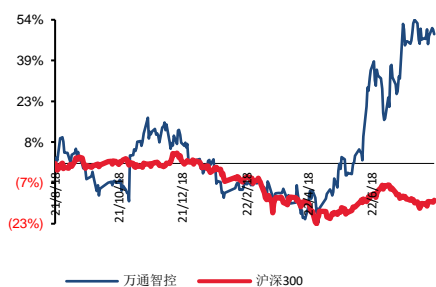


汽车 汽车零部件

车联网业务初露峥嵘，智能化引领公司未来发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	230/230
总市值/流通(百万元)	4,338/4,338
12个月最高/最低(元)	19.55/9.94

相关研究报告:

证券分析师: 曹佩

电话: 13122223631

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

传统零部件企业切入智能化赛道，“软件公司”属性初现。万通智控以气门嘴业务起家，多年来通过内延外伸将业务拓展至 TPMS、解耦管路系统、车联网等领域，从纯硬件公司延伸至汽车智能化公司。2019年以来公司研发人员与研发投入明显增大，专利数量突飞猛进，逐渐向“软件公司”靠拢。业务布局成效亦在业绩上有所体现，2019年公司业绩持续高速增长，新兴业务占比提高，业务结构不断优化。

两大成长性业务利好频现，有望迎来高增。我们按照产品生命周期对公司4项主营业务进行分类，认为车联网与TPMS是现阶段公司主要成长性业务，其增长空间对万通的业绩与估值带来的影响最大。

- **车联网蓄势待发，有望贡献最大业绩弹性：**万通在车联网领域的产品为远程信息管理系统，下游客户为商用车车队。预计2025年我国商用车车联网市场规模将达806亿元，当前车联网行业仍处在渗透率迅速提升的发展阶段。在车联网产业链中，万通作为运营服务商有一定卡位优势，尽管这一赛道已经不少玩家提前布局，但真正能够实现降本增效的技术路线往往能够对市场格局产生颠覆性影响，万通凭借其Micro. Sp技术，实现了信息通讯中各类传感器射频通信的超低功耗，且这一技术受到专利保护，有望后来者居上。公司公告2022年已经向PPM传感器芯片厂下了150万订单，为车联网业务的快速增长奠定了基础。
- **政策、市场双重利好，自身优势加持下TPMS高确定性：**2017年我国出台相关法规规定2019年起所有新认证乘用车必须安装TPMS，2020年起强制安装法规开始执行，渗透率预计将快速提升，同时乘用车市场回暖释放积极信号。当前欧美乘用车后装TPMS正处于更换高峰期，2023年之后国内后装市场进入更换高峰，国际、国内接力，TPMS市场空间迎来确定性增长机遇。万通2007年以来至今深耕TPMS领域十余年，凭借其气门嘴切入的卡位优势、长期深耕积累的客户资源和对车型的高度兼容，无疑迎来巨大机会。

业绩高速增长。1) 车联网订单激增，贡献最大弹性；2) TPMS市场快速增长；3) 2023年7月1日起“国六”标准全面实施，金属软管迎来契机等三重催化下，2022年万通业绩预计继续保持高增。2021年公司实现收入10.23亿元，同比增长29.70%；归母净利润1.10亿元，

同比增长 203.24%。2022 年上半年公司预计归母净利润 6,950 万元 - 7,950 万元，同比增长 40.23%-60.41%。

投资建议：公司从传统气门嘴起家，近年来内延外伸不断扩展业务范围，向汽车智能化领域进军，收入结构优化，业绩不断释放，所处赛道均迎来积极向好态势，公司在车联网等新兴领域的发展潜力巨大。我们预计公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 0.74 元、1.06 元、1.53 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：乘用车销量不及预期；政策落地不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1022.87	1217.21	1509.34	1871.58
(+/-%)	29.70%	19.00%	24.00%	24.00%
净利润(百万元)	110.26	170.06	244.07	352.31
(+/-%)	203.24%	54.24%	43.52%	44.35%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.74	1.06	1.53
市盈率(PE)	39	26	18	12

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、传统零部件企业切入汽车智能化赛道.....	5
(一) 万通智控以气门嘴起家，在原有业务基础上不断拓展.....	5
(二) 业务拓展过程中研发与专利加持，“软件公司”属性初现.....	6
(三) 业务拓展带动业绩大幅改善，收入结构优化.....	6
二、车联网蓄势待发、贡献业绩弹性可期.....	8
(一) 车联网远程信息管理系统提供商.....	8
(二) 车联网市场星辰大海，运营服务商将深度受益.....	9
(1) 商用车车联网未来空间可观，渗透率节节攀升.....	9
(2) 多方玩家共同参与，运营服务商卡位优越.....	11
(三) 运营服务商百花齐放，凭借专利技术万通有望后来者居上.....	12
(四) 车联网的快速发展有望贡献最大业绩弹性.....	14
三、政策、市场双重利好，自身优势加持下 TPMS 高确定性.....	14
(一) TPMS 收入的主要催化因素：政策与乘用车市场.....	14
(1) 政策利好推动 TPMS 渗透率提升.....	14
(2) 乘用车市场转暖是另一重要催化剂.....	16
(二) 看好 TPMS 市场，后装替换带来的增量空间正逐步兑现.....	17
(三) 深耕 TPMS 市场十余年，万通自身竞争力凸显.....	18
(1) 从气门嘴切入 TPMS 的卡位优势.....	18
(2) 多年深耕带动车型兼容度与客户资源提升.....	19
(3) 推出 NFC 功能，产品创新缓解固有痛点.....	19
四、业绩与估值共振.....	20
(一) 业绩高增确定性强.....	20
(二) 估值仍在低位，业务结构优化的积极预期未被反映.....	20
五、投资建议 21	
六、风险提示 22	

图表目录

图表 1: 万通智控以气门嘴起家，在原有业务基础上不断拓展.....	5
图表 2: 2019 年以来公司研发投入大幅增长（万元）	6
图表 3: 2019 年以来公司研发人员大幅增长（人）	6
图表 4: 近两年公司专利数量明显增多（项）	6
图表 5: 万通智控近年来业务收入结构情况	7
图表 6: 2019 年之后公司营收与利润增速大幅提升	7
图表 7: 从产品生命周期看公司四项主要业务	8
图表 8: 万通智控 T-Box 产品	9
图表 9: 万通智控 PPM 传感器	9
图表 10: 万通智控车辆远程控制系统大数据平台	9
图表 11: 商用车车联网潜在成本优化空间巨大，预计潜在市场价值可达万亿	10
图表 12: 商用车下游客户结构整合趋势	11
图表 13: 预计 2025 年中国商用车车联网市场规模将达 806 亿元（单位：亿元）	11
图表 14: 部分主机厂商用车车联网服务布局情况	11
图表 15: 预计 2025 年中国商用车车联网渗透率将达到 62%.....	11
图表 16: 主机厂和车联网运营服务商为车联网赛道主要参与方	12
图表 17: 2025 中国商用车车联网产业链价值分布	12
图表 18: 国内主要车联网运营服务商布局情况	13
图表 19: 全球各地区 TPMS 安装相关规定/进展	15
图表 20: 预计中国乘用车 TPMS 渗透率快速升至 100%	15
图表 21: 2021 年中国乘用车市场产量增速转正	16
图表 22: 2021 年中国乘用车市场销量增速转正	16
图表 23: 全球各地区 TPMS 安装相关规定/进展	17
图表 24: 2018 年全球 TPMS 行业市场竞争格局	17
图表 25: 预计 2023 年之后我国 TPMS 后装市场增速迅速攀升.....	18
图表 26: 从不同业务切入的 TPMS 生产商竞争优劣势分析.....	19
图表 27: 万通 TPMS 传感器覆盖车型较广	19
图表 28: 2021 年以来公司股价与估值走势出现明显背离（截至收盘日：2022 年 8 月 17 日）	21
图表 29: 万通和车联网厂商、所处申万二级行业整体相比估值均处于明显低位（截至收盘日：2022 年 8 月 17 日）	21

