

# 春风动力 (603129)

证券研究报告

2019年11月01日

## 与众不同，不一样的休闲交通工具

### 什么是消费级摩托车?

春风动力的主打产品是消费级摩托车和全地形车，属于消费升级大背景下一种全新的交通工具。与传统的摩托车企业主要生产的代步摩托车不同，消费级摩托车排量在 125cc 以上，主要以休闲娱乐为目的，兼顾代步的效果，背后体现的是年轻人对于时尚、运动的追求。09-17 年，消费级摩托车开始加速对传统摩托车进行替代，销量从 35 万辆增加到 102 万辆，复合增速超过 10%，占摩托车全行业销量从 09 年的 1.5% 提高到 07 年的 6%。其中 250cc 以上的大摩托车在 14 年迎来高速发展，14-17 年复合增速超过 70%。

海外市场已经完成了从代步摩托车到消费级摩托车的升级，目前欧洲 250cc 以上排量的摩托车占比 50% 以上，北美更是超过了 90%。国内消费级摩托车仍然处于非常初期的阶段，未来面对广阔的蓝海市场。

### 全地形车：千亿市场待开拓

全地形车是指在任何地形上行驶的车辆，可应用与旅游观光、农庄牧场、抢险救援、地质勘探、巡逻反恐等多种用途。预计到 2022 年全球市场空间将达到 1000 亿，且未来仍将保持 8% 以上的增速。北美是全地形车最大的消费市场，大约占 70% 以上。国内应用则刚刚起步。

行业龙头北极星工业上市之后股价涨幅最高超过 90 倍，2018 年收入超过 60 亿美金，净利润最高达到 4.6 亿美金。

### 春风动力，与众不同

公司大排量摩托车稳居市场前二，主打 250cc 及以上动力的产品。公司的核心优势在于多年来打造的品牌形象以及发动机等核心技术的沉淀。公司从成立之初便专注于大排量水冷发动机的研发，2007 年获得该领域高新技术企业，技术领先全国。公司 CF650G 被选为国宾护卫专用车，一举奠定了行业地位。公司近年和连续 18 年获得达喀尔拉力赛冠军的 KTM 合资建厂，未来在 750cc 以上超大排量摩托车领域有望逐步替代进口。

公司全地形车占国内产量的 70%，在全球排名第 7，公司产品在欧洲已经大获成功，在多个国家市占率居于领先水平。近几年公司加大对美国市场的开拓，过去五年北美市场复合增速超过 40%，考虑到公司现在市占率仍然不足 2%，未来仍有很大的提升空间。

**盈利预测：**我们预计公司 2019-2020 年净利润分别为 2.13 亿、3.02 亿、4.56 亿，对应 PE 为 18.63X、13.14X、8.7X。首次覆盖，给与公司 2020 年 25 倍 PE，目标价格 56.0 元，首次给出“买入”评级。

**风险提示：**中美贸易战持续升级、国内大摩托车竞争加剧、新产品开发不及预期、宏观经济超预期下行

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,817.83	2,545.46	3,298.40	4,324.72	5,640.15
增长率(%)	29.75	40.03	29.58	31.12	30.42
EBITDA(百万元)	132.85	275.52	254.89	366.80	525.54
净利润(百万元)	97.41	120.25	213.10	302.06	456.11
增长率(%)	10.35	23.45	77.21	41.75	51.00
EPS(元/股)	0.72	0.89	1.59	2.25	3.39
市盈率(P/E)	40.75	33.01	18.63	13.14	8.70
市净率(P/B)	4.41	4.12	3.25	2.61	2.06
市销率(P/S)	2.18	1.56	1.20	0.92	0.70
EV/EBITDA	23.07	5.28	11.35	6.76	3.74

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/其他交运设备
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	29.53 元
目标价格	56 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	134.39
流通 A 股股本(百万股)	65.60
A 股总市值(百万元)	3,968.40
流通 A 股市值(百万元)	1,937.11
每股净资产(元)	7.38
资产负债率(%)	56.48
一年内最高/最低(元)	37.94/15.13

### 作者

邹润芳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

邓学 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

崔宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518060002  
cuiyu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

<b>1. 消费型摩托车领导者</b> .....	<b>5</b>
1.1. 产品结构：二轮消费型摩托+四轮全地形车.....	5
1.2. 30 年历史征程，与 KTM 合作开启新篇章.....	6
1.3. 收入利润稳步提升，盈利能力持续加强.....	8
<b>2. 消费型摩托车：定位高端的成长赛道</b> .....	<b>9</b>
2.1. 摩托车行业 30 年变迁.....	9
2.2. 消费型摩托车迎来高速增长.....	12
2.3. 春风动力：消费型摩托车的领导者.....	13
2.4. 牵手 KTM，开启全球化之路.....	15
<b>3. 全地形车：千亿市场待开拓</b> .....	<b>17</b>
3.1. 不一样的驾驶体验.....	17
3.2. 国内市场仍处于起步阶段，未来前景广阔.....	21
3.3. 春风动力：国产品牌代言词，北美市场潜力大.....	22
3.4. 对标北极星工业，公司未来的天花板在哪里？.....	24
3.4.1. 北极星工业：百倍大牛股.....	24
3.4.2. 春风 VS 北极星工业.....	25
<b>4. 盈利预测和投资建议</b> .....	<b>28</b>
4.1. 盈利预测：未来 3 年复合增长.....	28
4.2. 估值讨论.....	29

## 图表目录

图 1：公司全地形车产品.....	5
图 2：公司摩托车产品.....	5
图 3：2018 年公司收入结构.....	6
图 4：2015-2019H1 公司各地区收入占比变化.....	6
图 5：公司股权结构.....	7
图 6：公司发展历程.....	7
图 7：2014-2019H1 年公司收入及增速.....	8
图 8：2014-2019H1 年公司净利润及增速.....	8
图 9：2014-2019H1 年公司毛利率与净利率变化.....	9
图 10：2014-2019H1 年公司三费变化.....	9
图 11：2014-2019H1 年公司经营性现金流以及和净利润比值.....	9
图 12：公司 ROE 分析.....	9
图 13：中国摩托车销量.....	10
图 14：电动车产量情况.....	11
图 15：汽车销量情况.....	11

图 16: 摩托车全球市场需求分布 .....	11
图 17: 中国摩托车的消费结构变化 .....	12
图 18: 250cc 及以上摩托车销量 .....	12
图 19: 欧洲摩托车消费结构 .....	13
图 20: 北美摩托车消费结构 .....	13
图 21: 公司国宾车 APEC 会议护航各国元首 .....	14
图 22: 公司 250NK 街车 .....	14
图 23: 2019 达喀尔拉力赛车队排名 .....	15
图 24: KTM 股价历史走势 .....	16
图 25: KTM 公司 2012-2018 年收入变化 .....	16
图 26: KTM 公司 2012-2018 年 EBIT 变化 .....	16
图 27: KTM 摩托车销量 .....	17
图 28: KTM 在欧洲和美国的市占率不断提高 .....	17
图 29: 全地形车分类 .....	17
图 30: 全地形车消费群体 .....	17
图 31: ATV .....	18
图 32: UTV .....	18
图 33: 美国全地形车消费人群变化 .....	18
图 34: 2015 年全球全地形车产能分布 .....	18
图 35: 全球全地形车销售变化 .....	19
图 36: 全地形车市场空间预测 .....	20
图 37: 全球全地形车销量分布 .....	21
图 38: 中国全地形车出口量 .....	22
图 39: 公司 2014-2018 年出口全地形车占行业比重 .....	23
图 40: 我国全地形车出口金额排名情况 (单位: 万美元) .....	23
图 41: 公司全地形车收入变化 .....	23
图 42: 欧洲和北美市场销售和增速 .....	23
图 43: 公司全地形车销量 .....	23
图 44: 公司全地形车均价和毛利变化 .....	23
图 45: 北极星工业全球经销商和办事处 .....	24
图 46: 北极星工业历史股价走势 .....	24
图 47: 公司 09-18 年收入变化及增速 .....	25
图 48: 公司 09-18 年利润变化及增速 .....	25
图 49: 春风动力和北极星工业收入比较 .....	25
图 50: 春风动力和北极星工业利润比较 .....	25
图 51: 北极星工业全球市场分布 .....	26
图 52: 春风动力全球市场分布 .....	26
图 53: 北极星工业分产品收入 .....	26
图 54: 春风动力分产品收入 .....	26
图 55: 春风动力和北极星工业毛利率、净利率对比 .....	27
图 56: 公司费用率和北极星工业对比 .....	27

图 57: 春风动力和北极星工业 ROE 比较 .....	27
图 58: 2018 年春风动力和北极星工业 ROE 拆分对比 .....	27
图 59: 上汽集团 1998-2005 年估值变化 .....	30
图 60: 广汽集团 2013-2018 年估值变化 .....	30
图 61: 吉利汽车 2013-2018 年估值变化 .....	30
图 62: 长城汽车 2012-2018 年估值变化 .....	30
表 1: KTM 合作历程 .....	7
表 2: 实施禁摩令的城市汇总 .....	10
表 3: 公司摩托车主要系列和售价 .....	13
表 4: 公司主要竞争对手 .....	14
表 5: 摩托车关注度排行 .....	14
表 6: 14-16 年度 250cc 以上排量骑乘式摩托车销量排行 .....	15
表 7: 全地形车代表企业 .....	19
表 8: 全球全地形车销量 .....	19
表 9: 国内品牌和国外品牌价格比较 .....	21
表 10: 全地形车分类 .....	21
表 11: 公司消费级摩托车收入预测 .....	28
表 12: 公司全地形车销售收入预测 .....	29
表 13: 公司费用率预测 .....	29

## 1. 消费型摩托车领导者

### 1.1. 产品结构：二轮消费型摩托+四轮全地形车

公司主营业务为全地形车、摩托车及后市场用品等的研发、生产和销售。多年来，依托自身在大排量发动机领域的优势，打造出了行业知名的“CFMOTO”品牌，产品通过欧洲、北美、大洋洲、南美等地区经销商销往全球 90 多个国家和地区；同时公司在国内拥有 200 余家经销商，形成了覆盖全球的销售网络，在海外多个国家市占率稳居前列。

全地形车俗称“四轮摩托车”，是指可以在任何地形上行驶的车辆，在普通车辆难以机动地形上行走自如，主要用于休闲娱乐、探险、竞赛、以及军事用途等。全地形车在北美和西欧应用较广，在国内处于刚刚起步的阶段。公司产品包括 400cc 至 1000cc 排量段 CForce、UForce、ZForce 等四轮全地形车，2018 年全地形车出口额占当年同类产品的 72.68%，出口数量和出口金额均列行业第一。

图 1：公司全地形车产品



资料来源：公司官网、天风证券研究所

消费型摩托车主要指 125CC 以上排量的摩托车，主要用于休闲娱乐，近些年在国内逐渐开始流行。09-18 年，销量从不到 40 万辆增长到超过 100 万辆，复合增速超过 10%。公司产品包括 125cc-250cc 小排量、250cc-500cc 中等排量、500cc 以上大排量摩托车。其中 250CC 以上摩托车销量占全国销量的 13.92%，排在行业第二。

图 2：公司摩托车产品

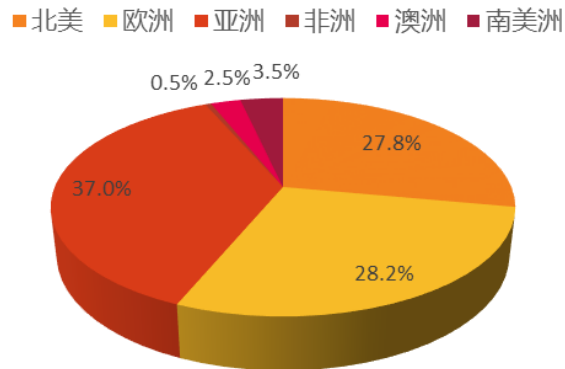


资料来源：公司官网、天风证券研究所



**全地形车和消费型摩托车业务齐头并进：**分产品看，2018 年公司全地形车收入 15.4 亿元，占比 60.4%，由于国内全地形车还处在市场启蒙阶段，公司该项业务收入基本都来自于国际市场。消费型摩托车收入 7.9 亿元，业务占比 31%，主要来自于国内市场。其余 8.6% 的收入来自于发动机和配件。

