

# 中大排高速增长 强势产品周期驱动

## 钱江摩托(000913)系列点评之十二

### 事件概述

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报：2022 年实现营收 56.48 亿元，同比+31.1%，归母净利润 4.18 亿元，同比+75.8%，扣非归母净利 3.95 亿元，同比+113.0%；其中 22Q4 营收 11.68 亿元，同比+35.3%，环比-38.4%，归母净利 0.08 亿元，同比扭亏，环比-96.4%，扣非归母-0.01 亿元。

23Q1 营收 13.34 亿元，同比+43.5%，环比+14.2%，归母净利 0.74 亿元，同比+112.1%，环比+880.2%，扣非归母 0.73 亿元，同比+125.0%，环比扭亏。

### 分析判断：

#### ► 2022：QJ 品牌发力 中大排增速明显优于行业

2022 年总体实现营收 56.48 亿元，同比+31.1%，归母净利润 4.18 亿元，同比+75.8%，扣非归母净利 3.95 亿元，同比+113.0%，符合此前预期。高增长我们预计主要源于 2022 年公司强势中大排产品周期驱动：据中国摩托车商会数据，2022 年公司 250cc+中大排摩托车累计销售 14.1 万辆，同比+71.1%，领先行业增速 25+pct（若计入 250cc 排量，2022 年公司实际中大排销量 17.5 万辆，同比+57.3%，其中内销、出口分别 12.1、5.4 万辆，同比分别+104.4%、+3.9%，QJMOTOR 品牌销售超 10 万辆）。拆分季度看，22Q4 营收 11.68 亿元，同比+35.3%，环比-38.4%，归母净利 0.08 亿元，同比扭亏，环比-96.4%，下滑原因我们预计：1）营收端，22Q4 淡季+疫情影响，致 250cc+出货仅 1.9 万辆，环比-64.9%；2）利润端，22Q4 受存货减值+美元贬值汇兑损失+股权激励计提影响，还原后仍维持较强盈利能力。

费用端，2022 年公司销售、管理、研发、财务费率分别 3.5%/4.9%/5.6%/-3.3%，同比分别-0.1、-0.1、+0.6、-3.6pct，财务费率大幅降低主要系利息收入及汇兑收益促进。

#### ► 23Q1：业绩略超预期 强势产品周期驱动

营收端：23Q1 营收 13.34 亿元，同比+43.5%，环比+14.2%，据中国摩托车商会数据，1-3 月公司 250cc+中大排摩托车累计销售 2.91 万辆，同比+55.1%，表现继续优于行业，我们预计主要源于新车闪 350、赛 450 出货促进，系拉动业绩高增的主要驱动。出口相对有所拖累，1-3 月 250cc+累计出口 0.54 万辆，同比-41.9%，后续看 QJMOTOR 出口补齐。

利润端：23Q1 公司毛利率 25.3%，同比-0.4pct，环比

### 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：	21.41
股票代码：	000913
52 周最高价/最低价：	29.6/9.32
总市值(亿)	112.82
自由流通市值(亿)	97.10
自由流通股数(百万)	453.54



分析师：崔琰  
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519080006

### 相关研究

1. 【华西汽车】钱江摩托(000913) 2022 业绩快报&23Q1 业绩预告点评：23Q1 业绩略超预期 强势产品周期驱动  
2023.04.15
2. 【华西汽车】钱江摩托(000913) 2022 年业绩预告点评：强势产品周期驱动 2022 盈利高增  
2023.01.29
3. 【华西汽车】钱江摩托(000913) 事件点评：非公开发行获批 中大排高速增长  
2022.11.29

+0.2pct，相对平稳。归母净利 0.74 亿元，同比+112.1%，环比+880.2%，主要系低基数促进，扣非归母 0.73 亿元，同比+125.0%，环比扭亏，处于前期业绩预告中间偏上水平，略超预期。

**费用端：**23Q1 公司销售、管理、研发、财务费率分别 3.4%/5.0%/5.3%/-0.7%，同比分别 -0.5、-0.5、+0.0、-1.2pct，环比分别-1.9、-1.9、-3.6、+2.4pct。

### ► 强势产品周期持续驱动 中大排量销量快速增长

**中大排量摩托车销量和业绩贡献的快速增长是公司当前核心看点。**250cc+市占率公司高居行业第一，2022 年 5 月以来，在强势产品周期驱动下，公司中大排量销量迎来爆发式增长，据中国摩托车商会数据，2022 年 1-12 月 250cc+累计销售 14.1 万辆，同比+71.1%，表现明显优于行业，尤其 QJMOTOR 品牌我们预计 2022 年实现约 200%增长。2022 年公司产品定义能力提升明显，闪 300S 及赛 600 较好契合消费者车型偏好变化及仿赛排量升级趋势，同级别核心竞品车型较少，需求延续确定性较强。展望 2023 年，预计公司将延续产品谱系扩充趋势，赛 450、闪 350、鸿 150 等均存一定爆款潜质，有望进一步抬升销量。