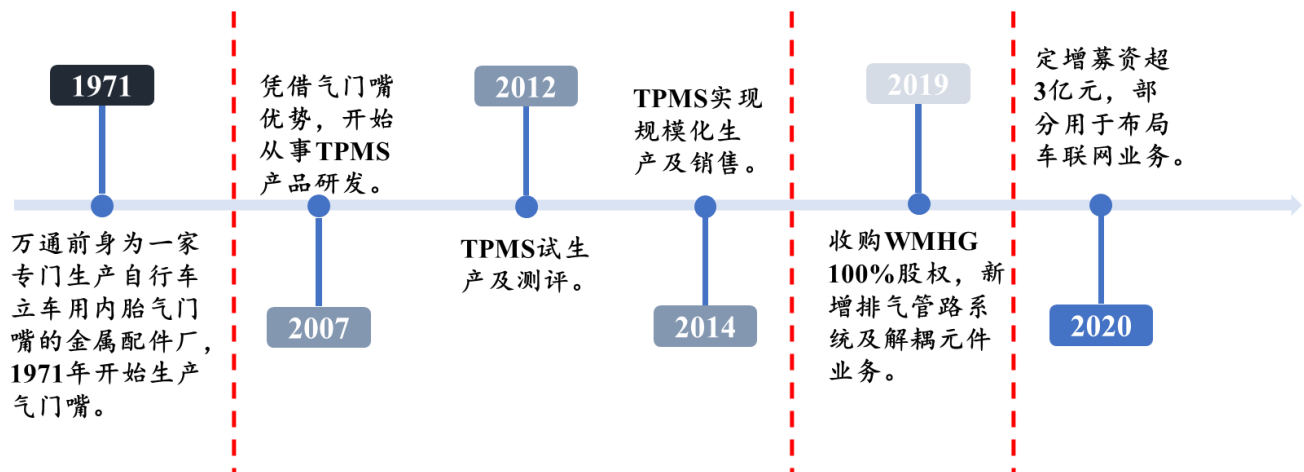
一、传统零部件企业切入汽车智能化赛道

(一) 万通智控以气门嘴起家，在原有业务基础上不断拓展

万通智控以气门嘴业务起家，多年来通过内延外伸，从传统零部件向智能化进军，从纯硬件供应商渐渐切入软件产品。

- **气门嘴**：万通的前身是临平的一家专门生产自行车车立车用内胎气门嘴的金属配件厂，公司实控人张健儿曾是这家配件厂的一名普通的车间操作员，1971年起开始生产气门嘴。
- **TPMS**：凭借气门嘴技术优势和生产优势，利用 TPMS 与气门嘴之间的紧密联系，万通 2007 年开始从事 TPMS 产品的研发，2012 年试生产及测评，2014 年实现规模化生产及销售，产品成功进入美国、欧洲等后装市场。
- **解耦管路系统**：2019 年收购取得 WMHG 公司 100% 股权，新增商用车及其他重型运输工具的排气管路系统及解耦元件业务。WMHG 是从事生产用于商用车及其他重型运输工具的排气管路系统及解耦元件，在全球范围内提供包括汽车排气系统柔性金属软管、气密柔性解耦元件、弯管、隔热套及排气管路系统总成，是当时唯一一家拥有基于带状缠绕焊接软管的气密解决方案公司。
- **车联网远程信息管理系统**：基于 TPMS 系统，2020 年定增募资超 3 亿元，其中部分投入车联网领域，其开发的车联网远程信息管理系统由传感器、T-Box 和管理软件组成。

图表 1：万通智控以气门嘴起家，在原有业务基础上不断拓展

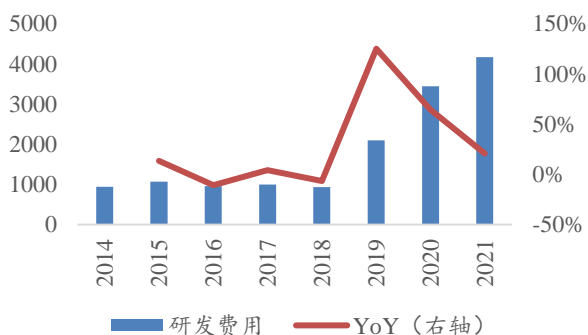


资料来源：公司财报，公司官网，公司招股说明书，太平洋证券研究院

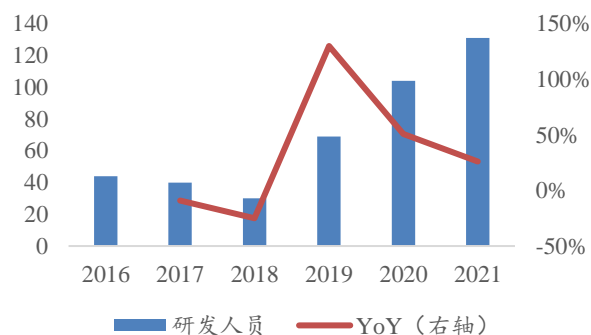
(二) 业务拓展过程中研发与专利加持，“软件公司”属性初现

向新兴业务拓展的过程中伴随着研发投入力度加大，万通逐渐向“软件公司”靠拢。软件公司的一大特点是较高的研发投入，万通 2019 年以来研发费用与研发人员均出现了大幅增长，高投入带动专利数量攀升，同时在 2020 年成立企业研究院。这是其布局车联网等新兴业务的必经之路，亦体现了其渐渐向“软件公司”靠拢的过程。

图表 2: 2019 年以来公司研发投入大幅增长 (万元)



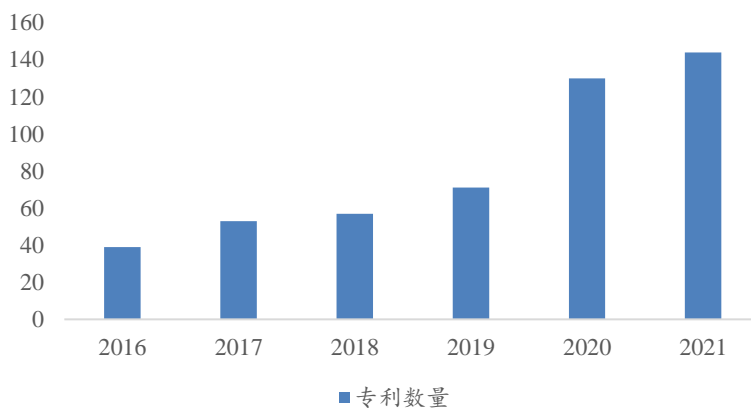
图表 3: 2019 年以来公司研发人员大幅增长 (人)



资料来源：公司财报，Wind，太平洋证券研究院
注：因为会计准则变更，2017 年及之前为管理费用明细项中的“技术开发费”。

资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

图表 4: 近两年公司专利数量明显增多 (项)



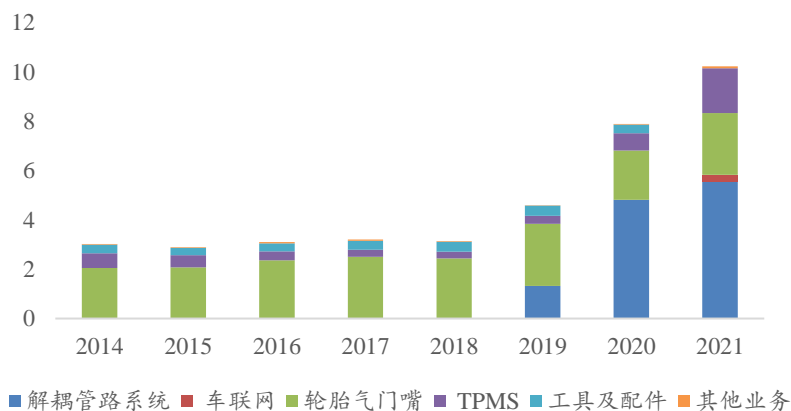
资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

