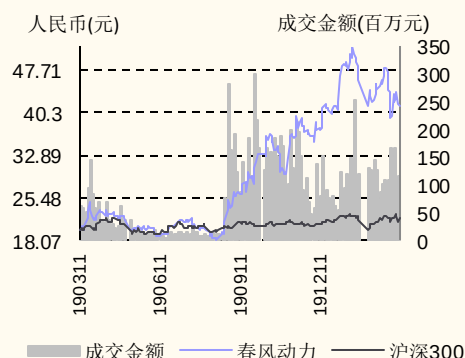


**春风动力 (603129.SH) 买入 (首次评级)****公司深度研究**

市场价格 (人民币): 41.56 元  
目标价格 (人民币): 60.70-60.70 元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股) 1.34  
已上市流通 A 股(亿股) .66  
总市值(亿元) 55.85  
年内股价最高最低(元) 48.17/39.53  
沪深 300 指数 4083  
上证指数 2997



**王华君** 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
wanghuajun@gjzq.com.cn

**陈晓** 分析师 SAC 执业编号: S1130520020002  
chenxiao@gjzq.com.cn

**丁健** 分析师 SAC 执业编号: S1130519060005  
ding\_jian@gjzq.com.cn

**顺应欧美消费升级，春风动力“春风得意”****公司基本情况(人民币)**

| 项目          | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.731  | 0.893  | 1.366  | 2.020  | 2.774  |
| 每股净资产(元)    | 6.75   | 7.17   | 8.00   | 8.18   | 8.40   |
| 每股经营性现金流(元) | 1.41   | 1.58   | 1.94   | 3.65   | 3.99   |
| 市盈率(倍)      | 36.49  | 17.89  | 30.51  | 20.63  | 15.02  |
| 净利润增长率(%)   | 10.35% | 23.45% | 52.63% | 47.89% | 37.36% |
| 净资产收益率(%)   | 10.82% | 12.47% | 7.12%  | 7.70%  | 8.47%  |
| 总股本(百万股)    | 133.33 | 134.60 | 134.39 | 134.39 | 134.39 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **全地形车是欧美消费升级典型场景，全球千亿蓝海待挖掘。**全球全地形车年销量超过 90 万台，市场规模近千亿元，70% 的市场主要集中在北美地区，终端用户为娱乐玩家。市场呈现寡头格局特征，Polaris、Honda、Yamaha 三家垄断行业超过 70% 的市场份额。不同于摩托车，全地形车处于产业成长期。
- **美股十年十倍 A 股映射，全地形车龙头受益欧美消费升级。**美国 Polaris 占全球全地形车行业 52% 的市场份额，2019 年公司收入 473 亿元，净利润 23 亿元，近 10 年收入复合增速 16%，净利润复合增速 13%，市值超过 360 亿元。2009 年以来 Polaris 股价实现 10 年 10 倍增长，其增长核心驱动力来自全地形车和大排量消费摩托车在欧美地区的快速普及。A 股映射春风动力，依靠自有品牌 CFMOTO 全面拓展欧洲、北美和中国市场，目前市场份额 2%，未来将受益于全球全地形车和大排量摩托车渗透率提升和市场份额扩张。
- **国产全地形车寡头，自主品牌实现全球化输出。**春风动力成立 30 余年，专注于大排量摩托车和全地形车研发、生产、销售，掌握大排量水冷动力核心技术并自建品牌 CFMOTO。(1) 国产全地形车寡头，公司全地形车业务毛利占比 68%，以出口欧美市场为主，公司依靠高性价比、服务优势和逐渐完善的经销商网络布局，海外市场份额快速扩张；(2) 大排量摩托车毛利占比 27%，公司拥有持续打造爆款车型能力，打造了 250NK 和 450NK 系列爆款车型。公司与奥地利著名摩托车品牌 KTM 合作建厂，将提升公司品牌影响力，国内发展空间较大。2012~2018 年，公司收入复合增速 18%，扣非净利润复合增速为 29%，2019 年全年实现净利润 1.7~1.95 亿元，同比增长 42%~62%，前期经销网点布局进入业绩收获期。
- **下游需求高频指标：美国 GDP、Polaris、钱江摩托单季收入增速、国内核心车型的出货量。**复盘过去十年，Polaris 单季度收入增速与美国 GDP 单季增速呈现较强的相关性，可根据美国 GDP 变化前瞻全地形车行业景气度。

**投资建议与估值**

- 预计 19-21 年公司净利润 1.84/2.71/3.73 亿元，同比增长 53%/48%/37%，EPS 分别为 1.37、2.02 和 2.77 元，PE 为 31、21 和 15 倍。给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应 81 亿合理市值，6-12 月目标价 60.7 元，给予“买入”评级。

**风险提示**

- 欧美疫情恶化超预期；进口摩托车关税取消风险；2020 年 8 月 18 日，限售股解禁风险；股权质押风险；中美贸易战恶化风险；汇率波动风险。

## 投资要件

### 1、驱动因素、关键假设及主要预测

#### ■ 驱动因素

- ① **行业驱动因素：**欧美消费升级驱动，全球全地形车和大排量摩托车产品渗透率快速提升。
- ② **公司驱动因素：**适销产品+性价比+渠道建设+售后服务，多方位打造公司核心竞争力，公司在北美全地形车市场份额快速扩张；国内持续打造爆款车型带动业绩增长。

#### ■ 关键假设与主要预测

- ① **关键假设：**公司品牌影响力在欧美持续提升，市场份额逐步扩张。
- ② **主要预测：**公司在全地形车领域全球市场份额从目前的 2%提升到 10%。

### 2、我们与市场不同的观点

- 1) **市场认为公司在海外市场份额提升空间有限。**我们认为，公司已经在欧洲主要国家获得了市占率第一的品牌优势，同时与 KTM 合作后将进一步提升公司品牌形象。公司依靠适销产品+性价比+渠道建设+售后服务打造核心品牌，市场份额有希望从目前 2%提升到 10%。
- 2) **市场认为海外全地形车需求较难跟踪。**我们尝试用以下高频指标跟踪下游需求变化：美国 GDP 增速、Polaris、钱江摩托单季度收入增速、国内核心车型的出货量。复盘过去十年，Polaris 全地形车行业收入增速与美国 GDP 增速呈现一定的相关性，可以根据美国 GDP 变化前瞻全地形车行业景气度。
- 3) **市场认为消费级摩托车是个小圈子市场。**我们认为全球摩托车存量市场将朝着大排量方向做结构升级，成为行业新增长点和新蓝海。同时，随着国内人均 GDP 水平的提升和消费理念的升级，更多具有消费能力的娱乐玩家将扩大终端用户群体。

### 3、盈利预测与估值

预计 19-21 年公司净利润 1.84/2.71/3.73 亿元，同比增长 53%/48%/37%，EPS 分别为 1.37、2.02 和 2.77 元，PE 为 31、21 和 15 倍。给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应 81 亿合理市值，6-12 月目标价 60.7 元，给予“买入”评级。

### 4、催化剂

爆款车型销量超预期；KTM 合资工厂 5 万台产能投产。

### 5、主要风险因素

欧美疫情恶化超预期；进口摩托车关税取消的风险；2020 年 8 月 18 日，限售股解禁风险；股权质押风险；中美贸易战关税恶化风险；人民币汇率波动风险。

## 内容目录

|                                           |           |
|-------------------------------------------|-----------|
| <b>一、春风动力：消费摩托车和全地形车领导者 .....</b>         | <b>6</b>  |
| 1.1 掌握大排量水冷动力技术，抓住休闲摩托升级机遇.....           | 6         |
| 1.2 全球化网络布局，业绩复合增速 29%.....               | 7         |
| <b>二、全地形车业务：毛利占比 68%，出口海外抢占份额 .....</b>   | <b>9</b>  |
| 2.1 全地形车千亿级市场，目前呈现寡头垄断格局.....             | 9         |
| 2.2 春风 CFMOTO 自有品牌跻身全球第二梯队，市场份额逐步扩张.....  | 10        |
| <b>三、消费摩托车业务：毛利占比 27%，内销持续打造爆款品牌.....</b> | <b>11</b> |
| 3.1 大排量摩托车全球销量持平，国产品牌份额逐步提升.....          | 11        |
| 3.2 国内大排量摩托车成长空间较大，春风善于打造爆款车型.....        | 13        |
| <b>四、竞争优势：品牌是行业最核心竞争要素.....</b>           | <b>14</b> |
| 4.1 公司竞争优势：短期比拼性价比和渠道，长期塑造品牌力.....        | 14        |
| 4.2 需求高频跟踪：Polaris 季度收入同比和美国 GDP 同比.....  | 16        |
| 4.3 客户结构：销售模式以经销模式为主.....                 | 19        |
| 4.4 联手奥地利 KTM 提升品牌影响力.....                | 21        |
| <b>五、盈利预测与估值.....</b>                     | <b>21</b> |
| 5.1 盈利预测：近三年业绩复合 30%以上增长.....             | 21        |
| 5.2 估值分析：2020 年合理市值 81 亿元.....            | 23        |
| <b>六、风险提示.....</b>                        | <b>23</b> |

## 图表目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司掌握大排量水冷动力技术.....                  | 6  |
| 图表 2: 实际控制人控股 44.77%.....                 | 6  |
| 图表 3: 公司摩托车业务产品及定价.....                   | 6  |
| 图表 4: 公司全地形车业务及定价.....                    | 6  |
| 图表 5: 2012~2018 年春风动力收入 CAGR=18%.....     | 7  |
| 图表 6: 2012~2018 年春风动力扣非净利润 CAGR=29%.....  | 7  |
| 图表 7: 全地形车毛利占比 68%.....                   | 7  |
| 图表 8: 春风动力全球收入结构较为均衡.....                 | 7  |
| 图表 9: 春风动力毛利率与净利率较为稳定.....                | 8  |
| 图表 10: 春风动力三费比率维持稳定.....                  | 8  |
| 图表 11: 2018 年公司经销网点数量大幅增加.....            | 8  |
| 图表 12: 公司开发的专利持续增长.....                   | 8  |
| 图表 13: 公司营运周期逐渐缩短.....                    | 8  |
| 图表 14: 公司人均创收 177 万元.....                 | 8  |
| 图表 15: 全地形车用户以个人为主.....                   | 9  |
| 图表 16: 全地形车的用户结构以个人为主.....                | 9  |
| 图表 17: 全地形车增长动力来自于 UTV.....               | 10 |
| 图表 18: 全地形车销量与全球 GDP 有较高相关性.....          | 10 |
| 图表 19: 全球全地形车市场呈现寡头垄断格局.....              | 10 |
| 图表 20: 春风动力全地形车市占率稳步提升.....               | 10 |
| 图表 21: 1000cc 全地形车价格.....                 | 11 |
| 图表 22: 春风动力跻身全地形车一线品牌.....                | 11 |
| 图表 23: 中国出口海外的全地形车销量 (单位: 万辆).....        | 11 |
| 图表 24: 国内全地形车出口竞争格局 (单位: 辆).....          | 11 |
| 图表 25: 日本出口的 250cc 以上摩托车销量 (辆).....       | 12 |
| 图表 26: 中国摩托车销量每年 1500 万辆左右 (万辆).....      | 12 |
| 图表 27: 国内进口摩托车主要以 500cc 以上为主.....         | 12 |
| 图表 28: 中国出口 200cc 以上摩托车 销量结构.....         | 12 |
| 图表 29: 摩托车行业竞争格局.....                     | 13 |
| 图表 30: 中国出口摩托车均价在持续提升.....                | 13 |
| 图表 31: 中国摩托车出口企业不同排量下价格结构.....            | 13 |
| 图表 32: 国内进口摩托车的价格结构.....                  | 13 |
| 图表 33: 公司大排量摩托车国内销量仅次于钱江.....             | 14 |
| 图表 34: 公司两种车型销量 (单位: 辆).....              | 14 |
| 图表 35: 春风 250NK 蝉联两年销量冠军.....             | 14 |
| 图表 36: 春风 250NK 斩获 2018 和 2019 年销售冠军..... | 14 |
| 图表 37: 公司所在行业面临的竞争壁垒较高.....               | 15 |

