

# 春风动力 (603129)

## 两轮+四轮齐驱，把握海内外消费新趋势

买入 (首次)

2023年07月05日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 孟璐

执业证书: S0600122080033

mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	11,378	13,534	17,014	21,304
同比	45%	19%	26%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	701	989	1,341	2,038
同比	70%	41%	36%	52%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.66	6.57	8.92	13.54
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.49	24.46	18.03	11.87

关键词: #出口导向

### 投资要点

- 公司情况: 专业高端动力运动装备品牌, 摩托车+全地形车齐发展。**春风动力是一家依托水冷发动机技术, 业务体系以全地形车、摩托车及后市场用品的研发、制造和销售为主的动力设备公司。公司深耕摩托车及全地形车板块, 国内出口并重, 目前公司仍处快速发展时期, 销量及ASP提升显著, 收入增长稳健, 盈利能力持续改善。
- 行业情况: 消费型大排量摩托前景广阔, 全地形车出口导向显著。大排量摩托: 1) 政策: 牌照政策及路权管控政策严格, 整体无明显松动迹象; 2) 产品属性: 兼具悦己性及强社交属性带动摩托车文化流行及行业销量增长; 3) 出口端: 大排量摩托贡献行业整体主要增量; 4) 总量预测: 大排量摩托车行业总量核心驱动因素为社会经济发展水平, 以摩托车成熟市场日本为参考, 我国大排量摩托车行业空间依旧广阔。全地形车: 1) 产品结构: 以UTV为主并贡献主要增量; 2) 地区结构: 全球市场集中于北美地区, 行业总量与北美消费力联系显著; 3) 竞争结构: 以产品及品牌优势显著的美日生产商为主; 4) 国内: 业务出口导向显著且行业集中度高。**
- 未来核心看点: 产品谱系进一步完善+ASP提升+出口布局深化。1) 摩托车: 消费型大排量摩托车国内及出口双增行业大背景下, 公司积极在各排量发布新品, 补齐产品谱系, 迎合消费者新需求, 销量及ASP齐升; 公司摩托车出口业务重新启动, 依托在全地形车外销方面积累的渠道优势及相关经验, 有望在较短时间内贡献新增量; 2) 全地形车: U/Z系列高附加值产品占比提升, 带动ASP增长; 自主研发及渠道布局的优势显现, 高性价比且精简完善的产品矩阵赋能增长, 市占率逐步提升。**
- 盈利预测与投资评级: 摩托车业务依托出色的产品力+品牌力成功把握国内消费升级新趋势, 借全地形车经验及渠道, 出海重启; 研发+产品+渠道三轮驱动全地形车全球市占率逐年攀升。我们预计公司2023-2025年营业总收入135/170/213亿元, 归属母公司净利润10/13/20亿元, 同比+41%/+36%/+52%, 对应PE为24/18/12倍, 可比公司估值均值为19/14/10倍。鉴于公司摩托车业务布局完善+品牌力强劲, 全地形车业务研发+渠道优势赋能产品, 我们认为春风动力应该享受更高估值, 首次覆盖给予“买入”评级。**
- 风险提示: 全球贸易环境不稳定风险; 新车型上量不及预期风险; 运价/汇率等波动风险等。**

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	160.70
一年最低/最高价	109.20/173.60
市净率(倍)	5.33
流通 A 股市值(百万元)	24,177.98
总市值(百万元)	24,177.98

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	30.16
资产负债率(% ,LF)	52.27
总股本(百万股)	150.45
流通 A 股(百万股)	150.45

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 专业高端动力运动装备品牌，经营稳健</b>	<b>5</b>
1.1. 全地形车/大排量摩托车领先企业，激励制度完善	5
1.2. 收入稳健增长，盈利能力持续改善	6
<b>2. 摩托车：市场空间广阔，公司布局完善品牌力强劲</b>	<b>8</b>
2.1. 行业：大排量摩托车市场空间广阔	8
2.1.1 政策：无显著松动，非大排量摩托车高增主因	9
2.1.2 产品属性：悦己+社交兼备的摩托车文化促进行业高增	12
2.1.3 出口：大排量摩托车出口贡献重要行业增量	13
2.1.4 行业空间：与 GDP 增速关联度较高，空间依旧广阔	14
2.2. 公司：产品谱系完善，品牌力强劲	15
<b>3. 全地形车：出口导向，研发/产品/渠道布局完善</b>	<b>17</b>
3.1. 行业：中国企业出口为主，行业总量核心关注北美消费能力	17
3.1.1 产品定义：休闲娱乐导向显著，个人消费为主	17
3.1.2 行业结构：北美为主要市场，UTV 贡献增量	18
3.1.3 竞争格局：北美及日系占据主要份额，中国企业出口导向显著	19
3.2. 公司：技术+渠道基础较好，产品优势明显	22
3.2.1 注重自主研发，掌握核心技术	22
3.2.2 产品矩阵精简完善，竞争力强劲	23
3.2.3 海外经销制度完善，布局数量较多	24
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>25</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 春风动力发展历程.....	5
图 2: 公司营收 (左轴/亿元) 及增速 (右轴/%) 情况.....	6
图 3: 公司分业务销量 (左轴/万辆) 及 ASP (右轴/万元) .....	6
图 4: 春风动力分地区营收情况 (亿元) .....	7
图 5: 春风动力分地区毛利率情况 (%) .....	7
图 6: 公司归母净利 (亿元/左轴) 及同比增速 (%/右轴).....	7
图 7: 公司销售毛利率/净利率情况 (%) .....	7
图 8: 中国出口集装箱运价指数变动情况.....	7
图 9: 美元兑人民币汇率变化情况.....	7
图 10: 中国摩托车销量 (左轴/万辆) 及同比增速 (右轴/%)情况.....	8
图 11: 电动摩托车分车企销量/万辆.....	9
图 12: 中国 250cc 以上摩托车销量/万辆.....	9
图 13: 摩托车俱乐部.....	13
图 14: 京东调研不同市场用户购买摩托车用途 (TGI 指数) .....	13
图 15: 中国摩托车出口量 (万辆) .....	13
图 16: 中国大排量摩托车出口量 (万辆) .....	14
图 17: 摩托车销量增速 (左轴/%) 及中国 GDP/人口同比增速对比 (右轴/%).....	14
图 18: 日本大排量摩托车销量 (左轴/万辆) 及 GDP 增速 (右轴/%).....	15
图 19: 春风摩托车销量/万辆及同比增速 .....	15
图 20: 春风 250SR 车型.....	15
图 21: 春风动力在售摩托车车型统计.....	16
图 22: 春风动力部分公务车型.....	16
图 23: 春风车型参与国宾护卫任务.....	16
图 24: 全地形车分类及相关定义.....	17
图 25: 2016 年至 2021 年北美全地形车个人用户画像变化.....	18
图 26: 全地形车行业产业链.....	18
图 27: 2000-2022 年全球全地形车销量 (万辆) .....	19
图 28: 2015 年全球全地形车市场分布.....	19
图 29: 2000-2022 年 ATV (万辆, 左轴) 及增速 (右轴) .....	19
图 30: 2000-2022 年 UTV 销量 (万辆, 左轴) 及增速 (右轴) .....	19
图 31: 全球主要生产企业首款全地形车推出时间.....	20
图 32: 2018 年全球 ATV 市场份额.....	20
图 33: 2018 年全球 UTV 市场份额 .....	20
图 34: 2019-2022 年中国主要企业全地形车出口量及出口额占比情况 .....	21
图 35: 2014-2022 年春风动力全地形车出口额及占比情况 .....	21
图 36: 2014-2022 年中国全地形车出口量 (万辆) 及增速情况占比情况 .....	21
图 37: 2014-2022 年中国全地形车出口额 (亿美元) 及增速情况 .....	21
图 38: 春风动力历年有效专利获得 (项) 情况 (截至 2023 年 4 月末) .....	22
图 39: 春风动力历年研发支出 (万元) 及研发费率.....	22
图 40: 春风动力境外销售管理体制.....	25

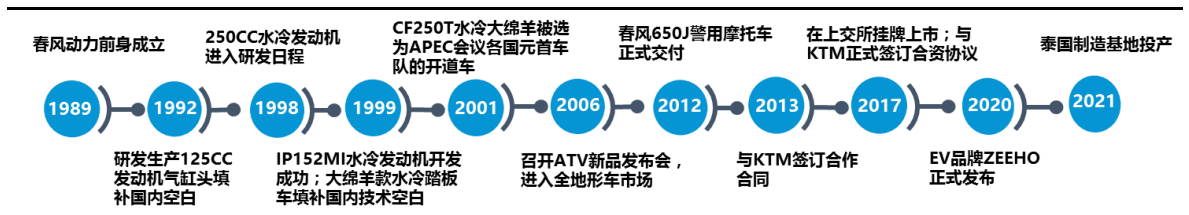
表 1: 春风动力历年股权激励计划.....	5
表 2: 春风动力 2022 年股权激励计划概况.....	6
表 3: 新国标明确电摩定义及生产标准.....	9
表 4: 部分城市摩托车牌照政策梳理.....	10
表 5: 部分地区禁摩令加严.....	11
表 6: 部分地区禁摩令松动.....	11
表 7: 摩托车年检政策梳理.....	12
表 8: 全地形车进口欧美技术法规要求.....	23
表 9: 春风动力全地形车美国官网产品及价格情况.....	23
表 10: 春风动力、北极星全地形车产品性能对比.....	24
表 11: 春风动力及北极星渠道对比情况.....	25
表 12: 盈利预测关键假设.....	25
表 13: 春风动力可比公司估值表 (2023 年 7 月 3 日) .....	26

## 1. 专业高端动力运动装备品牌，经营稳健

### 1.1. 全地形车/大排量摩托车领先企业，激励制度完善

春风动力为全地形车/大排量摩托车行业领先企业。公司成立于1989年，专注水冷动力技术研发，2006年切入全地形车市场，形成以全地形车、摩托车及后市场用品的研发、制造和销售为主的业务体系。2014年公司成为中国国宾护卫专用摩托车指定生产商，2017年正式于上交所上市。2020年发布电摩品牌极核 ZEEHO，产品线进一步完善。

图1：春风动力发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司自上市之后进行多次股权激励，覆盖多数员工。公司自2018年起累计实行5次股权激励计划。2022年12月22日开展的股权激励计划向544名公司核心管理人员、核心技术（业务）人员授予股票期权106.02万份。考核标准方面，公司层面2022年营业收入不低于98.27亿元，2022年、2023年累计营业收入不低于206.75亿元（2022年实际营业收入为113.78亿元，即2023年营收目标为92.97亿元）。

表1：春风动力历年股权激励计划

公告时间	股票期权数量 (万股)	行权价 (元/股)	激励对象	人数
2018年3月	126.30	11.91	公司董事、高级管理人员及其他核心员工	215
2019年5月	287.40	23.33	公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员	322
2019年12月	50.10	28.00	公司高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员	68
2021年12月	251.60	121.09	公司核心管理人员及核心技术（业务）人员	749
2022年12月	106.02	112.90	公司（含子公司）核心管理人员及核心技术（业务）人员，不含春风动力董事、高级管理人员	544

