

Q3 业绩符合预期 四轮出口持续高增

春风动力(603129)

事件概述

公司发布 2021 年三季报：2021Q1-Q3 实现营收 56.88 亿元，同比增长 80.8%，归母净利润 3.20 亿元，同比增长 7.9%，扣非归母净利润 2.96 亿元，同比增长 9.6%；其中 2021Q3 实现营收 20.81 亿元，同比增长 52.5%，归母净利润 0.99 亿元，同比下降 19.3%，扣非归母净利润 0.88 亿元，同比下降 14.2%。

同期公司发布 2021 年股票期权激励计划（草案）及 2022-2024 年员工持股计划（草案）。

分析判断：

► Q3 收入延续高增 关税海运短期扰动

营收端，公司 2021Q1-Q3 实现营收 56.88 亿元，同比增长 80.8%，主要得益中大排量摩托车高速增长及四轮全地形车出口爆发，据中汽协数据，2021 前三季度公司 250cc 及以上中大排量摩托车实现销售 6.33 万辆，同比+20.8%；四轮全地形车出口 11.11 万辆，同比+137.1%。其中 2021Q3 实现营收 20.81 亿元，同比增长 52.5%，环比增长 1.7%。

利润端，2021Q3 主营业务毛利率 22.1%，同比-10.2pct，主因会计收入准则调整，运费及关税调整至营业成本，环比-0.4pct，我们判断主要受 Q3 海运费上涨影响。2021Q3 公司实现归母净利 0.99 亿元，同比下降 19.3%，环比下降 21.2%，同环比下滑主因两方面因素：1) 出口美国 ATV 车型关税豁免到期，2021 年 1 月起被重新加征 25%关税；2) 2020 年下半年至今海运费持续上涨，总体看 Q3 利润表现基本符合预期，面对扰动因素公司展现出较强经营能力。

费用端，2021Q3 公司销售、管理、研发、财务费率分别 7.1%/3.3%/5.1%/-0.7%，同比分别-5.1%/-0.2%/+1.0%/-1.9pct，环比-0.4%/+0.2%/+1.2%/-1.5pct，销售费率同比大幅下降主因会计准则调整。

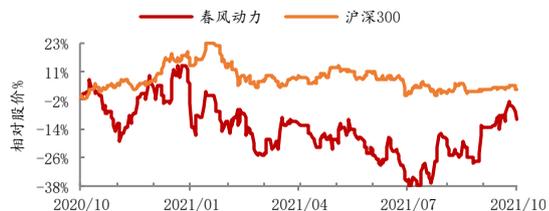
► 发布员工激励计划 保障公司中长期发展

同期公司发布 2021 年股票期权激励计划（草案）及 2022-2024 年员工持股计划（草案）：

1) 2021 年股票期权激励：拟授予 756 名激励对象（核心管理人员及核心技术（业务）人员）股票期权 253.20 万份，每份对应 1 股 A 股普通股，占公告日公司股本总额 1.69%，行权价格 121.09 元/股，相较现价 150.59 元折价 19.6%。股票期权在授权日起满 12 个月后分三期行权，每期行权比例各 30%、30%、40%；

评级及分析师信息

| | |
|--------------|-------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 买入 |
| 目标价格： | 203.00 |
| 最新收盘价： | 150.59 |
| 股票代码： | 603129 |
| 52 周最高价/最低价： | 195.3/101.8 |
| 总市值(亿) | 226.00 |
| 自由流通市值(亿) | 202.36 |
| 自由流通股数(百万) | 134.38 |



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

相关研究

1. 【华西汽车】春风动力(603129) 2021 半年报点评：Q2 收入延续高增 极致经营抵御短期扰动
2021.08.20
2. 【华西汽车】春风动力(603129) 事件点评：800MT 正式上市 快乐春风再度启航
2021.05.31
3. 【华西汽车】春风动力(603129) 2020 年报点评：Q1 业绩超预期 春风引擎再度开启
2021.04.13

2) 2022-2024 年员工持股计划：对象范围为公司或子公司任职的对公司整体业绩和发展具有重要作用的公司核心管理人员，预计总人数不超过 29 人，各期员工持股计划具体参与对象名单及其分配比例由公司董事会确定，资金来源为公司提取的奖励基金，当期奖励基金计提额度=（考核年度净利润-考核前一年度净利润）*15%，奖励基金的资金规模不超过考核年度净利润的 5%。

