

2021 年 04 月 12 日

# Q1 业绩超预期 春风引擎再度开启

## 春风动力 (603129)

### 事件概述

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报：2020 年实现营收 45.26 亿元，同比增长 39.6%；归母净利润 3.65 亿元，同比增长 101.5%；扣非归母净利润 3.11 亿元，同比增长 94.6%。2021Q1 实现营收 15.61 亿元，同比增长 150.6%；归母净利润 0.96 亿元，同比增长 65.4%；扣非归母净利润 0.89 亿元，同比增长 60.8%。

### 分析判断：

#### ► 2020 业绩高速增长 还原毛利基本平稳

受益中大排量摩托车高速增长，公司 2020 年全年实现营收 45.26 亿元，同比增长 39.6%。细分业务来看：摩托车全年销量 8.69 万辆，同比增长 75.1%，实现营收 18.61 亿元，同比增长 61.7%，营收增速低于销量增速主因 250 系列车型销量占比提升；全地形车全年销量 6.66 万辆，同比增长 18.9%，实现营收 22.48 亿元，同比增长 23.0%，产品结构进一步优化。

利润端表现来看，2020 年全年主营业务毛利率 30.2%，同比-3.4pct，主因会计收入准则调整，运费及关税调整至营业成本所致，如若剔除则全年毛利率基本保持平稳；归母净利润 3.65 亿元，同比增长 101.5%，处于早期 2020 年度业绩预告中上区间。费用方面，销售、管理、研发、财务费率分别 8.7%、4.6%、5.2%、1.4%，较 2019 年同比分别-5.4pct、-0.4pct、-0.4pct、+1.8pct，销售费用大幅减少主因会计收入准则调整，财务费用提升主因美元大幅贬值。

#### ► 摩托车与全地形车全面爆发 Q1 业绩超预期

根据中汽协数据，2021 年 1-2 月公司摩托车与全地形车销量延续高速增长：1) 两轮摩托车受益爆款车型 250SR 持续强势及中大排量摩托车市场扩容，2021 年 1-2 月实现销量 1.48 万辆，同比+190.9%；2) 四轮全地形车受益海外市场需求恢复，2021 年 1-2 月实现销量 1.88 万辆，同比+218.0%。高速增长非因去年同期疫情影响基数较低，对比 2019 年 1-2 月销量数据，两轮及四轮销量分别+181.3%、+122.3%。

受益摩托车与全地形车全面爆发，公司 2021Q1 年业绩延续高速增长，单季实现营收 15.61 亿元，同比增长 150.6%，归母净利润 0.96 亿元，同比增长 65.4%，我们判断利润增速低于营收主因国际物流成本增加、人民币兑美元汇率下行以及销往美国 ATV 车型关税增加所致，其中前两者均属短期扰动，关税影

### 评级及分析师信息

|              |             |
|--------------|-------------|
| 评级：          | 买入          |
| 上次评级：        | 买入          |
| 目标价格：        | 224.40      |
| 最新收盘价：       | 130.18      |
| 股票代码：        | 603129      |
| 52 周最高价/最低价： | 195.3/32.48 |
| 总市值(亿)       | 174.93      |
| 自由流通市值(亿)    | 174.53      |
| 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

1. 【华西汽车】春风动力 (603129) 重大事件点评：定增预案发布 完善并扩展业务布局  
2021.03.16
2. 【华西汽车】春风动力 (603129) 业绩预告点评：消费升级新趋势 海外受疫情扰动  
2021.01.29
3. 【华西汽车】春风动力 (603129) 点评报告：发布极核品牌 进军电动出行  
2020.12.10

响公司则通过售价上涨（据春风美国官网数据，美国全地形车售价全系普涨 200 美元）以及部分转嫁经销商一定程度缓解。

### ► 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 上市即成爆款，2021 年 3 月新推出 250SR 赛道版车型，加量不加价，性价比较高，2021 年有望延续强势，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 我们预计将于 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。调整盈利预测，预计公司 2021-2022 年归母净利由 5.83/7.56 亿元调整为 6.07/7.53 亿元，对应的 EPS 由 4.34/5.62 元调整为 4.52/5.61 元；新增 2023 年归母净利预测 8.96 亿元，对应的 EPS 为 6.67 元，当前股价对应 PE 为 29/23/20 倍。考虑到公司全线摩托车、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 224.80 元调整为 224.40 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       | 2019A | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E  |
|------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 3,242 | 4,526  | 7,264 | 9,021 | 10,432 |
| YoY (%)    | 27.4% | 39.6%  | 60.5% | 24.2% | 15.6%  |
| 归母净利润(百万元) | 181   | 365    | 607   | 753   | 896    |
| YoY (%)    | 50.6% | 101.5% | 66.3% | 24.2% | 18.9%  |
| 毛利率 (%)    | 32.2% | 29.3%  | 28.8% | 28.9% | 29.3%  |
| 每股收益 (元)   | 1.35  | 2.72   | 4.52  | 5.61  | 6.67   |
| ROE        | 17.4% | 24.4%  | 30.2% | 29.0% | 27.3%  |
| 市盈率        | 96.62 | 47.94  | 28.83 | 23.22 | 19.52  |

