

两轮产品周期开启 量价利三重共振

春风动力(603129)系列点评之二十一

事件概述

公司发布 2023 年半年报：23H1 实现营收 65.1 亿元，同比+32.7%，归母净利润 5.5 亿元，同比+80.4%，扣非归母净利 5.2 亿元，同比+55.5%。其中 23Q2 实现营收 36.3 亿元，同比+37.3%，环比+25.9%，归母净利 3.4 亿元，同比+70.3%，环比+62.3%，扣非归母净利 3.2 亿元，同比+30.2%，环比+65.2%。

分析判断：

► 23Q2：业绩再超预期 快乐春风加速

收入端：23H1 公司总体延续高速增长趋势，营收 65.1 亿元，同比+32.7%。分业务板块看，两轮/四轮收入分别 22.9/35.9 亿元，同比分别+58.9%/+22.4%，产品周期驱动下两轮增速更优。量价关系看，23H1 两轮/四轮销量同比分别+52.1%/+0.0%，ASP 同比分别+3.7%/+22.4%，体现两轮量增、四轮结构升级的新发展趋势，预计后续仍将延续。

利润端：23Q2 归母净利 3.4 亿元，同比+70.3%，环比+62.3%，扣非归母净利 3.2 亿元，同比+30.2%，环比+65.2%，处于前期业绩预告中游水平。23Q2 毛利率 31.3%，同比+8.2pct，预计主要受海外四轮产品结构升级（U/Z 系列占比提升，关税较 ATV 节约 17.5pct）、汇率同比提升、海运费下降拉动，环比-2.8pct，预计主因两四轮收入结构变化，即 23Q2 两轮收入占比提升后带动总体毛利率下行，净利率 9.4%，同比+1.8pct，环比+2.1pct。

费用端：23Q2 公司汇兑收益 0.7 亿元，主要源于美元汇率提升，期末美元货币 1.3 亿美元，后续汇兑损益可控。单季销售、管理、研发、财务费率分别 11.0%、4.2%、5.7%、-3.2%，同比分别+3.9%、-0.2%、-1.2%、+4.0pct，环比分别-3.8%、-0.7%、-0.2%、-3.1pct，销售费用环比大幅走低，接近正常区间。

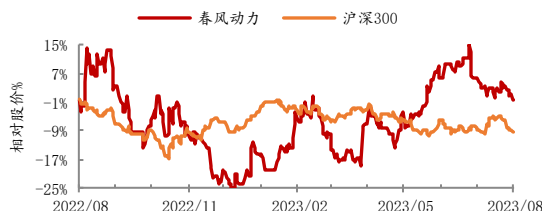
► 中大排摩托车引领消费升级 产品大年开启

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，建议关注内销、出口的双重增长以及排量升级所带来的产品结构调优：

1) 内销：仿赛新车 450SR 对标川崎 Ninja400，2022 年 6 月开启交付（据商会数据，1-6 月内外销合计出货分别 0.11、0.37、0.37、0.28、0.32、0.49 万辆）；2023 年公司迎来产品大年，800NK、XO 狒狒已于春季发布会发布并开启交付，5 月北京摩展 6 款新车重磅发布/亮相，发布 2023 款 1250TR-G、800MT 探险版、单摇臂 450SR S、XO 狒狒 冒险家，同时亮相

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：	146.07
股票代码：	603129
52 周最高价/最低价：	173.6/110.35
总市值(亿)	219.77
自由流通市值(亿)	219.77
自由流通股数(百万)	150.45



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

分析师：王旭冉

邮箱：wangxr3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070001

相关研究

- 【华西汽车】春风动力(603129)2023H1 业绩预告点评：Q2 业绩再超预期 量价利三重共振
2023.07.13
- 【华西汽车】春风动力(603129)2022 年报 & 2023 一季报点评：Q1 业绩大超预期 量价利三重共振
2023.04.11
- 【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

450NK 及旗下首款巡航太子车型 450CL-C，主要供给集中于 450cc，建议关注对于后续销量拉动及产品结构调优；

2) 出口：据摩托车商会数据，2021 年、2022 年、2023 年 1-6 月 250cc(含)及以上出口分别 2.33、4.35、3.76 万辆，同比分别+227%、+87%、+73%。

