

钱江摩托 (000913.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

大排量摩托方兴未艾，龙头优势突出

公司简介

剥离非主营业务，专注摩托车事业。公司以大排量摩托车业务为重点，1H22 摩托车业务营收占比 98%，其中大排量业务营收占比为 74%，是一家业务非常纯粹的公司。

投资逻辑

大排量摩托车方兴未艾，换购更大排量是未来增长方向。《中国摩托车工业产销快讯》数据显示，2010-2021 年 250cc 以上中大排量摩托车销量由 2010 年的 1.71 万辆增长至 2021 年的 33.30 万辆，年复合增速达 30.98%。22 年 1-6 月大于 250cc 二轮摩托车累计销售 22.2 万辆，同比+46.6%，但人均保有量低于发达国家的 1/5。大排量摩托主要用于玩乐和通勤，偏可选消费品，当前行业主力驱动是换购需求，消费者的首要选车标准是摩托的品控和性能。

大排量市占率第一，内外兼修，具备持续打造爆款产品的能力。1) 洞察消费者需求：2022 年公司大排量市占率超 20%，具备独特的爆款打法，爆款闪 300 和赛 600 年销约 3、5 万辆；2) 产品&品牌力：2005 年收购意大利 Benelli 并积累动力总成和车型设计技术，与哈雷合作，叠加公司高研发投入力度，掌握了核心大排量发动机技术且外观造型设计能力突出，品牌向上；3) 渠道力：省级旗舰店至少设立 500 平旗舰店，与公司利益深度绑定，积极反馈市场改款需求，强势助力公司推出爆款。

股权激励和针对实控人的定向增发增加市场信心。公司 22 年 7 月股权激励计划授予登记完成，23 年 1 月针对控股股东吉利迈捷增发 5.05 亿元，共 0.58 亿股，定增价格为 8.07 元/股，募投资金用途为补充流动资金等。有利于充分调动公司中层管理人员和核心骨干积极性，保障公司长远发展。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2022/2023/2024 年公司实现营业收入 55.6/72.5/92.4 亿元，同比+29.0%/+30.4%/+27.4%，归母净利润 4.3/6.0/7.9 亿元，同比+81.7%/+39.7%/+31.7%，对应 EPS 为 0.9/1.3/1.7 元。考虑到大排量摩托车方兴未艾，公司作为行业龙头，内外兼修，2023 年预计有 2-4 款爆款，业绩有望保持高速增长，给予公司 2023 年归母净利润 25 倍 PE 估值，目标市值 150 亿元，对应目标价 30 元，给予“增持”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险；海外增长不及预期风险；国内禁摩令政策变动，大排量摩托车增长不及预期风险；限售股解禁风险；股票质押风险；人民币汇率波动风险。

新能源汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

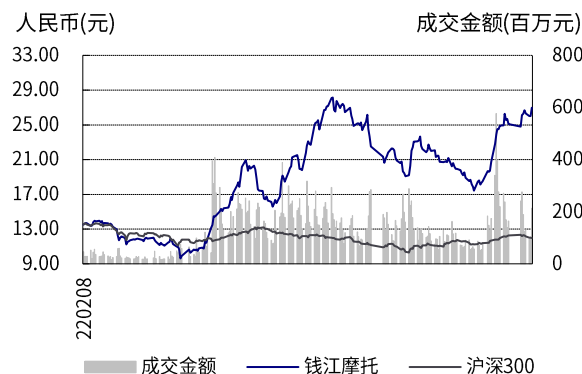
chenchuanhong@gjzq.com.cn

联系人：江莹

jiangying2@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.96 元

目标价 (人民币)：30.00 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,612	4,309	5,560	7,249	9,235
营业收入增长率	-4.55%	19.29%	29.03%	30.37%	27.39%
归母净利润(百万元)	240	238	432	603	794
归母净利润增长率	5.07%	-0.80%	81.67%	39.69%	31.65%
摊薄每股收益(元)	0.528	0.524	0.921	1.286	1.693
每股经营性现金流净额	1.11	0.46	3.56	1.38	1.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.72%	7.94%	12.28%	13.06%	14.81%
P/E	48.46	27.09	20.08	14.37	10.92
P/B	4.23	2.15	2.46	1.88	1.62

