

春风动力(603129)

定增扩产能补短板，“四轮+两轮+电摩”布局完善
——春风动力点评报告

□ 定增新扩 23 万台产能，“四轮+两轮+电摩”布局日臻完善

公司公告：拟发行股份募集资金 17.3 亿元。其中 8.4 亿元用于动力运动装备扩产及产线智能化改造，3.6 亿元用于研发中心升级改造，5.2 亿元用于补充流动资金。

本次扩产和改造项目预计新增 23 万台产能，包括四轮车（全地形车）、两轮车（摩托车）、电动摩托车等新生产线建设及改造部分旧生产线。2016-2019 年公司收入维持高速增长，CAGR 为 28%，本次扩产能有效弥补产能短板，有助于公司抓住海外四轮车和国内中大排量两轮车消费升级的机遇进一步做大做强。

□ 1-2 月四轮车、中大排量两轮车产销两旺，行业景气维持高位

根据中国摩托车商会数据，2021 年 1-2 月国内四轮车企产量和销量累计分别同比增长 252% 和 239%；150<排量≤250ml 二轮摩托车累计销量同比增长 76%，250ml 以上二轮摩托车累计销量同比增长 140%；电动摩托车累计销量同比增长 50%。四轮车、中大排量两轮车和电动摩托车产销两旺，行业景气维持高位。

□ 四轮车全球千亿市场，国内中大排量摩托车可渗透率提升至 10%

Allied Market 和 Polaris Market Research 均预测到 2025 年全球四轮车市场规模超过 1000 亿元，未来 5 年行业 CAGR 为 8%；受益于消费升级，摩托车的功能由代步通勤向消费娱乐转变。根据中国摩托车商会的统计，2020 年国内 250ml 以上摩托车销量超过 20 万辆，过去 5 年行业 CAGR 为 40%。目前国内中大排量摩托车渗透率仅 3%，预计随着中高等收入群体持续扩大，未来中大排量摩托车的渗透率有望提升至 10%。

□ 预计 2025 年公司四轮车和中大排量摩托车市占率均可提升至 10%

随着新产品推出（四轮车 SSV、两轮车 400cc、650cc 仿赛、1250TR-G、KTM 合资车型）和销售网络（全球 300 多家进口商超、3000 家零售网点和国内 400 多家经销商）完善，预计公司全球全地形车市占率从 2019 年 6% 上升至 2025 年 10%，国内中大排量摩托车市占率从 2019 年 3.2% 上升至 2025 年 10.7%。

□ 盈利预测及估值：未来三年净利润 CAGR 为 42%，目标价 202 元/股

预计 2020-2022 年净利润为 3.5/5.4/7.8 亿元，同比增 94%/53%/45%，PE 为 54/35/24 倍。2021~2023 年净利润 CAGR 为 42%。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 50 倍，对应目标价 202 元/股。维持买入评级。

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)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3242	4648	6236	8180
(+/-)	27%	43%	34%	31%
净利润	181	352	537	776
(+/-)	51%	94%	53%	45%
每股收益(元)	1.3	2.6	4.0	5.8
P/E	104	54	35	24
ROE	17%	28%	32%	34%
PB	18	13	10	7

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

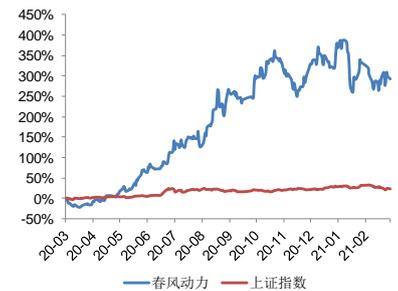
¥ 140.13

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
lifeng1@stocke.com.cn



相关报告

1 《【春风动力】高端动力运动装备龙头，沐消费升级之“春风”-春风动力深度报告》2020.01.12

2 《【春风动力】业绩大幅增长，“四轮+两轮”并进策略效果显著-春风动力点评报告》2021.1.28

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1835	2554	3512	5020	营业收入	3242	4648	6236	8180
现金	727	1096	1762	2864	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	558	686	818
其它应收款	12	30	32	42	管理费用	163	232	312	409
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	0
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
金融资产类	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	371	580	859
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	374	583	862
其他	144	146	150	155	所得税	3	22	47	86
资产总计	2537	3421	4561	6120	净利润	174	352	537	776
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	352	537	776
应付款项	1223	1646	2208	2929	EBITDA	205	390	601	874
预收账款	84	127	171	221	EPS (最新摊薄)	1.3	2.6	4.0	5.8
其他	114	170	214	275	主要财务比率				
非流动负债	44	25	30	33		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	44	25	30	33	营业收入	27.4%	43.4%	34.2%	31.2%
负债合计	1465	1968	2623	3457	营业利润	52.9%	112.0%	56.4%	48.0%
少数股东权益	32	32	32	32	归属母公司净利润	50.6%	94.2%	52.6%	44.5%
归属母公司股东权益	1040	1421	1906	2631	获利能力				
负债和股东权益	2537	3421	4561	6120	毛利率	32.2%	32.8%	33.0%	33.4%
					净利率	5.4%	7.6%	8.6%	9.5%
					ROE	17.4%	27.9%	31.7%	33.7%
					ROIC	15.7%	23.8%	27.1%	28.3%
					偿债能力				
					资产负债率	57.7%	57.5%	57.5%	56.5%
					净负债比率	0.00%	0.02%	0.02%	0.01%
					流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
					速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	1.4	1.6	1.6	1.5
					应收帐款周转率	12.8	13.6	13.4	13.1
					应付帐款周转率	4.4	4.5	4.7	4.5
					每股指标(元)				
					每股收益	1.3	2.6	4.0	5.8
					每股经营现金	3.2	3.0	7.1	9.5
					每股净资产	7.7	10.6	14.2	19.6
					估值比率				
					P/E	104	54	35	24
					P/B	18	13	10	7
					EV/EBITDA	23	45	28	18

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	424	400	958	1278
净利润	174	352	537	776
折旧摊销	39	29	39	47
财务费用	(13)	1	1	0
投资损失	1	1	1	1
营运资金变动	495	207	532	657
其它	(272)	(190)	(151)	(204)
投资活动现金流	(183)	(59)	(241)	(126)
资本支出	(124)	(150)	(180)	(60)
长期投资	127	0	0	0
其他	(186)	91	(61)	(66)
筹资活动现金流	(115)	28	(52)	(51)
短期借款	(1)	0	0	(0)
长期借款	0	0	0	0
其他	(114)	27	(52)	(50)
现金净增加额	126	369	666	1102

资料来源: Wind、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>