	营业利润增长	61.7%	-210.3%	180.9%	24.3%	19.6%
研发费用	328.92	349.80	328.50	377.78	434.44	利润总额增长	62.8%	-211.5%	180.0%	24.6%	19.7%
财务费用	48.75	60.24	79.72	78.51	97.11	归母净利润增长	54.2%	-221.1%	177.2%	24.3%	21.4%
其他收益	153.29	114.51	146.56	138.12	133.06	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	38.84	-43.22	40.00	40.00	40.00	毛利率	19.5%	17.1%	18.0%	18.5%	19.0%
营业利润	674.53	-743.97	601.96	748.54	895.13	销售净利率	11.1%	-13.6%	9.2%	9.9%	10.3%
营业外收支	-5.03	-2.82	-4.55	-4.13	-3.83	ROE	6.9%	8.0%	9.8%	11.4%	12.6%
利润总额	669.50	-746.79	597.41	744.41	891.30	ROIC	8.7%	-11.5%	12.4%	15.4%	21.4%
所得税	57.60	2.68	24.15	30.49	23.11	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-5.38	-1.99	-3.58	-2.95	-2.23	销售费用/营业收入	2.1%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%
归母净利润	617.28	-747.48	576.84	716.87	870.42	管理费用/营业收入	2.0%	2.5%	2.0%	1.8%	1.6%
						研发费用/营业收入	5.4%	6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>资产负债表</b>						财务费用/营业收入	0.8%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%
						投资收益/营业利润	5.8%	5.8%	6.6%	5.3%	4.5%
流动资产	5143.31	4537.94	5216.89	5348.76	6834.76	所得税/利润总额	8.6%	-0.4%	4.0%	4.1%	2.6%
货币资金	1152.66	808.79	405.37	662.72	612.29	应收账款周转率	3.95	3.45	3.84	3.73	3.66
应收票据及应收账款合计	2207.23	2113.23	2927.51	2746.92	3935.93	存货周转率	7.74	6.09	6.69	6.81	6.61
其他应收款	335.18	292.71	313.94	303.32	308.63	流动资产周转率	1.18	1.13	1.35	1.43	1.43
存货	864.80	932.87	1030.69	1189.64	1440.95	总资产周转率	0.54	0.51	0.64	0.72	0.79
非流动资产	6437.55	5464.69	5250.77	5036.70	4770.58	<b>偿债能力</b>					
固定资产	2644.76	2591.17	2500.02	2385.98	2246.00	资产负债率	42.2%	46.6%	43.9%	39.7%	40.8%
资产总计	11580.86	10002.63	10467.66	10385.46	11605.34	流动比率	1.11	1.06	1.21	1.38	1.53
流动负债	4627.96	4301.14	4328.58	3864.11	4473.69	速动比率	0.92	0.84	0.97	1.08	1.21
短期借款	1531.97	1756.19	765.60	30.00	30.00	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
应付款项	1612.36	1231.00	1855.43	2067.34	2332.53	EPS	0.47	-0.57	0.43	0.53	0.65
非流动负债	264.55	357.01	263.23	262.57	262.90	每股净资产	4.96	3.96	4.36	4.65	5.11
长期借款	0.00	95.11	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.66	0.11	0.89	1.25	0.47
负债合计	4892.52	4658.15	4591.81	4126.68	4736.59	每股经营现金/EPS	1.40	-0.19	2.07	2.34	0.73
股东权益	6688.35	5344.48	5875.85	6258.78	6868.75	<b>估值</b>					
股本	1340.00	1340.00	1340.00	1340.00	1340.00	PE	15.81	-13.04	17.26	13.89	11.44
留存收益	5515.91	4177.76	4507.57	4893.45	5505.65	PEG	3.00	0.06	1.31	2.63	-0.06
少数股东权益	37.58	31.86	28.28	25.33	23.10	PB	1.50	1.87	1.70	1.60	1.45
负债和权益总计	11580.86	10002.63	10467.66	10385.46	11605.34	EV/EBITDA	9.14	-189.39	7.11	5.63	4.96
						EV/SALES	1.86	3.60	1.41	1.09	0.96
<b>现金流量表</b>						EV/IC	1.89	3.75	1.80	1.82	1.60
						ROIC/WACC	1.40	-1.54	1.67	2.07	2.86
经营活动现金流	807.70	144.23	1195.18	1674.83	633.71	REP	1.35	-2.43	1.08	0.88	0.56
其中营运资本减少	330.11	-865.09	38.64	351.51	-901.64						
投资活动现金流	-1757.00	26.85	-390.47	-272.78	-328.61						
其中资本支出	-217.86	-14.87	570.00	480.00	490.00						
融资活动现金流	438.89	-348.32	-1208.13	-1144.69	-355.53						
净现金总变化	-510.41	-177.24	-403.42	257.35	-50.43						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

**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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>