

春风动力(603129)

深度报告

行业公司研究——机械设备

证券研究报告

高端动力运动装备龙头，沐消费升级之“春风”

——春风动力首次覆盖报告

投资要点

□ 国产高端动力运动装备龙头，过去4年收入CAGR为28%

公司是国产全地形车和大排量摩托车龙头。全地形车连续6年位居国产品牌出口金额第一位(占比超70%)，在欧洲市场份额领先；>250cc跨骑式摩托车产量、销量位居行业前茅，分别占行业总量10.63%、10.68%。过去4年收入CAGR为28%，净利润CAGR为31%。2019年ROE为17.4%，海外收入占比62%。

□ 全地形车：全球千亿市场规模，公司2025全球市占率可提升至10%

Allied Market和Polaris Market Research均预测到2025年全球全地形车市场规模超过1000亿元，未来5年行业CAGR为8%。我们预计到2025年全球全地形车销量可达120万台，CAGR为4%。北美市场消费量占比达到73%，公司ATV销量已经位居欧洲第一，在北美过去3年收入CAGR为38%。随着UTV/SSV新产品推出和销售网络完善，预计公司在全球全地形车市占率有望从2019年6%上升至2025年10%。

□ 摩托车：国内250cc+销量有望超100万辆，公司市占率有望提升8pct

受益于消费升级，过去五年国内250cc以上二轮摩托车销量CAGR为56%。目前250cc以上摩托车美国每万人12辆，欧洲每万人8辆，日本也是每万人8辆，我国每万人仅1辆。预计到2026年国内250cc及以上的摩托车销量达到259万台，CAGR为8%；250cc以上的大排量摩托车销量达到106万台，CAGR为24%。公司善于打造爆款车型，随着产品线的扩充、经销商开拓以及与KTM合作深入，预计到2026年公司在国内250cc及以上摩托车销量的市占率可提升至11.2%，同比2019年增加8pct。

□ 盈利预测及估值

预计2020-2022年营业收入为46.5/62.4/81.8亿元，同比增长43%/34%/31%；净利润为4.0/6.1/8.1亿元，同比增长121%/52%/33%，PE为56/37/28倍。

全地形车和大排量摩托车未来均是千亿市场规模的赛道，2019年公司市占率分别仅为6.0%和3.2%，未来5年市占率可分别提升至10%和11.2%。2021~2023年净利润CAGR为40%。采用PEG估值法，基于公司对消费者深度理解并且擅长打造爆款车型的基因，给予春风动力2021年1.2倍PEG，对应6-12个月PE为48倍，对应目标价217元/股。给予买入评级。

风险提示：海外市场开拓不达预期；国内市场竞争加剧；美元汇率波动风险

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	3242	4648	6236	8180
(+/-)	27%	43%	34%	31%
净利润	181	400	607	807
(+/-)	51%	121%	52%	33%
每股收益(元)	1.3	3.0	4.5	6.0
P/E	123	56	37	28
ROE	17%	31%	34%	33%
PB	21	15	11	8

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥165.37

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

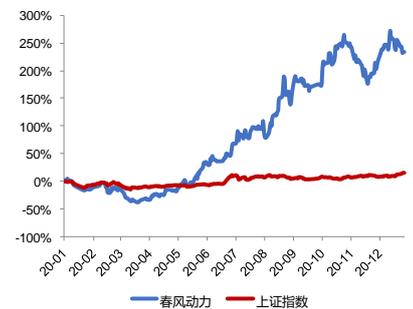
执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李锋

执业证书号：S1230517080001

lifengl@stocke.com.cn



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2020-2022 年营业收入为 46.5/62.4/81.8 亿元，同比增长 43%/34%/31%；净利润为 4.0/6.1/8.1 亿元，同比增长 121%/52%/33%，PE 为 56/37/28 倍。

全地形车和大排量摩托车未来均是千亿市场规模的赛道，2019 年公司市占率分别仅为 6.0%和 3.2%，未来 5 年市占率可分别提升至 10%和 11.2%。2021~2023 年净利润 CAGR 为 40%。采用 PEG 估值法，基于公司对消费者深度理解并且擅长打造爆款车型的基因，给予春风动力 2021 年 1.2 倍 PEG，对应 6-12 个月 PE 为 48 倍，对应目标价 217 元/股。给予买入评级。

● 关键假设

1) 预计到2025年全球全地形车销量120万台，CAGR为4%，到2025年市场规模接近1000亿元，CAGR为8%；2020-2025年公司在全球全地形车销量市占率分别为6.8%/7.5%/8.2%/9.0%/9.5%/10%。

2) 预计2026年国内250cc及以上的摩托车销量达到259万台，CAGR为8%；250cc以上的大排量摩托车销量达到106万台，CAGR为24%。2020-2026年公司在国内250cc及以上的市占率分别为4.6%/6.1%/7.6%/8.9%/9.9%/10.7%/11.2%；预计随着新车型推出和海外销售网络的完善，公司2020~2023年海外250cc及以上销量增速分别为40%/40%/29%/39%。

● 驱动因素

1) 随着人均GDP增长，摩托车的功能从通勤代步转向休闲娱乐。消费升级刺激四轮车和大排量摩托车需求；增量消费者90后、00后没有进口品牌情结，国产品牌能够与进口品牌站在同一起跑线竞争。

2) 国产四轮车/两轮车价格仅为进口品牌的1/3~1/2，对外凭借性价比优势抢占四轮车海外市场份额，对内可以降低大排量摩托车准入门槛。

3) UTV/SSV和500cc以上大排量摩托车新车型推出、经销商数量增加，共同支撑公司国内外市占率持续提升。

● 我们与市场的观点的差异

1) 市场认为全地形车和大排量摩托车是欧美日系厂商的天下，国产品牌成长空间有限。我们认为：1) 公司全地形车海外市场推进已经取得成效，全球市占率从 2015 年 3.8%上升至 2019 年 6.0%。2) 公司大排量摩托车避开日系深耕东南亚地区，选择欧美等对品牌没有强烈偏好地区进行突破，凭借性价比和爆款车型成功概率较高。过去五年公司大排量摩托车海外销量的 CAGR 为 36%。

2) 市场认为随着欧美日系厂商布局国内，公司在国内 250cc 以上大排量市场的高成长性存疑。我们认为：公司具备打造爆款车型的能力，有能力应对潜在的竞争压力。2018-19 年春风 250NK 分别以 12000 台和 15500 台，斩获 250 级别销量冠军；2020 年 3 月推出仿赛车型 250SR，11098 位车友预定，1 秒光速售罄，上市便成为爆款。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 爆款大排量车型的推出
- 2) 部分或全国范围内禁摩令取消

● 投资风险

- 1) 全地形车和大排量摩托车海外市场开拓不及预期
- 2) 国内大排量摩托车竞争激烈程度超预期
- 3) 人民币兑美元汇率波动风险

正文目录

1. 国产高端动力运动装备龙头，打造国际化“CFMOTO”	5
1.1. 掌握大排量水冷动力技术，聚焦全地形车和大排量摩托车	5
1.2. 全球化网络布局已具规模，海外收入占比超过 60%	6
2. 全地形车：全球千亿市场，欧洲领先、北美 CAGR 为 38%	8
2.1. 全球全地形车年销量超过 90 万辆，市场规模有望达 1000 亿	8
2.2. 欧美消费量占比 89%，美日产能占比 81%	9
2.3. 公司出口占比 70%以上，欧洲市占率领先，北美增长潜力巨大	11
3. 摩托车：国内 250cc+销量 CAGR 为 56%，公司占有先机	13
3.1. 欧美发达国家以大排量摩托车为主，250cc 以上占比超过 50%	13
3.2. 日本国内以小排量为主，出口以消费型（125cc-250cc）为主	13
3.3. 我国 250cc 以上两轮摩托车呈爆发式增长，过去五年 CAGR 为 56%	14
3.4. 欧美日系占据高端市场，少数国产品牌有能力参与高端竞争	15
3.5. 爆款车型+性价比优势，公司在国内大排量摩托车赛道占得先机	16
3.6. 率先发布电动品牌 ZEEHO，主动拥抱电动摩托车新趋势	20
4. 盈利预测与估值	22
4.1. 2020-2022 年收入 CAGR 为 36%，净利润 CAGR 为 65%	22
4.2. 给予 2021 年 48 倍目标 PE，目标价为 217 元/股	25
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 全地形车和摩托车“双轮驱动”，2019 年销售额突破 30 亿大关	5
图 2: 公司的全地形车和大排量摩托车	6
图 3: 归母净利润加速增长，2019 年同比增长 50%	6
图 4: 2019 年毛利率和净利率同比提升 1.7pct 和 0.7pct	6
图 5: 2019 年四轮车占比 56.4%，两轮车占比 35.5%	7
图 6: 海外业务占比超 60%	7
图 7: 与 2018 年相比，公司两轮车占比提升 4.5pct	7
图 8: 2019 年四轮车和两轮车毛利率分别提升 2.1pct 和 1.7pct	7
图 9: 2019 年全球全地形车销量约 93 万台，同比增长 3.3%	8
图 10: ATV 销量保持稳定，UTV 占比持续提升	8
图 11: 全地形车消费者以个人为主，占比超 80%	8
图 12: 欧美全地形车需求占比 89%	9
图 13: 美日全地形车产能占比 81%	9
图 14: 与全球主要全地形车生产商相比，春风规模仍小	11
图 15: 与全球主要全地形车生产商相比，春风净利润规模较小	11

