

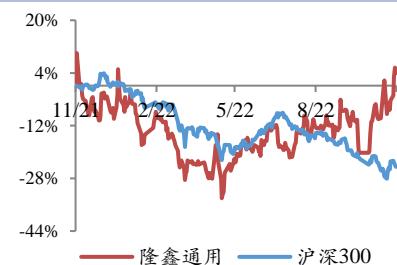
大排量摩托稳放量，拓展园林机械市场

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-11

收盘价（元）	5.89
近 12 个月最高/最低（元）	6.23/3.72
总股本（百万股）	2,054
流通股本（百万股）	2,054
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	121
流通市值（亿元）	121

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002
邮箱：songwj@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 投资逻辑：

公司聚焦主业，摩托车业务发力中大排量和电动细分市场；通机业务积极拓展空间更大的园林机械领域，开拓二次增长曲线。

● 摩托车：掘金细分领域，发力中大排量摩托车

受益于海外出口的增长，摩托车市场景气度回升，并且在消费升级的趋势下，中大排量摩托车销量保持高速增长。公司为国内摩托车行业领先企业，出口常年保持第一，在此基础上公司发力中大排量和电动摩托车，成立无极高端品牌和茵未电动品牌。2021 年公司 250cc 以上大排量摩托车销量位居第二，150-250cc 排量摩托车位居行业第一，受益细分行业的高速发展，2018-2021 年公司无极品牌营收复合增速达到 143%。当前公司在中大排量市场产品布局日趋完善并推进首款电动车型，产品高端化趋势逐步清晰，为公司带来销量结构与单车均价的持续改善。

● 通机：传统产品稳扎稳打，拓展园林机械打造二次增长。

疫情致使海外通机产能受限，国内出口近两年保持高速增长，公司充分受益。在传统通机领域（发动机+发电机）公司处于领先地位，但对标海外巨头无论规模还是品类仍有较大提升空间。园林机械为公司后续重点发力的领域，其市场空间广阔，主要产品割草机全球市场规模达到 90 亿美元。与此同时，当前割草机主要产能集中在美国和欧洲等发达地区，自主厂商替代空间较大，近几年国内园林机械出口增长迅速，国内厂商快速崛起。公司以涉足园林机械终端产品为发展方向，实现产品向高端化转型，有望打造二次增长曲线。

● 投资建议：预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.45/0.54/0.68 元。首次覆盖给予买入评级。

● 风险提示

摩托车产销不及预期；园林市场开拓不及预期；商誉减值；暂不考虑控股股东问题拓展解决后，对公司业务发展及估值的影响。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13058	13740	15073	17125
收入同比（%）	25.1%	5.2%	9.7%	13.6%
归属母公司净利润	385	929	1104	1389
净利润同比（%）	-19.8%	141.4%	18.9%	25.8%
毛利率（%）	13.8%	18.3%	18.8%	19.1%
ROE（%）	5.2%	11.1%	11.6%	12.7%
每股收益（元）	0.19	0.45	0.54	0.68
P/E	29.00	12.89	10.84	8.62
P/B	1.53	1.44	1.25	1.09
EV/EBITDA	9.68	5.86	4.14	3.35

资料来源：wind, 华安证券研究所

正文目录

总论	5
1、国内摩托车领先企业，两大业务稳发展	7
2、摩托车市场回暖，大排量摩托车稳发力	10
2.1 海外出口强劲，大排量摩托车增长迅速	10
2.2 中大排量领域领先企业，并拓展电动产品	12
3、通用机械：品类拓展打开空间	15
3.1 通机出口增长，公司在规模与品类方面均有较大提升空间	15
3.2 园林机械大有可为，为公司提供第二增长曲线	16
4、盈利预测与估值分析	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值分析与投资建议	20
风险提示：	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

图表 1: 250cc 以上（不含）历年销量情况	5
图表 2: 无极品牌历年营收	5
图表 3: 全球割草机市场规模（亿美元）	5
图表 4: 分部盈利预测	6
图表 5: 隆鑫通用为国内领先的摩托车制造商	7
图表 6: 隆鑫通用发展历程	8
图表 7: 隆鑫通用将聚焦主业做大做强	8
图表 8: 公司基地布局	9
图表 9: 公司主要产能情况	9
图表 10: 公司历年营收变动情况	9
图表 11: 公司历年业绩变动情况	9
图表 12: 隆鑫通用业务结构（2022H1）	9
图表 13: 国内摩托车历年销量情况	10
图表 14: 国内摩托车海外出口情况	10
图表 15: 2021 年海外出口结构	10
图表 16: 国内大排量摩托车历年销量情况	11
图表 17: 250cc 以上每万人保有量（辆）	11
图表 18: 自主品牌与进口品牌同排量车型售价对比	11
图表 19: 250cc 以上（不含）历年销量情况	12
图表 20: 150-250cc 摩托车历年销量情况	12
图表 21: 250cc 以上（不含）市场格局（2021）	12
图表 22: 150-250cc 摩托车市场格局（2021）	12
图表 23: 公司大排量产品布局丰富	13
图表 24: 无极品牌历年收入情况	13
图表 25: 公司单车均价稳步提升（万元）	13
图表 26: 电动摩托车销量情况（万辆）	14
图表 27: 茵未首款产品 REAL 5T 系列	14
图表 28: 通机出口大幅提升	15
图表 29: 传统通机业务竞争对手收入对比（2021，亿元）	15
图表 30: 公司在各品类出口中的市占率（2021）	15
图表 31: 各类园林机械市场份额	16
图表 32: 全球割草机市场规模（亿美元）	16
图表 33: 美国割草机产品结构	17
图表 34: 欧洲割草机产品结构	17
图表 35: 全球割草机市场需求分布	17
图表 36: 全球割草机供给分布	17
图表 37: 全球园林机械 TOP3 企业营收（亿元）	17
图表 38: 国内园林机械企业营收影响（亿元）	17
图表 39: 割草机出口金额持续增长（亿美元）	18

图表 40：园林机械产品定位更加高端（元）	18
图表 41：分部盈利预测	19
图表 42：可比公司估值分析	20

总论

摩托车：掘金细分领域，发力中大排量摩托车。在消费升级的趋势下，中大排量摩托车销量保持高速增长。公司为摩托车行业领先企业，出口常年保持第一，在此基础上公司发力中大排量和电动摩托车，成立无极高端品牌和茵未电动品牌。2021年公司250cc以上大排量摩托车销量位居第二，150-250cc排量摩托车位居行业第一，受益细分行业的高速发展，2018-2021年公司无极品牌营收复合增速达到143%。当前公司在中大排量市场产品布局日趋完善并将推进首款电动车型的销售，产品高端化趋势逐步清晰，为公司带来销量结构与单车均价的持续改善。

