

22Q2 业绩超预期 量价齐升+利润兑现

春风动力(603129)系列点评之十七

事件概述

公司发布 2022 年半年报：2022H1 实现营收 49.0 亿元，同比+36.0%，归母净利 3.1 亿元，同比+38.3%，扣非归母净利 3.3 亿元，同比+61.3%。其中 2022Q2 实现营收 26.4 亿元，同比+29.1%，环比+16.8%，归母净利 2.0 亿元，同比+59.7%，环比+90.5%，扣非归母净利 2.5 亿元，同比+109.7%，环比+189.5%。

分析判断：

► 22Q2 业绩超预期 量价齐升+利润兑现

营收端：量价齐升共促收入增长，22Q2 营收超预期。2022H1 公司中大排量摩托车及全地形车收入同比分别实现 38.4%、31.7%增长，高于销量增速的 13.5%和 17.0%，ASP 同比均提升 0.4 万元，产品结构升级明显，除汇率受益外，预计主因：1) 四轮车高附加值 U/Z 系列占比提升；2) 两轮中大排向更大排量升级。拆分季度看，2022Q2 实现营收 26.4 亿元，同比+29.1%，环比+16.8%，考虑到 2022Q2 疫情供给影响公司约 1 个月销量，超出此前预期。

利润端：扰动因素明显好转，利润兑现。2021 年公司同步受到关税加征、海运费及原材料价格上涨、人民币对美元升值等多重因素影响，致 2021 年公司利润未充分释放，利润增速低于营收增速约 61pct。2022Q2 起扰动因素明显好转，公司利润充分释放，其中：1) 毛利率 2022Q2 提升至 23.2%，同比+0.7pct，环比+3.6pct；2) 扣非归母净利率 2022Q2 提升至 9.4%，同比+3.6pct，环比+5.6pct。我们预计 2022Q2 利润率的明显好转除产品结构优化外，主要受益于：

- 1) 汇率提升：5 月中旬起美元兑人民币汇率维持 6.7-6.8，公司出口业务多以美元结算；
- 2) 海运费下降：2 月中旬起海运费呈现回落趋势；
- 3) 终端提价：2021H2 至今公司针对北美四轮车型已进行三轮终端调价。

其中同比净利率提升主要体现汇率及终端提价，环比净利率提升主要体现汇率提升及海运费下降。向后展望，伴随海运费价格进一步下探，预计净利率仍存进一步提升空间。

费用端：2022Q2 年销售、管理、研发、财务费率分别 7.1%、4.3%、6.9%、-7.2%，同比分别-0.4、+1.2、+2.9、-8.1pct，

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	155.5
股票代码：	603129
52 周最高价/最低价：	193.58/91.41
总市值(亿)	233.37
自由流通市值(亿)	233.37
自由流通股数(百万)	150.08



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 年报 & 2022 一季报点评：2021 加速扩张 2022 启动引擎 20220414
2022.04.15
2. 【华西汽车】春风动力(603129) 事件点评：斩获国际赛事季军 提升全球品牌力
2022.03.21
3. 【华西汽车】春风动力(603129) 事件点评：极核 AE8 正式发布 两轮电摩供给驱动
2022.01.24

环比分别+1.9%、+0.6%、+1.9%、-7.7pct，财务费率的大幅下行主要系美元升值带来的汇兑收益提升。

► 中大排摩托车引领消费升级 450SR 爆款稳步上量

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：250SR 持续热销，2022 年新推 450SR 承接原 250SR 车主升级置换需求，7 月起稳步上量；
- 2) 复古街车：250CL-X、700CL-X 有效补足车型谱系短板；
- 3) 探险车：国产最大排量 ADV 车型 800MT，大排量又一爆款车型；
- 4) 公升级：首款国产公升级车型 CF1250 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。

展望 2022 年，春风两轮预计 40+%增速，全年销量 16 万+辆，核心关注两方面增量：

- 1) 内销方面：仿赛新车 450SR 对标川崎 Ninja400，预售订单火爆，6 月中旬开启交付，7 月起逐步上量，我们预计 2022H2 单 450SR 车型有望拉动销量约 2 万辆，对应 2021H2 250cc(含)及以上销量弹性 46.7%；
- 2) 出口方面：2021 年起，在海外四轮市场地位逐步稳固之后，两轮逐步向海外市场拓展，中汽协数据显示 2021 年、2022 年 1-7 月 250cc(含)及以上出口分别 2.33、2.25 万辆，同比分别+227%、+138%，2022 年保守估计翻倍以上增长。

► 全地形车深入挖掘美国市场 扰动改善利润兑现

公司是国内第一、全球第七大全地形车生产商，在多个欧洲发达国家市占率排名第一，出口龙头地位稳固。2021 年公司全地形车销量达到 15.1 万辆，同比增长 126.1%，实现营收 48.8 亿元，同比增长 117.0%，主要受益于疫情催化下全球四轮市场增长及公司欧洲、北美市占率同步提升，我们预计 2021 年公司欧洲市占率提升至 30+%，北美市占率提升至 5+%。