图 16: 2019 年春风毛利率 32.2%，仅次于哈雷，居第二位	11
图 17: 2019 年春风净利率 5.4%，位于可比公司中等偏上水平	11
图 18: 连续六年成为国内全地形车出口金额排名第一	12
图 19: 欧洲和北美市场营收快速增长	12
图 20: 公司 1000cc 排量的全地形车零售价不及北极星 1/3	12
图 21: 公司在北美经销商数量远低于同期北极星经销商数量	12
图 22: 北美 250cc 以上摩托车销量占比超过 90%	13
图 23: 欧洲 250cc 以上摩托车销量占比超过 50%	13
图 24: 美国 600cc 以上摩托车注册数占比超过 80%	13
图 25: 欧洲 600cc 以上摩托车注册数与北美差距拉大	13
图 26: 日本摩托车国内消费与我国相同，以小排量为主	14
图 27: 日本摩托车出口以消费型为主，占比超过 80%	14
图 28: 2019 年我国两轮摩托车（剔除电动摩托车）销量仅为 2011 年高峰期的 56%	14
图 29: 我国 250cc 及以上摩托车销量及增速	15
图 30: 我国 250cc 及以上摩托车渗透率不断提升	15
图 31: 我国进口摩托车 79% 都集中在 250cc 以上大排量	15
图 32: 与欧美日相比，我国 250cc 以上摩托车渗透率空间很大	15
图 33: 公司过去五年两轮车销量的 CAGR 为 40%	17
图 34: 公司过去四年两轮车出口量的 CAGR 为 42%	17
图 35: 2018 年 KTM 全球销售 26.2 万辆摩托车	17
图 36: 2018 年 KTM 实现 15.6 亿欧元营业收入	17
图 37: UTV/SSV 的毛利率比 ATV 高约 10~15pct	22
图 38: 海外市场北美毛利率远高于其他地区	22
图 39: 250cc 以上摩托车销量占比 70% 左右	24
图 40: 发动机排量越高，产品毛利率越高	24
表 1: 2014~2016 年国内全地形车企业销量（台）	5
表 2: 2014~2016 年国内全地形车企业销量（台）	9
表 3: 全球主要全地形车生产企业情况一览	10
表 4: 全球主要高端摩托车生产企业情况一览	15
表 5: 春风动力与 KTM 合作时间表	17
表 6: 250~300cc 排量段，进口品牌官方指导均价是国产品牌的 2.9 倍	18
表 7: 301~400cc 排量段，进口品牌官方指导均价是国产品牌的 2.1 倍	18
表 8: 401~800cc 排量段，进口品牌官方指导均价是国产品牌的 2.6 倍	19
表 9: 800cc 以上排量段，基本是进口品牌，官方指导均价为 20.5 万元	20
表 10: 科技感爆棚的 ZEEHO 首款电摩量产概念车 Cyber Concept 主要看点	21
表 11: 到 2025 年全球全地形车销量达到 120 万台，春风全球市占率提升至 10%	22
表 12: 到 2026 年国内 250cc 及以上摩托车销量达到 259 万辆，春风市占率提升至 11.2%	23
表 13: 公司细分业务盈利预测	24
表 14: 春风动力与可比公司关键指标对比	25
表附录: 三大报表预测值	26

1. 国产高端动力运动装备龙头，打造国际化“CFMOTO”

1.1. 掌握大排量水冷动力技术，聚焦全地形车和大排量摩托车

- 公司成立于1989年，2017年上市。以大排量摩托车水冷动力为核心技术，产品聚焦全地形车+大排量摩托车，拥有大排量水冷发动机自主研发与生产的能力。公司在水冷发动机、大排量产品和车架平台方面具有明显优势。

表 1：2014~2016 年国内全地形车企业销量（台）

公司优势	具体内容
水冷发动机	公司拥有单缸、V型双缸、直列双缸等大排量水冷发动机的自主研发、生产能力。水冷发动机的主要优势为功率大、噪声低、可靠性好、寿命长，排放、节能等指标符合并优于国IV、欧IV、EPA等法规标准要求
大排量产品	目前已上市的1000CC全地形车、800CC全地形车、650CC摩托车等大排量整车产品性能突出、品质优良，深受广大车迷用户的喜爱，可提供丰富的驾乘乐趣。公司产品在轻量化、稳定性、舒适性等指标居于行业领先地位
车架平台	公司拥有国内领先车架制造工艺，拥有焊接机器人、激光切割等国际先进的集成加工设备，内部大力推行“智能制造”模式。2020年12月23日，公司高端动力装备工厂入选浙江省首批“未来工厂”

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 1：全地形车和摩托车“双轮驱动”，2019 年销售额突破 30 亿大关



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- 1) **全地形车**：公司品牌“CFMOTO”已在海外市场获得消费者的认可。布局 ATV、UTV 和 SSV 的 3 个全地形车产品领域，覆盖 400~1000cc 排量段。目前公司产品的主要外销地区为欧洲、北美、南美以及大洋洲等。2019 年在国内出口市场份额中高达 74.4%，在出口数量和出口金额均位居行业第一位。公司在西班牙、瑞典、波兰、俄罗斯、德国、奥地利、瑞士、英国等欧洲国家市场占有率较高；在美国地区市场处于快速扩张阶段。
- 2) **摩托车**：摩托车产品整体以中高端、运动、竞技、休闲为定位，从 150CC 到 1000CC 全线覆盖，代表性车型有 150NK、250NK、250SR、400NK、650TR-G、650G 等产品，主打 250cc 以上大排量摩托车，覆盖街车、巡航、摩旅、仿赛等细分市场。2019 年公司 >250ml 跨骑式摩托车产量、销量位居行业前茅，分别占行业总量 10.63%、10.68%，大排量行业龙头地位明显。

图 2：公司的全地形车和大排量摩托车



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2. 全球化网络布局已具规模，海外收入占比超过 60%

- **业绩表现：**2019 年公司营收 32 亿元，过去 5 年营收 CAGR 为 28%；2019 年归母净利润 1.81 亿元，过去 5 年归母净利润 CAGR 为 31%。从 2017 年上市以来，公司归母净利润呈现加速增长趋势，2019 年同比上升 50%。分产品来看，摩托车以内销为主，全地形车以外销为主，2019 年分别在营收占比达 56.4%和 35.5%，其中摩托车营收占比持续提升。
- **盈利能力：**毛利率、净利率保持稳中有升态势，2019 年分别为 32.2%和 5.4%。受益于公司规模效应和品牌价值的提升、以及大排量摩托车产品收入占比提高，毛利率持续优化。净利率较低主要因销售费投入较大导致。
- **全球化网络初具规模。**公司拥有独立自主商标“CFMOTO”，自主品牌收入占比 96%以上，海外业务占比超 60%。截至 2020 年 上半年公司拥有 118 家经销商及其 3000 余家经销网点，产品销往全球 100 多个国家和地区；截至 2019 年公司在国内累计拥有 412 家经销商，形成了覆盖全国的销售网络；截至 2020 年 12 月核心省会城市 3.0 旗舰店已经布局完成，累计建店超过 90 余家，展现高端品牌形象，大大增强了车友的客户体验。公司已拥有境内商标 117 项、境外商标 300 项。

图 3：归母净利润加速增长，2019 年同比增长 50%



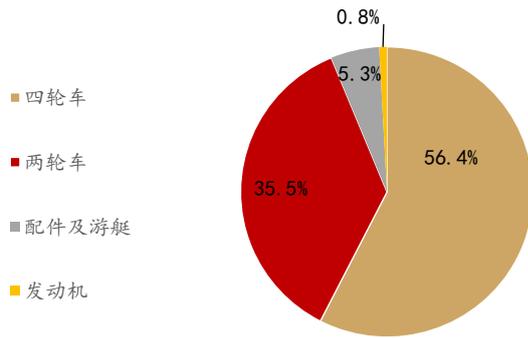
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2019 年毛利率和净利率同比提升 1.7pct 和 0.7pct



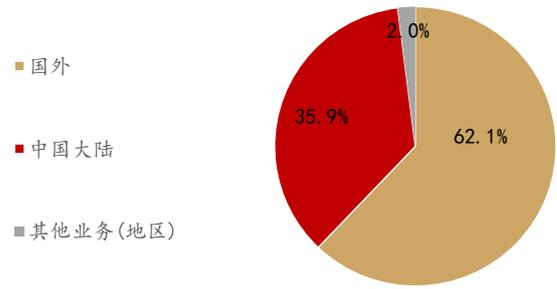
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2019 年四轮车占比 56.4%，两轮车占比 35.5%



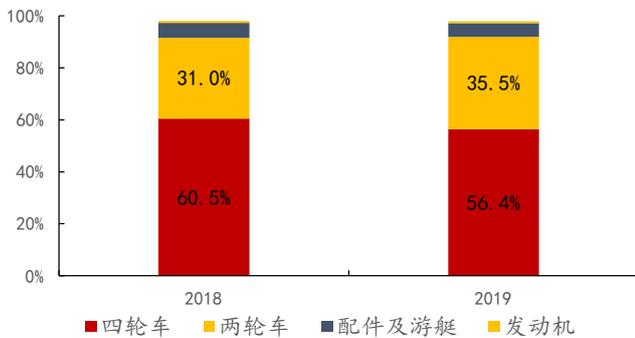
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：海外业务占比超 60%



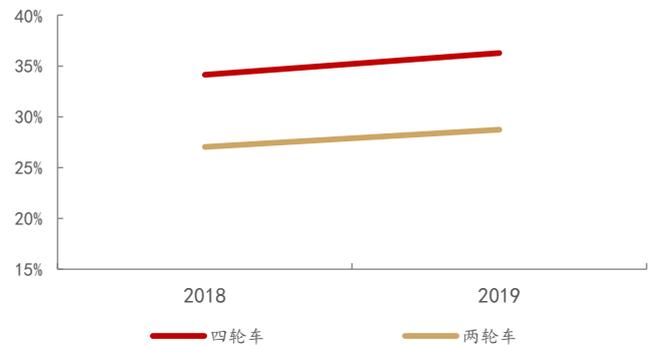
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：与 2018 年相比，公司两轮车占比提升 4.5pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：2019 年四轮车和两轮车毛利率分别提升 2.1pct 和 1.7pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

- 2020 年公司开启新产品周期，仿赛型 250SR、复古型 700CL-X、警用型 CF1250J 相继上市。2020 年 11 月和 12 月公司分别发布首款警用电动摩托 300GT-E 和民用电动车摩托新品牌 ZEEHO（极核），产品线不断完善。疫情期间国内摩托车业务将形成支撑对冲外需压力。