图表 1：250cc 以上（不含）历年销量情况



图表 2：无极品牌历年营收

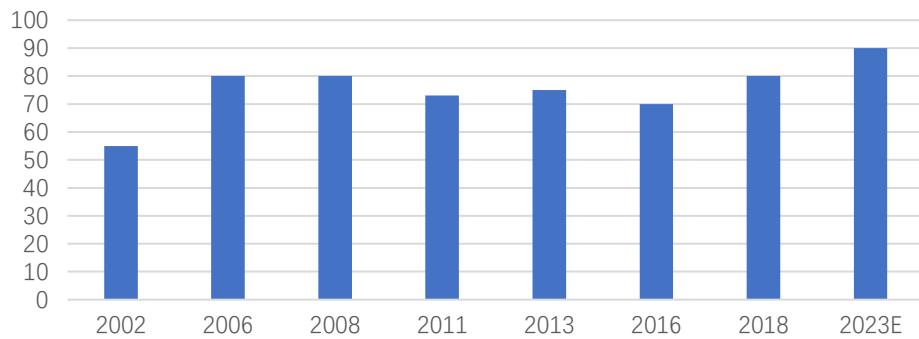


资料来源：摩托车协会，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

通机：传统产品稳扎稳打，拓展园林机械打造二次增长。在传统通机领域（发动机+发电机）公司处于领先地位，但对标海外巨头在规模和品类方面仍有较大提升空间。园林机械为公司后续重点发力的领域，其市场空间广阔，主要产品割草机全球市场规模达到90亿美元。与此同时，当前割草机主要产能集中在美国和欧洲等发达地区，自主厂商替代空间较大，近几年国内园林机械出口增长迅速，国内厂商快速崛起。公司以涉足园林机械终端产品为发展方向，实现产品向高端化转型，有望打造二次增长曲线。

图表 3：全球割草机市场规模（亿美元）



资料来源：大叶股份招股说明书，华安证券研究所

图表 4: 分部盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
摩托车及发动机					
营收 (百万元)	5789	7558	8160	9112	10293
同比		30.6%	8.0%	11.7%	13.0%
毛利率	16.0%	13.4%	18.5%	19.0%	19.3%
毛利 (百万元)	925	1013	1510	1731	1987
通用机械					
营收 (百万元)	2903	4203	4413	4794	5665
同比		44.8%	5.0%	8.6%	18.2%
毛利率	19.0%	13.0%	18.0%	18.5%	18.8%
毛利 (百万元)	550	546	794	887	1065
其他业务					
营收 (百万元)	1745	1297	1167	1167	1167
同比		-25.7%	-10%	0%	0%
毛利率	15.0%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
毛利 (百万元)	262	240	216	216	216
合计					
营收 (百万元)	10437	13058	13740	15073	17125
同比		25.1%	5.2%	9.7%	13.6%
毛利率	16.6%	13.8%	18.3%	18.8%	19.1%
毛利 (百万元)	1737	1798	2520	2834	3267

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1、国内摩托车领先企业，两大业务稳发展

隆鑫通用：国内摩托车领先企业，聚焦主业做大做强。隆鑫通用为国内领先的摩托车制造商，主要业务覆盖了摩托车及发动机、通机、商用发电机组、高端零部件等，与 BMW、TORO、Cummins 等全球知名企业建立了战略合作伙伴关系，产品畅销全球 100 多个国家和地区，其中摩托车和通机业务均处于行业领先地位。

2021 年，公司摩托车产销量排名行业第二，出口创汇位居行业榜首；通用机械出口创汇位居行业前列；发动机销量位居行业前列。

图表 5：隆鑫通用为国内领先的摩托车制造商

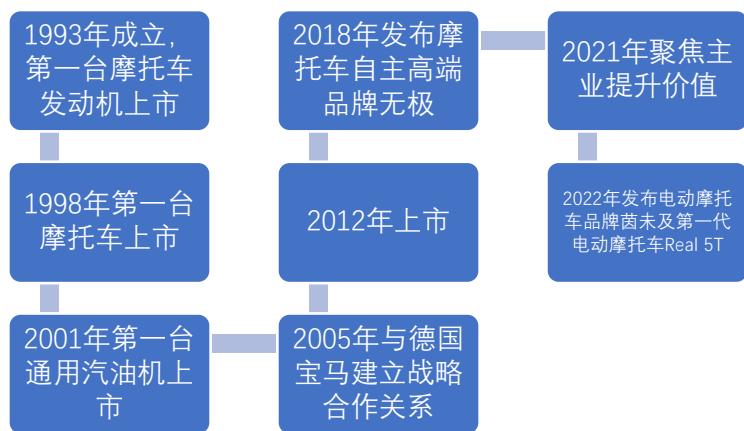
2019			2020			2021		
排名	品牌	市占率	排名	品牌	市占率	排名	品牌	市占率
1	大长江	11.47%	1	大长江	11.06%	1	大长江	11.61%
2	隆鑫	6.64%	2	宗申	6.69%	2	隆鑫	6.38%
3	宗申	6.05%	3	隆鑫	6.29%	3	宗申	4.89%
4	银翔	5.62%	4	力帆	5.17%	4	力帆	4.82%
5	力帆	5.60%	5	银翔	5.05%	5	新大洲本田	4.44%
6	五羊-本田	5.22%	6	五羊-本田	4.75%	6	银翔	4.03%
7	新大洲本田	4.79%	7	洛阳北方	4.26%	7	五羊-本田	3.96%
8	绿源	4.40%	8	新大洲本田	4.14%	8	洛阳北方	3.55%
9	洛阳北方	4.33%	9	绿源	3.74%	9	大运	2.67%
10	大运	3.44%	10	新日	3.10%	10	大冶	3.01%

资料来源：中汽协，华安证券研究所

发展历程：深耕摩托车领域 30 年，更加聚焦主业。公司成立于 1993 年，前身为重庆隆鑫交通机械厂，公司以摩托车发动机起家，并于成立当年上市第一款摩托车发动机。1998 年拓展至摩托车领域并上市第一台摩托车，后续公司在主业方面逐步往高端化发展，陆续与海外高端品牌合作，并成立自主高端品牌无极和茵未。与此同时，公司基于其在动力方面的优势逐步将业务拓展至通用动力领域。

当前公司调整业务发展战略，重点发展摩托车和通用机械两大业务，由之前的多元化发展变为更加聚焦主业，做大做强。

图表 6：隆鑫通用发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 7：隆鑫通用将聚焦主业做大做强

聚焦主业，做大做强，做精做透



资料来源：公司官网，华安证券研究所

产能与布局：形成 5+2 基地布局。公司目前拥有摩托车 140 万台产能和发动机 250 万台产能。其中在国内拥有五大制造基地，即重庆拥有摩托车及发动机+通机产能，在河南拥有三轮摩托车制造基地，在浙江拥有摩托车制造基地，在广东拥有摩托车+商用发电机组制造基地，南京拥有高端零部件制造基地。与此同时，公司在意大利拥有高端零部件制造基地，在越南拥有通用机械制造基地。

图表 8：公司基地布局


资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 9：公司主要产能情况

主要产能情况		
业务	主要产品	年产能（万台）
摩托车及发动机	两轮通路摩托车	140
	大排量摩托车	
	三轮摩托车	
	发动机	250
通用机械	小型家用发电机组、通机动力产品	500