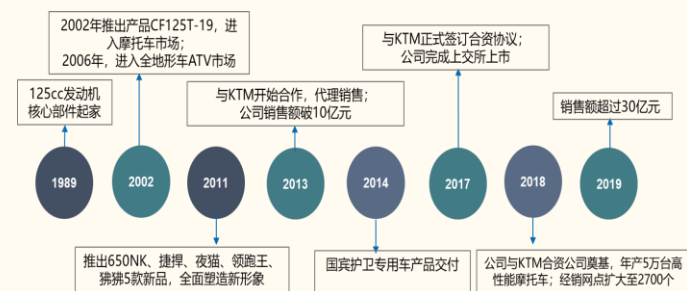
|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 38: 公司海外经销商管理.....                  | 16 |
| 图表 39: 北极星工业近十年收入复合增速 16%.....         | 17 |
| 图表 40: 北极星工业近十年净利润复合增速 13%.....        | 17 |
| 图表 41: 三家公司营业收入 (单位: 亿元) .....         | 17 |
| 图表 42: 三家公司销售毛利率 (单位: %) .....         | 17 |
| 图表 43: 春风动力销售费用率相对较高 (单位: %) .....     | 18 |
| 图表 44: 三家公司存货周转天数 (单位: 天) .....        | 18 |
| 图表 45: 春风动力应收账款周转天数在 1 个月左右 .....      | 18 |
| 图表 46: 三家公司净资产收益率 (单位: %) .....        | 18 |
| 图表 47: Polaris 单季度收入作为高频指标 .....       | 19 |
| 图表 48: 美国 GDP 同比与 Polaris 收入相关性较高..... | 19 |
| 图表 49: 春风动力收入区域结构 .....                | 19 |
| 图表 50: 春风动力收入区域结构 .....                | 19 |
| 图表 51: 春风动力摩托车经销收入占比超过 90%.....        | 20 |
| 图表 52: 春风动力 2017 年上市时的经销商体系布局.....     | 20 |
| 图表 53: 2014~2016 年春风动力前五大客户 .....      | 21 |
| 图表 54: 2016 年春风动力海外客户以欧洲为主.....        | 21 |
| 图表 55: 春风动力收入模型 .....                  | 22 |
| 图表 56: 春风动力三项费用率.....                  | 23 |
| 图表 57: 对标公司核心指标比较 .....                | 23 |
| 图表 58: 给予公司今年合理估值 30~35 倍 .....        | 23 |

## 一、春风动力：消费摩托车和全地形车领导者

### 1.1 掌握大排量水冷动力技术，抓住休闲摩托升级机遇

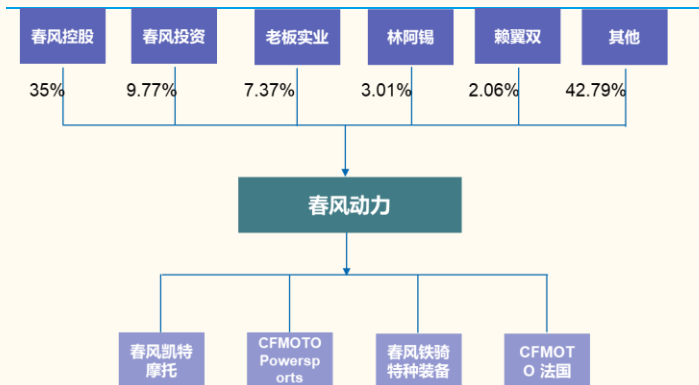
- 公司成立于 1989 年，杭州企业，掌握大排量摩托车水冷动力核心技术，后顺势切入下游休闲摩托和全地形车领域，从事大排量摩托车和全地形车的研发、生产与销售。公司主要通过自有品牌 CFMOTO 完成销售，在 2017 年上市。
- 公司实际控制人为赖国贵先生，其通过春风控股和春风投资控股 44.77%。赖国贵先生为公司创始人，最早在 1989 年依靠研发 125cc 发动机配件创业，30 余年来专注于大排量摩托车和全地形车领域，成为国内该行业的带头人。
- 公司具有两大核心业务：（1）在摩托车领域，公司在 250cc 以上大排量摩托车国内市占率第二，仅次于钱江摩托；（2）在全地形车领域，公司占国内出口份额遥遥领先，并在西班牙、瑞典、波兰、俄罗斯、德国、奥地利、瑞士、英国等欧洲国家市占率较高；在美国地区市场处于快速市场扩张阶段。

图表 1：公司掌握大排量水冷动力技术



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 2：实际控制人控股 44.77%



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 3：公司摩托车业务产品及定价

| 摩托车   |             |             |
|-------|-------------|-------------|
| 排量    | 系列          | 价格（元/辆）     |
| 125cc | 狍狍          | 7680~10680  |
| 150cc | 150NK       | 10680~12880 |
| 250cc | 250NK       | 18580~21260 |
| 400cc | 400GT/400NK | 33800       |
| 650cc | GT/MT/NK/TR | 43800       |



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 4：公司全地形车业务及定价

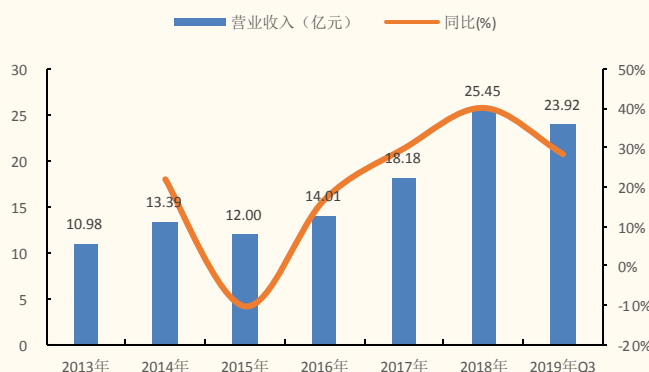
| 全地形车 |        |         | 图片 |
|------|--------|---------|----|
| 排量   | 系列     | 价格（元/辆） |    |
| ATV  | 400cc  | 30800   |    |
|      | 600cc  | --      |    |
|      | 800cc  | 76000   |    |
|      | 1000cc | --      |    |
| UTV  | 550cc  | --      |    |
|      | 800cc  | --      |    |
|      | 1000cc | --      |    |
| SSV  | 500cc  | 49800   |    |
|      | 800cc  | 86000   |    |
|      | 1000cc | 89800   |    |

来源：公司官网，国金证券研究所

## 1.2 全球化网络布局，业绩复合增速 29%

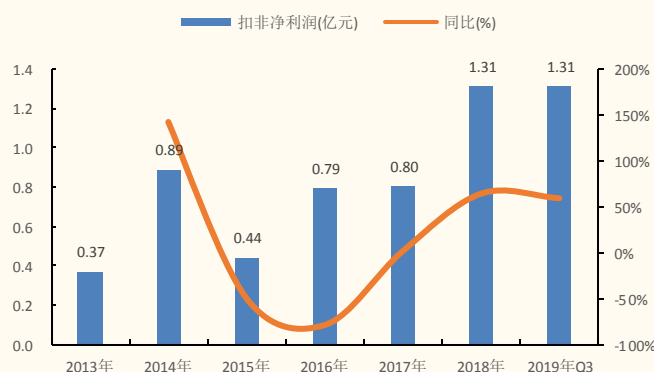
- 2017 年以来公司业绩进入增长新周期。2013~2018 年，公司收入 CAGR=18%，但是 2017 年以来，公司收入端保持 30%以上复合增长，呈现加速。我们判断这与公司完成上市、加大销售网络布局和推出新产品有关，全球品牌影响力显著提升。2018 年开拓 23 家新客户，销售网点增幅 38%（由之前的 1951 家拓展至 2700 家）。
- 公司净利润端的复合增长高于收入端增幅。2012~2018 年，公司扣非净利润复合增速为 29%。这与公司产品结构升级和规模效应提升有关。2019 年全年实现净利润 1.7~1.95 亿元，同比增长 42%~62%。

图表 5：2012~2018 年春风动力收入 CAGR=18%



来源：Wind，国金证券研究所

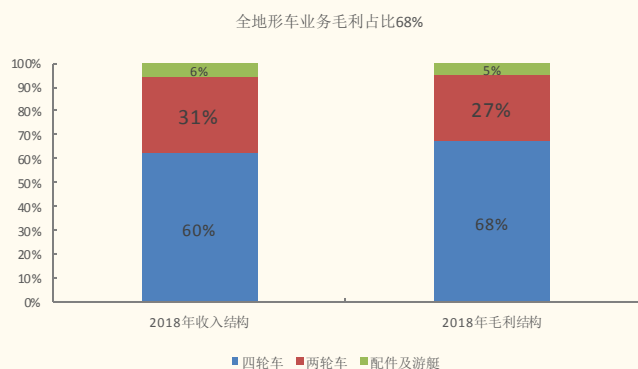
图表 6：2012~2018 年春风动力扣非净利润 CAGR=29%



来源：Wind，国金证券研究所

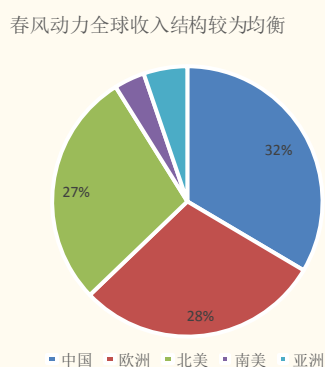
- 全地形车和摩托车业务占据主导。公司四轮车主要指全地形车，两轮车主要是指摩托车，其中四轮车收入占比 60%，毛利占比 68%；两轮车收入占比 31%，毛利占比 27%。
- 全球收入分布结构较为均衡，摩托车以内销为主，全地形车以外销为主。中国、欧洲、北美市场收入占比分别为 32%、28%、27%；从产品层面看，公司内销以摩托车业务为主，以 2019 年 H1 为例，两轮车销量里边 85%是内销；四轮车销量里边 98.6%是出口。

图表 7：全地形车毛利占比 68%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：春风动力全球收入结构较为均衡



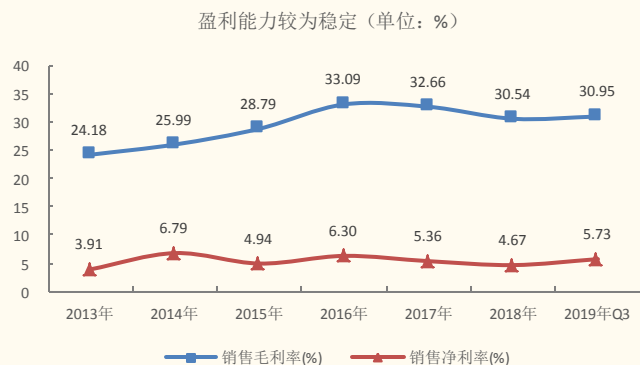
来源：Wind，国金证券研究所

- 春风动力盈利能力较为稳定，三费比例较为平稳。2016 年以来，公司毛利率维持在 31%~33%之间，公司通过开发新产品、提高自动化等方式降低成本保障较高的毛利率；净利率维持在 6%左右。
- 销售费用率进入平稳期：从 2014 年 7.35%持续增加至目前的 13.15%，我们认为这与公司增加销售网点数量进行全球化布局有关，2014 年公司销售网

点 1718 个，2018 年公司销售网点扩大到 2700 个。预计未来两年将进入平稳期。

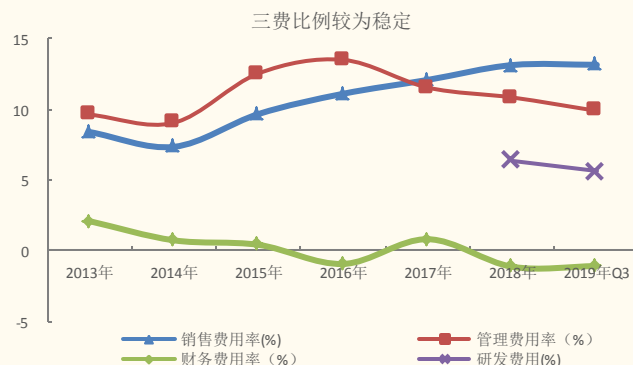
- **研发费用率：**公司研发费用率维持在 6% 左右，公司开发的专利数量主要面向境外，2019 年 H1 新增 50 个境外专利；2 项境内专利。
- **财务费用率：**连续两年为负值，与 2018 和 2019 年人民币汇兑收益和利息收入因素有关。

图表 9：春风动力毛利率与净利率较为稳定



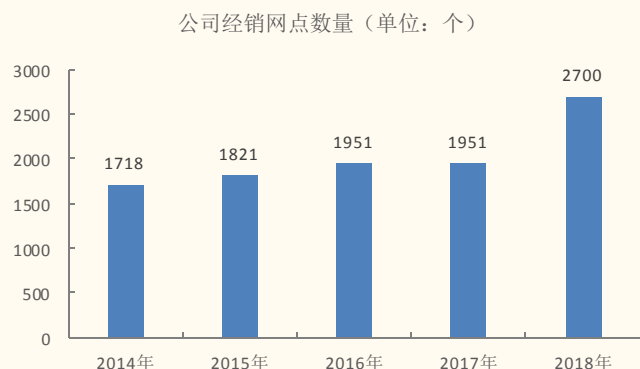
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：春风动力三费比率维持稳定