2. 全地形车：全球千亿市场，欧洲领先、北美 CAGR 为 38%

2.1. 全球全地形车年销量超过 90 万辆，市场规模有望达 1000 亿

- **全球千亿级市场，未来五年市场规模 CAGR 为 8% 左右。**据 Allied Market 预测，全球全地形车市场将以 7.8% 的复合年增长率，在 2025 年达到 141 亿美元（超过 1000 亿元）的规模；根据 Polaris Market Research 的预测，2017 年全球全地形车的市场空间约 92 亿美金，未来将以每年 8.3% 的速度增长，到 2022 年全球全地形车全球的市场空间有望达 1000 亿元。
- **2019 年全球全地形车销量 93 万台，同比增长 3.3%。**全地形车市场消费需求变化与全球宏观经济、消费地区微观经济的变化密切相关。全球全地形车销量高峰在 2005 年，销量规模达到约 140 万台，受 2008 年全球金融危机影响，到 2010 年行业销量规模下滑至 70 万台，2011 年以来保持平稳增长态势，2019 年全球全地形车销量规模恢复到高峰时的 66% 左右，销量约 93 万台，同比增长 3.3%。

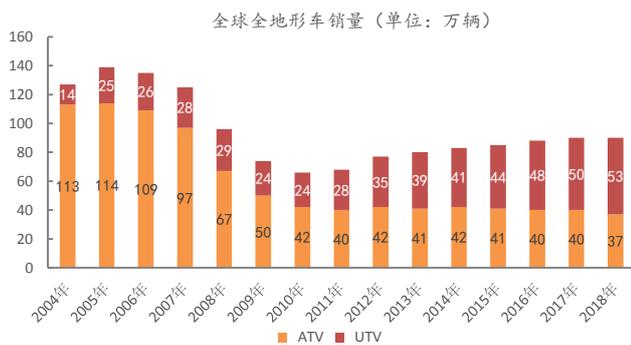
图 9：2019 年全球全地形车销量约 93 万台，同比增长 3.3%



资料来源：Polaris 年报、浙商证券研究所

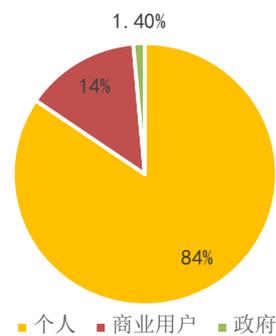
- **个人用户占比超 80%，包括了娱乐玩家，如赛车手、竞技爱好者、探险爱好者、猎户、庄园主、别墅业主等；ATV 需求稳定，UTV 为增量市场。**ATV 需求自 2010 年以来年销量稳定在 40 万台左右。但在供给端驱动下，UTV 需求提升强劲，全球销量从 2010 年的 24 万台，提升到 2019 年的 53 万台。

图 10：ATV 销量保持稳定，UTV 占比持续提升



资料来源：北极星公告，浙商证券研究所

图 11：全地形车消费者以个人为主，占比超 80%



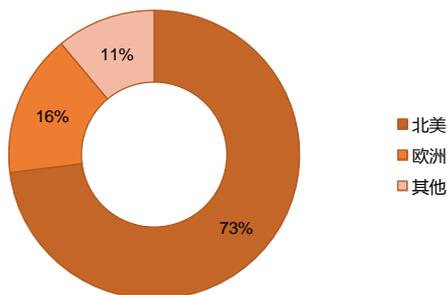
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

- **国内以出口导向为主, 90%以上全地形车出口国外。**据中国汽车工业协会统计数据, 2019 年全地形车销量 11.54 万辆, 共出口 11.35 万辆, 同比增长 10.77%, 出口金额 2.88 亿美元, 同比增长 11.93%。据中国全地形车联盟信息, 目前全国约有 1 万~2 万台全地形车市场保有量, 其所代表的竞技运动、时尚潮流、生活方式和运动文化正在向百姓生活渗透, 随着国内全地形车俱乐部的快速发展, 使得全地形车逐渐被消费者认识和接纳。

2.2. 欧美消费量占比 89%，美日产能占比 81%

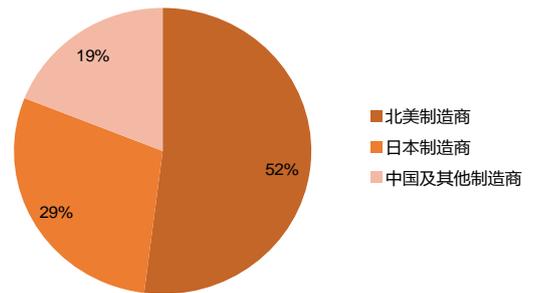
- 目前全球全地形车主要产能仍集中在北美, 2015 年北美制造商如**北极星、北极猫、庞巴迪、约翰迪尔**等制造商生产的全地形车约占全球产能的 52%; 日本厂商**本田、雅马哈、川崎**等厂商产量则占全球的 29%左右, 其次是中国厂商。全球消费市场则主要集中北美和欧洲, 2015 年北美和欧洲全地形车消费量占全球消费量的 89%左右。其中美国消费占比 73%, 欧洲消费占比 16%, 其他地区 11%。

图 12: 欧美全地形车需求占比 89%



资料来源: QYR, 浙商证券研究所

图 13: 美日全地形车产能占比 81%



资料来源: QYR, 浙商证券研究所

- **国内全地形车集中度高, CR5 超过 85%。**目前国内全地形车行业已经走出低价恶性竞争时代, 开始以质量、品牌占领市场, **春风动力、重庆环松、林海股份**等出口企业已经拥有自主品牌, 其品牌 CFMOTO、HISUN、LH 已在国外市场获得消费者的认可, 在全球市场占据了一席之地。

表 2: 2014~2016 年国内全地形车企业销量 (台)

企业名称	2014 年	2015 年	2016 年
春风动力	42396	32047	27141
重庆润通	11677	21103	23138
林海股份	10924	8081	8498
重庆航天	8463	6107	5418
重庆隆鑫	4323	5530	7819
前五家合计	77783	72868	72014
国内销量(万台)	9.26	8.17	7.59
CR5	84%	89%	95%

资料来源: 中国汽车工业协会, 浙商证券研究所

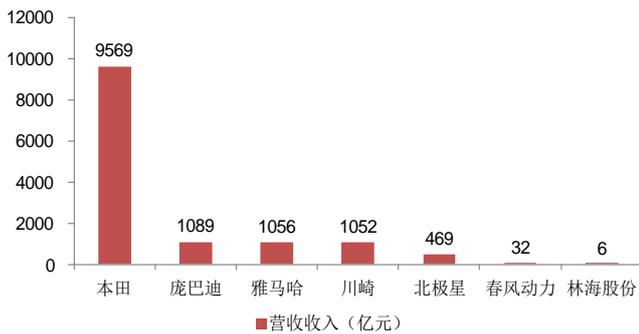
表 3：全球主要全地形车生产企业情况一览

区域	公司名称	主营产品	收入结构	经营成果
海外	北极星	ATV/UTV、雪地车	2019 年营收 68 亿美元，其中全地形车 38 亿美元，雪地车 3.8 亿美元、摩托车 5.8 亿美元，分别占比 56%、5.7% 和 8.6%	2019 年营收 68 亿美元，净利润，净利润 3.2 亿美元
	本田	摩托车、ATV/UTV	2019 年营收 1381 亿美元，其中摩托车及全地形车收入 191 亿美元，占比 13.8%	2019 年营收 1381 亿美元，净利润 42.2 亿美元
	庞巴迪	跑车、雪地车、ATV/UTV	2019 营收 209.08 亿美元，其中交通运输类收入 109.68 亿美元，占比 52%	2019 营收 209.08 亿美元
	雅马哈	ATV/UTV、摩托车	2019 财年雅马哈摩托实现收入 1.66 万亿日元，其中陆地移动业务占比 66%	2019 财年雅马哈摩托实现收入 1.66 万亿日元，净利润 7052 亿日元
	川崎	ATV/UTV、摩托车、游艇	2019 财年收入 143.85 亿美元，摩托车相关业务占比 20%	2019 财年收入 143.85 亿美元，净利润 1.78 亿元
国内	春风动力	ATV/UTV，产品排量涵盖 400-1000cc	2019 年营收 32 亿元，其中全地形车 18 亿元，摩托 11.5 亿元，分别占比 56% 和 36%	2019 年营收 32 亿元，净利润 1.74 亿元
	重庆环松	ATV、UTV，产品排量涵盖 110-1000cc		
	润通动力	沙滩车、ATV，产品排量涵盖 150-250cc		
	林海股份	150-1100CC 系列化的全地形车	2019 年营收 5.8 亿元，其中特种车辆（全地形车）2.2 亿元，摩托车 1.2 亿元，分别占比 38% 和 21%	2019 年收入 5.8 亿元，净利润 600 万元

资料来源：Wind，QYR，浙商证券研究所

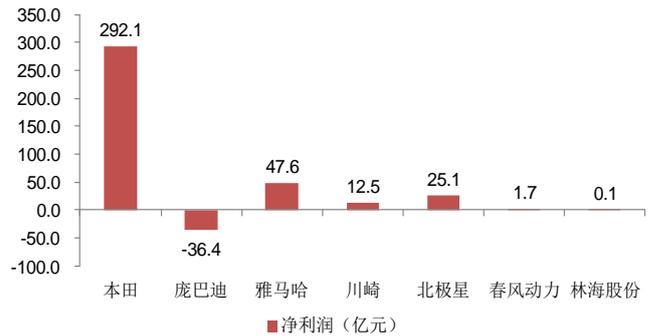
- **北极星工业 (Polaris)**：北极星工业成立于 1994 年，主营业务包括全地形车和雪地车、摩托车、其他车辆以及售后市场、游艇业务。2019 年营收 68 亿美元，其中全地形车 38 亿美元，雪地车 3.8 亿美元、摩托车 5.8 亿美元，分别占比 56%、5.7% 和 8.6%，82% 收入来自美国本土。2019 年公司的全地形车在北美市场份额第一，雪地车排名第二。
- **本田 (HONDA)**：本田为世界上最大的摩托车生产厂家，其生产的摩托车“幼兽”创造摩托车历史最高销量。1948 年本田以生产自行车助力发动机起步，目前已在二十多个国家建立了生产基地。2019 年实现营收 9569.3 亿人民币，其中，分别销售四轮车和摩托车各 331.8 万辆和 1242.6 万辆，分别获得营收 6382.8 亿人民币和 1319.8 亿人民币。
- **雅马哈 (YAMAHA)**：雅马哈摩托自二战后成立，其摩托车造型年轻时尚，注重性能与驾驶乐趣，受年轻消费者青睐。2019 财年雅马哈摩托实现收入约 1055.5 亿人民币，其中陆地移动业务实现营收 697.7 亿人民币，占比 66%。
- **川崎 (Kawasaki)**：川崎为日本四大摩托车生产商之一，主要生产运动型大排量摩托车、赛车、越野赛车等。川崎产品的排量大多在 250CC 以上，此产品特色决定了川崎的产销规模稍小一些。2019 财年川崎收入 1051.9 亿人民币。其中摩托车与引擎获得约 216.5 亿人民币的收入。