资料来源：公司公告，华安证券研究所

经营情况：轻装上阵，稳定发展。公司营收由摩托车及发动机、通用机械、高端零部件、发电机组四大业务构成，其中摩托车及发动机、通用机械产品为公司主要的营收来源，2022年上半年分别贡献60%和32%。

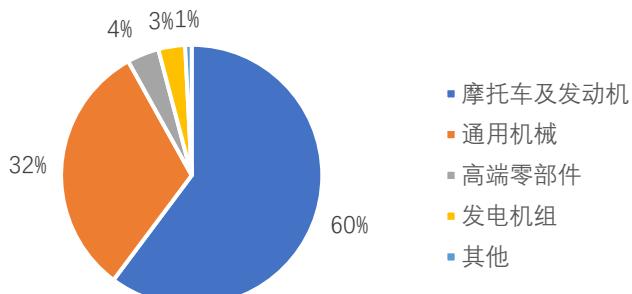
受行业发展影响，公司营收总体保持平稳发展。2019年以来受疫情以及大宗原材料影响，公司业绩有所承压。2021年公司经营情况恢复，但2021Q4公司计提威能机电减值损失造成当年业绩大幅下滑。2022年公司轻装上阵并聚焦主业，预计业绩出现恢复性增长。

图表 10：公司历年营收变动情况


资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11：公司历年业绩变动情况


资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12：隆鑫通用业务结构 (2022H1)


资料来源：公司公告，华安证券研究所

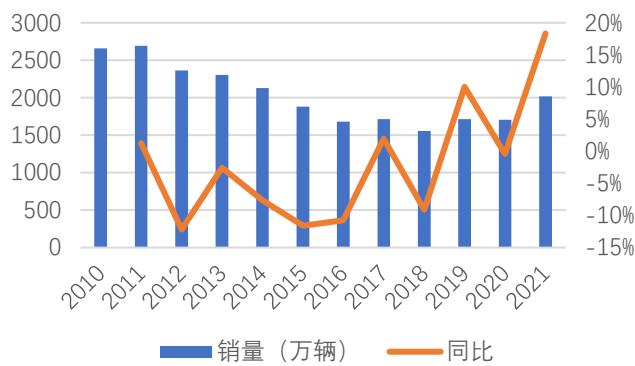
2、摩托车市场回暖，大排量摩托车稳发力

2.1 海外出口强劲，大排量摩托车增长迅速

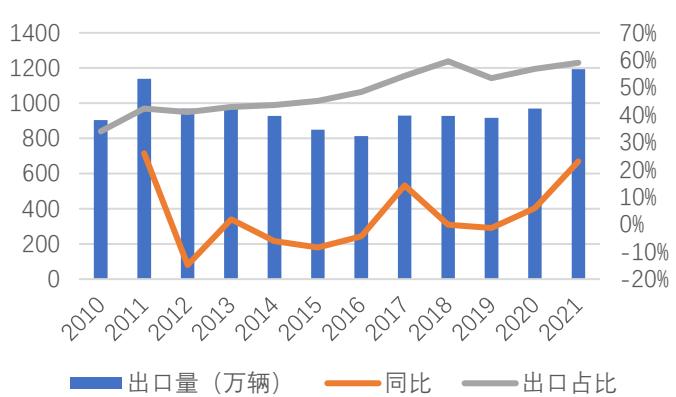
摩托车销量回暖，海外出口强劲。受消费升级及限摩令的推出，国内摩托车市场总体处于萎缩状态，海外市场成为国内摩托车销量保持稳定的主要来源，当前海外出口占比接近 60%。

2020 年以来随着全球疫情的爆发，摩托车供给端逐步向国内倾斜。2020-2021 年两年国内摩托车出口量实现快速增长，带动国内摩托车销量逐步复苏。

图表 13：国内摩托车历年销量情况



图表 14：国内摩托车海外出口情况



资料来源：中汽协，华安证券研究所

资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 15：2021 年海外出口结构

排名	国家	出口量 (万辆)	占比
1	墨西哥	142.1	12%
2	多哥	80.49	7%
3	菲律宾	74.55	6%
4	美国	66.54	6%
5	尼日利亚	51.74	4%
6	哥伦比亚	44.65	4%
7	阿根廷	38.95	3%
8	秘鲁	38.25	3%
9	埃及	37.45	3%
10	加纳	29.92	3%
11	缅甸	25.63	2%
12	摩洛哥	23.37	2%
13	危地马拉	22.24	2%
14	肯尼亚	18.47	2%
15	土耳其	17.57	1%

资料来源：中汽协，华安证券研究所

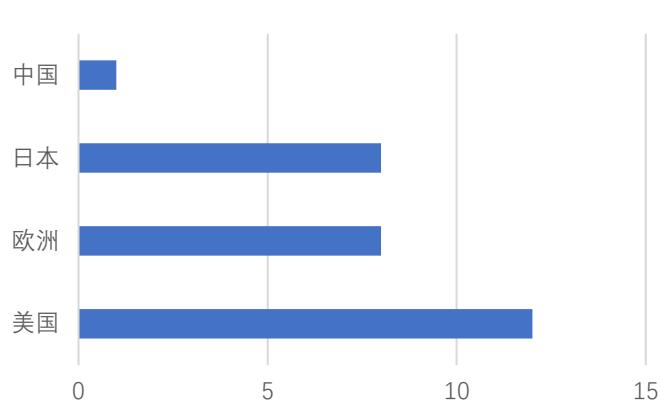
大排量摩托车表现靓丽。在消费升级的趋势下，摩托车逐步由出行需求向多元化需求过渡，催生了大排量摩托车细分市场的快速增长。当前从品类角度划分，250cc及以上排量摩托车可以分为越野、踏板、休旅、复古、仿赛、街车等多品类。而细分品类的扩张为大排量摩托车的高速增长奠定基础。

大排量摩托车在欧美市场较为流行，预计年销售量在 120 万辆，当前国内市场起步较晚，同时产品丰富性仍有待进一步完善。因此相比于发达国家，国内大排量摩托车市场空间更大，随着国内厂商推出更多具备竞争力的产品，有望带动国内市场持续高速增长。

图表 16：国内大排量摩托车历年销量情况



图表 17：250cc 以上每万人保有量 (辆)



资料来源：中国汽车技术研究中心，华安证券研究所

注：图中为合格证数据

资料来源：中国汽车技术研究中心，华安证券研究所

自主品牌大排量产品性价比凸显。进口品牌在大排量摩托车领域深耕多年，前期在研发设计、品牌培育、渠道建设等多方面具备先发优势。而随着国内市场的逐步发展，自主品牌厂商在设计、性能等方面逐步与进口品牌接近，并在售价方面具有绝对的优势，为后续品牌的持续向上奠定基础。