美国是全球最大的全地形车市场，近年来公司集中资源开拓美国市场，目前公司在美国可与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩。展望 2022 年，公司北美四轮出口仍然为最大潜在增长点。考虑终端库存低位及公司北美渠道开拓，我们预计 2022 年公司北美市占率可提升至 10+%，全年四轮总体出口有望实现近 20 万辆，同比实现 20+%增长。扰动因素 2022Q2 起明显改善，叠加终端调价拉动共促利润释放，且向后展望，预计仍不排除关税豁免可能。

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；ZEEHO 电动品牌针对科技出行需求，与 CFMOTO 品牌互补。考虑收入端 22Q2 部分受疫情供给影响、利润端扰动因素改善，下调营收预测同时上调利润预测，预计公司 2022-2024 年营收由 121.2/151.7/191.0 亿元调整为 116.0/151.2/189.1

亿元，归母净利由 7.2/10.4/14.4 亿元调整为 8.2/11.6/15.5 亿元，EPS 由 4.81/6.91/9.61 元调整为 5.43/7.71/10.32 元，对应 2022 年 8 月 22 日 155.50 元/股收盘价，PE 分别 29/20/15 倍，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、汇率波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,526	7,861	11,600	15,116	18,912
YoY (%)	39.6%	73.7%	47.6%	30.3%	25.1%
归母净利润(百万元)	365	412	816	1,157	1,549
YoY (%)	101.5%	12.8%	98.2%	41.9%	33.9%
毛利率 (%)	29.3%	21.5%	23.7%	24.5%	24.8%
每股收益 (元)	2.43	2.74	5.43	7.71	10.32
ROE	24.4%	11.3%	18.0%	20.1%	21.0%
市盈率	63.95	56.71	28.62	20.17	15.07

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,861	11,600	15,116	18,912	净利润	411	816	1,157	1,549
YoY(%)	73.7%	47.6%	30.3%	25.1%	折旧和摊销	67	50	73	106
营业成本	6,169	8,851	11,417	14,214	营运资金变动	-178	736	706	774
营业税金及附加	97	116	151	189	经营活动现金流	264	1,604	1,950	2,443
销售费用	519	766	998	1,248	资本开支	-386	-449	-449	-449
管理费用	278	418	544	681	投资	-20	0	0	0
财务费用	33	-39	-50	-64	投资活动现金流	-387	-437	-449	-449
研发费用	379	580	756	908	股权募资	1,709	0	0	0
资产减值损失	-8	-15	-15	-15	债务募资	0	0	0	0
投资收益	26	12	0	0	筹资活动现金流	1,603	-180	-300	-420
营业利润	446	905	1,284	1,720	现金净流量	1,461	987	1,201	1,574
营业外收支	3	1	1	1	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	449	906	1,285	1,721	成长能力 (%)				
所得税	38	91	129	172	营业收入增长率	73.7%	47.6%	30.3%	25.1%
净利润	411	816	1,157	1,549	净利润增长率	12.8%	98.2%	41.9%	33.9%
归属于母公司净利润	412	816	1,157	1,549	盈利能力 (%)				
YoY(%)	12.8%	98.2%	41.9%	33.9%	毛利率	21.5%	23.7%	24.5%	24.8%
每股收益	2.74	5.43	7.71	10.32	净利率	5.2%	7.0%	7.7%	8.2%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	5.2%	7.6%	8.5%	9.0%
货币资金	3,375	4,362	5,563	7,137	净资产收益率 ROE	11.3%	18.0%	20.1%	21.0%
预付款项	114	163	211	262	偿债能力 (%)				
存货	1,558	2,236	2,884	3,591	流动比率	1.55	1.43	1.39	1.40
其他流动资产	1,432	1,767	2,084	2,426	速动比率	1.15	1.02	0.99	1.00
流动资产合计	6,480	8,528	10,742	13,416	现金比率	0.81	0.73	0.72	0.74
长期股权投资	4	4	4	4	资产负债率	53.8%	57.2%	57.5%	56.7%
固定资产	432	642	951	1,349	经营效率 (%)				
无形资产	141	184	225	264	总资产周转率	0.99	1.09	1.11	1.10
非流动资产合计	1,491	2,144	2,894	3,731	每股指标 (元)				
资产合计	7,971	10,672	13,636	17,147	每股收益	2.74	5.43	7.71	10.32
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	24.23	30.15	38.35	49.16
应付账款及票据	3,763	5,399	6,964	8,671	每股经营现金流	1.76	10.69	13.00	16.28
其他流动负债	409	585	753	937	每股股利	0.00	1.20	2.00	2.80
流动负债合计	4,172	5,984	7,718	9,607	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	56.71	28.62	20.17	15.07
其他长期负债	119	119	119	119	PB	7.14	5.16	4.05	3.16
非流动负债合计	119	119	119	119					
负债合计	4,291	6,104	7,837	9,727					
股本	150	150	150	150					
少数股东权益	43	43	43	43					
股东权益合计	3,680	4,568	5,799	7,421					
负债和股东权益合计	7,971	10,672	13,636	17,147					

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。