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)       | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E  |
|-----------------|--------|-------|-------|--------|
| 营业总收入           | 4,526  | 7,264 | 9,021 | 10,432 |
| YoY (%)         | 39.6%  | 60.5% | 24.2% | 15.6%  |
| 营业成本            | 3,199  | 5,175 | 6,410 | 7,379  |
| 营业税金及附加         | 88     | 163   | 203   | 235    |
| 销售费用            | 392    | 581   | 722   | 835    |
| 管理费用            | 208    | 305   | 370   | 428    |
| 财务费用            | 65     | -37   | -57   | -112   |
| 资产减值损失          | -11    | -15   | -15   | -15    |
| 投资收益            | 38     | 36    | 36    | 31     |
| 营业利润            | 394    | 771   | 988   | 1,215  |
| 营业外收支           | -3     | 3     | 3     | 3      |
| 利润总额            | 391    | 774   | 991   | 1,218  |
| 所得税             | 38     | 155   | 198   | 244    |
| 净利润             | 354    | 619   | 793   | 974    |
| 归属于母公司净利润       | 365    | 607   | 753   | 896    |
| YoY (%)         | 101.5% | 66.3% | 24.2% | 18.9%  |
| 每股收益            | 2.72   | 4.52  | 5.61  | 6.67   |
| 资产负债表 (百万元)     | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E  |
| 货币资金            | 1,259  | 1,927 | 3,214 | 4,229  |
| 预付款项            | 28     | 46    | 57    | 66     |
| 存货              | 913    | 1,477 | 1,829 | 2,105  |
| 其他流动资产          | 943    | 1,706 | 1,608 | 1,768  |
| 流动资产合计          | 3,142  | 5,155 | 6,708 | 8,168  |
| 长期股权投资          | 3      | 3     | 3     | 3      |
| 固定资产            | 366    | 363   | 365   | 372    |
| 无形资产            | 140    | 183   | 224   | 262    |
| 非流动资产合计         | 1,059  | 1,132 | 1,207 | 1,286  |
| 资产合计            | 4,201  | 6,287 | 7,915 | 9,454  |
| 短期借款            | 30     | 0     | 0     | 0      |
| 应付账款及票据         | 2,306  | 3,731 | 4,621 | 5,320  |
| 其他流动负债          | 279    | 448   | 553   | 636    |
| 流动负债合计          | 2,615  | 4,178 | 5,175 | 5,956  |
| 长期借款            | 0      | 0     | 0     | 0      |
| 其他长期负债          | 70     | 70    | 70    | 70     |
| 非流动负债合计         | 70     | 70    | 70    | 70     |
| 负债合计            | 2,685  | 4,248 | 5,245 | 6,026  |
| 股本              | 134    | 134   | 134   | 134    |
| 少数股东权益          | 21     | 33    | 73    | 151    |
| 股东权益合计          | 1,516  | 2,039 | 2,670 | 3,428  |
| 负债和股东权益合计       | 4,201  | 6,287 | 7,915 | 9,454  |
| 现金流量表 (百万元)     | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E  |
| 净利润             | 354    | 619   | 793   | 974    |
| 折旧和摊销           | 52     | 44    | 45    | 48     |
| 营运资金变动          | 386    | 233   | 717   | 321    |
| 经营活动现金流         | 774    | 872   | 1,531 | 1,323  |
| 资本开支            | -179   | -80   | -80   | -80    |
| 投资              | -326   | 0     | 0     | 0      |
| 投资活动现金流         | -393   | -43   | -44   | -48    |
| 股权募资            | 0      | 0     | 0     | 0      |
| 债务募资            | 30     | -30   | 0     | 0      |
| 筹资活动现金流         | -2     | -161  | -200  | -260   |
| 现金净流量           | 338    | 668   | 1,288 | 1,015  |
| 主要财务指标          | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E  |
| <b>成长能力 (%)</b> |        |       |       |        |
| 营业收入增长率         | 39.6%  | 60.5% | 24.2% | 15.6%  |
| 净利润增长率          | 101.5% | 66.3% | 24.2% | 18.9%  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |       |       |        |
| 毛利率             | 29.3%  | 28.8% | 28.9% | 29.3%  |
| 净利率             | 7.8%   | 8.5%  | 8.8%  | 9.3%   |
| 总资产收益率 ROA      | 8.7%   | 9.7%  | 9.5%  | 9.5%   |
| 净资产收益率 ROE      | 24.4%  | 30.2% | 29.0% | 27.3%  |
| <b>偿债能力 (%)</b> |        |       |       |        |
| 流动比率            | 1.20   | 1.23  | 1.30  | 1.37   |
| 速动比率            | 0.84   | 0.87  | 0.93  | 1.01   |
| 现金比率            | 0.48   | 0.46  | 0.62  | 0.71   |
| 资产负债率           | 63.9%  | 67.6% | 66.3% | 63.7%  |
| <b>经营效率 (%)</b> |        |       |       |        |
| 总资产周转率          | 1.08   | 1.16  | 1.14  | 1.10   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |        |
| 每股收益            | 2.72   | 4.52  | 5.61  | 6.67   |
| 每股净资产           | 11.13  | 14.93 | 19.33 | 24.39  |
| 每股经营现金流         | 5.76   | 6.49  | 11.39 | 9.85   |
| 每股股利            | 0.00   | 0.97  | 1.49  | 1.93   |
| <b>估值分析</b>     |        |       |       |        |
| PE              | 47.94  | 28.83 | 23.22 | 19.52  |
| PB              | 15.65  | 8.72  | 6.73  | 5.34   |

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<br>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。