图表 18：自主品牌与进口品牌同排量车型售价对比

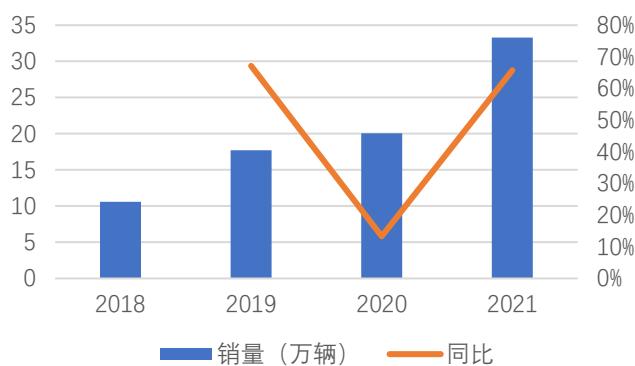
品牌	车型	排量 (CC)	售价 (元)
KTM	250 DUKE MY22	250	31980
	250 Adventure	249	36000
春风	250SR	250	19980
无极	LX250GS-3	250	20980
本田	Rebel 250 S Edition	250	35600
川崎	Z250	250	41300

资料来源：摩托车之家，华安证券研究所

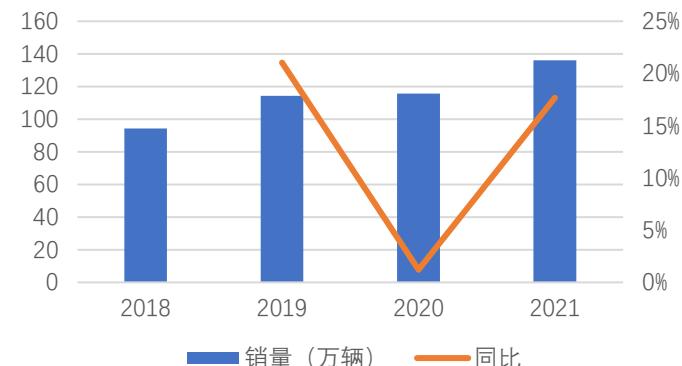
2.2 中大排量领域领先企业，并拓展电动产品

公司在中大排量摩托车领域处于行业领先地位。150cc 以上的中大排量摩托车销量保持高速增长。从竞争格局来看，250cc 以上（不含）大排量摩托车行业集中度较高，2021 年前十大厂商市占率达到 88%，其中隆鑫通用在大排量市场占据着市场第二名的位置。150-250cc 中排量市场竞争相对分散，2021 年前十大厂商市占率为 64%，公司为中排量摩托车领域的龙头企业。

图表 19：250cc 以上（不含）历年销量情况



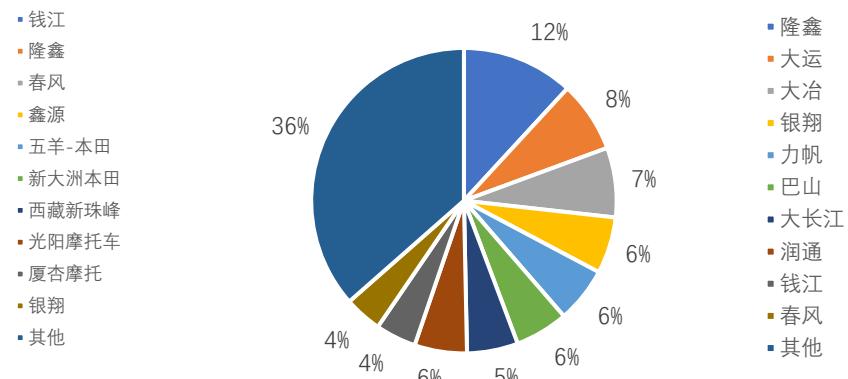
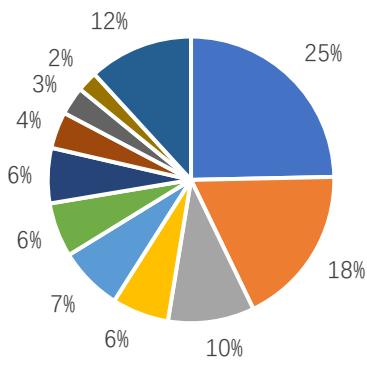
图表 20：150-250cc 摩托车历年销量情况