(三) 业务拓展带动业绩大幅改善，收入结构优化

公司不断业务拓展与转型带动业绩高增，收入结构逐渐多元化。2019 年万通收

购 WMHG，新增排气管路系统及解耦元件业务，收购并表使得公司营收与利润增速大幅改善，此外 2020 年以来 TPMS 收入高增及新增车联网业务收入亦贡献整体业绩表现。从收入结构来看，2019 年之前公司气门嘴这一传统业务占比在 7 成左右，之后占比迅速下降，解耦管路系统、TPMS 等更新的业务占据收入的重要部分，收入结构逐渐优化。

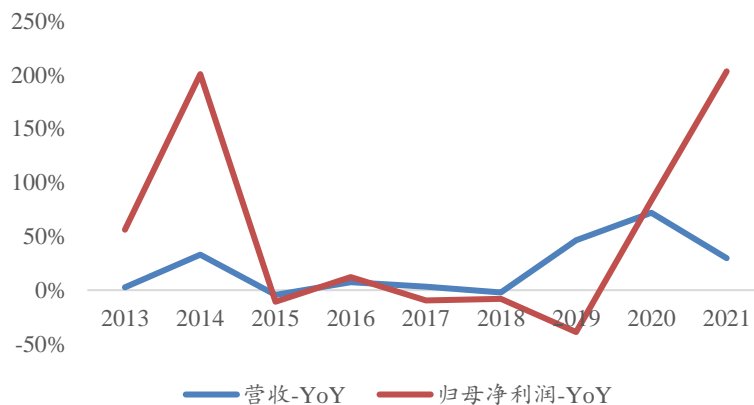
图表 5：万通智控近年来业务收入结构情况



资料来源：公司财报，Wind，太平洋证券研究院

注：因公司披露口径不同，2021 年气门嘴业务收入中包含了气门嘴和工具及配件，未追溯以前年份收入重述。

图表 6：2019 年之后公司营收与利润增速大幅提升

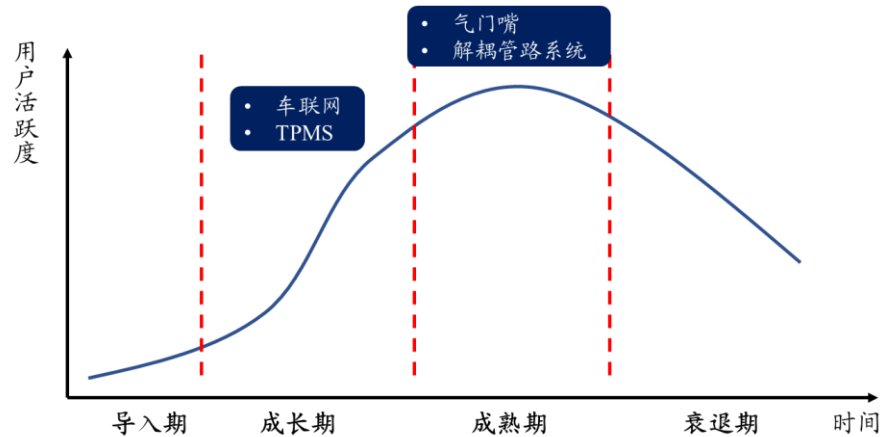


资料来源：公司财报，Wind，太平洋证券研究院

结合公司业务发展历程、收入占比、公司战略规划及市场情况，从产品生命周期角度，我们试图做出划分：车联网在 2020-2021 年完成导入，TPMS 布局多年叠加政策催化下（详见下文论述），均迎来快速成长阶段；传统业务气门嘴市场较为

成熟，万通气门嘴收入渐趋放缓，被收购的 WMHG 在收购前就已经为全球领先的复杂组件供应商、商用车气密解耦元件的全球市场领导者，其带来的业绩贡献在 2020-2021 年已经充分体现，预计今后将步入稳定增长的成熟阶段。对于处于成长阶段的万通来说，其高成长业务未来将贡献更大业绩弹性与估值弹性，因此下面我们将主要从车联网和 TPMS 两项业务着手，探讨万通的空间。

图表 7：从产品生命周期看公司四项主要业务



资料来源：太平洋证券研究院

二、车联网蓄势待发、贡献业绩弹性可期

(一) 车联网远程信息管理系统提供商

万通智控是一家以传感器为基础、以通讯技术为核心、以商用车车队管理系统为切入口的车联网平台服务商。在募投项目（车联网传感器及智能车载通讯终端系统生产项目）实施的基础上，万通开发了车联网远程信息管理系统，主要服务于商用车车队管理的市场需求。这一系统由各类车辆传感器、T-Box 和管理软件组成，不同的车辆传感器负责收集胎压、液位、刹车片厚度等各种车辆数据，并以通讯方式传输给 T-Box。T-Box 作为车辆通讯管理平台，在收集各类数据后传输给管理软件，经过分析计算后呈现在车辆终端或数据后台。

图表 8：万通智控 T-Box 产品



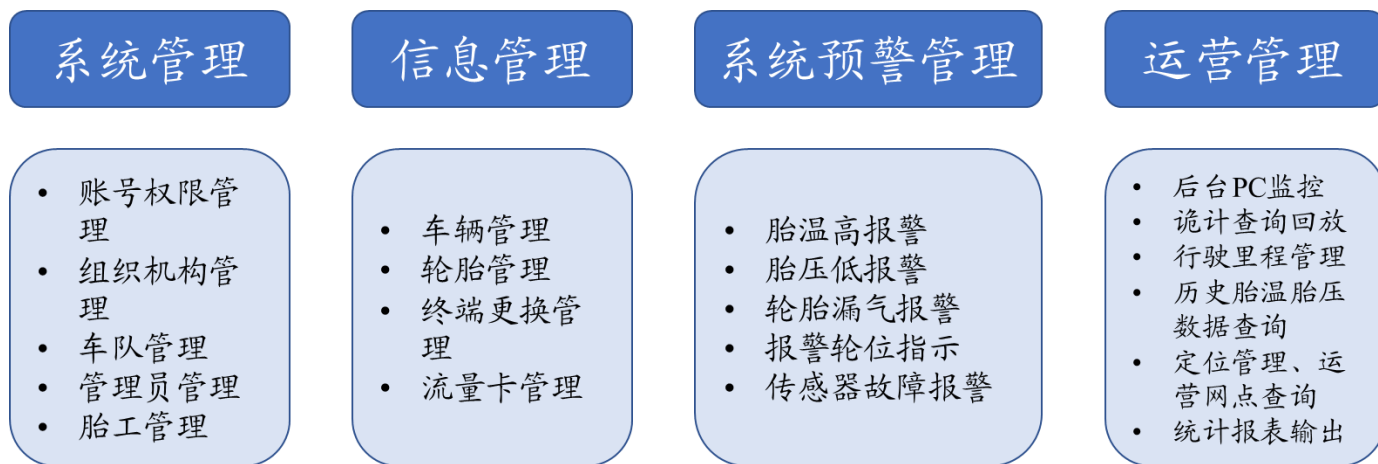
资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

图表 9：万通智控 PPM 传感器



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

图表 10：万通智控车辆远程控制系统大数据平台



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

(二) 车联网市场星辰大海，运营服务商将深度受益

(1) 商用车车联网未来空间可观，渗透率节节攀升

政策监管与市场需求双重驱动，车联网发展动力十足。

- **监管驱动**：从 2011 年开始，国家和地方政府围绕商用车车联网出台一系列政策。2011-2015 年围绕安全监管主题，要求“两客一危”车辆安装有行驶记录功能的卫星定位装置、强制重型载货车及牵引车安装符合标准卫星定位装置，推动“两客一危一重”等前装市场快速发展。2015-2017 年以标准制定为主题，提出建立车联网硬件、通讯等统一标准，新能源商用车必须搭载符合要求的终端并建立监测平台。

- **市场需求：**一方面，商用车车队出于出行安全、车辆维护和管理的需求，催生了车联网应用场景诞生；另一方面，从商用车的全生命周期管理角度看，未来借助车联网设备和相关服务，潜在成本优化空间巨大，潜在市场价值可达万亿。