### ► 治理结构持续改善 聚焦摩托主业拖累因素消除

**治理结构持续改善，渠道、研发、合作全面升级。**1) 管理：从国企到民企，2022 年 5 月发布实控人增持+股权激励计划，其中增持 2022 年 11 月获批、2023 年 1 月发行完成，股权激励（草案）覆盖全部 5 名核心高管；2) 渠道：2022 年新建 QJMOTOR 门店超过 500 家，其中 E 网门店超 200 家；加快自主外贸渠道建设，新增渠道 13 家；3) 研发：2021 年 11 月底钱江摩托上海公司正式开业，设立新能源研发、工业设计、国际外贸三大中心；4) 合作：2021 年底同哈雷合资公司完成注册登记，2023 年 3 月首款量产车型 X350 正式上市。

**聚焦摩托主业，扰动因素消除。**吉利接手后要求公司聚焦摩托车主业，截至 22Q2 拖累因素基本消除：1) 锂电业务：现已停产，2022 年 3 月起台州钱江新能源研究院有限公司不再纳入合并范围；2) 房地产：2019 年竣工，2022 年出售持有的都江堰全部股权；3) 半导体封装、电控不再投入资源。

### 投资建议

鉴于 2023 年研发投入增加，下调盈利预测，预计公司 2023-2024 年营收 81.84/109.83 亿元维持不变，归母净利由 6.43/8.94 亿元调整为 6.09/8.50 亿元，EPS 由 1.22/1.70 元调整为 1.16/1.61 元；新增 2025 年营收预测 139.30 亿元，归母净利预测 11.74 亿元，EPS 为 2.23 元。对应 2023 年 4 月 28 日 21.41 元/股收盘价，PE 分别 19/13/10 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；外资品牌新车型大量引入导致市场竞争加剧。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,309	5,648	8,184	10,983	13,930
YoY (%)	19.3%	31.1%	44.9%	34.2%	26.8%
归母净利润(百万元)	238	418	609	850	1,174
YoY (%)	-0.8%	75.8%	45.9%	39.5%	38.1%
毛利率 (%)	26.2%	27.2%	27.3%	27.6%	28.3%
每股收益 (元)	0.45	0.79	1.16	1.61	2.23
ROE	7.9%	11.9%	13.3%	15.8%	18.2%
市盈率	47.48	27.01	18.52	13.27	9.61

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	5,648	8,184	10,983	13,930	净利润	397	609	850	1,174
YoY(%)	31.1%	44.9%	34.2%	26.8%	折旧和摊销	112	123	112	98
营业成本	4,115	5,948	7,951	9,990	营运资金变动	484	154	348	344
营业税金及附加	370	557	747	947	经营活动现金流	1,041	887	1,308	1,614
销售费用	200	246	330	418	资本开支	-458	172	174	174
管理费用	276	368	494	627	投资	156	0	0	0
财务费用	-187	-35	-51	-67	投资活动现金流	68	172	174	174
研发费用	316	426	571	710	股权募资	109	58	0	0
资产减值损失	-88	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	-14	0	0	0	筹资活动现金流	85	504	0	0
营业利润	464	692	964	1,332	现金净流量	1,253	1,563	1,481	1,787
营业外收支	12	0	2	2	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	476	692	966	1,334	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	78	83	116	160	营业收入增长率	31.1%	44.9%	34.2%	26.8%
净利润	397	609	850	1,174	净利润增长率	75.8%	45.9%	39.5%	38.1%
归属于母公司净利润	418	609	850	1,174	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY(%)	75.8%	45.9%	39.5%	38.1%	毛利率	27.2%	27.3%	27.6%	28.3%
每股收益	0.79	1.16	1.61	2.23	净利率率	7.0%	7.4%	7.7%	8.4%
<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	6.2%	6.7%	7.6%	8.6%
货币资金	2,795	4,358	5,839	7,626	净资产收益率 ROE	11.9%	13.3%	15.8%	18.2%
预付款项	61	88	118	148	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,251	1,808	2,417	3,038	流动比率	1.70	1.84	1.85	1.89
其他流动资产	610	1,086	1,426	1,785	速动比率	<b>1.23</b>	<b>1.37</b>	<b>1.37</b>	<b>1.41</b>
流动资产合计	4,717	7,340	9,800	12,596	现金比率	1.01	1.09	1.10	1.14
长期股权投资	185	185	185	185	资产负债率	47.8%	49.1%	51.7%	52.4%
固定资产	1,053	919	766	594	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	363	395	425	454	总资产周转率	0.84	0.91	0.99	1.03
非流动资产合计	2,017	1,694	1,349	984	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	6,735	9,034	11,149	13,580	每股收益	0.79	1.16	1.61	2.23
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	6.63	8.69	10.19	12.24
应付账款及票据	2,211	3,196	4,272	5,368	每股经营现金流	1.97	1.68	2.48	3.06
其他流动负债	556	785	1,036	1,293	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,767	3,981	5,308	6,661	<b>估值分析</b>				
长期借款	10	10	10	10	PE	27.01	18.52	13.27	9.61
其他长期负债	443	443	443	443	PB	2.79	2.46	2.10	1.75
非流动负债合计	453	453	453	453					
负债合计	3,220	4,434	5,761	7,114					
股本	469	527	527	527					
少数股东权益	19	19	19	19					
股东权益合计	3,514	4,600	5,388	6,467					
负债和股东权益合计	6,735	9,034	11,149	13,580					

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。