



买入（维持）

所属行业：家用电器
当前价格(元)：166.39

证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120523010001
邮箱：xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号：S0120523020003
邮箱：hehp3@tebon.com.cn

邓颖

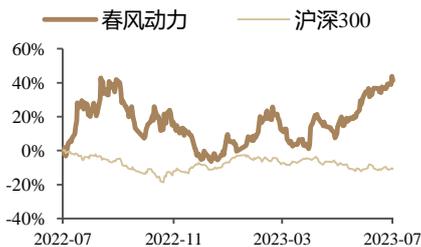
资格编号：S0120523020001
邮箱：dengying3@tebon.com.cn

研究助理

宋雨桐

邮箱：songyt@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.62	28.26	36.72
相对涨幅(%)	7.44	31.95	42.98

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《春风动力：深度解析新时代出行娱乐方式的投资逻辑、空间与各竞争要素》，2023.7.2

股票数据

总股本(百万股):	150.45
流通A股(百万股):	150.45
52周内股价区间(元):	110.15-169.31
总市值(百万元):	25,034.07
总资产(百万元):	9,697.77
每股净资产(元):	30.16

资料来源：公司公告

春风动力： 多重利好驱动，Q2业绩超预期

投资要点

- 公司发布2023年半年度业绩预增公告，2023上半年公司实现归母净利润5.1-5.9亿，同比+66.79%~+92.95%，2023上半年实现扣非归母净利润4.8~5.6亿，同比+43.03%~+66.93%；单季度来看，Q2实现归母净利润3.0-3.8亿，同比+49.55%~+89.48%，实现扣非归母净利润2.8~3.6亿，同比+13.50%~+45.62%。
- 两轮车出海贡献增量，预计保持快速增长。根据摩托车商会，4-5月燃油摩托车销量255万辆，同比+11%，环比Q1增速显著回暖，250以上大排量摩托车销量10.3万台，同比+4%，环比Q1略有放缓。受疫情影响，公司去年Q2新品交付延迟，今年Q2恢复正常，与此同时，今年以来公司陆续推出XO狒狒、800NK、450NK等新品，有望延续此前250SR、450SR爆款热度，另外，公司持续拓展两轮出海业务，预计海外两轮贡献较大增量，Q2公司两轮车业务有望延续快速增长。
- 海外需求回暖，四轮车预计延续结构改善。Q2海外消费回暖，公司四轮车业务有望保持稳健增长，公司持续进行产品结构优化，高附加值的U/Z系列产品销售占比稳步提升，预计四轮车出货均价延续上涨趋势，助力四轮车业务稳健增长。
- 结构优化+降本增效+汇兑收益+海运费回落，Q2业绩超预期。公司持续进行产品结构优化、降本增效，叠加美元汇率升值、海运费大幅回落，毛利率持续改善，Q1毛利率同比+15pct至34%，Q2利好因素延续，且Q2美元汇率进一步升值（20230331美元兑人民币汇率为6.8713，20230630美元兑人民币汇率为7.2620），预计Q2毛利率延续改善趋势，且汇率变动预计贡献一定汇兑收益，进一步增厚利润。
- 投资建议：预计2023-2025年公司归母净利润为10.97、14.93、18.30亿元，同比分别+56.4%、+36.1%、+22.5%，对应EPS分别为7.29、9.92、12.16元，对应2023-2025年PE分别为22.8x、16.8x、13.7x，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动、贸易政策发生不利变化、汇率波动、市场竞争加剧