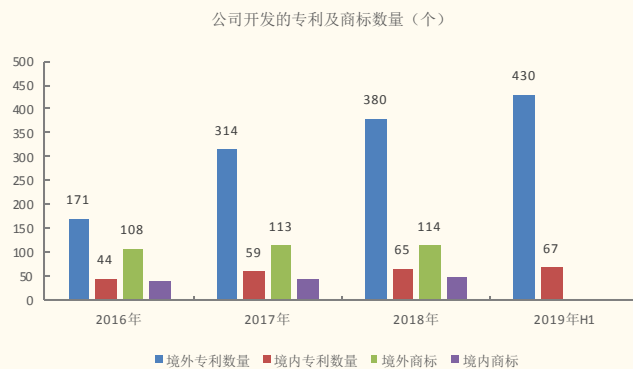
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：2018 年公司经销网点数量大幅增加



来源：Wind，国金证券研究所

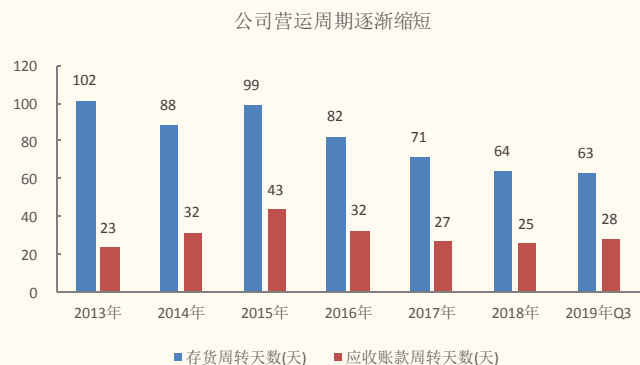
图表 12：公司开发的专利持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

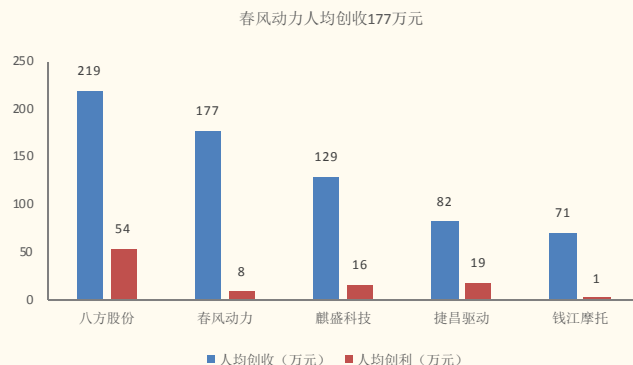
- **公司营运能力逐渐提升：**公司存货周转天数和应收账款周转天数逐渐缩短，分别为 63 天和 28 天。公司人均创收 177 万元，可比公司处于高位。

图表 13：公司营运周期逐渐缩短



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：公司人均创收 177 万元



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

## 二、全地形车业务：毛利占比 68%，出口海外抢占份额

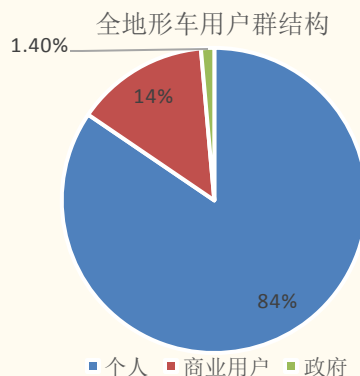
### 2.1 全地形车千亿级市场，目前呈现寡头垄断格局

- 全地形车兴起于上世纪 70 年代，最早本田开创了四轮驱动全地形车的先河，1985 年北极星工业和庞巴迪娱乐开始进入全地形车行业。全地形车适用于美国、俄罗斯这种地形开阔地带，目前用于赛道骑行、沙丘骑行、短途观光、攀岩、狩猎等娱乐休闲目的占 50%左右。
- 全地形车终端用户以个人为主：（1）个人占比 84%：包括娱乐玩家，如赛车手、竞技爱好者、探险爱好者、猎户、庄园主、别墅业主；（2）商业客户占比 14%：包括度假村、运动场、马场、公园、伐木厂等；（3）政府客户占比 1.4%，主要为军队、林业部门、国土安全部门。

图表 15：全地形车用户以个人为主



图表 16：全地形车的用户结构以个人为主

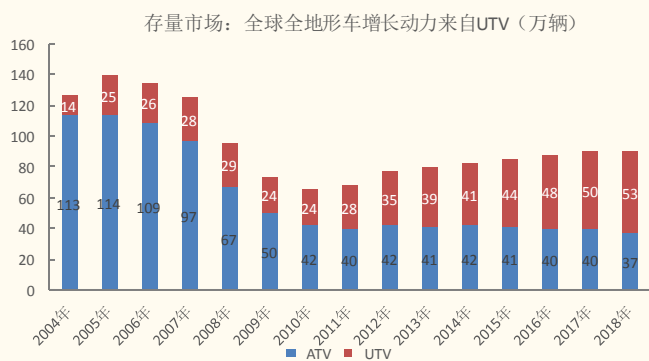


来源：Polaris官网，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

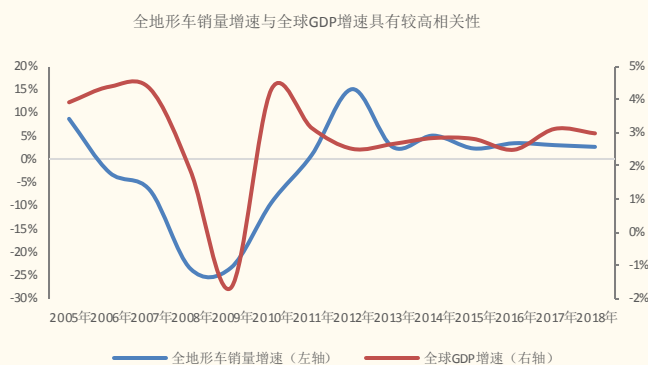
- 全地形车，根据动力划分为内燃式和电动式；根据用途可划分为 ATV（沙滩车）、UTV（多功能全地形车）。ATV 主要用于休闲和比赛，很多国家沙滩车不能上道路行驶；UTV 多用于农业和森林作业，具有较好的崎岖穿越能力，可以在一般道路上行驶。
- ATV 占比持续下滑，UTV 成为行业发展新动力。全球全地形车销量高峰在 2005 年，销量规模达到 139 万台，其中 ATV 占比 82%。受到 2008 年全球金融危机影响，到 2010 年行业销量规模下滑至 74 万台，2011 年以来保持以 3%增幅平稳增长。2018 年，全地形车销量规模恢复到高峰时的 65%，90 万辆规模。但是销量结构发生重大变化，UTV 占比 59%。
- 全球全地形车市场规模近千亿。以单辆 10 万元均价计算，全球全地形车市场规模为 900 亿元，行业保持 3%左右的复合增长，与全球 GDP 增速有较高的相关性。从区域分布看，北美、欧洲、日本分别占据 73%、16%和 4%。

图表 17：全地形车增长动力来自于UTV



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 18：全地形车销量与全球GDP有较高相关性



来源：Wind，国金证券研究所

- 全球全地形车市场呈现寡头垄断格局。Polaris、Honda、Yamaha 三家公司垄断全地形车行业超过 70%的市场份额，其中 Polaris 一家公司占据全球 52%的市场份额，2019 年销售规模达到 467 亿元。

## 2.2 春风 CFMOTO 自有品牌跻身全球第二梯队，市场份额逐步扩张

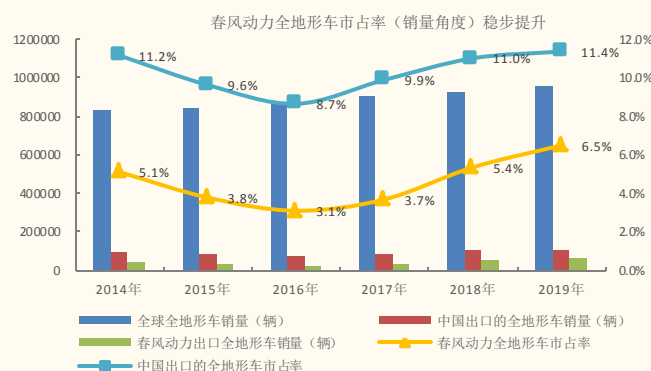
- 看海外，春风跻身全球全地形车第二梯队。全球全地形车市场来看，2019 年预计春风动力销量份额占比 6.5%，销售额角度占比 2%。公司在海外的市场份额呈现逐步扩张趋势。

图表 19：全球全地形车市场呈现寡头垄断格局

| 格局       | Polaris               | Honda本田         | 庞巴迪娱乐 | 北极星            | 雅马哈             | 春风动力           | 林海股份  |
|----------|-----------------------|-----------------|-------|----------------|-----------------|----------------|-------|
| 收入 (亿元)  | 417                   | 756             | 242   | 41             | 939             | 32             | 5.3   |
| 分区域      | 美国80%                 | -               | -     | -              | -               | 北美27%<br>欧洲28% | 国外47% |
| 全地形车收入占比 | 65%                   | 12%             | 39%   | 85%            | 10%             | 60%            | 43%   |
| 份额       | UTV43%<br>ATV33%      | UTV7%<br>ATV28% | -     | UTV9%<br>ATV8% | UTV5%<br>ATV15% | 2%             | 1%    |
| 毛利率      | 24.3%                 | 21%             | -     | 21%            | 42%             | 31%            | 8.39% |
| 净利率      | 4.8%                  | 4.6%            | -     | 5.6%           | 10%             | 5.7%           | 0.18% |
| 市场份额     | 北美73%；欧洲16%；日本4%；其他7% |                 |       |                |                 |                |       |

来源：各公司官网，国金证券研究所

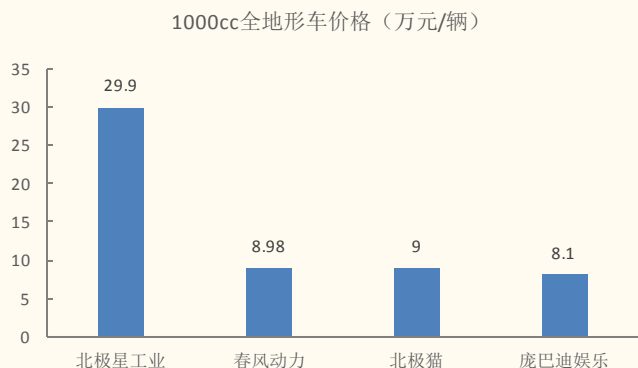
图表 20：春风动力全地形车市占率稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

- 春风动力与北极星、庞巴迪娱乐同系列产品定价基本相当。全地形车的价格根据排量大小有所差异，整体价格区间在 4~30 万元/辆不等。我们以 1000cc 排量的全地形车为例，北极星工业的价格是其他竞争对手的 2-3 倍，30 万元/辆。春风动力、北极星、庞巴迪娱乐三家公司同一排量下价格基本相当，8-9 万元/辆。

图表 21：1000cc 全地形车价格



来源：各公司官网，国金证券研究所

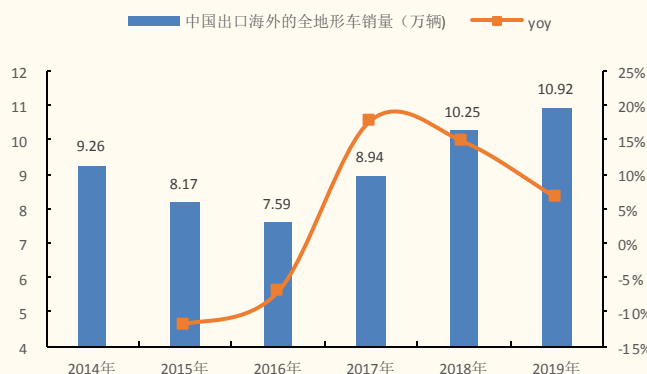
图表 22：春风动力跻身全地形车一线品牌



来源：北极星官网，国金证券研究所

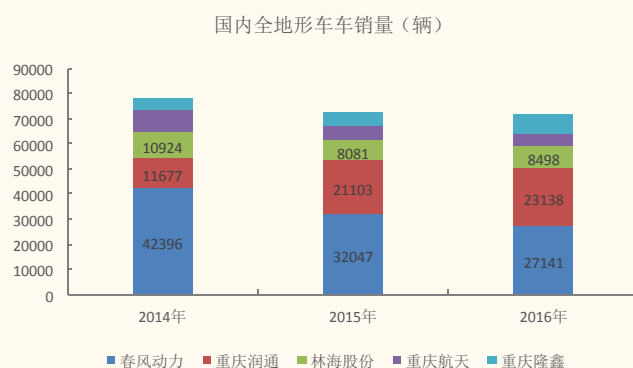
- 看国内市场，春风动力全地形车出口额占行业 70%以上的份额。我们预计，2017~2019 年，中国累计出口海外的全地形车数量分别为 8.94、10.25、10.92 万辆，同比增长 17%、15%和 7%；对应的出口额分别为 13.49、18.04 和 20.93 亿元，其中春风动力预计分别为 9.3、13.11 和 15.62 亿元，占比分别为 69%、73%、75%。

