

## 新品周期开启 期待 QJMOTOR 发力

### 钱江摩托(000913)

#### 事件概述

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报：2020 年实现营收 36.12 亿元，同比降低 4.6%；归母净利润 2.40 亿元，同比增长 5.1%；扣非归母净利润 1.92 亿元，同比增长 94.6%。2021Q1 实现营收 9.16 亿元，同比增长 72.1%；归母净利润 0.59 亿元，同比增长 275.8%；扣非归母净利润 0.45 亿元，同比增长 395.5%。

#### 分析判断：

##### ► 20Q4 营收同比小幅提升 季节性因素影响环比回落

公司 2020 年全年实现营收 36.12 亿元，同比-4.6%，主要系受小排量摩托车市场整体萎缩及疫情影响，公司通路车板块销量下滑；大排车型（250cc 及以上）受益行业高景气逆势上扬，2020 年内销、出口分别 4.92、3.87 万辆，同比分别 +9.6%、+7.5%。其中 20Q4 实现收入 9.52 亿元，同比+9.1%，环比-5.1%，我们判断同比上升主要源于中大排量摩托车销量增长，环比下滑主要受季节性因素影响。

2020 年公司全年实现归母净利 2.40 亿元，同比增长 5.1%，其中 20Q4 实现归母净利-0.20 亿元，同比+71.7%，环比-115.0%。费用方面，2020 年公司销售、管理、研发、财务费率分别 3.2% / 5.0% / 4.6% / 1.2%，同比分别 -1.1pct / -0.3pct / +0.5pct / +1.5pct，其中销售费用大幅降低主要系受会计收入准则调整运费重分类至营业成本所致，财务费用增加则主因汇兑损失增加。

##### ► 21Q1 中大排量高速增长 锂电重整后续不再拖累

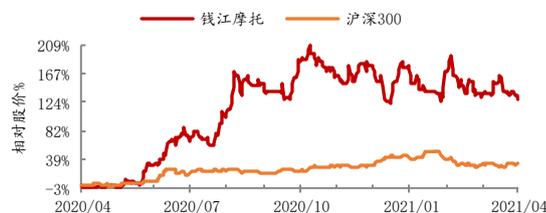
受益行业快速扩容及 QJMOTOR 新品牌发力，2021 年公司中大排量摩托车销量高速增长，据中汽协数据，2021 年 1-3 月，公司 250cc 以上摩托车实现销量 1.33 万台，累计同比 +105.7%。受此拉动，21Q1 公司实现营收 9.16 亿元，同比 +72.1%。

21Q1 公司实现归母净利 0.59 亿元，同比+275.8%，接近早期业绩预告上限；扣非归母净利 0.45 亿元，同比+395.5%，如若剔除钱江锂电取消并表带来的大额投资收益、信用资产减值影响（分别+2.32、-1.30、-1.77 亿元），则实际利润表现优于报表体现水平。非经方面 21Q1 公司主要受两方面因素影响：

1) 2021 年 1 月公司子公司钱江锂电被法院裁定重整，公司丧失控制权而不再纳入合并范围，产生非经常损益 0.25 亿元；

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	38.00
最新收盘价：	23.11
股票代码：	000913
52 周最高价/最低价：	32.1/10.1
总市值(亿)	104.81
自由流通市值(亿)	104.81
自由流通股数(百万)	453.54



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. 钱江摩托(000913) 2020&2021Q1 业绩预告点评：Q1 蓄势待发 期待 QJMOTOR 新品发力

2021.04.15

2. 钱江摩托(000913) 三季报点评：业绩加速兑现 新品周期开启

2020.10.29

3. 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) 金融资产公允价值变动损失 0.18 亿元，其中所持康隆达股票 21Q1 大幅回撤，而公司通过子公司浙江满博投资管理持有 296.3 万股。

### ► 新品牌 QJMOTOR 蓄势待发 产品大周期开启

中大排量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 5 月，公司顺应国潮推出新品牌 QJMOTOR，凭借收购贝纳利 15 年以来在动力总成、车型设计方面积累，QJMOTOR 品牌快速投放追、逸、闪、赛、骁 5 大车系、8 款车型，其中四缸仿赛车型赛 600 售价仅 5 万，同级别几无竞品，爆款潜质充分。2021 年 QJMOTOR 预计还将有 6-7 款新车上市，包括赛 350 等仿赛车型，新一轮产品大周期开启。

考虑到行业目前正处于快速扩充红利期，投放大量与贝纳利品牌成熟车型同平台的新车型，有助于公司抢占更多市场份额，巩固市场地位。同时，贝纳利与 QJMOTOR 品牌将形成高低搭配：1) 贝纳利品牌高度进一步提升，中长期回归欧系一线；2) QJMOTOR 品牌顺应国潮，价格下探，直面 CFMOTO、无极 VOGE 竞争。

### 投资建议

维持盈利预测，预计公司 2021-2022 年营收为 47.72/58.93 亿元，归母净利润为 5.07/6.88 亿元，对应 EPS 为 1.12/1.52 元；新增 2023 年营收预测 68.64 亿元，归母净利润预测 8.99 亿元，对应 EPS 为 1.98 元，当前股价对应 PE 为 21/15/12 倍。考虑当前我国中大排量摩托车市场快速扩容，公司将持续受益于行业成长，参考可比公司，给予 2022 年 25 倍 PE 估值，目标价 38.00 元不变，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；外资品牌新车型大量引入导致市场竞争加剧；QJMOTOR 新品牌市场拓展不及预期；海外新冠肺炎疫情二次爆发导致摩托车出口受到冲击。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,785	3,612	4,772	5,893	6,864
YoY (%)	22.5%	-4.5%	32.1%	23.5%	16.5%
归母净利润(百万元)	228	240	507	688	899
YoY (%)	259.8%	5.1%	111.6%	35.8%	30.6%
毛利率 (%)	23.0%	28.1%	28.0%	29.4%	30.8%
每股收益 (元)	0.50	0.53	1.12	1.52	1.98
ROE	8.4%	8.7%	15.2%	17.8%	19.7%
市盈率	45.98	43.76	20.68	15.23	11.66

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)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,612	4,772	5,893	6,864	净利润	197	445	662	864
YoY(%)	-4.5%	32.1%	23.5%	16.5%	折旧和摊销	94	80	79	79
营业成本	2,597	3,435	4,159	4,752	营运资金变动	167	-56	188	-16
营业税金及附加	179	226	279	325	经营活动现金流	503	423	935	933
销售费用	116	141	177	207	资本开支	-102	-126	-126	-126
管理费用	181	220	271	316	投资	148	0	0	0
财务费用	41	-40	-56	-73	投资活动现金流	65	110	-121	-120
资产减值损失	-92	-192	-15	-15	股权募资	5	0	0	0
投资收益	-19	236	6	7	债务募资	100	0	0	0
营业利润	302	554	825	1,079	筹资活动现金流	-545	-130	-200	-260
营业外收支	-23	2	2	2	现金净流量	-22	402	615	553
利润总额	279	556	827	1,081	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	82	111	165	216	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	197	445	662	864	营业收入增长率	-4.5%	32.1%	23.5%	16.5%
归属于母公司净利润	240	507	688	899	净利润增长率	5.1%	111.6%	35.8%	30.6%
YoY(%)	5.1%	111.6%	35.8%	30.6%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.53	1.12	1.52	1.98	毛利率	28.1%	28.0%	29.4%	30.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	5.4%	9.3%	11.2%	12.6%
货币资金	1,145	1,547	2,162	2,715	总资产收益率 ROA	5.2%	8.9%	10.3%	11.6%
预付款项	115	153	185	211	净资产收益率 ROE	8.7%	15.2%	17.8%	19.7%
存货	927	1,226	1,484	1,696	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	914	1,166	1,150	1,305	流动比率	1.72	1.74	1.76	1.84
流动资产合计	3,101	4,092	4,981	5,928	速动比率	1.14	1.16	1.17	1.25
长期股权投资	289	289	289	289	现金比率	0.64	0.66	0.77	0.84
固定资产	741	704	682	674	资产负债率	41.9%	43.6%	44.3%	43.3%
无形资产	123	167	208	248	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1,522	1,607	1,705	1,815	总资产周转率	0.78	0.84	0.88	0.89
资产合计	4,623	5,699	6,686	7,743	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.53	1.12	1.52	1.98
应付账款及票据	1,271	1,681	2,035	2,325	每股净资产	6.05	7.36	8.54	10.08
其他流动负债	530	668	791	892	每股经营现金流	1.11	0.93	2.06	2.06
流动负债合计	1,801	2,349	2,826	3,218	每股股利	0.00	0.29	0.44	0.57
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	138	138	138	138	PE	43.76	20.68	15.23	11.66
非流动负债合计	138	138	138	138	PB	4.23	3.14	2.71	2.29
负债合计	1,939	2,487	2,964	3,356					
股本	454	454	454	454					
少数股东权益	-62	-124	-151	-185					
股东权益合计	2,684	3,212	3,722	4,387					
负债和股东权益合计	4,623	5,699	6,686	7,743					

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。