► 全地形车深入挖掘美国市场 需求相对稳健

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）、渠道扩充、性价比优势提升至 20+%。据摩托车商会数据，2023 年 1-6 月公司四轮累计出口 7.10 万辆，同比-7.2%，体现海外四轮需求仍然稳健（据行业龙头北极星 23Q1 季报预计，2023 年四轮车行业将同 2022 年持平）。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。2022 年至 23Q2 扰动因素明显改善，公司盈利能力明显向好。

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。维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年营收 150.4/189.8/233.1 亿元，归母净利 12.4/16.3/21.2 亿元，EPS 为 8.25/10.80/14.08 元。对应 2023 年 8 月 17 日 146.07 元/股收盘价，PE 分别 18/14/10 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；国内市场竞争加剧；海外四轮需求不及预期；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	1,242	1,626	2,119
YoY (%)	12.8%	70.4%	77.0%	30.9%	30.3%
毛利率 (%)	21.5%	25.4%	30.5%	30.1%	30.3%
每股收益 (元)	2.74	4.66	8.25	10.80	14.08
ROE	11.3%	16.7%	22.7%	22.8%	22.9%
市盈率	53.40	31.33	17.70	13.52	10.37

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	1,283	1,673	2,173
YoY(%)	44.7%	32.2%	26.2%	22.8%	折旧和摊销	96	102	115	139
营业成本	8,491	10,461	13,260	16,252	营运资金变动	920	236	573	603
营业税金及附加	142	241	323	419	经营活动现金流	1,698	1,638	2,375	2,929
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	-61	-80	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	1,412	1,838	2,387	现金净流量	1,680	1,006	1,626	2,060
营业外收支	-6	-2	1	1	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	774	1,410	1,839	2,388	成长能力 (%)				
所得税	35	127	165	215	营业收入增长率	44.7%	32.2%	26.2%	22.8%
净利润	740	1,283	1,673	2,173	净利润增长率	70.4%	77.0%	30.9%	30.3%
归属于母公司净利润	701	1,242	1,626	2,119	盈利能力 (%)				
YoY(%)	70.4%	77.0%	30.9%	30.3%	毛利率	25.4%	30.5%	30.1%	30.3%
每股收益	4.66	8.25	10.80	14.08	净利率率	6.5%	8.5%	8.8%	9.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.3%	10.3%	10.6%	10.9%
货币资金	4,323	5,329	6,956	9,016	净资产收益率 ROE	16.7%	22.7%	22.8%	22.9%
预付款项	117	144	183	224	偿债能力 (%)				
存货	2,067	2,547	3,229	3,957	流动比率	1.51	1.53	1.55	1.60
其他流动资产	1,172	1,590	1,949	2,344	速动比率	1.08	1.10	1.12	1.17
流动资产合计	7,679	9,610	12,316	15,541	现金比率	0.85	0.85	0.88	0.93
长期股权投资	34	34	34	34	资产负债率	55.0%	53.5%	52.6%	51.0%
固定资产	957	1,063	1,279	1,594	经营效率 (%)				
无形资产	132	176	217	256	总资产周转率	1.19	1.25	1.23	1.20
非流动资产合计	1,875	2,425	3,082	3,836	每股指标 (元)				
资产合计	9,554	12,035	15,398	19,377	每股收益	4.66	8.25	10.80	14.08
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	28.00	36.40	47.35	61.58
应付账款及票据	4,555	5,612	7,113	8,719	每股经营现金流	11.28	10.89	15.79	19.47
其他流动负债	535	655	821	998	每股股利	0.00	1.20	2.00	2.80
流动负债合计	5,090	6,266	7,934	9,717	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	31.33	17.70	13.52	10.37
其他长期负债	169	169	169	169	PB	4.02	4.01	3.09	2.37
非流动负债合计	169	169	169	169					
负债合计	5,259	6,436	8,103	9,886					
股本	150	150	150	150					
少数股东权益	83	124	172	226					
股东权益合计	4,295	5,600	7,295	9,491					
负债和股东权益合计	9,554	12,035	15,398	19,377					

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。