图表 23：中国出口海外的全地形车销量（单位：万辆）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：国内全地形车出口竞争格局（单位：辆）



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司主打 CFMOTO 自有品牌，全地形车产品覆盖 400~1000cc 大排量。ATV 包含 CFORCE 系列，根据排量分为 450、600、800、1000cc；SSV 包括 ZFORCE 系列，根据排量划分为 500、800、1000cc；UTV 包括 UFORCE 系列，根据排量分为 550、800、1000cc。

### 三、消费摩托车业务：毛利占比 27%，内销持续打造爆款品牌

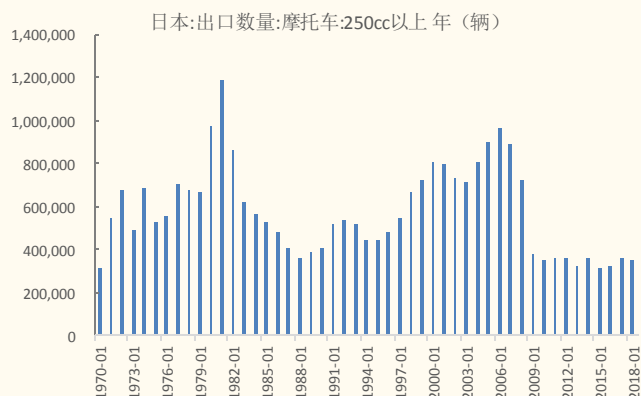
#### 3.1 大排量摩托车全球销量持平，国产品牌份额逐步提升

- 对于全球 250cc 以上大排量摩托车，我们以日本出口摩托车销量作为年度指标，反映行业规模变化情况（日本本田、雅马哈、川崎、铃木是大排量摩托车的主要参与者）。
- 预计全球 250cc 以上大排量摩托车每年需求量为 70 万辆。250cc 以上大排量摩托车行业高峰在 1981 年和 2006 年，日本年出口量为 119 和 97 万辆。2009 年以后日本每年出口数量稳定在 35 万辆左右。我们按照日本出口占全球大排量摩托车的 50%份额做假设，则对应一年销量规模有 70 万辆。250cc 以上大排量摩托车，主流需求在欧美地区（预计美国超过一半）；70%的份额被美国哈雷、日本本田和雅马哈垄断。
- 中国摩托车企业在 250cc 以上排量渗透率极低，未来国产化率将提升。2016 年，250cc 以上大排量摩托车中国地区本土企业销量在 4.3 万台左右，

占全球整个大排量摩托车行业规模的 6%。这是因为中国摩托车销量结构中主要集中在 100-150cc 排量，占比 72%。

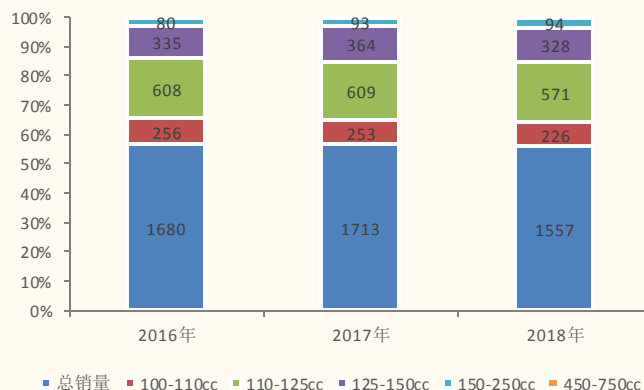
- 日本出口的大排量摩托车销量已经连续多年没有增长。我们认为这与国产大排量摩托车品牌的崛起有一定关联。

图表 25：日本出口的 250cc 以上摩托车销量（辆）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：中国摩托车销量每年 1500 万辆左右（万辆）



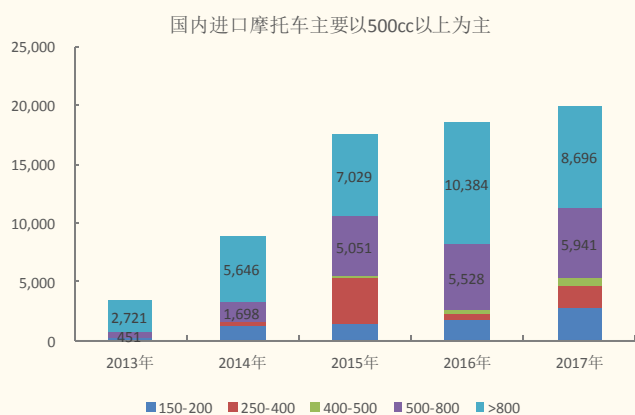
来源：Wind，国金证券研究所

- 通过分析中国进口和出口摩托车市场的销量和金额数据，我们得出以下结论：

(1) 国内摩托车品牌在 250-400cc 逐渐替代进口。国内进口摩托车主要以 500cc 以上为主，每年进口量在 1.5 万辆左右，金额在 10 亿元左右，而在 250-400cc 排量进口较少；如春风动力的 250NK 和 450NK 主打车型，市场占有率较高。

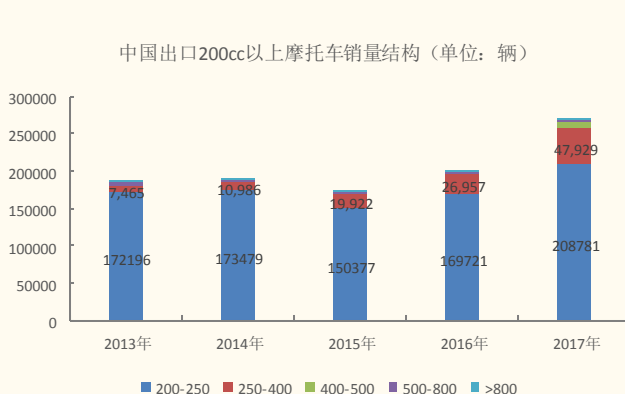
(2) 同等排量摩托车型，国内出口与进口价差逐步缩小，目前基本便宜 70% 以上，这表明国产摩托车品牌崛起开始挤占外资品牌份额。大排量摩托车进口价格较高是因为进口摩托车的关税较高所致。

图表 27：国内进口摩托车主要以 500cc 以上为主



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：中国出口 200cc 以上摩托车销量结构



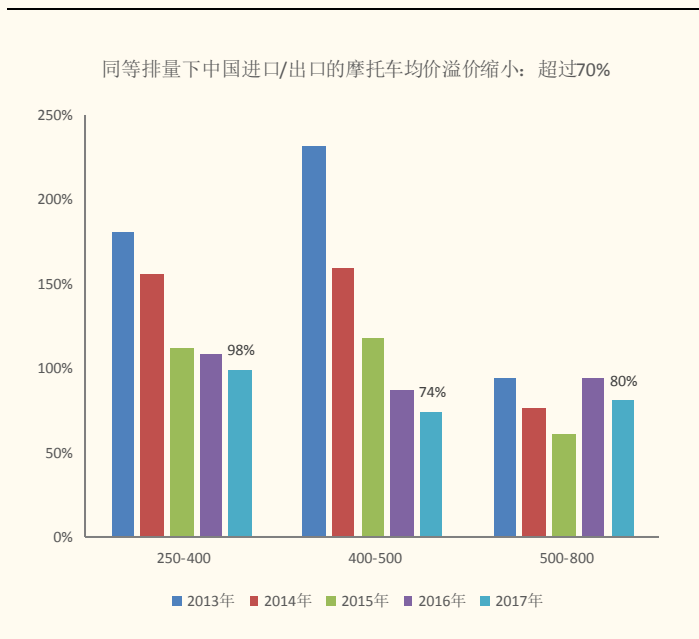
来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：摩托车行业竞争格局

| 竞争格局 | 介绍                                                 |
|------|----------------------------------------------------|
| 本田   | 日本企业，全地形车和摩托车收入108亿美元，年产量超过2000万辆                  |
| 雅马哈  | 日本企业，摩托车收入581亿元                                    |
| 川崎   | 日本企业，运动摩托车、赛车领域                                    |
| 铃木   | 日本企业，摩托车、摩托车艇，销售额1.83亿美元                           |
| 隆鑫通用 | 中国企业，50cc-650cc摩托车，15年销量94万台，销售额33亿元，均价3500元/辆     |
| 钱江摩托 | 中国企业，50cc-1130cc摩托车，15年销量41万台，销售额17亿元，均价4146元/辆    |
| 春风动力 | 中国企业，16年，250cc以上销量6785辆，国内行业份额18%，仅次于钱江；ASP=2.1万元。 |

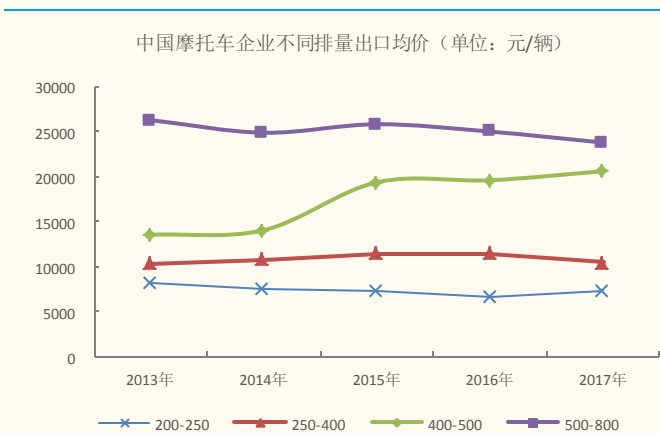
来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：中国出口摩托车均价在持续提升



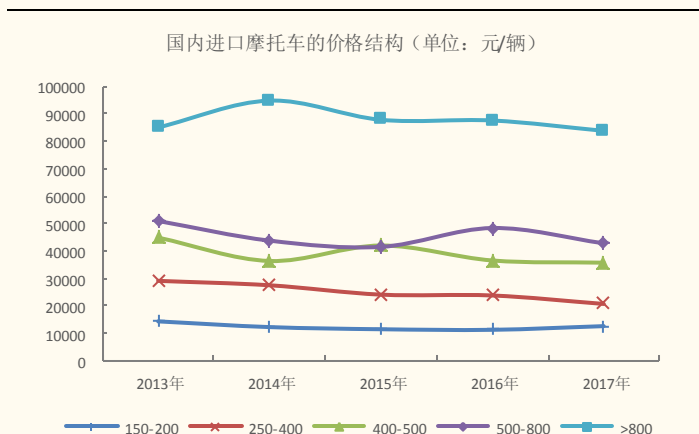
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：中国摩托车出口企业不同排量下价格结构



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：国内进口摩托车的价格结构



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2 国内大排量摩托车成长空间较大，春风善于打造爆款车型

- 公司大排量摩托车国内产销量仅次于钱江摩托。国内大排量摩托车市场品牌主要包括钱江集团、春风动力、重庆鑫源、宗申产业、重庆银翔。2016 年，春风动力 250cc 以上跨骑式摩托车国内销量 6785 台，仅次于钱江摩托的 2.14 万台。2018 年，钱江摩托 250cc 以上大排量摩托车出口海外 4 万辆，同比增长 25% (2017 年销量增速 30%以上)，内销产量 2.12 万辆，同比增长 10.71%。

我们注意到：(1) 钱江摩托车依靠性价比优势在海外依然保持快速增长势头；(2) 钱江摩托大排量摩托车在 2016 年与 2018 年销量基本持平，而春风动力大排量摩托车在国内市场近三年依然保持 30%以上的复合增长，体现了公司在国内摩托车品牌的竞争力。

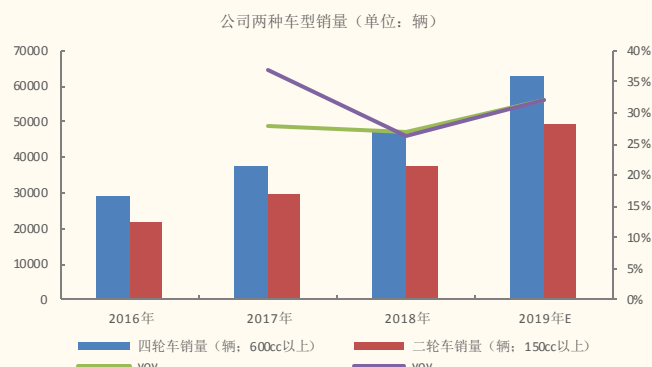
- 中国汽车工业协会《产销快讯》数据显示，公司>250cc 跨骑式摩托车产量、销量 2018 年分别占行业总量 14.43%、13.92%，2019 年上半年分别占行业总量 17.09%、17.79%，大排量行业龙头地位明显。