资料来源：摩托车协会，华安证券研究所

资料来源：摩托车协会，华安证券研究所

图表 21：250cc 以上（不含）市场格局（2021）



资料来源：摩托车协会，华安证券研究所

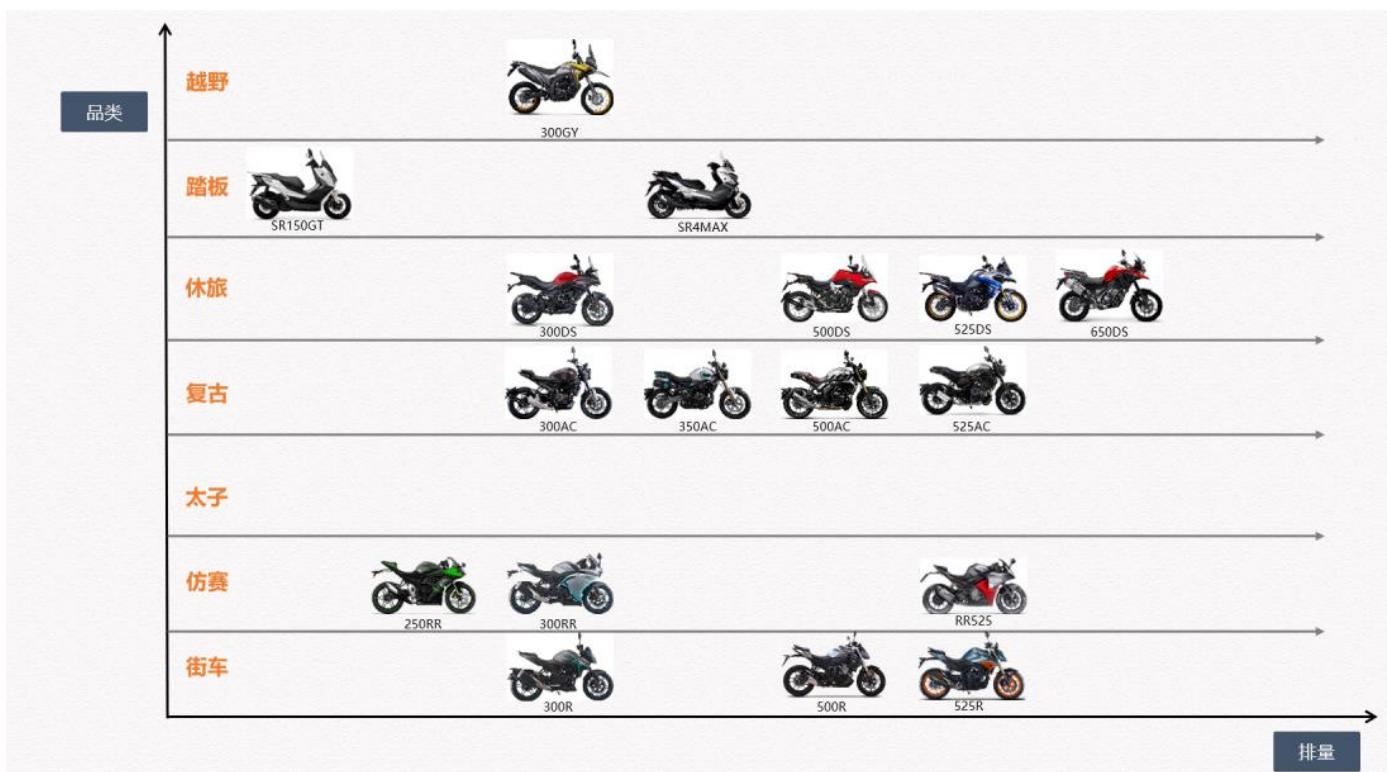
资料来源：摩托车协会，华安证券研究所

注：隆鑫数据包含宝马出口

产品布局完善，无极品牌加速渠道拓展。公司摩托车业务覆盖两轮摩托车、三轮摩托车、全地形车等多品类产品。其中两轮摩托车拥有 50-700cc 跑车、街车、越野车、太子车、弯梁车、踏板车共 100 多款产品，其中，无极产品涵盖跑车、街车、复古、拉力、踏板五大系列，通过与宝马合作的不断深入，公司已将共享宝马的 850 发动机平台用于无极的 900 整车平台产品。

渠道方面，无极渠道同步国内外建设。其中 2021 年欧洲市场网点数量突破 500 家，同比增长 340%，国内市场渠道数量增长至 335 家，同比增长近 20%，高质量旗舰店数量同比增长近 80%。

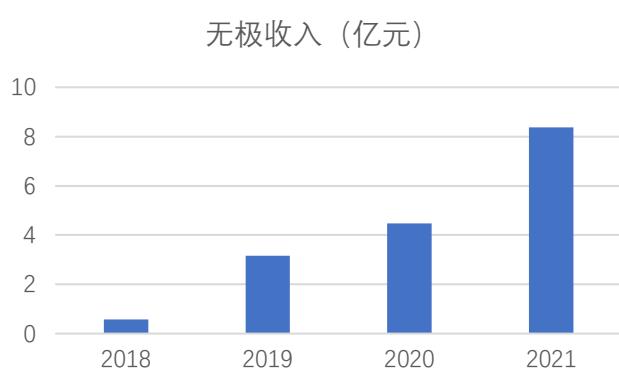
图表 23：公司大排量产品布局丰富



资料来源：公司官网，华安证券研究所

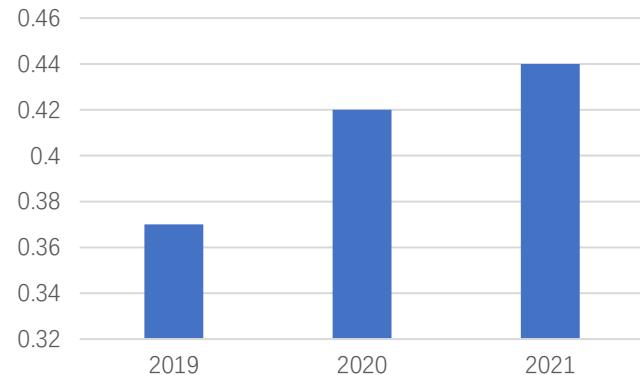
高端品牌加持，单车均价稳步提升。随着无极高端品牌的快速爬升，对公司品牌提升带来较大的促进作用。2019 年无极品牌放量以来，公司单车均价持续提升，与此同时高端品牌更好的盈利能力也会为公司带来经营层面的环比改善。

图表 24：无极品牌历年收入情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25：公司单车均价稳步提升 (万元)



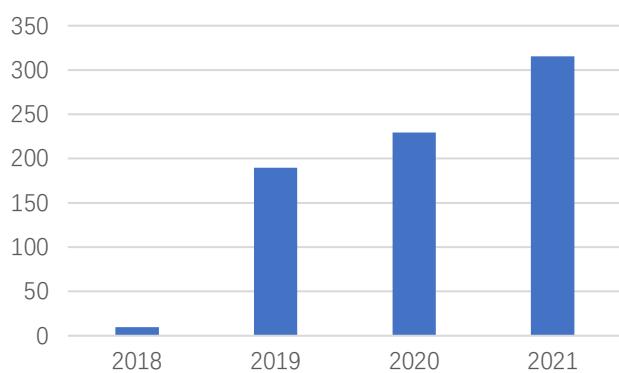
资料来源：公司公告，华安证券研究所

积极布局电动领域，打造全新电动品牌茵未。电动摩托车为公司拓展的又一全新品类，为此公司全力打造全新电动品牌茵未。两轮电动摩托车过去几年保持高速增长，按照品类划分，电动摩托车又可以分为轻便电摩（时速小于等于 50km/h）和电摩（时速大于 50km/h），其中在消费升级的趋势下，电摩的占比快速提升。

公司基于其对燃油大排量机车速度与性能、操控与安全的长期技术积淀，依托强大的 EPS 智能制造能力和传承于与宝马合作的品控体系，公司将重新定义并打造新一代电动摩托车品牌-茵未。茵未首款产品 Real 5T 系列已经上市，配置先进的域集中式电子电气架构和自主研发 BOS 智能操作系统，实现了高度智能化，如中央级

的车辆电子控制、智能辅助驾驶、人-车-云互联和交互。

图表 26：电动摩托车销量情况（万辆）



资料来源：摩托车协会，华安证券研究所

图表 27：茵未首款产品 Real 5T 系列



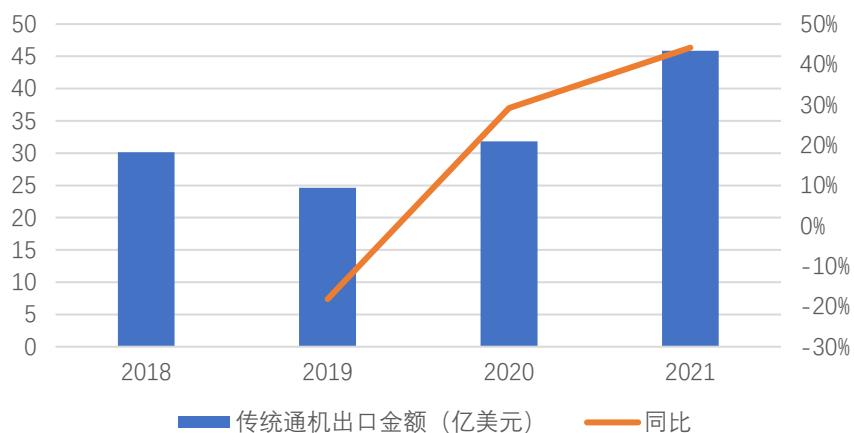
资料来源：公司官网，华安证券研究所

3、通用机械：品类拓展打开空间

3.1 通机出口增长，公司在规模与品类方面均有较大提升空间

通机出口增长。通机行业覆盖产品较多，包含了发动机、发电机、水泵、微耕机、草坪机、扫雪机、割草机器人等多品类产品。2020年以来随着疫情在全球范围的扩散，海外通机产能受到较大影响，而国内率先控制住疫情发展，通机行业出口因此得到大幅度的提升。