图 3：2018 年公司收入结构

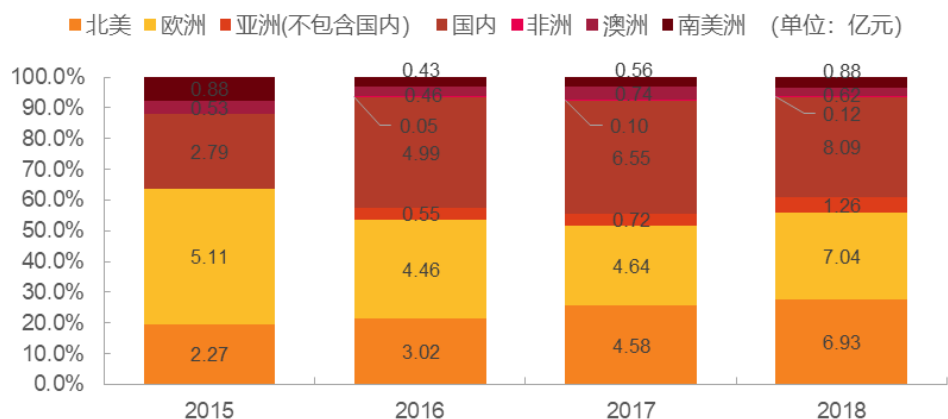


资料来源：wind、天风证券研究所

**国内和北美市场是最大看点：**分地区看，公司最主要的业务地区是国内、北美和欧洲。国内业务主要是消费型摩托车，近几年收入占总收入的比重稳定在 35% 左右。北美业务表现亮眼，连续 2 年保持 50% 以上增速，主要是公司加大了对于美国这一最大全地形车消费市场的开发力度，根据 POLARIS 数据，美国全地形车市场规模大约 80 亿美元，目前公司的市占率约 1%，随着公司品牌推广力度加大，预计后续增长潜力巨大。欧洲业务 15-16 年受卢布贬值影响有所下滑，17 年开始回升，随着欧洲其他国家收入占比的提高，俄罗斯单一国家的影响逐渐减弱。现在，公司产品现已远销亚洲、欧洲、南北美洲、非洲及大洋洲等近百个国家和地区，拥有 2000 多家经销商网点。

S

图 4：2015-2019H1 公司各地区收入占比变化



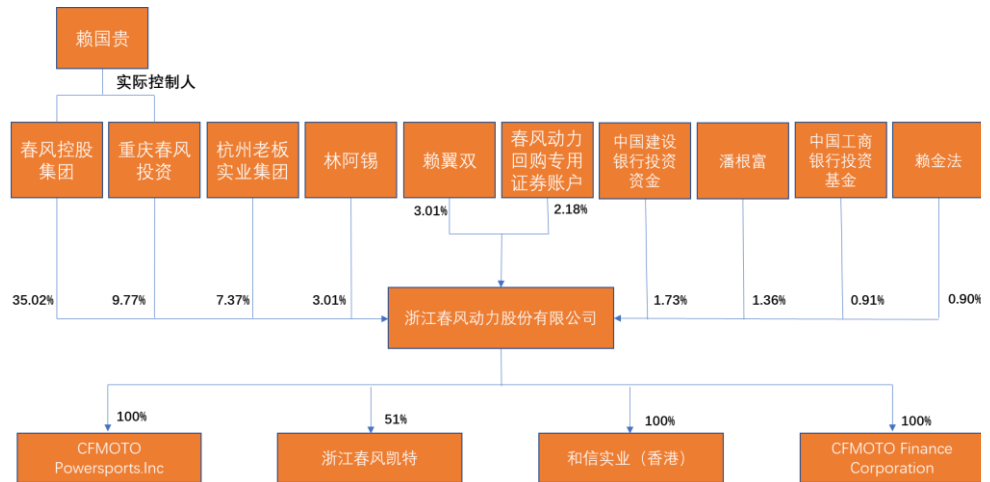
资料来源：wind、天风证券研究所

## 1.2. 30 年历史征程，与 KTM 合作开启新篇章

**30 年历史，股权结构稳定：**公司始建于 1989 年，已经拥有 30 年的历史。现有总股本为 1.344 亿股，现有员工 1800 余人。董事长赖国贵和总经理赖民杰是公司的实际控制人，旗下控制的春风控股集团和重庆春风投资分别占春风动力 35.02% 和 9.77% 的股权，另外

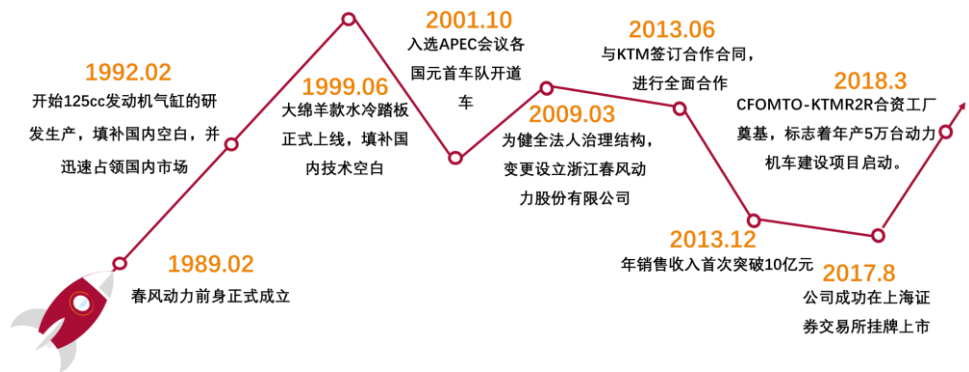
老板集团持有公司 7.37%的股权。

图 5：公司股权结构



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 6：公司发展历程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**与 KTM 深度合作，提升生产制造水平：**KTM 是一家奥地利摩托车生产商，成立于 1934 年，旗下拥有 KTM 与 Husqvarna 两大摩托车品牌。公司以其性能卓越的越野摩托著称，在全球著名的达喀尔拉力赛上连续 18 年获得摩托车组冠军，是除亚洲厂商以外的全球最大摩托车企业。

公司 2013 年 6 月开始于 KTM 合作，展开包括代理销售、CKD 制造、技术等全面立体合作。2014 年 3 月，KTM 与春风的 CKD 组装车型在春风下线，大幅提高了公司的技术水平和生产制造能力。2017 年 10 月，公司与 CTM 签署合资协议，2018 年 3 月，合资公司新工厂奠基，年产能 5 万台高性能摩托车。2018 年 5 月，春风收购 KTM1.17%的少数股权，双方合作进一步深入。

表 1：KTM 合作历程

日期	大事记
2013 年 6 月	公司正式与 KTM 签订了合作合同，展开包括代理销售、CKD 制造、技术等

全面立体式合作	
2013年10月	公司授权上海、北京两家经销商为KTMR2R经销商，标志着KTMR2R正式进入中国市场
2014年3月	KRMR2R与春风动力合作之后最大成果：CKD组装车型200Duke和300Duke正式在春风动力工厂下线发布。
2017年10月	CFMOTO与KTM正式签订了合作协议
2018年3月	CFMOTO-KTMR2R合资新工厂奠基仪式举行，这也意味着年产5万台动力机车项目正式启动，项目总用地面积151亩，规划建设“一基地、二车场、三中心”，即生产基地、试车场、停车场、研发中心、检测中心、销售中心，项目总建筑面积138377.21平方米。
2018年5月	董事会同意通过全资子公司香港和信以1800万美元总价向KTM Industries AG的大股东Pierer Industries AG收购KTM1.17%并长期持有
2018年12月	在披露的年报中，指出本报告期（2018.01.01-2018.12.31）公司强化了CFMOTO与KTMR2R的双品牌布局
2019年8月	2019年MXGP上海站上，KTM官方宣布将两款KTM越野车与2020年正式进入中国，由CFMOTO和KTM成立的合资公司——浙江春风凯特摩机车有限公司进行生产，并专供中国市场

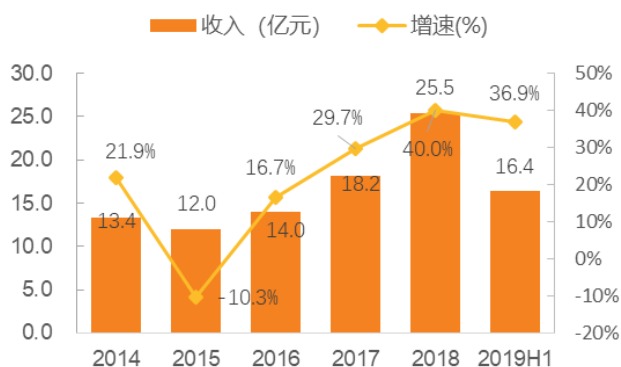
资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 1.3. 收入利润稳步提升，盈利能力持续加强

2018年，公司实现营业收入25.45亿元，YOY 40.03%，归母净利润1.20亿元，YOY 23.45%。2019H1，公司实现营业收入16.35亿元，YOY 36.87%，归母净利润1.04亿元，YOY 44.06%。2013-2018年5年间，公司营业收入从10.98亿元增长到25.45亿元，CAGR 18.3%，归母净利润从0.43亿元增长到1.20亿元，CAGR 22.6%。

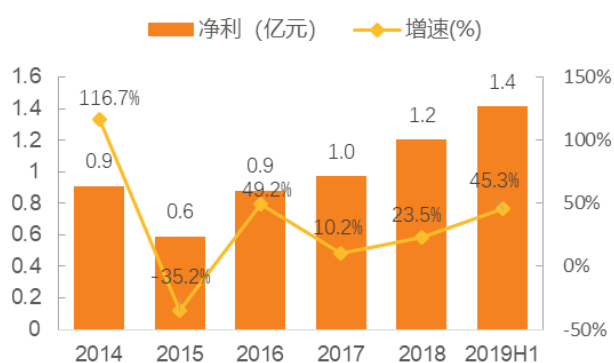
2018年，受贸易战影响，公司出口美国的产品自2018.7.6起被加征25%的进口关税。导致2018年净利润增速不及收入增速。2019.9.26，公司发布公告称，应美国企业及团体排除申请的实际需要，公司HTS税号为8703.21.0110的ATV产品被免除关税，排除有效期自2018.7.6起到2020.9.20。此次排除加征关税，将返还公司前期加征的约5000万元关税。

图7：2014-2019H1年公司收入及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图8：2014-2019H1年公司净利润及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

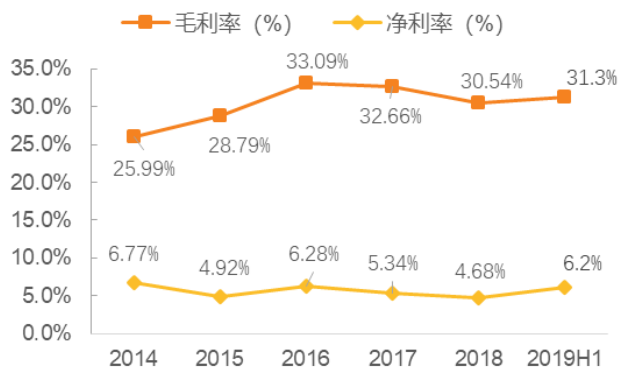
公司盈利能力突出，作为TO C端的消费品，16年来公司毛利率稳定在30%以上，净利率4.5%-7%之间。2018年公司毛利率30.5%，净利率4.7%。北美业务毛利最高，2018年46%，



未来随着北美业务占比的提高以及公司的产品升级，毛利率还有望进一步提升。

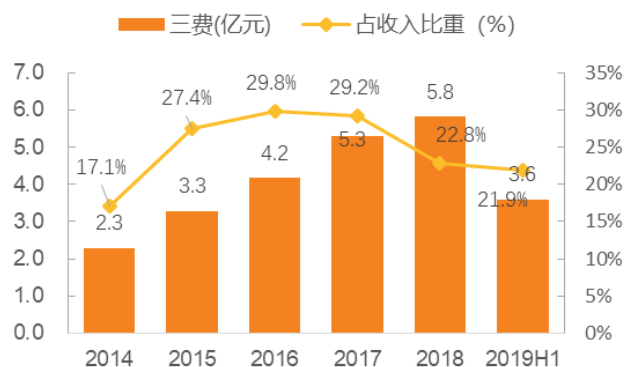
公司三费中占比较高的是销售费用，过去几年占比持续提升，主要原因是公司加强国内和海外经销商渠道建设，打造产品品牌。随着经销商体系的逐步成熟，未来销售费用占比有压缩空间。