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 春风动力 2022 年股权激励计划概况

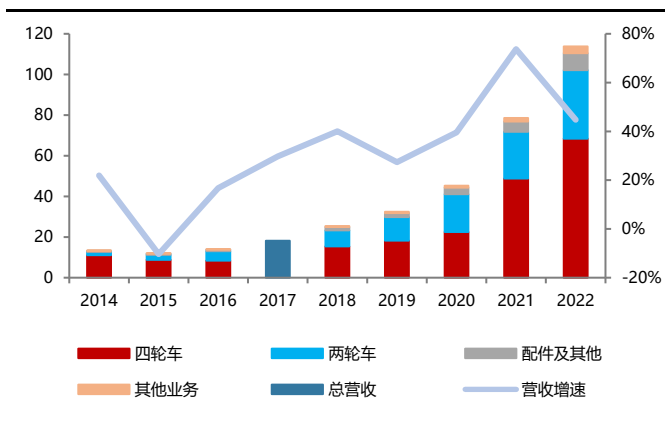
		第一个行权期	第二个行权期
行权比例		50%	50%
考核标准	公司	2022 年营业收入 $\geq$ 98.27 亿元	2022 年、2023 年营业收入累计 $\geq$ 206.75 亿元
	个人	根据公司的绩效考核相关制度实施, 在公司业绩目标达成的前提下, 上一年度个人绩效考核评价结果为“合格”, 则对应考核当年可行权; “不合格”则不得行权	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 1.2. 收入稳健增长, 盈利能力持续改善

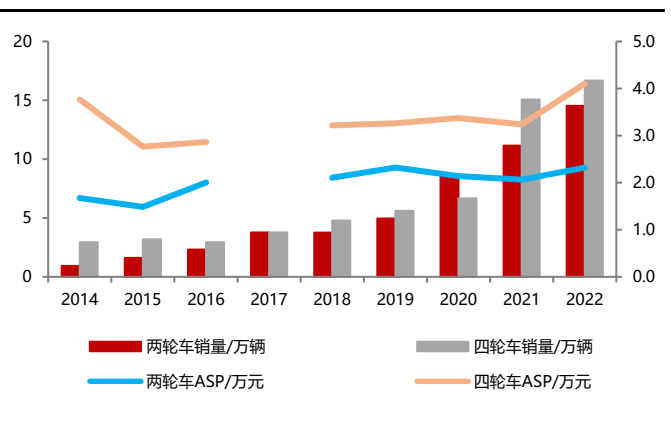
公司主要产品销量均处快速增长期。四轮车/两轮车 2019-2022 年销量增长 CAGR 分别为 43.82%/43.09%, 其中全地形车 2021 年由于行业高景气+春风经销渠道数量增加, 销量实现翻倍增长; 两轮车行业增速较为稳健。2022 年公司 ASP 实现显著增长。四轮车/两轮车 ASP 在产品结构持续改善下 2022 年均实现显著增长, 单车售价分别为 4.1/2.3 万元。量价齐升推动公司 2022 年营收实现 113.78 亿元, 同比+44.73%。

图2: 公司营收 (左轴/亿元) 及增速 (右轴/%) 情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

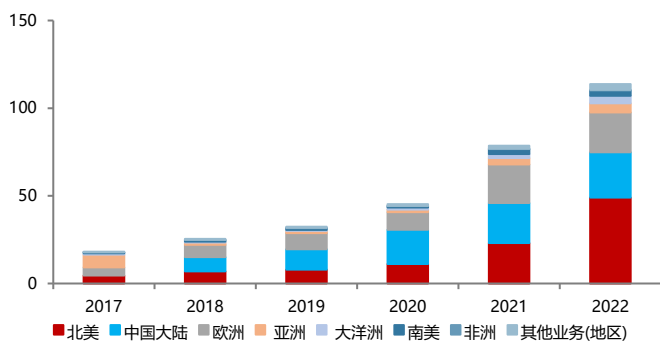
图3: 公司分业务销量 (左轴/万辆) 及 ASP (右轴/万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

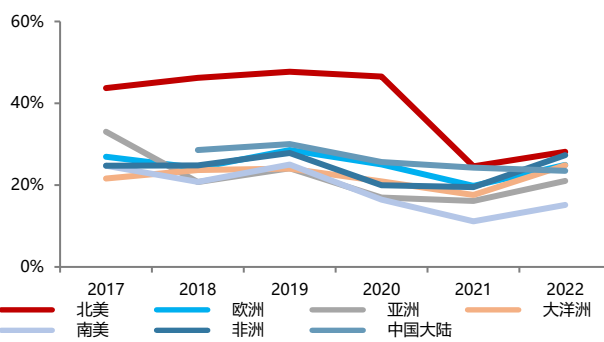
公司出口业务占比较高, 2022 年国外营收占比达 74.36%, 主要出口地区为欧洲和北美等发达地区, 因此汇率、关税、海运费等均会对公司盈利能力产生显著影响。1) 全地形车: 公司全地形车以出口欧洲和北美市场为主, 2022 年公司全地形车出口额占国内同类产品出口额 74.28%, 稳居领先地位。2) 两轮车: 从以国内为主向深耕国内与拓展海外并重转变, 并在产品谱系补齐和品牌力提升的基础上于 2022 年重新进入北美市场, 打开全球化新格局。

图4: 春风动力分地区营收情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

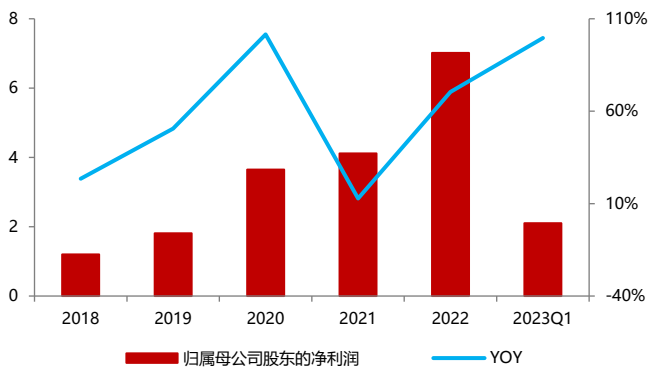
图5: 春风动力分地区毛利率情况 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

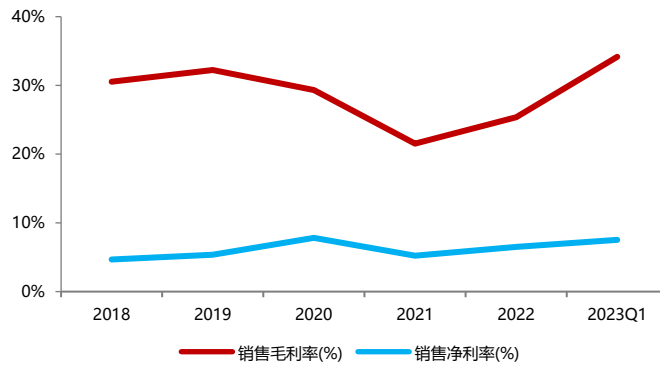
2022/2023Q1 公司毛利率/净利率均处于持续改善中, 主要原因为营收端量&ASP 双增+运价持续走低+人民币兑美元汇率整体走低。公司出口业务占比较高, 2022 年运费持续走低 (以 CCFI 综合指数为海运费数据参考) 同时以人民币计美元汇率处于上行阶段, 公司在自身产品结构显著改善 (U/Z 系列销量占比提升) 基础上充分受益于运价及汇率变动, 盈利能力得到显著改善。

图6: 公司归母净利润 (亿元/左轴) 及同比增速 (%/右轴)



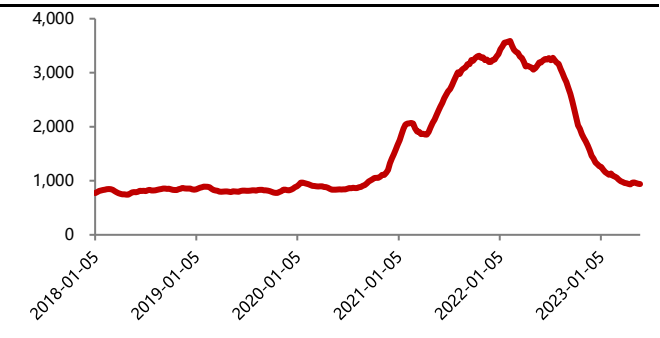
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 公司销售毛利率/净利率情况 (%)



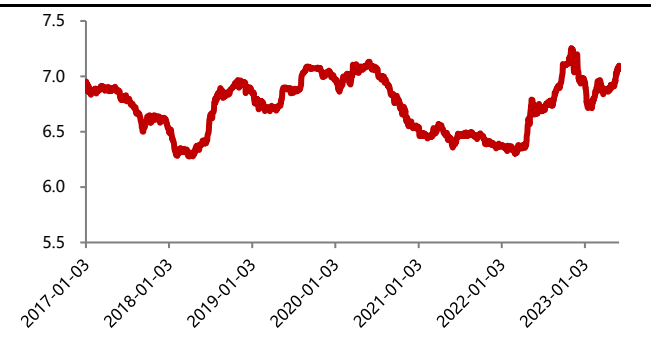
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 中国出口集装箱运价指数变动情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图9: 美元兑人民币汇率变化情况



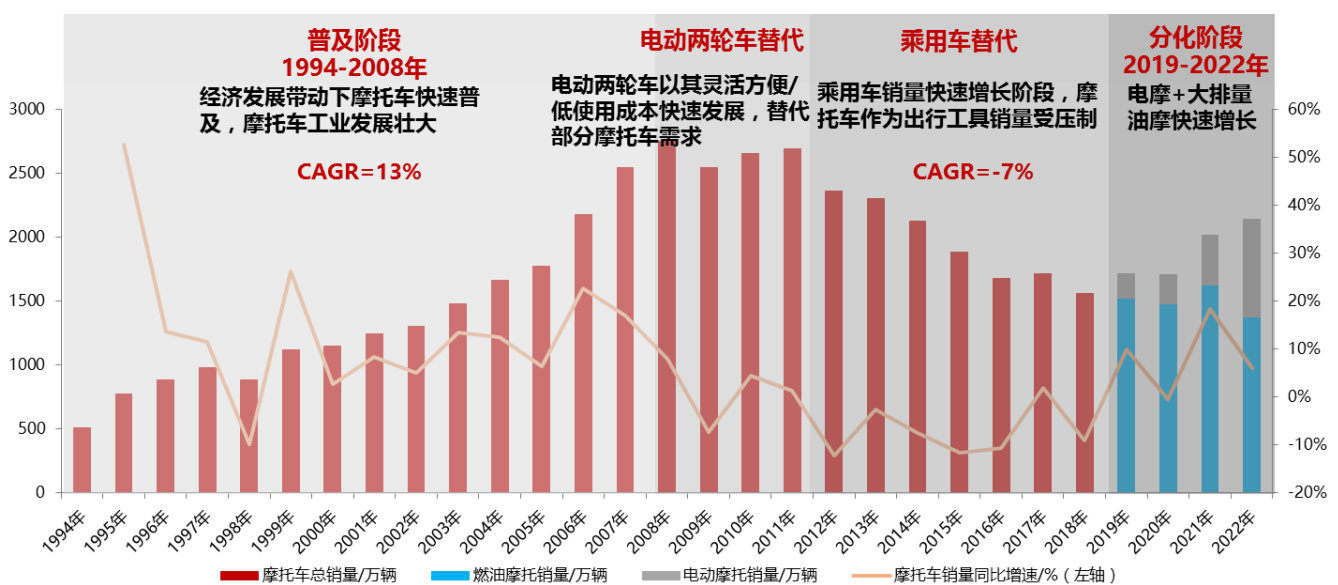
数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 2. 摩托车：市场空间广阔，公司布局完善品牌力强劲