图表 28：通机出口大幅提升

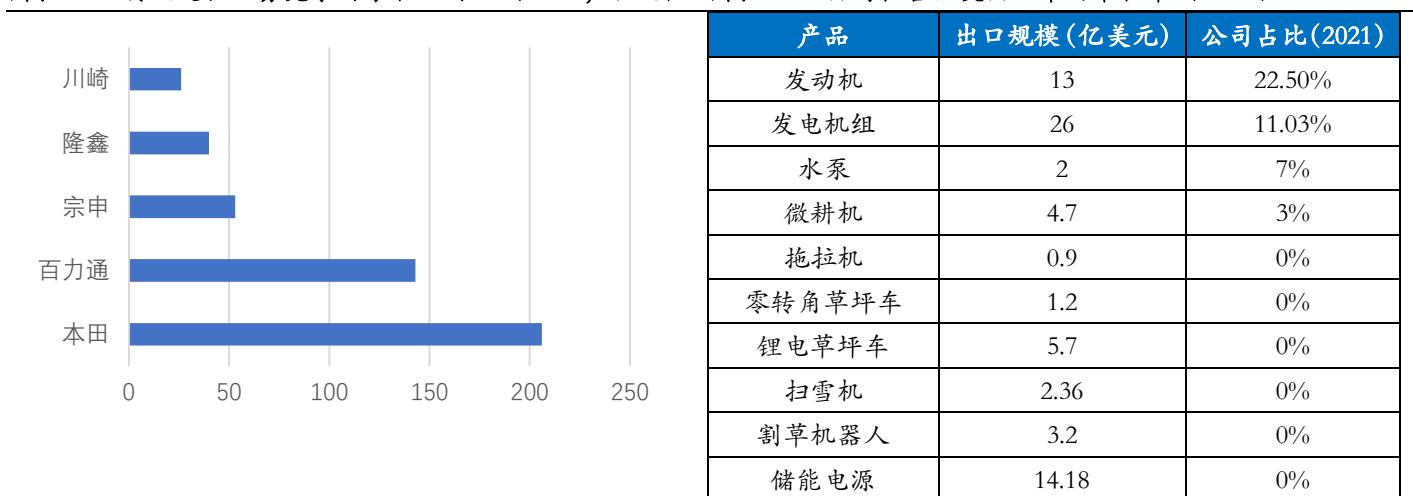


资料来源：海关总署，华安证券研究所

对标海外巨头，在规模与品类方面公司仍有较大的拓展空间。通机行业市场参与者较多，针对于不同品类均存在着市场龙头企业。当前公司产品以发动机和发电机组等传统通机产品为主，对标本田、百力通等行业巨头，公司在营收规模方面仍旧有较大提升空间。

在品类方面，公司除发动机和发电机组产品具备较高的市占率，在草坪机、除草机器人、储能等新品类领域尚未形成规模。

图表 29：传统通机业务竞争对手收入对比（2021，亿元） 图表 30：公司在各品类出口中的市占率（2021）



资料来源：各企业年报信息，华安证券研究所

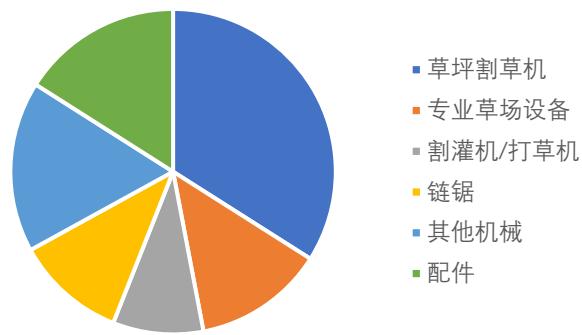
资料来源：中国海关数据中心，华安证券研究所

3.2 园林机械大有可为，为公司提供第二增长曲线

园林机械行业大有可为，割草机为主要产品。从终端用途角度分类，园林机械可以分为割草机、打草机和其他动力机械（扫雪机、微耕机等），其中割草机、打草机为园林机械最主要的产品。从动力源类型来看，又可以分为燃油和电动产品。

居民园艺文化在欧美等发达国家和地区成为很多家庭日常生活的一部分，由于土地资源较为丰富、居民生活水平较高，以及受热爱打理草坪的人文环境和家庭理念影响，众多家庭都会在花园庭院的打理投入时间、精力和物力。以美国、德国和英国为例，园艺爱好者分别超过其国家总成年人口的 40%、60% 和 49%，园林机械产品已经成为很多国家居民的生活必需品。

图表 31：各类园林机械市场份额



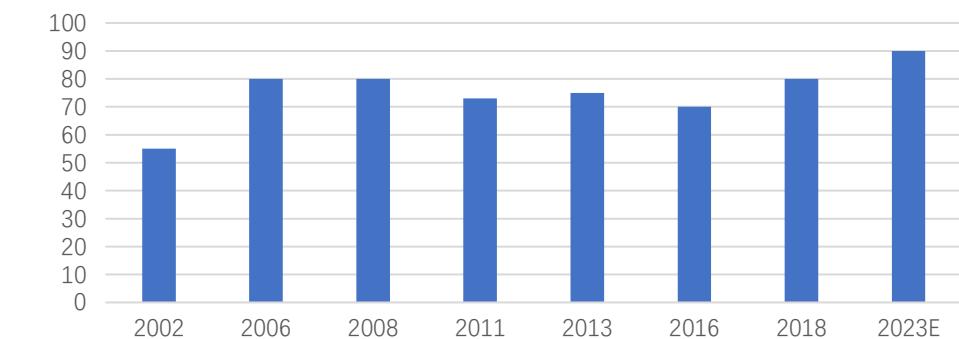
资料来源：大叶股份招股说明书，华安证券研究所

割草机市场空间广阔，为国内企业发展带来机遇。割草机在海外普及度较高，其中美国和欧洲发达国家为割草机的主要市场。根据大叶股份招股说明书，2018 年全球割草机需求近 80 亿美元，预计到 2023 年市场需求达到 90 亿美元。

按产品品类分类来看，割草机可以分为步进式、骑乘式和智能式。其中步进式性价比最高，占全球割草机市场的主要份额；骑乘式单价较高，应用范围较大，在美国市场占比相对较高，国内尚缺知名的 OEM 厂商；割草机器人进入市场较短，当前市场份额较小，未来市场增速及空间较大。

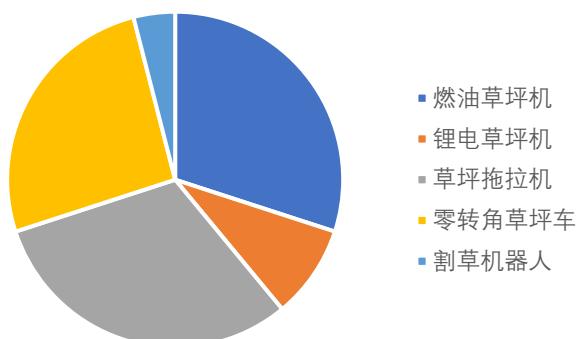
从供给端来看，国内割草机市场需求较小，自主品牌产品主要以出口为主。当前全球割草机 80% 的供给仍旧来自于美国和欧洲，国内厂商快速扩张，但仍旧具备较大的替代空间。

