



买入 (维持)

所属行业: 家用电器  
当前价格(元): 146.07

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

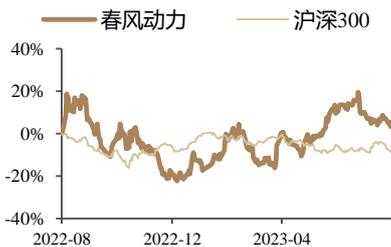
邮箱: dengying3@tebon.com.cn

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(%)	-6.31	-5.89	6.81
相对涨幅(%)	-5.37	-2.55	10.07

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《春风动力: 多重利好驱动, Q2 业绩超预期》, 2023.7.12
- 《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

# 春风动力: Q2 延续亮眼表现, 看好下半年新品催化

投资要点

- 公司发布 2023 年半年报, 半年度业绩基本处于预告中值。2023 上半年公司实现营收 65.06 亿元, 同比+32.67%, 实现归母净利润 5.52 亿元, 同比+80.41%, 实现扣非归母净利润 5.20 亿元, 同比+55.47%; 单季度来看, Q2 营收 36.26 亿元, 同比+37.27%, 实现归母净利润 3.41 亿元, 同比+70.33%, 实现扣非归母净利润 3.24 亿元, 同比+30.21%。
- **燃油两轮车: 出海持续放量, 内销稳健增长, 两轮出口占比超过内销。**上半年公司燃油两轮车实现收入 22.88 亿元, 同比+58.87%, 销量 9.87 万辆, 同比+52%, 均价为 2.32 万元, 同比+4%。分地区来看, 内销实现收入 10.46 亿元, 同比+14%, 内销量为 4.79 万辆, 内销均价为 2.18 万元, 外销实现收入 12.42 亿元, 同比+132%, 外销量为 5.08 万辆, 外销均价为 2.44 万元, 外销表现亮眼主要系渠道扩张+新品上市, 上半年燃油两轮车出口收入占比约 54%, 超过内销占比, 实现内外销双轮驱动。产品端, 今年以来公司陆续发布 XO 狒狒、800NK、450NK、首款复古巡航车 450CLC 等新品, 其中 XO 狒狒、800NK 晋升今年爆款, 三季度 450NK、450CLC 正式上市, 有望延续此前 250SR、450SR 爆款热度。渠道端, 国内采取渠道下沉策略, 报告期末国内经销商店数量超 650 家, 线下提升门店形象、运营及服务能力, 线上协同公司营销措施, 完善多平台线上渠道体系, 从而发挥引流、获客作用; 公司大力拓展海外两轮渠道, 海外新增渠道 275 家, 累计经销网络 1445 家, 未来渠道拓展+新品继续发力, 两轮出口有望延续高增。
- **全地形车: 上半年稳健增长, 产品结构持续调优, 增速领跑行业。**上半年公司全地形车实现收入 35.88 亿元, 同比+22.37%, 销量为 7.93 万辆, 同比持平, 均价为 4.52 万元, 同比+22%, 均价上涨主要系产品结构调优、高附加值 U/Z 系列占比提升。分地区来看, 美国市场凭借拓展渠道、完善产品矩阵, 增速领跑行业, 欧洲市场稳居龙头。下半年在新品+渠道驱动下, 公司四轮车业务预计延续产品结构调优, 收入端有望保持稳健增长。
- **电摩: 渠道、产品加速布局, 全力构建第三条曲线。**电摩品牌“ZEEHO”发布第二款电摩产品 AE6 及新产品系列 CITY, 获得市场广泛关注和好评; 强化市场拓展, 国内聚焦于核心城市, 上半年新增门店 15 家, 累计渠道总量 202 家; 同时以高性能电摩大力布局海外市场, 截至报告期末, 公司电摩已在欧洲、南美、东南亚等 20 余个国家出货, 有望构建第三成长曲线。
- **结构优化+降本增效+汇率贬值+海运费回落, 盈利能力持续改善。**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, 上半年公司毛利率为 32.58%, 同比+11.08pct, 预计毛利率同比改善主要系: 1) 产品结构调优、高附加值 U/Z 系列占比提升; 2) 海外建厂节约关税、海运费; 3) 海运费同比大幅下降; 4) 人民币汇率贬值。费用端来看, 上半年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+6.4pct/+0.4pct/-0.2pct/+1.9pct, 合计+8.4pct, 销售费用率提升主要系促销费用增加, 据我们测算, 美国市场促销费占收入比重同比+3.4pct, 经销商+消费者贴息费用占收入比重同比+1.66pct, 广告费占收入比重同比+0.86pct, 财务费用率提升主要系汇兑收益同比减少。综合来看, 上半年公司