### 2.1. 行业：大排量摩托车市场空间广阔

2019 年之前摩托车作为出行工具经历快速普及+被电动两轮车&乘用车替换的下行阶段。上世纪 90 年代以来中国摩托车工业快速发展，2008 年达到年度销量高峰 2750 万辆。随着禁摩令等政策限制+电动两轮车满足多年龄段人群短途出行需求+经济快速发展下乘用车快速普及满足人群中长途出行需求，自 2012 年起摩托车年销量逐年递减至 1500 万辆。

图10：中国摩托车销量（左轴/万辆）及同比增速（右轴/%）情况



数据来源：wind，中国摩托车商会，东吴证券研究所

2019 年后电摩+玩乐型大排量摩托车快速增长。2019 年新国标明确电动摩托车定义及行业标准，电摩进入规范发展期，销量快速增长；同时以休闲娱乐为主要目的 250cc 及以上排量摩托车增速明显。

1) 新国标带来电摩高增长。2019 年电动自行车新国标正式实施，正式将电动两轮车分类为电动自行车、电动轻便摩托车和电动摩托车，并需获得生产资质和产品资质后方可生产销售。明确电动自行车与电动摩托车的界限及生产要求，在规范性行业标准下企业有意愿加大投入进行产品研发和投放，电摩销量迅速增长，核心玩家为雅迪等。

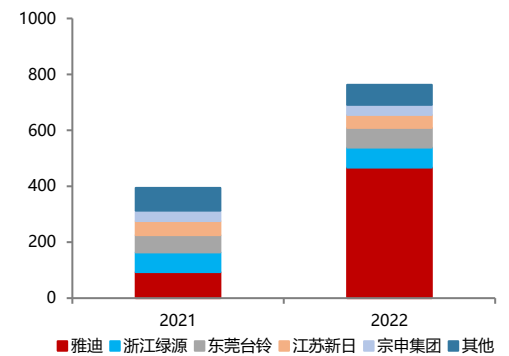


表3: 新国标明确电摩定义及生产标准

车型	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
整车质量	≤55kg	可以≥55kg	可以≥55kg
最高车速	≤25km/h	≤50km/h	>50km/h
电池电压	≤48V	无限制	无限制
电机功率	≤400W	≤4kw	>4kW
是否载人	部分城市允许载12岁以下儿童	不能载人	可载一名成人
产品属性	非机动车	机动车	机动车
脚踏骑行	必须具有	不具有	不具有
产品管理	3C认证	3C认证及工信部的目录公告	3C认证及工信部的目录公告
执行标准	《电动自行车安全技术规范》强制性标准	《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准	《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准

数据来源: 工信部, 摩托车商会, 东吴证券研究所

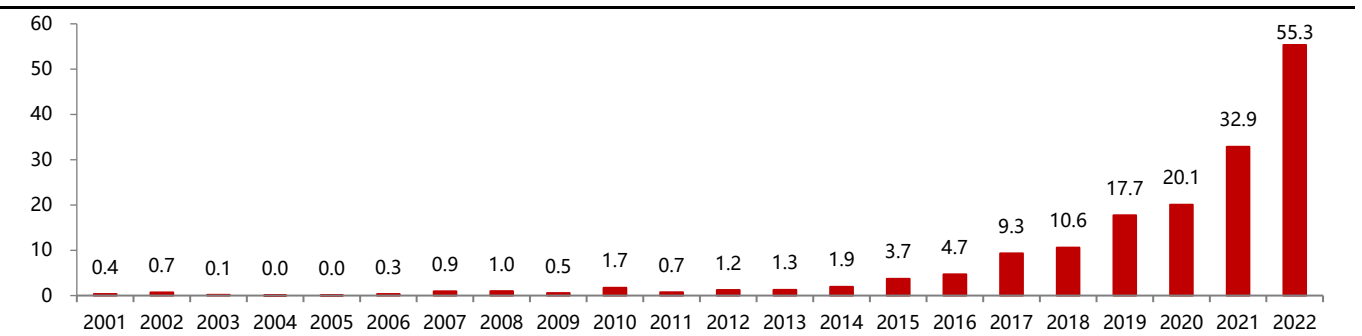
图11: 电动摩托车分车企销量/万辆



数据来源: 工信部, 摩托车商会, 东吴证券研究所

2) 大排量摩托车受益于悦己消费兴起。中、大排量摩托车销量快速增长, 250cc 以上摩托车 2022 年销量为 55.3 万辆, 同比+68%。

图12: 中国 250cc 以上摩托车销量/万辆



数据来源: 中国摩托车商会, 东吴证券研究所

### 2.1.1 政策: 无显著松动, 非大排量摩托车高增主因

牌照政策仍然管控较严, 一线城市牌照成本高。北京京 A、上海、南京牌照已停发, 需通过个人过户获得, 交易成本高, 上海黄浦 A 牌 2023 年 4 月平均交易价格约为 65 万元 (参考价格); 广州、福州、宁波等地上牌对户籍所在地有详细要求, 摩托车牌照政策无明显松动迹象。

表4：部分城市摩托车牌照政策梳理

城市	摩托车上牌规定
上海	由于上海不再发放沪 A(黄牌)、沪 B(黄牌)、沪 C(黄牌)、沪 A(蓝牌)、岛牌 沪 CR/DR/ER(黄牌, 只能在崇明开)摩托车牌照, 以上牌照只能通过个人过户(购买)获得
北京	京 A 牌照摩托车已停发, 仅能通过收回报废车辆车牌、拍卖或交易等手段获得 京 B 牌照: 持有北京市远郊区或外省市户口的个人可以办理“京 B”牌照摩托车的注册登记。
广州	1991 年 10 月起, 广州市区摩托车限量发证, 每月 500 副; 1995 年起, 市区不准新的摩托车入户, 只能报废更新和一次套牌; 1998 年 3 月, 全面停止核发市区(旧 8 区)摩托车号牌 目前只有户口在从化区、增城区的居民能上粤 A 摩托车牌; 买车后申请临时车牌再到户口所在地车管所上牌即可
天津	摇号/竞价 (1w 起)
南京	从 1995 年起, 南京就对摩托车实行限牌, 每年由政府部门对外拍卖, 数量有限。1999 年政府最后一次对外拍卖摩托车车牌, 此后摩托车牌数量没增加。2021 年以后, 南京车管所相关系统升级, 黄牌市区牌照转手只能转让上牌资格, 车牌号必须重新摇号。
苏州	户口在禁摩区外, 有摩托车驾照, 以前名下无摩托车
杭州	主城区不能上牌, 萧山区、临平区、富阳区、余杭区可上牌
宁波	本地户口/外省市居住证在禁摩区外
重庆	保险生效后去车管所验车后登记选号, 3 个工作日后领取车牌 (基本无限制)
合肥	市区不办理摩托车过户及牌照事宜, 四县一市 (长丰、肥东、肥西、庐江县-巢湖市) 可以正常办理上牌
哈尔滨	哈尔滨本地停止摩托车上牌, 黑 A 摩托牌照只能买, 价格 1.5w-3w+不等(2021 年数据) 全市每年登记黑 A 摩托车牌照数量限定在 300 辆以内 (哈尔滨市人民政府关于印发哈尔滨市摩托车总量控制办法的通知)
福州	福州市区户口不能上牌

数据来源: 各地政府官网, 东吴证券研究所

**路权政策整体趋严。**禁止或限制摩托车上路行驶的禁摩令政策在各城市中较为普遍, 梳理各地禁摩令政策近期变化可知目前各地对摩托车路权态度分化。但在路权政策层面整体趋严。1) 部分地区加大禁摩区域&上路牌照要求: 例如北京地区摩托车限行时间、区域均增加; 广州新增禁止外市摩托车上路政策; 深圳限摩范围扩大到 7 个区。2) 部分地区禁摩令松动: 例如西安于 2017 年解除禁摩令; 呼和浩特 2022 年增加辅道摩托车可通行政策等。

表5: 部分地区禁摩令加严

政策颁布时间	地点	文件名	相关政策
2021/1/29	武汉	交管部门重申: 武汉中心城区全天禁摩	武汉市中心城区全天禁止摩托车通行, 违者将被处以罚款200元、计3分的行政处罚。
2021/5/9	北京	关于对摩托车采取交通管理措施的公告	一、以下道路全天禁止摩托车行驶: 长安街及其延长线(五棵松桥至四惠桥)、广场东侧路、广场西侧路、人大大会堂西路、府右街、南长街、北长街、南池子大街、北池子大街。西四东大街、西安门大街(西四南大街至西什库大街)、西黄城根北街、西黄城根南街。 二、四环路(不含辅路)以内道路全天禁止京B号牌摩托车行驶。
2021/10/18	福州	福州市公安局交通管理局关于南三环路辅路部分道路禁止摩托车通行的通告	从2021年10月25日起, 对南三环路辅路(西起南三环路辅路福峡路口, 东至南三环路辅路与村道黄下线路口)实行交通管制, 禁止摩托车通行。
2021/12/27	天津	天津市公安局关于确定摩托车禁止通行区域的通告	禁止摩托车在外环线以内道路(不含外环线)通行, 但执行任务的军用、警用、消防救援等特种摩托车除外。
2022/1/22	广州	广州市人民政府关于继续实施限制摩托车行驶措施的公告	新增全天禁行区域: 大冈街(石沙公路至黄石西路)、同和路(同泰路至同宝路)、上元岗东头岗一巷、下元岗东大街。
2022/8/15	成都	成都市公安局交通管理局关于摩托车交通秩序管理的通告	禁止三轮摩托车、三轮轻便摩托车以及发动机排量150毫升以上的两轮摩托车(警用、抢险等特种用途摩托车除外)在成都市绕城高速(G4202)以内(含绕城高速)区域的道路上行驶。
2022/12/23	深圳	深圳市公安局交通警察局关于禁止摩托车在部分道路行驶的公告	一、福田、罗湖、南山、盐田、宝安、龙岗、龙华、坪山、光明区内的道路, 除107国道(北起莞深交界处, 南至新桥立交)、坪山大道(东起惠深交界处, 西至白石路)以外, 其他所有道路每日0时至24时禁止摩托车行驶。 二、大鹏新区内的道路, 除坪西路、鹏飞路、葵鹏路、南西路、海滨路、同富路、坪葵路、盐葵路以外, 其他所有道路每日0时至24时禁止摩托车行驶。

