

# 万里扬 (002434)

证券研究报告

2023年04月26日

## 22年储能新业务开始放量，变速器业务加速向新能源转型

**事件：**公司2022全年实现营业收入51.13亿元，同比-6.81%，实现归母净利润3.00亿元，同比+138.74%。单季度看，2022Q4实现营业收入14.71亿元，环比+11.46%，同比+28.50%；归母净利润0.43亿元，环比-54.62%，同比实现扭亏。费用率方面，2022年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为3.09%/2.77%/1.01%/6.52%，同比+0.91/+0.29/-0.09/+0.13 pct；其中，销售费用率变化主要系控股子公司万里扬能源的电力交易业务增长较多，相关费用同步增长所致。

### 汽车变速器：商用车业务短期承压，加速向新能源领域转型

22年公司实现汽车零部件制造收入49.81亿元，同比-8.37%，细分板块看：

- **乘用车板块：**22年实现业务收入37.45亿元，同比+2.68%，乘用车变速器销量74.85万台，同比+1.81%，在汽车芯片结构性短缺的扰动下实现正增长，主要由于奇瑞汽车等中国品牌汽车海外出口大幅增长，公司作为奇瑞汽车的自动变速器主要供应商充分受益；
- **商用车板块：**22年实现业务收入8.94亿元，同比-38.31%，商用车变速器销量34.87万台，同比-40.80%，主要系国六标准切换等导致前期下游需求透支，以及新冠疫情扰动影响，22年行业销量整体大幅下滑；
- **新能源汽车：**22年实现业务收入0.28亿元，同比+3950.53%，EV减速度器销量2.79万台，同比+3988.42%，主要系公司积极推动新能源战略转型，配套客户和车型不断增加。

2023年3月，国内商用车实现销量43.4万辆，同比+17.4%，环比+34.2%；我们认为，随着下游商用车复苏回暖以及公司加速向新能源车型配套渗透，多款新产品量产上市在即，有望加速汽车变速器板块的业绩修复与增长。

### 新型储能：电力交易业务开始放量，项目储备充足具业绩弹性

22年公司实现储能和电力交易业务收入0.95亿元，同比+491.49%；公司已投运发电侧储能电站合计装机40MW，全年零售侧市场签约电量40亿千瓦时，代理用户数量超2000户。公司重点布局电网侧独立储能电站、用户侧储能电站，已签协议拟投资建设的电网侧独立储能电站合计装机约1000MW；其中，广东省肇庆项目规模100MW/200MWh，预计2023年下半年投入运行。此外，子公司万里扬能源拟签订《万里扬斗门独立储能项目投资协议》，新增200MW/400MWh独立储能电站建设项目。我们认为，公司储能业务在手订单充足，已签订协议项目预计于2023年及之后陆续投产运营，有望实现并网并贡献新的业绩增量。

**投资建议：**考虑到商用车变速器业务短期承压，我们调整并更新公司23-25年营业收入60.56/71.61/81.29亿元（23-24年前值62.10/73.44亿元），归母净利润5.35/8.58/10.62亿元（23-24年前值6.18/8.92亿元），对应2023-2025年PE 20.6/12.9/10.4x，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动/进入新业务领域/储能项目投产不及预期风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,475.01	5,113.14	6,056.23	7,161.25	8,129.29
增长率(%)	(9.73)	(6.61)	18.44	18.25	13.52
EBITDA(百万元)	2,104.14	994.83	886.10	1,225.88	1,436.57
归属母公司净利润(百万元)	(747.48)	300.11	535.18	857.76	1,061.72
增长率(%)	(221.09)	138.74	78.33	60.28	23.78
EPS(元/股)	(0.57)	0.23	0.41	0.65	0.81
市盈率(P/E)	(14.75)	36.74	20.60	12.85	10.38
市净率(P/B)	2.08	1.97	1.84	1.60	1.38
市销率(P/S)	2.01	2.16	1.82	1.54	1.36
EV/EBITDA	9.36	10.32	10.65	6.27	4.59