图 9：2014-2019H1 年公司毛利率与净利率变化



资料来源：wind、天风证券研究所

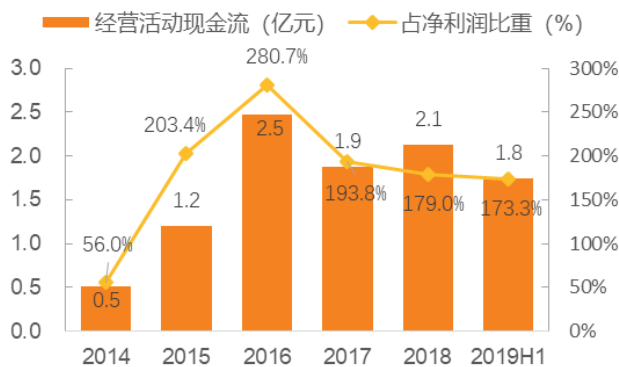
图 10：2014-2019H1 年公司三费变化



资料来源：wind、天风证券研究所

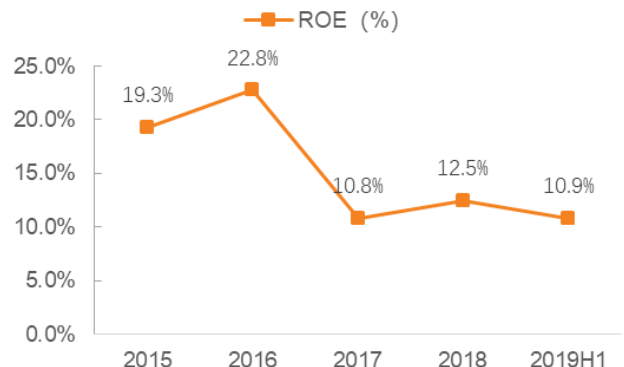
公司一直保持了良好的现金流，最好的时候现金流/利润能达到将近 3 倍，近 3 年稳定在 2 倍左右。ROE 2016 年最高超过 20%，近 3 年保持在 10%以上，主要是相比之前资产负债率和周转率有所下降。

图 11：2014-2019H1 公司经营性现金流以及和净利润比值



资料来源：wind、天风证券研究所

图 12：公司 ROE 分析



资料来源：wind、天风证券研究所

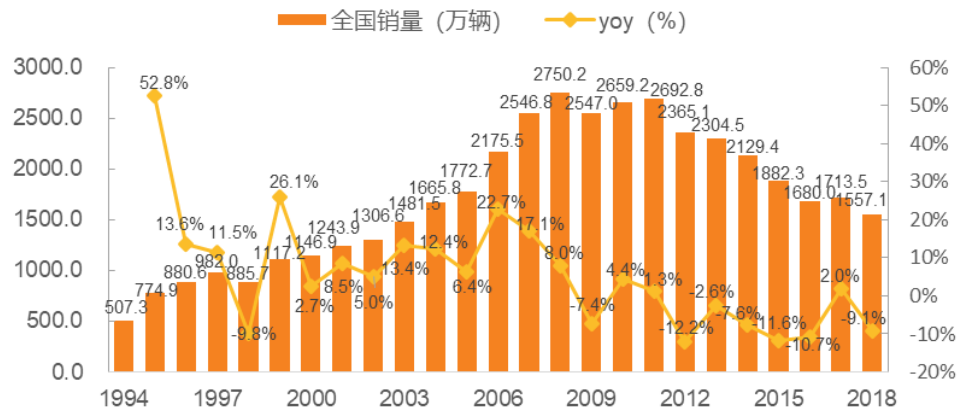
## 2. 消费型摩托车：定位高端的成长赛道

### 2.1. 摩托车行业 30 年变迁

中国的摩托车销量从 90 年代开始经历长达 10 几年的高速增长，到 2008 年金融危机之前，年销量达到了顶峰的 2700 万辆，并且在这一数字附近维持了 4 年左右的时间，形成了重庆、江浙两个摩托车集群，涌现出了豪爵、铃木、江铃、隆鑫、力帆等诸多优秀的摩托车

品牌。

图 13：中国摩托车销量



资料来源：wind、天风证券研究所

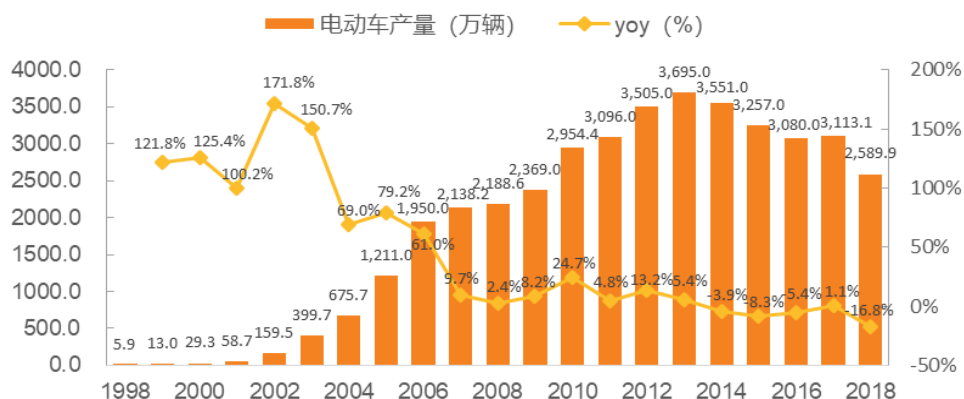
摩托车销量大增也同时带来了环境污染、噪音和城市管理难题，随着禁摩令的推行以及电动车、汽车的推广，摩托车的销量从 2011 年开始不断下滑，2018 年全行业销量 1557 万辆，同比下滑 9.13%。

表 2：实施禁摩令的城市汇总

涉及省份	涉及城市
全面禁止上牌	北京、天津、昆明、宜宾、绵阳、德阳、福州、宁波、广州、中山、珠海、沈阳、丹东、大连、岳阳、张家界、徐州、南通、无锡、苏州、石家庄、唐山、秦皇岛、郑州、新乡、南阳、林州、焦作、安阳、
拍卖牌照或入城证	上海、成都、杭州、
限制上牌	玉溪、曲靖、海口、南宁、温州、宜昌、钟祥、扬州
部分地区禁止上牌	重庆、宁波、深圳、烟台
限制部分车辆上牌	鞍山、武汉、襄樊、南京、常州、张家口、洛阳
禁止上路	厦门
暂停整顿	衡阳

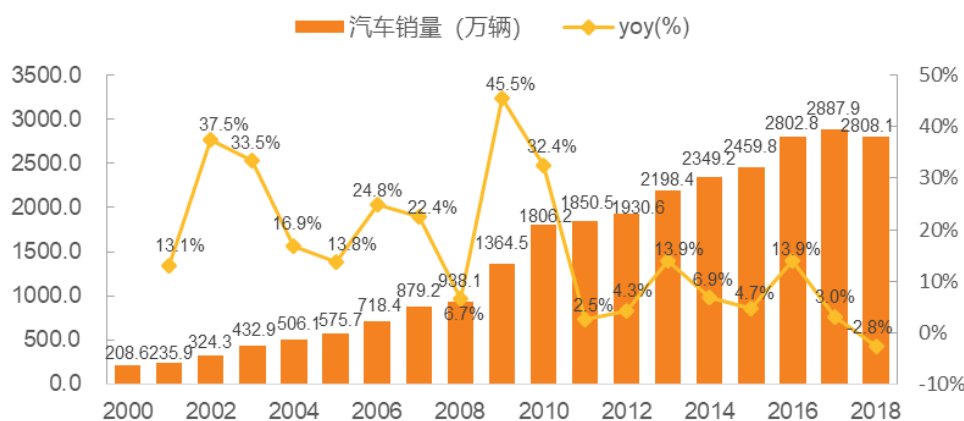
资料来源：机车网、天风证券研究所

图 14：电动车产量情况



资料来源：wind、天风证券研究所

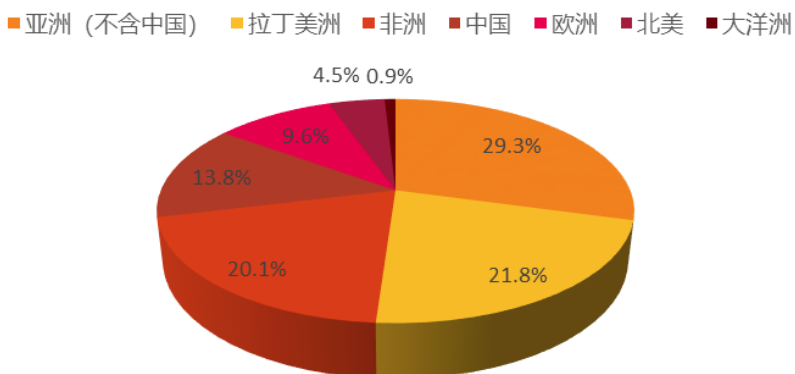
图 15：汽车销量情况



资料来源：wind、天风证券研究所

从全球范围看，摩托车年需求大约 5600 万辆，其中东南亚、印度和中国是最大的消费区域。

图 16：摩托车全球市场需求分布



资料来源：KTM 年报、天风证券研究所

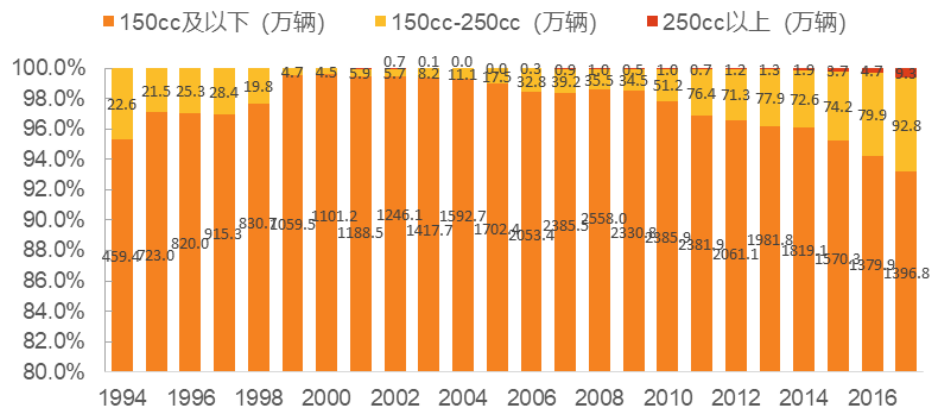
## 2.2. 消费型摩托车迎来高速增长

在传统代步摩托车销量萎缩的同时，消费型摩托车的需求却逆势增长。背后是消费升级的大背景下，人们对于时尚、运动、个性的诉求。

150cc及以上排量的摩托车从2009年的35万辆增加2017年的102万辆，复合增速14.3%。在全行业的销售占比从原先的不足1.5%上升到6%。

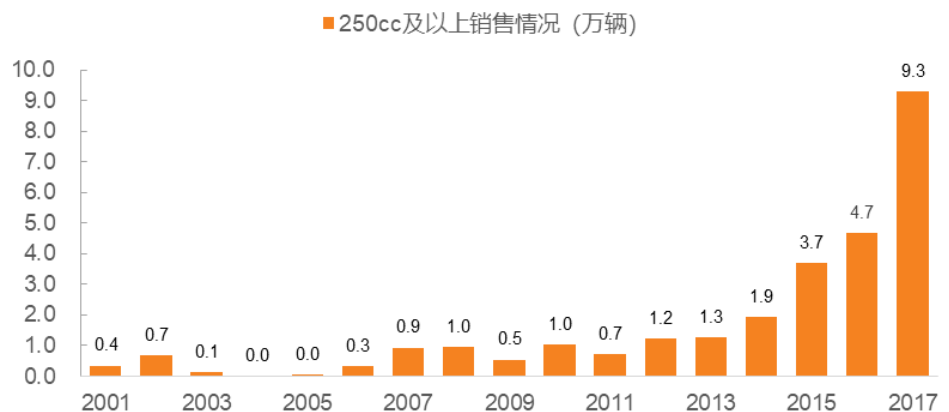
250cc以上的大排量摩托车2014年开始迎来高速增长，从14年的1.9万辆猛增到2017年的9.3万辆，复合增速70%。2019年上半年，250cc以上摩托车仍然保持了40%以上的快速增长。