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,861	11,378	14,712	18,136	21,525
(+/-)YOY(%)	73.7%	44.7%	29.3%	23.3%	18.7%
净利润(百万元)	412	701	1,097	1,493	1,830
(+/-)YOY(%)	12.8%	70.4%	56.4%	36.1%	22.5%
全面摊薄EPS(元)	2.74	4.66	7.29	9.92	12.16
毛利率(%)	21.5%	25.4%	33.1%	33.6%	33.7%
净资产收益率(%)	11.3%	16.7%	21.5%	22.7%	21.7%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	4.68	7.29	9.92	12.16
每股净资产	28.11	33.88	43.80	55.96
每股经营现金流	11.33	15.33	9.90	21.62
每股股利	1.41	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	24.04	22.82	16.76	13.68
P/B	4.00	4.91	3.80	2.97
P/S	2.19	1.69	1.37	1.16
EV/EBITDA	17.55	14.96	10.26	7.09
股息率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.4%	33.1%	33.6%	33.7%
净利润率	6.5%	7.7%	8.5%	8.8%
净资产收益率	16.7%	21.5%	22.7%	21.7%
资产回报率	7.3%	9.4%	10.5%	10.4%
投资回报率	13.7%	20.1%	21.7%	20.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	44.7%	29.3%	23.3%	18.7%
EBIT 增长率	39.9%	85.8%	39.5%	22.3%
净利润增长率	70.4%	56.4%	36.1%	22.5%
偿债能力指标				
资产负债率	55.0%	55.1%	52.5%	50.7%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
现金比率	0.8	1.0	1.0	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.7	23.8	23.4	23.7
存货周转天数	76.9	74.8	74.6	75.4
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.2
固定资产周转率	11.9	12.5	12.7	12.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	701	1,097	1,493	1,830
少数股东损益	39	36	49	60
非现金支出	127	111	141	163
非经营收益	-89	46	46	46
营运资金变动	920	1,017	-240	1,154
经营活动现金流	1,698	2,307	1,489	3,253
资产	-439	-303	-370	-364
投资	351	-11	-14	-18
其他	12	-47	-47	-47
投资活动现金流	-76	-361	-431	-429
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-134	-212	0	0
融资活动现金流	-134	-212	0	0
现金净流量	1,680	1,734	1,058	2,824

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月12日
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,378	14,712	18,136	21,525
营业成本	8,491	9,849	12,047	14,264
毛利率%	25.4%	33.1%	33.6%	33.7%
营业税金及附加	142	184	227	269
营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	876	1,740	1,995	2,325
营业费用率%	7.7%	11.8%	11.0%	10.8%
管理费用	500	712	889	1,044
管理费用率%	4.4%	4.8%	4.9%	4.9%
研发费用	752	1,118	1,415	1,700
研发费用率%	6.6%	7.6%	7.8%	7.9%
EBIT	620	1,152	1,606	1,965
财务费用	-297	-124	-121	-142
财务费用率%	-2.6%	-0.8%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-33	4	0	0
投资收益	-123	-47	-47	-47
营业利润	781	1,238	1,685	2,065
营业外收支	-6	1	1	1
利润总额	774	1,239	1,686	2,066
EBITDA	716	1,270	1,749	2,131
所得税	35	106	144	177
有效所得税率%	4.5%	8.5%	8.5%	8.5%
少数股东损益	39	36	49	60
归属母公司所有者净利润	701	1,097	1,493	1,830

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,323	6,057	7,115	9,938
应收账款及应收票据	851	1,100	1,264	1,571
存货	2,067	2,030	2,966	3,010
其它流动资产	437	368	569	504
流动资产合计	7,679	9,555	11,914	15,024
长期股权投资	34	45	59	78
固定资产	957	1,181	1,422	1,693
在建工程	274	231	211	136
无形资产	132	130	126	121
非流动资产合计	1,875	2,072	2,315	2,532
资产总计	9,554	11,628	14,228	17,556
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4,555	5,513	6,477	7,774
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	535	729	824	965
流动负债合计	5,090	6,242	7,301	8,739
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	169	169	169	169
非流动负债合计	169	169	169	169
负债总计	5,259	6,411	7,470	8,908
实收资本	150	150	150	150
普通股股东权益	4,212	5,097	6,590	8,420
少数股东权益	83	119	168	228
负债和所有者权益合计	9,554	11,628	14,228	17,556

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和平安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。