净利率为 8.87%，同比+2.33pct。

- Q2 费用端优化，净利率进一步改善。**单季度来看，Q2 毛利率为 31.34%，同比+8.19pct，环比-2.82pct，我们预计毛利率环比下滑主要系公司业务结构变动，Q2 两轮车提速增长、收入占比提高，但两轮车毛利率低于全地形车，费用端来看，Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+3.9pct/-0.2pct/-1.2pct/+4.0pct，合计同比+6.5pct，环比-7.7pct。综合来看，Q2 公司净利率为 9.92%，同比+1.84pct，环比+2.38pct。展望下半年，公司持续进行产品结构优化、海运费有望维持低位、墨西哥工厂首期产能投产，下半年毛利率有望延续改善趋势，费用端来看，Q2 销售费用率环比下降 3.75pct，随着海外去库存结束，销售费用率有望进一步收敛，下半年公司盈利端有望延续改善趋势。
- 投资建议：**预计 2023-2025 年公司归母净利润为 11.50、14.92、18.34 亿元，同比分别+63.9%、+29.8%、+22.9%，对应 EPS 分别为 7.64、9.92、12.19 元，基于 2023 年 8 月 17 日收盘价 146.07 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 19.1x、14.7x、12.0x，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

股票数据		主要财务数据及预测					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
总股本(百万股):	150.45						
流通 A 股(百万股):	150.45	营业收入(百万元)	7,861	11,378	14,646	18,292	21,649
52 周内股价区间(元):	110.15-169.31	(+/-)YOY(%)	73.7%	44.7%	28.7%	24.9%	18.4%
总市值(百万元):	21,976.84	净利润(百万元)	412	701	1,150	1,492	1,834
总资产(百万元):	9,732.05	(+/-)YOY(%)	12.8%	70.4%	63.9%	29.8%	22.9%
每股净资产(元):	31.35	全面摊薄 EPS(元)	2.74	4.66	7.64	9.92	12.19
资料来源:公司公告		毛利率(%)	21.5%	25.4%	33.1%	33.8%	34.1%
		净资产收益率(%)	11.3%	16.7%	22.4%	22.5%	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	7.64	9.92	12.19
每股净资产	28.11	34.16	44.08	56.26
每股经营现金流	11.33	15.83	9.80	20.90
每股股利	1.41	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	24.04	19.11	14.73	11.99
P/B	4.00	4.28	3.31	2.60
P/S	1.92	1.49	1.20	1.01
EV/EBITDA	17.55	11.44	8.56	5.68
股息率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.4%	33.1%	33.8%	34.1%
净利润率	6.5%	8.2%	8.6%	8.9%
净资产收益率	16.7%	22.4%	22.5%	21.7%
资产回报率	7.3%	9.9%	10.3%	10.4%
投资回报率	13.7%	22.0%	21.2%	20.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	44.7%	28.7%	24.9%	18.4%
EBIT 增长率	39.9%	104.2%	24.8%	23.3%
净利润增长率	70.4%	63.9%	29.8%	22.9%
偿债能力指标				
资产负债率	55.0%	54.6%	52.6%	50.0%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.4
现金比率	0.8	1.0	1.0	1.2
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	12.4	12.9	12.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	701	1,150	1,492	1,834
少数股东损益	39	57	74	91
非现金支出	127	175	141	163
非经营收益	-89	10	10	10
营运资金变动	920	991	-243	1,047
经营活动现金流	1,698	2,382	1,474	3,145
资产	-439	-308	-375	-369
投资	351	-11	-14	-18
其他	12	-6	-6	-6
投资活动现金流	-76	-325	-395	-393
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	1,845	1,079	2,751

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 17 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	14,646	18,292	21,649
营业成本	8,491	9,795	12,117	14,258
毛利率%	25.4%	33.1%	33.8%	34.1%
营业税金及附加	142	289	361	427
营业税金率%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	876	1,687	2,012	2,338
营业费用率%	7.7%	11.5%	11.0%	10.8%
管理费用	500	681	860	1,018
管理费用率%	4.4%	4.6%	4.7%	4.7%
研发费用	752	956	1,390	1,689
研发费用率%	6.6%	6.5%	7.6%	7.8%
EBIT	620	1,266	1,580	1,948
财务费用	-297	-107	-123	-145
财务费用率%	-2.6%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-33	-59	0	0
投资收益	-123	-6	-6	-6
营业利润	781	1,313	1,702	2,091
营业外收支	-6	-4	-4	-4
利润总额	774	1,309	1,698	2,088
EBITDA	716	1,384	1,723	2,113
所得税	35	102	132	163
有效所得税率%	4.5%	7.8%	7.8%	7.8%
少数股东损益	39	57	74	91
归属母公司所有者净利润	701	1,150	1,492	1,834

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,323	6,168	7,247	9,998
应收账款及应收票据	851	1,092	1,293	1,558
存货	2,067	1,935	3,017	2,957
其它流动资产	437	366	572	503
流动资产合计	7,679	9,560	12,129	15,017
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	11,633	14,444	17,549
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4,555	5,459	6,600	7,644
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	535	725	829	965
流动负债合计	5,090	6,184	7,429	8,609
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	6,353	7,598	8,778
实收资本	150	150	150	150
普通股股东权益	4,212	5,140	6,632	8,465
少数股东权益	83	140	214	305
负债和所有者权益合计	9,554	11,633	14,444	17,549

# 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经营范围包括证券投资咨询业务。