图表 33：公司大排量摩托车国内销量仅次于钱江

| 排名   | 2016年 |       |       | 2015年 |       |      | 2014年 |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|      | 企业名称  | 销售数量  | 市占率   | 企业名称  | 销售数量  | 市占率  | 企业名称  | 销售数量  | 市占率   |
| 1    | 钱江集团  | 21383 | 53%   | 钱江集团  | 19333 | 74%  | 钱江集团  | 14228 | 74%   |
| 2    | 春风动力  | 6785  | 16.8% | 春风动力  | 2419  | 9.2% | 春风动力  | 2042  | 10.5% |
| 3    | 重庆鑫源  | 4197  | 10%   | 重庆银翔  | 1853  | 7.0% | 立峰集团  | 1498  | 7.7%  |
| 4    | 宗申产业  | 3096  | 7.7%  | 立峰集团  | 1400  | 5.3% | 重庆望江  | 359   | 1.9%  |
| 5    | 重庆银翔  | 2408  | 6.0%  | 江苏雄风  | 450   | 1.7% | 江苏雄风  | 288   | 1.5%  |
| 销量合计 |       | 40273 |       |       | 26211 |      |       | 19295 |       |

来源：招股说明书，国金证券研究所（单位：台）

图表 34：公司两种车型销量（单位：辆）



来源：公司公告，国金证券研究所

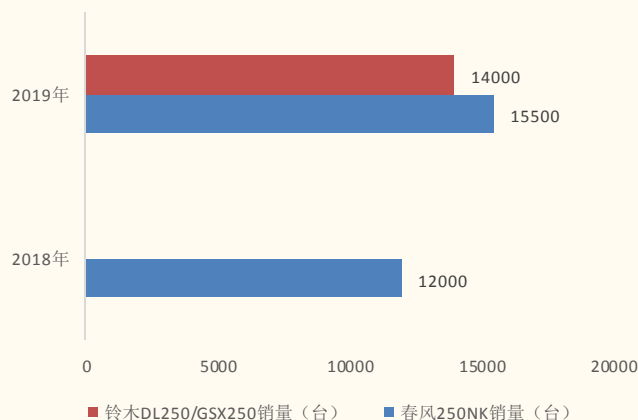
- 公司打造的 250NK 连续成为 2018 年和 2019 年国内 250 级别销量冠军。春风 250NK 分别以 12000 台和 15500 台，斩获 2018 年和 2019 年 250 级别销量冠军，领先于第二名铃木 DL250 或者 GSX250。
- 同等排量下，春风畅销车型具备性价比优势。摩托车消费者对摩托车价格和性能作平衡做出购买决策。春风 NK 系列摩托车在功率和价格方面由于同挡位进口摩托品牌。同为 250NK，春风动力 250NK 售价为 1.59-1.89 万元/辆，低于铃木 GSX250 的 2.86~3.068 万元/辆；但是春风 250NK 的功率却高于豪爵铃木的 GSX250。
- 我们认为公司紧跟国内消费者的消费需求，具有持续打造爆款车型的能力，保障了国内摩托车销量的快速增长。
- 重点车型的销量指标是观测国内大排量摩托车业务的高频指标，可以高频跟踪，目前缺乏公开性的数据。

图表 35：春风 250NK 蝉联两年销量冠军

|             | 售价             | 最大功率   | 哈罗评分 | 图片 |
|-------------|----------------|--------|------|----|
| 春风 250NK    | 1.59-1.89 万元/辆 | 19.5kw | 8.2  |    |
| 豪爵铃木 GSX250 | 2.86~3.06 万元/辆 | 18.4kw | 8.7  |    |
| 春风 400NK    | 2.99 万元/辆      | 31.5kw | 7.3  |    |
| 川崎 Ninja400 | 4.88~4.98 万元/辆 | 33.4kw | 8.0  |    |

来源：哈罗摩托，国金证券研究所

图表 36：春风 250NK 新获 2018 和 2019 年销售冠军



来源：哈罗摩托，国金证券研究所

## 四、竞争优势：品牌是行业最核心竞争要素

### 4.1 公司竞争优势：短期比拼性价比和渠道，长期塑造品牌力

- 公司所在全地形车和消费摩托车行业同时面临技术、环保、安全、品牌和资金壁垒，这些行业壁垒限制了行业新进入者，我们认为最核心的竞争要素为品牌竞争力。公司全地形车业务未来增长空间主要来自北美地区市场份额的提升：短期依靠性价比+渠道能力建设+售后服务能力建设；长期依靠品牌竞争力的塑造。

- **春风 CMFOTO 品牌在欧洲地区市占率较高。**公司在海外市场主要拓展全地形车业务，目前在捷克、土耳其、罗马尼亚、西班牙、瑞典、波兰、俄罗斯、德国、奥地利、瑞士、英国、智利、斯洛文尼亚、葡萄牙等国家市占率较高。2018 年，公司在欧洲市场收入 7 亿元，毛利率 24%。
- **春风 CMFOTO 品牌在北美抢占市场份额。**北极星工业垄断全球 52%的全地形车市场份额，采取高举高打战略，如同为 1000cc 全地形车，北极星工业的产品定价为 29.9 万元/辆，远高于春风动力、庞巴迪娱乐、北极猫 8-9 万元/辆的价格定位。且北极星工业全地形车产品的排量一般为 800cc 以上超大排量。2007 年，公司开始拓展北美市场，2018 年，公司在北美市场收入 6.93 亿元，与欧洲市场收入基本持平，毛利率 46%。
- **北美和欧洲地区业务毛利率差异主要是销售模式不同。**公司全地形车业务在北美地区拓展是通过“公司子公司+经销商”模式，而在欧洲是通过“品牌代理+经销商”模式。北美业务拓展模式有利于将部分利润留在体内，故盈利能力较高。公司子公司 CFP 在美国各地州拥有 220 余家经销商，在美国以外的海外其他地区拥有 30 余家区域经销商，产品通过经销商及其零售渠道向全球销售。

图表 37：公司所在行业面临的竞争壁垒较高

| 护城河 | 技术                                                                                 | 环保                                                     | 安全                                               | 品牌                         | 资金                            |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| 具体  | 1、工业设计技术；<br>2、电喷技术；<br>3、多气门水技术；<br>4、冷发动机技术；<br>5、轻量化技术；<br>6、动力引擎技术；<br>7、悬挂能力； | 1、欧洲标准；<br>2、美国标准；<br>3、英国标准；<br>4、澳大利亚标准<br>5、EPA适用法规 | E-MARK<br>认证                                     | 海外市场推广<br>售后服务能力           | 持续的资金投入                       |
| 难度  | 设计研发是差异化的前提                                                                        | 新进入企业产品因技术、生产管理等原因，在短期内很难完全达到上述标准                      | 1、机械本身的安全性<br>2、操作人员的安全性<br>3、避免产品种有害物<br>质对人体伤害 | 海外销售网络，经销商的模式、数量、质量决定了产品品牌 | 持续的固定资产投资提高规模化生产能力、降低成本，提高附加值 |

来源：各公司官网，国金证券研究所

- **公司坚持自主品牌战略，持续打造核心品牌竞争力。**钱江摩托大排量摩托车在海外保持高增长的势头，表明国产品牌车企有能力跻身行业一流，目前春风动力自主品牌收入占比超过 96%。提升品牌力主要通过以下方面：
  - (1) **持续打造爆款车型。**公司具有持续打造爆款车型的能力，250NK 连续成为 2018 年和 2019 年国内 250 级别销量冠军。爆款产品的打造体现了公司产品研发、市场营销、售后服务、渠道建设等综合能力。
  - (2) **被选为全国唯一国宾护卫专用车，提升国际形象。**公司产品作为国宾护卫专用车，在“一带一路”高峰论坛、厦门金砖峰会、G20 杭州峰会、APCE 会议、纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 70 周年阅兵式等活动中均有精彩亮相，2018 年 CF650G 更是首次作为军援装备，走出国门护卫各国政要，担负了阿根廷 G20 会议礼宾护卫和巴布亚新几内亚 APEC 峰会的护卫任务，同时作为公安部援助单位首次援助巴拿马护卫习主席受到高度赞誉，展现了优秀的中国品牌形象；

(3) **打造摩托车摩友社区口碑。**公司以摩托车骑行文化为纽带，积极打造以春风为代表的特色机车文化，通过各种俱乐部活动、数据库后台服务和“春风动力摩托俱乐部网络社区”为核心工具，构建属于春风动力车友自己的独有生活方式和交友平台，在广大车迷爱好者中享有较高的市场声誉。

(4) **通过赛事宣传扩大品牌影响力。**公司充分利用体育赛事赞助冠名、电影拍摄支持、参加国际越野拉力赛以及展会、网络宣传、报刊杂志等渠道进行品牌推广，如向《战狼 2》赞助全地形车用于拍摄，灵活穿梭在狭窄小道上的春风 Z8 全地形车成为影迷关注焦点；赞助美国人斐白哥、英国人爱妮驾驶春风 650TR 骑行 33,357 公里，创造了“双人单骑单个国家最长摩托车之旅”的世界纪录；春风 650NK 作为曼岛 TT 赛中唯一一款中国品牌摩托车，与来自世界各地的顶尖机车同台竞技，在轻量级组别揽获奖牌。

(5) **经销商渠道能力建设和管理。**经销商的数量和质量则直接取决于公司积累的品牌声誉及管理能力。目前公司经销网点数量超过 2700 家，公司通过定期培训的方式，加强对销售网点的运营和管理。

(6) **提高售后服务质量。**公司在海外地区以超出竞争对手北极星工业的售后服务标准来吸引终端用户，包括代理商技能培训、配件供应体系、客户走访机制、投诉反馈等。

图表 38：公司海外经销商管理



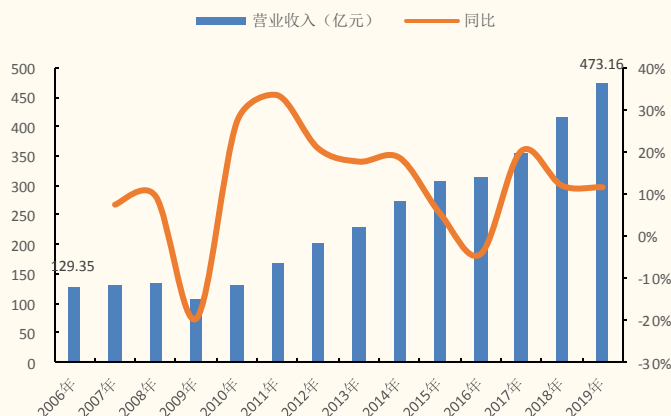
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

#### 4.2 需求高频跟踪：Polaris 季度收入同比和美国 GDP 同比

- 北极星工业是全球全地形车行业的龙头，市占率约为 52%。英文简称 Polaris，1954 年在美国明尼苏达州成立，是雪地摩托车的创始者。目前产品结构包括全地形越野车、雪地摩托车、美式巡航摩托车。2019 年度公司营业收入规模为 473 亿元，净利润规模 23 亿元，市值 364 亿元（以 2020 年 3 月 4 日股价为基准）。公司近十年收入复合增速 16%，净利润复合增速 13%。
- 北极星工业以美国市场和全地形车业务为主。从产品收入结构看，公司雪地车收入 269 亿元（占比 57%），摩托车 37 亿元（占比 8%）；从区域收入结构看，公司美国收入 335 亿元（占比 70%）。

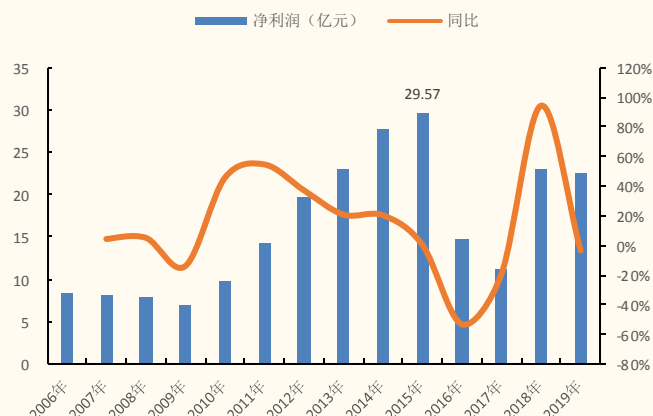
- 公司全地形车包括剃刀系列、游侠系列、运动家系列、青少年系列。1000cc 大排量产品居多，定价在 10 万元~30 万元/辆不等。

图表 39：北极星工业近十年收入复合增速 16%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：北极星工业近十年净利润复合增速 13%