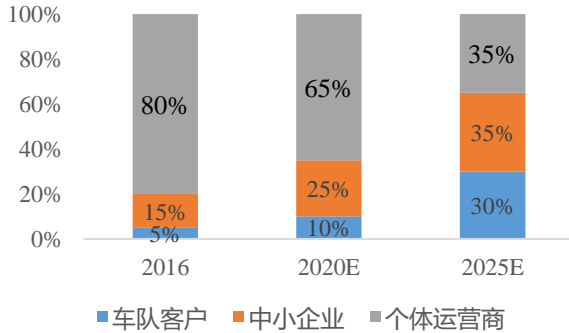
图表 11：商用车车联网潜在成本优化空间巨大，预计潜在市场价值可达万亿

中国商用车TCO总规模（万亿元）		车联网优化途径	预计优化空间	潜在价值
总体TCO	7.0	通过车联网进行商用车全生命周期的TCO管理、优化司机驾驶行为监控分析、并根据车辆状态、用车场景，提出 最优驾驶行为建议 ，实现能耗最大化	~15%	~1.02万亿
能源成本	2.2	通过车队管理系统（FMS）、物流管理系统（TMS）等车联网智能系统， 优化管理效率，降低人工管理成本	~20%	~2000亿
管理成本	1.0	通过前装/后装ETC设备， 享受折扣并降低同行等待时间，提升运营效率、降低等待的怠速运行燃油使用	~10%	~2250亿
道路通行	2.2	主机厂基于车辆数据反馈降低研发和产销成本，同时 降低司机购车成本，延长使用寿命，提升车辆残值	~15%	~1500亿
购车成本	1.0	通过车辆医生、维保提醒 降低事故率 ；通过远程诊断、一键呼救等服务 降低故障后的维修成本及相应损失	~20%	~840亿
维保成本	0.4	通过历史数据分析 优化保险费率 ；通过远程车辆管理和分享分析， 降低车贷商成本管理和司机贷款成本	~20%	~420亿
保险金融	0.2			

资料来源：《中国商用车车联网白皮书》，太平洋证券研究院
 注：此处商用车包括重卡、中卡、轻卡在内的货车类商用车

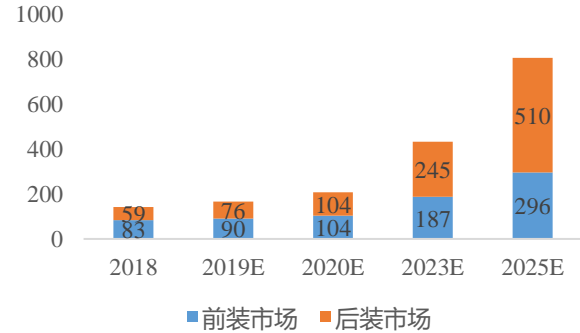
商用车付费能力强，发展动力有望迅速兑现为有效需求。未来商用车下游车队和企业客户比重或将明显增加，一方面对车队管理、定制化服务提出更多要求，同时车队/企业用户价格敏感度更低、对高端产品负担能力强，需求重点在提高车队运营管理效率；另一方面乘用车相比，商用车单车价格更高，对车联网等增量配件的价格接受度更高，具有较强的付费能力，政策监管与市场需求的驱动因素在商用车市场可以迅速转化为有效需求。2019年12月，中国汽研与罗兰贝格联合推出的全国首份《中国商用车车联网白皮书》显示，预计中国商用车车联网市场将保持28%的复合增速，到2025年市场规模将达到806亿元，其中前装市场占比约37%，后装市场占比约63%，行业空间广阔。

图表 12：商用车下游客户结构整合趋势



资料来源：《中国商用车车联网白皮书》，太平洋证券研究院
注：车队客户群体规模大于10，中小企业规模在5-10。

图表 13：预计 2025 年中国商用车车联网市场规模将达 806 亿元（单位：亿元）



资料来源：《中国商用车车联网白皮书》，太平洋证券研究院
注：此处车联网仅包括基于前装、后装的车联网硬件提供车辆全生命周期管理和车队、物流管理等服务的车联网市场，未包括自动驾驶等相关的泛车联网市场。

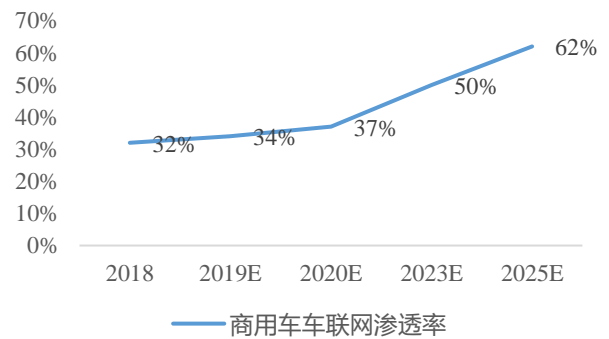
主机厂布局意愿强，巨大市场需求下渗透率亦处于不断攀升状态。出于提高效率、降低成本等各种考虑，国内部分商用车主机厂已通过自建、合作等方式开发车联网平台，围绕商用车全生命周期管理方面提供了不同类型的增值服务，在所产车辆上搭载。主机厂积极布局下，中国商用车车联网渗透率有望不断攀升，预计 2025 年我国商用车车联网渗透率将达到 62%。

图表 14：部分主机厂商用车车联网服务布局情况

主机厂商用车车联网服务	详细情况
一汽解放行	2014年开始推出解放行平台，2017年出厂车辆大规模装配“解放行”，2019年全系车辆出厂标配“解放行”。
东风车管家	2014年与华为战略合作布局车联网，2018年商用车车联网项目正式落地，2019年全系车辆出厂标配东风车管家。
重汽智能通	2014年“智能通”系统上线，2016年“智慧重汽”APP上线，并内嵌智能通功能。
陕汽天行健	2010年开始布局车联网业务，2012年陕汽“天行健”车联网系统首发，2014年陕汽卡车正式开始装配车联网，2019年完成全线卡车前装车联网标配。

资料来源：《中国商用车车联网白皮书》，太平洋证券研究院

图表 15：预计 2025 年中国商用车车联网渗透率将达到 62%

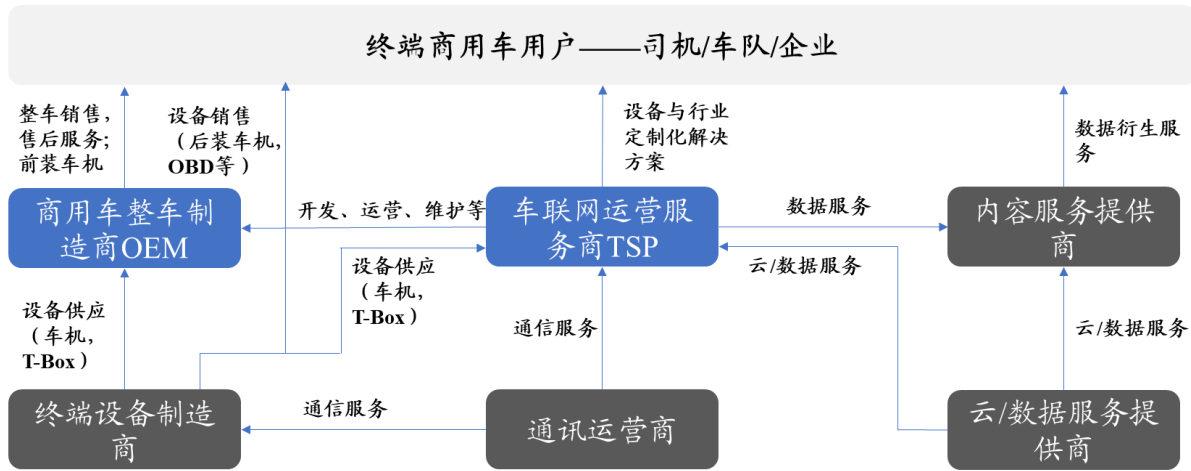


资料来源：《中国商用车车联网白皮书》，太平洋证券研究院

(2) 多方玩家共同参与，运营服务商卡位优越

除主机厂外，车联网运营服务商亦是产业链主要玩家。商用车车联网行业中，主机厂和车联网运营服务商为主要参与方，其中车联网运营服务商为终端商用车用户提供设备与行业定制化解决方案，此外还有各类硬件、通讯服务和内容提供商。