图 14：与全球主要全地形车生产商相比，春风规模仍小



资料来源：Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

图 15：与全球主要全地形车生产商相比，春风净利润规模较小



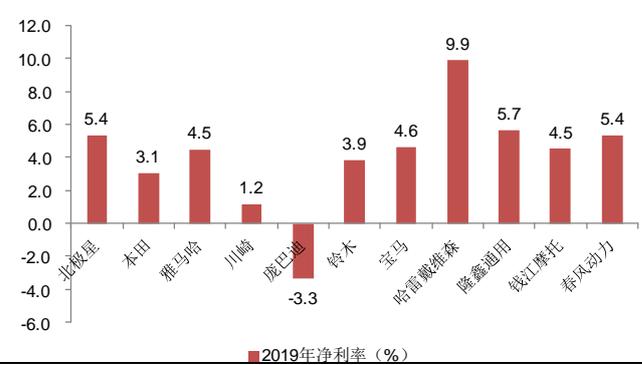
资料来源：Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

图 16：2019 年春风毛利率 32.2%，仅次于哈雷，居第二位



资料来源：Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

图 17：2019 年春风净利率 5.4%，位于可比公司中等偏上水平



资料来源：Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

2.3. 公司出口占比 70%以上，欧洲市占率领先，北美增长潜力巨大

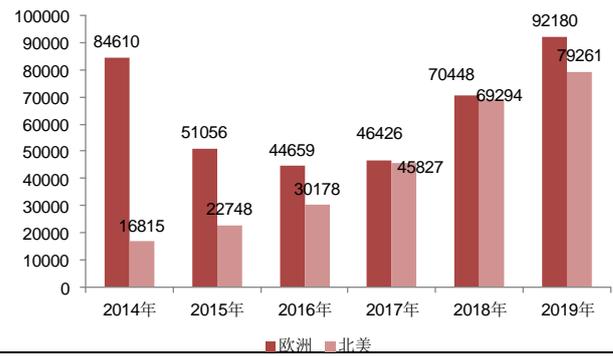
- 公司连续六年全地形车出口金额排名第一，平均占比超过 70%。公司全地形车主要外销地区为欧洲、北美、南美以及大洋洲等，2014 年至 2019 年公司全地形车出口额分别占国内同类产品出口额的 73.33%、67.76%、65.70%、68.96%、72.68%、74.38%，2020 年上半年公司全地形车出口额占行业出口额的 74.94%，行业龙头地位稳固。
- 2019 年欧洲市场收入 9.2 亿元，同比增长 31%，过去 3 年 CAGR 为 27%。欧洲市场约占全地形车消费量的 16%。欧洲市场全面执行欧 IV 排放要求之后，企业的生产成本进一步提高，抬升了市场的进入门槛。日系品牌退出欧洲道路/农机类全地形车市场，北美品牌仅征战农机类市场。公司在捷克、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、葡萄牙等国家的全地形车市场占有率处于领先地位。公司总经理在 CFMOTO 电动车品牌 ZEEHO 发布会透露，公司的 ATV 在欧洲销量达到第一。
- 2019 年北美市场收入 7.9 亿元，同比增长 14%，过去 3 年 CAGR 为 38%。北美市场约占全球全地形车销量的 73%。2019 年公司在北美市占率 1%，2020 年预计可以达到 3.3%（全美第七位），未来在北美有望进入前五位。公司目前已经成为北美竞争对手的评测对标对象，与北极星、庞巴迪和本田一起进行评测对标。根据北极星工业年报数据，2019 年北美销售 77 万台全地形车，公司在北美市场成长潜力巨大。

图 18: 连续六年成为国内全地形车出口金额排名第一



资料来源: 中国汽车工业协会《产销快讯》, 浙商证券研究所

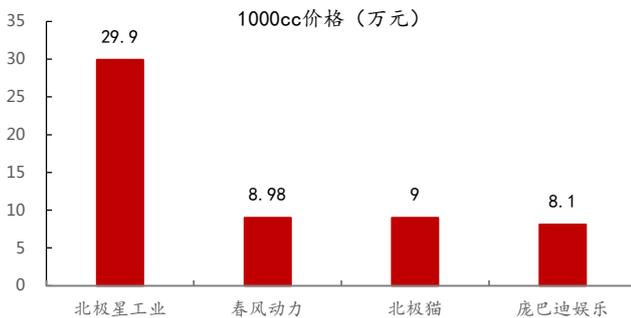
图 19: 欧洲和北美市场营收快速增长



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 (单位: 万元)

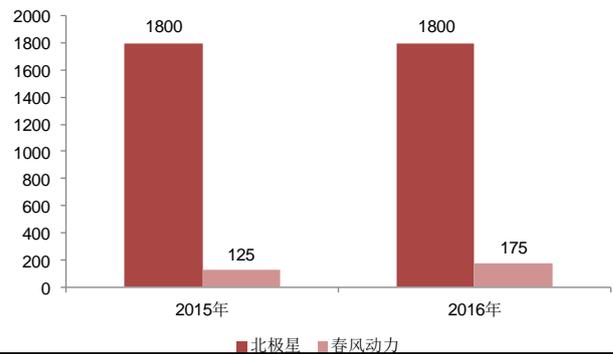
- 公司在北美市场性价比占优, 品牌和渠道提升空间大。1) 相同排量的产品, 公司价格不到北极星的 1/3, 性价比优势明显。以 1000cc 为例, 公司产品零售价格约为 8.98 万元, 与北极猫、庞巴迪基本处在同一水平, 远低于北极星 29.9 万元的零售价; 2) 2015-2016 年同期相比, 公司在北美的经销商数量远低于北极星。2015-2016 年公司北美的经销商数量分别为 125 家、175 家, 同期北极星在北美的经销商数量分别为 1800 家、1800 家。

图 20: 公司 1000cc 排量的全地形车零售价不及北极星 1/3



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 21: 公司在北美经销商数量远低于同期北极星经销商数量



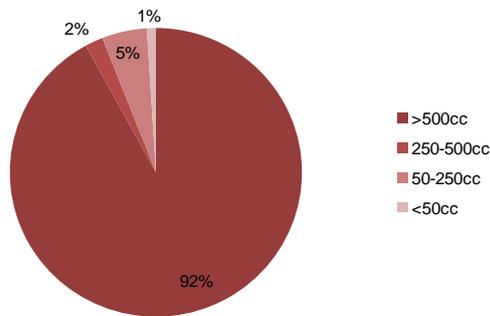
资料来源: 招股说明书, 北极星工业年报, 浙商证券研究所

3. 摩托车：国内 250cc+销量 CAGR 为 56%，公司占有先机

3.1. 欧美发达国家以大排量摩托车为主，250cc 以上占比超过 50%

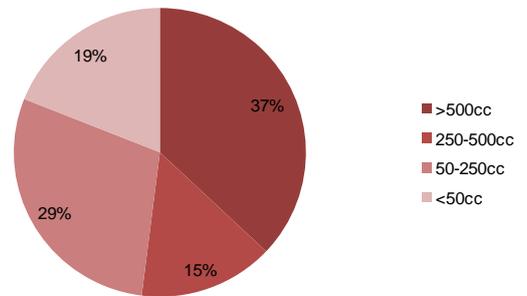
- 摩托车按排量分为三类：0~125cc（小排量摩托车）、125cc-250cc（消费型摩托车）与 250cc（大排量摩托车），小排量摩托车以代步为主，消费型和大排量摩托车以休闲娱乐需求为主；按用途来分，分为街车（标准型摩托车）、跑车（运动型摩托车，Sportbikes）、巡航型摩托车(Cruiser)、旅行摩托车(Touring)、越野型摩托车(Off-Road)。
- 欧美发达国家已经完成摩托车车型从代步型到消费型、大排量摩托车转变，其中欧洲市场 250cc 以上的占有率超过 50%；北美市场 250cc 以上的占有率超过 90%。
- 2014 年欧洲 600cc 以上大排量摩托车注册数超过美国，并且差距逐年拉大。美国 600cc 以上摩托车注册数约为 30 万辆，占比超过 80%，其中巡航型和旅游型注册数约为 20 万辆，占比超过 2/3；欧洲 600cc 以上摩托车注册数约为 40 万辆，其中巡航型和旅游型注册数约为 20 万辆，占比约为 50%，运动型摩托车占比 35%。

图 22：北美 250cc 以上摩托车销量占比超过 90%



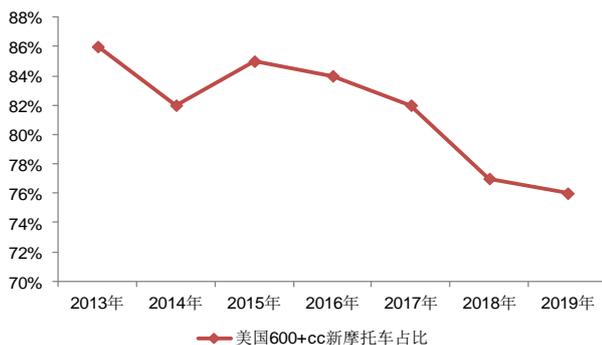
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 23：欧洲 250cc 以上摩托车销量占比超过 50%



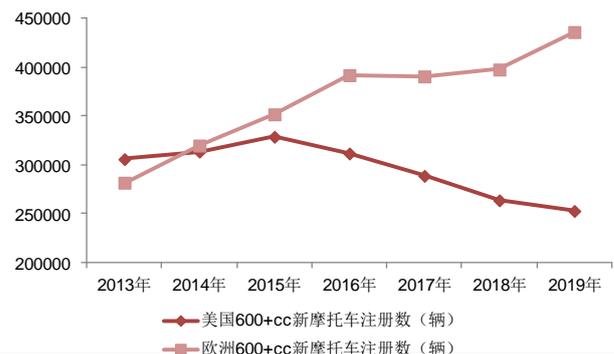
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 24：美国 600cc 以上摩托车注册数占比超过 80%