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（维持评级）
当前价格	8.4元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,312.60
流通A股股本(百万股)	1,311.34
A股总市值(百万元)	11,025.84
流通A股市值(百万元)	11,015.26
每股净资产(元)	4.26
资产负债率(%)	44.49
一年内最高/最低(元)	11.88/5.65

### 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

**孙潇雅** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

**卢雨婷** 联系人  
luyuting@tfzq.com

**林毓鑫** 联系人  
linyuxin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《万里扬-公司深度研究:变速器业务困境反转在即，储能新业务放量可期!》2023-04-04
- 《万里扬-半年报点评:转型阵痛期短期承压，静待积极拥抱新能源涅槃而生》2022-08-20
- 《万里扬-年报点评报告:轻装上阵，传统汽车主业+新储能业务齐头并进!》2022-04-20

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	808.79	683.26	2,001.02	3,671.52	4,759.89
应收票据及应收账款	2,113.23	2,425.42	2,366.08	2,010.24	2,957.66
预付账款	42.34	73.68	53.80	96.24	69.13
存货	932.87	882.85	993.95	1,038.14	1,057.72
其他	640.71	635.58	764.48	743.91	879.30
<b>流动资产合计</b>	<b>4,537.94</b>	<b>4,700.78</b>	<b>6,179.32</b>	<b>7,560.04</b>	<b>9,723.70</b>
长期股权投资	552.88	528.07	528.07	528.07	528.07
固定资产	2,591.17	2,674.81	2,306.81	1,938.80	1,570.80
在建工程	418.57	349.77	349.77	349.77	349.77
无形资产	487.78	496.66	424.38	352.09	279.81
其他	1,414.29	1,340.77	1,358.57	1,342.59	1,348.83
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,464.69</b>	<b>5,390.08</b>	<b>4,967.59</b>	<b>4,511.33</b>	<b>4,077.28</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,002.63</b>	<b>10,090.86</b>	<b>11,146.92</b>	<b>12,071.37</b>	<b>13,800.99</b>
短期借款	1,756.19	1,386.47	1,550.00	1,496.00	1,478.00
应付票据及应付账款	2,286.64	2,397.31	3,050.33	3,179.52	3,786.13
其他	243.40	165.81	253.22	206.09	262.90
<b>流动负债合计</b>	<b>4,286.23</b>	<b>3,949.59</b>	<b>4,853.55</b>	<b>4,881.62</b>	<b>5,527.04</b>
长期借款	95.11	200.10	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	261.90	325.22	293.56	309.39	301.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>357.01</b>	<b>525.33</b>	<b>293.56</b>	<b>309.39</b>	<b>301.48</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,658.15</b>	<b>4,489.47</b>	<b>5,147.11</b>	<b>5,191.01</b>	<b>5,828.52</b>
少数股东权益	31.86	8.78	8.78	8.78	8.78
股本	1,340.00	1,312.60	1,312.60	1,312.60	1,312.60
资本公积	3,036.01	2,840.83	2,840.83	2,840.83	2,840.83
留存收益	1,141.75	1,439.17	1,974.35	2,832.11	3,893.83
其他	(205.14)	0.00	(136.76)	(113.97)	(83.58)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,344.48</b>	<b>5,601.39</b>	<b>5,999.81</b>	<b>6,880.36</b>	<b>7,972.47</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,002.63</b>	<b>10,090.86</b>	<b>11,146.92</b>	<b>12,071.37</b>	<b>13,800.99</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
净利润	(749.47)	300.00	535.18	857.76	1,061.72
折旧摊销	511.14	441.29	440.29	440.29	440.29
财务费用	67.52	61.54	54.51	57.29	56.91
投资损失	40.21	(15.71)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(865.66)	(53.52)	435.48	442.49	(445.44)
其它	1,140.48	(195.48)	(2.47)	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>144.23</b>	<b>538.13</b>	<b>1,462.98</b>	<b>1,797.83</b>	<b>1,113.47</b>
