

春风动力(603129)

17 亿定增完成；中美经贸缓和、公司盈利有望改善
——春风动力点评报告

□ 17 亿定增顺利发行完成，公司产能未来将进一步释放

2021年9月30日公司公布非公开发行股票发行情况报告书：

1) 公司17亿定增发行项目顺利完成，此次非公开发行股票的发行价格为110元/股，发行股份数量1570.01万股，募集资金总额17.27亿元。认购对象包括：富国基金、工银瑞信基金、财通基金、大家资产、中信证券等14位机构。

2) 预计公司定增完成后，本次扩产和改造项目将新增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。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。

□ 中美高层瑞士会晤释放积极信号；公司盈利能力预计边际改善

1) 中美高层瑞士会晤积极信号明显，中美关系边际进一步改善。10月6日，中共中央政治局委员杨洁篪同美国总统国家安全事务助理沙利文在瑞士举行会晤。会议积极信号明显。双方原则上同意在年底前举行领导人线上会议。预计习拜会有望在年底举行会晤，中美关系边际趋于缓和。

2) 美国为公司重要海外市场，如果中美经贸趋向缓和，公司盈利能力有望边际改善。公司2021上半年受关税、原材料和运费涨价、人民币汇率升值等不利因素影响，毛利率和净利率分别同比下降11pct和3.6pct。下半年随着新产品逐渐交付、原材料和运费价格趋稳和回落，以及中美贸易摩擦边际缓和，我们预计Q2毛利率和净利率基本见底，盈利能力有望触底反弹。

□ 预计2025年四轮车市占率和250ml+二轮车渗透率分别提升至18%和10%

全球四轮车2020年销量116万台，预计2025年可达141万台，CAGR为4%；国内250ml+二轮车过去5年销量CAGR为40%，2020年销量为20万台，预计到2025年达到110万台，CAGR为35%；随着新产品推出和销售网络完善，公司四轮车市占率将从2020年6%上升至2025年18%，250ml+二轮车渗透率有望从2020年2%提升到2025年的10%左右。

□ 盈利预测及估值：未来三年净利润CAGR为40%，维持“买入”评级

预计2021-2023年归母净利润为5.2/7.7/10.0亿元，同比增43%/48%/30%，PE为31/21/16倍。2021~2023年净利润CAGR为40%。基于公司四轮车和两轮车市占率逐步提升、对消费者深度理解并且擅长打造爆款车型的基因，维持买入评级。

风险提示：海外开拓不达预期；国内竞争加剧；原材料、海运费、汇率波动风险

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	4526	7261	9699	12222
(+/-)	40%	60%	34%	26%
归母净利润	365	522	771	998
(+/-)	55%	43%	48%	30%
每股收益(元)	2.7	3.9	5.7	7.4
P/E	45	31	21	16
ROE	28%	30%	33%	32%
PB	11	8	6	5

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥144.07

分析师：王华君

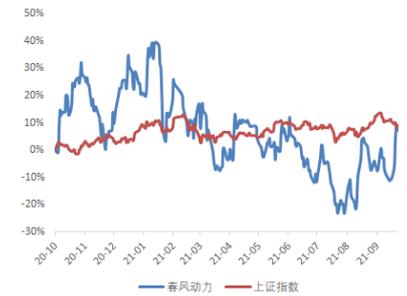
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李锋

执业证书号：S1230517080001
lifengl@stocke.com.cn

联系人：何家恺

hejiakai@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
- 3 《【春风动力】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》2021.3.16
- 4 《【春风动力】业绩符合预期，2021年Q1收入同比增长1.5倍--春风动力点评报告》2021.4.12
- 5 《【春风动力】【春风动力】美国进口关税预期边际改善；定增扩产布局长期产能--春风动力点评报告》2021.8.10

附录一：公司定增项目规划及认购情况

募集资金规划：公司募集资金 17.3 亿元，规划其中 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。预计本次定增扩产和改造项目将新增 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。

定增认购情况：本次发行对象最终确定为 14 名，主要参与机构包括：富国基金、工银瑞信基金、财通基金、大家资产、中信证券、济南江山投资等。上述前六大认购机构获配金额分别为 4.93、3.39、1.76、0.99、0.99、0.99 亿元，合计获配 13.08 亿元。

表 1：定增认购及获配情况

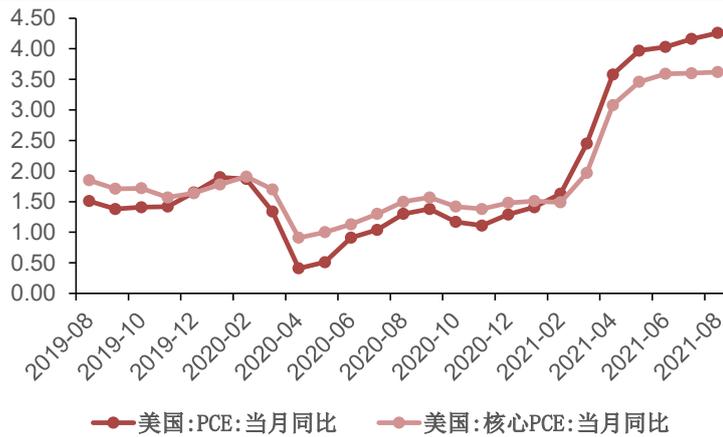
序号	认购对象名称	获配价格（元/股）	获配股数（股）	获配金额（元）
1	富国基金	110	4,481,818	492,999,980
2	工银瑞信基金	110	3,081,818	338,999,980
3	财通基金	110	1,600,000	176,000,000
4	大家资产-盛世精选 2 号	110	909,090	99,999,900
5	中信证券	110	909,090	99,999,900
6	济南江山投资	110	909,090	99,999,900
7	国泰君安	110	654,545	71,999,950
8	申万宏源	110	636,363	69,999,930
9	睿远基金	110	636,363	69,999,930
10	国海创新资本	110	454,545	49,999,950
11	光大永明资产	110	454,545	49,999,950
12	诺德基金	110	454,545	49,999,950
13	中金期货	110	454,545	49,999,950
14	上投摩根基金	110	63,717	7,008,870
合计			15,700,074	1,727,008,140

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

附录二：美国通胀预期持续升温，期待对华商品关税调整

美国通胀预期持续升温，静待对华商品关税调整。根据美国国家经济分析局的最新数据显示，美国 8 月能源价格暴涨 24.9%，当月 PCE（通胀率）为 4.3%。8 月除去食品和能源价格的核心 PCE 依然高达 3.6%，远高于美联储 2% 的通胀目标。我们认为美国在当前如此高通胀率的情况下，已经无力继续维持对华贸易战。美国在疫情期间继续对我国出口商品课征高额关税，最终只能让美国消费者买单，进一步助推美国国内通胀水平。参考近日来美国政府高级官员释放的多重政策信号（10 月 6 日中美瑞士会晤；年底中美首脑线上会晤；美国商务部长雷蒙多希望带领代表团访华），预计等待本月拜登处理完两党关于提高美债债务上线的争执之后，将重点开启中美贸易问题的进一步对话。我们认为届时对华商品关税有望迎来调整。

图 1：2021 年 8 月美国核心 PCE 同比+3.62%，远超美联储 2%的政策目标



资料来源：Wind、浙商证券研究所

附录三：公司中报主要业务与财务数据变化

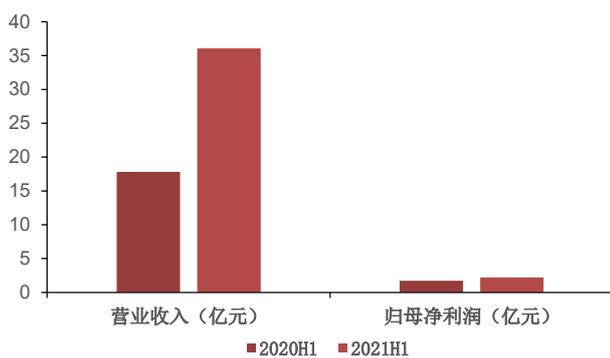
H1 整体经营情况：2021 年上半年实现收入 36 亿元，同比增长 102%。实现净利润 2.2 亿元，同比增长 27%，符合预期。上半年合同负债、预付款和存货分别同比增长 78%、170%和 106%，预计下半年收入端仍将维持高增长。

Q2 单季度经营情况：2021 年 Q2 单季度实现收入 20.5 亿元，同比增长 76%，环比增长 31%；实现净利润 1.3 亿元，同比增长 8%，环比增长 31%。Q2 单季度毛利率 22.5%，环比持平，同比下滑 11pct；净利率 5.9%，环比持平，同比下滑 3.9pct。随着下半年新产品逐渐交付、原材料和运费价格趋稳和回落，我们预计 Q2 毛利率和净利率基本见底。

四轮车：上半年销售 6.8 万辆，实现收入 22.3 亿元，同比增长 159%，其中海外销售 6.7 万辆；海外积极拓展渠道，零售网点超 3,000 家，美国市场份额继续提升，欧洲市场市占率蝉联第一，全地形车出口稳居国产品牌出口额第一。

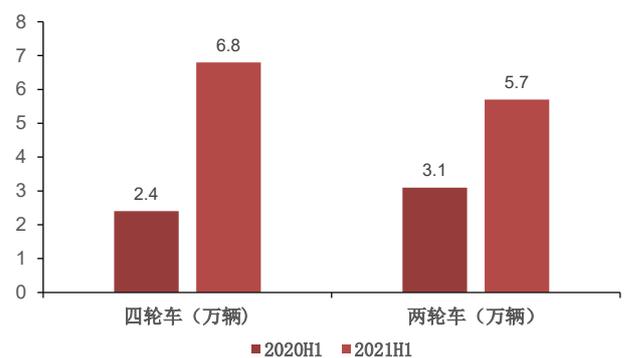
两轮车：上半年销售 5.7 万辆，实现收入 10.5 亿元，同比增长 39%。受益爆款车型 250SR 持续强势及中大排量摩托车市场扩容，国内两轮车销售 4.9 万辆。上半年国内新增经销商 100 家，250SR 赛道版、700CL-X 运动版、800MT（首批 8 月底交付）等新车型纷纷亮相，CF1250 首款公升级车型即将量产。

图 2：2021H1 营业收入同比+102%，归母净利润同比+27%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 3：上半年四轮车销售量同比+183%，两轮车同比+84%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3142	4502	6094	7937
现金	1259	2203	3078	4109
交易性金融资产	505	237	315	352
应收账款	342	551	740	917
其它应收款	18	32	39	51
预付账款	28	75	88	106
存货	913	1225	1700	2271
其他	77	180	133	130
非流动资产	1059	1201	1678	2229
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3	1	1	2
固定资产	366	419	704	1101
无形资产	140	151	155	155
在建工程	191	313	490	632
其他	360	317	328	339
资产总计	4201	5703	7771	10166
流动负债	2615	3657	5057	6555
短期借款	30	10	13	18
应付款项	2306	3212	4501	5891
预收账款	0	133	143	135
其他	279	302	399	511
非流动负债	70	45	53	56
长期借款	0	0	0	0
其他	70	45	53	56
负债合计	2685	3701	5110	6611
少数股东权益	21	10	(3)	(18)
归属母公司股东权益	1495	1991	2665	3573
负债和股东权益	4201	5703	7771	10166
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	774	903	1513	1711
净利润	354	512	757	984
折旧摊销	52	39	53	77
财务费用	65	(5)	(15)	(23)
投资损失	(38)	(38)	(38)	(38)
营运资金变动	1192	675	1266	1297
其它	(851)	(280)	(511)	(587)
投资活动现金流	(393)	83	(559)	(616)
资本支出	(138)	(200)	(500)	(600)
长期投资	(3)	2	(0)	(0)
其他	(251)	281	(59)	(16)
筹资活动现金流	(2)	(41)	(79)	(62)
短期借款	30	(20)	3	4
长期借款	0	0	0	0
其他	(32)	(22)	(82)	(67)
现金净增加额	379	945	874	1032

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4526	7261	9699	12222
营业成本	3199	5412	7216	9119
营业税金及附加	88	151	207	251
营业费用	392	581	708	831
管理费用	208	312	407	464
研发费用	236	327	436	550
财务费用	65	(5)	(15)	(23)
资产减值损失	10	(0)	(20)	0
公允价值变动损益	5	5	5	5
投资净收益	38	38	38	38
其他经营收益	23	17	21	20
营业利润	394	544	823	1093
营业外收支	(3)	1	0	(0)
利润总额	391	545	823	1093
所得税	38	33	66	109
净利润	354	512	757	984
少数股东损益	(11)	(10)	(14)	(15)
归属母公司净利润	365	522	771	998
EBITDA	425	558	837	1117
EPS (最新摊薄)	2.7	3.9	5.7	7.4
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	39.6%	60.4%	33.6%	26.0%
营业利润	71.6%	37.9%	51.4%	32.9%
归属母公司净利润	54.8%	43.1%	47.6%	29.5%
获利能力				
毛利率	29.3%	25.5%	25.6%	25.4%
净利率	7.8%	7.1%	7.8%	8.0%
ROE	28.2%	29.7%	33.1%	32.1%
ROIC	22.2%	24.4%	26.9%	26.1%
偿债能力				
资产负债率	63.9%	64.9%	65.8%	65.0%
净负债比率	1.12%	0.28%	0.26%	0.27%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.5	1.4	1.4
应收帐款周转率	14.3	16.4	15.5	15.4
应付帐款周转率	3.5	3.9	3.7	3.5
每股指标(元)				
每股收益	2.7	3.9	5.7	7.4
每股经营现金	5.8	6.7	11.3	12.7
每股净资产	11.1	14.8	19.8	26.6
估值比率				
P/E	45	31	21	16
P/B	11	8	6	5
EV/EBITDA	51	25	15	11

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>