图表 16：主机厂和车联网运营服务商为车联网赛道主要参与方



资料来源：《中国商用车车联网白皮书》，太平洋证券研究院
注：蓝色底色为主要参与方，灰色底色为次要参与方。

从产业链价值角度看，围绕商用车全生命周期管理和行业降本增效服务的运营服务是未来行业核心价值所在。预计 2025 年车联网 806 亿的总体市场中，运营服务商规模将达 367 亿元，占据产业链价值总额 45%，为获利空间最大的车联网参与者。

图表 17：2025 中国商用车车联网产业链价值分布

亿元	硬件	通讯运营商	运营服务商	内容提供商	整体市场
行业规模	172 (21%)	147 (18%)	367 (45%)	120 (15%)	806
主要内容	GPS、T-Box、车机等基础车联网设备	车外：4G/5G 车内：Wi-F、蓝牙	车辆定位、车队管理、安全/降本方案等	车内影音娱乐等基础内容服务	基于基础车辆信息的简单管理，开始向增至服务延伸
未来趋势	加载ADAS等高端智能网联设备	方式多元、标准统一的通讯设备	商用车全生命周期管理、行业降本增效增值服务	基于位置信息的相 关用车、生活服务 内容	硬件迭代和服务升级带来商用车车联网更大的价值想象空间

资料来源：《中国商用车车联网白皮书》，太平洋证券研究院

(三) 运营服务商百花齐放，凭借专利技术万通有望后来者居上

我们将万通当前在车联网产业链中的定位归属于运营服务商。通过以上对万通车联网业务布局及商用车车联网产业链分析，我们认为万通在这一赛道中扮演着运营服务商的角色，在提供传感器、T-Box 等硬件设备外，还将收集的各类数据传输给管理软件，经过分析计算后呈现在车辆终端或数据后台，其中管理软件的部分起到了降本增效的增值服务功能，因此相较于终端设备制造商，管理软件的运用使得

万通更加靠近运营服务商这一角色。

运营服务商赛道已有较多竞争者，万通布局相对较晚。尽管车联网在我国仍处于发展初期的新兴产业，但仍有不少玩家已从不同角度入口积极布局，鸿泉物联2010年发布全国最早的客车前装车联网系统，标志着中国商用车车联网正式面向社会应用，此后中交兴路、四维图新、德赛西威等分别以不同的产品切入，万通在2020年通过定增布局车联网业务，和这一赛道上其他选手相比进入时间相对较晚。

图表 18：国内主要车联网运营服务商布局情况

车联网运营服务商	切入产品	主要情况
四维图新	高精度地图、车压监测传感器芯片	2002年新成立并发布商业化车载导航电子地图；2014年腾讯入股，成立智能地图事业部；2017年发布智能汽车大脑战略，发布位置大数据平台MineData；2019年车规级胎压监测传感器芯片量产。
德赛西威	实现整车级OTA、网络安全、蓝鲸OS终端软件、智能进入、座舱安全管家、信息安全等网联服务产品	2019年组织架构调整，网联服务事业部成为新三大事业部之一。
鸿泉物联	网联业务由智能增强驾驶系统、车载联网终端和人机交互终端三部分组成，具体产品形态包括智能行车记录仪、T-BOX、智能中控屏等	2010年发布全国最早的客车前装车联网系统，标志中国商用车车联网正式面向社会应用；2011年发布全国最早的商用车卡车智能增强驾驶系统；2015年发布新能源汽车智慧管理系统、鸿泉商用车大数据云计算平台2.0；2016年发布重型工程危险预防整体解决方案。
中交兴路	包含了货运GIS、货运数据开放API、平台开放组件等的数据开放平台；智运管车系统、智运找车系统、智运TMS等“车旺智运”系列产品	2012年起承担“全国道路货运车辆公共监管与服务平台”建设、维护与服务；2016年基于货运平台的基础数据，结合车旺大卡数据采集，面向行业提供以定位服务为基础，以数据服务为核心的数据开放平台，在此基础上为中小企业用户提供“车旺智运”系列产品。
万通智控	基于车辆传感器、T-Box和管理软件组成的车联网远程信息管理系统	2020年通过定增布局车联网业务。

资料来源：各公司财报，各公司官网，太平洋证券研究院

专利技术塑造壁垒，把握头部客户标杆示范效应，在车联网远程信息管理系统这一细分领域万通有望后来者居上：

(1)万通开发的车联网远程信息管理系统核心优势在于使用Micro. Sp 技术，实现了信息通讯中各类传感器射频通信的超低功耗，且其Micro. Sp 技术受到专利保护，是全球唯一生产商，短时间内构筑起了相对于竞争者的绝对壁垒。Micro. Sp 技术是基于脉冲位置调制技术原理（PPM 技术）实现短距离射频信号传输的无线通信技术，是目前市面上超低功耗的无线传感应用传输技术，使得传感器中的电池寿命最长，万通独创性地将该技术引入并成功应用在车用传感器上，其主要特点在于：

- 使用 Micro. Sp 技术传输数据所需用电量是市场上常见的 FSK 技术的 1/10；
- 低功耗使得最大程度地降低电池供电需求，有利于实现产品微型化，从而满足各种结构设计及应用场景的需求，应用场景可以横跨汽车、电信、物联网等不同行业；
- 低功耗使得在相同电池容量的条件下，无线传感器使用寿命大幅提升，从

而降低产品的使用成本。

(2) 国际头部客户带动效应或将不断显现。目前，可口可乐、亚马逊等美国商用车队已开始批量安装使用万通的车联网产品，随着车联网信息管理系统在中国商用车市场上的不断普及，在美国头部客户的标杆效应下，公司车联网产品预期可获得快速推广。

(四) 车联网的快速发展有望贡献最大业绩弹性

我们认为目前公司车联网业务木桶效应的短板仍在供给一侧。公司公告（2022年7月8日）中提到：据国外研究报告，商用车车队管理中传感器、软件、T-Box市场总额2020年为160亿美金，到2027年预计为500亿美金；从上文分析中可知，国内车联网市场空间广阔，且处于渗透率不断提升的快速发展阶段，没有一家供应商可以占据绝大部分市场份额，行业仍为一片蓝海；且公司2020年刚刚布局车联网业务，体量还较小，仍在逐步量产阶段。因此未来这一业务的收入主要受制于供给端。

从供给端出发，我们认为万通在车联网领域的收入将迎来爆发式增长。从量来看，2021年车联网传感器销量仅25.9万支，公司2022年已经向PPM传感器芯片厂下了150万订单，车联网传感器销量或将激增，车联网终端设备销量亦处于快速增长阶段；从价来看，车联网业务发展整体仍处于较为初期阶段，叠加公司在传感器端的技术专利优势使得其有更高的议价权；此外公司在2022年7月份的公告中提出当前标准传感器80元/个，其中延长杆传感器和自动充气传感器更贵一些，公司亦可通过调整产品销售结构来提升ASP，因此平均价格预计仍有提升空间。量价齐升，车联网业务收入有望贡献公司最大业绩弹性。

三、政策、市场双重利好，自身优势加持下 TPMS 高确定性

(一) TPMS 收入的主要催化因素：政策与乘用车市场

(1) 政策利好推动 TPMS 渗透率提升

出于驾驶安全考量，全球各地区陆续出台关于 TPMS 强制安装的相关规定。国际上最早在1997年，通用汽车开始使用间接式 TPMS，大规模引起重视是在2000年由于Firestone的轮胎质量问题导致的数千人伤亡，由此美国批准TREAD法案开始对于强制性 TPMS 安装的讨论，2005 出台法规明确规定2007年9月开始出售的轻型

车必须全部安装 TPMS，随后欧盟、韩国、中国台湾等地区陆续出台强制安装措施。相比之下中国大陆地区政策出台相对较晚，2017 年 10 月 14 日，我国的 TPMS 强制性国家标准《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》发布，此标准规定，于 2019 年 1 月 1 日起，中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS；自 2020 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车开始实施强制安装要求。

