

## 消费升级新趋势 海外受疫情扰动

### 春风动力(603129)

#### 事件概述

公司发布 2020 年度业绩预告：预计报告期内归母净利润 3.20-3.80 亿元，同比增长 76.7-109.9%，扣非归母净利润 2.68-3.28 亿元，同比增长 67.5-105.0%。其中 Q4 归母净利润预计 0.23-0.83 亿元，同比-42.5%至 107.5%。

#### 分析判断：

##### ► 运输+汇率短期扰动 业绩小幅承压

公司 2020 年归母净利润预计 3.20-3.80 亿元，同比增长 76.7-109.9%，扣非归母净利润预计 2.68-3.28 亿元，同比增长 67.5-105.0%，我们判断主要源于公司产品销量增长带来的业绩提升。拆分季度来看，Q4 归母净利润预计 0.23-0.83 亿元，同比-42.5%至 107.5%，环比下降 81.3-32.5%，Q4 扣非归母净利润预计-0.02 至 0.58 亿元，同比-106.9%至 100%。我们判断主要源于两方面因素：

1) 海外疫情二次爆发对国际物流产生影响，集装箱资源紧张，价格相比 2019 年同期上涨两倍以上（单箱价格 2000 美金上涨至 7000 美金），运输成本增加一定程度拉低公司毛利，我们测算 2020Q4 运费上涨所带来的损失在 0.08-0.10 亿元区间；另一方面，订单延期交付亦造成收入无法确认，但大概率在 2021Q1 释放（从四轮车批发销量来看，四季度批发量 2.59 万辆，同比+91.7%）；

2) 人民币兑美元汇率持续下行，由 2020 年四季度初的 6.85 一路走低至 2020 年年底的 6.52，虽公司通过远期外汇锁汇部分冲抵损失，但受限于远期头寸，我们测算 2020Q4 汇率下跌所带来的汇兑损失在 0.15-0.25 亿元区间。

##### ► 摩托车与全地形车全面爆发 Q4 高速增长延续

根据中汽协数据，2020Q4 公司摩托车与全地形车销量延续高速增长（中汽协数据统计口径为批发出库销量，销售收入确认口径则需要商品实际到达商家，虽两者间存在差异，但批发销量基本可反映下游客户实际需求）：

1) 两轮摩托车受益于爆款车型 250SR 持续强势及中大排量摩托车市场扩容，2020Q4 销量 2.20 万辆，同比+124.3%，环比-17.2%（主要系受摩托车传统淡季影响），其中 10、11、12 月份销量分别 0.83、0.86、0.51 万辆，同比分别+142.0%、+126.7%、+97.1%，增速维持高位，尤其 12 月份在受极寒天气影响下增速仍近 100%，彰显公司强劲市场竞争实力；

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	224.80
最新收盘价：	161.95
股票代码：	603129
52 周最高价/最低价：	195.3/29.89
总市值(亿)	217.63
自由流通市值(亿)	217.12
自由流通股数(百万)	134.07



#### 分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006

#### 联系人：王旭冉

邮箱：wangxr3@hx168.com.cn

#### 相关研究

- 春风动力(603129) 点评报告：发布极核品牌进军电动出行  
2020.12.10
- 春风动力(603129) 2020 三季度点评：供给创造需求 销量驱动业绩增长  
2020.10.23
- 春风动力(603129) 2020 中报点评：摩托车放量 业绩加速兑现  
2020.08.27

2) 四轮全地形车受益海外市场需求恢复, 2020Q4 销量 2.59 万辆, 同比+91.7%, 环比+13.4%, 其中 10、11、12 月份销量分别 0.79、0.79、1.01 万辆, 同比分别+92.7%、+37.1%、+176.5%, 在海外疫情二次爆发的情况下逆势走强, 12 月销量更是创出近年新高。公司目前是国内第一、全球第七大全地形车生产商, 在多个欧洲发达国家市占率排名第一, 近年来公司集中资源攻克美国市场, 在美国设立 CFP、CFF 子公司, 主打差异化, 未来可挖掘空间巨大。

### ► 摩托车新品大周期 供给创造需求

摩托车销量和业绩贡献的快速增长是公司当前核心看点, 2020 年以来公司深入挖掘增量领域, 重磅车型不断催化, 新产品大周期开启:

1) 仿赛: 公司首款仿赛车型 250SR 自 2020 年 3 月上市以来一直处于供不应求状态, 目前月销稳定在 4,000 台以上, 2021 年伴随产能问题消除销量有望更上层楼, 预计后续公司还会在 400cc、650cc 等成熟动力平台推出更多仿赛车型;

2) 复古街车: 复古街车 700CL-X 受到消费者追捧, 在丰富发动机排量段的同时有效补足车型谱系短板;

3) 公升级: 首款公升级休旅车 1250TR-G 将于 2021 年量产, 提升 CFMOTO 品牌价值和产品售价区间;