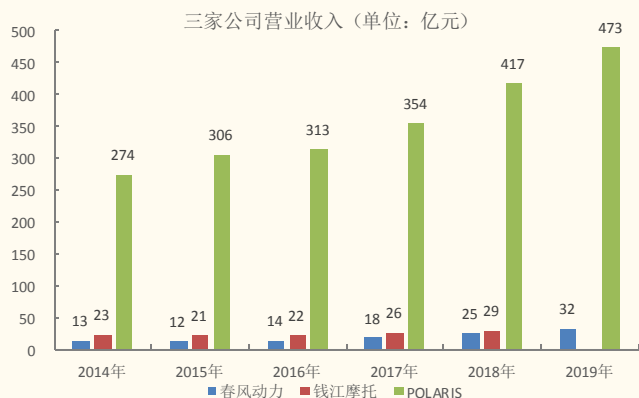


来源：Wind，国金证券研究所

- 我们将北极星工业、钱江摩托、春风动力三家公司进行比较：

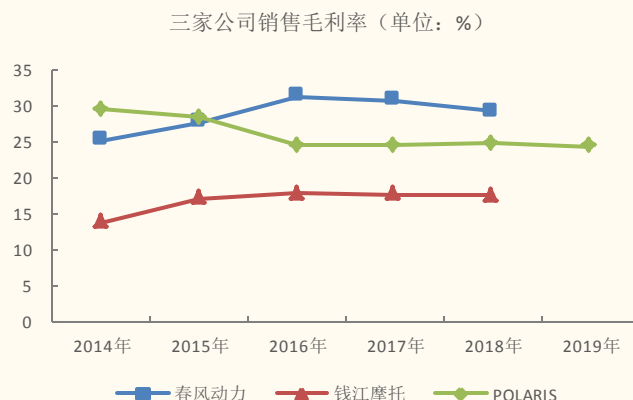
- (1) 春风动力在美国市场成长空间较大。全球全地形车市场主要在美国，培育了 467 亿的巨头北极星工业。北极星工业在美国市场收入达到 335 亿元，相比春风动力目前在美国收入仅 7 亿元，仅占北极星工业收入规模 2%。我们判断，掌握大排量发动机水冷技术的春风在同样排量产品上，将依靠价格和售后服务优势持续抢占竞争对手的份额。
- (2) 春风动力的销售费用率最高。春风动力销售费用率达到 14%，高于钱江摩托和北极星工业。公司在海外拓展经销商网络、参加赛事冠名等有较高投入，2018 年公司新开拓 23 家客户，749 家销售网点，其中包含 4 家 KTM 销售网络，2019 年公司又新增设 3 家 KTM 销售网络。
- (3) 春风动力营运能力持续提升。公司存货周转天数两个月，应收账款周转天数 1 个月。营运能力高于北极星工业和钱江摩托。
- (4) 春风动力净资产收益率近三年稳定在 13%~15%。

图表 41：三家公司营业收入（单位：亿元）



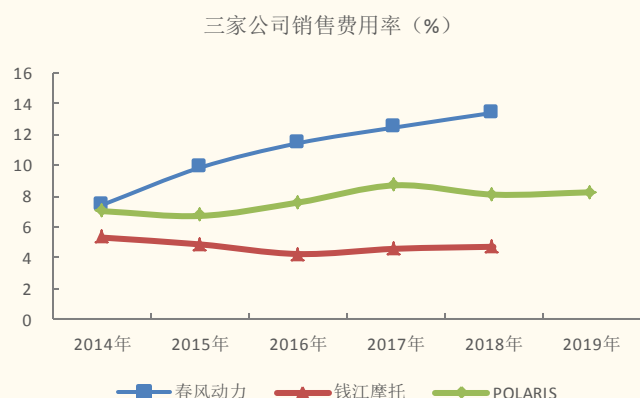
来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：三家公司销售毛利率（单位：%）



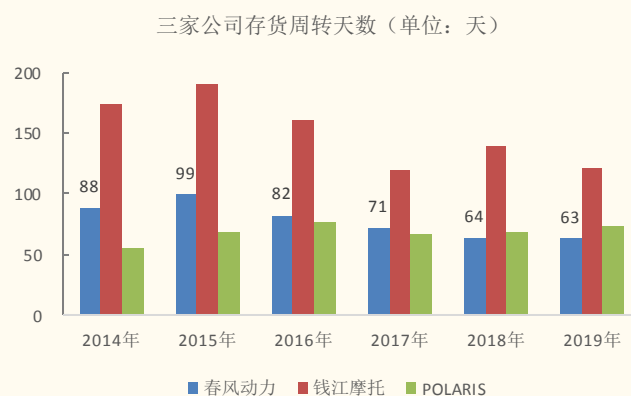
来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：春风动力销售费用率相对较高（单位：%）



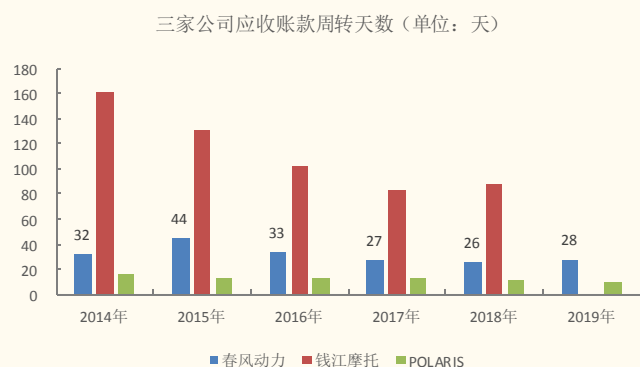
来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：三家公司存货周转天数（单位：天）



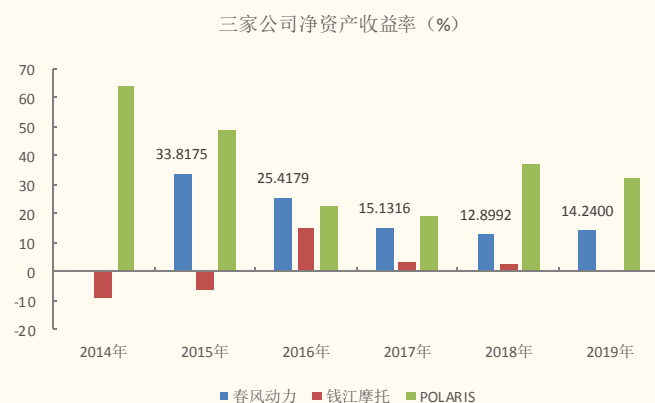
来源：Wind，国金证券研究所

图表 45：春风动力应收账款周转天数在 1 个月左右



来源：Wind，国金证券研究所

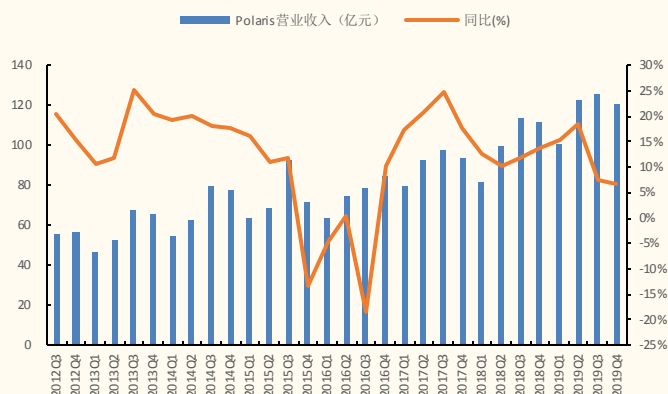
图表 46：三家公司净资产收益率（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

- 北极星工业的季度报表数据和美国单季度 GDP 可以作为观察全地形车行业需求的前瞻指标。北极星工业收入规模 473 亿元，80%收入来源于美国，占全球市占率 52%，因此其收入波动一定程度上能够反映出行业的波动。2019 年四个季度单季度收入增速分别为 15%、18%、7%和 7%，收入保持相对强劲。
- 2015Q4~2016Q3，Polaris 单季度收入出现下滑，公司在年报解释原因：（1）2015 年四季度美国 GDP 增速下滑到 1.9%，前值 2.4%，且整个 2016 年美国 GDP 同比增速均在 2%以下。（2）2015 年底，天气异常高，滑雪车需求减弱。
- 2019 年 Q2~Q4，美国 GDP 同比增速在 2.1%~2.4%，未到 2%以下，目前需求依然维持强劲。

图表 47: Polaris 单季度收入作为高频指标



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 美国 GDP 同比与 Polaris 收入相关性较高



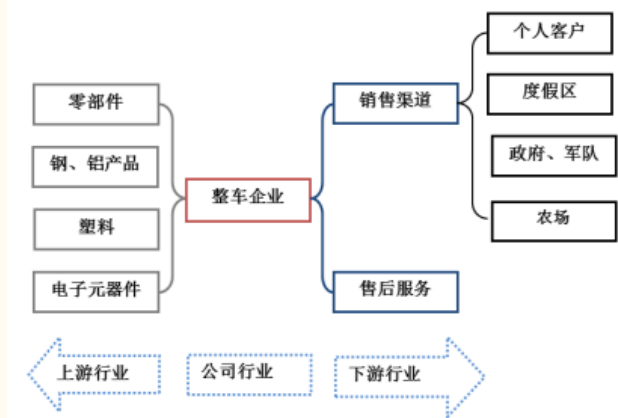
来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.3 客户结构: 销售模式以经销模式为主

##### ■ 公司拓展市场的方式主要依赖于经销网络的搭建。

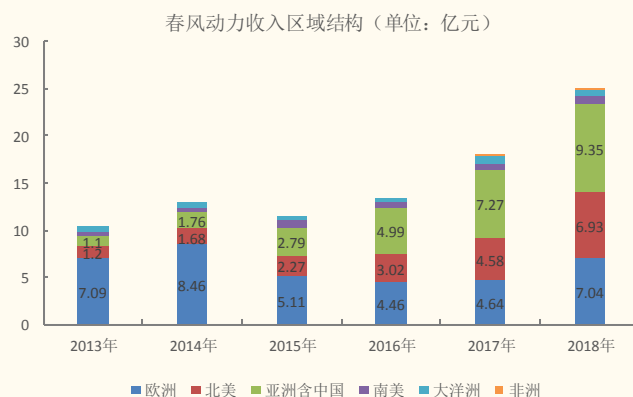
- (1) 公司全地形车业务主要通过经销商销往海外市场, 2017 年上市之初, 公司子公司 CFP 在美国各地州拥有 220 余家经销商, 在美国以外的海外其他地区拥有 30 余家区域经销商, 产品通过经销商及其零售渠道向全球销售。2017 年, 公司拥有 1951 个经销网点, 到 2018 年扩张为 2700 家, 新开拓 23 家客户;
- (2) 公司大排量摩托车主要通过国内 200 多家经销商网络或对直销客户 (如公安、交警等) 直接销售实现, 其中经销模式收入占比超过 90%。

图表 49: 春风动力收入区域结构



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 50: 春风动力收入区域结构

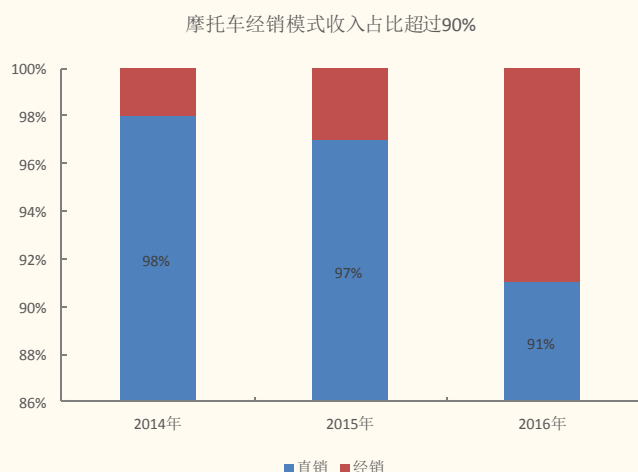


来源: Wind, 国金证券研究所

##### ■ 经销商的质量和管理的决定了公司在海外的品牌影响力。

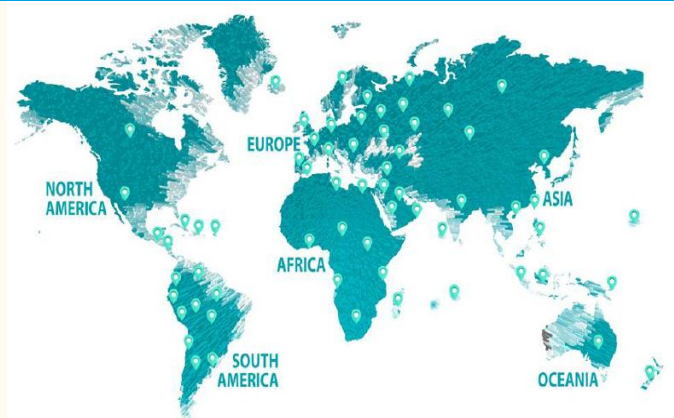
- (1) 国外销售: 经销商一般需按月向公司提交采购订单, 并在公司确认订单前五日预付 30% 左右货款, 尾款支付完成后方可获得海运提单及其他文件进行, 提货。客户付款方式多为电汇付款, 少量采取信用证结算;
- (2) 国内销售: 公司一般与国内经销商按年签署销售合同, 约定经销商的销售任务、授权销售区域、产品营销方案、售后服务等。除对部分公务车直销客户采用赊销外, 公司与国内经销商多采取现款现货方式结算。