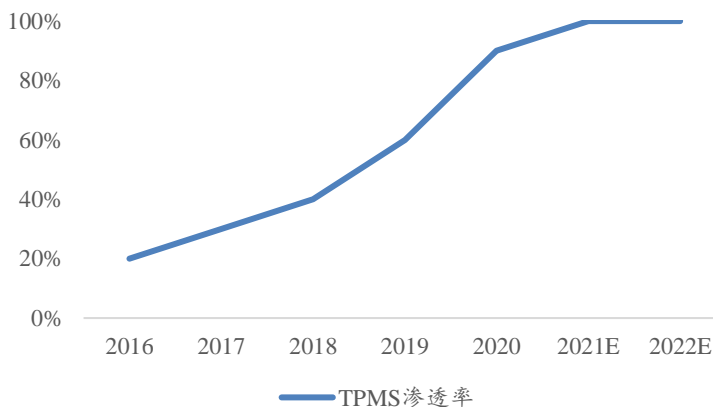
图表 19：全球各地区 TPMS 安装相关规定/进展

地区	时间	TPMS相关政策要求/安装进展
美国	1997	通用汽车开始使用间接式TPMS。
	2000	直接式TPMS在美国上市。
	2002	林肯大陆、戴姆勒-克莱斯勒、宝马、雪铁龙、阿斯顿·马丁等欧美企业安装TPMS。
	2005	2007年9月1日以后出售的轻型车（车身重量不超过4536kg）必须全部安装TPMS。
欧盟	2009	2012年11月1日之后，对于未装配TPMS的乘用车新车型不予以认证，2014年11月1日以后，对于未装配TPMS的乘用车不允许销售和注册。
韩国	2010	所有乘用车和总重小于等于3.5吨的车辆，必须按照以下时间节点要求安装TPMS：新车型——从2013年1月1日起；所有车型——从2014年6月30日起。
中国台湾	2013	从2013年11月1日起，在M1和N1类新车型强制安装TPMS。2015年7月1日起各形式的M1和N1应安装TPMS。
中国大陆	2011	2011年7月，TPMS 推荐性标准《基于胎压监测模块的汽车轮胎气压监测系统》。
	2013	国家标准委对《乘用车轮胎气压监测系统(TPMS)的性能要求和试验方法》国家标准项目公开征求意见。国家标准项目性质为强制标准，将取代2011年7月1日实施的推荐性标准。
	2015	TPMS强制性国家标准《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》征求意见稿颁布。
	2016	TPMS 强制性国家标准《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》标准送审稿已通过工信部技术审查。
	2017	《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》发布，规定 自2019年起，中国市场所有新认证乘用车必须安装TPMS；自2020年起，TPMS强制安装法规将开始执行，我国生产的所有车辆都必须安装直接式或间接式TPMS系统。

资料来源：伟力通官网，盖世汽车，公开资料整理，太平洋证券研究院

受益于强制安装政策出台，我国 TPMS 渗透率有望快速提升。据华经产业研究院预计，2021-2022 年中国乘用车 TPMS 渗透率将提升至 100%，其主要推动因素或为政策的引导。

图表 20：预计中国乘用车 TPMS 渗透率快速升至 100%

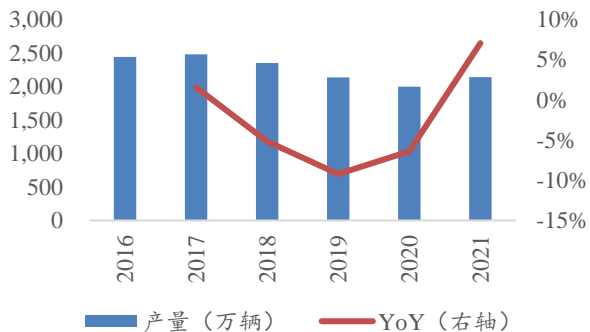


资料来源：中国汽车工业协会，华经产业研究院，太平洋证券研究院

(2) 乘用车市场转暖是另一重要催化剂

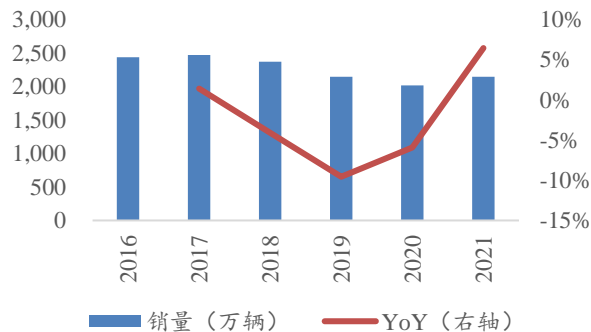
TPMS 渗透率提升的同时，乘用车市场产销两端均回暖，释放双重积极信号。在乘用车市场逐渐饱和、汽车行业“遇冷”后，消费主力不断减少，消费需求的减少使得乘用车产量随之下降，2020 年受疫情影响乘用车产量进一步下降，2021 年随着疫情好转，产量结束持续 3 年的负增长状态，同比增长 7.1%，加之新能源汽车的强势带动下，乘用车销量亦开始回升，实现 6.5% 的同比增速。

图表 21：2021 年中国乘用车市场产量增速转正



资料来源：中国汽车工业协会，太平洋证券研究院

图表 22：2021 年中国乘用车市场销量增速转正



资料来源：中国汽车工业协会，太平洋证券研究院

近期积极政策推行，预计我国乘用车市场未来仍呈现积极变化。2022 年以来国家各部门陆续出台鼓励政策支持乘用车市场发展，6 月份中国乘用车产量同比增长 40% 以上，此前在“2022 年中国汽车市场发展预测峰会上”，中汽协预测 2022 年中国乘用车销量增长 8%，增速同比上行。

图表 23：全球各地区 TPMS 安装相关规定/进展

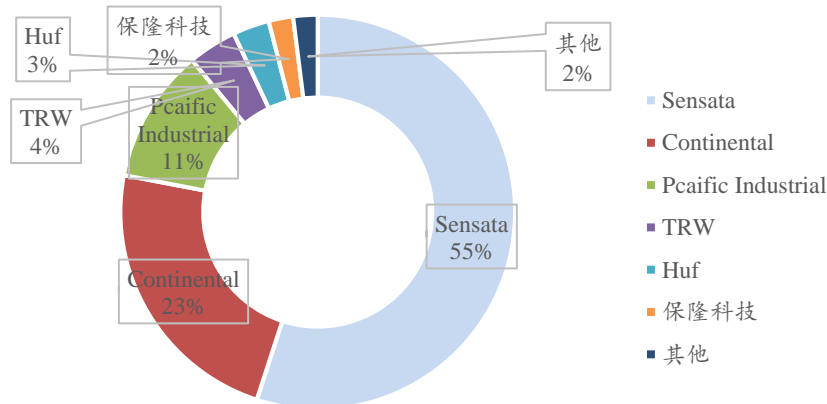
发布时间	部门	政策内容
2022年5月23日	国务院常务会议	国常会部署稳经济一揽子措施，减征部分乘用车购置税600亿。
2022年5月31日	财政部、税务总局	对单车价格（不含增值税）不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。
2022年5月31日	工业和信息化部、农业农村部、商务部、国家能源局	1)鼓励参加下乡活动的新能源汽车行业相关企业(以下简称“企业”)积极参与“双品网购节”以及各平台自发组织的各类网络促销活动，支持企业与电商、互联网平台等合作举办直播或网络购车活动，通过网上促销等方式吸引更多消费者购买。 2)鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策，改善新能源汽车使用环境，推动农村充电换电基础设施建设。鼓励参与下乡活动企业研发更多质量可靠、先进适用车型，加大活动优惠力度，加强售后运维服务保障。
2022年7月7日	商务部	商务部等部门印发《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》，提到将聚焦支持新能源汽车购买使用等。具体包括各地区不得设定本地新能源汽车车型备案目录等要求；研究免征新能源汽车车辆购置税政策到期后延期问题；深入开展新能源汽车下乡活动，促进农村地区新能源汽车消费使用
2022年7月29日	国务院常务会议	推动消费继续成为经济主拉动力，其中关于汽车消费内容如下。1)除个别地区外，限购地区要增加汽车指标数量、放宽购车资格限制；2)打通二手车流通堵点；3 延续免征新能源汽车购置税政策。