资本支出	(562.24)	369.47	31.66	(15.83)	7.92
长期投资	(61.31)	(24.82)	0.00	0.00	0.00
其他	650.40	(602.95)	26.31	(10.68)	5.34
<b>投资活动现金流</b>	<b>26.85</b>	<b>(258.29)</b>	<b>57.97</b>	<b>(26.51)</b>	<b>13.26</b>
债权融资	256.98	(365.64)	(66.43)	(123.61)	(68.74)
股权融资	(0.00)	(17.43)	(136.76)	22.79	30.39
其他	(605.30)	(19.54)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(348.32)</b>	<b>(402.61)</b>	<b>(203.20)</b>	<b>(100.82)</b>	<b>(38.35)</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>(177.24)</b>	<b>(122.77)</b>	<b>1,317.76</b>	<b>1,670.50</b>	<b>1,088.37</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>5,475.01</b>	<b>5,113.14</b>	<b>6,056.23</b>	<b>7,161.25</b>	<b>8,129.29</b>
营业成本	4,536.53	4,236.82	4,913.89	5,627.31	6,287.56
营业税金及附加	25.27	29.26	28.53	32.23	32.52
销售费用	119.03	157.78	149.29	143.23	162.59
管理费用	135.62	141.57	146.17	143.23	162.59
研发费用	349.80	333.30	370.06	429.68	487.76
财务费用	60.24	51.62	54.51	57.29	56.91
资产/信用减值损失	(1,059.11)	(41.91)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(1.13)	(1.49)	(2.47)	0.00	0.00
投资净收益	(43.22)	9.30	0.00	0.00	0.00
其他	2,095.95	(102.81)	(146.56)	(138.12)	(133.06)
<b>营业利润</b>	<b>(743.97)</b>	<b>299.69</b>	<b>537.87</b>	<b>866.43</b>	<b>1,072.44</b>
营业外收入	0.02	5.78	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.83	6.40	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>(746.79)</b>	<b>299.07</b>	<b>537.87</b>	<b>866.43</b>	<b>1,072.44</b>
所得税	2.68	(0.94)	2.69	8.66	10.72
<b>净利润</b>	<b>(749.47)</b>	<b>300.00</b>	<b>535.18</b>	<b>857.76</b>	<b>1,061.72</b>
少数股东损益	(1.99)	(0.11)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(747.48)</b>	<b>300.11</b>	<b>535.18</b>	<b>857.76</b>	<b>1,061.72</b>
每股收益(元)	(0.57)	0.23	0.41	0.65	0.81
<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>成长能力</b>					
营业收入	-9.73%	-6.61%	18.44%	18.25%	13.52%
营业利润	-210.30%	-140.28%	79.47%	61.08%	23.78%
归属于母公司净利润	-221.09%	138.74%	78.33%	60.28%	23.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.14%	17.14%	18.86%	21.42%	22.66%
净利率	-13.65%	5.87%	8.84%	11.98%	13.06%
ROE	-14.07%	5.37%	8.93%	12.48%	13.33%
ROIC	-11.50%	6.71%	11.14%	20.79%	31.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.57%	44.49%	46.18%	43.00%	42.23%
净负债率	20.49%	16.19%	-7.05%	-31.39%	-40.89%
流动比率	1.06	1.19	1.27	1.55	1.76
速动比率	0.84	0.96	1.07	1.34	1.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.53	2.25	2.53	3.27	3.27
存货周转率	6.09	5.63	6.45	7.05	7.76
总资产周转率	0.51	0.51	0.57	0.62	0.63
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.57	0.23	0.41	0.65	0.81
每股经营现金流	0.11	0.41	1.11	1.37	0.85
每股净资产	4.05	4.26	4.56	5.24	6.07
<b>估值比率</b>					
市盈率	-14.75	36.74	20.60	12.85	10.38
市净率	2.08	1.97	1.84	1.60	1.38
EV/EBITDA	9.36	10.32	10.65	6.27	4.59
EV/EBIT	12.30	18.30	21.16	9.78	6.62

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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