数据来源: 各地政府官网, 东吴证券研究所

表6: 部分地区禁摩令松动

时间	地点	文件名	相关政策
2017/11/28	西安	西安市人民政府关于规范性文件清理结果的决定	宣布2009年5月27日发布的《西安市人民政府关于加强道路交通秩序综合治理的通告》在内的市政府及市政府办公厅规范性文件目录(91件)失效
2022/8/9	呼和浩特	呼和浩特市公安局交管支队关于进一步加强摩托车交通管理的通告	以往二轮摩托车、三轮摩托车禁止驶入快速路主道辅道及快速路以内市区道路。此次调整为快速路、高架路主路以及机场路主路禁行, 这就意味着上述道路的辅道摩托车可以通行。以往

二环路以内的城区道路以及二环路以外车流较大的部分道路摩托车禁行，此次调整为 20 条主干道禁止摩托车通行。

数据来源：各地政府官网，东吴证券研究所

**2019 年起摩托车年检政策放宽。**摩托车年检从 4 年以内每两年检验一次+4 年后一年一验，变为对注册登记 6 年以内的摩托车免于到检验机构检验，优化存量摩托车使用人群的使用便捷程度。

表7：摩托车年检政策梳理

时间	年检政策规定	具体规定
2005/8/23	中华人民共和国道路交通安全法实施条例	摩托车 4 年以内每 2 年检验 1 次；超过 4 年的，每年检验 1 次。
		实行摩托车 <b>全国通检和 6 年免检</b> 。申请人可以在全国范围内任一地直接检验摩托车，申领检验合格标志，无需办理委托检验手续。注册登记 6 年以内的摩托车免于到检验机构检验，需要定期检验时，机动车所有人可以直接到公安交管部门申领检验标志。
2019/4/10	公安部推出 10 项公安交管“放管服”改革新举措	公安部进一步扩大机动车全国“通检”范围，推行摩托车跨省异地检验，同时推行注册登记 6 年以内的摩托车免于检验，切实方便群众驾驶摩托车出行。 实行 <b>摩托车跨省异地检验</b> ，申请人可以在摩托车使用地直接检验，申领检验合格标志，无需办理委托检验手续，方便群众就近检验。同时实行 <b>新登记摩托车免于检验</b> ，对新注册登记 6 年以内的摩托车，车主仅需在第 2 年、第 4 年、第 5 年分别按期领取。对注册登记超过 6 年（含 6 年）的，仍按规定每年检验 1 次。

数据来源：各地政府官网，东吴证券研究所

### 2.1.2 产品属性：悦己+社交兼备的摩托车文化促进行业高增

**消费分级下摩托车文化兴起。**中大排量摩托车操纵感+掌控感相较其他出行工具而言更为出色，摩托车作为娱乐工具也具有较强社交属性，大排量摩托车高速增长主因或为悦己消费兴起，娱乐属性加强。1) **中大排量摩托车为典型悦己消费。**根据《2018 年中国消费趋势报告》，中国消费者具有十分强烈的对于自我革新和变化的需求，更愿在最大能力范围内取悦自我，多元化、个性化的悦己型消费兴起，推动多个消费市场的结构化升级。中大排量摩托车操纵感+掌控感相较其他出行工具而言更为出色，同时准入门槛远低于赛车，代表冒险与反叛精神，成为追求刺激、缓解压力的悦己消费类型之一。2) **摩托车作为娱乐工具也具有较强社交属性。**各地摩托车俱乐部汇集摩托车爱好者组织出行等活动，形成圈层文化。截至 2023 年 4 月微博#摩托车#话题阅读次数累计 23.7

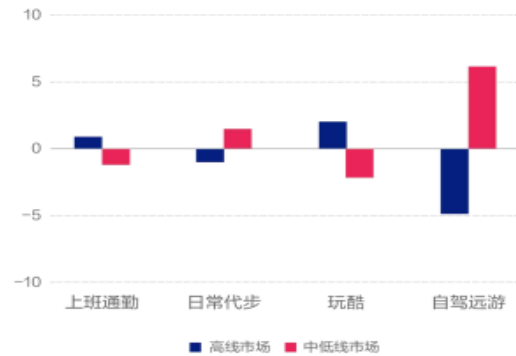
亿，讨论次数累计 61.9 万。

图13：摩托车俱乐部



数据来源：有驾网，东吴证券研究所

图14：京东调研不同市场用户购买摩托车用途（TGI 指数）

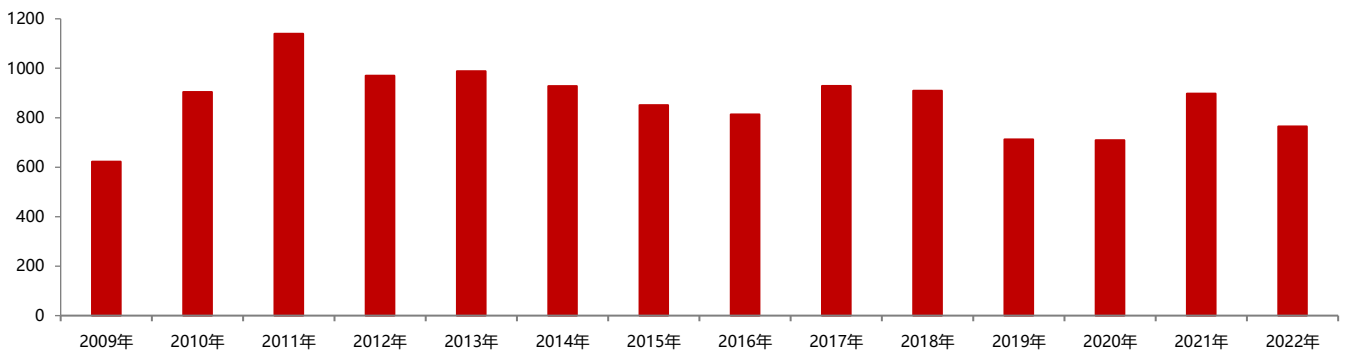


数据来源：2021 京东 Z 世代汽车消费趋势报告，东吴证券研究所

### 2.1.3 出口：大排量摩托车出口贡献重要行业增量

中国摩托车年出口量保持在 800 万辆上下波动，未有显著增长，其中以 250cc 以下车型出口为主，2022 年中大排量占出口比重为 1.9%，趋势上看大排量摩托车出口占比处于持续提升中。

图15：中国摩托车出口量（万辆）



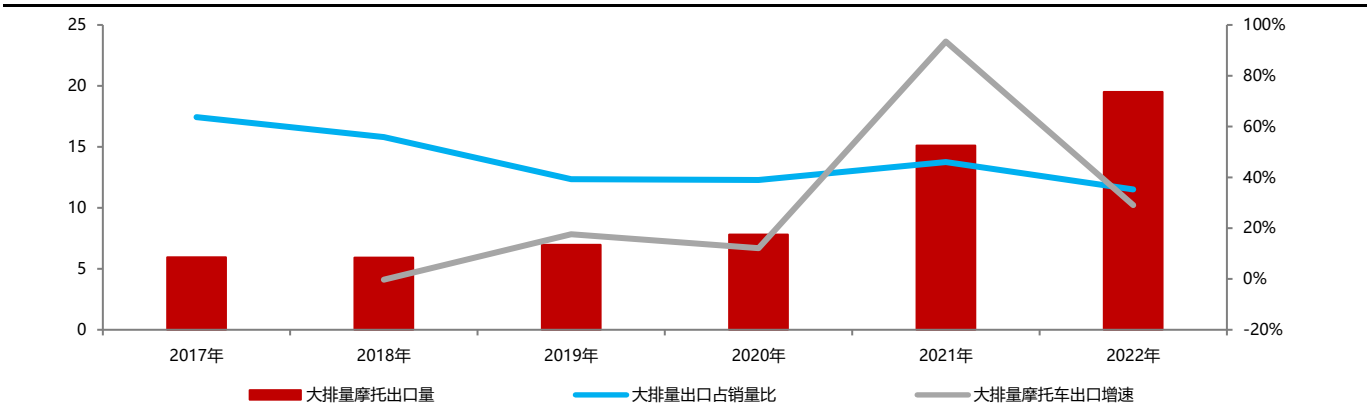
数据来源：摩托车商会，海关统计数据平台，春风动力招股说明书，东吴证券研究所

注：2009 年以来出口总量数据来自摩托车商会，2017 年以来分排量结构出口数据来自海关统计，因此总量存在差异原因为数据口径不同

大排量摩托车出口占大排量摩托车全行业销量比例为 35%-40%，贡献重要增量。全球中大排量摩托车消费市场主要集中在北美和欧洲，当地市场具有成熟的摩托车文化

及摩托车品牌，整体准入门槛较高。春风动力等国内摩托车品牌通过持续拓展海外经销渠道，挖掘优质客户资源，外销两轮车业务实现高速发展。

图16：中国大排量摩托车出口量（万辆）

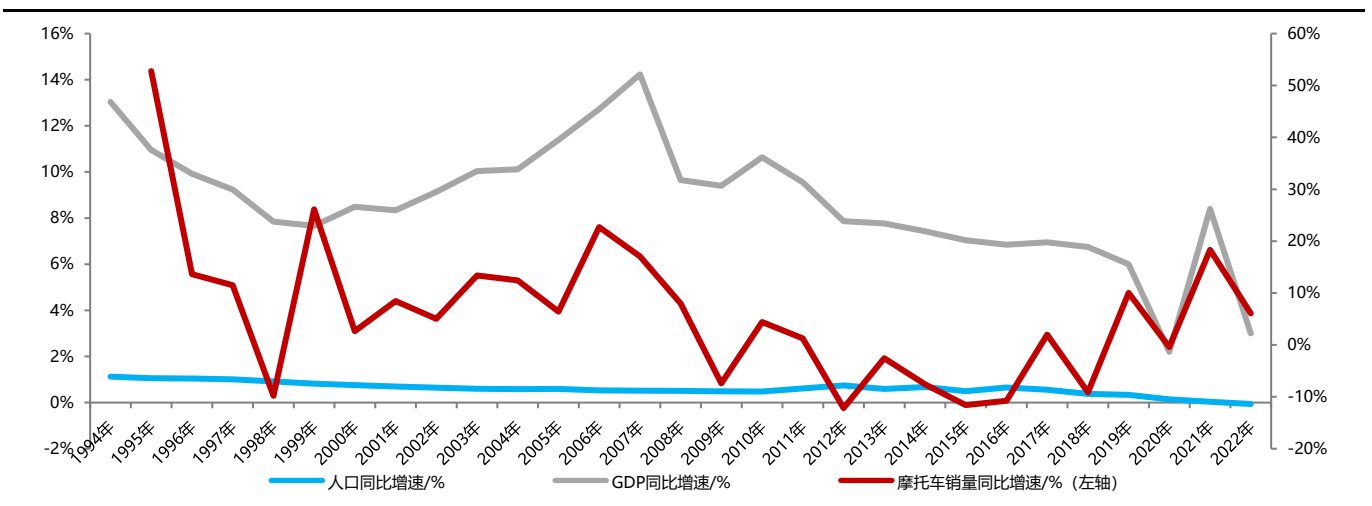


数据来源：海关统计数据平台，东吴证券研究所

### 2.1.4 行业空间：与 GDP 增速关联度较高，空间依旧广阔

摩托车产品属性与乘用车相近，尤其对大排量摩托车而言有一定的技术壁垒（发动机、车架、焊接工艺、外观板件、止震垫等）同时具有较强消费品属性，品牌力可带来显著溢价。行业销量增速变化与 GDP 增速变化关联度较高。