资料来源：各部门官网，公开资料整理，太平洋证券研究院

（二）看好 TPMS 市场，后装替换带来的增量空间正逐步兑现

欧美市场后装更换进入高峰期，万通有望受益“增量蛋糕”。欧美分别在 2014 年底和 2007 年下半年实施强标，按 5-7 年的更换周期，当前已进入更换高潮，尽管历史上全球 TPMS 市场被森萨塔、大陆等厂商垄断，但这一波更换周期的到来、后装市场的井喷式增长已经将 TPMS 市场的蛋糕做大，为这一赛道上的玩家均带来更大收益，当前海外市场仍然是万通收入的主要来源(2021 年境外收入占比 81.64%)，万通当前将充分受益于欧美后装市场的机遇。

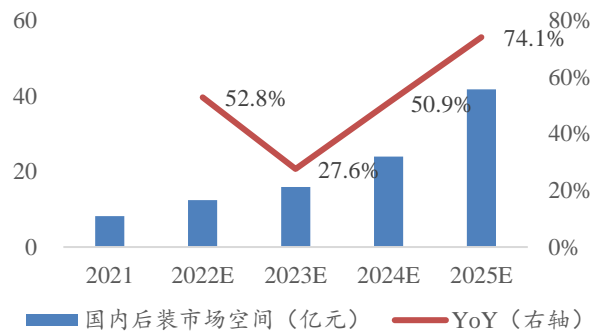
图表 24：2018 年全球 TPMS 行业市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，太平洋证券研究院

国内市场接力，TPMS 业务增长后劲十足，中期看或迎来更大增长预期。自 2019 年起中国市场新认证乘用车必须安装 TPMS；自 2020 年起，TPMS 强制安装法规将开始执行，我国生产的所有车辆都必须安装直接式或间接式 TPMS 系统，因此当前处于更换期前夜。根据后装市场空间=当年更换量*TPMS 单价，按 5 年更换周期算，2021 年的更换量为 2016 年的销量*TPMS 渗透率（参考图表 20），以此类推；参考淘宝网的报价，我们假设 2021 年国内平均单价为 230 元，之后每年微降 10%左右，则可测算得 2023 年之后我国 TPMS 后装市场增速迅速攀升，2025 年市场规模或将超 70 亿元，国内后装市场的猛增将接力当前欧美市场的更换高峰，为万通 TPMS 业务带来更大的增长预期。

图表 25：预计 2023 年之后我国 TPMS 后装市场增速迅速攀升



资料来源：中国汽车工业协会，华经产业研究院，太平洋证券研究院

（三）深耕 TPMS 市场十余年，万通自身竞争力凸显

（1）从气门嘴切入 TPMS 的卡位优势

万通气门嘴业务有 50 年的发展历史，凭借气门嘴的深厚积累进入 TPMS 领域具备一定卡位优势。与其他多数 TPMS 设备厂商不同，安通以自身传统优势产品气门嘴为基础，配套 TPMS 传感器设备，保证整套 TPMS 产品可以在特定的极端环境下稳定使用，避免了其他 TPMS 生产商需要外购气门嘴而造成质量波动的潜在风险。

图表 26：从不同业务切入的 TPMS 生产商竞争优劣势分析

企业形态	企业类型	竞争状况
从气门嘴生产延伸到TPMS领域的大型汽车零部件企业	保隆科技、万通智控等企业	① 拥有一定的规模和资金实力，技术处于行业领先水平，在产品质量和成本方面具有较强的竞争力； ② 熟悉轮胎的使用环境和安全标准，使其更有利于TPMS系列产品的研发和销售，在TPMS产品销售方面拥有较成熟的配套服务体系； ③ 业务拓展到全球范围； ④ 在全球高端售后市场具备较强的竞争优势。
从汽车电子或其他汽车零部件产品切入到TPMS领域的零部件企业	为升电装、铁将军、联创电子、道通科技等企业	① 大部分企业在传感器领域有一定技术积累； ② 企业数目较多，市场集中度低，竞争主要集中在国内售后市场； ③ 由于缺乏气门嘴方面的生产和技术经验，TPMS套装产品很难进入国外高端售后市场和整车配套市场。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

(2) 多年深耕带动车型兼容度与客户资源提升

万通对绝大多数车型具备兼容能力，积累了大量优质客户，从而构筑自身护城河。万通 TPMS 产品主要面向后装市场，针对后装市场，TPMS 传感器产品的核心竞争力主要体现在产品对车型兼容能力、安装便捷性、稳定性、可靠性以及使用寿命等方面。中国作为全球汽车型号最多的国家，TPMS 传感器的市场竞争格局更多取决于对不同车型的兼容能力。万通经过 15 年的积累，针对欧洲、北美、境内等不同市场开发出多款不同功能和种类的可编程 TPMS 传感器，覆盖全市场 95%以上车型。多年的发展使得万通积累了上汽、北汽、长安等前装客户，在沃尔玛、Firestone 等大型连锁品牌公司巩固售后市场，其摩托车 TPMS 产品配套供货给春风摩托、隆鑫摩托，力帆摩托等国内知名摩托车厂，具有高市场竞争力。

图表 27：万通 TPMS 传感器覆盖车型较广

传感器型号	覆盖品牌
PRO-1001	别克、凯迪拉克、雪佛兰、GMC、悍马、五十铃、庞蒂克、萨博、土星(通用汽车旗下)、铃木
PRO-1002	克莱斯勒、道奇、吉普、福特、林肯、水星(福特旗下)、马自达、三菱汽车
PRO-1003	克莱斯勒、道奇、吉普、福特、林肯、水星(福特旗下)、三菱汽车
PRO-1004	丰田、雷克萨斯、赛恩(北美丰田旗下)、日产、英菲尼迪
PRO-1005	本田、讴歌(本田旗下)
PRO-1006	现代起亚
PRO-1007	宝马、奔驰、奥迪、大众

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

(3) 推出 NFC 功能，产品创新缓解固有痛点

在售后市场，万通针对 TPMS 传感器需专业工具编程才能使用的痛点，开发出行业内首个基于近场通信的配置 NFC 功能的传感器，用户可不通过专业工具，而是通过手机、平板、PC 可以对其进行直接编程，实现终端在线升级和云编程，具备编程速度快、抗干扰、体验好、操作简单等优点，尤其在欧洲冬季胎的应用上突显其优势，该款产品已面向全球客户批量出货。

四、业绩与估值共振

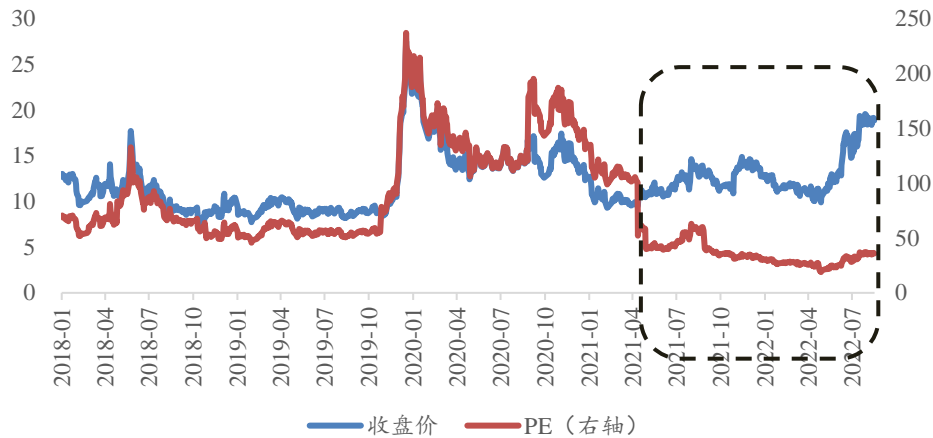
（一）业绩高增确定性强

综合以上分析，我们认为万通业绩增长的几个催化剂为：① 2022 年车联网传感器芯片订单量激增，贡献最大弹性；② TPMS 在乘用车市场与政策双重利好下，国外、国内后装市场更换期相继接力，进入快速增长阶段；③ 2023 年 7 月 1 日将对所有车辆全面实施“国六”排放标准，万通的 WMHG 带绕气密金属软管充分满足目前排放标准日益上升的监管趋势，迎来发展契机。