资料来源：哈雷戴维斯年报，浙商证券研究所

图 25：欧洲 600cc 以上摩托车注册数与北美差距拉大

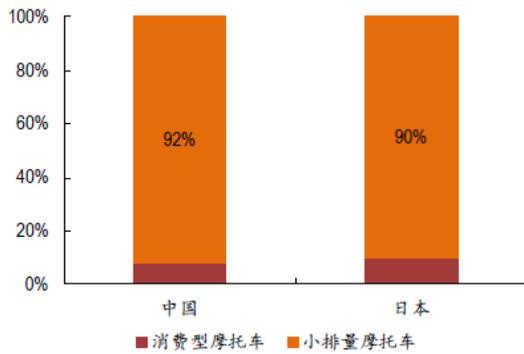


资料来源：哈雷戴维斯年报，浙商证券研究所

3.2. 日本国内以小排量为主，出口以消费型（125cc-250cc）为主

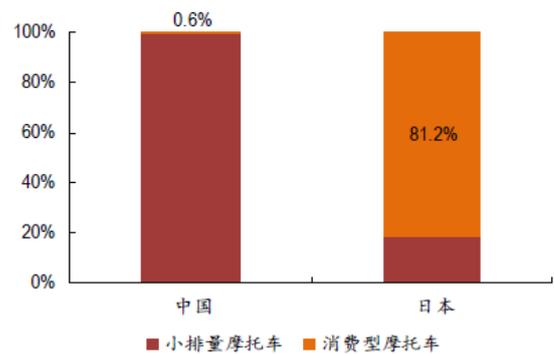
- 日本国内消费以小排量（125cc 以下）摩托车为主，占比约为 90%，。这一比例与我国相似，我国小排量摩托车占比为 92%；但是其摩托车出口以消费型摩托车（125cc-250cc）为主，占比超过 80%，而国内摩托车出口仍以小排量为主，占比超过 99%。

图 26：日本摩托车国内消费与我国相同，以小排量为主



资料来源：日本汽车工业协会，中汽协，浙商证券研究所

图 27：日本摩托车出口以消费型为主，占比超过 80%

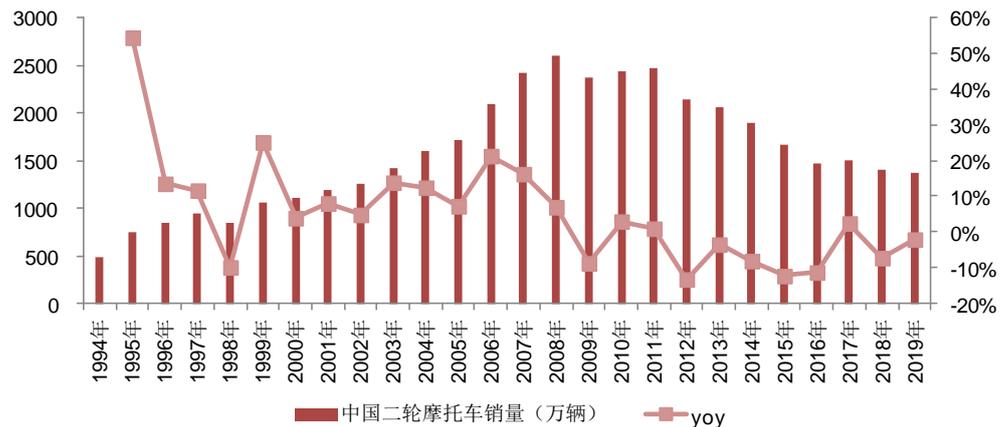


资料来源：日本汽车工业协会，中汽协，浙商证券研究所

3.3. 我国 250cc 以上两轮摩托车呈爆发式增长，过去五年 CAGR 为 56%

- 我国两轮摩托车整体呈下滑趋势。行业销量在 2011 年达到高峰 2462 万辆，自此一路下滑至 2019 年 1371 万辆（剔除 190 约万辆电动两轮摩托），行业 2019 年的销量仅为高峰期的 56%。

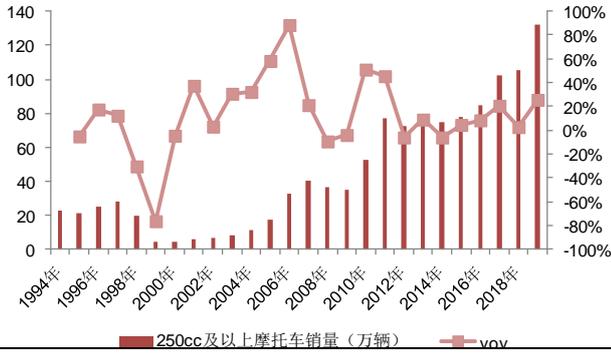
图 28：2019 年我国两轮摩托车（剔除电动摩托车）销量仅为 2011 年高峰期的 56%



资料来源：中国汽车工业协会、浙商证券研究所

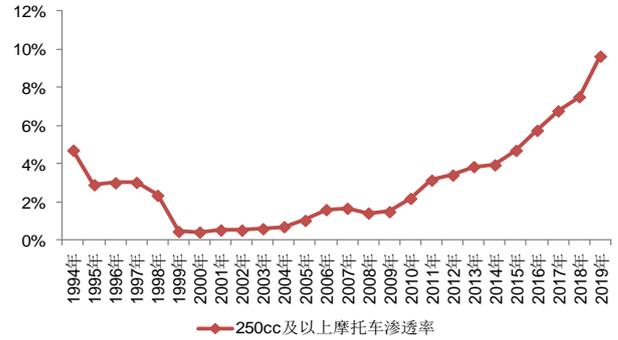
- 250cc 及以上是两轮摩托车唯一持续正增长车型。随着人均 GDP 的提高，我国摩托车休闲文化产业逐步形成，以 250cc 及 250cc 以上的休闲娱乐车型增多，外观设计新颖，科技性更强。2019 年 250ml 二轮摩托销量为 114.24 万辆，同比增长 21%；250cc 以上二轮摩托车销量为 17.72 万辆，同比增长 67.17%。过去五年 250cc 以上二轮摩托车 CAGR 为 56%。
- 我国 250cc 及以上排量二轮摩托车渗透率不断提升。2019 年 250cc 及以上摩托车销量为 131.97 万辆，占二轮摩托车总销量的 9.6%（渗透率计算中分母剔除电动摩托车销量），同比提高 2pct。目前 250cc 以上摩托车美国每万人 12 辆，欧洲每万人 8 辆，日本也是每万人 8 辆，我国每万人仅 1 辆。250cc 以上大排量摩托车未来渗透率提升的空间还很大。
- 进口摩托车持续高增长，大排量占据主导地位。2018 年我国进口摩托车 3.4 万辆，同比增长 62%。其中 79% 排量在 250cc 以上，40% 排量在 400cc 以上。国产品牌已在 250-400cc 段逐渐进口替代，目前如春风动力主打的 250NK 和 400NK 车型，市场占有率较高。但是 400cc+ 排量段仍以国外品牌为主。

图 29：我国 250cc 及以上摩托车销量及增速



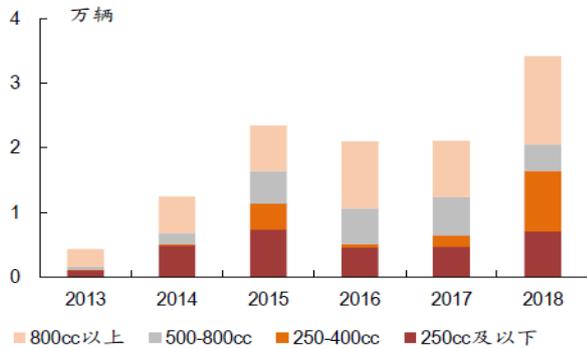
资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

图 30：我国 250cc 及以上摩托车渗透率不断提升



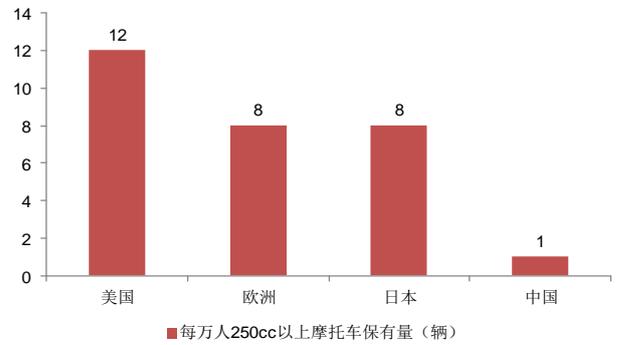
资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

图 31：我国进口摩托车 79%都集中在 250cc 以上大排量



资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

图 32：与欧美日相比，我国 250cc 以上摩托车渗透率空间很大



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.4. 欧美日系占据高端市场，少数国产品牌有能力参与高端竞争

- 全球高端摩托车品牌主要集中在欧美日系企业。日系四大品牌（本田、雅马哈、铃木和川崎）的摩托车凭借外形美观、驾驶舒适等特点称霸全球。据统计，2016 年日系四大品牌在日本本土市场份额接近 98%，在东南亚主要国家（印尼、越南、泰国和菲律宾）的市占率超过 95%，在南美的巴西市场份额 87.5%，在欧洲市场份额 43%，在美国市场份额 42%，在全球最大的摩托车市场印度的市场份额为 33%；欧洲摩托车品牌数量众多，定位中高端。主要由意大利的比亚乔、杜卡迪、奥古斯塔、阿普利亚、摩托古兹、贝纳利，德国的宝马、奥地利的 KTM 和英国的凯旋；美国则是以哈雷戴维森为代表的机车文化盛行。
- 我国摩托车集中度较高，CR10 超过 60%。其中以生产小排量风冷发动机的厂商居多，前 10 大摩托车生产企业主要有大长江、隆鑫、力帆、银翔、五羊本田、宗申、北方企业、新大洲本田、广州大运、钱江摩托。目前仅有春风动力、钱江摩托和隆鑫通用具备生产水冷发动机的中大排量摩托车能力。

表 4：全球主要高端摩托车生产企业情况一览

区域	公司名称	主营产品	销量（万辆）	经营成果
日系	本田	全球最大摩托车企业，拥有历史最高销量车型——幼兽；国内合资方为五羊、新大洲	2023.8	2019 年摩托车板块收入 20593 亿日元

