



仅供机构投资者使用
证券研究报告/深度研究报告

厚积薄发 国潮机车实力派

钱江摩托（000913.SZ）深度报告

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

2021年05月30日



聚焦汽车四化

把握产业趋势



专注汽车行业投资研究，提出汽车四化（电动化、智能化、网联化、共享化），关注新能源汽车、汽车后市场、智能汽车、车联网等领域，希望通过研究可以为汽车产业与投资贡献力量。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

H 核心推荐逻辑

➤ 公司经国企到民企转变，业务与治理全面改善，2020年推出新品牌QJMOTOR聚焦中大排量摩托车，顺应消费升级趋势；

□ 行业趋势向好：中大排量摩托车（250cc以上）消费快速兴起，未来十年销量CAGR有望达20%以上，2021年看好行业30%以上增长；

□ 治理结构改善：从国企到民企，吉利目前占4/6董事席位，派驻质量和销售副总，同时调整中层、基层领导，治理结构持续改善；

□ 聚焦中大排量：1) 新品牌：2020年推出全新国潮品牌QJMOTOR，同贝纳利高低搭配，预计2021年QJMOTOR销量4万台以上，贡献核心增量；2) 新车系：推出自主首款600cc四缸仿赛，今年预计仍有多款仿赛车型上市，赛350、赛250备受期待；3) 新渠道：贝纳利试点直供，合资公司变更为办事处，解决历史遗留问题；QJ渠道重新招商，招募条件对标进口摩企，“直管直供”增强掌控；

□ 收缩其他业务：吉利接手后要求公司聚焦摩托车主业，拖累因素逐步消除：1) 锂电：现已停产，2021Q1被法院裁定重整取消并表；2) 房地产：2019年竣工，销售完成后终止；3) 半导体封装、电控：封装略有盈利，电控拖累很小，不再投入资源；

表：盈利预测

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,785	3,612	4,730	5,981	7,427
YoY (%)	22.5%	-4.5%	30.9%	26.4%	24.2%
归母净利润(百万元)	228	240	401	627	823
YoY (%)	259.8%	5.1%	67.6%	56.1%	31.4%
毛利率 (%)	23.0%	28.1%	26.2%	28.4%	28.6%
每股收益 (元)	0.50	0.53	0.89	1.38	1.82
ROE	8.4%	8.7%	12.4%	16.9%	19.0%
市盈率	37.90	36.07	21.52	13.79	10.50

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：收盘价截至2021.05.28

➤ 投资建议：调整盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润由5.07/6.88/8.99亿元调整为4.01/6.27/8.23亿元，对应EPS由1.12/1.52/1.98元调整为0.89/1.38/1.82元，当前股价对应PE为22/14/11倍。考虑行业成长性明确、公司QJMOTOR新品牌发力、治理结构改善、非主业拖累因素消除，参照可比公司，给予公司2022年25倍PE估值，目标价由38.0元调整为34.5元，维持“买入”评级；

➤ 风险提示：禁、限摩政策收紧导致需求下滑；外资品牌导致市场竞争加剧；QJMOTOR市场拓展不及预期。



目录

- **历史沿革：从国企到民企 治理结构持续改善**
- **摩托行业：中大排量需求快速增长 未来十年CAGR 20%以上**
- **摩托主业：聚焦中大排量 QJMOTOR蓄势待发产品周期开启**
- **非摩业务：收缩非摩业务 锂电重整拖累因素逐步消除**
- **投资建议**

H 公司概况 | 从地方国企到民企 从通路车到中大排量

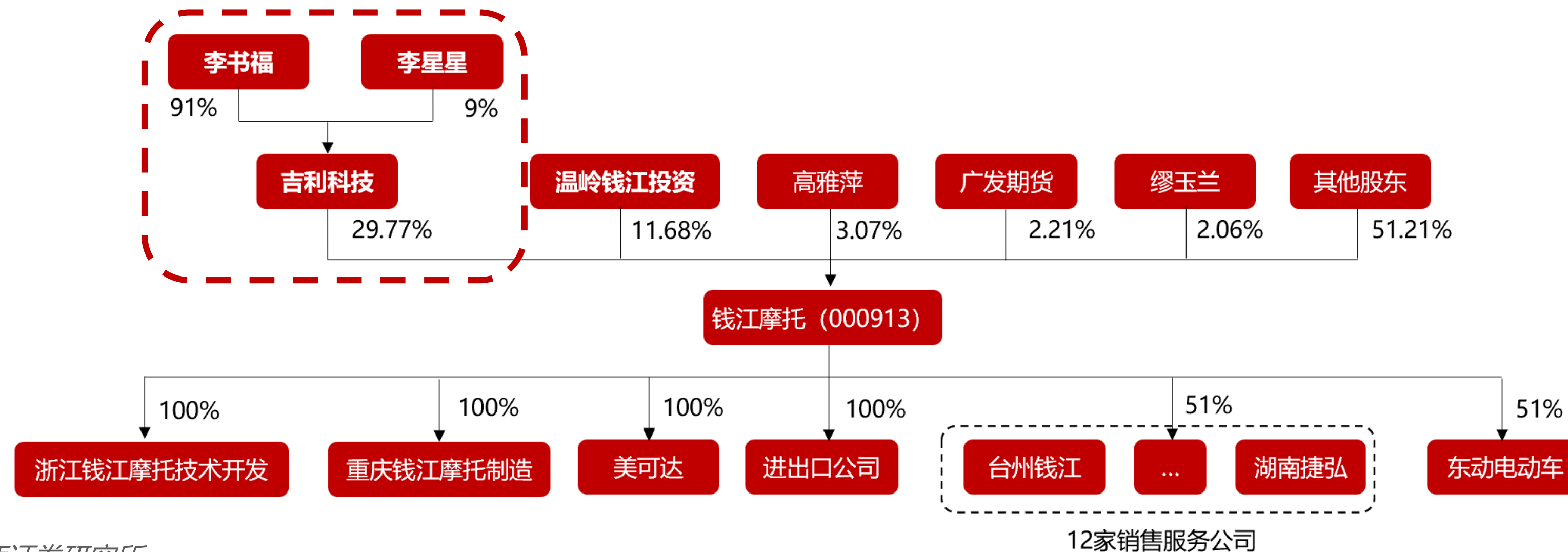
历史沿革

- 公司位于浙江省温岭市，始建于1985年，1999年于深交所上市；
- 公司以通路车业务起家，2005年全资收购意大利百年摩企Benelli（贝纳利），开创国内摩托车企业跨国并购之先河，切入中大排量摩托车市场；
- 目前拥有钱江摩托、Benelli、QJMOTOR、Keeway、KSR五大品牌，产品排量段涵盖50-1200cc。

股权变更

- 公司于1999年5月上市，浙江钱江摩托集团有限公司持股比例50.77%；
- 2005年5月，钱江集团所持股权无偿划转至温岭钱江投资经营有限公司（地方国资）；
- **2016年，温岭钱江投资将所持13,500万股转让浙江吉利控股集团有限公司，吉利控股持股比例29.77%，温岭钱江投资持股比例下降至11.68%；**
- 2018年，吉利控股将所持股权转让至同一控制下的吉利科技集团有限公司。

图：钱江摩托股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

H 董事高管 | 吉利占4席董事席位 治理结构持续改善

表：公司现任董事会成员信息

姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	主要履历
徐志豪	董事长	2020/2/4	硕士	1976	现任吉利科技集团有限公司首席执行官
杨健	副董事长	2018/4/16	本科	1962	现任吉利控股集团董事会副主席、副董事长
郭东劭	董事	2018/4/16	硕士	1973	曾任公司总工程师，现任公司总经理
黄海燕	董事	2021/5/21	本科	1970	现任吉利科技集团有限公司副总裁兼CFO
刘文君	董事	2021/5/21	本科	1968	现任温岭市国有资产投资集团有限公司副董事长、总经理
许兵	董事	2021/5/21	本科	1981	现任吉利科技集团有限公司副总裁

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表：公司现任高管信息

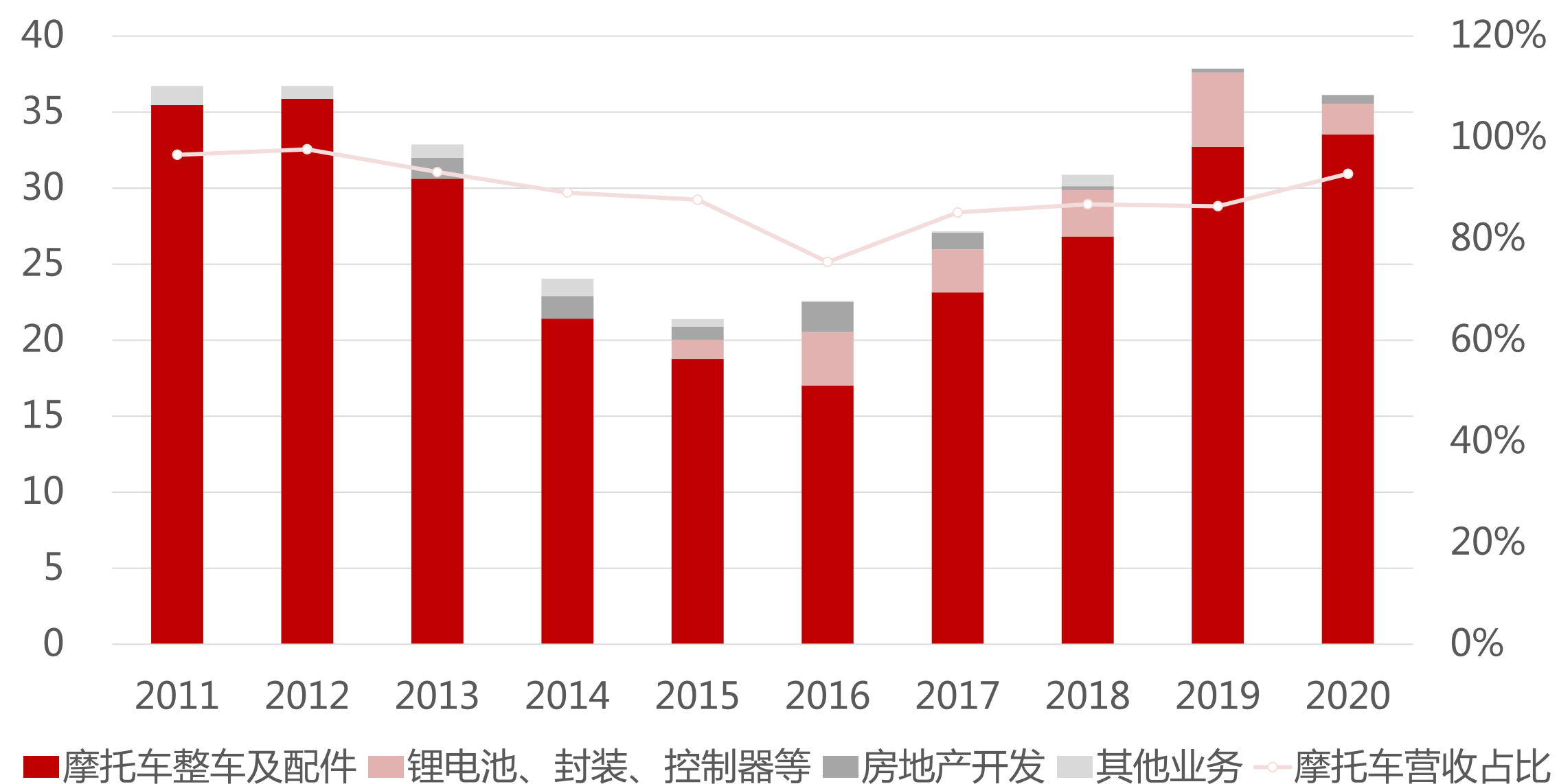
姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	主要履历
郭东劭	总经理	2006/8/16	硕士	1973	曾任公司总工程师，现任公司总经理
吴萍辉	副总经理	2021/5/21	专科	1973	曾任浙江钱江机器人有限公司总经理
杨斌	副总经理	2020/10/16	本科	1971	曾任浙江吉利新能源商用车集团有限公司副总经理
江传敏	财务总监	2018/4/16	本科	1972	曾任摩托车事业部财务负责人，2015年12月起任公司财务总监
王海斌	董事会秘书	2011/10/17	本科	1976	2011年10月起任公司董事会秘书
蔡良正	总工程师	2015/6/15	本科	1965	现任公司总工程师、研究院院长

资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 截至2021年5月，吉利占据上市公司6个董事席位中的4席，董事长徐志豪同时担任吉利科技集团有限公司首席执行官；
- 高管团队目前仍以钱江摩托成员为主，吉利方面派驻质量和销售副总，对公司管控力度逐步加强。

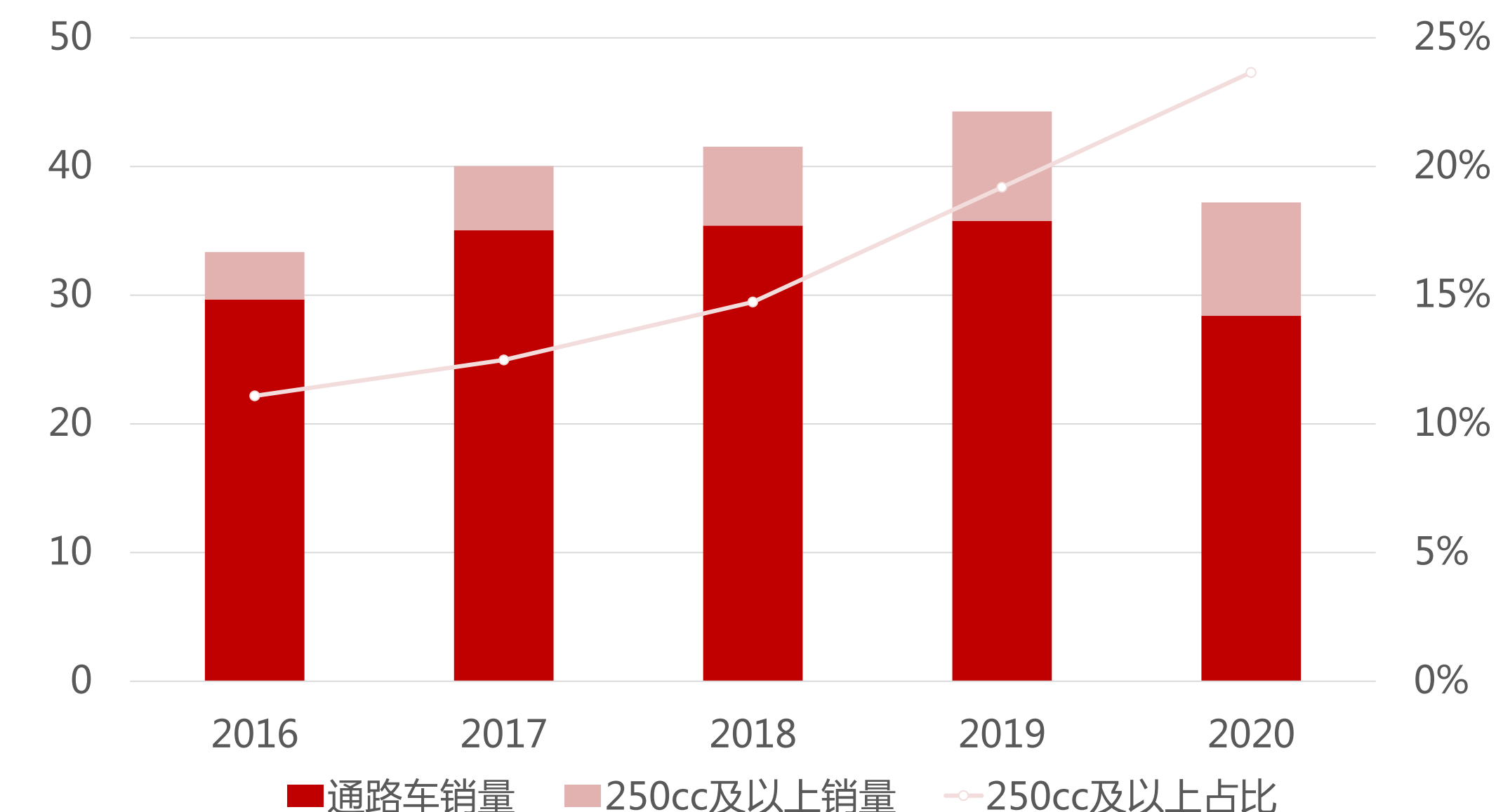
H 主营业务 | 主营摩托车业务 中大排量销量快速增长

图：钱江主营业务构成（亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：钱江摩托车销量（万辆，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

主营摩托车业务，覆盖通路及中大排两大板块

- 公司主营摩托车业务，覆盖通路（250cc以下）及中大排量摩托车（250cc及以上）两大板块；
- 受行业总体萎缩影响，公司2011-2016年营收持续走低，其后受益中大排量销量增长，迎来触底回升；
- 吉利接手后要求公司聚焦摩托主业、收缩其他业务，2020摩托车业务营收占比修复至92.8%，重回90%以上。

受益行业扩容，中大排量摩托车销量快速增长

- 在通路车板块日趋低迷的大背景下，公司聚焦中大排量，2020年公司大排量销售约8.8万辆，占摩托车总体销量约23.7%，2016-2020年间符合增速24.2%；
- 根据我们测算，中大排量摩托车业务现已可以贡献公司总体营收55%左右。

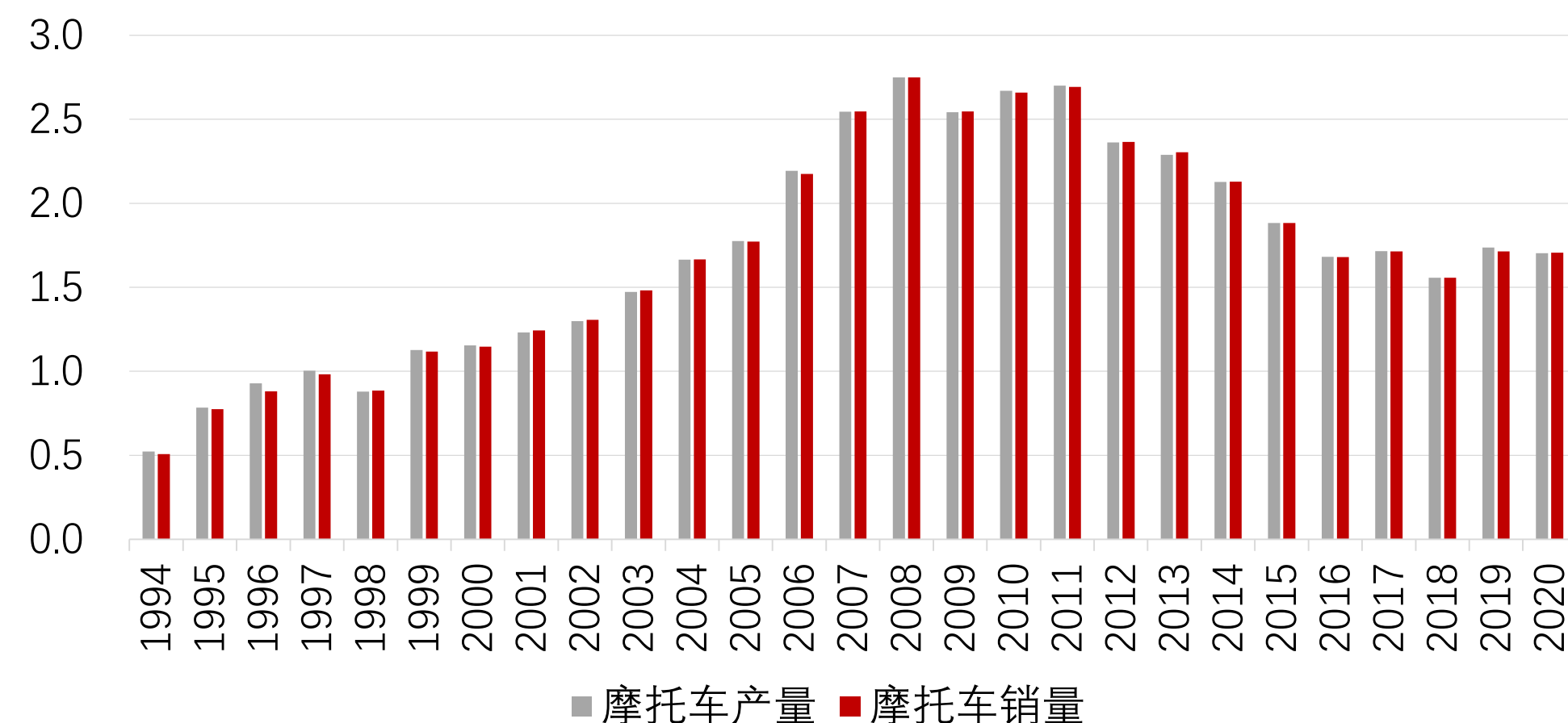


目录

- 历史沿革：从国企到民企 治理结构持续改善
- **摩托行业：中大排量需求快速增长 未来十年CAGR 20%以上**
- 摩托主业：聚焦中大排量 QJMOTOR蓄势待发产品周期开启
- 非摩业务：收缩非摩业务 锂电重整拖累因素逐步消除
- 投资建议

产销量 | 摩托车总体萎缩 出口近六成 进口快速增长

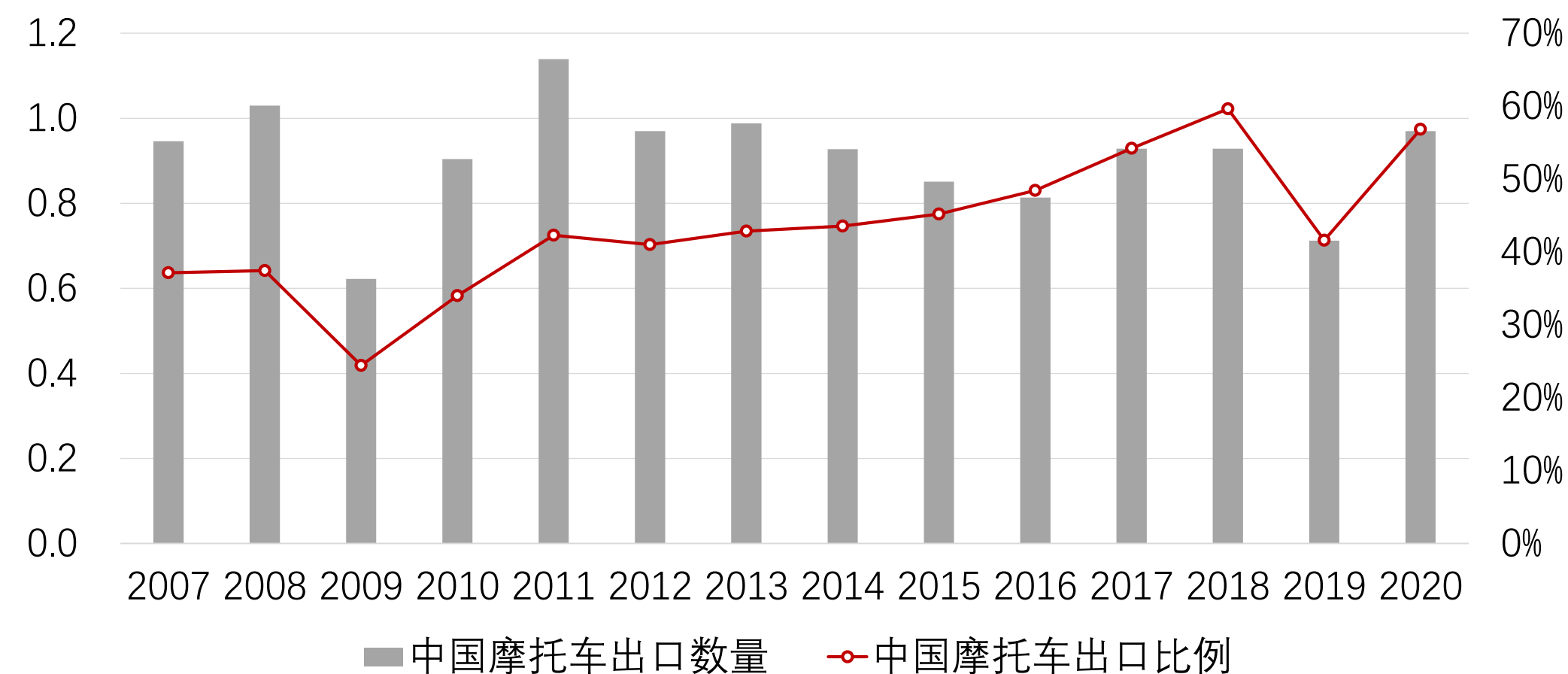
图：中国摩托车年产销量（千万辆）



资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

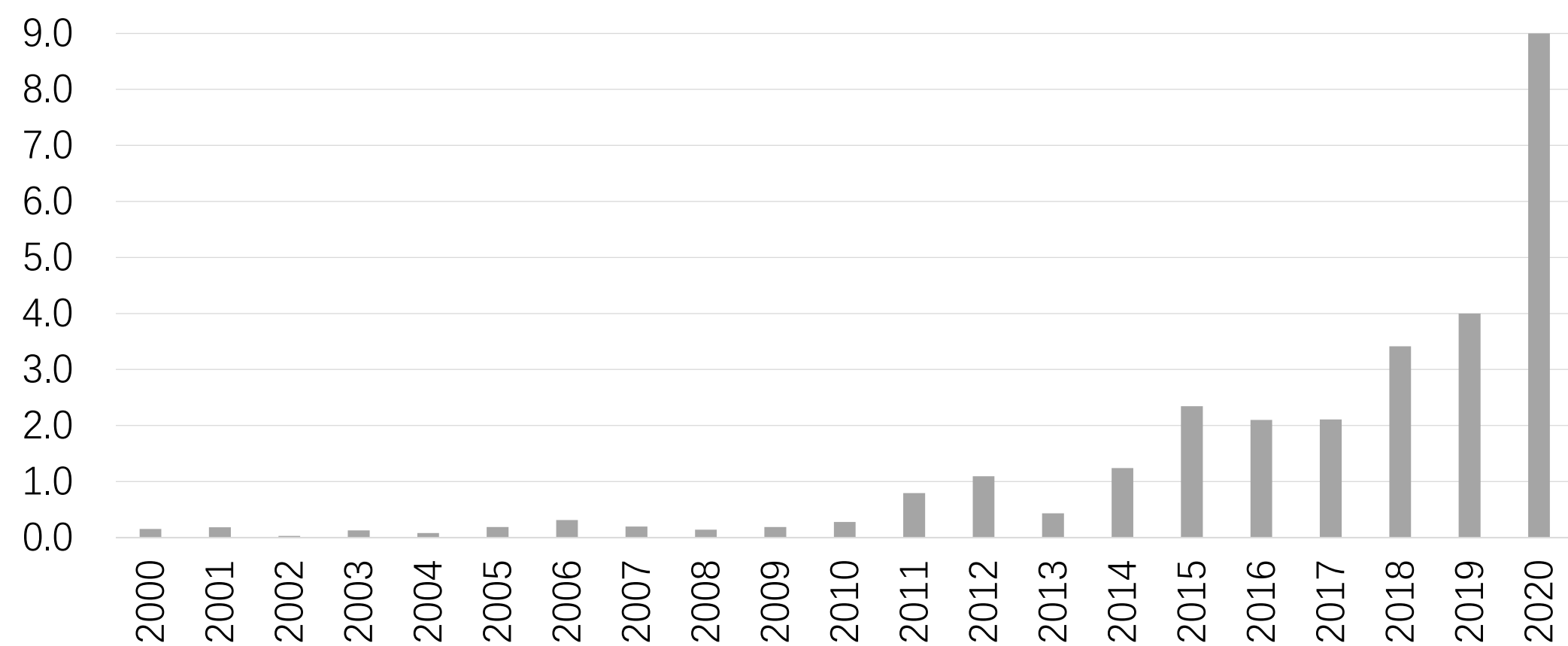
- 我国摩托车产/销量在2008年见顶后总体呈萎缩态势，2018年销量低至1,557万辆，较2008年下滑43%；受排放切换国四等因素拉动，2019-2020年销量略有回升，分别1,713和1,707万辆；
- 2009年至今，我国摩托车出口销量及占比均有所提升，2020年出口970万辆，占比行业整体56.8%；
- 我国摩托车进口规模较小，2018年为3.41万辆，且多数为250cc以上中大排量车型，其中500cc以上大排量车型1.77万辆，占比51.9%。

图：中国摩托车出口销量及占比（千万辆，%）



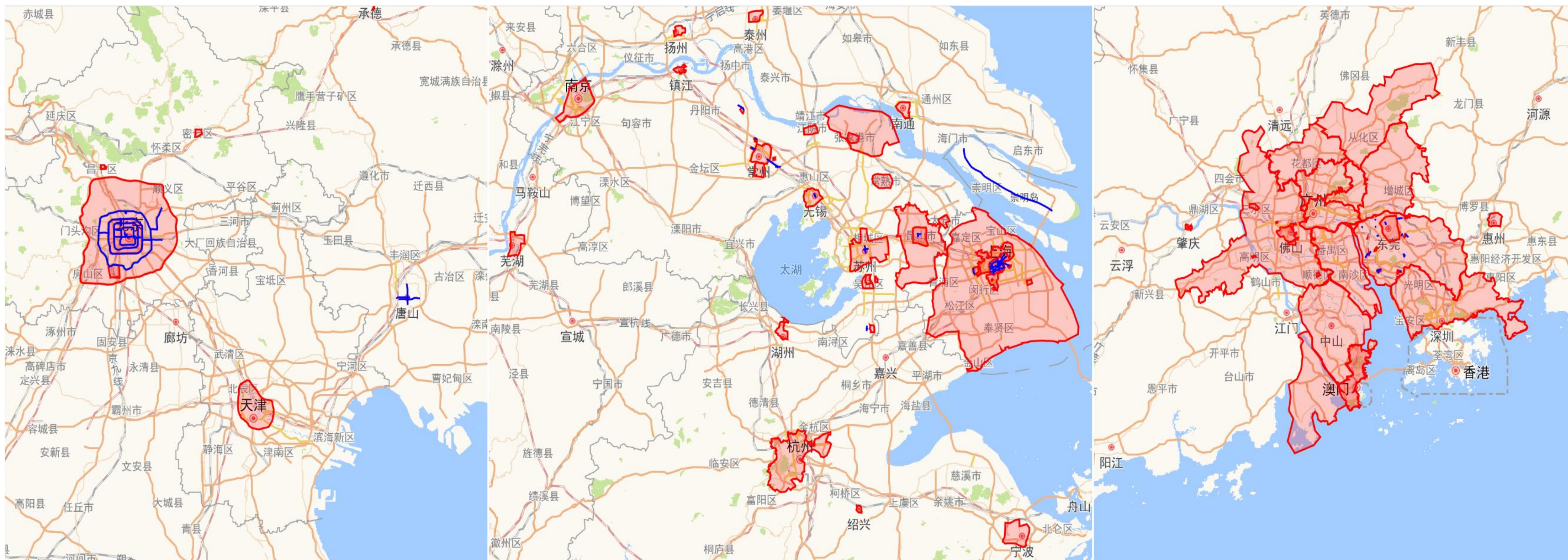
资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

图：中国摩托车进口数量（万辆）



资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

图：京津冀、长三角及珠三角摩托车禁限行区域

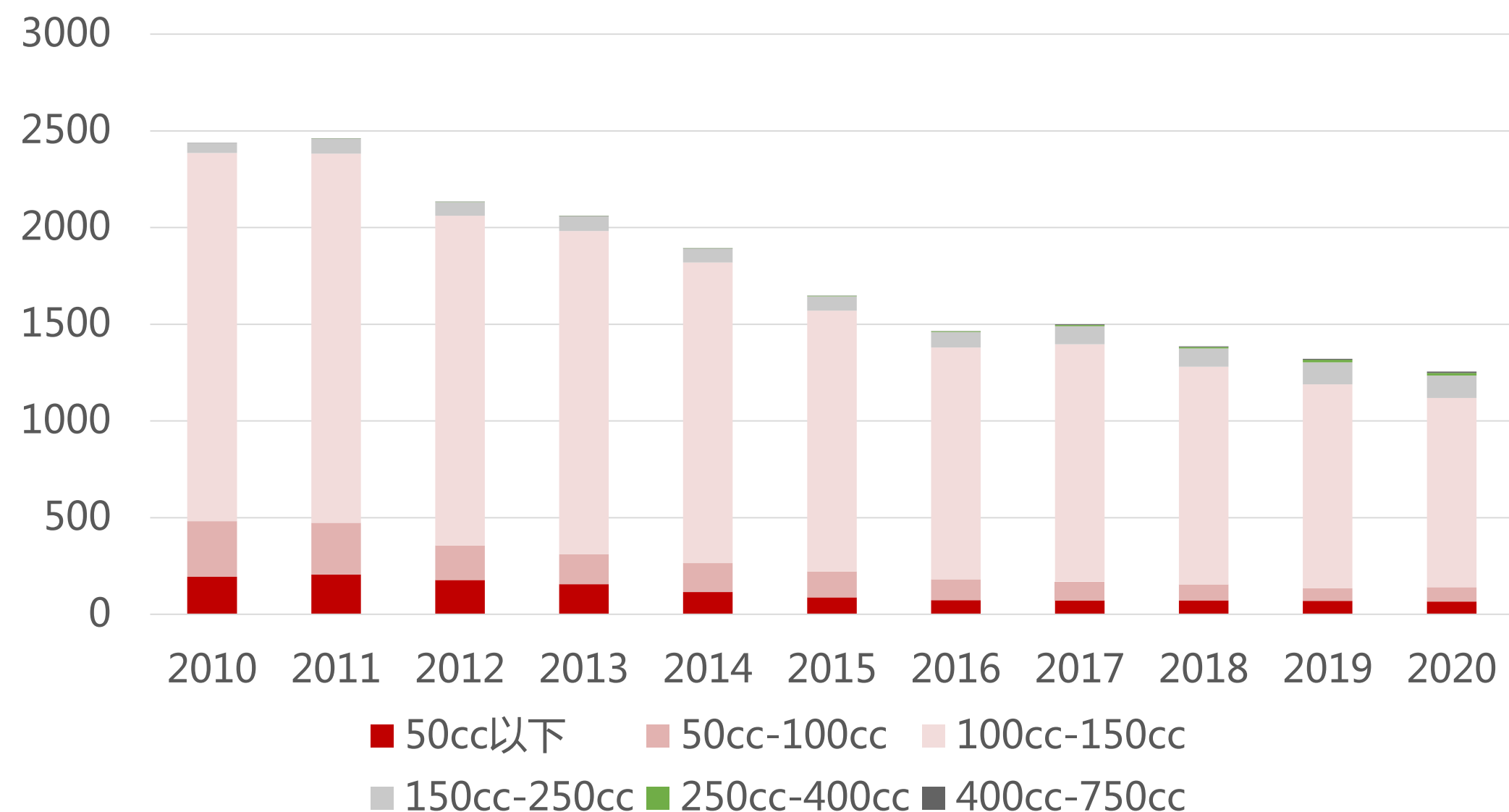


资料来源：摩途，华西证券研究所

- 中国是目前世界上唯一对摩托车进行限制+禁止使用的国家，根据摩途统计，全国共有93个城市出台摩托车禁限行政策；
- 以北京为例，所有摩托车不得驶入二环、三环、四环、五环主路、机场高速等，京A牌照摩托车在长安街等路段分时段限行，京B牌照摩托车不得驶入四环以内道路。

H 分排量销量 | 中大排量需求快速增长

图：中国两轮摩托车销量组成分排量（万辆）

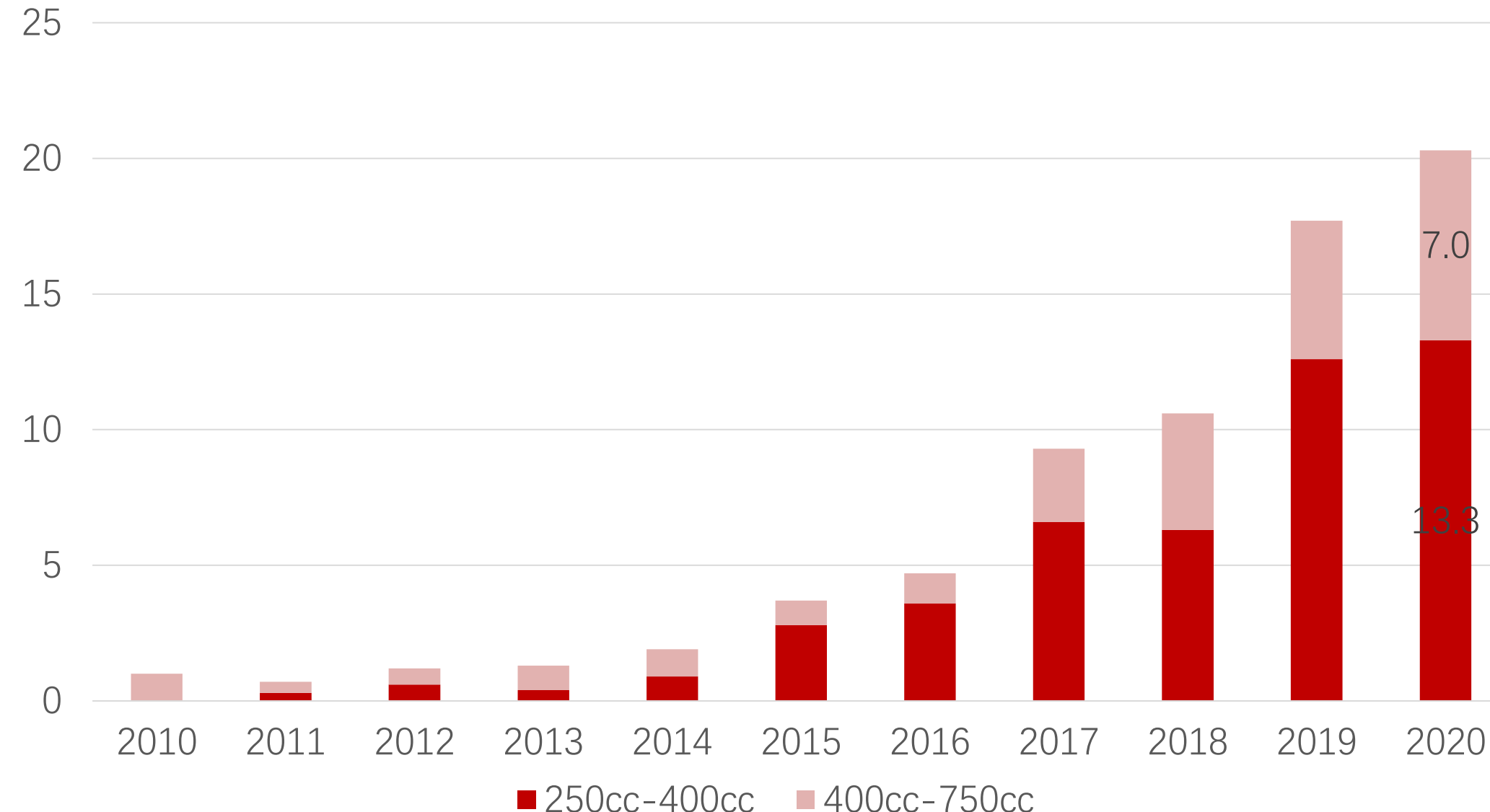


资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

小排量摩托车仍是主流

- 我国摩托车分排量销量结构向中大排量演变的趋势确定，150cc以上车型销量占比逐年提升；
- 100-150cc目前仍为最主流排量段，2019年销量1054.8万辆，占比78.8%；250cc以下销量1303.4万辆，占比98.7%，说明摩托车仍以工具属性为主。

图：中国中大排量摩托车销量（含出口，250cc以上）（万辆）



资料来源：中国汽车工业产销快讯，华西证券研究所

中大排量需求快速释放

- 2015年以来，国内中大排量摩托车市场快速增长，2020年250cc以上两轮摩托车合计销售20.3万辆，同比增长14.7%（部分受疫情影响；250cc销量未考虑在内）；
- 中大排量摩托车动力、操控性能优异，是良好的休闲、娱乐工具，符合消费升级趋势，现已逐渐成长为引领摩托车市场发展的新兴增长极。

H 核心卖点 | 大排量摩托车售价相对低廉 性能媲美超跑

宝马S1000rr



- 排量：999cc
- 功率：146kw/13500rpm
- 扭矩：113Nm/10500rpm
- 电喷，水油冷，四缸
- 整备质量：204kg
- 功率/质量：0.97ps/kg
- 零百：**2.9s (2.3s*)**
- 极速：**300km/h+**
- 价格：25.85万

川崎ZX-10R



- 排量：998cc
- 功率：147.1kw/13000rpm
- 扭矩：113.5Nm/11500rpm
- 电喷，水冷，四缸
- 整备质量：206kg
- 功率/质量：0.97ps/kg
- 零百：**2.9s**
- 极速：**299km/h**
- 价格：24.19万

迈凯伦720S



- 排量：3994cc
- 功率：530kw/7500rpm
- 扭矩：770Nm/5500-6500rpm
- 4.0T V8+7DCT
- 整备质量：1283kg
- 功率/质量：0.56ps/kg
- 零百：2.9s
- 极速：341km/h
- 价格：339.8万

法拉利F8

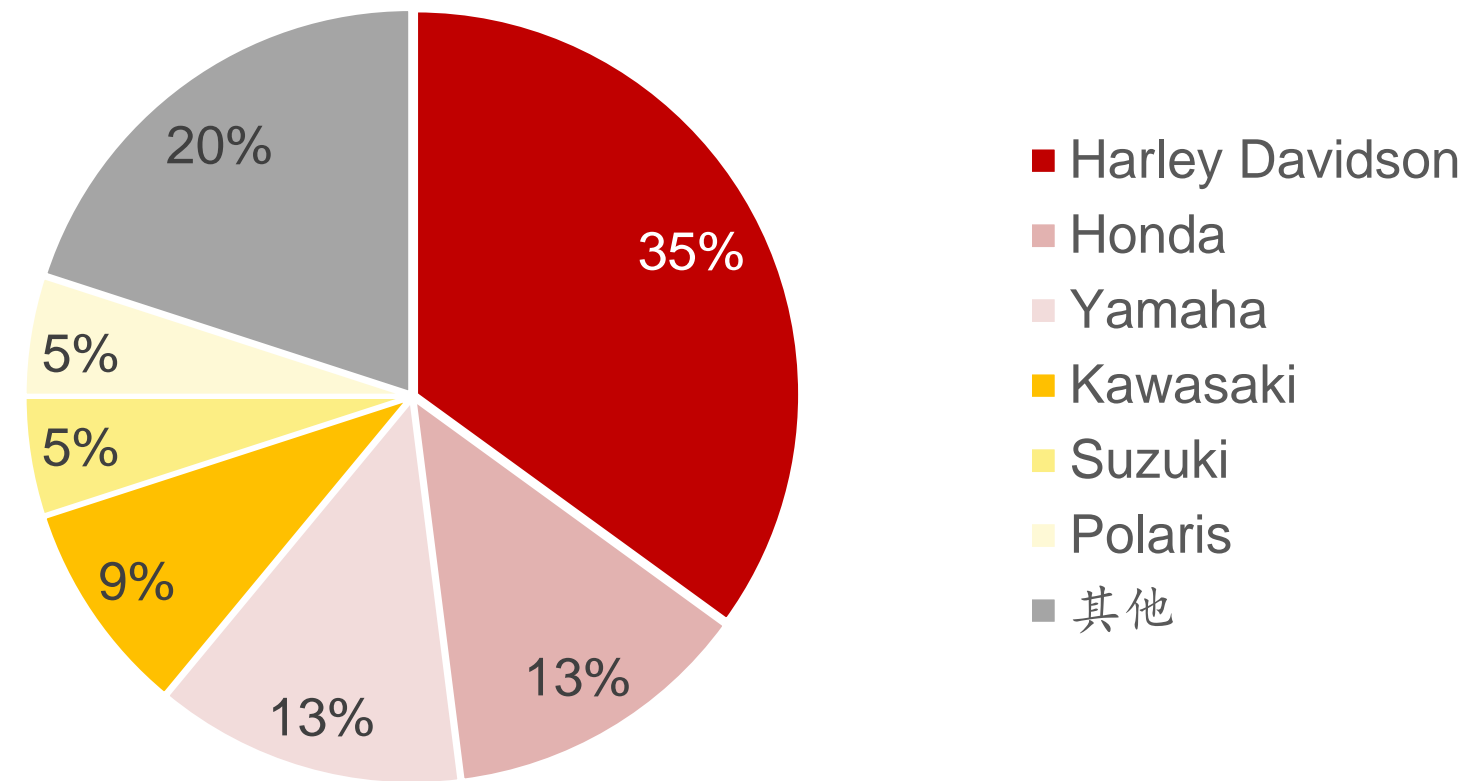


- 排量：3902cc
- 功率：530kw/8000rpm
- 扭矩：770Nm/3250rpm
- 3.9T V8+7DCT
- 整备质量：1435kg
- 功率/质量：0.50ps/kg
- 零百：2.9s
- 极速：340km/h
- 价格：298.8万

资料来源：牛摩网，川崎官网，汽车之家，华西证券研究所

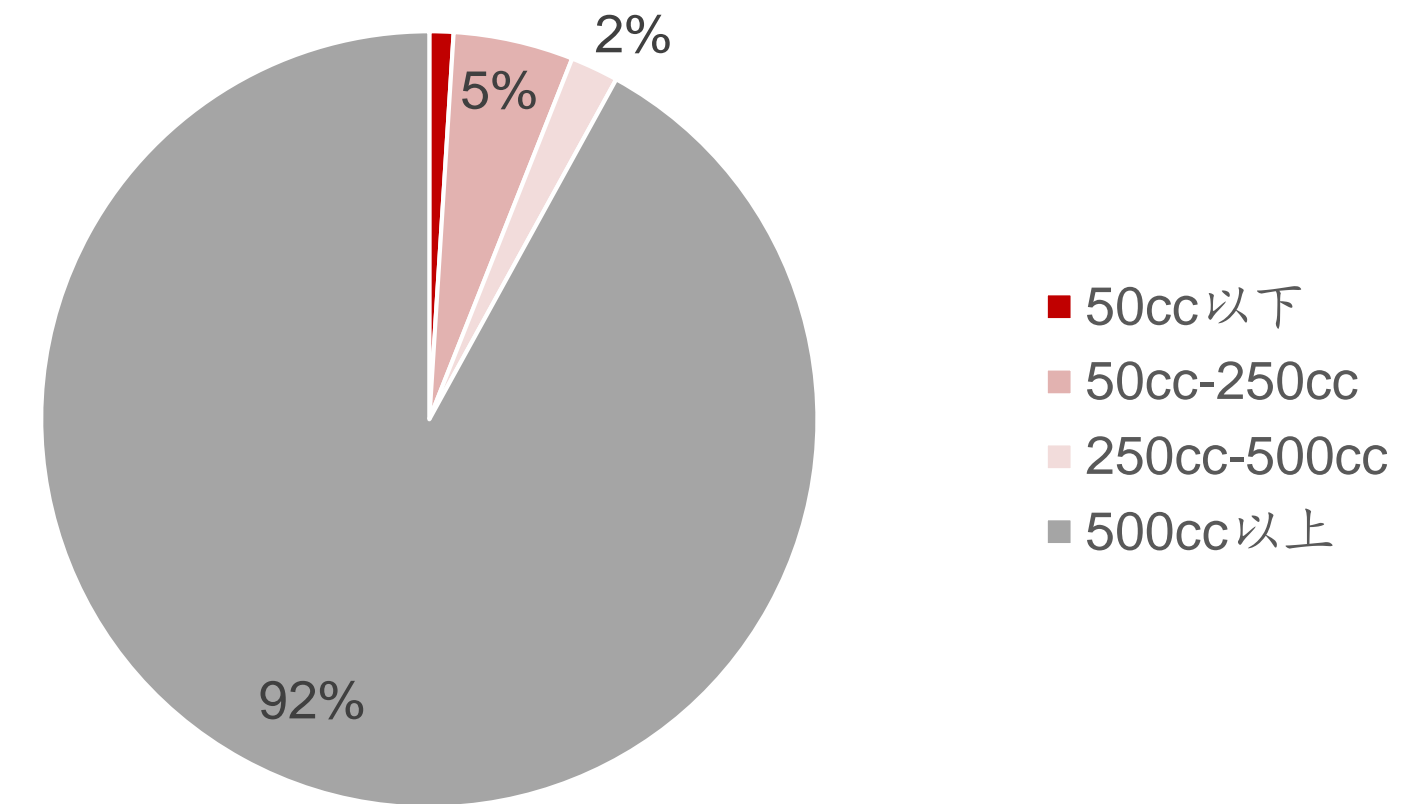
H 美国&欧洲 | 日系和本土品牌瓜分市场 中大排量占比过半

图：2016年美国摩托车销量组成成分品牌（%）



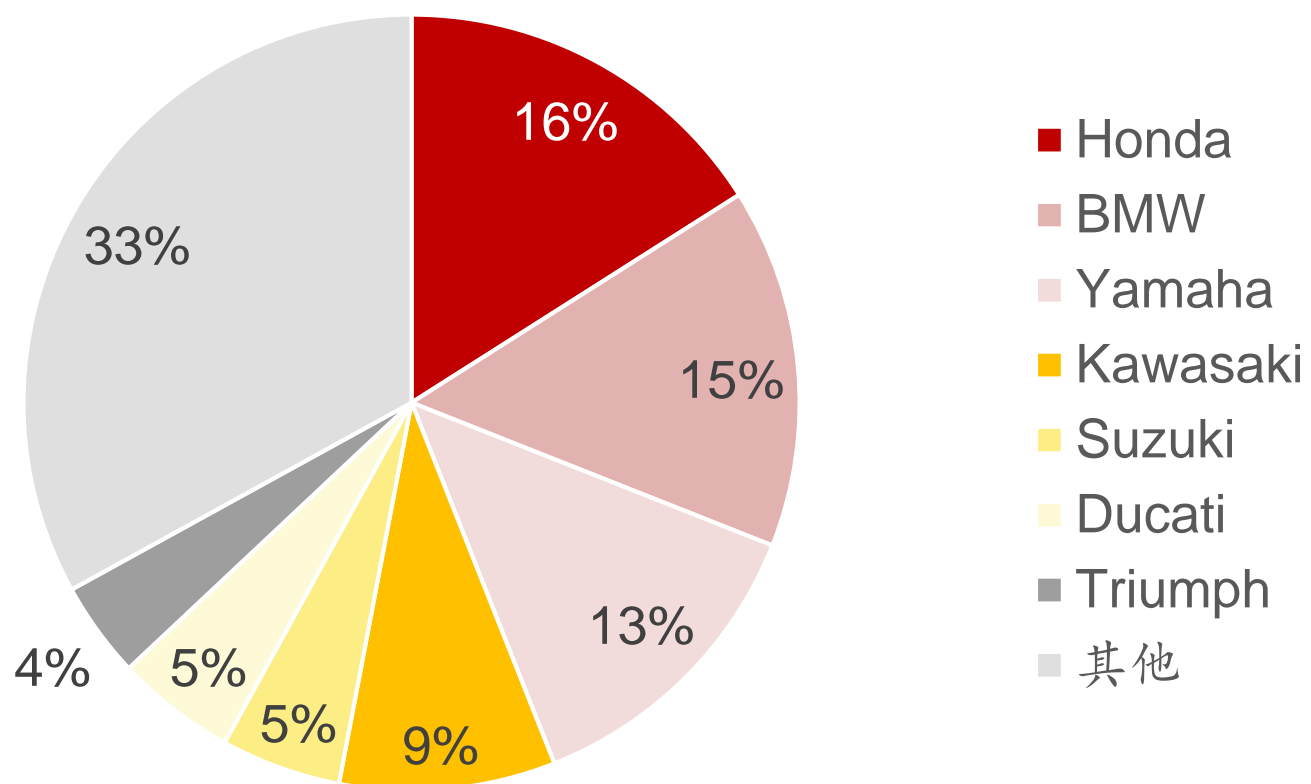
资料来源：牛摩网，华西证券研究所

图：2012年北美摩托车销量组成成分排量（%）



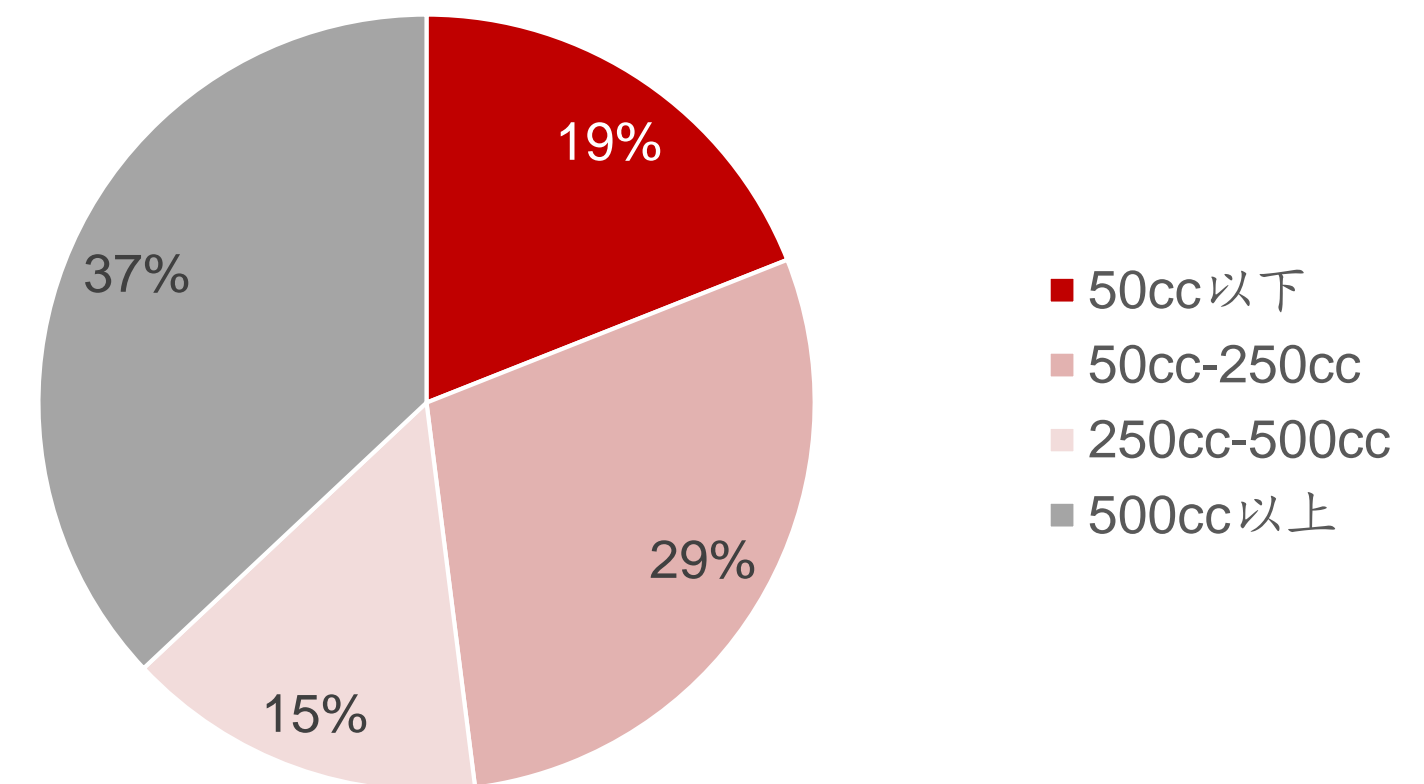
资料来源：IMMA，华西证券研究所

图：2016年欧洲摩托车销量组成成分品牌（%）



资料来源：牛摩网，华西证券研究所

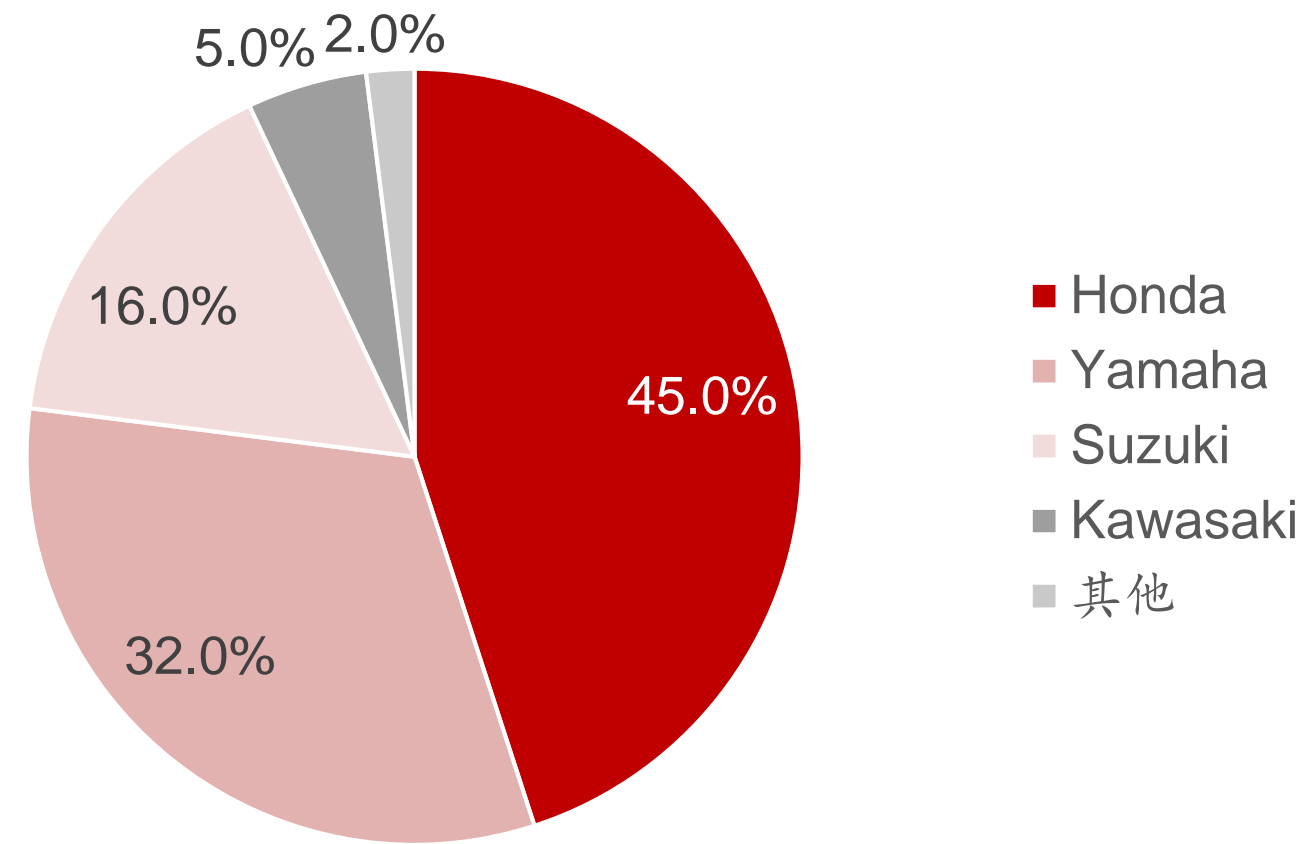
图：2012年欧洲摩托车销量组成成分排量（%）



资料来源：IMMA，华西证券研究所

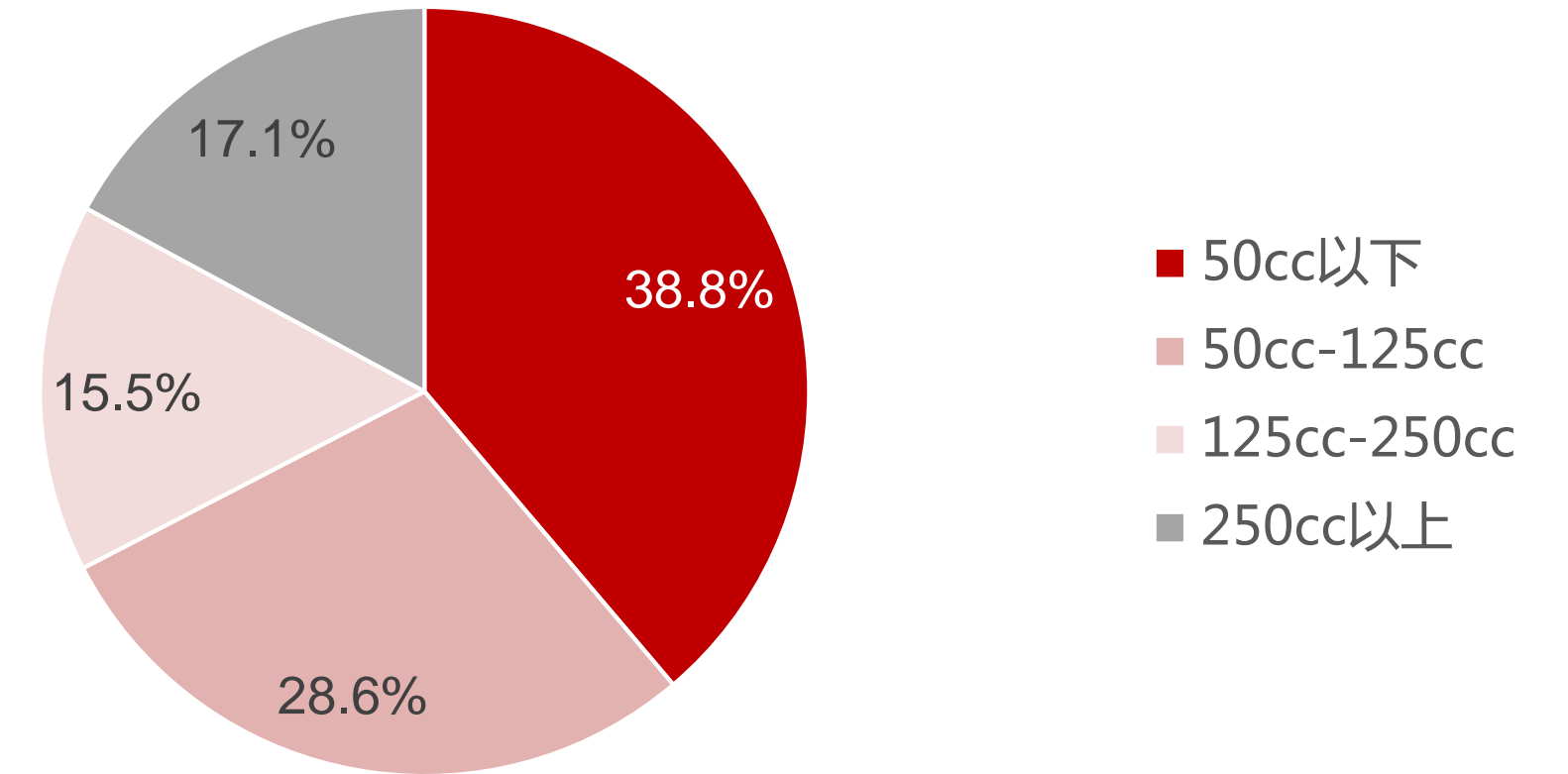
H 中国&日本 | 以小排量车型为主

图：2016年日本摩托车销量组成成分品牌（%）



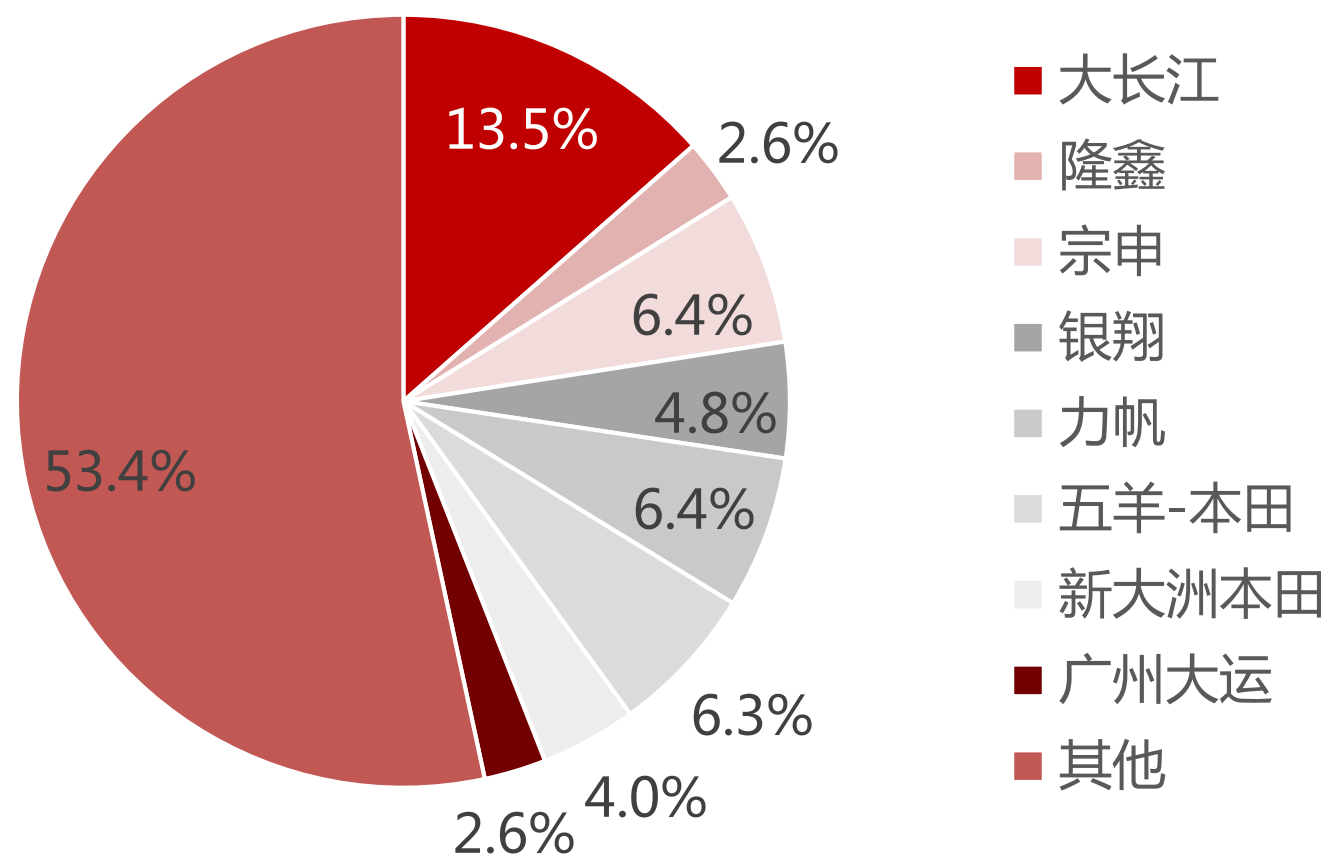
资料来源：牛摩网，华西证券研究所

图：2019年日本摩托车销量组成成分排量（%）



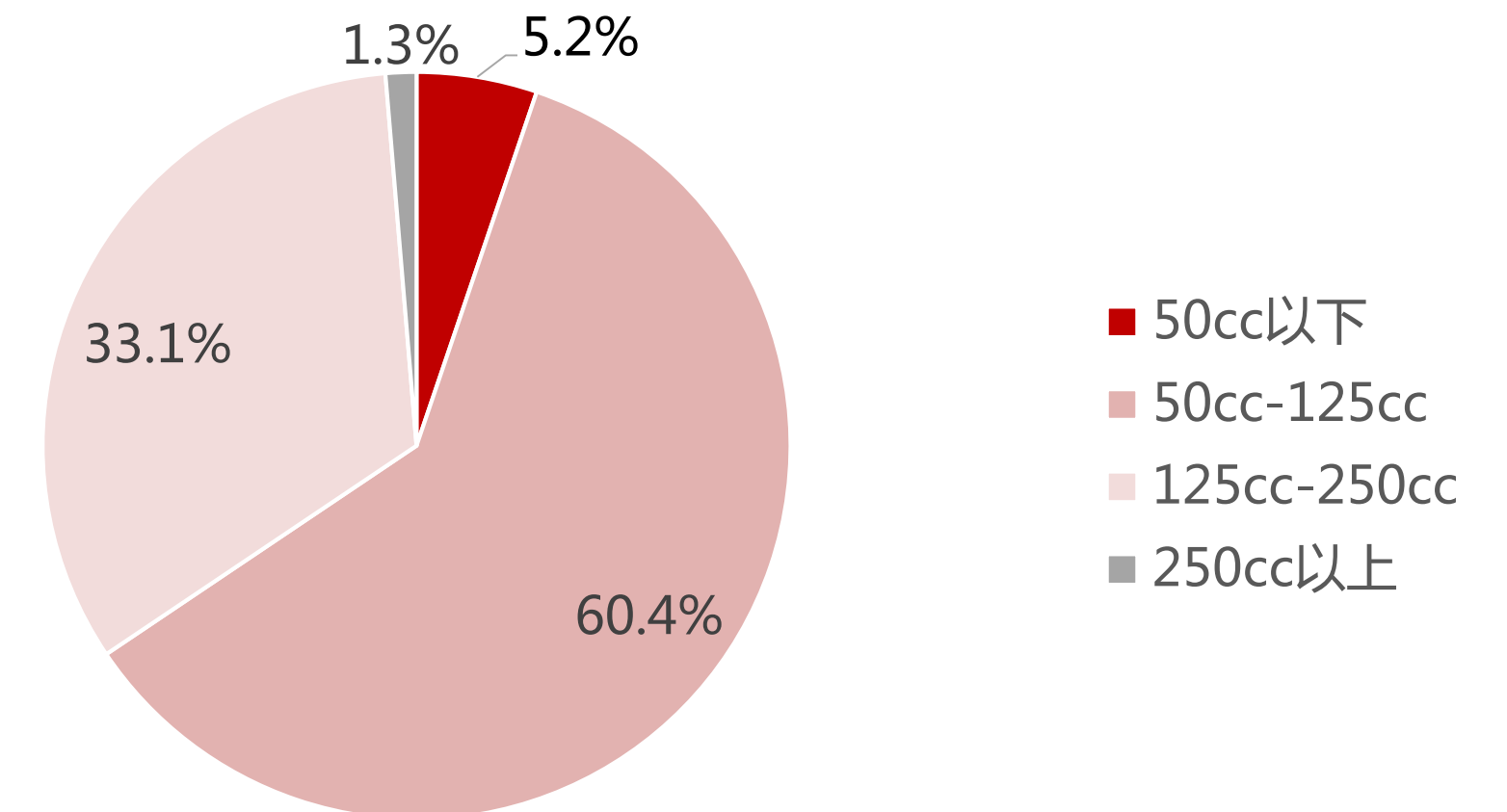
资料来源：日本自动车工业协会，华西证券研究所

图：2019年中国摩托车国内销量分车企（%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图：2019年中国两轮摩托车销量分排量（含出口，%）



资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

H 市场空间 | 中大排量摩托车渗透率极低 未来十年CAGR有望达20%以上

表：主要发达国家和地区250cc以上（不含）中大排量摩托车消费情况

国别	中大排量摩托车年销量	人口	人均
美国	约26.2万辆	约3.30亿	7.9辆/万人
日本	约9.3万辆	约1.25亿	7.4辆/万人
欧洲	约59.7万辆	约7.40亿	8.1辆/万人
中国	约14万辆	约14.00亿	1.0辆/万人

资料来源：日本自动车工业协会、哈雷戴维森年报等，华西证券研究所

- 本轮国内中大排量摩托车市场爆发主要来源于优质供给驱动，圈入大量年轻消费群体（以20-25岁年轻人为主），车型选择对仿赛青睐有加，彰显年轻个性化，排量段则主要为250cc系列入门级；
- 未来演化：1）伴随驾驶水平提升及年龄增长，将逐步向更大排量以及仿赛外其他车型转化；2）摩旅文化逐步形成，社交娱乐属性将助推销量增长；
- 当前国内250cc以上中大排量摩托车人均消费量1辆/万人，仅为发达国家1/8，假设到2030年，我国250cc以上中大排量摩托车人均销量达到8辆/万人，对应年销量112万辆，将超过欧、美、日中大排量摩托车年销量总和，对应未来十年CAGR 20%以上；
- 影响中大排量摩托车渗透率中外差异的因素：
 - 正面因素：摩托车群众基础好，驾驶员数量远超欧、美、日；
 - 负面因素：中国是世界上唯一执行摩托车禁限行政策的国家。

政策利好一 | 以管代禁 禁限摩有条件放松成为趋势

表：禁、限摩政策解禁地区梳理

时间	发布主体	文件名称	主要内容
2018年12月28日	广东省公安厅	《关于开展摩托车带牌销售试点工作的通知（征求意见稿）》	根据当地道路交通管理实际情况， 确定开展摩托车“带牌销售”试点范围 ，除依法不予摩托车注册登记的地市外，每个地市至少应确定一个县（区）作为试点，并逐步扩大试点范围。明确摩托车“带牌销售”的业务流程、工作职责和违约责任，完善摩托车新车注册的查验、检测工作。规范“带牌销售”摩托车业务代办优化“带牌销售”摩托车注册登记程序，加强摩托车销售监管
2017年03月29日	广州市人大	《广州市非机动车和摩托车管理规定（草案修改稿）》	外地车特定时间划定区域内可通行 。解除禁售、解除高额罚款。新增广州火车南站为禁行区域
2021年03月26日	广州市安全生产委员会	《广州市安全生产委员会关于印发广州市系统防范化解道路安全风险工作方案的通知》	4月完成“限摩限电”政策调整优化方案、市层面推进电动自行车备案管理工作，在政策允许摩电注册登记上牌的前提下，简化摩电注册登记手续，推行“带牌销售”
2018年10月10日	深圳市公安局	关于《深圳市公安局交通警察局关于禁止摩托车在我市部分道路行驶的公告》征求意见及采纳情况的说明	在机动车保有量、密度及道路通行条件允许并支持的情况下，可以适当放开 ，但暂时无法做到全面放开。参考北京、上海、香港等城市的管理模式，研究摩托车指标竞拍、车辆上牌、人员考试、车辆准入、通行管理、停车管理、违法处罚等管理措施，结合深圳市道路通行实际情况，做好调研论证、拟定管理政策，按规定性文件要求征求相关群体意见后，报市政府审定通过后，修改相关政府规章及管理通告
2020年02月07日	汕头市公安局	《汕头经济特区道路交通安全条例（修订征求意见稿）》	二轮摩托车准予注册登记 。排气量大于125毫升的摩托车及非本市号牌的摩托车、电动自行车不得进入城市中心区域行驶
2017年11月28日	西安市政府办公厅	《西安市人民政府关于规范性文件清理结果的决定》	宣布《西安市人民政府关于加强道路交通秩序综合治理的公告》在内的91件市政府及市政府办公厅规范性文件目失效
2020年06月29日	哈尔滨市人大	《哈尔滨市摩托车管理规定（草案）》	对摩托车登记实行总量控制，有限度地放开一定数量的黑A牌照登记指标 。个人使用的两轮摩托车牌照通过摇号的方式进行登记申请。除黑A牌照摩托车外，其他牌照摩托车禁止在本市指定区域行驶

资料来源：各地政府官网，华西证券研究所

H 政策利好二 | 电动自行车管理趋于规范 购买力部分向摩托车回流

表：电动自行车新老技术规范对比

项目名称	GB17761-2018电动自行车安全技术规范	GB17761-1999电动自行车通用技术条件
脚踏骑行	具有脚踏骑行功能（必须具备）	非否决项
最高车速	电驱动行驶时，最高设计车速不超过25km/h； 电助力行驶时，车速超过25km/h，电动机不得提供动力输出	不大于20km/h，电动自行车应装有制动断电装置，在制动时应能自动切断电源
整车质量	装配完整的电动自行车整车质量应当小于或等于55kg	电动自行车的整车质量（重量）应不大于40kg
蓄电池的标称电压	小于或等于48v	电动自行车的蓄电池应有良好的密封性，在正常安装位置条件下，充放电时不应有渗漏现象；标称电压应不大于48v
电动机额定连续输出功率	小于或等于400w	不大于240w
防篡改设计	电动自行车的软硬件均应具有防止擅自改装或改动最高时速、功率、电压、脚踏骑行的设计	无

资料来源：工业和信息化部，华西证券研究所

表：电动自行车与电动摩托车标准差异

分类	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
主要标准	最高时速不超过25km，整车质量（含电池）不超过55公斤，需要有脚踏骑行能力，电功率不超过400瓦，蓄电池标准电压不超过48v	最高时速不超过50km； 对应驾驶证准驾车型代码F	最高时速超过50km； 对应驾驶证准驾车型代码E

资料来源：华西证券研究所

H 供给驱动 | 自主优质供给增加 持续撬动C端需求

表：2020-2021年自主品牌中大排量摩托车重点新车汇总

厂商	车型	分类	上市时间	排量 (ml)	售价 (万元)	长X宽X高 (mm)	轴距 (mm)	座高 (mm)	整车整备质量 (kg)	极速 (km/h)	发动机型式	缸径×行程 (mm)	压缩比
QJMOTOR	逸250	复古	2020.09	250	1.6	2070x810x1100	1370	780	163		双缸风冷	55.0x52.4	9
	赛250	仿赛	2021.09(E)	250	2.0(赛道尊享)	2010x750x1125	1360		159	129	单缸水冷		
	追350	街车	2020.09	350	2.7	2080x820x1100	1425	800	176	145	双缸水冷	70.5x45.2	11.9
	赛350	仿赛	2021.07(E)	350	2.9(E)	2050x785x1130	1420		179	145	双缸水冷	70.5x45.2	11.9
	闪500	巡航	2020.09	500	3.7	2250x850x1125	1580	700	198	160	双缸水冷	69.0x66.8	11.5
	骁500	探险	2020.09	500	3.9-4.3	2270x925x1398	1500	795	225		双缸水冷	69.0x66.8	11.5
	赛600	仿赛	2020.09	600	5.0-5.1	2140x750x1150	1460	800	215	190	四缸水冷	65.0x45.2	11.5
	追600	街车	2020.05	600	4.4-5.0	2140x790x1080	1460	800	229	195	四缸水冷	65.0x45.2	11.5
	骁750	探险	2020.09	750	5.0-5.4	2340x950x1390		825	256		双缸水冷	88.0x62.0	11.5
春风动力	250SR	仿赛	2020.02	250	1.7-2.2	2010x750x1080	1360	780	165	128	单缸水冷	72×61.2	11.3
	700CLX	复古	2020.07	700	4.6	2107x887x1200	1435	800	196	180	双缸水冷	83.0×64.0	11.6
	800MT	拉力	2021.05	800	5.8-6.4	2340x910x1340	1531	825	248	190	双缸水冷	88.0×65.7	12.7
隆鑫无极	300GY	探险	2020.08	300	2.4	2120x875x1360	1470	850	149	125	单缸水冷	78.0×61.2	11
	300DS	街车	2020.08	300	2.1-2.4	2125x820x1370	1360	810	166	125	单缸水冷	78.0×61.2	11
	500AC	复古	2021.03	500	3.5	2100×805×1170	1450	790	188	160	双缸水冷	67×66.8	10.7

资料来源：哈罗摩托，华西证券研究所

- 进入2019年以来，自主中大排量摩托车优质供给持续增加，价格下探、谱系逐步完善（车型+排量段）；
 - **钱江摩托**：2020年5月推出新品牌QJMOTOR，凭借动力总成、车型积累，快速投放追（街车）、逸（复古）、闪（巡航）、赛（仿赛）、骁（探险）5个车系、8款车型，排量覆盖250-750cc，且多数与贝纳利同平台，2020年全年贡献销量近1万，2021年预计6-7款新车型上市，包括备受期待的仿赛车型赛350和赛250；
 - **春风动力**：凭借突出性价比优势及时尚外观设计，仿赛车型250SR 2020年2月上市即成爆款，2020年销量3万+，公司销量占比近50%；叠加街车250NK，250系列合计贡献近70%销量；首款大排量复古700CLX自2020年7月上市以来亦表现良好；
 - **隆鑫无极**：2020年8月推出探险车300GY及第二款街车300DS，2021年3月推出复古车型500AC。

H 销量预测 | 供给需求政策三重共振 看好2021年30%以上增长

本田CM300



- 价格：3.30万
- 排量：286cc
- 发动机：单缸水冷

春风250SR赛道版



- 价格：2.17万
- 排量：249cc
- 发动机：单缸水冷

QJMOTOR赛350



- 价格：预计3万左右
- 排量：353cc
- 发动机：双缸水冷

隆鑫无极500AC



- 价格：3.50万
- 排量：471cc
- 发动机：双缸水冷

- **供给端继续发力**：2021年，QJMOTOR预计将有6-7款新车上市，包含多款仿赛车型；春风3月初推出250SR赛道版，加量不加价，5月推出800MT；隆鑫无极3月底上市复古500AC；本田CKD国产CM300太子车型；
- **需求端持续向好**：中大排量摩托车市场的增量客户群主要为新兴年轻群体（20-25岁），历经两年左右培育期，摩旅文化基本形成；中排量摩托车置换周期短，伴随驾驶水平日趋精进，很多玩家并不满足于中排量摩托车，一般半年至一年即产生更大排量购车需求，需求转移有望在2021-2022年逐步显现；
- **政策端边际改善**：禁限摩政策放开呼声日益高涨，以管代禁有望成为趋势；
- 综合上述因素，我们看好2021年国内中大排量摩托车市场（250cc以上排量）30%以上增长，全年销量达到26.4万辆以上。

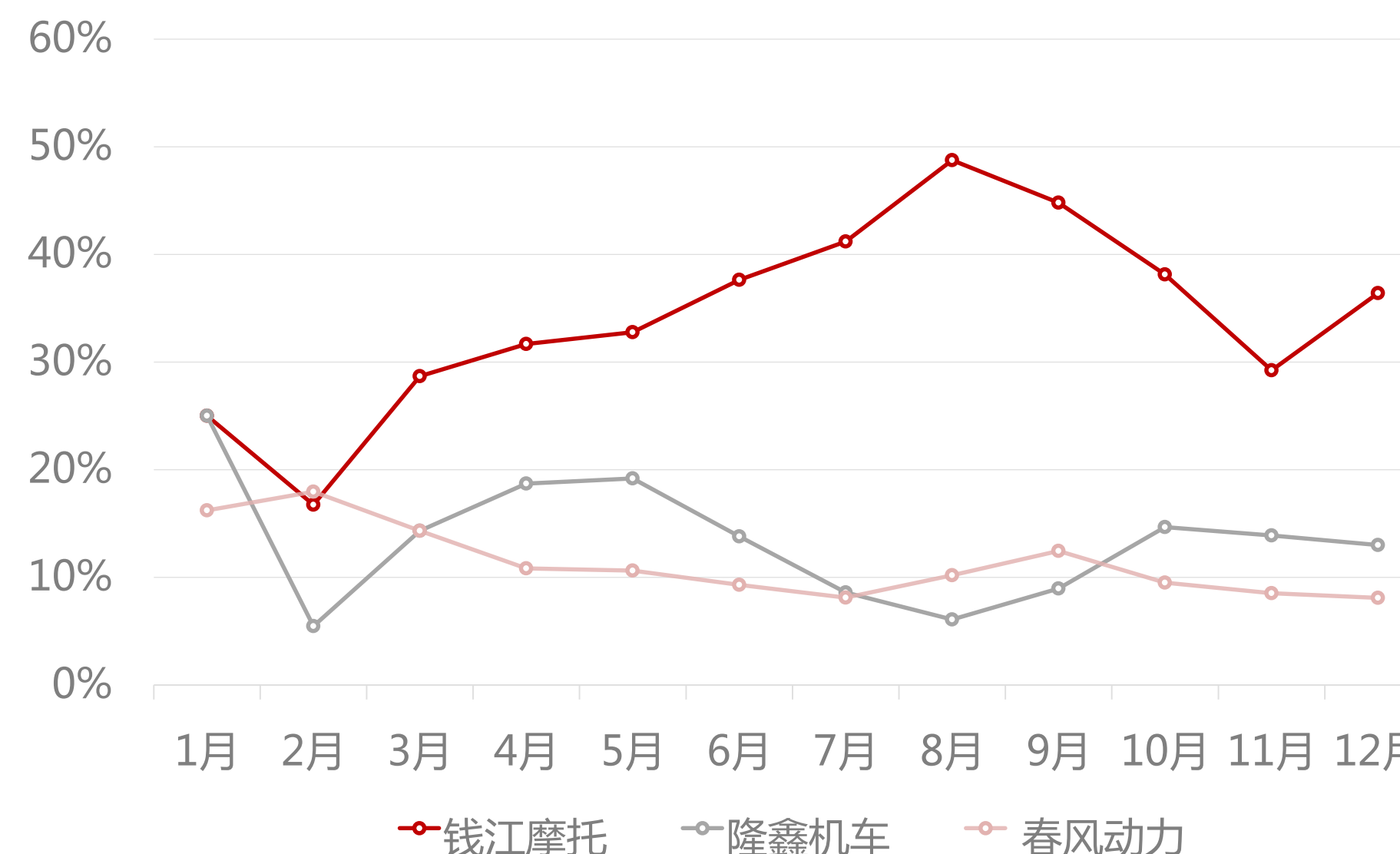
H 竞争格局 | 行业集中度较高 钱江市占率居首

表：钱江春风隆鑫2019-2021年销量及市占率（万辆，%）

分类	2021.01-04	2020	2019
行业	8.2	20.3	17.7
钱江摩托	2.26	7.47	5.16
市占率	27.5%	36.7%	29.2%
250cc以上			
春风动力	0.73	2.18	1.89
市占率	8.9%	10.7%	10.7%
隆鑫通用	1.69	2.60	2.10
市占率	20.7%	12.8%	11.9%

资料来源：中汽协，华西证券研究所

图：2020年钱江春风隆鑫250cc以上月度市占率（%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

- 2020年国内250cc以上中大排量摩托车合计销售20.3万辆，同比+14.7%，CR3为60.2%，行业集中度较高；
- 市占率排名行业前三的摩托车企：
 - **钱江摩托**：250cc以上2020年销量7.47万辆，同比+44.7%，市占率36.7%；从2020全年变化趋势上来看，除2月受疫情影响市占率被春风暂时反超以外，其余月份均维持29-41%区间，大幅领先竞争对手，8月市占率甚至接近50%；
 - **春风动力**：250cc以上2020年销量2.18万辆，同比+15.2%，市占率10.7%；公司销量主力为250系列产品，包括250NK和爆款车型250SR，若将排量范围拓宽至250cc（含）及以上，销量合计7.11万辆，同比+92.6%；
 - **隆鑫通用**：250cc以上（包括隆鑫无极+代工宝马）2020年销量2.60万辆，同比+23.5%，市占率12.8%。

H 格局展望 | 本田国产短期影响相对有限 中长期头部集中

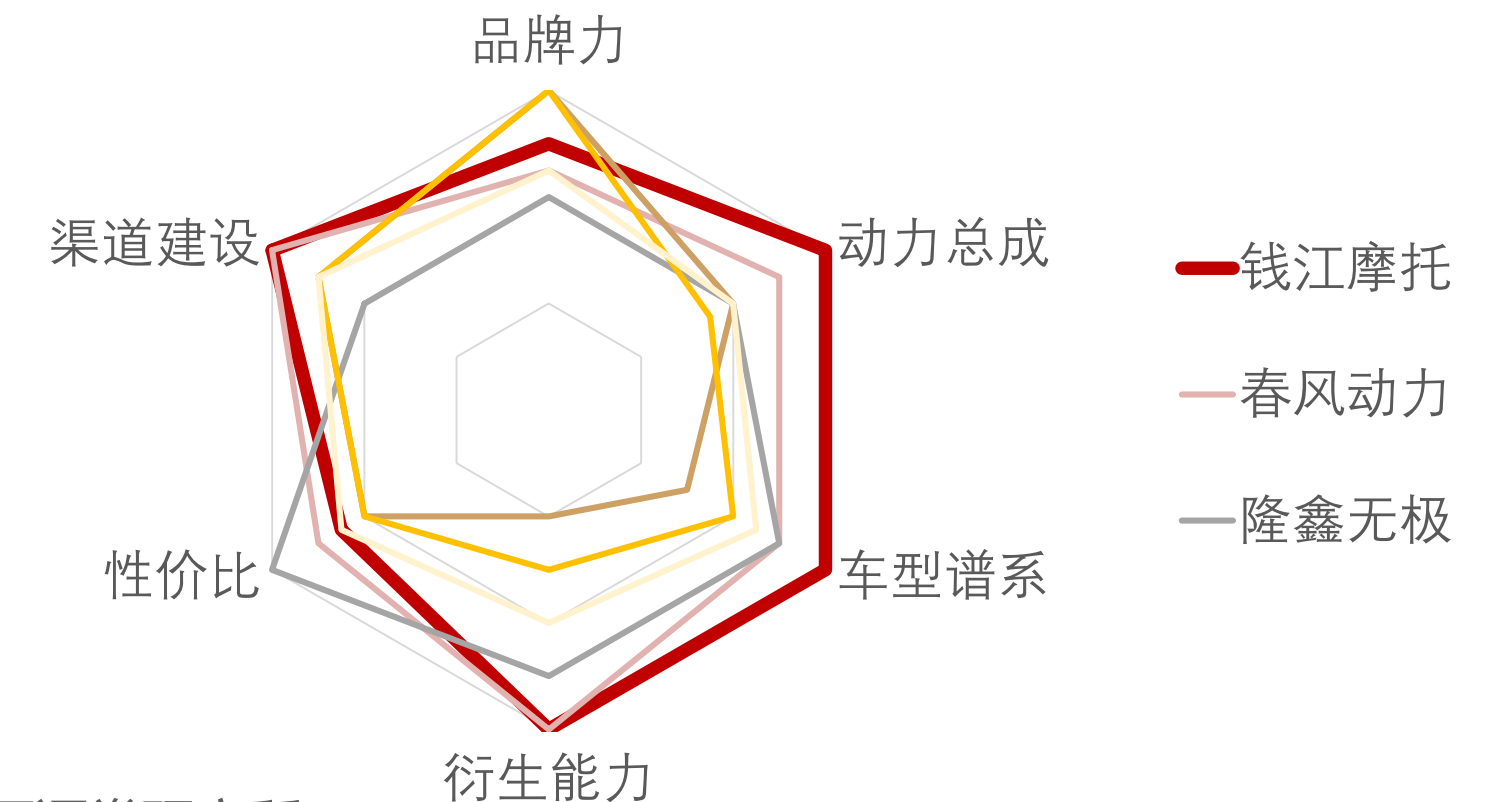
表：国内主要中高端摩托车生产企业品牌力、动力总成技术、整车设计能力比较

能力分类	钱江摩托	春风动力	隆鑫无极	豪爵铃木	五本&新本	宗申比亚乔
品牌力	2005年收购意大利品牌贝纳利，海外1.5线品牌加持	2014年入选国宾车，自主龙头地位得到认可；2017年与KTM合资	代工宝马发动机+踏板车、MV奥古斯塔发动机，海外一线品牌背书生产工艺	一线日系品牌	一线日系品牌	引入比亚乔（中端）、阿普利亚（中高端）两个意大利品牌
动力总成技术	品类最丰富，包括250/300/350/500/600/750/1200cc	逐步完善，包括250/400/650/700cc，借力KTM推出800/1250cc	主打200/300/500/650cc，其中仅500cc为双缸	目前仅250/300cc两款	目前仅引入190cc，有望引入250-400cc中排量	中高端踏板车型与Vespa共享155/244/278cc发动机
整车设计能力	街车、复古街车、探险车、仿赛、踏板全线布局	主打街车、旅行车，2020年拓展至仿赛、复古街车	擅长街车、复古街车及探险车	250cc已布局街车、仿赛、探险车，缺乏衍生能力	现有平台缺乏衍生能力；中排车型2021年起CKD组装	合作伙伴产品丰富，有望引入大踏板和中排量仿赛
渠道布局	贝纳利试点直供，QJMOTOR重新招商	无代理商，CFMOTO专营店占比高	依托通路车渠道，无极专营店数量不及贝纳利、CFMOTO	依托通路车渠道	依托通路车渠道，现拓展中排量渠道	依托通路车渠道

资料来源：华西证券研究所

图：国内主要中高端摩托车生产企业竞争力分析

- 我们认为中大排量摩托车将复制SUV的发展历程，短期市场快速扩容，众多参与者涌入，市场竞争加剧，但中长期看，份额将向**品牌力突出、动力总成技术领先、整车设计能力强、渠道布局完善**的头部自主、合资品牌集中；
- 对于本田国产，我们认为对自主品牌短期影响有限，主因两者间技术、售价及客户群体仍不在一个层面，且本田短期会受到产能影响，中长期看，自主品牌能否提升品牌、品控将成为关键。



资料来源：华西证券研究所



目录

- 历史沿革：从国企到民企 治理结构持续改善
- 摩托行业：中大排量需求快速增长 未来十年CAGR 20%以上
- **摩托主业：聚焦中大排量 QJMOTOR蓄势待发产品周期开启**
- 非摩业务：收缩非摩业务 锂电重整拖累因素逐步消除
- 投资建议

H 贝纳利 | 深耕中大排量15年 动力总成车型谱系最为丰富

图：贝纳利中大排量摩托车产品布局



资料来源：哈罗摩托、天猫等，华西证券研究所

➤ 公司一方面拥有贝纳利成熟技术传承（899、1130cc两款发动机，街车、仿赛和巡航三个车系），另一方面深耕中大排量摩托车板块15年，目前为国内动力总成、车型谱系最完善车企。

H 贝纳利 | 街车切入 复古旅行探险车布局完善 仿赛短板补齐

图：摩托车车型分类



资料来源：Motorcycle Legal Foundation，华西证券研究所

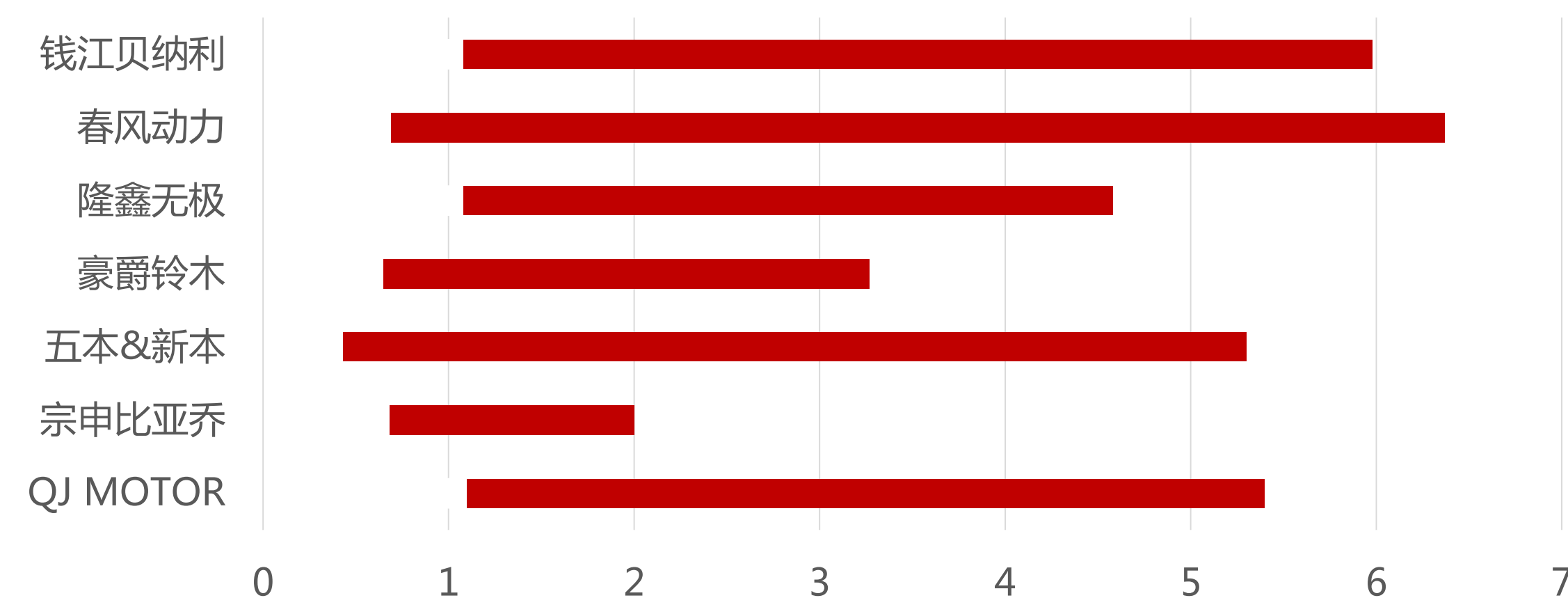
- 目前自主品牌中大排量车型主要覆盖1-7万元价格区间，均从街车切入，衍生车型有所分化，春风动力擅长旅行车、仿赛，而钱江贝纳利街车、复古、旅行和探险车布局较为完善；
- 仿赛此前是贝纳利短板，老款302R因售价偏高、设计老旧终端反馈一般，2021年4月贝纳利推出2021新款飓风302R，定价2.98万元，减重22kg且外观更为犀利，市场反馈较佳，有望补齐仿赛短板。

图：主要摩企≥250cc中大排量车系覆盖情况

分类	钱江贝纳利	QJMOTOR	春风动力	隆鑫无极	豪爵铃木	常州光阳	宗申比亚乔
街车	8	2	3	2	4	1	
仿赛	1	3	1	1	1		
巡航		2	2				
旅行	3		2	4	2		
探险		2	2		1		
复古街车	7	1	1	3	2		
踏板						10	1
合计	19	10	11	10	10	11	1

资料来源：哈罗摩托，华西证券研究所

图：国内主要中高端摩企产品价格区间（万元）



资料来源：哈罗摩托，华西证券研究所

新品牌 | 全新品牌QJMOTOR 同贝纳利高低搭配

贝纳利

QJMOTOR

TNT600



¥ 46,800-52,800

飓风302R



¥ 29,800

扩缸 ↓

帝国400



¥ 23,800

扩缸 ↓

TNT25



¥ 18,800-19,200

502C



¥ 39,800-44,800

TRK502



¥ 37,800-45,800

追600



¥ 43,999-49,999

赛600



¥ 49,999-50,999

追350



¥ 26,999

赛350



暂无报价

逸500



暂无报价

赛250



¥ 19,999

闪500



¥ 36,999

骁500



¥ 38,999-42,999

600cc, 水冷, **四缸**

250cc, 水冷, 单缸

500cc, 水冷, 双缸

资料来源：QJMOTOR官网、天猫等，华西证券研究所

- 2020年5月，钱江推出新品牌**QJMOTOR**，凭借动力总成、车型积累，快速投放追（街车）、逸（复古）、闪（巡航）、赛（仿赛）、骁（探险）5个车系、8款车型，且多数与贝纳利同平台；
- 得益于欧洲血统、百年历史，贝纳利品牌上市以来高举高打，产品售价高于同级别CFMOTO、无极VOGE竞品，未来贝纳利将与QJMOTOR品牌形成高低搭配：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。

H 新车系 | 自主首款600cc四缸仿赛上市 赛350爆款潜质充分

追600



- 价格：4.39-4.99万
- 排量：600cc
- 最大功率：60kW
- 最大扭矩：55N·m
- 零百：4.5s
- 极速：190km/h
- 发动机形式：四缸水冷

赛600



- 价格：4.99-5.09万
- 排量：600cc
- 最大功率：60kW
- 最大扭矩：55N·m
- 零百：4.6s
- 极速：190km/h
- 发动机形式：四缸水冷

本田CBR650R



- 价格：10.98万
- 排量：649cc
- 最大功率：56kW
- 最大扭矩：60N·m
- 0-60mph：3.3s
- 极速：240km/h
- 发动机形式：四缸水冷

赛350



- 价格：预计2.9万左右
- 排量：353cc
- 最大功率：27kW
- 最大扭矩：31N·m
- 零百：6s
- 极速：145km/h
- 发动机形式：双缸水冷

资料来源：钱江摩托官网，topspeed，华西证券研究所

- 仿赛车系此前为钱江短板，贝纳利老款302R因售价偏高、设计老旧终端反馈一般；
- 2020年9月，钱江发布600cc中量级四缸仿赛赛600，同追600同平台，产品定位接近“街跑”，兼顾性能与舒适性，相比日系竞品本田CBR650R，虽性能存在劣势，但售价低54%，性价比优势突出，现为国产唯一四缸仿赛车型，填补市场空白；
- 2021年QJMOTOR还将推出多款仿赛，其中赛350在相近中排量车型中性能优越、价格合适、外观突出，爆款潜质充分。

H 新模式 | 与哈雷合作进入兑现阶段 开启全新合作模式

图：贝纳利BN302S



资料来源：贝纳利官网，华西证券研究所

图：Harley-Davidson HD350



资料来源：牛摩网，华西证券研究所

- 2019年6月、2020年9月，公司与哈雷先后签署两份合作协议，双方将合作为中国和亚洲其他市场共同开发两款哈雷品牌燃油摩托车，首款为338cc排量，次款为500cc排量，且未来可能在电摩领域合作；双方也将在供应链优化、销售等方面开展合作；首款合作车型HD350原计划在2020年中发布，受新冠疫情及政治因素影响推迟；
- 独家权：未经哈雷同意，钱江不得与哈雷竞争对手合作开发、制造300-600cc的摩托车或摩托车发动机；
- 与国际头部摩托车企业开展合作，有助于公司提升**品牌力、营销水平、生产制造以及渠道管理能力**；
- 与哈雷的合作模式也有望复制到其他车企，2020年9月，钱江在重庆摩博会上宣布与MV奥古斯塔达成合作意向，钱江将在中国市场代理MV奥古斯塔产品，双方还将在**发动机研发、生产（预计为公升级四缸）**方面展开合作。

H 新高度 | 推出1200cc重机车 产品售价区间与品牌高度向上

图：贝纳利1200GT



资料来源：哈罗摩托，华西证券研究所

图：CFMOTO 1250TR-G



资料来源：哈罗摩托，华西证券研究所

- 2020年1月，旅行车QJ1200-3进入工信部《道路机动车辆生产企业及产品（第328批）》目录，采用**1209cc 并列三缸水冷发动机**（源自贝纳利1130cc发动机）；
- 2020年9月，贝纳利1200GT和CFMOTO 1250TR-G同时在重庆摩博会亮相，目前国内具备公升级重机车量产能力的只有钱江、春风两家；
- 2021年5月，贝纳利1200GT于北京摩展正式上市，售价9.98万元，将带动贝纳利**产品售价区间和品牌高度**进一步向上，巩固钱江中大排量摩托车市场地位。

表：公司旗下有股权关系的销售服务公司

公司名称	地点	持股比例	设立时间
台州钱江摩托销售有限公司	浙江温岭	51%	2013年
湖南捷弘钱江商贸有限公司	湖南长沙	51%	2013年
四川鑫钱江摩托车销售有限公司	四川成都	51%	2013年
重庆豪业钱江商贸有限公司	重庆市	51%	2013年
武汉钱江商贸有限公司	湖北武汉	51%	2013年
合肥市钱江摩托销售有限公司	安徽合肥	51%	2015年
泉州钱龙贸易有限公司	福建晋江	51%	2015年
江西省贝纳利商贸有限公司	江西南昌	51%	2015年
南宁君弘轩贸易有限公司	广西南宁	51%	2016年
佛山市钱荣贸易有限公司	广东佛山	51%	2017年
西安钱江摩托销售有限公司	陕西西安	51%	2017年
甘肃钱江贝纳利商贸有限公司	甘肃兰州	51%	2017年

资料来源：Wind，华西证券研究所

- 贝纳利沿用钱江在通路车板块的代理商模式，旗下拥有12家销售服务合资公司，角色为省代，2013-2017年陆续成立，公司持股51%，管理人持股49%，同时公司亦有多家无股权关系省代；
- 合资公司模式下，虽省代承担部分销售费用，但易造成销售政策节流、利益流出等问题；
- 公司正逐步解决历史遗留问题，现已有5家合资公司变更为办事处，由公司直管并切换为直供模式，增强对渠道端掌控。

表：QJMOTOR一级经销商招募条件及要求

条件分类	具体要求
品牌认知	了解并认同QJMOTOR经营理念及经营模式，对摩托车事业充满信心，愿意长期投资并共同发展
财务要求	具备一定品牌运营资本；固定资产和可投入运营资本均需确保300万元以上，并需交纳300万元意向保证金
门店要求	独立、专营（及售后服务）场地；原则上要求门店经营面积500平方以上（个别区域可放宽至300平方），门店选址确保具备骑行条件，出入便利
运营团队	具有独立操盘品牌销售、售后的运营团队，且熟悉当地摩托车市场，拥有良好渠道资源，能够迅速打开市场及较强的线上、线下品牌广宣推广能力

资料来源：摩信网，华西证券研究所

图：QJMOTOR一级经销商网点分布

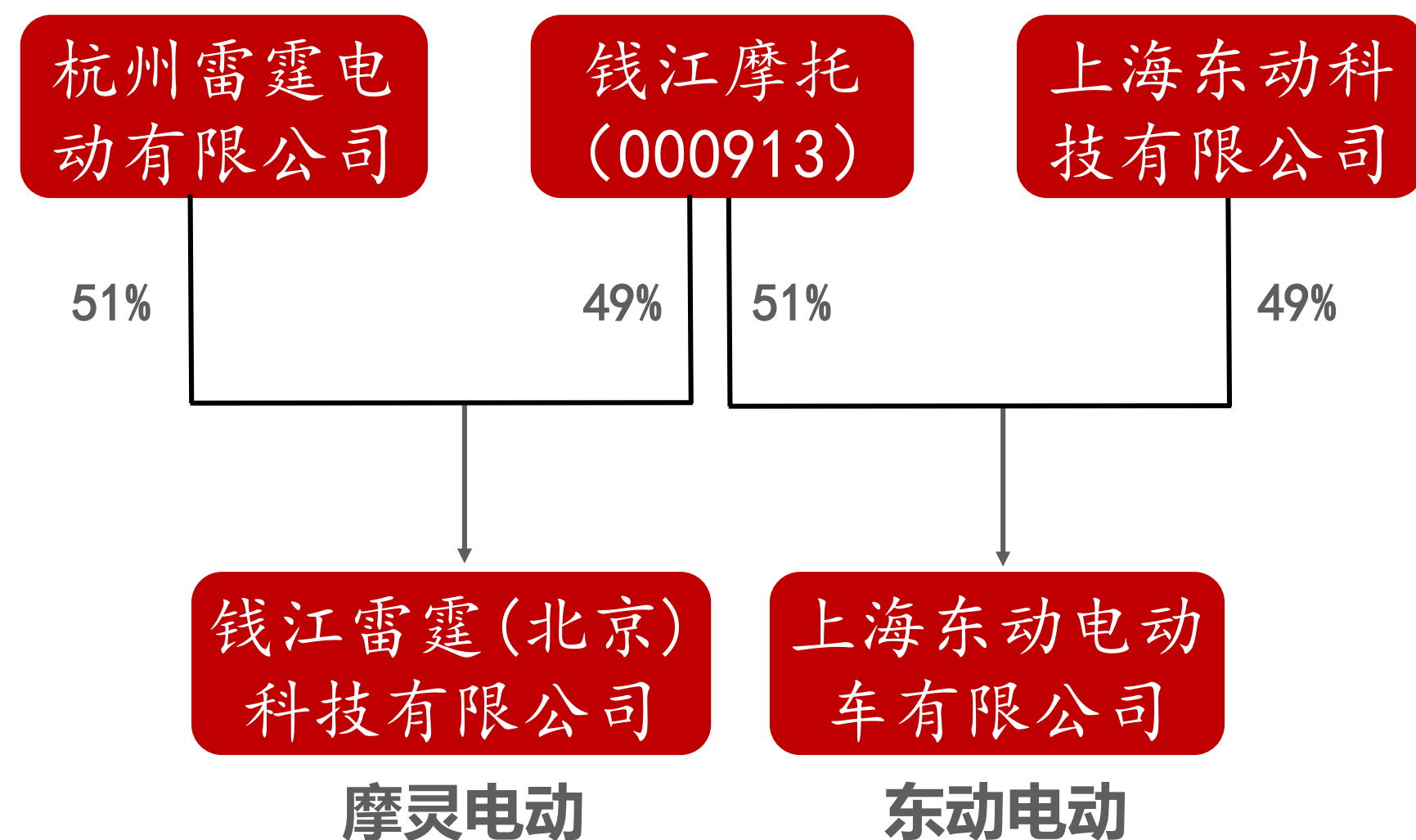


资料来源：公司官网，华西证券研究所

- QJMOTOR渠道重新招商，一级经销商招募条件对标进口摩托车品牌（一次性300万意向保证金，500平米以上经营场地）；
- 截止目前，QJMOTOR全国范围内一级经销商共27家，覆盖26个省份及直辖市，2021年有望增加至100家以上；
- QJMOTOR完全采用“直管直供”模式，虽销售费用会有提高，但层级减少会有毛利提升，两者相互抵消，对公司影响有限，并且还将增强公司渠道掌控能力。

H 布局电动 | 顺应新能源发展趋势 多维度布局

图：钱江电动车布局



资料来源：Wind，华西证券研究所

图：钱江电动车产品

东动电动		摩灵电动
		
BO系列	GO系列	摩灵德鲁伊
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 价格：¥ 9,388-10,888 ➢ 最高时速：45/48km/h ➢ 续航里程：57/65km ➢ 最大功率：800/1200W ➢ 爬坡能力：12/15度 ➢ 最大扭矩：95/110N·m 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 价格：¥ 4,499-5,499 ➢ 最高时速：25 km/h ➢ 续航里程：-- ➢ 最大功率：400W ➢ 爬坡能力：10度 ➢ 最大扭矩：50N·m 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 价格：¥ 6,499-7,499 ➢ 最高时速：25/35/55 km/h ➢ 续航里程：90/110/145km ➢ 最大功率：800/2100W ➢ 爬坡性能：12% ➢ 最大扭矩：55N·m

资料来源：东动官网、魔灵官网，华西证券研究所

➢ 公司重视电摩产品研发，顺应当前新能源发展趋势，推动产品向电动化、智能化发展，现有三大主体：

- **钱江电动车**：2021年5月北京摩展，品牌首度亮相并面向全国区域开启招商，从产品端来看，主流产品定位低于魔灵和东动；车展同时展出高端电摩概念车QJ7000D，作为钱江摩托电动化预热产品；
- **摩灵电动**：2019年4月成立，钱江持股49%，依托钱江摩托国内外庞大的销售网络和售后保障，在国内拥有1000家以上销售和售后网络，同时覆盖 130个海外国家和地区。摩灵德鲁伊契合消费者需求，高度重视车辆稳定性，兼顾车辆驾驶灵活性；
- **东动电动**：2018年12月成立，钱江持股51%，设计团队前身来自汽车行业，共同于上海一线汽车设计领域合作超过10年。东动电动旗下BO系列和GO系列均具有极致的设计感，曲面弧身造型赋予整车新奇时尚科技感。



- 我们认为中大排量摩托车业务尤其QJMOTOR新品牌为钱江摩托未来业绩增长核心驱动，并将受益以下四方面因素：
- **技术**：得益于贝纳利成熟技术传承，公司在自主品牌摩托车企中动力总成最为丰富、车型谱系最为完善，QJMOTOR一经推出，即快速投放5大系列、8款车型，四缸车型赛600同级别几无竞品；
 - **品牌**：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。两者间高低搭配、互为补充；
 - **车系**：仿赛车企此前为贝纳利短板，赛600填补市场空白，2021年预计将有多款仿赛车型上市，其中赛250、赛350备受期待，排量段有望覆盖250-650cc，进一步挖掘新兴年轻消费群体需求；
 - **渠道**：1) 贝纳利渠道多家合资公司变更为办事处，由公司直管并切换为直供模式；2) QJMOTOR渠道重新招商，一级经销商招募条件对标进口摩托车品牌，2021年全国范围内一级经销商有望增加至100家以上，充分挖掘潜在市场。



目录

- 历史沿革：从国企到民企 治理结构持续改善
- 摩托行业：中大排量需求快速增长 未来十年CAGR 20%以上
- 摩托主业：聚焦中大排量 QJMOTOR蓄势待发产品周期开启
- **非摩业务：收缩非摩业务 锂电重整拖累因素逐步消除**
- 投资建议

H 钱江集团 | 改制后转向非摩托车业务 与上市公司划清关系

- 2004年企业改制后实现摩托车主业与其他产业分离，改制后的钱江集团转向非摩托车业务，目前包括园林通用机械、发动机、环保新材料、VOC工业废气治理成套设备、**高端智能锂电**自行车等出行工具、减震器相关汽车零部件、户外运动娱乐车辆等板块；
- 2005年，钱江集团由国有独资企业变更为民营企业。目前股东为上海上江实业（70%）和温岭天江投资（30%），股权穿透后均为**自然人**股东控制，目前管理层多为原钱江摩托管理层。

图：钱江集团主要产品

发电机



发动机



园林机械



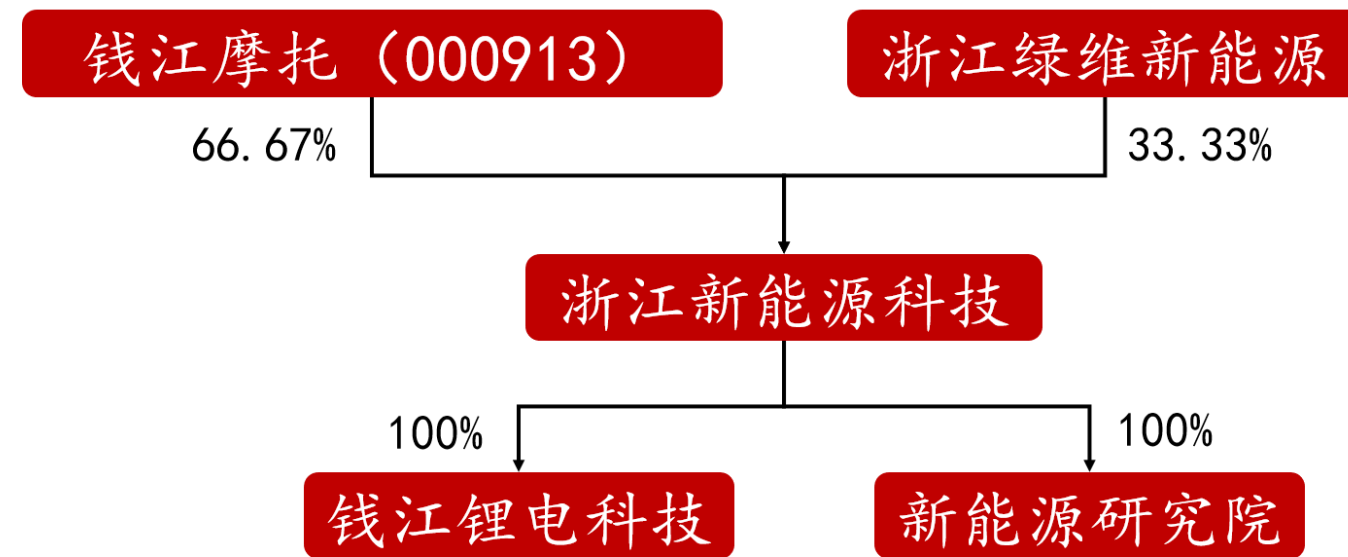
电踏车



资料来源：钱江集团官网，华西证券研究所

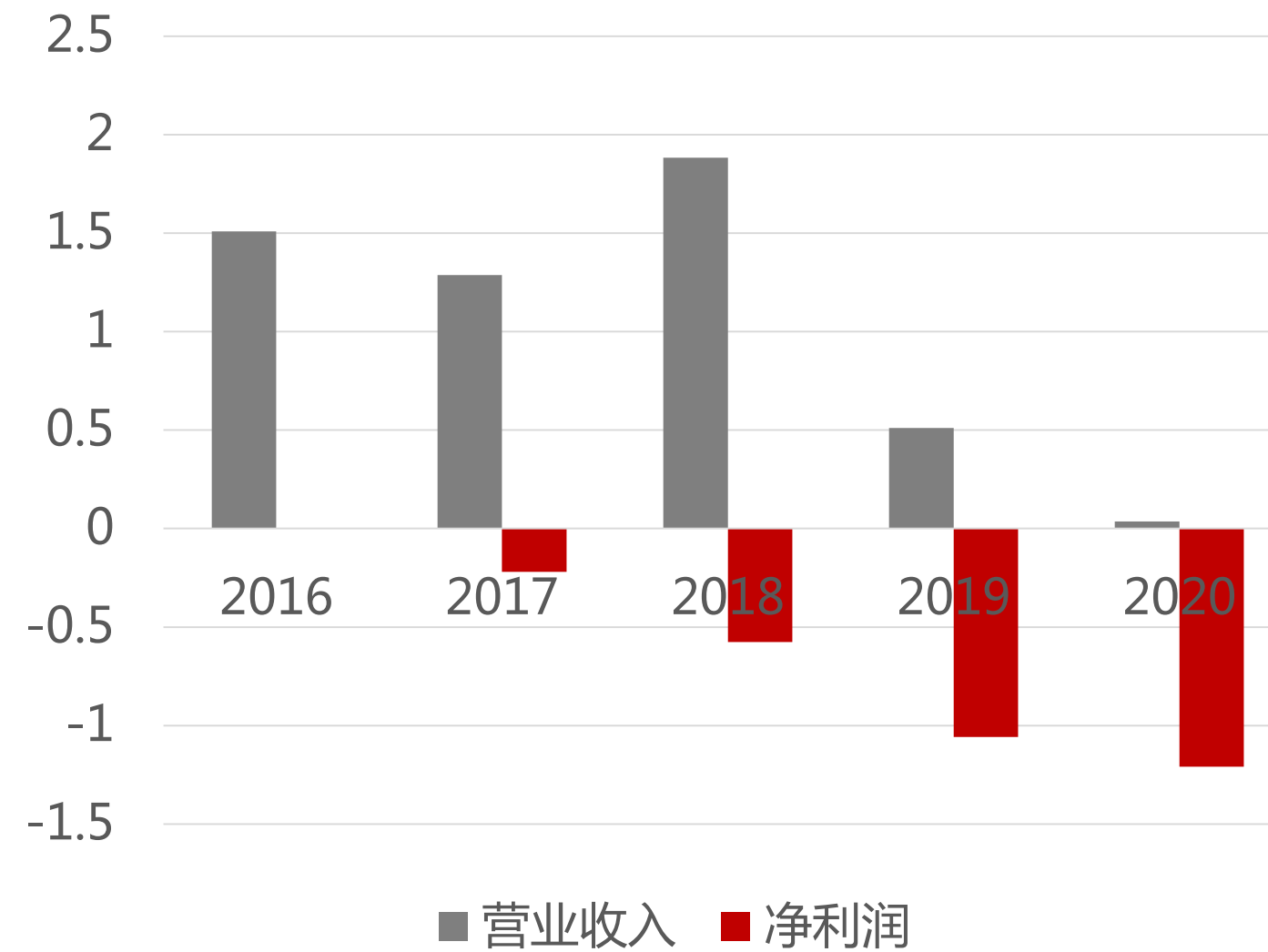
H 锂电业务 | 锂电产线已经停产 2021Q1取消并表后续拖累有限

图：锂电业务股权结构



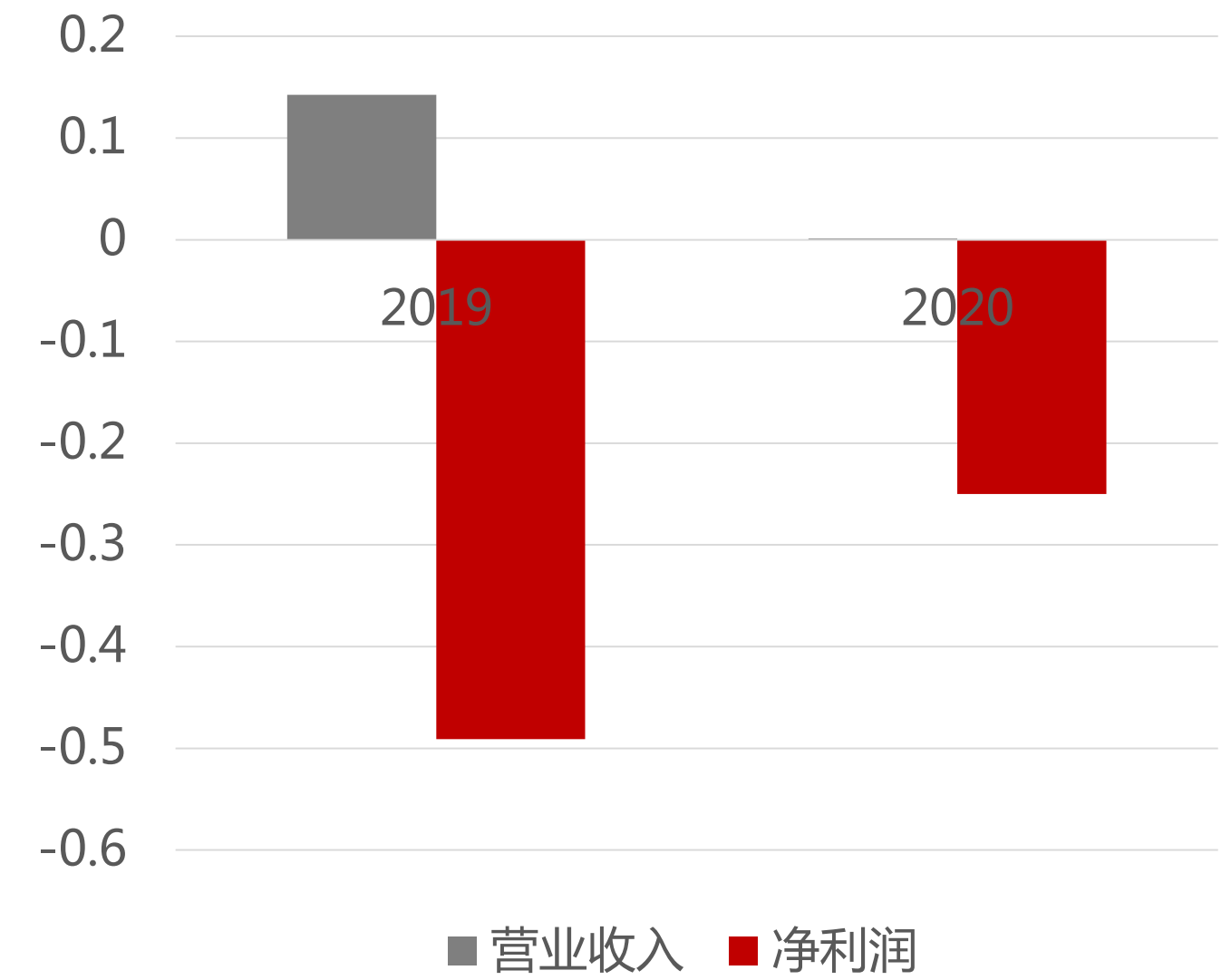
资料来源：Wind，华西证券研究所

图：钱江锂电科技经营业绩（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：新能源研究院经营业绩（亿元）

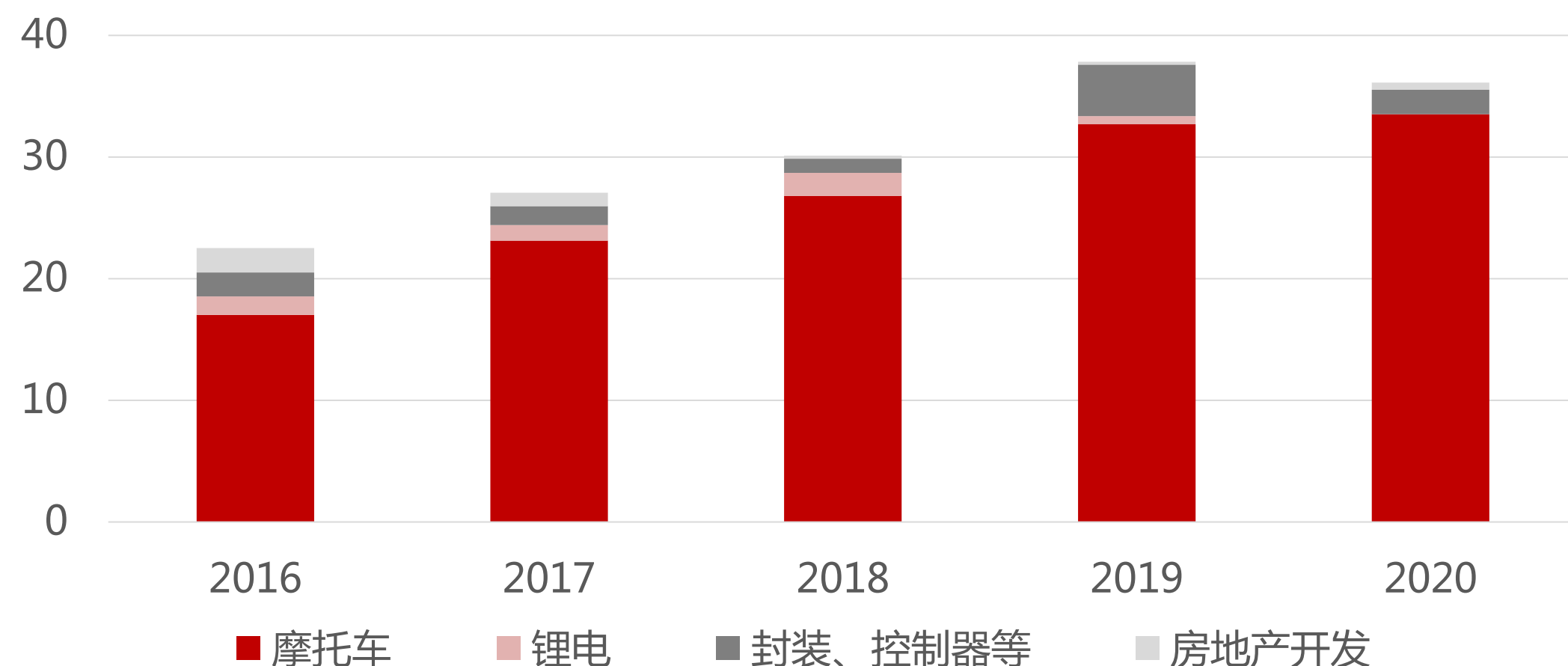


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 锂电业务曾是公司最重要的非摩托车业务，有两个经营主体，一直处于亏损状态，且亏损幅度逐年扩大：1）锂电科技：2018年亏0.58亿，2019年亏1.06亿（其中信用减值0.57亿），2020年亏1.21亿；2）新能源研究院：2019年亏损0.49亿（停业退还政府补助，利润减少5,828万），2020年亏0.25亿；
- 公司锂电主要客户为烟台舒驰客车及吉利大巴项目，2018年舒驰大额应收账款逾期，公司提起诉讼，此后锂电业务基本处于停滞状态；2019年舒驰提起反诉；
- 2021年1月，格远电子及辽源鸿图以钱江锂电不能清偿到期债务且资产不足以清偿全部债务为由，分别向温岭市人民法院申请对钱江锂电进行破产清算及重整，1月底被法院裁定重整，2021Q1取消并表，应收款还原约1.01亿元（对应资产负债表：其他应收款），未来将视重整进度进行计提，但拖累程度有限，影响逐步消除。

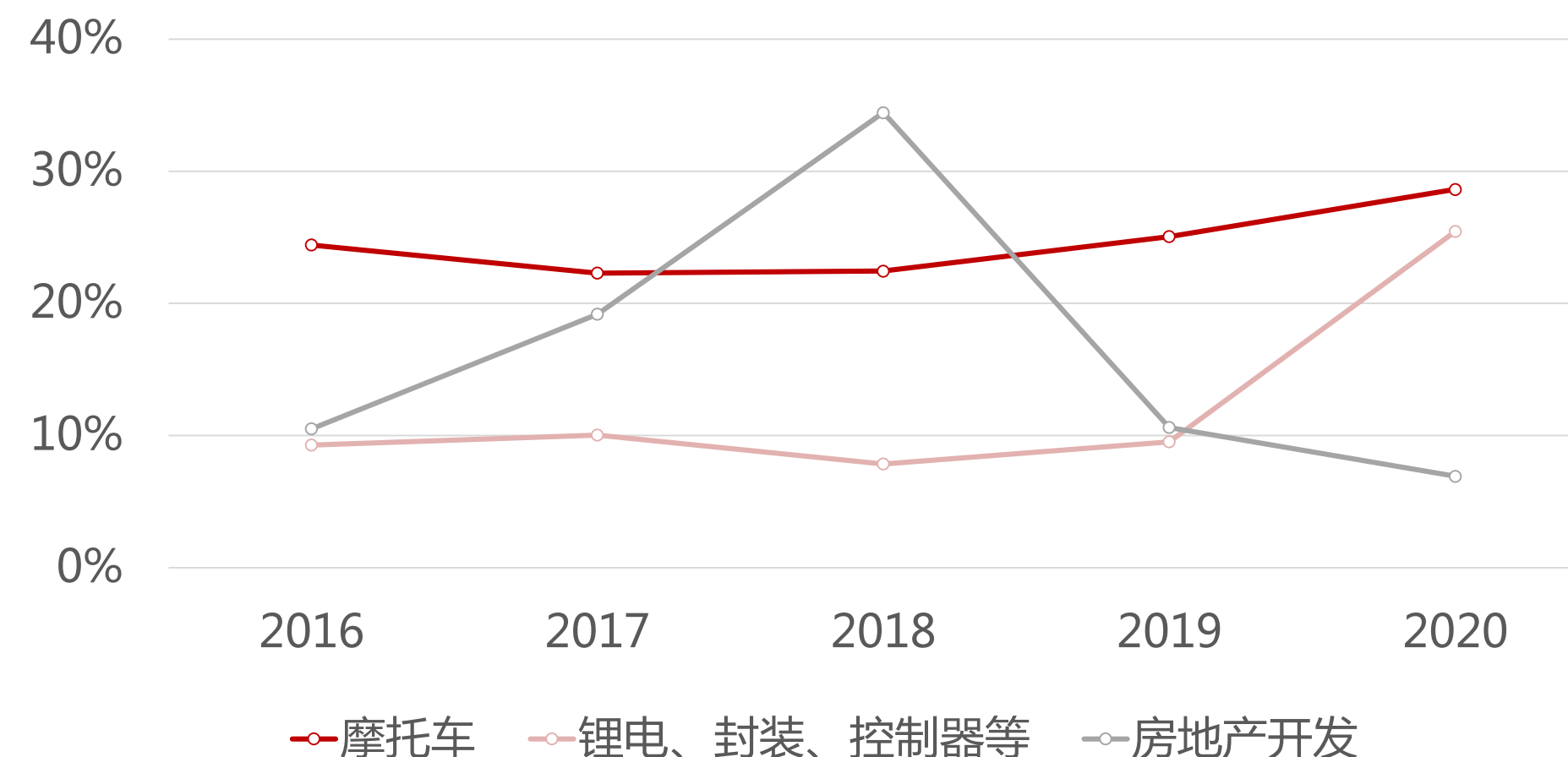
H 其他非主业 | 封装微利 电控拖累很小 房地产项目已竣工

图：公司各主营业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所
注：锂电营收为锂电科技+新能源研究院

图：公司各主营业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表：房地产项目开发情况

项目名称	开工时间	竣工时间	预计总投资
都江堰房地产开发项目	2018年9月	2019年12月	3885.26万元

资料来源：公司公告，华西证券研究所

- **半导体封装**：2018年营收1.04亿元，税前利润860万元；2019年营收增速较快，略有利润贡献；2020年营收下滑幅度较大；
- **电控**：2018年营收1,570万元，税前亏损108万元；主要产品为新能源汽车电机、水泵控制器，业务体量较小；
- **房地产**：为银通置业开发的都江堰项目，已于2019年12月竣工，销售基本结束；
- 吉利要求公司聚焦摩托车主业，**半导体封装、电控业务不再投入，房地产业务全面终结。**



目录

- 历史沿革：从国企到民企 治理结构持续改善
- 摩托行业：中大排量需求快速增长 未来十年CAGR 20%以上
- 摩托主业：聚焦中大排量 QJMOTOR蓄势待发产品周期开启
- 非摩业务：收缩非摩业务 锂电重整拖累因素逐步消除
- **投资建议**

盈利预测 | QJMOTOR新品牌发力 中大排贡献增量

表：钱江摩托营收预测（亿元）

业务	项目	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
整体	营业收入	30.89	37.85	36.12	47.30	59.81	74.27
	YoY		22.5%	-4.5%	30.9%	26.4%	24.2%
	毛利率	21.3%	23.0%	28.1%	26.2%	28.4%	28.6%
摩托车整车及配件	营业收入	26.83	32.72	33.53	44.90	58.69	73.49
	YoY		21.9%	2.5%	33.9%	30.7%	25.2%
	毛利率	22.5%	25.1%	28.6%	26.7%	28.5%	28.7%
房地产开发	营业收入	0.26	0.25	0.59	0.79	--	--
	YoY		-3.1%	138.9%	34.5%	--	--
锂电业务	营业收入	1.88	0.65	0.00	--	--	--
	YoY		-65.3%	-99.6%	--	--	--
	毛利率	7.9%	9.5%	--	--	--	--
封装、控制器业务	营业收入	1.17	4.23	2.01	1.60	1.12	0.79
	YoY		263.3%	-52.6%	-20.0%	-30.0%	-30.0%
	毛利率	7.9%	9.5%	25.5%	23.8%	25.5%	25.5%

资料来源：Wind，华西证券研究所

► 未来公司中大排量摩托车新品牌、新车系、新车型有望持续发力，对公司未来经营作如下预测：

□ **摩托车整车及配件业务**：受益中大排量摩托车行业扩容及QJMOTOR新品牌发力，营收高速增长，预计2021-2023年营收同比增速分别30.9%/26.4%/24.2%，毛利率方面，2021年受原材料价格上涨影响短期承压，预计2021H2逐步恢复，预计2021-2023年摩托车业务毛利率分别26.7%/28.5%/28.7%；

□ **其他业务**：吉利接手后要求公司聚焦摩托车主业：1) 锂电终止，2021Q1已无收入；2) 房产终止，2021Q2有望确认上海房产处置收入；3) 封装、电控不再投入，但短期不会剥离，营收预计呈逐年递减趋势。

H 投资建议 | QJMOTOR蓄势待发 业务与治理全面改善

➤ 公司经国企到民企转变，业务与治理全面改善，推出新品牌QJMOTOR聚焦中大排量摩托车，顺应消费升级趋势：

□ 行业趋势向好：中大排量摩托车消费快速兴起，销量仍有巨大提升空间。我国250cc以上中大排量摩托车销量快速增长，2019年内销（含进口）约14万辆，人均消费量1辆/万人，仅为发达国家1/8左右，未来十年销量CAGR有望达到20%以上；

□ 治理结构改善：从国企到民企，2016年温岭国资将30%股权转让给吉利。吉利目前占4/6董事席位，派驻质量和销售副总，同时调整中层、基层领导，公司治理结构持续改善；

□ 聚焦摩托主业：聚焦中大排量，新品牌新车系新渠道。公司2005年收购贝纳利后开启中大排量摩托车业务，在自主品牌中动力总成、车型谱系最为完善，同时公司锐意进取积极求变：1) 新品牌：2020年5月推出全新国潮品牌QJMOTOR，2021年预计销量4万台以上，贡献核心增量；2) 新车系：自主首款600cc四缸仿赛上市，赛350爆款潜质充分；3) 新渠道：贝纳利试点直供，解决历史遗留问题；QJMOTOR渠道重新招商，增强公司掌控能力；

□ 收缩其他业务：锂电拖累逐步消除，封装电控不再投入。1) 锂电：现已停产，2021Q1被法院裁定重整取消并表；2) 房地产：2019年竣工，销售完成后终止；3) 半导体封装、电控不再投入资源；

➤ 投资建议：调整盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润由5.07/6.88/8.99亿元调整为4.01/6.27/8.23亿元，对应EPS由1.12/1.52/1.98元调整为0.89/1.38/1.82元，当前股价对应PE为22/14/11倍。考虑行业成长性明确、公司QJMOTOR新品牌发力、治理结构改善、非主业拖累因素消除，参照可比公司，给予公司2022年25倍PE估值，目标价由38.0元调整为34.5元，维持“买入”评级。

表：盈利预测

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,785	3,612	4,730	5,981	7,427
YoY (%)	22.5%	-4.5%	30.9%	26.4%	24.2%
归母净利润(百万元)	228	240	401	627	823
YoY (%)	259.8%	5.1%	67.6%	56.1%	31.4%
毛利率 (%)	23.0%	28.1%	26.2%	28.4%	28.6%
每股收益 (元)	0.50	0.53	0.89	1.38	1.82
ROE	8.4%	8.7%	12.4%	16.9%	19.0%
市盈率	37.90	36.07	21.52	13.79	10.50

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：收盘价截至2021.05.28

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。

附录 | 三张表及主要财务比率

财务报表和主要财务比率									
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,612	4,730	5,981	7,427	净利润	197	319	614	807
YoY (%)	-4.5%	30.9%	26.4%	24.2%	折旧和摊销	94	80	79	79
营业成本	2,597	3,491	4,280	5,299	营运资金变动	167	-37	183	12
营业税金及附加	179	224	281	342	经营活动现金流	503	337	859	874
销售费用	116	151	173	208	资本开支	-102	-126	-126	-126
管理费用	181	218	269	327	投资	148	0	0	0
财务费用	41	-39	-52	-68	投资活动现金流	65	89	-97	-89
资产减值损失	-92	-192	-15	-15	股权募资	5	0	0	0
投资收益	-19	234	30	37	债务募资	100	0	0	0
营业利润	302	409	817	1,074	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	296	562	524
利润总额	279	411	819	1,076	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	82	93	205	269	成长能力 (%)				
净利润	197	319	614	807	营业收入增长率	-4.5%	30.9%	26.4%	24.2%
归属于母公司净利润	240	401	627	823	净利润增长率	5.1%	67.6%	56.1%	31.4%
YoY (%)	5.1%	67.6%	56.1%	31.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.53	0.89	1.38	1.82	毛利率	28.1%	26.2%	28.4%	28.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	5.4%	6.7%	10.3%	10.9%
货币资金	1,145	1,441	2,003	2,527	总资产收益率ROA	5.2%	7.2%	9.5%	10.5%
预付款项	115	155	190	235	净资产收益率ROE	8.7%	12.4%	16.9%	19.0%
存货	927	1,246	1,527	1,891	偿债能力 (%)				
其他流动资产	914	1,158	1,164	1,395	流动比率	1.72	1.68	1.68	1.69
流动资产合计	3,101	4,000	4,884	6,049	速动比率	1.14	1.09	1.09	1.10
长期股权投资	289	289	289	289	现金比率	0.64	0.60	0.69	0.71
固定资产	741	704	682	674	资产负债率	41.9%	45.0%	46.1%	47.2%
无形资产	123	167	208	248	经营效率 (%)				
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	0.91	0.94
资产合计	4,623	5,607	6,589	7,864	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.53	0.89	1.38	1.82
应付账款及票据	1,271	1,708	2,094	2,593	每股净资产	6.05	7.12	8.17	9.55
其他流动负债	530	674	808	977	每股经营现金流	1.11	0.74	1.89	1.93
流动负债合计	1,801	2,383	2,902	3,570	每股股利	0.00	0.29	0.44	0.57
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	138	138	138	138	PE	36.07	21.52	13.79	10.50
非流动负债合计	138	138	138	138	PB	4.23	2.67	2.33	2.00
负债合计	1,939	2,521	3,040	3,708					
股本	454	454	454	454					
少数股东权益	-62	-145	-157	-173					
股东权益合计	2,684	3,086	3,549	4,156					
负债和股东权益合计	4,623	5,607	6,589	7,864					

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师与团队简介

崔琰/首席分析师

经济学硕士，10年证券从业研究经验，曾任天风证券、国金证券、民生证券汽车行业首席分析师等，获2020年汽车行业最佳分析师水晶球公募组第五名，WIND第一名；2017年新财富入围，水晶球第三名，金翼奖第四名，WIND第一名；2016年水晶球第一名，2014年新财富入围。专注于汽车四化（电动化、智能化、网联化、共享化）研究，在行业变革中深挖投资机会。

郑青青/吴迪/王旭冉

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>

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。

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。

THANK YOU