图表 32：全球割草机市场规模（亿美元）



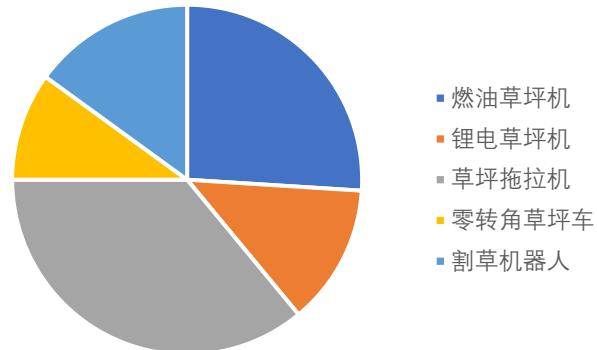
资料来源：大叶股份招股说明书，华安证券研究所

图表 33：美国割草机产品结构



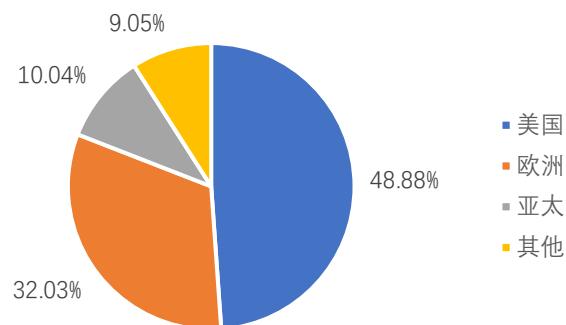
资料来源：大观研究，华安证券研究所

图表 34：欧洲割草机产品结构



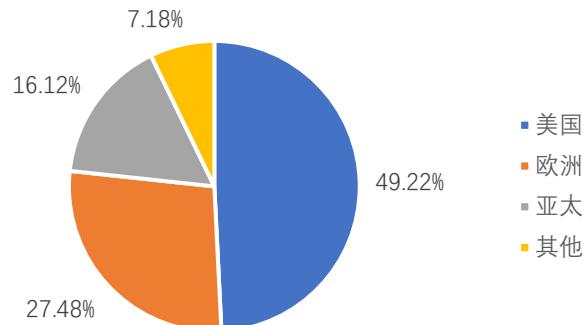
资料来源：大观研究，华安证券研究所

图表 35：全球割草机市场需求分布



资料来源：大叶股份招股说明书，华安证券研究所

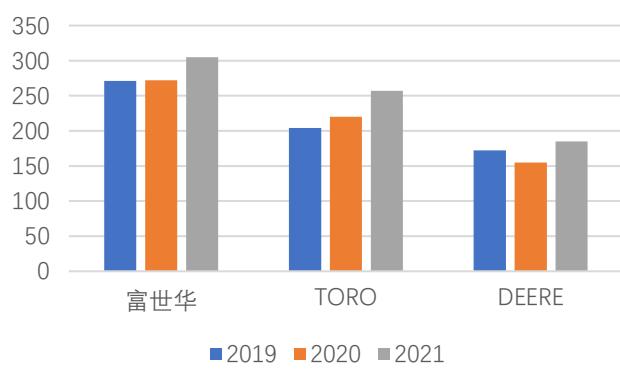
图表 36：全球割草机供给分布



资料来源：大叶股份招股说明书，华安证券研究所

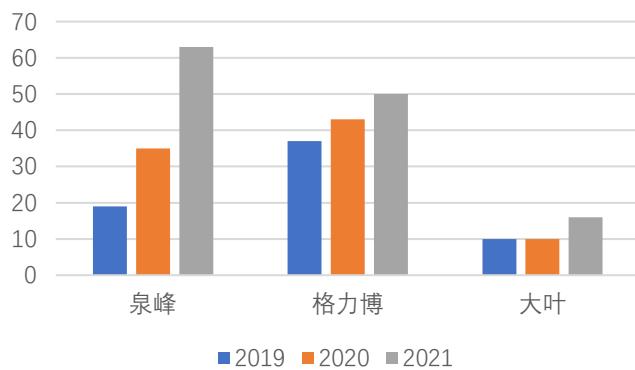
格局：海外巨头占据较大份额，国内厂商快速崛起。2018 年全球前五大园林机械供应商为富世华集团、美国 Deere、美国 Toro、美国 MTD、德国 STIHL，合计份额占据当年市场的 50%。而国内厂商如泉峰、大叶、格力博等企业在园林机械领域快速崛起。

图表 37：全球园林机械 TOP3 企业营收（亿元）



资料来源：各公司年报，华安证券研究所

图表 38：国内园林机械企业营收影响（亿元）

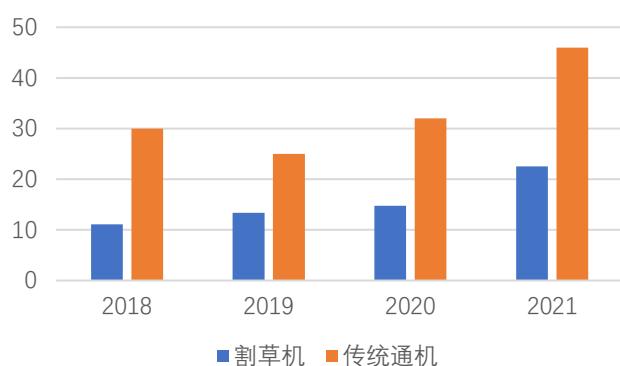


资料来源：各公司年报，华安证券研究所

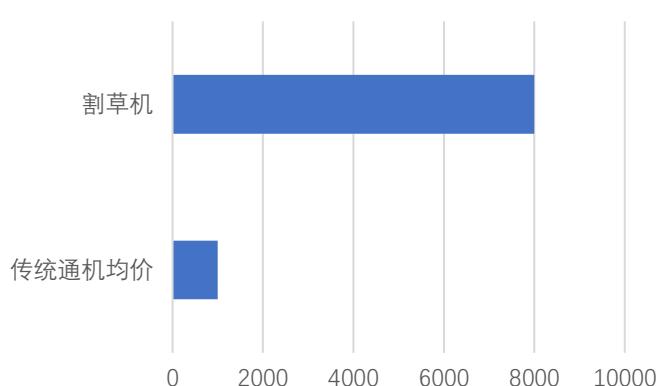
布局园林机械，拓展高端品类打造二次增长曲线。公司传统通机业务以出口为主，对比现有业务，园林机械行业具备更大的市场空间，国内出口金额持续增长。从产品价格来看，公司现有传统通机业务的产品均价低于1000元，而以割草机为代表的园林机械产品售价在大几千元以上。因此不管是市场空间还是产品定位，园林机械对于公司而言都为更广阔更高端的市场。

公司以涉足园林机械终端产品为发展方向，一方面，公司与全球知名品牌达成大功率终端产品的合作意向，并按计划顺利推行，小批量生产，预计2023年开始排量供货，有利于公司通机业务实现向大功率园林终端产品的转型；另一方面，积极自主开展电动化园林机械产品的研发，适应欧美市场需求，同时通过技术集成和资源配置积极开展园林智能机器人产品的前期研发工作。