	雅马哈	造型风格锐丽时尚、注重运动性能和驾驶乐趣设计，在国内重庆和株洲有三家工厂	537.4	2019年摩托车板块收入 9618.9 亿日元
	铃木	经典车型很多，国内合资包括济南、豪爵、轻骑、金城等	158	2019年摩托车板块收入 2551 亿日元
	川崎	专注于运动型大排量摩托车、赛车、越野赛车，排量大多在 250cc 以上	55	2019年摩托车板块收入 2120 亿日元
	杜卡迪	以高性能闻名，摩托车中的法拉利	5.3	2019年摩托车板块收入 6.12 亿欧元
欧系	奥古斯塔	摩托赛车场的王者，产品以大排量为主；18 年与广州飞肯摩托合作组装；19 年与隆鑫通用合作开发 300-500cc 系列，协助其进入高端市场		
	比亚乔	欧洲最大摩托车制造企业，国内合作方主要是宗申集团		
	宝马	定位高端品牌，国内隆鑫通用为宝马代工部分型号发动机和整车	16.5	2019年摩托车板块收入 23.7 亿欧元
	KTM	越野赛场王者，连续垄断 18 届达喀尔拉力赛，国内与春风动力合作组装、建厂	26.2	2019年摩托车板块收入 15.1 亿欧元
美系	哈雷戴维森	重型摩托，以巡航型和旅游型为主；2019 年与钱江摩托推出小排量摩托车	22.8	2019年摩托车板块收入 35.4 亿美元
	隆鑫通用	“无极”家族以 250cc-650cc 产品为主，与 MV 奥古斯塔的战略合作，拓展 800cc 以上多缸发动机的“无极”家族产品，与 BMW 进行 OEM 合作	109	2019年摩托车板块收入 59.26 亿元，毛利率 19.1%；“无极”系列摩托车产品实现销售收入 3.16 亿元，增长 4.5 倍；2019 年净利润 6.03 亿元
国产	钱江摩托	产品覆盖从 50cc-1200cc 排量的系列摩托车；旗下拥有包括钱江、benelli 等品牌；250cc 以上（不含）车辆销售居国内行业首位；与知名摩托车品牌-哈雷戴维森的合作，拓展电动车领域	44.28	2019年摩托车板块收入 31.6 亿元，毛利率 25.08%；国内 Benelli 大排车型（250cc 以上）销量约 5 万辆，同比增长近 100%；2019 年净利润 1.71 亿元
	春风动力	产品整体以中高端、运动、竞技、休闲为定位，从 150CC 到 1000CC 全线覆盖；与 KTM 进行组装、建厂合作	4.96	2019年摩托车板块收入 11.5 亿元，同比增长 46%，毛利率 28.72%；2019 年净利润 1.74 亿元

资料来源：公司年报，公司官网，浙商证券研究所

3.5. 爆款车型+性价比优势，公司在国内大排量摩托车赛道占得先机

- **春风 250NK 已连续两年夺得 250cc 级别销量冠军。**2018-19 年春风 250NK 分别以 12000 台和 15500 台，斩获 250 级别销量冠军，领先于第二名铃木 DL250 和 GSX250。2020 年 3 月，公司推出仿赛车型 250SR，11098 位车友预定，1 秒光速售罄，上市便成为爆款。
- **被选为全国唯一国宾护卫专用车，打造国际形象。**公司产品作为国宾护卫专用车，在多个国家级重要活动中均有精彩亮相，并在 2018 年首次作为军援装备，走出国门护卫各国政要，展现了优秀的中国品牌形象。

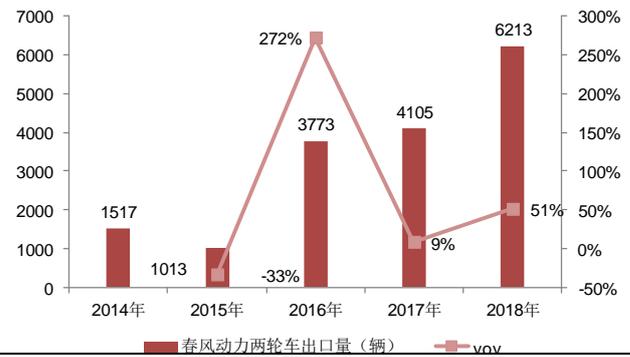
- 公司两轮车在国内外市场呈现高速增长态势。过去五年两轮车销量 CAGR 为 40%，出口量 CAGR 为 42%。春风在国内大排摩托龙头地位明显，销量仅次于钱江摩托。2016 年，春风动力 250cc 以上跨骑式摩托车国内销量 6785 台，仅次于钱江摩托的 2.14 万台。据中国汽车工业协会《产销快讯》数据显示，公司 >250ml 跨骑式摩托车 2019 年销量占行业总量 10.68%，2020 年上半年占行业总量 14.81%，大排量行业龙头地位明显。

图 33：公司过去五年两轮车销量的 CAGR 为 40%



资料来源：招股说明书，公司年报，浙商证券研究所

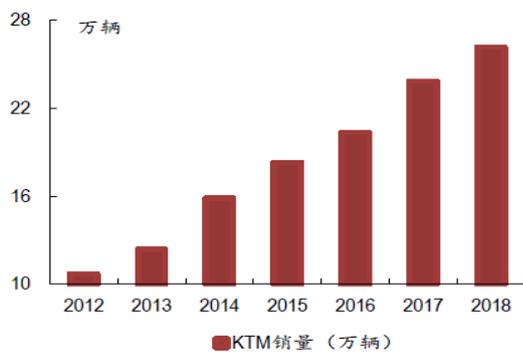
图 34：公司过去四年两轮车出口量的 CAGR 为 42%



资料来源：中国汽车工业年鉴，浙商证券研究所

- 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，与公司的合作始于 2013 年 6 月。截至 2019 年，公司已在国内开拓了 5 家 KTM 销售网络。2018 年 3 月，公司与 KTM 合资的新工厂举行奠基仪式，设计产能达到 10 万辆，全部用于大排量摩托车生产。2018 年 KTM 在欧洲和北美市占率分别是 11.7% 和 9%。2018 年公司实现 KTM R2R 摩托车销售收入 1.44 亿元，占公司主营业务收入比 5.79%。

图 35：2018 年 KTM 全球销售 26.2 万辆摩托车



资料来源：KTM 年报，浙商证券研究所

图 36：2018 年 KTM 实现 15.6 亿欧元营业收入



资料来源：KTM 年报，浙商证券研究所

表 5：春风动力与 KTM 合作时间表

年月	合作事项
2013 年 6 月	与 KTM AG 签署合作合同，取得 KTM990 发动机专利技术，展开代理销售、CKD 制造、技术等方面立体式合作
2014 年 3 月	KTM R2R 与春风动力合作：200Duke 和 390Duke 在春风动力工厂正式下线
2017 年 10 月	双方设立春风凯特摩机车公司，公司占比 51%，预计新增 5 万辆产能
2018 年 5 月	公司收购 KTM 大股东持有 1.17% KTM 少数股权
2020 年 9 月	公司收购大股东约 0.88% PMAG（前身是 KTM）的少数股权

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **国产品牌性价比优势明显。进口品牌相同排量产品的指导价格是国产品牌的2-3倍。**根据我们对主流品牌相同排量段车型的指导价格对比，250~300cc 排量段，进口品牌指导均价是国产品牌的 2.9 倍；301-400cc 排量段，进口品牌指导均价是国产品牌的 2.1 倍；400~800cc 排量段，进口品牌零指导价是国产品牌的 2.6 倍；800cc 以上排量目前基本都是进口品牌，官方指导均价约为 20.5 万元。

表 6：250~300cc 排量段，进口品牌官方指导均价是国产品牌的 2.9 倍

品牌	车型	排量 (CC)	官网指导价 (元)
KTM	250 DUKE	249	34,980
	XC-W 250 TPI(2021)	250	70,000
	300 EXC TPI SIX DAYS	293.2	88,800
	XC-W 300 TPI	300	71,300
川崎	KLX230	233	37,900
	VERSYS-X 300	296	52,900
本田	CRF250R(2021)	249	56,500
	CRF250F(2021)	250	33,200
	佛沙	279	46,000
雅马哈	XMAX 300	292	62,800
春风动力	250SR CBS版	250	18,580
	250SR ABS版	250	21,680
	250NK ABS版	250	18,900
	250NK CBS版	250	15,900
钱江	逸250	249	15,999
	凯威拾光(2019)	250	16,800
钱江贝纳利	TNT25	249	18,800
	TRK251	249	19,800
	Leoncino 250	249	19,900
	302S	300	29,800
隆鑫通用	200AC	223	14,800
	300R	292.4	18,800
	300RR	292.4	20,800
	300AC	292.4	19,980

资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

表 7：301~400cc 排量段，进口品牌官方指导均价是国产品牌的 2.1 倍

品牌	车型	排量 (CC)	官网指导价 (元)
春风动力	400NK	400	29,900
	400GT	400	33,800
钱江	追 350	353	26,999
钱江贝纳利	Imperiale 400	374	23,800
KTM	RC390	390	50,980
宝马	C 400 X	350	68,900

	C 400 GT	350	82,900
川崎	NINJA 400	399	49,800
本田	CBR400R(2019)	400	29,900

资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

表 8：401~800cc 排量段，进口品牌官方指导价是国产品牌的 2.6 倍

品牌	车型	排量 (CC)	官网指导价 (元)
春风动力	700CL-X	693	45,800
	骁 500	500	38,999
	闪 500	500	36,999
钱江	追 600	600	43,999
	赛 600	600	49,999
	黄龙	600	39,800
钱江贝纳利	502C	500	39,800
	TRK502X	500	42,800
	TRK502	500	37,800
	Leoncino Trail	500	43,800
	Leoncino 500	500	38,800
	TNT600i	600	46,800
	600GS	600	59,800
隆鑫通用	752S	754	47,800
	500R	471	34,800
KTM	650DS	652	49,800
	450 Rally Replica	450	209,000
	790 Adventure(2020)	790	138,600
	790 Adventure R(2020)	790	149,600
川崎	790 DUKE(2018)	799	126,800
	VULCAN S	649	78,800
	Z650	649	77,600
	NINJA 650	649	82,300
本田	W800	773	112,900
	CBR500R	471	69,800
	CB650R(2019)	649	105,800
	CB650F(2019)	649	94,700
	X-ADV	745	155,700
	NC750X(DCT/ABS)	745	108,800
	NC750X(MT/ABS)	745	98,800
雅马哈	NC750S(DCT/ABS)	745	105,000
	NC750S(MT/ABS)	745	95,000
雅马哈	TMAX 560	562	159,800
	MT-07	689	109,800