图表 51：春风动力摩托车经销收入占比超过 90%



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 52：春风动力 2017 年上市时的经销商体系布局



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司 2014~2016 年，公司前五大客户主要为欧洲企业：TC AWM、ATV Sweden、公安部警用装备采购中心、KSR Group GMBH、Mojo Motorcycles Australia。公司前五大客户收入占比为 30%左右，下游客户较为分散。
- (1) 第一大客户：TC AWM，是俄罗斯企业，最早占公司 40%以上的收入占比，后降至 2016 年的 7%左右。TC AWM 总部位于俄罗斯圣彼得堡，主要从事摩托车、汽车销售。该公司系 CFMoto 在俄罗斯、白俄罗斯唯一代理商，股东为 Koynov Sergey Vladimirovich (34%)，Inkin Sergey Yuryevich (26%)，Forteh Alliance Limited (20%)，Bogdanov Viktor Vladimirovich (20%)。
- (2) 第二大客户：ATV Sweden，是瑞典企业，Silverstone Gruppen 的子公司，是瑞典最大的四轮车代理商。
- (3) 第三大客户：公安部警用装备采购中心，中国政府。
- (4) 第四大客户：KSR Group GMBH，是奥地利企业，该公司是一家以生产、销售、维修摩托车及配件为主业的公司，2014-2015 财年营业收入 4170 万欧元。
- (5) 第五大客户：Mojo Motorcycles Australia，澳大利亚企业，该公司是一家专业动力摩托、ATV 的代理商，其主要市场为澳大利亚、新西兰，在上述销售区域拥有 100 余家经销网点，主要经销品牌有 CFMoto, Sherco Motorcycles, Kymco, Landboss 和 SWM。

**图表 53：2014~2016 年春风动力前五大客户**

报告期，公司前五大销售客户销售金额及占比情况如下：

| 期间     | 前五大客户                      | 销售金额（万元）  | 占总销售额的比例（%） |
|--------|----------------------------|-----------|-------------|
| 2016 年 | TC AWM                     | 9,741.20  | 6.95        |
|        | ATV Sweden                 | 8,694.32  | 6.21        |
|        | 公安部警用装备采购中心                | 7,502.10  | 5.35        |
|        | KSR Group GMBH             | 5,983.07  | 4.27        |
|        | MOJO Motorcycles Australia | 4,582.48  | 3.27        |
|        | 合计                         | 36,503.17 | 26.05       |
| 2015 年 | TC AWM                     | 15,898.39 | 13.25       |
|        | ATV Sweden                 | 8,893.43  | 7.41        |
|        | KSR Group GMBH             | 7,197.52  | 6.00        |
|        | Groupo SIMPA               | 5,849.76  | 4.87        |
|        | MOJO Motorcycles Australia | 5,160.27  | 4.30        |
|        | 合计                         | 42,999.37 | 35.83       |
| 2014 年 | TC AWM                     | 54,188.10 | 40.48       |
|        | ATV Sweden                 | 6,431.27  | 4.80        |
|        | KSR Group GMBH             | 5,825.70  | 4.35        |

来源：招股说明书，国金证券研究所

**图表 54：2016 年春风动力海外客户以欧洲为主**

单位：万元

| 地区    | 主要客户名称                      | 2016 年    |           | 2015 年    |         | 2014 年     |
|-------|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|---------|------------|
|       |                             | 金额        | 变动率       | 金额        | 变动率     | 金额         |
| 欧洲    | TC AWM                      | 9,741.20  | -38.73%   | 15,898.39 | -70.66% | 54,188.10  |
|       | ATV SWEDEN                  | 8,694.32  | -2.24%    | 8,893.43  | 38.28%  | 6,431.27   |
|       | KSR GROUP GMBH              | 5,983.07  | -16.87%   | 7,197.52  | 23.55%  | 5,825.70   |
|       | JOUMEYMAN EUROPE            | 3,873.64  | 50.44%    | 2,574.89  | -10.47% | 2,875.85   |
|       | GOES EUROPE                 | 2,961.51  | -33.16%   | 4,431.01  | 26.20%  | 3,511.06   |
|       | GD FRANCE                   | 2,849.29  | -25.57%   | 3,828.34  | 2.86%   | 3,721.83   |
|       | MOTO HOBIOU                 | 1,035.13  | 32.74%    | 779.84    | -30.55% | 1,122.93   |
|       | AUTHENTIC SPIRIT            | 1,952.62  | 87.44%    | 1,041.71  | -5.49%  | 1,102.21   |
|       | UGUR MOTO RLARACLAR         | 1,372.05  | 680.29%   | 175.84    | -64.23% | 491.60     |
|       | IMEX                        | 1,165.36  | 44.66%    | 805.57    | 54.85%  | 520.24     |
|       | QUADZILLA                   | 1,859.96  | 2.58%     | 1,813.24  | 18.46%  | 1,530.63   |
| 北美    | CANADA MOTOR IMPORT         | 4,371.80  | 133.88%   | 1,869.25  | -67.30% | 5,715.65   |
| 南美    | GRUPO SIMPA                 | 1,649.06  | -71.81%   | 5,849.76  | 388.57% | 1,197.32   |
| 大洋洲   | MOJO MOTOR CYCLES AUSTRALIA | 4,582.48  | -11.20%   | 5,160.27  | 1.11%   | 5,103.78   |
| 亚洲    | JAHANRO INDUSTRIAL          | 1,986.94  | 15959.47% | 12.37     | -       | -          |
| 合计    |                             | 54,078.43 | -12.03%   | 60,331.43 | -34.81% | 93,338.18  |
| 外销总收入 |                             | 88,774.51 | -2.02%    | 90,604.62 | -21.53% | 115,470.35 |
| 占比    |                             | 60.92%    |           | 66.59%    |         | 80.83%     |

来源：招股说明书，国金证券研究所

#### 4.4 联手奥地利 KTM 提升品牌影响力

- **KTM 是世界著名的越野摩托车开发者。**奥地利品牌，1934 年诞生，强项是越野摩托。1998 年，KTM 首次参加第 20 届 DAKAR，包揽了第二名到第十二名；2004 年，KTM 获得 17 个世界冠军，累计获得了 104 个冠军；截至到 2005 年，KTM 已经连续 5 年蝉联摩托组冠军。目前在产的有 690 ENDURO-R、690 SMC-R、690 DUKE 及 690 DUKE-R 共计五款车型。KTM 也在开发赛车，2008 年，KTM 就推出了 X-Bow 赛车。2020 年，推出它的第二款赛车——X-Bow GTX，售价达到 18.12 万美元。

(1) 公司与 KTM 的合作始于 2013 年 6 月，公司与 KTM 签订了合作合同，展开包括销售代理、CKD 制造、技术等全面立体式合作。2013 年 10 月，公司授权上海、北京两家经销商为 KTM R2R 经销商，标志着 KTM R2R 正式进入中国市场。

(2) 2014 年 3 月，KTM R2R 与春风动力合作之后的最大成果：CKD 组装车型 200Duke 和 390Duke 正式在春风动力工厂下线发布。

(3) 2017 年 10 月，CFMOTO 与 KTM 正式签订了《CFMOTO-KTM 合资协议》。

(4) 2018 年 3 月，CFMOTO-KTM R2R 合资新工厂盛大举行，计划投产 5 万台高性能摩托车。同年，公司在国内开拓了 4 家 KTM 销售网络。

(5) 2019 年，公司在国内开拓了 3 家 KTM 销售网络。

- **公司目前收入结构中，96%以上为自有品牌，同时公司利用 KTM 品牌在全球的影响力和销售网络，有利于完成自有品牌的进化 and 产品销售。**

### 五、盈利预测与估值

#### 5.1 盈利预测：近三年业绩复合 30%以上增长

- **公司四轮车业务主要为全地形车，出口到欧美市场，目前全地形车产品增长主要动力来自海外市场份额的提升，竞争优势在于产品性价比和售后服务等。**公司 2018 年以来，加大了对海外经销商网络的建设，将支撑 2019~2021 年海外业绩的释放。预计 2019~2021 年收入增速分别为 31%、30%和 32%。

**销量假设：**得益于 2018~2019 年公司在海外销售网络布局，全地形车进入业绩收获期，2019~2021 年，全地形车销量分别为 6.31、8.20、10.51 万台，年复合增速接近 30%。

**价格假设：**2019~2021 年，由于产品结构升级，大排量全地形车占比提升带动 ASP 提升，价格分别为 32000、32000、33000 元。

**毛利率趋势预测：**公司全地形车业务在北美地区毛利率 46%，高于欧洲地区 24%的毛利率，未来公司随着美国市场和大排量全地形产品占比提升，毛利率将持续提升，预计 2019~2021 年，全地形车毛利率为 34%、35%和 36%。

- 公司二轮车业务主要为摩托车，内销国内市场。目前公司在国内大排量摩托车 250-450cc 级别具有较强的竞争优势，持续打造爆款车型，未来产品结构将进一步往更大排量升级。同时公司与 KTM 在国内合资建厂，将进一步提升公司品牌影响力，同时加快摩托车业务的增速。预计 2019~2021 年收入增速分别为 43%、38%和 38%。

**销量假设：**公司在国内 KTM 合作建厂 5 万台将投产，叠加销售网络持续布局放量，预计 2019~2021 年，二轮车销量分别为 5.4、7.3、9.8 万台，年复合增速超过 30%。

**价格假设：**2019~2021 年，由于产品结构升级，大排量摩托车结构优化带动 ASP，价格分别为 21000、21500、22000 元。

**毛利率趋势预测：**产品结构升级因素与国内竞争激烈因素对冲，预计毛利率未来三年持平 28%左右。

**图表 55：春风动力收入模型**

|                  | 2017 年       | 2018 年       | 2019 年 E     | 2020 年 E     | 2021 年 E     |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>四轮车</b>       |              |              |              |              |              |
| 销量 (万台)          | 3.76         | 4.78         | 6.31         | 8.20         | 10.51        |
| 价格 (元/辆)         | 28000        | 32200        | 32000        | 32000        | 33000        |
| 营业收入 (亿元)        | 10.54        | 15.39        | 20.20        | 26.27        | 34.68        |
| Yoy              |              | 46%          | 31%          | 30%          | 32%          |
| 毛利率              | 33%          | 34%          | 34%          | 35%          | 36%          |
| <b>二轮车</b>       |              |              |              |              |              |
| 销量 (万台)          | 2.97         | 3.75         | 5.40         | 7.28         | 9.84         |
| 价格 (元/辆)         | 21500        | 21000        | 21000        | 21500        | 22000        |
| 营业收入 (亿元)        | 6.37         | 7.9          | 11.33        | 15.66        | 21.64        |
| yoy              |              | 24%          | 43%          | 38%          | 38%          |
| 毛利率              | 26%          | 27%          | 28%          | 28%          | 29%          |
| <b>其他业务</b>      |              |              |              |              |              |
| 营业收入 (亿元)        | 1.27         | 2.16         | 1.97         | 2.30         | 3.08         |
| yoy              |              | 70%          | -9%          | 17%          | 34%          |
| 毛利率              | 55%          | 25%          | 28%          | 30%          | 30%          |
| <b>合计收入 (亿元)</b> | <b>18.18</b> | <b>25.45</b> | <b>32.59</b> | <b>42.32</b> | <b>56.05</b> |
| yoy              |              | 30%          | 28%          | 30%          | 32%          |
| 毛利率              | 33%          | 31%          | 31%          | 32%          | 33%          |

来源：国金证券研究所绘制

- 预计 2019~2021 年，公司实现的营业收入分别为 32.6、42.3、56.1 亿元，同比增长 28%、30%和 32%；综合毛利率分别为 31%、32%、33%。

图表 56：春风动力三项费用率

|       | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 E | 2020 年 E | 2021 年 E |
|-------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 销售费用率 | 12%    | 13%    | 13.2%    | 13.2%    | 13.2%    |
| 管理费用率 | 11.54% | 4.45%  | 4.4%     | 4.2%     | 4.2%     |
| 研发费用率 | —      | 6.39%  | 5.29%    | 5.6%     | 5.6%     |
| 财务费用率 | 0.8%   | -1.1%  | -0.7%    | -0.4%    | 0.1%     |
| 所得税率  | 5.8%   | 4.6%   | 6.4%     | 7.0%     | 7.4%     |
| 净利率   | 5.4%   | 4.7%   | 5.6%     | 6.4%     | 6.7%     |

来源：国金证券研究所绘制

- 预计 2019~2021 年，公司①销售费用率维持在 13.2%左右；②管理费用率维持在 4.2%水平；③财务费用率维持在-1%~0 水平上；④研发费用率保持在 5.6%水平；⑤所得税率为 7.0%。
- 综上，预计 19-21 年公司净利润 1.84/2.71/3.73 亿元，同比增长 53%/48%/37%，EPS 分别为 1.37、2.02 和 2.77 元，PE 分别为 31、21 和 15 倍。