图17：摩托车销量增速（左轴/%）及中国 GDP/人口同比增速对比（右轴/%）

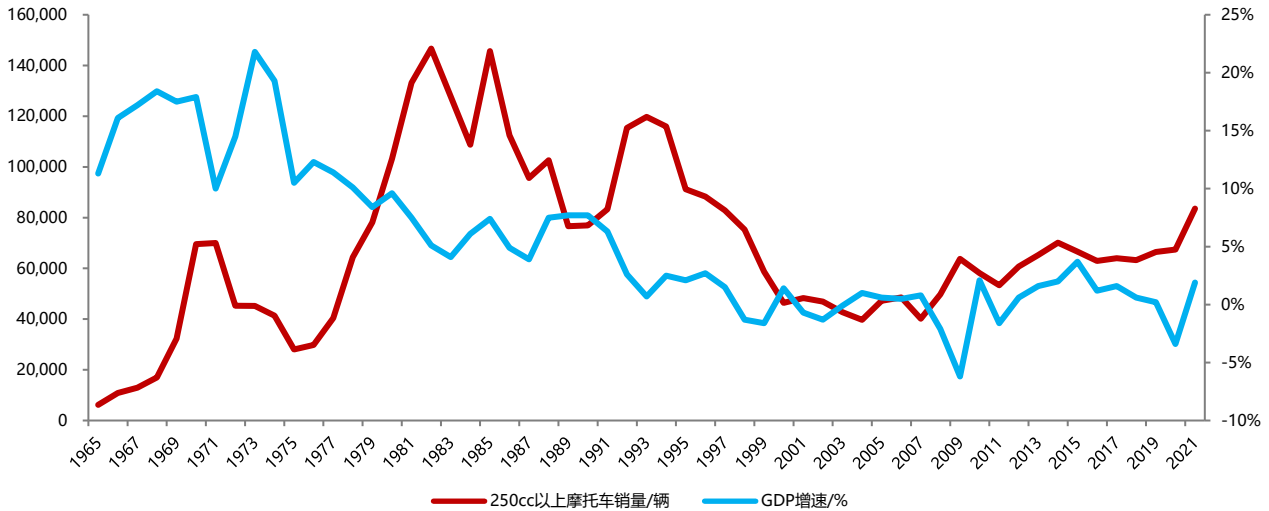


数据来源：wind，摩托车商会，东吴证券研究所

通过对于中国市场大排量摩托车总量复盘&驱动因素分析，可知大排量摩托车核心为娱乐工具，因此判断行业总量核心因素在于社会消费能力即社会经济发展水平。以摩

摩托车成熟市场日本为参考，20 世纪 80/90 年代日本平均 GDP 增速分别为 6.4%/2.3%，对应年度平均每万人均消费大排量摩托车分别为 9.6/7.3 辆，而我国近十年 GDP 平均增速为 6.2%，对应年度平均每万人均消费大排量摩托车销量为 0.62 辆，行业空间依旧广阔。

图18：日本大排量摩托车销量（左轴/万辆）及 GDP 增速（右轴/%）

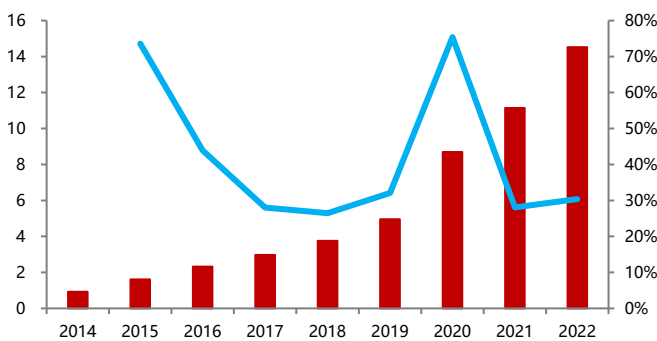


数据来源：wind, statista, 东吴证券研究所

## 2.2. 公司：产品谱系完善，品牌力强劲

公司深耕消费型摩托车市场，产品谱系和排量段不断完善。2022 年公司在大排量摩托车行业中的市占率为 10.28%， $\geq 250\text{CC}$  跨骑式摩托车销量长期位列行业前三。现有在售车型约 28 款（包括同款车型不同配置），涵盖 125cc-1250cc 全排量，价格带分布为 0.9-10.0 万元。产品整体以中高端、运动、竞技、休闲为定位，覆盖街车、巡航、摩旅等细分市场，代表性车型有 250SR、450SR、650TR-G、800MT 等产品。2023 年为产品大年，公司在中低高三个排量段均积极发布新品，包括 MINI 系列 XO 狒狒赛车手、大排量街车 800NK 等，继续打开市场空间。

图19：春风摩托车销量/万辆及同比增速



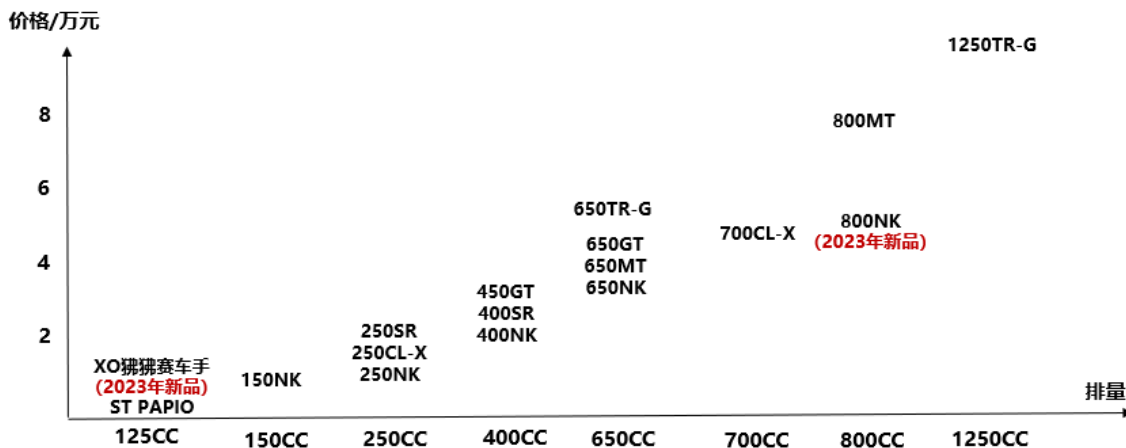
数据来源：有驾网, 东吴证券研究所

图20：春风 250SR 车型



数据来源：公司官网, 东吴证券研究所

图21：春风动力在售摩托车车型统计



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

春风自 2014 年起成为中国国宾护卫专用摩托车指定生产商，品牌力日益增强。凭借优秀的技术参数和性能要求，公司 CF650G 摩托车成为中国恢复来访国宾车队摩托车护卫制度以来指定用车，已参与执行多场阅兵庆典、外交护卫、APEC 会议、G20 峰会、9.3 大阅兵等护卫任务。2023 年国宾护卫队启用新款国宾车春风 1250TR-G，产品升级进一步提升品牌形象。

图22：春风动力部分公务车型



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图23：春风车型参与国宾护卫任务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所



### 3. 全地形车：出口导向，研发/产品/渠道布局完善

#### 3.1. 行业：中国企业出口为主，行业总量核心关注北美消费能力

##### 3.1.1 产品定义：休闲娱乐导向显著，个人消费为主

全地形车是一种被设计用于非高速公路行驶的、具有4个或以上低压轮胎且可用在非道路上行驶的轻型车辆。其轮胎宽大并且胎纹独特以增加接地面积、产生更大的摩擦力并降低接地压力，使其能轻松穿越沙滩、河床、林道、溪流等恶劣地形，同时可载送人员或运输物品。目前应用场景包括特殊场地竞赛、户外休闲娱乐、农牧、野外探险、高尔夫、军事行动、救援和应急等。

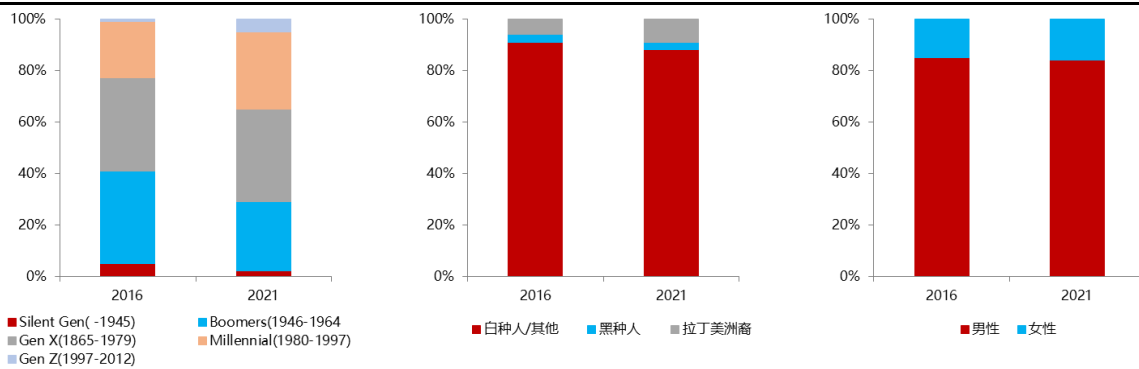
图24：全地形车分类及相关定义

类别	四轮全地形车 (ATV)		多功能全地形车 (UTV)		娱乐用场地车 (Go-Kart)	
形式	车架式		底盘式		框架式	
转向系统	方向把控制		方向盘控制		方向盘控制	
座椅类型	跨骑型座椅		向前乘坐的凹背式座椅		向前乘坐式座椅	
驾驶室	—		全封闭或半封闭		—	
驾乘人数	I型: 1人	II型: 2人, 乘客坐于驾驶者后方	2-6人		I型: 1人	II型: 多人
分类标准及涵盖类型	G类普通型: 一般娱乐/日常生活使用; S类运动型: 供有经验的驾驶者竞技/娱乐使用; U类实用型: 供运输、救援等专门工作; Y类/T类: 供不同年龄段未成年人使用					
	G,S,Y,T	G,S,U	G,S,U		G,S,Y,T	G,S,U
春风动力所售车型	ATV CFORCE系列: G类、S类、Y-6类		UTV UFORCE系列: G类	SSV ZFORCE系列: S类	—	
代表车型	春风动力CFORCE 600 		春风动力UFORCE 1000 	春风动力ZFORCE 950 		