资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

表 9：800cc 以上排量段，基本是进口品牌，官方指导均价为 20.5 万元

品牌	车型	排量 (CC)	官网指导价 (元)
KTM	890 ADVENTURE R(2021)	889	88,000
	890 Adventure R RALLY(2021)	889	135,000
	1290 Super Adventure R	1290	219,800
	1290 Super Adventure S(2019)	1290	199,800
宝马	F 900 R	895	105,900
	F 900 XR	895	119,900
	R NINET	1170	198,200
	R 1250 GS	1254	209,900
	R 1250 GS ADVENTURE	1254	239,900
	R 18	1802	249,900
	R 1250 RT	1254	285,900
	R 18 CLASSIC	1802	299,900
	K 1600 GT	1649	345,900
	川崎	Z900	948
Z H2		998	239,000
NINJA 1000SX		1043	179,200
VERSYS 1000		1043	159,000
本田	CBR1000RR(2019)	999	217,900
	CRF 1100L Africa Twin(2020)	1084	198,000
	CB1100 RS(2019)	1140	178,000
	Gold Wing GL 1800(2019)	1883	388,000
雅马哈	TRACER900GT	847	139,800
	NIKEN GT	847	258,000
	MT-09	847	129,800
	YZF R1	998	229,800

资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

3.6. 率先发布电动品牌 ZEEHO，主动拥抱电动摩托车新趋势

- 行业标准出台，电动摩托车进入高速增长期。**2018 年 5 月 15 日，电动自行车新国标发布，很多生产超标电动自行车的企业加快转型，通过工信部目录准入，进入到摩托车行业。2019 年 4 月 1 日，《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》正式实施，电动摩托车进入高速增长期。2019 年，电动摩托车(含电动三轮摩托车)销量约为 230 万辆，同比呈数倍增长，占摩托车总销量的比例达到 13%。其中**电动两轮摩托车为销量约为 190 万辆，占有所有电动摩托车的 82%。**
- 2020 年 12 月率先发布电动摩托品牌——ZEEHO (极核)，电摩量产概念车 Cyber Concept 首次亮相，预计量产车将于 2021 年上半年正式上市。**早在 11 月公司已经发布了首款新能源电动警车。Cyber Concept 拥有众多智能技术加持，有望引领未来年轻用户出行潮流。

表 10：科技感爆棚的 ZEEHO 首款电摩量产概念车 Cyber Concept 主要看点

子系统	主要指标及内容
Premium 能源系统	采用定制化软包动力电池, 具有高达 285wh/kg 的能量密度, NEDC 续航里程 130+ 公里; 电芯通过汽车级安全认证, 可通过 100%SOC 针刺测试, 超过 2500 次的循环寿命, 使用寿命长达 8 年/30 万公里, 30 分钟即可恢复 80% 电量。
Cobra 动力系统	采用大功率水冷中置电机, 峰值功率 10KW, 轮上扭矩 213Nm, 电机转化效率达到 93%, 让车辆实现 0-50 公里/小时的加速仅需 2.9 秒
Just Ride 操控系统	提供了 Eco、Street、Sport 三种驾控模式
Link 车联系统	能实现人车互联体验, 并能随时进行整车 OTA 升级
五模定位防盗系统	GPS、北斗、基站、伽利略、格勒纳斯的五模定位防盗系统, 能实现智能软硬件防盗和车辆异常报警
智能管家 ZEEHO APP	不论何时何地, 都能即时获取车辆状态, 进行远程车况检测, 远程车辆解锁, 远程寻车, 一切尽在掌控
Keyless 系统、语音交互系统以及智能声光系统等	都能让用户享受到更有温度的人车交互体验; MSC 车身稳定系统和 360° 全域预警系统则能实时保障用户出行安全; ZEEHO APP 还能为用户提供 24 小时圈层社交

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 2020-2022 年收入 CAGR 为 36%，净利润 CAGR 为 65%

■ 全地形车假设:

1) **销量假设:** 2019 年全球全地形车销量同比增长 3.3%。2020 年美国市场受新冠疫情影响全地形车销量同比增长较快, 主要因为疫情期间: 1) 美国人民大多选择居家办公, 有充足时间在周围玩乐; 2) 大多数专卖店处在郊区, 门店能正常营业; 3) 新的消费群体带来约 50% 左右的增量, 我们预计全球 2020 年销量同比增长 7.5%; 2021 年受新冠疫苗开始接种的影响, 全地形车市场逐步复苏, 同比增长 2.3%, 2022~2025 年全地形车开始重归增长通道, 增速分别为 3.3%/4.0%/4.2%/4.5%。春风动力全地形车 2019 年全球市占率 6%, 2020 年受益于国内疫情控制率先复工复产, 我们预计公司市占率逆势上升至 6.8%。2021~2025 年受益于“CFMOTO”品牌的不断受到认可、产品线的扩充和销售网络覆盖面增加, 公司全球市占率稳步提升, 分别为 7.5%/8.2%/9.0%/9.5%/10%。

2) **均价假设:** 过去五年公司全地形车年平均涨价 5%, 受益于大排量产品和 UTV/SSV 占比持续提升, 保守预计 2020~2023 年公司全地形车均价分别上涨 1.5%/1.8%/2%/3%。

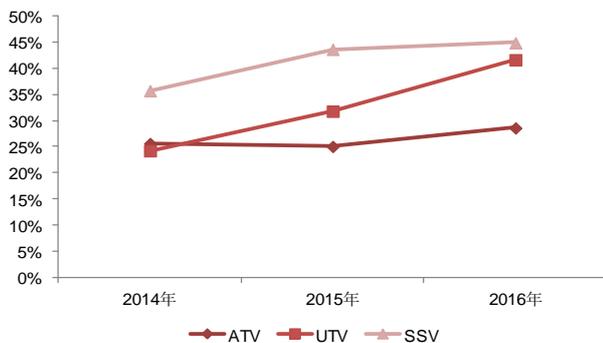
3) **毛利率假设:** 随着大排量产品和 UTV/SSV 占比持续提升、高毛利的北美地区收入占比逐年提升, 公司毛利率继续维持在上升通道, 保守预计 2020~2023 年公司全地形车毛利率分别为 36.59%/37.21%/38.13%/38.43%。

表 11: 到 2025 年全球全地形车销量达到 120 万台, 春风全球市占率提升至 10%

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
全球全地形车销量(万台)	90	90	93	100	102	106	110	114	120
yoy	3.0%	-0.4%	3.3%	7.5%	2.3%	3.3%	4.0%	4.2%	4.5%
春风动力全球市占率	4.2%	5.3%	6.0%	6.8%	7.5%	8.2%	9.0%	9.5%	10.0%
+/-	0.8%	1.1%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%
春风全地形车销量(万台)	3.8	4.8	5.6	6.8	7.7	8.7	9.9	10.9	12.0
yoy	28.0%	26.9%	17.2%	21.3%	12.7%	13.0%	14.1%	10.0%	10.0%

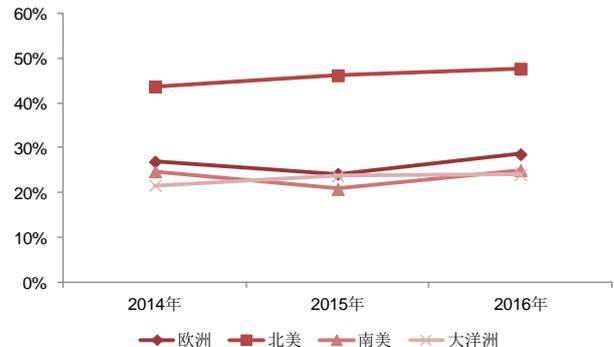
资料来源: 北极星工业年报, 公司年报, 浙商证券研究所

图 37: UTV/SSV 的毛利率比 ATV 高约 10~15pct



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 38: 海外市场北美毛利率远高于其他地区



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

■ 摩托车假设:

1) 销量假设: (1) 国内市场: 2019年我国摩托车销量同比下滑2% (剔除电动摩托车), 过去五年我国摩托车销量整体处于下滑趋势, 但是下滑幅度有所收敛。保守预计2020~2023年国内摩托车销量以2%速度下滑。250cc及以上摩托车渗透率在逐年提升, 2019年达到9.6%, 过去五年平均每年提升1pct, 2019年提升2.1pct。受益于进口品牌在国内加大力度布局大排量摩托车, 我们预计国内250cc及以上摩托车渗透率仍将维持快速提升, 预计2020~2026年国内250cc及以上摩托车渗透率分别为12.1%/14.1%/16.1%/17.9%/19.4%/20.7%/21.7%。春风动力受益于产品线覆盖面和销售网络提升以及与KTM合作的加深, 预计在国内250cc及以上摩托车市占率将持续提升, 分别为4.6%/6.1%/7.6%/8.9%/9.9%/10.7%/11.2%。**(2) 海外市场:** 过去五年公司二轮摩托车在海外销量CAGR为36%, 随着新车型的推出和欧洲、北美销售网络的逐步健全, 我们预计公司在海外销售仍将维持较高的增长速度。预计2020~2023年公司海外两轮摩托车销量增速分别为40%/40%/29%/39%。

2) 均价假设: 过去五年公司摩托车年平均涨价8%, 受益于大排量产品和欧美高端市场占比持续提升, 保守预计2020~2023年公司全地形车均价分别上涨5%/5%/5%/5%。

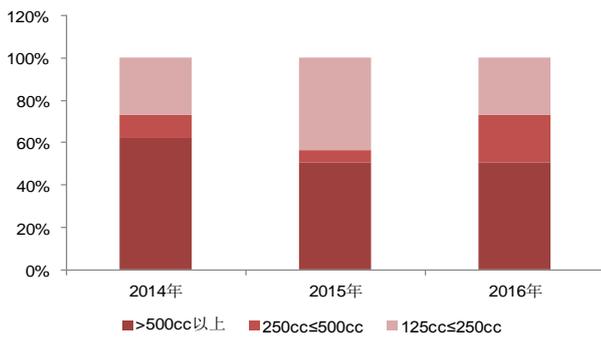
3) 毛利率假设: 随着国内大排量产品和欧美高端市场占比持续提升, 公司毛利率继续维持在上升通道, 保守预计2020~2023年公司摩托车毛利率分别为29.40%/30.07%/30.74%/31.40%。