4) 合资板块: 与 KTM 合资生产 KTM、Husqvarna 品牌车型, 与 CFMOTO 品牌形成高中低搭配; 使用 KTM 发动机技术的首款车型 800MT 量产在即。

### 投资建议

公司摩托车业务受益于增量车型密集上市及中大排量摩托车市场扩容, 销量增速和市占率全面向上; 全地形车业务深入挖潜美国市场, 出口龙头地位不断强化。虽远洋运输及汇率问题短期对公司盈利能力产生影响, 但均属于暂时性因素, 我们调整盈利预测, 对公司 2020-2022 年归母净利润的预测由 4.06/6.06/7.69 亿元调整至 3.45/5.83/7.56 亿元, 对应当前 EPS 由 3.02/4.51/5.72 调整至 2.57/4.34/5.62 元, 当前股价对应 PE 为 63/37/29 倍。公司全线摩托车、全地形车产品聚焦消费升级, 中长期成长性强、确定性高, 给予公司 2022 年 40 倍 PE 估值, 目标价由 228.80 元调整至 224.80 元, 维持“买入”评级。

### 风险提示

禁、限摩政策收紧导致国内摩托车需求下滑; 合资公司春风凯特摩产能建设、车型引入进度低于预期; 新冠肺炎疫情导致欧美全地形车销量不达预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,545	3,242	3,608	6,096	7,752

YoY (%)	40.0%	27.4%	11.3%	69.0%	27.2%
归母净利润(百万元)	120	181	345	583	756
YoY (%)	23.5%	50.6%	90.7%	68.7%	29.6%
毛利率 (%)	30.5%	32.2%	32.4%	32.7%	33.0%
每股收益 (元)	0.89	1.35	2.57	4.34	5.62
ROE	12.5%	17.4%	26.8%	33.9%	33.3%
市盈率	180.98	120.20	63.02	37.34	28.80

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,242	3,608	6,096	7,752	净利润	174	352	613	821
YoY(%)	27.4%	11.3%	69.0%	27.2%	折旧和摊销	39	33	36	40
营业成本	2,197	2,438	4,102	5,191	营运资金变动	194	-164	580	275
营业税金及附加	77	81	137	174	经营活动现金流	424	215	1,217	1,125
销售费用	457	382	614	765	资本开支	-167	-120	-120	-120
管理费用	163	152	250	318	投资	-187	0	0	0
财务费用	-13	-42	-35	-61	投资活动现金流	-183	-102	-95	-96
资产减值损失	-14	-15	-15	-15	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-1	18	24	23	债务募资	0	0	0	0
营业利润	175	437	764	1,024	筹资活动现金流	-115	-130	-200	-260
营业外收支	2	3	3	3	现金净流量	129	-16	922	769
利润总额	177	440	767	1,027	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	3	88	153	205	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	174	352	613	821	营业收入增长率	27.4%	11.3%	69.0%	27.2%
归属于母公司净利润	181	345	583	756	净利润增长率	50.6%	90.7%	68.7%	29.6%
YoY(%)	50.6%	90.7%	68.7%	29.6%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.35	2.57	4.34	5.62	毛利率	32.2%	32.4%	32.7%	33.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率率	5.4%	9.8%	10.1%	10.6%
货币资金	727	711	1,633	2,402	总资产收益率 ROA	7.1%	11.7%	13.0%	13.0%
预付款项	30	34	57	72	净资产收益率 ROE	17.4%	26.8%	33.9%	33.3%
存货	429	476	800	1,013	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	649	904	1,039	1,227	流动比率	1.29	1.35	1.33	1.40
流动资产合计	1,835	2,124	3,528	4,713	速动比率	0.97	1.02	1.01	1.08
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.51	0.45	0.61	0.71
固定资产	260	269	288	315	资产负债率	57.7%	55.0%	60.1%	58.6%
无形资产	140	183	224	263	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	702	827	959	1,098	总资产周转率	1.28	1.22	1.36	1.33
资产合计	2,537	2,951	4,487	5,811	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.35	2.57	4.34	5.62
应付账款及票据	1,223	1,357	2,284	2,891	每股净资产	7.74	9.60	12.79	16.90
其他流动负债	198	220	371	471	每股经营现金流	3.15	1.60	9.06	8.37
流动负债合计	1,421	1,578	2,655	3,362	每股股利	0.00	0.97	1.49	1.93
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	44	44	44	44	PE	120.20	63.02	37.34	28.80
非流动负债合计	44	44	44	44	PB	5.46	18.14	13.62	10.31
负债合计	1,465	1,622	2,699	3,405					
股本	134	134	134	134					
少数股东权益	32	39	70	135					
股东权益合计	1,072	1,329	1,788	2,406					
负债和股东权益合计	2,537	2,951	4,487	5,811					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。