图 17：中国摩托车的消费结构变化



资料来源：wind、中国汽车工业年鉴、天风证券研究所

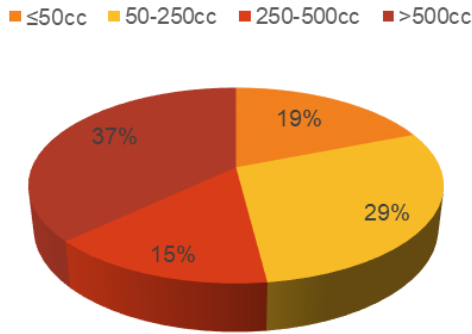
图 18：250cc 及以上摩托车销量



资料来源：wind、中国汽车工业年鉴、天风证券研究所

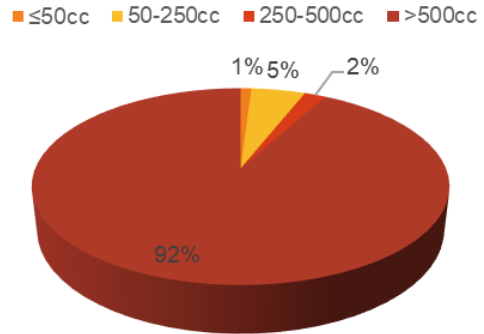
海外发达国家已经完成了从代步摩托车到消费型摩托车的升级，其中欧洲市场 250cc 以上的占有率超过 50%，而北美市场这一比例更是超过 90%。国内 250cc 以上排量摩托车销售比例还不足 1%，未来提升空间巨大。

图 19：欧洲摩托车消费结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：北美摩托车消费结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 2.3. 春风动力：消费型摩托车的领导者

公司是消费型摩托车的领导者，现有 10 余种产品系列，涵盖从 125cc 到 650cc 排量，包括街车、拉力、全地形车、公务车等车型。其中 250NK 街车 2016 年一经上市便成为爆款，是 2018 年销量冠军，年度关注排行榜第一名，带动公司 250CC 及以上排量全国市占率的提升。

2014 年春风动力从 200 多家摩托车制造企业中脱颖而出，成为中国国宾护卫专用摩托车指定生产商，迄今为止 CF650G 已成功代表国家形象圆满执行国宾护卫任务 500 余次。在最近的“共和国勋章”授予仪式中，春风国宾车成功护送载有国家功臣的车辆驶向人民大会堂。

产品的品质是公司品牌的有力保证，从成立之初，公司便专注于摩托车最核心的零部件--大排量水冷发动机技术的研发，拥有单缸、V 型双缸、直列双缸等大排量水冷发动机的自主研发生产能力、2007 年获得了该领域国家级高新技术企业，一举奠定了行业地位。公司水冷发动机的主要优势为功率大、噪声低、可靠性好、寿命长，排放、节能等指标符合并优于国 IV、欧 IV、EPA 等法规标准要求。

2013 年起，公司又和蝉联 18 年达喀尔拉力赛冠军的 KTM 合作，继续强化技术实力。

表 3：公司摩托车主要系列和售价

排量	产品名	价格
125cc	狻狻	7680 元
125cc	ST 狻狻	8980 元
150cc	150NK 低配版	10680 元
150cc	150NK	12680/12880 元
250cc	250NK 标配版	15900 元
250cc	250NK 高配版	18900 元
400cc	400NK ABS 版	29900 元
400cc	400GT	33800 元
650cc	650NK	39900 元
650cc	650MT	43800 元
650cc	650GT	43800 元
650cc	650TR-G 尊享版	59900 元

资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 21：公司国宾车 APEC 会议护航各国元首



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 22：公司 250NK 街车



资料来源：公司官网、天风证券研究所

目前，春风动力主要的竞争对手是豪爵铃木以及贝纳利等。贝纳利 1911 年成立于意大利，后被钱江摩托收购，现在产品包括 125cc 豪爵铃木是豪爵和铃木成立的合资公司。和竞争对手相比，公司在车型种类和数量上相对较少，未来可以通过丰富产品矩阵的方法提高销售额和市占率。

表 4：公司主要竞争对手

公司	简介	车型种类	排量分布	车型数量
春风动力	1989 年成立、现有员工 1800 余人	街车\拉力\旅行\公务车	125cc-650cc	10+
贝纳利	是意大利也是世界上历史最悠久的摩托车制造商之一。公司于 1911 年成立，后被钱江摩托收购。	街车\跑车\旅行\复古\都市出行	125cc-1200cc	60+
豪爵铃木	豪爵与铃木的合资公司	街车\跑车\拉力\公务车\旅行车	125cc-250cc	10+

资料来源：牛摩网、天风证券研究所

根据摩托车行业权威网站牛摩网的数据，在 2018 年年度车型关注排行榜—跨骑摩托车榜单中，春风动力的 250NK 获得榜首，在前 10 的最热关注车型中，春风也独占 4 席。

表 5：摩托车关注度排行

排行	厂家	型号	关注度
1	春风动力	CF250-A	224.13 万 PV
2	豪爵铃木	DR160 HJ150-10D	223.08 万 PV
3	豪爵铃木	骊驰 GW250	210.34 万 PV
4	春风动力	400NKCF400-A	160.99 万 PV
5	升仕	ZT310-R	160.73 万 PV
6	豪爵铃木	骊驰 GW250F	158.09 万 PV
7	春风动力	150NK ABSCF150-3	147.30 万 PV
8	春风动力	国宾民用版 CF650-6A	130.64 万 PV



9	力帆	KP250LF250-3	127.60 万 PV
10	五羊-本田	暴锋眼 CB190RWH175	121.98 万 PV

资料来源：牛摩网、天风证券研究所

在 250CC 及以上大排量摩托车销售中，春风动力市占率水平常年居于第一梯队，2016 年明显跃升主要是当年推出了爆款 250NK，而 2017、18 年因为新车型推出速度较慢，市占率略有下滑，我们判断公司上市之后将加快新车型推出节奏，未来市占率有望稳中有升。

表 6：14-16 年度 250cc 以上排量骑乘式摩托车销量排行

排名	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	企业名称	销售数量 (台)	企业名称	销售数量 (台)	企业名称	销售数量 (台)
1	钱江集团	21383	钱江集团	19333	钱江集团	14288
2	春风动力	6785	春风动力	2419	春风动力	2042
3	重庆鑫源*	4197	重庆银翔	1853	立峰集团	1498
4	宗申产业	3096	立峰集团	1400	重庆望江	359
5	重庆银翔	2408	江苏雄风	450	江苏雄风	288
	全国销量合计	40273	全国销量合计	26211	全国销量合计	19295

资料来源：中国汽车工业协会《产销快讯》、天风证券研究所

## 2.4. 牵手 KTM，开启全球化之路

KTM 是一家奥地利摩托车生产商，成立于 1934 年，旗下拥有 KTM 与 Husqvarna 两大摩托车品牌，是欧洲也是除亚洲厂商以外的全球最大摩托车企业，在全球拥有超过 4300 名员工。公司以其性能卓越的越野摩托著称，在全球著名的达喀尔拉力赛上连续 18 年获得摩托车组冠军，在 19 年达喀尔拉力赛上，总时间方面，KTM 车队包揽拉前三名、KTM 集团 (KTM + 胡斯瓦那) 包揽了前五名。

图 23：2019 达喀尔拉力赛车队排名

POS.	DRIVER	DRIVER'S TEAM	MARKER-LEADER	TIME	VARIATION	PENALTY
1	3	TOBY PRICE	RED BULL KTM FACTORY TEAM	33H 57' 16"		00H 01' 33"
2	1	MATTHIAS WALKNER	RED BULL KTM FACTORY TEAM	34H 06' 29"	+ 00H 09' 13"	00H 03' 00"
3	14	SAM SUNDERLAND	RED BULL KTM FACTORY TEAM	34H 10' 50"	+ 00H 13' 34"	00H 02' 00"
4	6	PABLO QUINTANILLA	ROCKSTAR ENERGY HUSQVARNA FACTORY RACING	34H 18' 02"	+ 00H 20' 46"	
5	29	ANDREW SHORT	ROCKSTAR ENERGY HUSQVARNA FACTORY RACING	34H 41' 26"	+ 00H 44' 10"	
6	18	XAVIER DE SOULTRAIT	YAMALUBE YAMAHA OFFICIAL RALLY TEAM	34H 51' 16"	+ 00H 54' 00"	00H 01' 00"
7	10	JOSE IGNACIO CORNEJO FLORIMO	MONSTER ENERGY HONDA TEAM 2019	35H 05' 22"	+ 01H 08' 06"	00H 15' 00"
8	77	LUCIANO BENAVIDES	RED BULL KTM FACTORY TEAM	35H 06' 26"	+ 01H 09' 10"	
9	7	ORIOL MENA	HERO MOTOSPORTS TEAM RALLY	36H 05' 57"	+ 02H 08' 41"	
10	28	DANIEL NOSIGLIA JAGER	MEC HRC	36H 29' 09"	+ 02H 31' 53"	00H 02' 00"
11	17	LAIA SANZ	KTM FACTORY RACING TEAM	37H 21' 26"	+ 03H 24' 10"	00H 02' 30"
12	47	KEVIN BENAVIDES	MONSTER ENERGY HONDA TEAM 2019	37H 38' 30"	+ 03H 41' 14"	03H 15' 00"
13	114	ROSS BRANCH	BAS DAKAR TEAM	37H 47' 27"	+ 03H 50' 11"	00H 15' 00"
14	42	MAURIZIO GERINI	SOLARYS RACING	38H 25' 57"	+ 04H 28' 41"	00H 03' 00"
15	38	MILAN ENGEL	MOTO RACING GROUP (MRG)	39H 08' 48"	+ 05H 11' 32"	00H 04' 00"

资料来源：达喀尔拉力赛官网、天风证券研究所

KTM 公司 2006 年在德国上市，到 2018 年股价最高峰时涨幅超过 20 倍。其中 2012-2018 年的时间，涨幅超过 10 倍。

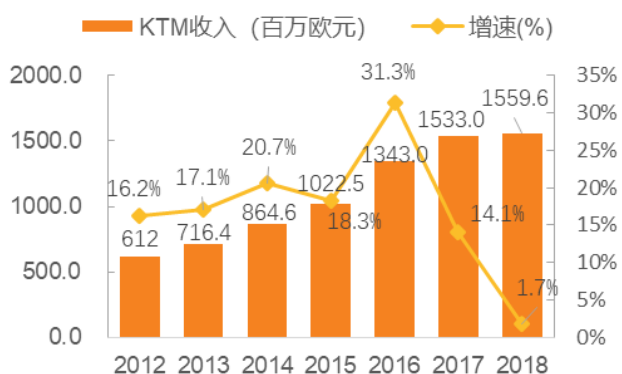
图 24: KTM 股价历史走势



资料来源: cn.investing.com、天风证券研究所

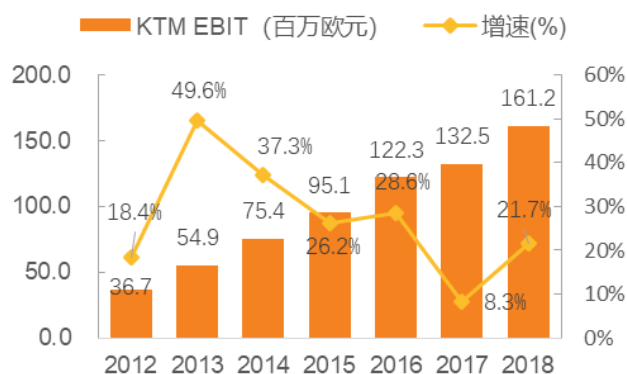
公司强劲的股价走势来源于业绩的高增长，收入从 2012 年的 6.12 亿欧元增长到 2018 年的 15.60 亿欧元，CAGR 12.6%。EBIT 从 2012 年的 3670 万欧元增长到 2018 年的 1.61 亿欧元，CAGR 22.5%。

图 25: KTM 公司 2012-2018 年收入变化



资料来源: KTM 年报、天风证券研究所

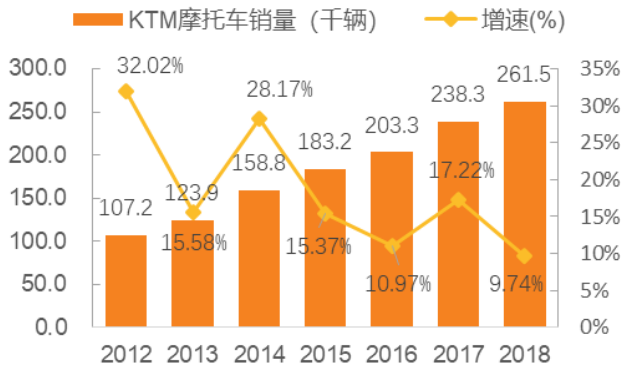
图 26: KTM 公司 2012-2018 年 EBIT 变化



资料来源: KTM 年报、天风证券研究所

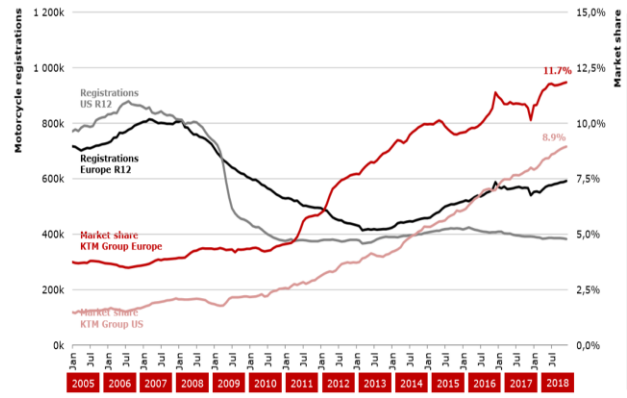
由于消费摩托车市场空间的增加，加上公司本身品牌力的不断体现，公司整体销量稳步增长，在欧洲和美国的市占率不断提高。

图 27: KTM 摩托车销量



资料来源: KTM 年报、天风证券研究所

图 28: KTM 在欧洲和美国的市占率不断提高



资料来源: KTM 年报、天风证券研究所

公司 2013 年 6 月开始于 KTM 合作,展开包括代理销售、CKD 制造、技术等全面立体合作。2014 年 3 月, KTM 与春风的 CKD 组装车型在春风下线,大幅提高了公司的技术水平和生产制造能力。2017 年 10 月,公司与 CTM 签署合资协议,2018 年 3 月,合资公司新工厂奠基,年产能 5 万台高性能摩托车。2018 年 5 月,春风收购 KTM1.17%的少数股权,双方合作进一步深入。

### 3. 全地形车: 千亿市场待开拓

#### 3.1. 不一样的驾驶体验

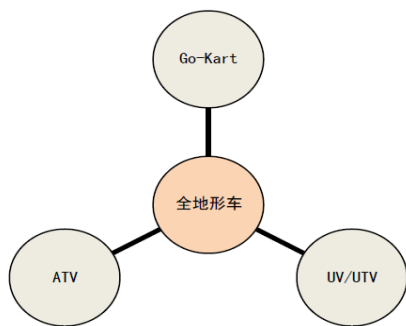
全地形车是指可以在任何地形上行驶的车辆,在普通车辆难以机动的地形上行走自如。也有人称其为“四轮摩托车”。该种车型具有多种用途,且不受道路条件的限制,可行驶于沙滩、河床、林道、溪流,以及恶劣的沙漠地形。在北美和西欧应用较广,在国内还处于市场普及期,但是需求量也呈现逐年上升的趋势。

全地形车集驾驶、休闲、娱乐、多功能作业等于一身,可应用与旅游观光、农庄牧场、抢险救援、地质勘探、雪地行走、巡逻反恐等多种用途。

全地形车可分为 ATV 和 UTV 两大类型。ATV 全称是“All Terrain Vehicle”,外观一般无篷,拥有两驱和四驱,其与 UTV 最大的差异就是结构为全开放式、使用摩托车的发动机和摩托车的方向把手,且许多部件与摩托车通用。UTV 全称是“Utility Vehicle”,它是由 ATV 所衍生出来的一种车型,相比 ATV,它是用方向盘、油门、踏板操控,更像是一台汽车。

图 29: 全地形车分类

图 30: 全地形车消费群体



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 31：ATV



资料来源：招股说明书、天风证券研究所



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 32：UTV



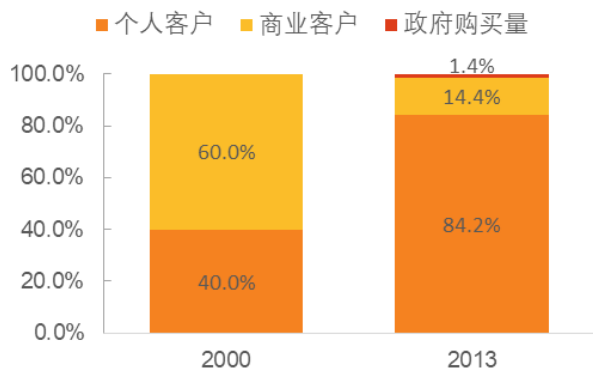
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

从全地形车消费群体上看，主要分为三类：个人、商业客户和政府客户，其中个人客户主要为娱乐玩家，如赛车手、竞技爱好者、探险爱好者、猎户、庄园主、别墅业主等；商业客户主要包括度假村、运动场、马场、公园、伐木厂等；政府客户主要为军队、林业部门、国土安全部门等。2002 年以前，市场主要消费群体以商业客户为主；自 2002 年以后，个人客户市场逐渐崛起。以全地形车的主要市场北美区域为例，2000 年北美市场个人客户、商业客户的比重分别为 40%和 60%，而在 2013 年个人客户比例已上升至 84.2%、商业客户比例下降至 14.4%，政府购买量增加至 1.4%。

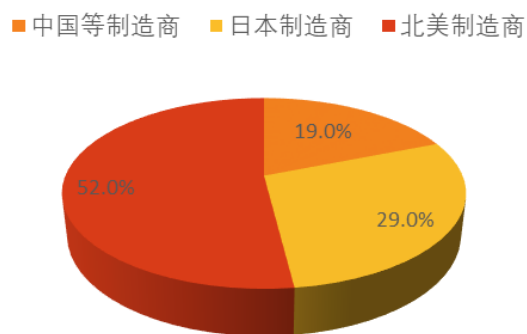
从使用用途上看，全地形车逐步向休闲娱乐性、实用性方向发展，2014 年用于赛道骑行、沙丘骑行、短途观光、攀岩、狩猎等娱乐休闲目的的车型销售占比迅速上升，由 2005 年 10%左右上升至 2014 年的 40%。

图 33：美国全地形车消费人群变化

图 34：2015 年全球全地形车产能分布



资料来源：招股说明书、天风证券研究所



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

日本本田于 1970 年推出了全球第一款全地形车，在随后的 15 年时间，日本企业基本垄断这一市场，包括雅马哈、川崎、铃木等公司纷纷开始布局全地形车。

北极星工业于 1985 年进入全地形车领域，是该行业的第一个美国本土品牌，随后北极猫、庞巴迪等品牌纷纷进入。在国际全地形车行业的竞争过程中，北美企业凭借销售渠道、技术、品牌、资金等优势，加之本土的广阔市场，逐步超越日本成为全球龙头。

表 7：全地形车代表企业

国家	代表企业
北美	北极星工业、北极猫、庞巴迪
日本	雅马哈、川崎、本田、铃木
中国	春风动力、林海股份

资料来源：中国沙滩车网、天风证券研究所

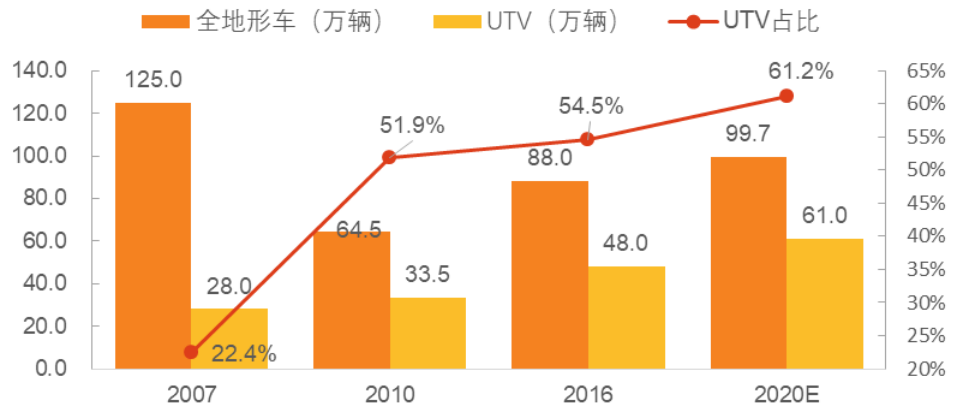
受 2008 年金融危机影响，全球全地形车销量由 2007 年的 125 万台迅速下降至 2010 年的 64.5 万台，2011 年后逐年上升至 2016 年的 88 万台。2007 年至 2016 年期间，全地形车销售也发生了结构性变化，ATV 销售与全地形车整体销售变动趋势基本一致，而 UTV 则保持了较好的增长态势，2007 至 2016 年 UTV 销售复合增长率达 6.17%。

表 8：全球全地形车销量

年份	全地形车 (万辆)	UTV (万辆)
2007	125.0	28.0
2010	64.5	33.5
2016	88.0	48.0
2020E	99.7	61.0

资料来源：公司年报、天风证券研究所

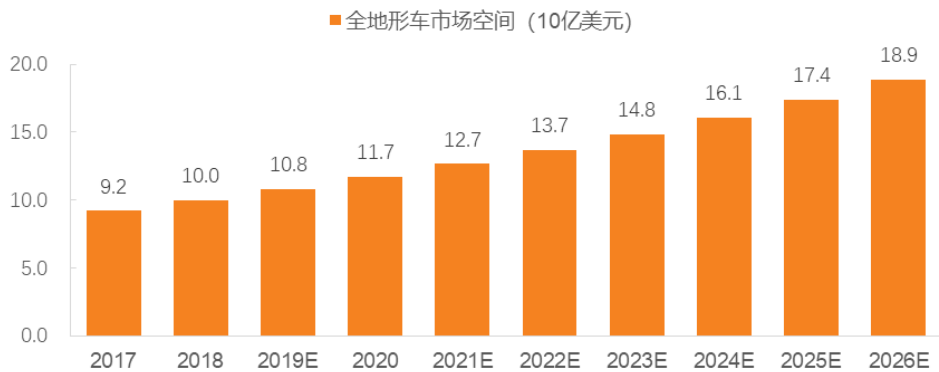
图 35：全球全地形车销售变化



资料来源：公司年报、天风证券研究所

根据 Polaris Market Research 的预测，2017 年全地形车的市场空间约 92 亿美金，未来将以每年 8.3% 的速度增长，到 2022 年全地形车全球的市场空间有望超过 1000 亿元。

图 36：全地形车市场空间预测



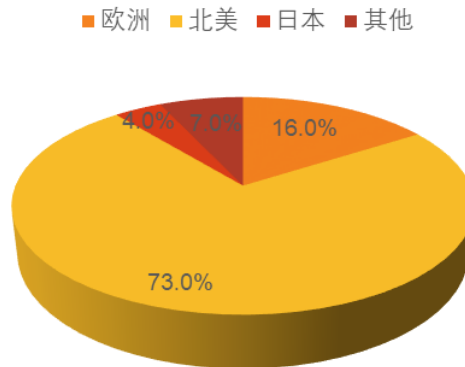
资料来源：Polaris Market Research，天风证券研究所

北美市场是全地形车主要市场，占据全球超过 70% 的市场份额。由于较高的适应性和经济性，超过 30 万辆的全地形车用于农业当中，但是近年来休闲娱乐的占比也在逐步提高。随着中国、印度、日本等亚洲国家不断将全地形车用于国防、越野娱乐等领域，未来亚洲地区市场前景广阔。

根据 Tchnavio 的分析及预测，2015 年美洲、亚洲、EMEA 地区全地形车销量分别为 65.80、2.53、9.18 万台，2020 年分别有望达 98.43、5.18、11.29 万台，年复合增长率分别为 8.39%、15.41%、4.22%，亚洲地区增速排名第一。



图 37：全球全地形车销量分布



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

### 3.2. 国内市场仍处于起步阶段，未来前景广阔

据中国全地形车联盟，我国全地形车销售从 2008 年开始起步，到 2011 年出现快速增长，直到 2014 年，国内销量已经达到 9166 辆。

国内品牌普遍定位低端，价格是国外同类产品的 30-40%。春风动力等少部分品牌定位中高端，价格是国外同类产品的 70-80%。

表 9：国内品牌和国外品牌价格比较

排量	≤100cc	100-250cc	250-500cc	500-800cc	≥800cc
国内产品价格区间 (万元)	几千元	0.4—1.4	1.4—4.8	3.2—6.5	5.3—10
国外产品价格区间 (万元)	---	---	6—13	10.5—24	15—40

资料来源：招股说明书、电商平台、全地形车联盟、天风证券研究所

现如今在我国，全地形车越野竞技尚属于小众运动，全地形车主要的使用场景是在俱乐部或旅游景点这样的租赁市场，并且随着国内全地形车俱乐部快速发展，全地形车逐渐被老百姓所认识和接纳。

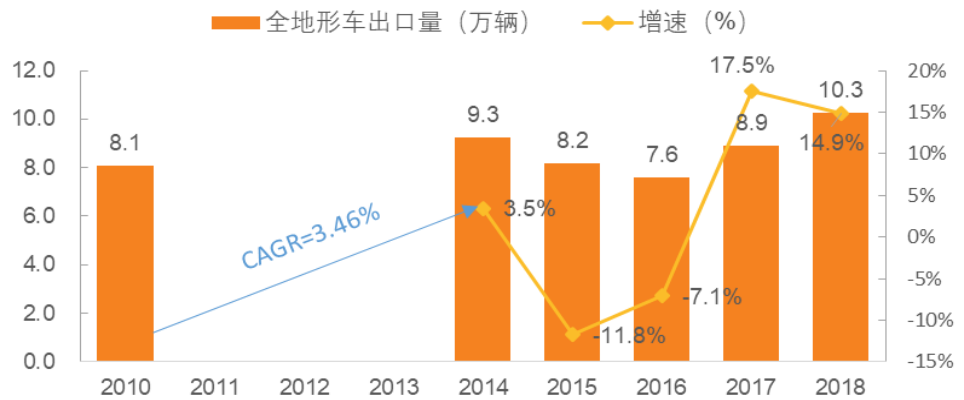
表 10：全地形车分类

排量	款型	特点
150CC 以下	儿童款	不具备越野功能，属于纯娱乐领域
150-400CC	入门款	基本能满足娱乐和普通的越野需求
400-800CC	中大排量	动力性能好，可以满足大部分玩家的越野需求，但对驾驶者驾驶技巧要求较高
800CC 以上	大排量	准赛车级别；普遍用于顶尖赛事或专业领域，如抢险救灾、工程运输、军事用途等领域；驾驶须有专家指导并且需要有一定的熟悉时间

资料来源：牛摩网、天风证券研究所

中国全地形车行业长期以来出口导向型特征明显，中国 90% 以上的全地形车都出口到国外。根据中国汽车工业协会统计数据，全国全地形车销量已由 2010 年的 8.08 万辆增至 2014 年 9.26 万辆，复合增长率为 3.46%；2015 年及 2016 年，受欧美等发达国家消费疲弱影响，全国全地形车销售下滑，分别降至 8.17 万辆和 7.59 万辆。2017、2018 年全国全地形车销量恢复两位数增长。

图 38：中国全地形车出口量



资料来源：公司年报、天风证券研究所

未来我国全地形车的发展驱动力主要包括：

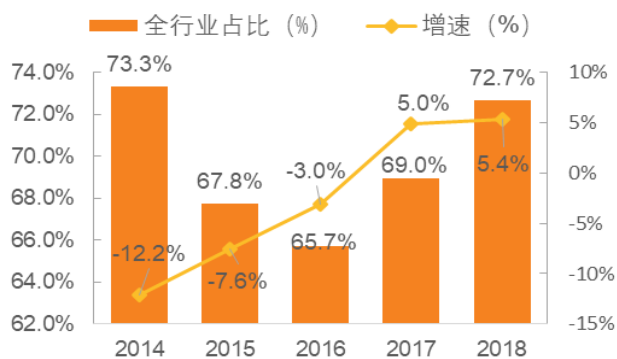
- 1、居民可支配收入的提高、消费多元化需求：我国城镇居民年度人均可支配收入从 2007 年的 13785 元增长到 2016 年的 33616 元，突破 5000 美元大关，年均复合增长 9.32%。全地形车作为休闲娱乐产品，代表了时尚、个性、冒险等风潮，迎合了部分消费者的口味。据招股说明书，截至目前全国成规模的全地形车俱乐部、赛车队正不断涌现。
- 2、旅游景点租赁需求：在云南、东北、内蒙古等旅游景区，全地形车租赁业务也发展较好，甚至挤压了原先的骑马旅游模式的市场空间。小型的全地形车几个月就可以收回成本。带动了当地的投资需求。
- 3、专业赛事发展如火如荼：2014 年，中国开始全地形车锦标赛，并得到央视全程直播。2017 年，中国全地形车锦标赛在青岛即墨、四川罗江、新疆克拉玛依、河南邓州开设四站比赛，来自全国各省市的 100 多名车手参加比赛、并同时有上百家主流媒体跟踪报道。在 2017 年达喀尔拉力赛上，中国车手王福江和领航员李玮取得了总成绩第二名，是中国军团参加达喀尔拉力赛的最佳成绩。
- 4、多种应用场景：全地形车除用作休闲娱乐外，还可用于农牧场、矿山、林地、抢险、军事等用途。在中国人民解放军建军 90 周年阅兵式上，我军装备的“山猫”全地形车亮相，未来政府和商业用途的全地形车在我国可能是一个亮点。

### 3.3. 春风动力：国产品牌代言词，北美市场潜力大

公司是全地形车国内的领导者，2014 年至 2018 年公司全地形车出口额分别占当年全国同类产品出口额的 73.33%、67.76%、65.70%、68.96%、72.68%，连续多年蝉联国内出口第一。2018 年公司新开拓了 23 家新客户，全年完成销售收入 16.86 亿元，同比增

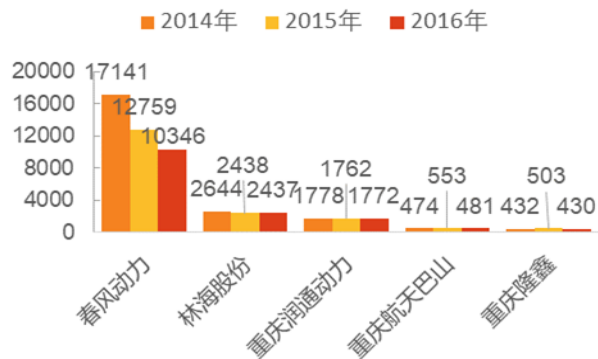
长 48.56%。在捷克、土耳其、罗马尼亚、西班牙、瑞典、波兰、俄罗斯、德国、奥地利、瑞士、英国、智利、斯洛文尼亚、葡萄牙等欧洲发达国家获得了市场占有率第一的销售份额。

图 39：公司 2014-2018 年出口全地形车占行业比重



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 40：我国全地形车出口金额排名情况（单位：万美元）

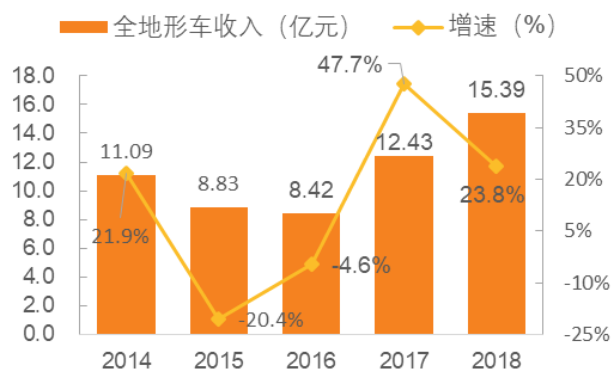


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司 2014 年之前，全地形车的销售主要来自于欧洲，其中 50%以上来自于俄罗斯。15-16 年，受卢布贬值的影响，公司欧洲销量大幅下滑。

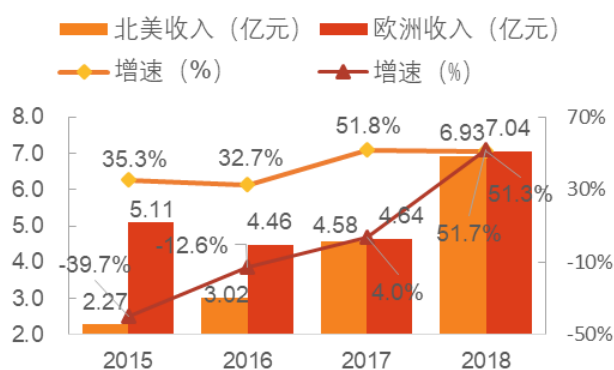
公司积极应对，一方面大力拓展欧洲其他国家，另一方面加强对于全球全地形车最大的市场—北美市场的开发力度。17 年随着卢布企稳加之公司客户群体扩大，欧洲销售快速恢复。北美市场销售从 30%左右的增速中枢上升到 50%左右的增速中枢，北美市场占比逐步提高。

图 41：公司全地形车收入变化



资料来源：wind、天风证券研究所

图 42：欧洲和北美市场销售和增速

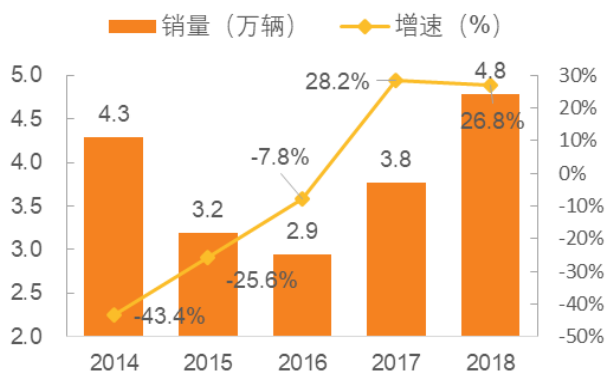


资料来源：wind、天风证券研究所

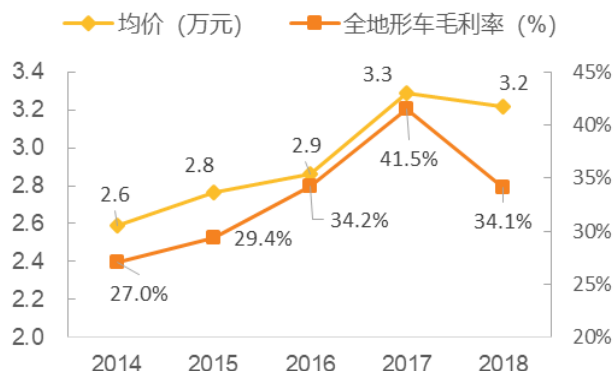
随着公司产品的升级，大排量高毛利的全地形车占比提高，公司产品均价和毛利近几年均呈上升趋势，2017 年毛利超过 40%，2018 年受贸易战的影响有所回落。

图 43：公司全地形车销量

图 44：公司全地形车均价和毛利变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3.4. 对标北极星工业，公司未来的天花板在哪里？

#### 3.4.1. 北极星工业：百倍大牛股

北极星工业于 1954 年在美国明尼苏达州成立，是雪地摩托车的创始者，产品包括全地形越野车、雪地摩托车、美式巡航摩托车。作为全球第一的全地形越野车辆供应商，北极星全地形越野车在北美洲以外有多个制造和分销办事处，业务遍布全世界六大洲、140 多个国家和地区。2010 年正式进入中国。

图 45：北极星工业全球经销商和办事处



资料来源：北极星工业官网、天风证券研究所

公司 1987 年在纽交所上市以来，股价最高涨幅超过 90 倍（2014 年）。2008 年金融危机之后，公司股价涨幅超过 9 倍，最高点超过 15 倍。

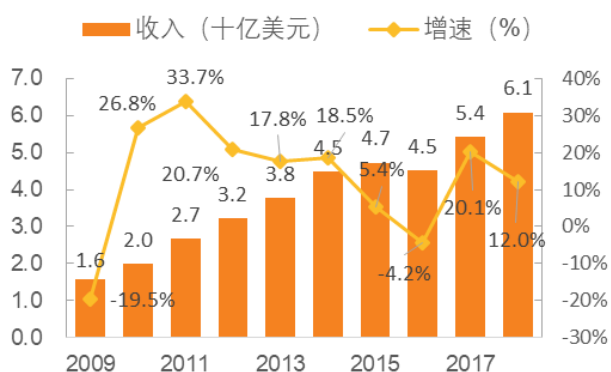
图 46：北极星工业历史股价走势



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

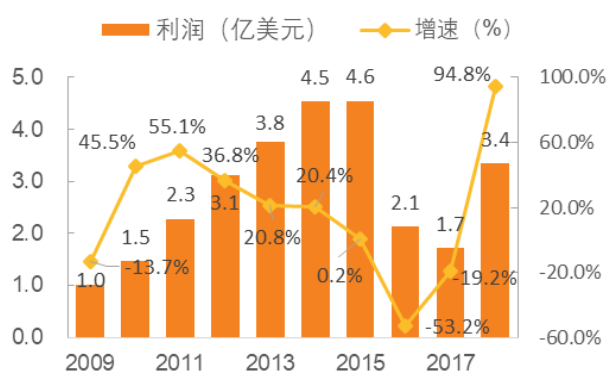
强劲的股份背后是业绩的高增长，公司收入从 2009 年的 15.66 亿美金增长到 2018 年的 60.79 亿美金，复合增速 16.3%，同期净利润从 1.01 亿美金增长到 3.35 亿美金，复合增速 14.3%。

图 47：公司 09-18 年收入变化及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 48：公司 09-18 年利润变化及增速



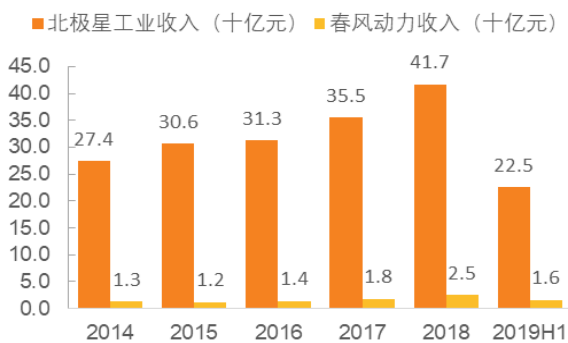
资料来源：wind、天风证券研究所

### 3.4.2. 春风 VS 北极星工业

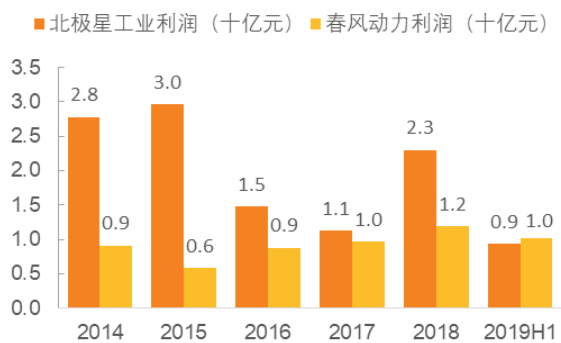
**收入利润体量相差巨大：**和北极星工业相比，春风动力还是一家小公司，收入大约只有前者的 1/16，利润约是前者的 1/20。

图 49：春风动力和北极星工业收入比较

图 50：春风动力和北极星工业利润比较



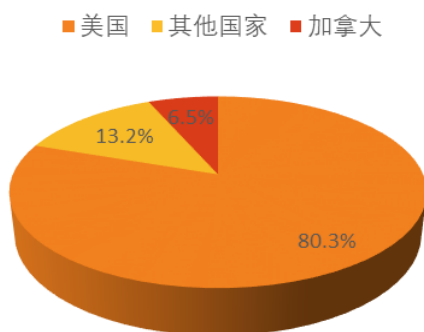
资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

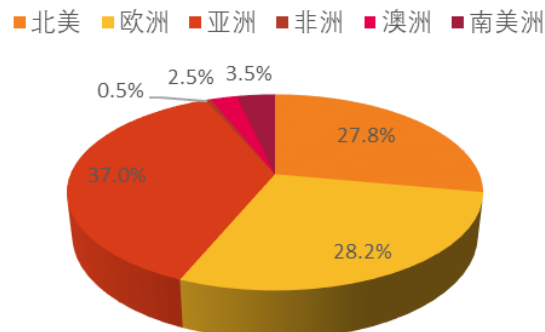
北极星工业聚焦北美市场，春风动力北美市场增速显著：北极星工业 87%的收入来自于北美市场，而春风动力北美市场占比只有 28%。造成这一差异的主要原因是北美占据了全地形车 85%的市场，而春风在北美近几年才刚刚开始发力。未来北美将成为公司非常重要的增长点。

图 51: 北极星工业全球市场分布



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 52: 春风动力全球市场分布



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

北极星工业主打全地形车，春风摩托车+全地形车双轮驱动：从产品结构看，北极星工业主打全地形车和雪地车，该业务占到公司收入比重的 64%。摩托车业务只占收入的 9%，其余 27%的收入来自后市场、衍生品市场和游艇。

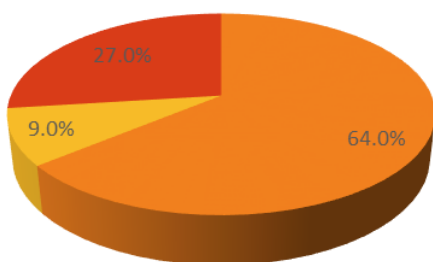
春风动力依靠全地形车和消费型摩托车双轮驱动，收入占比分别为 61%和 32%，其余收入只有 7%，未来也存在很大的增长空间。

图 53: 北极星工业分产品收入

图 54: 春风动力分产品收入

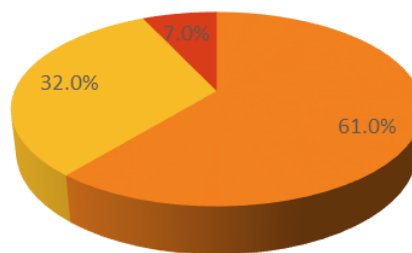


- 全地形车和雪地车
- 摩托车
- 后市场、衍生品市场和游艇



资料来源：公司公告、天风证券研究所

- 全地形车
- 消费型摩托车
- 其余收入



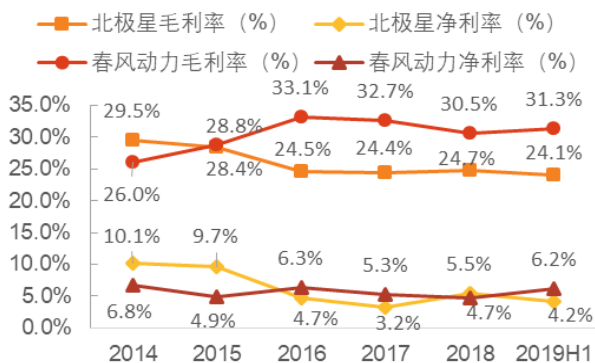
资料来源：公司公告、天风证券研究所

**财务比较, 春风动力净利润和 ROE 均有提升空间:** 北极星工业毛利率近几年稳定在 25-30% 左右的区间, 而春风动力毛利近几年稳步提升, 目前大约 33% 左右。

公司的产品售价在海外市场约比同类竞争对手便宜 10-20%, 更高的毛利主要是公司在原材料成本管控等方面做的更好, 同时国内人工成本等也更加便宜。

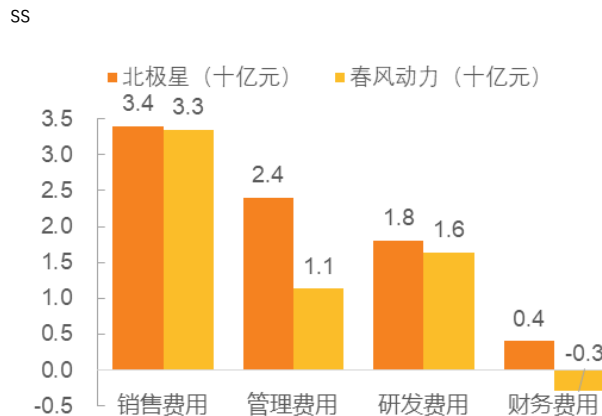
公司净利率和北极星工业基本相当, 主要是销售费用大幅高于竞争对手, 未来随着营销渠道的逐步完善, 销售费用有望逐步下降。公司的研发投入比重比北极星工业更高, 主要是公司产品线尚不完备, 目前在加大新产品的投入力度。

图 55: 春风动力和北极星工业毛利率、净利率对比



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 56: 公司费用率和北极星工业对比



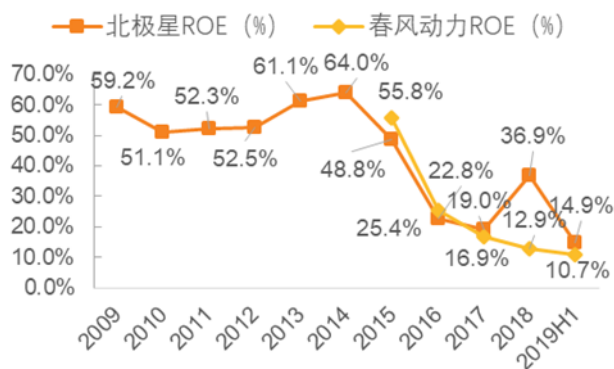
资料来源：公司年报、天风证券研究所

北极星工业的 ROE 一直保持着非常高的水平, 15 年之前一直保持在 50-60% 的水平。15 年之后公司费用增加, 净利率下滑, 加上资产周转率降低, 导致 ROE 水平下降, 但是仍然维持在 15-30% 的区间。

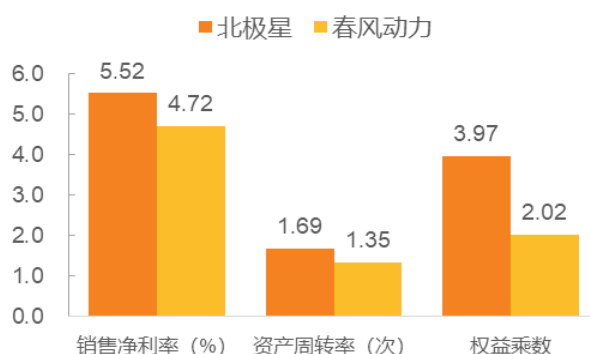
相比之下, 春风的 ROE 在 10% 左右, 和北极星工业相比主要是周转率低。

图 57: 春风动力和北极星工业 ROE 比较

图 58: 2018 年春风动力和北极星工业 ROE 拆分对比



资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

## 4. 盈利预测和投资建议

### 4.1. 盈利预测：未来 3 年复合增长

公司业务主要分为消费级摩托车和全地形车。其中消费级摩托车 14 年迎来高增长，14-17 年行业复合增速 70%，19 年 H1，行业销量依然保持了 27% 的增长，预计未来几年行业增速将保持在 20% 左右的增速。

公司是消费级摩托车龙头，未来增长除行业因素之外，主要体现在产品矩阵的丰富带来的市场占有率的提升。同时海外市场空间远大于国内，随着公司未来与 KTM 合资工厂产能的释放，未来海外市场拓展可期。

预计公司未来 3 年消费级摩托车同比增速 40%。未来得益于更大排量更高毛利车型的推出，毛利有望小幅增长。

表 11: 公司消费级摩托车收入预测

报告期	2014 年报	2015 年报	2016 年报	2017 年报	2018 年报	2019E	2020E	2021E
收入 (亿元)	1.55	2.39	4.65	6.38	7.90	11.06	15.48	21.68
YOY (%)			94.56%	37.26%	23.77%	40%	40%	40%
成本 (亿元)	1.22	1.77	3.26	4.35	5.77	7.91	10.99	15.17
毛利 (亿元)	0.33	0.62	1.40	2.03	2.13	3.15	4.49	6.50
毛利率 (%)	21.25%	25.80%	30.00%	31.88%	27.02%	28.50%	29.00%	30.00%

资料来源: wind、天风证券研究所

公司全地形车主要销往国外，目前公司在欧洲市场大获成功，在很多国家市占率已经位列第一。北美市场近几年开始发力，2015-2018 年收入复合增速 45%。考虑到目前北美市场市占率非常低，我们预计未来 3 年同比增速仍能保持在 40% 左右。除北美的海外地区保持 10% 左右增速。综合来看，全地形车未来 3 年收入增速保持在 20-25% 的区间

考虑到美国市场毛利率 (40-45%) 显著高于其他市场 (25-30%)，随着北美市场占比的提高，全地形车综合毛利率还将进一步提升。

表 12：公司全地形车销售收入预测

报告期	2014 年报	2015 年报	2016 年报	2017 年报	2018 年报	2019E	2020E	2021E
收入 (亿元)	11.09	8.83	8.42	10.52	15.39	19.01	23.82	29.60
YOY (%)		-20.38%	-4.64%	24.93%	46.30%	23.51%	25.31%	24.26%
成本 (亿元)	8.09	6.24	5.54	7.12	10.14	12.32	15.15	18.53
毛利 (亿元)	3.00	2.59	2.88	3.40	5.25	6.69	8.67	11.07
毛利率(%)	27.04%	29.37%	34.20%	32.33%	34.11%	35.21%	36.40%	37.39%

资料来源：wind、天风证券研究所

目前公司国内国外的销售渠道基本搭建成熟，国内经销商门店 3.0 改造也将在今年完成。预计 2019-2021 年销售费用率和管理费用率占比将持续降低。

公司目前在研多款消费级摩托车和四轮车。且随着排量增大，研发难度可能会有增加，我们预计未来几年公司研发费用将保持稳健增长。

表 13：公司费用率预测

	2015 年报	2016 年报	2017 年报	2018 年报	2019E	2020E	2021E
销售费用率	9.67%	11.10%	12.08%	13.13%	12.50%	12.00%	11.70%
管理费用率	8.78%	8.23%	5.89%	4.45%	4.20%	4.00%	4.00%
研发费用率	5.79%	4.86%	5.65%	6.39%	6.50%	6.90%	7.00%

资料来源：wind、天风证券研究所

综合以上假设，我们认为公司 2019-2021 年净利润分别为 2.1 亿元、3 亿元、4.6 亿元，同比增速 77%、42%、51%。对应当前股价的 PE 为：18.63 倍、13.14 倍、8.7 倍。

## 4.2. 估值讨论

公司在国内没有业务完全类似的公司，由于公司业务面向 C 端，本质上属于消费品，海外和公司业务相似的公司 KTM、北极星工业等也被划入消费品板块。

投资者会认为摩托车和汽车具有类似的属性，因而我们选取了一些汽车公司作为对标，考虑到目前公司正处于高速成长期，我们同样拿对标汽车股的成长期进行估值对标分析。

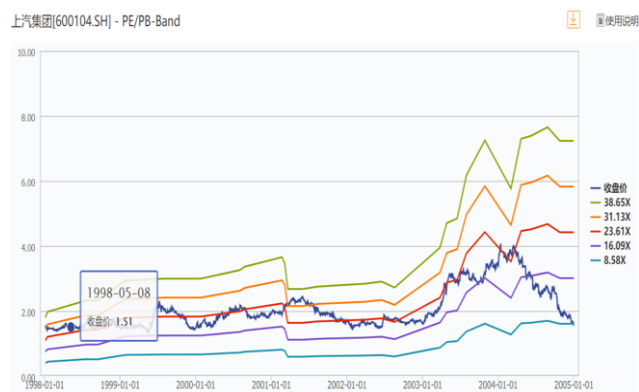
**上汽集团：**上市后第一轮高速增长期 98-03 年，收入从 19.37 亿到 68.92 亿，复合增速 28.9%。归母净利润从 7.02 亿到 15.17 亿，复合增速 17%。此期间，估值中枢在 25 倍。股价最高涨幅 2.7 倍

**广汽集团：**上市后高速增长期 12-17 年，收入从 129 亿到 715 亿，复合增速 40%。归母净利润从 11.31 亿到 102.89 亿，复合增速 56%。此期间，估值中枢在 25-30 倍。股价最高涨幅 7 倍。

**吉利汽车：**上市后稳定高成长期是 14-18 年，收入从 218 亿到 1068 亿，复合增速 48.7%。归母净利润从 14.31 亿到 125.53 亿，复合增速 72%。此期间，估值中枢不断抬升，从 10X 到 30X。股价最高涨幅 10 倍。

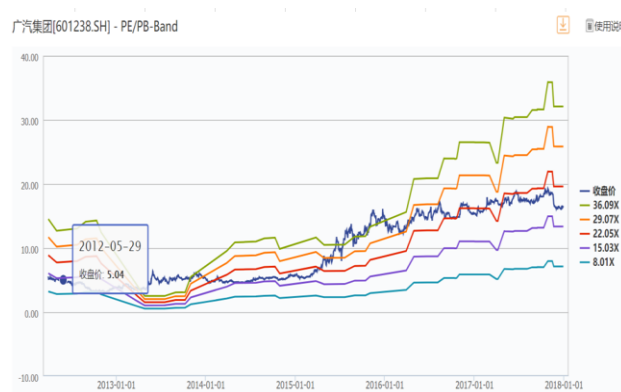
**长城汽车：**上市后高速增长期 11-16 年，收入从 300 亿到 986 亿，复合增速 26.8%。归母净利润从 33 亿到 103 亿，复合增速 25.6%。此期间，估值中枢在 15 倍。股价最高涨幅 5.7 倍。

图 59：上汽集团 1998-2005 年估值变化



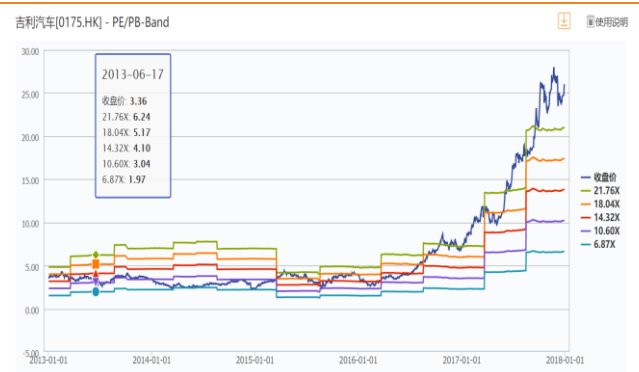
资料来源：wind、天风证券研究所

图 60：广汽集团 2013-2018 年估值变化



资料来源：wind、天风证券研究所

图 61：吉利汽车 2013-2018 年估值变化



资料来源：wind、天风证券研究所

图 62：长城汽车 2012-2018 年估值变化



资料来源：wind、天风证券研究所

以上公司在业绩高速成长的阶段，市场给出了约 25-30 倍的估值，我们认为春风动力合理的估值水平可以参考以上公司。给与公司 2020 年 25 倍 PE，对应 75 亿市值，目标价 56 元，给与“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	479.79	587.48	1,323.12	1,737.87	2,248.48
应收票据及应收账款	142.43	217.18	222.61	305.96	320.72
预付账款	28.86	33.68	40.33	86.46	61.64
存货	277.45	350.82	389.25	492.33	583.14
其他	430.19	334.60	284.28	351.28	344.95
<b>流动资产合计</b>	<b>1,358.71</b>	<b>1,523.75</b>	<b>2,259.59</b>	<b>2,973.89</b>	<b>3,558.93</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	207.11	209.13	256.08	234.32	237.32
在建工程	31.28	85.87	17.17	17.17	40.30
无形资产	75.18	118.12	110.95	103.78	96.60
其他	10.02	145.69	141.18	138.75	137.92
<b>非流动资产合计</b>	<b>323.58</b>	<b>558.81</b>	<b>525.37</b>	<b>494.02</b>	<b>512.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,682.30</b>	<b>2,082.56</b>	<b>2,784.96</b>	<b>3,467.92</b>	<b>4,071.08</b>
短期借款	0.00	1.00	250.00	250.00	250.00
应付票据及应付账款	637.51	888.34	961.84	1,282.17	1,447.86
其他	133.31	170.01	200.20	261.20	299.14
<b>流动负债合计</b>	<b>770.82</b>	<b>1,059.34</b>	<b>1,412.04</b>	<b>1,793.37</b>	<b>1,997.00</b>
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.52	19.80	13.85	15.06	16.23
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.52</b>	<b>19.80</b>	<b>113.85</b>	<b>115.06</b>	<b>116.23</b>
<b>负债合计</b>	<b>782.34</b>	<b>1,079.14</b>	<b>1,525.89</b>	<b>1,908.42</b>	<b>2,113.24</b>
少数股东权益	0.00	38.92	38.05	36.40	33.11
股本	133.33	134.60	134.39	134.39	134.39
资本公积	581.60	601.66	601.66	601.66	601.66
留存收益	773.61	873.54	1,086.64	1,388.70	1,790.35
其他	(588.59)	(645.30)	(601.66)	(601.66)	(601.66)
<b>股东权益合计</b>	<b>899.95</b>	<b>1,003.42</b>	<b>1,259.07</b>	<b>1,559.49</b>	<b>1,957.84</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,682.30</b>	<b>2,082.56</b>	<b>2,784.96</b>	<b>3,467.92</b>	<b>4,071.08</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	97.41	118.79	213.10	302.06	456.11
折旧摊销	29.96	34.81	28.92	28.92	31.04
财务费用	14.68	(7.00)	12.30	28.27	23.66
投资损失	(3.37)	24.30	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(317.86)	126.06	101.04	85.58	131.45
其它	366.73	(84.39)	(1.89)	(1.47)	(3.07)
<b>经营活动现金流</b>	<b>187.55</b>	<b>212.57</b>	<b>353.47</b>	<b>443.36</b>	<b>639.19</b>
资本支出	87.25	124.57	5.95	(1.21)	48.82
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(540.19)	(307.02)	(3.91)	0.87	(99.28)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(452.93)</b>	<b>(182.45)</b>	<b>2.05</b>	<b>(0.34)</b>	<b>(50.45)</b>
债权融资	0.00	1.00	350.00	350.00	350.00
股权融资	400.17	13.43	31.12	(28.27)	(23.66)
其他	(10.91)	1.54	(1.00)	(350.00)	(404.46)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>389.25</b>	<b>15.98</b>	<b>380.12</b>	<b>(28.27)</b>	<b>(78.12)</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>123.86</b>	<b>46.10</b>	<b>735.64</b>	<b>414.75</b>	<b>510.62</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,817.83</b>	<b>2,545.46</b>	<b>3,298.40</b>	<b>4,324.72</b>	<b>5,640.15</b>
营业成本	1,224.11	1,768.06	2,220.21	2,885.15	3,722.77
营业税金及附加	53.23	48.86	65.97	86.49	112.80
营业费用	219.62	334.30	412.30	518.97	659.90
管理费用	209.86	113.26	138.53	172.99	225.61
研发费用	102.71	162.63	214.40	298.41	394.81
财务费用	14.89	(28.76)	12.30	28.27	23.66
资产减值损失	10.69	15.99	20.00	25.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	1.54	(1.02)	0.17	0.23
投资净收益	3.37	(24.30)	0.00	0.00	0.00
其他	(122.88)	39.39	2.05	(0.34)	(0.45)
<b>营业利润</b>	<b>102.22</b>	<b>114.49</b>	<b>213.67</b>	<b>309.61</b>	<b>470.83</b>
营业外收入	3.55	3.83	12.32	8.25	6.99
营业外支出	0.41	0.11	2.59	1.62	1.18
<b>利润总额</b>	<b>105.36</b>	<b>118.21</b>	<b>223.39</b>	<b>316.23</b>	<b>476.64</b>
所得税	7.96	(0.58)	11.17	15.81	23.83
<b>净利润</b>	<b>97.41</b>	<b>118.79</b>	<b>212.23</b>	<b>300.42</b>	<b>452.81</b>
少数股东损益	0.00	(1.46)	(0.87)	(1.64)	(3.30)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>97.41</b>	<b>120.25</b>	<b>213.10</b>	<b>302.06</b>	<b>456.11</b>
每股收益(元)	0.72	0.89	1.59	2.25	3.39

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	29.75%	40.03%	29.58%	31.12%	30.42%
营业利润	18.75%	12.00%	86.63%	44.90%	52.07%
归属于母公司净利润	10.35%	23.45%	77.21%	41.75%	51.00%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.66%	30.54%	32.69%	33.29%	34.00%
净利率	5.36%	4.72%	6.46%	6.98%	8.09%
ROE	10.82%	12.47%	17.45%	19.83%	23.70%
ROIC	185.38%	21.00%	79.59%	222.50%	1459.21%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.50%	51.82%	54.79%	55.03%	51.91%
净负债率	-53.31%	-58.45%	-77.29%	-88.99%	-96.97%
流动比率	1.76	1.44	1.60	1.66	1.78
速动比率	1.40	1.11	1.32	1.38	1.49
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.53	14.16	15.00	16.36	18.00
存货周转率	7.48	8.10	8.91	9.81	10.49
总资产周转率	1.35	1.35	1.36	1.38	1.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.72	0.89	1.59	2.25	3.39
每股经营现金流	1.40	1.58	2.63	3.30	4.76
每股净资产	6.70	7.18	9.09	11.33	14.32
<b>估值比率</b>					
市盈率	40.75	33.01	18.63	13.14	8.70
市净率	4.41	4.12	3.25	2.61	2.06
EV/EBITDA	23.07	5.28	11.35	6.76	3.74
EV/EBIT	29.56	6.01	12.80	7.34	3.97

### 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com