（二）估值仍在低位，业务结构优化的积极预期未被反映

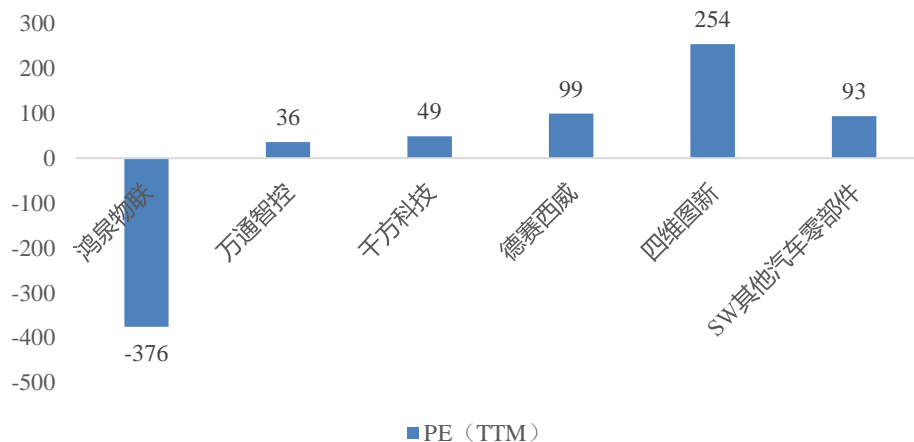
纵向与横向看其估值，万通均明显被低估，业务结构的积极转变并未在股价中体现。纵向看，历史上万通股价走势与估值吻合度较高，2021 年以来，万通业绩出现明显好转，EPS 是支撑股价表现的主要因素，而估值却一路走低，当前 PE 已降至 2018 年以来绝对低位。横向看，和同样从事车联网业务的公司及所处行业分类的平均相比，估值亦处于最低水平。我们认为，2021 年以来万通的股价表现仅反映了其业绩改善，经过以上分析，我们认为业绩优异的持续性仍在，EPS 方面对股价的支撑不会缺席；同时，2020 年三季度以来估值的一路走低和其 2020 年积极布局车联网业务，从传统零部件切入智能化新兴赛道的战略转变相背离，其在车联网领域的增长潜力还未被市场认知、未在股价中体现，随着其车联网业务的放量，股价亦将会有所体现，业绩与估值共振，实现戴维斯双击。

图表 28：2021 年以来公司股价与估值走势出现明显背离（截至收盘日：2022 年 8 月 17 日）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 29：万通和车联网厂商、所处申万二级行业整体相比估值均处于明显低位（截至收盘日：2022 年 8 月 17 日）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

五、投资建议

公司从传统气门嘴起家，近年来内延外伸不断扩展业务范围，向汽车智能化领域进军，收入结构优化，业绩不断释放，所处赛道均迎来积极向好态势，公司在车联网等新兴领域的发展潜力巨大。我们预计公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 0.74 元、1.06 元、1.53 元，首次覆盖给予“买入”评级。

六、风险提示

- 1) 乘用车市场销量不及预期；
- 2) 政策落地不及预期；
- 3) 行业竞争加剧；

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1022.87	1217.21	1509.34	1871.58
营业成本	712.46	827.70	996.16	1197.81
营业税金及附加	3.18	6.09	7.55	9.36
销售费用	46.08	48.69	60.37	71.12
管理费用	93.22	103.46	120.75	140.37
财务费用	3.23	0.42	-3.85	-9.84
资产减值损失	-2.61	5.00	5.00	5.00
投资收益	1.07	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	1.69	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	135.05	194.16	279.98	403.64
其他非经营损益	-9.66	0.40	-0.10	-0.10
利润总额	125.39	194.56	279.88	403.54
所得税	13.03	28.10	39.41	54.83
净利润	112.36	166.46	240.47	348.71
少数股东损益	2.10	-3.60	-3.60	-3.60
归属母公司股东净利润	110.26	170.06	244.07	352.31
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	182.15	286.73	437.49	648.98
应收和预付款项	238.17	310.15	365.75	458.09
存货	169.62	200.58	243.28	294.90
其他流动资产	191.38	180.32	191.97	206.40
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	2.66	2.66	2.66	2.66
固定资产和在建工程	375.41	346.03	315.98	285.26
无形资产和开发支出	147.05	135.32	123.59	111.86
其他非流动资产	-252.55	-253.57	-253.57	-253.57
资产总计	1341.05	1495.38	1714.30	2041.74
短期借款	2.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	308.12	375.55	434.75	530.19
长期借款	116.04	116.04	116.04	116.04
其他负债	88.23	49.79	53.23	57.35
负债合计	514.89	541.38	604.02	703.57
股本	230.00	230.00	230.00	230.00
资本公积	392.53	392.53	392.53	392.53
留存收益	218.65	334.12	494.01	725.49
归属母公司股东权益	825.21	956.65	1116.53	1348.01
少数股东权益	0.95	-2.65	-6.25	-9.85

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	112.36	166.46	240.47	348.71
折旧与摊销	46.84	52.14	51.78	52.45
财务费用	3.23	0.42	-3.85	-9.84
资产减值损失	-2.61	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-11.41	-22.10	-47.74	-58.86
其他	-33.40	-16.44	-14.56	-14.98
经营活动现金流净额	115.01	185.47	231.11	322.47
资本支出	-87.15	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-162.33	10.00	10.00	10.00
投资活动现金流净额	-249.48	0.00	0.00	0.00
短期借款	-12.25	-2.50	0.00	0.00
长期借款	-51.05	0.00	0.00	0.00
股权融资	289.59	0.00	0.00	0.00
支付股利	-18.00	-54.58	-84.19	-120.83
其他	3.52	-23.81	3.85	9.84
筹资活动现金流净额	211.81	-80.89	-80.34	-110.99
现金流量净额	64.73	104.58	150.77	211.48
财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	29.70%	19.00%	24.00%	24.00%
营业利润增长率	147.92%	43.77%	44.20%	44.17%
净利润增长率	203.49%	48.15%	44.46%	45.01%
EBITDA 增长率	62.29%	33.27%	32.91%	36.09%
获利能力				
毛利率	30.35%	32.00%	34.00%	36.00%
期间费率	18.01%	16.53%	15.75%	14.57%
净利率	10.98%	13.68%	15.93%	18.63%
ROE	13.60%	17.45%	21.66%	26.06%
ROA	8.38%	11.13%	14.03%	17.08%
ROIC	15.69%	19.61%	26.61%	35.15%
EBITDA/销售收入	18.10%	20.27%	21.73%	23.84%
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.86	0.94	1.00
固定资产周转率	3.71	4.71	6.60	9.44
应收账款周转率	5.30	4.76	4.78	4.87
存货周转率	4.34	4.20	4.27	4.26
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.87%	—	—	—
资本结构				

股东权益合计	826.16	954.00	1110.28	1338.16	资产负债率	38.39%	36.20%	35.23%	34.46%
负债和股东权益合计	1341.05	1495.38	1714.30	2041.74	带息债务/总负债	23.02%	21.43%	19.21%	16.49%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	2.13	2.49	2.72	2.90
EBITDA	185.12	246.72	327.91	446.25	速动比率	1.67	1.98	2.19	2.37
PE	39.34	25.51	17.77	12.31	每股指标				
PB	5.25	4.55	3.91	3.24	每股收益	0.48	0.74	1.06	1.53
PS	4.24	3.56	2.87	2.32	每股净资产	3.59	4.15	4.83	5.82
EV/EBITDA	22.36	16.19	11.72	8.14	每股经营现金	0.50	0.81	0.00	0.00

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。