数据来源：《GBT24936-2010 全地形车术语》，公司招股书，公司美国官网，GoKartUSA 官网，东吴证券研究所

个人客户为全地形车消费主导群体，使用用途休闲娱乐导向显著。全地形车消费群体主要分为：1) C端：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；2) B端：商业客户主要包括度假村、运动场、马场、公园、伐木厂等；3) G端：政府客户主要为军队、林业部门、国土安全部门等。北极星公告数据显示，2021年用户画像虽然较2016年更多元化但依旧以白人中青年男性为主。

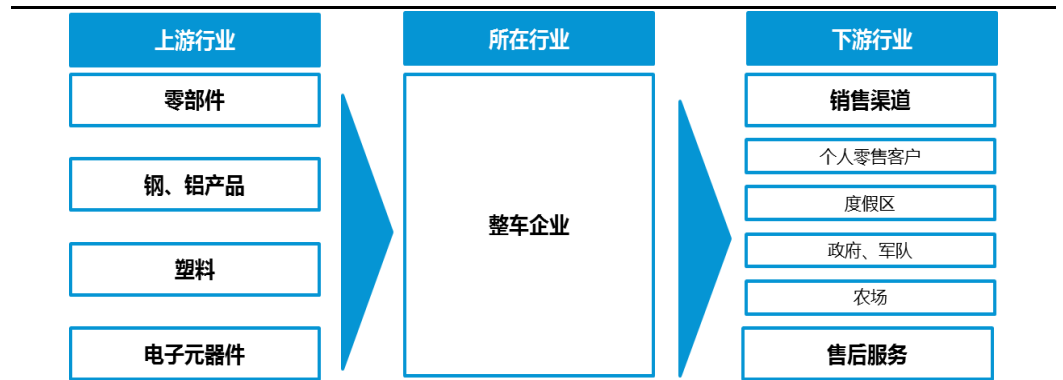
图25：2016年至2021年北美全地形车个人用户画像变化



数据来源：北极星公告，RBC Capital Markets，东吴证券研究所

**全地形车核心技术在于发动机、悬挂系统、制动系统、车架。**1) 发动机：功率、扭矩、加速性能等直接影响全地形车行驶过程中的动力性能及越野性能；2) 悬挂系统：包括弹簧、减震器、悬挂臂等部件，作用在于缓冲吸收路面震动，减少车身晃动，提升车辆抓地能力及稳定性；3) 制动系统：用于控制车速和停车，包括前后轮刹车、手刹和液压制动系统等；4) 车架：保证车身的结构强度及稳定性，通常要求高强度的同时保证轻量化。

图26：全地形车行业产业链

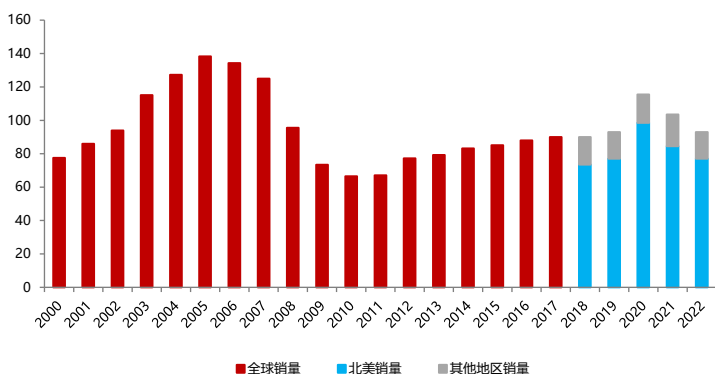


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 3.1.2 行业结构：北美为主要市场，UTV 贡献增量

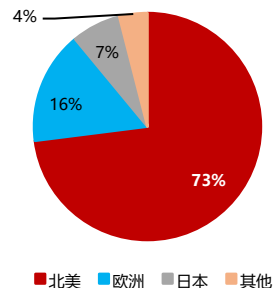
**地区结构方面：人均可支配收入高+追求冒险刺激的文化+地广人稀地形丰富使得北美市场是全球全地形车主要市场，其次是欧洲及日本市场，其余地区市场尚待开发。**1) 北美经济下行及金融危机爆发，全地形车销量由 2005 年 138.3 万台骤减至 2010 年 66.5 万台；2011 年后随经济逐步复苏，销量恢复至正增长趋势。2) 2020 年疫情导致大型娱乐活动减少、个人家庭休闲替代增加+美国政府疫情期间发放消费补贴，驱动全地形车销量逆势增长。

图27: 2000-2022 年全球全地形车销量 (万辆)



数据来源: 北极星年报, 东吴证券研究所

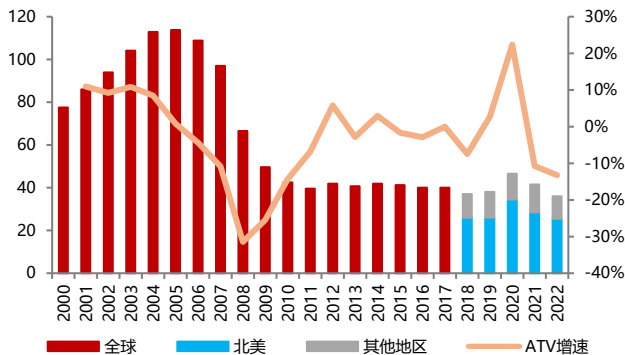
图28: 2015 年全地形车市场分布



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

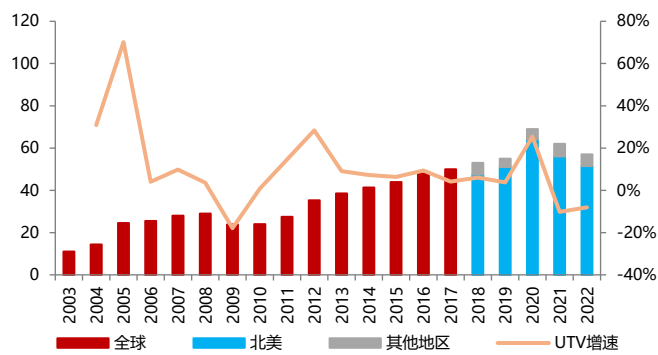
**产品结构方面: UTV 驱动市场增量, ATV 维持稳定。**1) UTV 销量占比提升。2015 年起 UTV 销量超过 ATV 成为主导产品, 2022 年 UTV 销量占比 61.3%; UTV 销量近 5 年 CAGR 1.47%, 近 10 年 CAGR 4.00%, 是全地形车市场增量的主要来源。2) ATV 销量稳定, 市场略有萎缩。近年规模维持在 40 万辆左右, 近 5 年 CAGR-0.55%, 近 10 年 CAGR-1.22%。

图29: 2000-2022 年 ATV (万辆, 左轴) 及增速 (右轴)



数据来源: 北极星年报, 东吴证券研究所

图30: 2000-2022 年 UTV 销量 (万辆, 左轴) 及增速 (右轴)

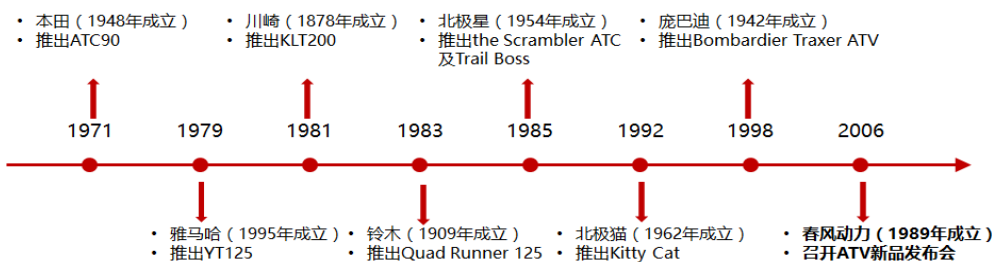


数据来源: 北极星年报, 东吴证券研究所

### 3.1.3 竞争格局: 北美及日系占据主要份额, 中国企业出口导向显著

全地形车行业发展历史相对较短, 初始参与者为日美厂商。1970 年本田在美国推出首款 ATV; 1979 年至 1983 年雅马哈、川崎、铃木等日本生产商先后进入北美 ATV 市场, 抢占市场份额; 1985 年起北极星、北极猫、庞巴迪等北美生产商也陆续进入全地形车行业; 全地形车于 1985 年至 1987 年风靡美国, 并经历了由三轮向四轮的转变, 众多车企的竞争也推动全地形车行业进入快速发展阶段。

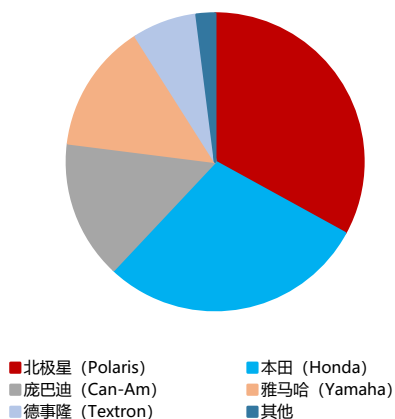
图31：全球主要生产企业首款全地形车推出时间



数据来源：各公司官网，公司招股书，东吴证券研究所

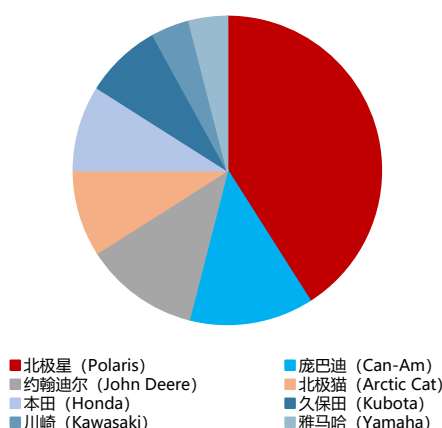
北美及日本等国家的厂商凭借销售渠道、技术、品牌、资金等优势，在国际竞争格局中占据一定的有利地位。2018 年北极星占全球 UTV 市场份额的 41%，占 ATV 市场份额的 33%；ATV 市场主要玩家为北极星、本田、庞巴迪等，市场集中度 CR3 为 77%；UTV 市场主要玩家为北极星、庞巴迪、约翰迪尔等，市场集中度 CR3 为 66%。

图32：2018 年全球 ATV 市场份额



数据来源：statista, 东吴证券研究所

图33：2018 年全球 UTV 市场份额



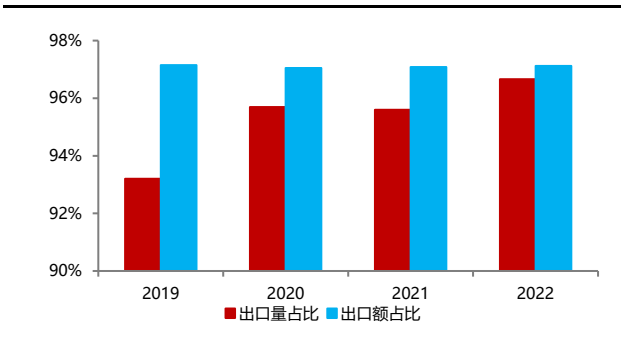
数据来源：statista, 东吴证券研究所

我国全地形车行业起步较晚。上世纪 90 年代初期产品基本以小排量全地形车为主，参与企业规模、技术能力参差不齐；2000 年后，部分汽车零部件企业、摩托车企业进入行业加剧竞争。2005 年至 2008 年，为规范行业发展，多部门陆续出台规范政策，并开始对整车及配件生产企业实施车辆识别代号管理，对全地形车实施出口许可证管理制度，同时随着 2008 年金融危机及美国新消费品改进法案的实施，国内生产企业加速出清，产业集中度进一步加强。

