

春风动力 (603129)

证券研究报告

2021年04月15日

公司业绩超市场预期，新品+渠道+品牌拓宽远期护城河

事件 1: 公司发布 2020 年年报。2020 年公司实现营收 45.26 亿，同比+39.58%；扣非归母净利润 3.11 亿，同比+94.58%。销售毛利率 29.32%，yoy-2.92pct；销售净利率 7.82%，yoy+2.45pct。毛利率降低主要系 2020 年公司执行新收入准则，将原在销售费用核算的运费和关税等重分类调整至营业成本，相关金额为 1.37 亿，若剔除该因素影响，公司 2020 年毛利率为 32.34%。2020 年公司销售/管理（包括研发）/研发/财务费用率分别为 8.67%/9.82%/5.22%/1.44%，分别同比-5.41pct/-0.85pct/-0.42pct/+1.85pct。销售费用降低主要系运费和关税按照新收入准则调整至营业成本核算所致。2020 年公司实现经营活动现金流量净额 7.74 亿，同比+82.7%，主要系公司业绩增长，经营性应付款项增长较大，相应现金流出减少所致；筹资活动现金流量净额-0.02 亿，同比-97.87%；投资活动现金流量净额-3.93 亿，同比+114.67%。

其中，2020Q4 公司实现营收 13.79 亿，同比+62.21%；扣非归母净利润 0.41 亿，同比+41.49%；销售毛利率 21.49%，yoy-14.4pct；销售净利率 4.62%，yoy+0.27pct。2020Q4 毛利率较低的原因：2020Q4 毛利为（全年毛利-前三季度毛利）13.27 亿，公司在年报执行新收入准则，若剔除相关因素影响，公司 2020Q4 毛利率为 31.42%。

事件 2: 公司发布 2021 年一季报。2021Q1 公司实现营收 15.61 亿，同比+150.64%；扣非归母净利润 0.89 亿，同比+60.82%；实现毛利率 22.53%，yoy-10.03pct；净利率 5.90%，yoy-3.09pct。**2021Q1 公司毛利率降低的原因：**自 2021 年 1 月 1 日起，美国对公司全资子公司 CFP 获准针对税则号为 8703.21.0110 的 ATV 产品（申报单价不高于 5000 美元）重新加征 25%的关税；此外，2021 年以来汇率降低导致汇兑损失增加。

公司期间费用率管控较好。2021Q1 公司销售/管理（包括研发）/研发/财务费用率为 5.83%/8.48%/4.37%/-0.53%，分别同比+0.14pct/-6.37pct/-3.76pct/+0.6pct。2021Q1 公司经营活动现金流量净额 1.10 亿；筹资活动现金流量净额 0.04 亿；投资活动现金流量净额 4.16 亿。

大排量摩托车持续景气，全地形车市场份额稳步提升

公司坚持“两四轮并进、国内外平衡发展”经营理念，2020 年两轮车/四轮车营收分别为 18.6/22.5 亿，同比+61.7%/+23.0%；中国大陆/欧洲/北美地区实现营收 19.5/10.0 亿/11.1 亿，同比+67.9%/+8.9%/+40.7%。1) 国内市场主要受益于大排量摩托车销量的激增，2020 年我国排量 250cc+摩托车销量约 20.08 万辆，同比+13.32%，但大排量摩托车仅占总量 1.18%左右，中国汽车工业协会预计未来将达到 10%。2) 根据 Allied Market 预测，全球全地形车市场将持续增长并有望在 2025 年突破 1000 亿，公司有望抢占更多市场份额。

公司持续推出热销车型，“产品+品牌+渠道”三管齐下

1) 产品力：公司持续推出热销产品，2020 年国内首款仿赛车型 250SR、复古车型 700CL-X 等。2021 年有望推出电摩、MT800 及更大排量新品。2) 品牌力：与 KTM 合作升温，双品牌经营进一步提高品牌竞争力；公司积极推进省会城市 3.0 旗舰店建设，累计建店 258 余家，展现高端品牌形象。3) 渠道力：扩大销售网点布局，2020 年公司新增两轮车销售网络 105 家；四轮车销售网络 5 家、KTM 销售网络 5 家，目前公司在国内累计拥有 567 家经销商，形成覆盖全国的销售网络。

盈利预测：预计公司 2021-2023 年净利润分别为 4.7/6.7/9.4 亿（前值预计 21-22 年净利润为 5.0/6.8 亿，主要考虑公司利润或受加征关税影响，故有所下调），对应 P/E 分别为 41.11/28.69/20.43X，维持“买入”评级！

风险提示：禁、限摩政策收紧；新产品拓展不及预期；合资工厂量产不及预期等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,242.23	4,525.62	7,543.53	10,979.55	15,099.86
增长率(%)	27.37	39.58	66.69	45.55	37.53
EBITDA(百万元)	399.28	737.64	505.56	704.96	983.92
净利润(百万元)	181.06	364.90	468.11	670.80	941.80
增长率(%)	50.57	101.54	28.28	43.30	40.40
EPS(元/股)	1.35	2.72	3.48	4.99	7.01
市盈率(P/E)	106.28	52.74	41.11	28.69	20.43
市净率(P/B)	18.50	12.87	9.64	7.21	5.33
市销率(P/S)	5.94	4.25	2.55	1.75	1.27
EV/EBITDA	11.63	28.92	30.87	20.42	13.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/其他交运设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	149.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	134.38
流通 A 股股本(百万股)	134.07
A 股总市值(百万元)	20,059.98
流通 A 股市值(百万元)	20,013.40
每股净资产(元)	11.92
资产负债率(%)	64.14
一年内最高/最低(元)	195.30/34.75

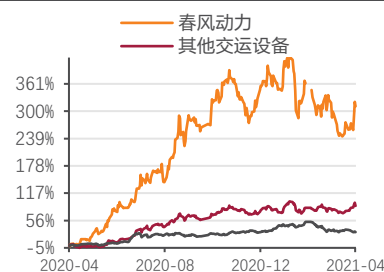
作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

陆嘉敏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001
lujiamin@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuyue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《春风动力-公司点评:春风动力定增事件点评：迎接消费级大时代！》2021-03-17
- 《春风动力-季报点评:Q3 利润增长超 200%，大排量摩托、全地形车齐发力》2020-10-27
- 《春风动力-半年报点评:H1 超预期，摩托车大卖带动业绩增长》2020-08-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	727.07	1,258.52	3,434.06	4,504.00	5,662.29
应收票据及应收账款	291.28	341.64	873.71	834.22	1,430.75
预付账款	30.35	28.42	124.37	96.35	203.59
存货	428.66	912.73	920.78	1,531.71	1,651.34
其他	357.85	600.88	709.88	733.24	799.78
流动资产合计	1,835.19	3,142.19	6,062.80	7,699.52	9,747.75
长期股权投资	0.00	2.85	2.85	2.85	2.85
固定资产	260.15	365.82	519.27	517.72	547.13
在建工程	158.58	191.23	38.25	38.25	52.95
无形资产	140.05	139.62	132.64	125.66	118.68
其他	143.52	359.55	54.27	177.37	191.84
非流动资产合计	702.30	1,059.08	747.26	861.84	913.44
资产总计	2,537.49	4,201.27	6,810.07	8,561.36	10,661.20
短期借款	0.00	30.04	250.00	250.00	250.00
应付票据及应付账款	1,223.29	2,306.22	3,805.48	5,023.48	5,688.70
其他	198.10	278.86	605.13	481.13	999.43
流动负债合计	1,421.39	2,615.12	4,660.61	5,754.61	6,938.13
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.96	70.03	44.60	52.86	55.83
非流动负债合计	43.96	70.03	144.60	152.86	155.83
负债合计	1,465.34	2,685.14	4,805.20	5,907.47	7,093.95
少数股东权益	31.83	20.63	7.78	(13.99)	(42.43)
股本	134.39	134.38	134.38	134.38	134.38
资本公积	606.24	671.03	671.03	671.03	671.03
留存收益	1,016.96	1,394.60	1,862.70	2,533.50	3,475.30
其他	(717.27)	(704.51)	(671.03)	(671.03)	(671.03)
股东权益合计	1,072.15	1,516.12	2,004.86	2,653.89	3,567.24
负债和股东权益总计	2,537.49	4,201.27	6,810.07	8,561.36	10,661.20

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	173.97	353.70	468.11	670.80	941.80
折旧摊销	38.93	51.60	36.52	38.52	42.88
财务费用	(5.21)	31.07	(17.21)	(28.49)	(38.59)
投资损失	1.24	(37.78)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	295.83	395.11	1,360.31	412.39	282.06
其它	(81.19)	(19.85)	(12.85)	(21.77)	(28.44)
经营活动现金流	423.56	773.86	1,834.89	1,071.45	1,199.70
资本支出	157.58	159.71	55.43	21.74	77.03
长期投资	0.00	2.85	0.00	0.00	0.00
其他	(340.42)	(555.07)	(85.43)	(51.74)	(157.03)
投资活动现金流	(182.84)	(392.51)	(30.00)	(30.00)	(80.00)
债权融资	0.00	30.04	350.00	350.00	350.00
股权融资	(49.68)	77.36	50.69	28.49	38.59
其他	(65.19)	(109.84)	(30.04)	(350.00)	(350.00)
筹资活动现金流	(114.88)	(2.44)	370.65	28.49	38.59
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	125.84	378.90	2,175.54	1,069.94	1,158.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,242.23	4,525.62	7,543.53	10,979.55	15,099.86
营业成本	2,196.87	3,198.75	5,500.52	8,026.33	11,018.24
营业税金及附加	77.15	87.73	150.87	219.59	302.00
营业费用	456.57	392.28	626.11	889.34	1,207.99
管理费用	163.16	208.14	362.09	516.04	694.59
研发费用	162.63	236.36	414.89	636.81	905.99
财务费用	(13.35)	64.97	(17.21)	(28.49)	(38.59)
资产减值损失	(13.74)	(10.91)	20.00	25.00	30.00
公允价值变动收益	2.23	5.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.24)	37.78	0.00	0.00	0.00
其他	36.92	(88.75)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	175.04	394.05	486.24	694.93	979.64
营业外收入	4.86	1.10	5.00	5.00	5.00
营业外支出	2.46	3.91	1.72	2.05	2.54
利润总额	177.43	391.25	489.52	697.88	982.10
所得税	3.46	37.55	34.27	48.85	68.75
净利润	173.97	353.70	455.25	649.03	913.35
少数股东损益	(7.09)	(11.20)	(12.85)	(21.77)	(28.44)
归属于母公司净利润	181.06	364.90	468.11	670.80	941.80
每股收益(元)	1.35	2.72	3.48	4.99	7.01

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	27.37%	39.58%	66.69%	45.55%	37.53%
营业利润	52.88%	125.13%	23.39%	42.92%	40.97%
归属于母公司净利润	50.57%	101.54%	28.28%	43.30%	40.40%
获利能力					
毛利率	32.24%	29.32%	27.08%	26.90%	27.03%
净利率	5.58%	8.06%	6.21%	6.11%	6.24%
ROE	17.40%	24.40%	23.44%	25.14%	26.09%
ROIC	58.78%	-18849.22%	-75.58%	-37.82%	-40.10%
偿债能力					
资产负债率	57.75%	63.91%	70.56%	69.00%	66.54%
净负债率	-67.81%	-81.03%	-153.83%	-156.52%	-148.92%
流动比率	1.29	1.20	1.30	1.34	1.40
速动比率	0.99	0.85	1.10	1.07	1.17
营运能力					
应收账款周转率	12.75	14.30	12.41	12.86	13.33
存货周转率	8.32	6.75	8.23	8.95	9.49
总资产周转率	1.40	1.34	1.37	1.43	1.57
每股指标(元)					
每股收益	1.35	2.72	3.48	4.99	7.01
每股经营现金流	3.15	5.76	13.65	7.97	8.93
每股净资产	7.74	11.13	14.86	19.85	26.86
估值比率					
市盈率	106.28	52.74	41.11	28.69	20.43
市净率	18.50	12.87	9.64	7.21	5.33
EV/EBITDA	11.63	28.92	30.87	20.42	13.41
EV/EBIT	12.78	30.80	33.27	21.60	14.02

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com