表 12: 到 2026 年国内 250cc 及以上摩托车销量达到 259 万辆, 春风市占率提升至 11.2%

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
国内摩托车销量 (万辆)	1400	1371	1344	1317	1290	1265	1239	1214	1190
yoy	-7%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
250cc 及以上渗透率	7.5%	9.6%	12.1%	14.1%	16.1%	17.9%	19.4%	20.7%	21.7%
+/-	7.5%	9.6%	12.1%	14.1%	16.1%	17.9%	19.4%	20.7%	21.7%
250cc 以上渗透率	0.8%	1.3%	2.2%	3.2%	4.2%	5.2%	6.2%	7.4%	8.9%
+/-	0.1%	0.5%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.5%
250cc 及以上销量 (万辆)	105	132	163	186	208	227	241	252	259
yoy	3%	26%	23%	14%	12%	9%	6%	5%	3%
250cc 以上销量 (万辆)	11	18	30	42	54	66	77	90	106
yoy	14%	67%	67%	43%	29%	21%	17%	17%	18%
春风摩托车市占率	2.99%	3.22%	4.60%	6.10%	7.60%	8.90%	9.90%	10.70%	11.20%
+/-	0.5%	0.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.3%	1.0%	0.8%	0.5%
春风国内销量 (万辆)	3.13	4.25	7.50	11.35	15.82	20.18	23.84	26.94	28.97
yoy	22.5%	35.5%	76.7%	51.4%	39.4%	27.6%	18.1%	13.0%	7.5%
春风海外销量 (万辆)	0.62	0.71	1.00	1.40	1.80	2.50	3.30	4.00	5.00
yoy	51.2%	15.0%	40.3%	40.0%	28.6%	38.9%	32.0%	21.2%	25.0%
春风摩托车销量 (万辆)	3.75	4.96	8.50	12.75	17.62	22.68	27.14	30.94	33.97
yoy	26.5%	32.1%	71.4%	50.0%	38.2%	28.7%	19.7%	14.0%	9.8%

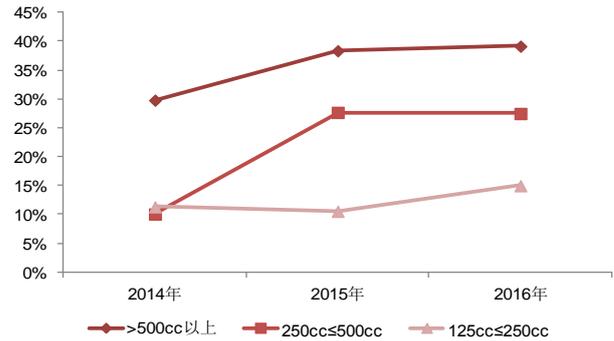
资料来源: 中国汽车工业协会, 公司年报, 浙商证券研究所

图 39: 250cc 以上摩托车销量占比 70%左右



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 40: 发动机排量越高, 产品毛利率越高



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

根据以上关键假设, 我们预计 2020-2022 年公司营业收入为 46.5/62.4/81.8 亿元, 同比增长 43%/34%/31%; 净利润为 4.0/6.1/8.1 亿元, 同比增长 121%/52%/33%, PE 为 56/37/28 倍。

表 13: 公司细分业务盈利预测

业务类型	财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
全地形车 (四轮车)	营业收入 (百万元)	1828	2251	2582	2976
	增长率	19%	23%	15%	15%
	毛利率	36.28%	36.59%	37.09%	37.70%
	营收占比	56%	48%	41%	36%
	毛利占比	63%	54%	46%	41%
摩托车 (两轮车)	营业收入 (百万元)	1151	2072	3264	4736
	增长率	46%	80%	58%	45%
	毛利率	28.72%	29.40%	30.07%	30.74%
	营收占比	36%	45%	52%	58%
	毛利占比	32%	40%	48%	53%
配件及游艇	营业收入 (百万元)	171	205	236	273
	增长率	16%	20%	15%	16%
	毛利率	37.30%	42.52%	42.52%	43.02%
	营收占比	5%	4%	4%	3%
	毛利占比	6%	6%	5%	4%
发动机	营业收入 (百万元)	27	38	54	75
	增长率	45%	40%	40%	40%
	毛利率	26.87%	16.42%	14.63%	15.85%
	营收占比	1%	1%	1%	1%
	毛利占比	1%	0%	0%	0%
其他	营业收入 (百万元)	65	82	101	121
	增长率	28%	25%	23%	20%
	毛利率	-22.76%	-3.45%	13.10%	23.38%
	营收占比	2%	2%	2%	2%
	毛利占比	-2%	0%	1%	1%
公司整体	营业收入 (百万元)	3242	4648	6236	8180

增长率	27%	43%	34%	31%
毛利率	32.24%	32.77%	33.02%	33.37%

资料来源：浙商证券研究所

4.2. 给予 2021 年 48 倍目标 PE，目标价为 217 元/股

全地形车和大排量摩托车未来均是千亿市场规模的赛道，2019 年公司市占率分别仅为 6.0% 和 3.2%，未来 5 年市占率可分别提升至 10% 和 11.2%。2021~2023 年净利润 CAGR 为 40%。采用 PEG 估值法，基于公司对消费者深度理解并且擅长打造爆款车型的基因，给予春风动力 2021 年 1.2 倍 PEG，对应 6-12 个月 PE 为 48 倍，对应目标价 217 元/股。给予买入评级。

表 14：春风动力与可比公司关键指标对比

代码	公司	市值 (亿元)	2019 利润增速	2020 利润增速	2021 利润增速	PE (TTM)	2020 PE	2021 PE	ROE (2019)
PIL.N	POLARIS	427	-3%	n/a	n/a	264	n/a	n/a	32%
HOG.N	哈雷戴维森	385	-20%	n/a	n/a	54	n/a	n/a	24%
603766	隆鑫通用	67	-40%	n/a	n/a	13	n/a	n/a	9%
000913	钱江摩托	104	366%	48%	60%	55	31	19	4%
603583	捷昌驱动	217	12%	61%	24%	53	47	38	16%
603489	八方股份	237	39%	32%	35%	61	56	41	16%
603129	春风动力	222	51%	104%	50%	66	56	37	17%

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：春风动力为浙商机械预测，其余公司为 Wind 一致预期市值，截止 2020 年 1 月 12 日收盘）

5. 风险提示

- 全地形车和两轮摩托车海外市场开拓不及预期。
- 国内大排量摩托车市场竞争激烈程度超预期。
- 人民币兑美元汇率波动风险

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1835	2602	3630	5170	营业收入	3242	4648	6236	8180
现金	727	1145	1881	3014	营业成本	2197	3125	4177	5450
交易性金融资产	204	68	91	121	营业税金及附加	77	112	139	192
应收账款	291	363	467	580	营业费用	457	511	624	818
其它应收款	12	30	32	42	管理费用	163	228	299	376
预付账款	30	59	72	91	研发费用	183	232	312	409
存货	429	646	836	1094	财务费用	(13)	1	(1)	(2)
其他	142	291	251	228	资产减值损失	27	32	45	61
非流动资产	702	867	1049	1100	公允价值变动损益	2	2	2	2
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	22	14	15	17
固定资产	260	381	501	564	营业利润	175	422	656	894
无形资产	140	173	200	224	营业外收支	2	3	3	3
在建工程	159	167	197	158	利润总额	177	426	659	896
其他	144	146	150	155	所得税	3	26	53	90
资产总计	2537	3469	4679	6270	净利润	174	400	607	807
流动负债	1421	1943	2593	3425	少数股东损益	(7)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	181	400	607	807
应付款项	1223	1646	2208	2929	EBITDA	205	441	676	907
预收账款	84	127	171	221	EPS (最新摊薄)	1.3	3.0	4.5	6.0
其他	114	170	214	275	主要财务比率				
非流动负债	44	25	30	33	单位: 百万元				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
其他	44	25	30	33	成长能力				
负债合计	1465	1968	2623	3457	营业收入增长率	27.4%	43.4%	34.2%	31.2%
少数股东权益	32	32	32	32	营业利润增长率	52.9%	141.4%	55.3%	36.2%
归属母公司股东权益	1040	1469	2024	2781	归属于母公司净利润	50.6%	121.0%	51.6%	33.0%
负债和股东权益	2537	3469	4679	6270	获利能力				
现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	毛利率	32.2%	32.8%	33.0%	33.4%
经营活动现金流	424	448	1027	1307	净利率	5.4%	8.6%	9.7%	9.9%
净利润	174	400	607	807	ROE	17.4%	31.1%	34.1%	33.1%
折旧摊销	39	29	39	47	ROIC	15.7%	26.3%	28.9%	27.8%
财务费用	(13)	1	(1)	(2)	偿债能力				
投资损失	1	1	1	1	资产负债率	57.7%	56.7%	56.1%	55.1%
营运资金变动	495	207	532	657	净负债比率	0.00%	0.02%	0.02%	0.01%
其它	(272)	(190)	(151)	(204)	流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
投资活动现金流	(183)	(59)	(241)	(126)	速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
资本支出	(124)	(150)	(180)	(60)	营运能力				
长期投资	127	0	0	0	总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5
其他	(186)	91	(61)	(66)	应收账款周转率	12.8	13.6	13.4	13.1
筹资活动现金流	(115)	28	(51)	(49)	应付账款周转率	4.4	4.5	4.7	4.5
短期借款	(1)	0	0	(0)	每股指标 (元)				
长期借款	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.3	3.0	4.5	6.0
其他	(114)	28	(51)	(48)	每股经营现金流(最	3.2	3.3	7.6	9.7
现金净增加额	126	418	736	1133	每股净资产(最新摊	7.7	10.9	15.1	20.7
					估值比率				
					P/E	123	56	37	28
					P/B	21	15	11	8
					EV/EBITDA	23	48	30	21

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>