我国全地形车行业集中度高，出口导向显著且保持高增速扩张，国内市场需求尚待开发。2022 年春风动力、涛涛车业、重庆润通、林海动力、华洋赛车 5 家生产商出口量

/出口额分别占我国全行业的 96.66%/97.12%。春风动力 2014 年至 2022 年公司全地形车出口额占国内同类产品出口额之比维持在 70%左右，多年蝉联出口金额排名第一。以北极星年报公布的全球全地形车销量测算公司市占率，2014 年公司市占率仅 3.54%，2022 年已达 17.93%。

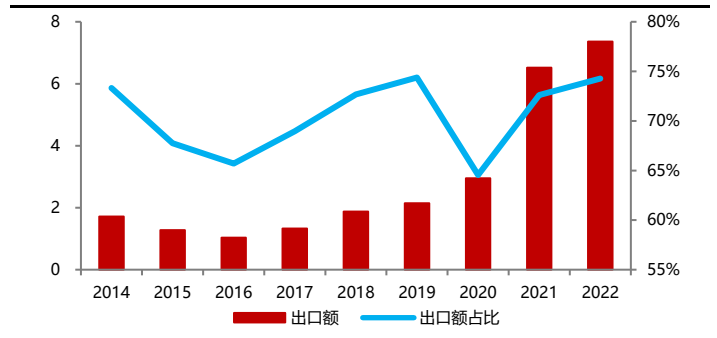
图34：2019-2022 年中国主要企业全地形车出口量及出口额占比情况



数据来源：statista, 东吴证券研究所

注：19 年为春风动力、润通动力、林海股份；20、21 年为春风动力、涛涛车业/集团、重庆润通、林海动力；22 年为春风动力、涛涛车业、重庆润通、林海动力、华洋赛车

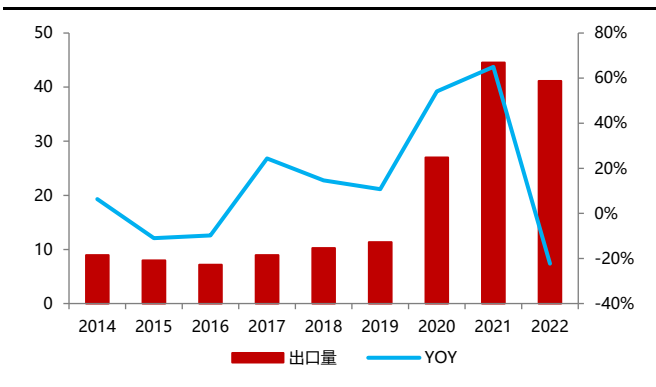
图35：2014-2022 年春风动力全地形车出口额及占比情况



数据来源：statista, 东吴证券研究所

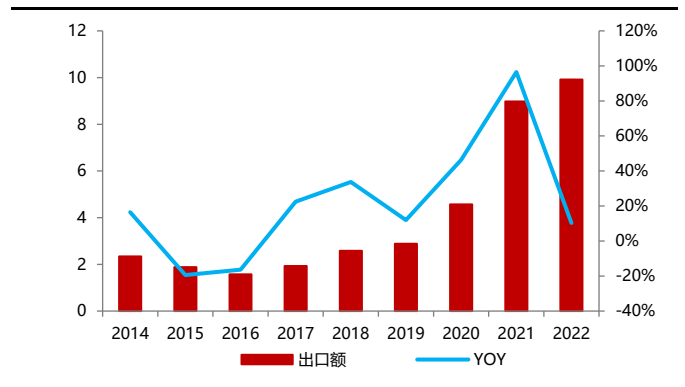
中国全国全地形车销量已由 2010 年的 8.08 万台增至 2022 年的 41.44 万台，复合增长率达 13.40%。中国全地形车行业超 90%均以出口形式销售；2022 年，我国全地形车销量 41.44 万台，其中内销仅约 3 千台，国内需求对比发达国家仍较小众。

图36：2014-2022 年中国全地形车出口量（万辆）及增速情况占比情况



数据来源：公司招股书，公司年报，东吴证券研究所

图37：2014-2022 年中国全地形车出口额（亿美元）及增速情况



数据来源：公司招股书，公司年报，东吴证券研究所

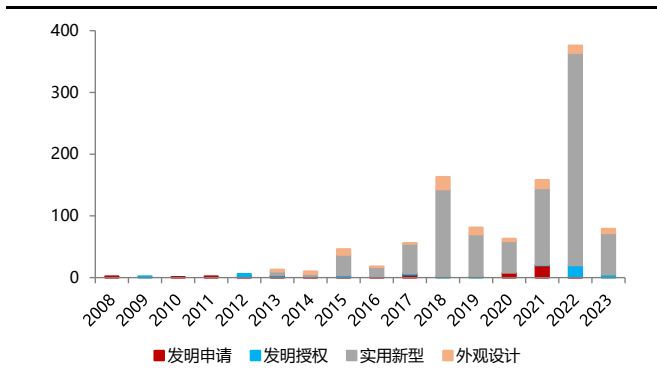
### 3.2. 公司：技术+渠道基础较好，产品优势明显

#### 3.2.1 注重自主研发，掌握核心技术

公司自主掌握全地形车发动机、车架等核心部件技术。1) 发动机：公司掌握高效水冷四冲程发动机制造技术，生产产品排放水平满足且优于国 IV、欧 IV 标准以及 EPA 等法规要求，动力性能最高可达 82kW/L、发动机最大排量达到 1250cc；同时实现高燃烧效率，低发动机油耗和低排放污染物。2) 车架：公司所有产品均采用自主设计制造的车架平台；第三代 ATV、SSV 车架平台的稳定性、结构强度、轻量化、舒适性等已接近国外先进水平。制造方面采用冷金属过渡焊接、薄板薄管材料焊接、激光切割等集成加工等技术，并引入高效高精度数控激光设备及数控弯管设备，实现管件加工的高精度、高强度、高效率及高良品率。同时相关技术与摩托车业务共通，可与摩托车业务共摊研发成本。

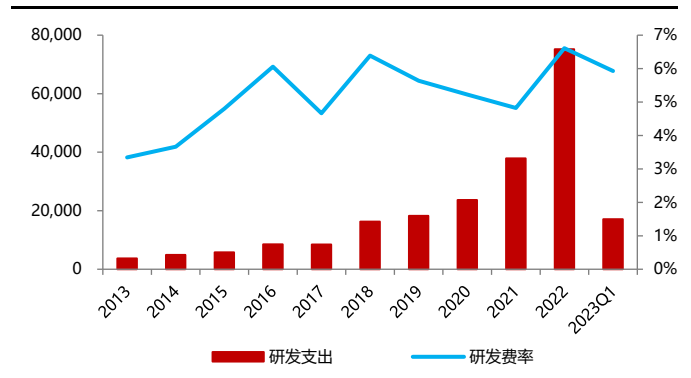
注重自主研发，专利成果丰富。公司参与过 13 项国家标准制定，截至 2022 年末已获有效授权的专利 1080 项（境内 948 项、境外专利 132 项），其中发明专利 67 项、实用新型专利 838 项、外观设计专利 175 项，部分产品荣获浙江省科学技术成果、国内首台（套）重大技术装配及关键零部件产品等荣誉。

图38：春风动力历年有效专利获得（项）情况（截至2023年4月末）



数据来源：企知道，东吴证券研究所

图39：春风动力历年研发支出（万元）及研发费率



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司全地形车产品严格依照输出国环保排放标准、驾乘人员安全保护等要求进行生产，满足输出国国家公告、3C 认证、生产许可证、环保等法律法规要求，突破严格的环保、安全认证壁垒，产品质量有保障。

表8: 全地形车进口欧美技术法规要求

国家/地区	技术法规及要求	备注
欧洲	EN15997-2011全地形车—要求和测试方法	——
	EUNo168/2013关于两轮车及四轮车的型式认证和市场监管	L类车辆须进行机动车车辆认证才能进入欧盟市场；T类车辆必须进行拖拉机车辆认证才能进入欧盟市场。
	BS7407-1991对直接由液体能源驱动，可承受儿童的机动车的规定	英国标准
	E-mark	2002年10月起，凡是进入欧盟市场进行销售的汽车电子电器类产品，必须通过e-mark相关测试认证，以确保行车的安全及环境保护之要求。通过e-mark认证的标贴了e标志，欧盟各国海关才会予以放行，准许进入当地市场。
美国	EPA&CARB认证（40CFRPART1051）	美国环境保护署从2006年1月1日起，要求美国车辆制造商/进口商必须向美国环境保护署申请认证，产品通过认证获得证书并加贴标志后才可销售。美国加利福尼亚州空气资源委员会规定，对于出口到加州的产品，需加办 CARB认证。
	四轮车全地形车美国国家标准ANSI/SVIA1-2010 美国UTV标准ANSI/ROHVA1-2011	——
	2008美国消费品安全改进法案CPSC批准程序	2009年4月13日起，除非全地形车的制造商或分销商需向美国消费品安全委员会递交所经营的全地形车产品的安全行动计划并获得批准，且遵守所批准的安全行动计划和美国标准(ANSI/SVIA 1-2007)的要求，否则该类产品的进口或销售均属于非法。

数据来源：公司招股书，公司年报，涛涛车业招股书，东吴证券研究所

### 3.2.2 产品矩阵精简完善，竞争力强劲

产品矩阵精简完善，物美价廉。公司美国官网 15 款全地形车产品已覆盖 ATV、UTV、SSV 低中高各排量段市场，并于 2022 年推出满足青少年户外运动需求的 YOUTH 系列 CFORCE 110，满足各年龄段消费者休闲、竞技、实用需求。且公司产品价格低于同类别同排量段美日车企的产品价格平均约 1k-3k 美元左右。

表9: 春风动力全地形车美国官网产品及价格情况

大类	类别	排量	产品型号	产品价格（美元）	同类别同排量段 北极星价格（美元）	同类别同排量段 本田价格（美元）	
全地形车	ATV	110CC	CFORCE 110	2799	3599	——	
		400CC	CFORCE 400	5199	6999	——	
		500CC	CFORCE 500	6199	7999	7899-9399	
		600CC	CFORCE 600	7199	9499-12399	9499-9599	
			CFORCE 600 TOURING	7699			
		800CC	CFORCE 800 XC	9199	10699-13599	——	
	1000CC	CFORCE 1000	10999	15499-17799	——		
	SSV	950CC	800CC	ZFORCE 800 TRAIL	12799	——	——
			ZFORCE 950 TRAIL	13999	20099-24599	20099-22199	
			ZFORCE 950 SPORT	14999			
			ZFORCE 950 H.O. SPORT	13999			
			ZFORCE 950 H.O. EX	15499			
	UTV	600CC	600CC	UFORCE 600	10499	11699-34399	11799-13299
			1000CC	UFORCE 1000	12999	17499-27899	17499-21899
				UFORCE 1000 XL	14999		