公司层面 2021-2023 年业绩考核要求：1) 2021 年营收不低于 70.15 亿元；2) 2021-2022 年累计营收不低于 152.93 亿元；3) 2021-2023 年累计营收不低于 250.61 亿元。以前一年最低营收测算，对应 2021-2023 年营收分别 70.15/82.78/97.68 亿元，同比分别+55.0%/+18.0%/+18.0%。考虑到公司全线下摩托车、全地形车产品聚焦消费升级，成长性强、确定性高，预计考核要求后续大概率达到。截至 2020 年底，公司在职工合计 1,912 人，激励计划覆盖范围达 40%，有助于公司吸引和留住优秀人才，充分调动公司中层管理人员及核心骨干人员积极性，保障公司中长期发展。

► 中大排摩托车引领消费升级 800MT 交付 SR-C21 亮相

摩托车销量和业绩贡献快速增长，2020 年以来公司深入挖掘增量领域，重磅车型不断催化：

1) 仿赛：首款仿赛车型 250SR 上市即成爆款，3 月新推出 250SR 赛道版，加量不加价，2021 年延续强势，10 月中旬仿赛概念车 SR-C21 亮相，排量预计至少 400cc 以上；

2) 复古街车：复古街车 700CL-X 在丰富发动机排量段的同时有效补足车型谱系短板，2021 年 9 月新增 Sport 版本；

3) 探险车：国产最大排量 ADV 车型 800MT 5 月北京摩展正式上市，配置领先、性价比优异，品控方面亦经精心打磨，有望于大排量再度打造爆款车型，首批 8 月下旬开启交付；

4) 公升级：首款国产公升级车型 CF1250 开启预售，提升 CFMOTO 品牌价值和产品售价区间；

5) 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。

► 全地形车出口龙头地位稳固 深入挖掘美国市场

公司是国内第一、全球第七大全地形车生产商，2021H1 全地形车出口额占全国出口额 69.4%，且在多个欧洲发达国家市占率排名第一。美国是全球最大的全地形车市场，近年来公司集中资源攻克美国市场，在美国设立 GFP、CFF 子公司，以差异化的模式攫取更多市场份额，疫情助推下 2021 年上半年市场份额继续提升。受此拉动，2021 年公司全地形车出口呈现爆发式增长，据中汽协数据，1-9 月公司全地形车累计出口 11.11 万辆，同比+137.1%，产销量接近产能上限。

短期来看，利润端一定程度受到国际物流成本增加、人民币兑美元汇率波动以及销往美国 ATV 车型关税增加压制。但据春风美国官网数据，10 月初公司四轮车北美售价普调 200 至 400 美元，且全系加征 250 美元海运附加费，带来较强利润弹性。

投资建议

公司中大排量摩托车业务受益于爆款车型投放及市场扩容，销量持续向上；全地形车业务深入挖潜美国市场，出口龙头地位不断强化。考虑到短期全地形车出口利润端受到关税、海运等扰动因素影响较大，但四轮出口持续超预期，下调 21 年并上调 22-23 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年营收由 76.32/92.89/105.66 亿元调整为 81.36/113.54/142.84 亿元，EPS 由 4.09/5.53/6.61 调整为 3.42/5.80/7.41 元，对应 2021 年 10 月 28 日 150.59 元/股收盘价，PE 分别 44/26/20 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 35 倍 PE 估值，目标价由 221.20 元调整为 203.00 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；外资品牌导致市场竞争加剧；海运费持续上涨。

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 | 8,136 | 11,354 | 14,284 |
| YoY (%) | 27.4% | 39.6% | 79.8% | 39.5% | 25.8% |
| 归母净利润(百万元) | 181 | 365 | 514 | 870 | 1,112 |
| YoY (%) | 50.6% | 101.5% | 40.8% | 69.3% | 27.9% |
| 毛利率 (%) | 32.2% | 29.3% | 22.4% | 23.6% | 23.7% |
| 每股收益 (元) | 1.21 | 2.43 | 3.42 | 5.80 | 7.41 |
| ROE | 17.4% | 24.4% | 13.9% | 19.2% | 19.6% |
| 市盈率 | 124.82 | 61.94 | 44.00 | 25.99 | 20.32 |