图表 39：割草机出口金额持续增长（亿美元）



图表 40：园林机械产品定位更加高端（元）



资料来源：海关总署，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4、盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

关键假设：

- (1) 我们预计 2022-2024 年公司摩托车销量增速分别为 2%/1%/4%；其中中大排量摩托车销量增速分别为 23%/49%/48%。
- (2) 我们预计 2022-2024 年公司通机销量增速分别为 5%/5%/7%；其中受益于高端园林产品的放量，2022-2024 年单机均价增速分别为 0%/3%/11%。

图表 41：分部盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
摩托车及发动机					
营收 (百万元)	5789	7558	8160	9112	10293
同比		30.6%	8.0%	11.7%	13.0%
毛利率	16.0%	13.4%	18.5%	19.0%	19.3%
毛利 (百万元)	925	1013	1510	1731	1987
通用机械					
营收 (百万元)	2903	4203	4413	4794	5665
同比		44.8%	5.0%	8.6%	18.2%
毛利率	19.0%	13.0%	18.0%	18.5%	18.8%
毛利 (百万元)	550	546	794	887	1065
其他业务					
营收 (百万元)	1745	1297	1167	1167	1167
同比		-25.7%	-10%	0%	0%
毛利率	15.0%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
毛利 (百万元)	262	240	216	216	216
合计					
营收 (百万元)	10437	13058	13740	15073	17125
同比		25.1%	5.2%	9.7%	13.6%
毛利率	16.6%	13.8%	18.3%	18.8%	19.1%
毛利 (百万元)	1737	1798	2520	2834	3267

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 估值分析与投资建议

我们选取 A 股中摩托车行业和通机行业的公司进行对标。2022 年对标公司平均估值为 27 倍，隆鑫通用为 13 倍；2023 年可比公司平均估值为 19 倍，隆鑫通用为 11 倍。公司在现有主业实现产品的高端化，并积极拓展新的增长曲线，首次覆盖给予买入评级。

图表 42：可比公司估值分析

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E
603129.SH	春风动力	141.73	3.01	5.26	7.24	47	27	20
000913.SZ	钱江摩托	23.64	0.52	0.89	1.13	45	26	21
300879.SZ	大叶股份	18.42	0.35	0.67	1.06	53	27	17
平均值						48	27	19
603766.SH	隆鑫通用	5.98	0.19	0.45	0.54	31	13	11

资料来源：公司公告，wind 一致预期，华安证券研究所

风险提示:

- (1) **摩托车产销不及预期。**公司营收大部分来自于摩托车及发动机业务，当前虽因海外市场增长致使国内销量回暖，但国内市场总体呈萎缩态势。若摩托车市场景气度下滑，则对公司经营造成负面影响。
- (2) **园林市场开拓不及预期。**园林市场为公司通机业务拓展的全新增长市场，若该业务开拓不及预期，则对公司后续发展造成负面影响。
- (3) **商誉减值。**近几年公司持续计提商誉减值，当前公司账面仍存在3.6亿元商誉，若持续进行减值计提则会对当期业绩造成负面影响。
- (4) **暂不考虑控股股东问题拓展解决后，对公司业务发展及估值的影响。**

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7949	8373	10829	12054	营业收入	13058	13740	15073	17125
现金	2667	2840	4792	5357	营业成本	11260	11220	12239	13858
应收账款	1750	2067	2120	2637	营业税金及附加	149	157	172	195
其他应收款	368	548	457	685	销售费用	155	192	211	240
预付账款	50	56	61	69	管理费用	438	522	573	651
存货	1325	1044	1540	1385	财务费用	32	-14	-15	-35
其他流动资产	1789	1819	1859	1920	资产减值损失	-295	-160	-130	-30
非流动资产	5269	5197	5205	5292	公允价值变动收益	-8	0	0	0
长期投资	29	29	29	29	投资净收益	285	69	75	86
固定资产	2738	2899	3007	3073	营业利润	472	1241	1477	1861
无形资产	807	857	907	957	营业外收入	33	10	10	10
其他非流动资产	1695	1412	1262	1232	营业外支出	15	0	0	0
资产总计	13218	13571	16034	17346	利润总额	491	1251	1487	1871
流动负债	4979	4387	5635	5543	所得税	123	313	372	468
短期借款	324	324	324	324	净利润	368	938	1116	1403
应付账款	2220	1521	2559	2060	少数股东损益	-17	9	11	14
其他流动负债	2436	2543	2752	3159	归属母公司净利润	385	929	1104	1389
非流动负债	476	476	476	476	EBITDA	956	1660	1879	2154
长期借款	155	155	155	155	EPS (元)	0.19	0.45	0.54	0.68
其他非流动负债	320	320	320	320					
负债合计	5455	4863	6111	6019					
少数股东权益	358	367	378	392					
股本	2054	2054	2054	2054					
资本公积	23	23	23	23					
留存收益	5328	6264	7468	8857					
归属母公司股东权	7405	8341	9545	10934					
负债和股东权益	13218	13571	16034	17346					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1260	531	2280	982	成长能力				
净利润	368	938	1116	1403	营业收入	25.1%	5.2%	9.7%	13.6%
折旧摊销	455	342	363	383	营业利润	-17.3%	162.9%	19.0%	26.0%
财务费用	68	13	13	13	归属于母公司净利润	-19.8%	141.4%	18.9%	25.8%
投资损失	-285	-69	-75	-86	盈利能力				
营运资金变动	110	-844	744	-752	毛利率 (%)	13.8%	18.3%	18.8%	19.1%
其他经营现金流	801	1932	491	2175	净利率 (%)	2.9%	6.8%	7.3%	8.1%
投资活动现金流	-314	-221	-315	-404	ROE (%)	5.2%	11.1%	11.6%	12.7%
资本支出	-648	-290	-390	-490	ROIC (%)	4.5%	10.6%	10.8%	11.1%
长期投资	281	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	54	69	75	86	资产负债率 (%)	41.3%	35.8%	38.1%	34.7%
筹资活动现金流	-806	-136	-13	-13	净负债比率 (%)	70.3%	55.8%	61.6%	53.1%
短期借款	-551	0	0	0	流动比率	1.60	1.91	1.92	2.17
长期借款	-26	0	0	0	速动比率	1.11	1.42	1.46	1.73
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.99	1.03	1.02	1.03
其他筹资现金流	-229	-136	-13	-13	应收账款周转率	6.76	7.20	7.20	7.20
现金净增加额	97	173	1952	565	应付账款周转率	5.37	6.00	6.00	6.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.19	0.45	0.54	0.68
					每股经营现金流薄	0.61	0.26	1.11	0.48
					每股净资产	3.61	4.06	4.65	5.32
					估值比率				
					P/E	29.00	12.89	10.84	8.62
					P/B	1.53	1.44	1.25	1.09
					EV/EBITDA	9.68	5.86	4.14	3.35

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。