数据来源：公司美国官网，北极星官网，本田官网，东吴证券研究所

产品同类别同排量段的可比前提下，引擎、轮胎、轮毂、变速箱、悬挂系统、牵引能力等配置均类似的情况下产品价格远低于北极星，性价比更高。

表10：春风动力、北极星全地形车产品性能对比

	春风动力UFORCE 1000	北极星RANGER 1000 XP PREMIUM
价格	\$12999	\$20299
发动机类型/排量/马力	四冲程SOHC V型双缸水冷8气门发动机/963cc/79hp	四冲程DOHC双缸高功率发动机/999cc/82hp
变速系统/传动方式	CVTech自动P/R/N/H/L	自动PVTH/L/N/R/P
驱动系统	二驱/四驱电控转换	高性能适时四驱/两驱/草坪模式
燃油系统	电子燃油喷射	电子燃油喷射
悬挂系统	前后双A独立摇臂	前：双A臂式悬挂/后：双A臂式独立后悬挂
转弯半径mm	4100	4056
制动方式	四轮轮边制动（CBS）+后轮轮边驻车	变速箱P档驻车，液压碟刹前后双活塞卡钳
轮毂及轮胎	14英寸铸造铝合金轮毂；前：27×9-14/后：27×11-14	14英寸黑色铝合金轮毂；前：27x9-14/后：27x11-14
油箱容量（L）	40	43.5
长/宽/高/离地间隙（mm）	2945x1615x1850/280	3050x1580x1960/330
轴距（mm）	2050	2060
核定载重（kg）	685	680.4
载客人数	3	3
核定载重（kg）	685	680.4
干重（kg）	690	737
拖曳载荷（kg）	800	1134
储物斗载重（kg）	350	454

数据来源：公司官网，北极星官网，东吴证券研究所

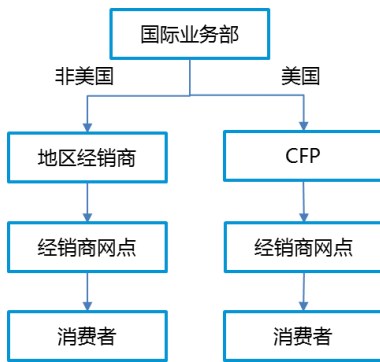
### 3.2.3 海外经销制度完善，布局数量较多

公司海外经销制度清晰，售后服务完善。1) 公司国外销售由国际业务部统一管理；美国市场由 CFP 管理，不允许经销商分销或跨区销售；其余海外市场由国际业务部对区域经销商进行管理，由地区经销商及其二级经销商销售。2) 售后服务在代理商培训服务、配件供应体系、客户走访机制、投诉反馈等方面全方位提升服务质量及效率。

公司海外渠道公司境外经销网点已有 2016 年的 1900 余家，2017 年 2700 余家，扩展至自 2018 年以来的 3000 余家，海外经销网点持续铺开，渠道进一步完善。目前全地形车渠道数量已经与北极星 ORV（off-road vehicle）渠道数量相近。



图40：春风动力境外销售管理体制



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

表11：春风动力及北极星渠道对比情况

	地区	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
春风动力	中国	200+	200+	400+	412	567	650+	830+	
	境外	1900+	2700+	3000+	3000+	3000+	3000+	3000+	
北极星	北美	总计	约1800	约1800	约2250	约2200	约2300	2500+	2500+
		仅ORV	1500+	1500+	约1450	1400+	1400+	1400+	1400+
	其他地区	总计	约1700	约1400	约1400	约1400	约1400	1500+	1500+
		仅ORV	未披露				1000+	1100+	1100+

数据来源：公司招股书，公司年报，北极星年报，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对春风动力 2023~2025 年盈利进行预测。

1) 春风动力 2022 年全地形车销量为 16.67 万台，摩托车销量为 14.53 万台；我们预期 2023~2025 年春风动力全地形车分别实现 16.92/19.09/20.41 万辆，分别同比 +1.5%/+12.8%/+7.0%；以摩托车成熟市场日本为参考，我们认为我国大排量摩托车市场行业空间依旧广阔，我们预期公司摩托车分别实现 16.62/19.16/23.93 万辆销量，分别同比 +14.4%/+15.3%/+24.9%。2) 规模效应下我们预期公司 2023~2025 年综合毛利率分别为 26.8%/28.2%/30.0%。

表12：盈利预测关键假设

	2022	2023E	2024E	2025E
销量 (万台) /公告				
全地形车	16.67	16.92	19.09	20.41
YOY		10.7%	1.5%	12.8%
摩托车	14.53	16.62	19.16	23.93
YOY		30.4%	14.4%	15.3%
裸车单价假设 (万元/辆)				
全地形车	4.10	4.40	4.80	5.20
摩托车	2.32	2.55	2.65	2.80
毛利率	25.7%	26.8%	28.2%	30.0%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 135/170/213 亿元，归属母公司净利润 10/13/20 亿元，同比+41%/+36%/+52%，对应 PE 为 24/18/12 倍。由于公司主营业务包含两轮车与四轮车，直接可比公司较少，我们选取主营业务为电动两轮车的爱玛科技+雅迪控股、主营业务为摩托车的钱江摩托+隆鑫通用、主营业务为智能电动平衡车&滑板车

的九号公司作为春风动力的可比公司。可比公司估值均值为 19/14/10 倍。鉴于公司摩托车业务布局完善+品牌力强劲，全地形车业务研发+渠道优势赋能产品，我们认为春风动力应该享受更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表13：春风动力可比公司估值表（2023年7月3日）

证券代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603529.SH	爱玛科技	278.9	23.9	29.8	39.5	11.7	9.4	7.1
1585.HK	雅迪控股	504.9	26.4	32.6	45.7	19.1	15.5	11.0
689009.SH	九号公司*	260.9	6.8	10.7	15.2	38.4	24.4	17.2
603766.SH	隆鑫通用*	108.0	10.2	12.2	14.3	10.6	8.9	7.6
000913.SZ	钱江摩托*	96.9	6.1	8.1	10.6	15.9	12.0	9.1
可比公司算术平均 PE						19.1	14.0	10.4
603129.SH	春风动力	241.9	9.9	13.4	20.4	24.46	18.03	11.87

数据来源：标\*公司盈利预测为 wind 一致预期，其余预测值来源于东吴证券研究所；表中货币单位均为人民币，换算汇率为 1 港元≈0.9219 人民币

## 5. 风险提示

**全球贸易环境不稳定风险，全球经济环境恶化风险。**公司出口业务占比较高，若全球贸易环境恶化或经济环境恶化，将影响公司业务开展。

**新车型上量不及预期。**公司摩托车业务以新车驱动销量持续向上，若新车上市后上量不及预期将影响公司盈利情况。

**运价/汇率等波动风险。**公司出口业务占比较高，因此汇率、关税、海运费等均会对公司盈利能力产生显著影响。

## 春风动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>7,679</b>	<b>9,322</b>	<b>11,533</b>	<b>14,705</b>	<b>营业总收入</b>	<b>11,378</b>	<b>13,534</b>	<b>17,014</b>	<b>21,304</b>
货币资金及交易性金融资产	4,388	5,457	6,798	8,995	营业成本(含金融类)	8,491	9,913	12,215	14,904
经营性应收款项	999	1,202	1,460	1,808	税金及附加	142	169	238	298
存货	2,067	2,391	2,908	3,504	销售费用	876	1,123	1,412	1,747
合同资产	0	0	0	0	管理费用	500	609	766	937
其他流动资产	224	273	367	399	研发费用	752	866	1,106	1,385
<b>非流动资产</b>	<b>1,875</b>	<b>1,955</b>	<b>2,209</b>	<b>2,599</b>	财务费用	(297)	(20)	(25)	17
长期股权投资	34	44	55	67	加:其他收益	34	41	51	64
固定资产及使用权资产	980	1,099	1,369	1,771	投资净收益	(123)	136	102	119
在建工程	274	251	233	218	公允价值变动	(14)	(1)	(2)	(1)
无形资产	132	124	115	105	减值损失	(31)	(9)	(24)	(29)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	(1)	0
长期待摊费用	20	20	20	20	<b>营业利润</b>	<b>781</b>	<b>1,042</b>	<b>1,428</b>	<b>2,169</b>
其他非流动资产	435	417	417	418	营业外净收支	(6)	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>9,554</b>	<b>11,277</b>	<b>13,743</b>	<b>17,304</b>	<b>利润总额</b>	<b>774</b>	<b>1,041</b>	<b>1,427</b>	<b>2,168</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,090</b>	<b>5,916</b>	<b>7,022</b>	<b>8,521</b>	减:所得税	35	52	86	130
短期借款及一年内到期的非流动负债	10	10	10	10	<b>净利润</b>	<b>740</b>	<b>989</b>	<b>1,341</b>	<b>2,038</b>
经营性应付款项	4,555	5,232	6,277	7,618	减:少数股东损益	39	0	0	0
合同负债	150	203	221	277	<b>归属母公司净利润</b>	<b>701</b>	<b>989</b>	<b>1,341</b>	<b>2,038</b>
其他流动负债	375	471	513	617	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.66	6.57	8.92	13.54
非流动负债	169	188	187	186	EBIT	620	1,021	1,402	2,185
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	716	1,202	1,631	2,480
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.37	26.76	28.20	30.04
租赁负债	13	12	11	10	归母净利率(%)	6.16	7.31	7.88	9.57
其他非流动负债	157	176	176	176	收入增长率(%)	44.73	18.95	25.71	25.22
<b>负债合计</b>	<b>5,259</b>	<b>6,104</b>	<b>7,208</b>	<b>8,707</b>	归母净利润增长率(%)	70.43	41.01	35.65	51.90
归属母公司股东权益	4,212	5,090	6,451	8,514					
少数股东权益	83	83	83	83					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,295</b>	<b>5,173</b>	<b>6,534</b>	<b>8,597</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,554</b>	<b>11,277</b>	<b>13,743</b>	<b>17,304</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,698	1,310	1,725	2,764	每股净资产(元)	28.11	33.83	42.88	56.59
投资活动现金流	(76)	(92)	(482)	(666)	最新发行在外股份(百万股)	150	150	150	150
筹资活动现金流	(134)	(84)	(1)	(1)	ROIC(%)	14.79	20.39	22.44	27.07
现金净增加额	1,680	1,114	1,242	2,097	ROE-摊薄(%)	16.65	19.43	20.79	23.93
折旧和摊销	96	181	228	295	资产负债率(%)	55.05	54.13	52.45	50.32
资本开支	(439)	(270)	(473)	(673)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.49	24.46	18.03	11.87
营运资本变动	920	247	229	520	P/B(现价)	5.72	4.75	3.75	2.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;
- 增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;
- 中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;
- 中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;
- 减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>