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 | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 4,526 | 8,136 | 11,354 | 14,284 | 净利润 | 354 | 506 | 887 | 1,135 |
| YoY (%) | 39.6% | 79.8% | 39.5% | 25.8% | 折旧和摊销 | 52 | 44 | 51 | 66 |
| 营业成本 | 3,199 | 6,311 | 8,680 | 10,905 | 营运资金变动 | 386 | 1,234 | 921 | 871 |
| 营业税金及附加 | 88 | 81 | 114 | 143 | 经营活动现金流 | 774 | 1,790 | 1,873 | 2,087 |
| 销售费用 | 392 | 553 | 772 | 971 | 资本开支 | -179 | -149 | -349 | -349 |
| 管理费用 | 208 | 325 | 454 | 571 | 投资 | -326 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 65 | -85 | -154 | -196 | 投资活动现金流 | -393 | -141 | -349 | -349 |
| 资产减值损失 | -11 | -15 | -15 | -15 | 股权募资 | 0 | 16 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 38 | 8 | 0 | 0 | 债务募资 | 30 | -30 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 394 | 594 | 985 | 1,260 | 筹资活动现金流 | -2 | 1,566 | -200 | -260 |
| 营业外收支 | -3 | 1 | 1 | 1 | 现金净流量 | 338 | 3,215 | 1,324 | 1,478 |
| 利润总额 | 391 | 595 | 986 | 1,261 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | 38 | 89 | 99 | 126 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 354 | 506 | 887 | 1,135 | 营业收入增长率 | 39.6% | 79.8% | 39.5% | 25.8% |
| 归属于母公司净利润 | 365 | 514 | 870 | 1,112 | 净利润增长率 | 101.5% | 40.8% | 69.3% | 27.9% |
| YoY (%) | 101.5% | 40.8% | 69.3% | 27.9% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 2.43 | 3.42 | 5.80 | 7.41 | 毛利率 | 29.3% | 22.4% | 23.6% | 23.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率 | 7.8% | 6.2% | 7.8% | 7.9% |
| 货币资金 | 1,259 | 4,474 | 5,798 | 7,276 | 总资产收益率 ROA | 8.7% | 5.8% | 7.5% | 7.6% |
| 预付款项 | 28 | 56 | 77 | 97 | 净资产收益率 ROE | 24.4% | 13.9% | 19.2% | 19.6% |
| 存货 | 913 | 1,801 | 2,477 | 3,112 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 943 | 1,284 | 1,562 | 1,814 | 流动比率 | 1.20 | 1.50 | 1.42 | 1.40 |
| 流动资产合计 | 3,142 | 7,615 | 9,913 | 12,298 | 速动比率 | 0.84 | 1.13 | 1.05 | 1.03 |
| 长期股权投资 | 3 | 3 | 3 | 3 | 现金比率 | 0.48 | 0.88 | 0.83 | 0.83 |
| 固定资产 | 366 | 417 | 552 | 764 | 资产负债率 | 63.9% | 58.2% | 60.7% | 60.8% |
| 无形资产 | 140 | 183 | 224 | 262 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 1,059 | 1,253 | 1,729 | 2,280 | 总资产周转率 | 1.08 | 0.92 | 0.98 | 0.98 |
| 资产合计 | 4,201 | 8,868 | 11,643 | 14,579 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 30 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 2.43 | 3.42 | 5.80 | 7.41 |
| 应付账款及票据 | 2,306 | 4,550 | 6,258 | 7,862 | 每股净资产 | 9.96 | 24.61 | 30.25 | 37.71 |
| 其他流动负债 | 279 | 541 | 743 | 933 | 每股经营现金流 | 5.16 | 11.93 | 12.48 | 13.90 |
| 流动负债合计 | 2,615 | 5,091 | 7,001 | 8,795 | 每股股利 | 0.00 | 0.87 | 1.33 | 1.73 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 70 | 70 | 70 | 70 | PE | 61.94 | 44.00 | 25.99 | 20.32 |
| 非流动负债合计 | 70 | 70 | 70 | 70 | PB | 17.48 | 6.12 | 4.98 | 3.99 |
| 负债合计 | 2,685 | 5,161 | 7,071 | 8,865 | | | | | |
| 股本 | 134 | 150 | 150 | 150 | | | | | |
| 少数股东权益 | 21 | 13 | 31 | 53 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,516 | 3,707 | 4,571 | 5,714 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 4,201 | 8,868 | 11,643 | 14,579 | | | | | |

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。