## 5.2 估值分析：2020 年合理市值 81 亿元

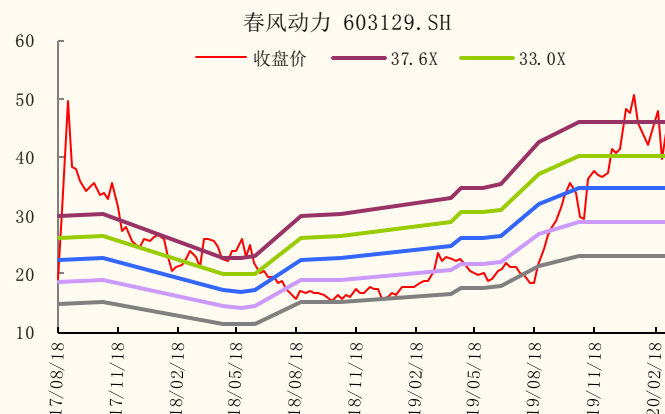
- 春风动力可比公司包括 Polaris、钱江摩托、八方股份等。2007-2016 年，Polaris 的估值中枢为 20 倍，最高达到 30 倍；2016 年~2018 年，公司估值中枢在 30 倍，最高达到 45 倍。2000~2006 年，钱江摩托的估值中枢在 30 倍左右；八方股份 PE (TTM) 为 38 倍。
- 考虑到公司处于快速成长性、行业竞争壁垒较高、面向终端的消费属性，我们给予公司 30~35 倍估值区间，2020 年目标市值 81 亿元，给予“买入”评级。

图表 57：对标公司核心指标比较

| 名称      | 业务       | PE (TTM) | 股价    | 净利润   | 市值  |
|---------|----------|----------|-------|-------|-----|
| 春风动力    | 全地形车+摩托车 | 36 倍     | 44.08 | 1.84  | 59  |
| 钱江摩托    | 摩托车      | 18 倍     | 11.44 | 2-2.5 | 52  |
| Polaris | 全地形车+摩托车 | 16 倍     | 85.59 | 22.6  | 368 |
| 八方股份    | 电动车电机    | 38 倍     | 98.7  | 2.32  | 118 |

来源：Wind，国金证券研究所（净利润、市值单位：亿元；日期 3 月 6 日）

图表 58：给予公司今年合理估值 30~35 倍



来源：Wind，国金证券研究所

## 六、风险提示

- 欧美疫情恶化对经济影响超预期：全地形车和大排量摩托车市场景气度与美国 GDP 有较强的相关性，如果海外疫情恶化超预期，对 GDP 带来较明显的冲击，则会打击全地形车行业的短期需求。国内疫情发展对一季度大排量摩托车的出货量也会有不利影响。
- 国内进口摩托车关税取消或降低对国产车品牌影响超预期：目前进口 500cc 以下的摩托车关税是 45%，500cc-800cc 的关税是 40%，800cc 以上的关税是 30%，这个税率是最惠国待遇，如果不是最惠国，关税税率是

150%，除了关税，还有增值税 17%和消费税 10%。如果对进口摩托车的关税税率调低或取消，将打击国产摩托车品牌的市场需求。

- **中美贸易战恶化超预期：**全地形车和摩托车在中美征收关税清单里，公司去年下半年已经申请得到关税豁免，如果中美贸易战进一步恶化超预期，则有可能对关税重新征收，从而降低公司性价比优势。
- **汇率大幅变动风险：**公司海外收入占比较高，接近 70%，如果人民币汇率发生较大变化，容易产生较大的汇兑损失或收益，对业绩产生较大不确定性。
- **股权质押风险：**公司第二大股东重庆春风投资有限公司质押 745 万股，占总股本 5.54%。
- **限售股解禁风险：**2020 年 8 月 18 日，公司有 6815.6 万股限售股面临解禁，占目前流通股数的 104%。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                   | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>主营业务收入</b>     | <b>1,401</b> | <b>1,818</b> | <b>2,545</b> | <b>3,259</b> | <b>4,233</b> | <b>5,606</b> |
| 增长率               |              | 29.7%        | 40.0%        | 28.0%        | 29.9%        | 32.4%        |
| 主营业务成本            | -937         | -1,224       | -1,768       | -2,260       | -2,890       | -3,770       |
| %销售收入             | 66.9%        | 67.3%        | 69.5%        | 69.3%        | 68.3%        | 67.3%        |
| 毛利                | 464          | 594          | 777          | 999          | 1,343        | 1,835        |
| %销售收入             | 33.1%        | 32.7%        | 30.5%        | 30.7%        | 31.7%        | 32.7%        |
| 营业税金及附加           | -39          | -53          | -49          | -75          | -97          | -129         |
| %销售收入             | 2.8%         | 2.9%         | 1.9%         | 2.3%         | 2.3%         | 2.3%         |
| 营业费用              | -156         | -220         | -334         | -430         | -559         | -740         |
| %销售收入             | 11.1%        | 12.1%        | 13.1%        | 13.2%        | 13.2%        | 13.2%        |
| 管理费用              | -189         | -210         | -276         | -326         | -415         | -549         |
| %销售收入             | 13.5%        | 11.5%        | 10.8%        | 10.0%        | 9.8%         | 9.8%         |
| 息税前利润 (EBIT)      | 80           | 111          | 118          | 168          | 272          | 417          |
| %销售收入             | 5.7%         | 6.1%         | 4.6%         | 5.2%         | 6.4%         | 7.4%         |
| 财务费用              | 13           | -15          | 29           | 22           | 15           | -6           |
| %销售收入             | -0.9%        | 0.8%         | -1.1%        | -0.7%        | -0.4%        | 0.1%         |
| 资产减值损失            | -7           | -11          | -16          | 3            | -7           | -13          |
| 公允价值变动收益          | 0            | 0            | 2            | -3           | -3           | -3           |
| 投资收益              | 0            | 3            | -24          | 10           | 10           | 10           |
| %税前利润             | 0.1%         | 3.2%         | n.a          | 4.8%         | 3.4%         | 2.4%         |
| 营业利润              | 86           | 102          | 114          | 206          | 292          | 411          |
| 营业利润率             | 6.1%         | 5.6%         | 4.5%         | 6.3%         | 6.9%         | 7.3%         |
| 营业外收支             | 10           | 3            | 4            | 3            | 3            | 3            |
| 税前利润              | 96           | 105          | 118          | 209          | 295          | 414          |
| 利润率               | 6.9%         | 5.8%         | 4.6%         | 6.4%         | 7.0%         | 7.4%         |
| 所得税               | -8           | -8           | 1            | -25          | -24          | -41          |
| 所得税率              | 8.0%         | 7.6%         | -0.5%        | 12.0%        | 8.0%         | 10.0%        |
| 净利润               | 88           | 97           | 119          | 184          | 271          | 373          |
| 少数股东损益            | 0            | 0            | -1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>88</b>    | <b>97</b>    | <b>120</b>   | <b>184</b>   | <b>271</b>   | <b>373</b>   |
| 净利率               | 6.3%         | 5.4%         | 4.7%         | 5.6%         | 6.4%         | 6.7%         |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2016       | 2017        | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润             | 88         | 97          | 119         | 184         | 271         | 373         |
| 少数股东损益          | 0          | 0           | -1          | 0           | 0           | 0           |
| 非现金支出           | 35         | 41          | 51          | 31          | 47          | 60          |
| 非经营收益           | -5         | 12          | 15          | -11         | -11         | -11         |
| 营运资金变动          | 129        | 38          | 28          | -66         | 86          | 16          |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>247</b> | <b>188</b>  | <b>213</b>  | <b>261</b>  | <b>491</b>  | <b>537</b>  |
| 资本开支            | -25        | -85         | -127        | -87         | -102        | -112        |
| 投资              | 0          | 0           | -144        | -3          | -3          | -3          |
| 其他              | 0          | -368        | 89          | 10          | 10          | 10          |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-25</b> | <b>-453</b> | <b>-182</b> | <b>-80</b>  | <b>-95</b>  | <b>-105</b> |
| 股权募资            | 0          | 408         | 55          | 15          | 0           | 0           |
| 债权募资            | -81        | -18         | 1           | -8          | 0           | 0           |
| 其他              | -15        | -7          | -37         | -123        | -106        | -89         |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-96</b> | <b>383</b>  | <b>19</b>   | <b>-116</b> | <b>-106</b> | <b>-89</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>126</b> | <b>117</b>  | <b>49</b>   | <b>66</b>   | <b>291</b>  | <b>344</b>  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 335          | 480          | 587          | 692          | 719          | 728          |
| 应收账款            | 129          | 161          | 231          | 324          | 427          | 573          |
| 存货              | 208          | 277          | 351          | 483          | 618          | 806          |
| 其他流动资产          | 68           | 440          | 355          | 447          | 509          | 700          |
| 流动资产            | 741          | 1,359        | 1,524        | 1,946        | 2,273        | 2,807        |
| %总资产            | 73.4%        | 80.8%        | 73.2%        | 74.6%        | 76.4%        | 77.8%        |
| 长期投资            | 0            | 0            | 127          | 127          | 127          | 127          |
| 固定资产            | 234          | 238          | 295          | 360          | 388          | 464          |
| %总资产            | 23.2%        | 14.2%        | 14.2%        | 13.8%        | 13.0%        | 12.9%        |
| 无形资产            | 23           | 77           | 124          | 132          | 138          | 154          |
| 非流动资产           | 268          | 324          | 559          | 662          | 702          | 799          |
| %总资产            | 26.6%        | 19.2%        | 26.8%        | 25.4%        | 23.6%        | 22.2%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,008</b> | <b>1,682</b> | <b>2,083</b> | <b>2,608</b> | <b>2,975</b> | <b>3,606</b> |
| 短期借款            | 20           | 0            | 1            | 85           | 86           | 94           |
| 应付款项            | 536          | 708          | 991          | 1,223        | 1,586        | 2,098        |
| 其他流动负债          | 54           | 63           | 67           | 80           | 105          | 140          |
| 流动负债            | 611          | 771          | 1,059        | 1,388        | 1,778        | 2,332        |
| 长期贷款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债          | 10           | 12           | 20           | 104          | 57           | 104          |
| <b>负债</b>       | <b>621</b>   | <b>782</b>   | <b>1,079</b> | <b>1,493</b> | <b>1,835</b> | <b>2,436</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>387</b>   | <b>900</b>   | <b>965</b>   | <b>1,077</b> | <b>1,102</b> | <b>1,131</b> |
| 少数股东权益          | 0            | 0            | 39           | 39           | 39           | 39           |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,008</b> | <b>1,682</b> | <b>2,083</b> | <b>2,608</b> | <b>2,975</b> | <b>3,606</b> |

**比率分析**

|               | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.883   | 0.731   | 0.893   | 1.366   | 2.020   | 2.774   |
| 每股净资产         | 3.875   | 6.750   | 7.166   | 7.999   | 8.184   | 8.400   |
| 每股经营现金净流      | 2.471   | 1.407   | 1.579   | 1.942   | 3.649   | 3.990   |
| 每股股利          | 0.000   | 0.300   | 0.330   | 0.330   | 0.330   | 0.330   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 22.78%  | 10.82%  | 12.47%  | 7.12%   | 7.70%   | 8.47%   |
| 总资产收益率        | 8.75%   | 5.79%   | 5.77%   | 6.62%   | 7.10%   | 7.73%   |
| 投入资本收益率       | 18.05%  | 11.40%  | 11.84%  | 7.09%   | 8.21%   | 9.47%   |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 16.74%  | 29.75%  | 40.03%  | 28.02%  | 29.90%  | 32.43%  |
| EBIT增长率       | 36.54%  | 38.75%  | 6.62%   | 41.98%  | 61.65%  | 53.62%  |
| 净利润增长率        | 48.89%  | 10.35%  | 23.45%  | 52.63%  | 47.89%  | 37.36%  |
| 总资产增长率        | 15.76%  | 66.83%  | 23.79%  | 25.25%  | 14.05%  | 21.22%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 32.9    | 27.0    | 25.8    | 34.0    | 35.0    | 36.0    |
| 存货周转天数        | 83.6    | 72.4    | 64.9    | 78.0    | 78.0    | 78.0    |
| 应付账款周转天数      | 66.3    | 68.4    | 67.3    | 80.0    | 82.0    | 84.0    |
| 固定资产周转天数      | 56.5    | 41.6    | 30.0    | 27.9    | 21.7    | 19.8    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -81.41% | -53.31% | -58.60% | -54.55% | -55.64% | -54.34% |
| EBIT利息保障倍数    | -6.2    | 7.5     | -4.1    | -381.2  | 13.7    | 8.8     |
| 资产负债率         | 61.57%  | 46.50%  | 51.82%  | 57.23%  | 61.67%  | 67.56%  |

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 1    | 2    | 9    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH