

# Q1 业绩大超预期 量价利三重共振

## 春风动力(603129)系列点评之十九

### 事件概述

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报：2022 全年实现营收 113.8 亿元，同比+44.7%，归母净利 7.0 亿元，同比+70.4%，扣非归母 8.0 亿元，同比+124.8%；其中 22Q4 营收 27.5 亿元，同比+26.5%，环比-26.2%，归母净利 1.3 亿元，同比+43.3%，环比-50.4%。23Q1 营收 28.8 亿元，同比+27.3%，环比+4.8%，归母净利 2.1 亿元，同比+99.6%，环比+60.4%。

### 分析判断：

#### ► 2022：两四轮量价齐升 盈利能力持续提升

**营收端：**2022 年公司两轮摩托车及四轮全地形车业务同步迎来自量价齐升，销量分别 14.5/16.7 万辆，同比分别+30.4%/+10.7%，我们测算 ASP 分别 2.3/4.1 万元，同比分别+12.5%/+26.6%，四轮车产品结构改善超出预期，22H2 四轮 ASP 提升至 4.5 万元，同环比分别+39.6%/+20.8%，我们预计主要源于 U/Z 系列占比提升（单价约 ATV 两倍）。

**利润端：**2022 年归母净利 7.0 亿元，同比+70.4%，扣非归母 8.0 亿元，同比+124.8%，处于前期业绩预告中间偏上水平。其中 22Q4 归母净利 1.3 亿元，同比+43.3%，环比-50.4%，扣非归母 1.0 亿元，同比+73.2%，环比-71.9%，环比大幅下滑我们预计主因：1) 22Q4 收入端受销售淡季、国内疫情等影响环比-26.2%；2) 22Q4 美元汇率下行，季度末汇率环比下降 0.2，叠加高点结汇，产生约 1.3 亿汇兑损失。若还原汇兑损益、套保影响，22Q4 公司实际净利率水平 8.4%，对比 21Q4、22Q3 的 4.8%和 4.4%提升明显，体现盈利能力提升，再度超出此前预期。

**现金流及费用：**2022 年公司经营活动现金流为 17.0 亿元，同比+543.8%；销售、管理、研发、财务费率分别 7.7%、4.4%、6.6%、-2.6%，同比分别+1.1pct、+0.9pct、+1.8pct、-3.0pct，汇兑收益基本对冲费用增长。

#### ► 23Q1：利润超出预期 快乐春风加速

**营收端：**23Q1 公司延续高速增长趋势，营收实现 28.8 亿元，同比+27.3%，环比+4.8%，预计主要源自产品结构改善带来的 ASP 提升及新车（800NK、狒狒）、出口拉动。根据中国摩托车商会数据，2023 年 1-2 月公司 250cc(含)及以上中大排摩托车、全地形车销量同比增速分别+17.2%、+0.5%。

**利润端：**23Q1 公司毛利率、净利率分别达 34.2%、7.3%，同比

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	122.97
股票代码：	603129
52 周最高价/最低价：	173.6/91.41
总市值(亿)	185.01
自由流通市值(亿)	185.01
自由流通股数(百万)	150.45



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

### 相关研究

1. 【华西汽车】春风动力（603129）事件点评：  
800NK 正式发布 产品大年开启

2023.03.01

2. 【华西汽车】春风动力（603129）2022 年业绩  
预告点评：Q4 利润符合预期 迈向全球 Powersport  
龙头

2023.01.19

3. 【华西汽车】春风动力（603129）2022 年三季  
报点评：22Q3 业绩超预期 快乐春风加速

2022.10.20

分别+14.6、+2.6pct，环比分别+3.2、+2.5pct，大幅超出此前预期，我们预计主要因为汇率同比提升、海运费降低和产品结构改善：1) 汇率：22Q1/22Q4 美元平均汇率 6.35/7.09，23Q1 为 6.85 (2022 全年平均 6.73，全年风险可控)；2) 海运费：2022 年 2 月中旬起海运费呈现回落趋势，23Q1 已回落至运费暴涨前 2019-2020H1 水平。展望 2023 全年，我们判断汇率、海运费带来的利润促进仍将得以延续，叠加海外建厂 (泰国、墨西哥) 关税节约，全年展望 30%毛利率、7.7%净利率水平。  
费用端：23Q1 公司销售、管理、研发、财务费率分别 14.7%、4.8%、5.9%、-0.1%，同比分别+9.5pct、+1.1pct、+0.9pct、-0.6pct，环比分别+5.5pct、-1.4pct、-1.3pct、-3.8pct，销售费率提升我们预计主要源于终端渠道库存促销，相对阶段性影响。

### ► 中大排摩托车引领消费升级 产品大年开启

摩托车销量和业绩贡献快速增长，2020 年以来公司深入挖掘增量领域，重磅车型不断催化。展望后续，预计内销、出口将为两轮提供双重增长驱动：

1) 内销方面：仿赛新车 450SR 对标川崎 Ninja400，2022 年 6 月开启交付 (据商会数据，1-2 月出货分别 0.11、0.37 万辆)；同时据春风 2022 年秋季战略发布会，2023 年公司将迎产品大年，包含 6 款燃油两轮 (800NK、XO 狒狒已于春季发布会发布并开启交付)、4 款电动两轮产品，对于销量的拉动作用值得期待；

2) 出口方面：2021 年起在海外四轮市场地位逐步稳固之后，两轮加速向海外市场拓展，开启两轮海外新增长极：据中国摩托车商会数据，2021 年、2022 年 250cc (含) 及以上出口分别 2.33、4.35 万辆，同比分别+227%、+87%，2023 全年我们预计 50+% 增长。

### ► 全地形车深入挖掘美国市场 扰动改善利润兑现

公司是国内第一大全地形车生产商，出口龙头地位稳固。美国是全球最大的全地形车市场，近年来公司集中资源开拓美国市场，目前公司在美国可与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩，我们预计 2022 年公司北美市占率提升至约 10%，中长期则有望依屏产品线扩充 (U/Z 系列)、性价比优势提升至 20%，有效对冲潜在的行业下滑风险。短期需求维度，据商会数据，2022 年 10 月至 2023 年 2 月春风四轮生产分别 1.32、1.54、1.62、0.52 (春节假期影响)、1.28 万辆，体现海外四轮需求仍然稳健。

2021 年公司同步受到关税加征、海运费及原材料价格上涨、人民币对美元升值等多重因素影响，致 2021 年公司利润未充分释放，利润增速低于营收增速约 61pct。但自 22Q2 起，扰动因素明显改善，叠加终端调价拉动利润充分释放。

### 投资建议

公司中大排量摩托车业务受益于爆款车型投放及市场扩容，销量持续向上；全地形车业务深入挖潜美国市场，出口龙头地位不断强化；ZEEHO 电动品牌针对科技出行需求，与 CFMOTO 品牌互补。鉴于 23Q1 盈利超出预期，上调盈利预测，预计公司

2023-2024 年营收由 149.0/188.4 亿元调整为 150.4/189.8 亿元，归母净利由 10.7/14.4 亿元调整为 11.2/15.4 亿元，EPS 由 7.12/9.58 元调整为 7.47/10.26 元；新增 2025 年营收预测 233.1 亿元，归母净利预测 20.5 亿元，对应 EPS 13.60 元。对应 2023 年 4 月 11 日 122.97 元/股收盘价，PE 分别 16/12/9 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

禁、限摩政策收紧导致国内摩托车需求下滑；外资品牌导致市场竞争加剧；海外四轮需求不及预期；海运费、汇率波动。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,861	11,378	15,043	18,980	23,305
YoY (%)	73.7%	44.7%	32.2%	26.2%	22.8%
归母净利润(百万元)	412	701	1,124	1,544	2,047
YoY (%)	12.8%	70.4%	60.2%	37.4%	32.6%
毛利率 (%)	21.5%	25.4%	29.6%	29.7%	29.9%
每股收益 (元)	2.74	4.66	7.47	10.26	13.60
ROE	11.3%	16.7%	21.0%	22.3%	22.8%
市盈率	44.96	26.38	16.46	11.98	9.04

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,378	15,043	18,980	23,305	净利润	740	1,161	1,589	2,099
YoY(%)	44.7%	32.2%	26.2%	22.8%	折旧和摊销	96	102	115	139
营业成本	8,491	10,594	13,351	16,331	营运资金变动	920	281	559	599
营业税金及附加	142	241	323	419	经营活动现金流	1,698	1,561	2,277	2,851
销售费用	876	1,354	1,613	1,911	资本开支	-439	-452	-449	-449
管理费用	500	707	873	1,049	投资	351	0	0	0
财务费用	-297	-48	-60	-78	投资活动现金流	-76	-452	-449	-449
研发费用	752	903	1,120	1,352	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-33	-15	-15	-15	债务募资	0	0	0	0
投资收益	-123	0	0	0	筹资活动现金流	-134	-180	-300	-420
营业利润	781	1,278	1,745	2,306	现金净流量	1,680	929	1,528	1,982
营业外收支	-6	-2	1	1	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	774	1,276	1,746	2,307	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	35	115	157	208	营业收入增长率	44.7%	32.2%	26.2%	22.8%
净利润	740	1,161	1,589	2,099	净利润增长率	70.4%	60.2%	37.4%	32.6%
归属于母公司净利润	701	1,124	1,544	2,047	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY(%)	70.4%	60.2%	37.4%	32.6%	毛利率	25.4%	29.6%	29.7%	29.9%
每股收益	4.66	7.47	10.26	13.60	净利率率	6.5%	7.7%	8.4%	9.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	7.3%	9.4%	10.1%	10.7%
货币资金	4,323	5,252	6,780	8,762	净资产收益率 ROE	16.7%	21.0%	22.3%	22.8%
预付款项	117	146	184	225	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	2,067	2,580	3,251	3,977	流动比率	1.51	1.51	1.52	1.57
其他流动资产	1,172	1,590	1,949	2,344	速动比率	1.08	1.08	1.09	1.14
流动资产合计	7,679	9,568	12,164	15,308	现金比率	0.85	0.83	0.85	0.90
长期股权投资	34	34	34	34	资产负债率	55.0%	54.3%	53.5%	51.9%
固定资产	957	1,063	1,279	1,594	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	132	176	217	256	总资产周转率	1.19	1.25	1.24	1.22
非流动资产合计	1,875	2,425	3,082	3,836	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	9,554	11,993	15,246	19,144	每股收益	4.66	7.47	10.26	13.60
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	28.00	35.61	46.02	59.77
应付账款及票据	4,555	5,683	7,162	8,761	每股经营现金流	11.28	10.37	15.13	18.95
其他流动负债	535	662	826	1,003	每股股利	0.00	1.20	2.00	2.80
流动负债合计	5,090	6,345	7,988	9,764	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	26.38	16.46	11.98	9.04
其他长期负债	169	169	169	169	PB	4.02	3.45	2.67	2.06
非流动负债合计	169	169	169	169					
负债合计	5,259	6,514	8,157	9,933					
股本	150	150	150	150					
少数股东权益	83	120	165	218					
股东权益合计	4,295	5,478	7,089	9,211					
负债和股东权益合计	9,554	11,993	15,246	19,144					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。