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

国内大排量摩托车龙头，聚焦主业受益于需求提升	5
行业需求方兴未艾，核心要求性能和多样化	5
需求方兴未艾，供给端关注品控和性能	5
车手批量换购节点来临，核心竞争力由颜值转向性能	8
强产品、品牌和渠道支撑，车海战术满足初购和增购需求	11
商业模式：齐全的产品线提高出爆款效率，产生更多爆款并能摊销成本	11
大摩兼具工业品和消费品属性，公司产品力、品牌力、渠道力兼备	13
布局出海、电动化，股权激励未来可期	18
历史估值复盘与财务分析	20
公司股价受爆款车型、行业 beta 影响较大	20
摩托车业务主要财务指标优于行业平均水平，周转能力逐步改善	20
盈利预测与投资建议	22
风险提示	24

图表目录

图表 1： 公司主营摩托车业务，大排量摩托车占比近半	5
图表 2： 公司大排量摩托车销量持续提升	5
图表 3： 中国中大排量车型销量快速提升（万辆）	6
图表 4： 各品牌抖音官方号 2020 年起点赞量明显提升	6
图表 5： 疫情期间春风动力 250cc 车型销量暴涨（辆/月）	6
图表 6： 广州、西安、汕头、呼和浩特等城市的禁摩令放松	7
图表 7： 近 1 年内北京、西安、广州等对摩托车百度搜索指数排名靠前	8
图表 8： 西安解禁后摩托车注册量快速提升	8
图表 9： 日本收入提高伴随大排量销量占比提升	8
图表 10： 中国收入提高伴随摩托车排量提升	8
图表 11： 春风 250SR（左）于 2020 年 3 月推出，售价 1.7-2 万元；金吉拉（右）同月推出，售价 2-2.3 万元 9	
图表 12： 换购车型考虑的首要因素是排量和发动机型号	9
图表 13： 各排量摩托车销量下滑伴随着更大排量的崛起	10
图表 14： 250cc 比 250cc+ 早一年开始爆发	10
图表 15： 中性情况下 2026 年市场销量约 160 万辆	10
图表 16： 中性情况下 2026 年市场空间约 625 亿元	10
图表 17： 换购比率 40-90% 时，26 年销量约 136-177 万辆	11
图表 18： 换购比率 40-90% 时，26 年空间约 454-736 亿元	11

图表 19: 公司大排量摩托车生意模式: 生产柔性、销售积极、终端满足多样化需求.....	11
图表 20: 除原材料外, 人工成本占比最高	12
图表 21: QJmotor 要求经销商建店面积要求 200 平方米或 300 平方米以上.....	12
图表 22: 公司发动机和排量平台更为丰富	13
图表 23: 公司核心技术来源于国际品牌和持续研发投入	13
图表 24: 公司研发费用率业内领先 (%)	13
图表 25: 单平台开发需 5 年以上, 公司目前拥有平台数高于同行	13
图表 26: 公司四缸发动机技术强, 市场唯一大批量量产摩托车车型	14
图表 27: 公司通过与多家国际顶尖品牌合作实现品牌向上, 现位居国内品牌热度榜第一.....	15
图表 28: 公司渠道能力较强	15
图表 29: 公司成为奥古斯塔中国代理商, 为其提供渠道	15
图表 30: 车海+渠道+改款=高爆款率	16
图表 31: 公司两爆款 2022 年销量共约 8 万辆	16
图表 32: 公司能贴近用户并快速根据反馈完善产品	16
图表 33: 公司二轮摩托车单车毛利持续上涨	17
图表 34: 公司 2020 年毛利率开始超过春风动力	17
图表 35: 春风 150-250cc 占比更高	17
图表 36: 公司 110-150cc 排量销售占比更高	17
图表 37: 大排量段, 今年至少有 4 款车具备成为爆款的潜能, 省级旗舰店反映较好.....	18
图表 38: 公司出口主要靠小排量支撑 (左: 万辆; 右: 万元)	18
图表 39: 公司大排量摩托车主要出口至欧美地区	18
图表 40: 公司主要出口至欧洲、东南亚、南美等地区, 面临较强的竞争对手	18
图表 41: 公司高端电摩 OA0.....	19
图表 42: 公司电动车多款新品齐上阵	19
图表 43: 公司股权激励对收入、利润及研发投入均进行考核	20
图表 44: 公司股价受爆款、行业 beta 影响较大	20
图表 45: 公司营收及增速处于行业中等水平 (百万元)	21
图表 46: 公司毛利率处于行业较高水平 (%)	21
图表 47: 公司销售净利率处于行业较高水平 (%)	21
图表 48: 公司销售费用率处于行业较低水平 (%)	21
图表 49: 公司管理费用率随经营好转和非主营业务清理下滑 (%)	22
图表 50: 公司研发费用率处于行业较高水平 (%)	22
图表 51: 存货周转率处行业较低水平, 通过渠道优化持续改善 (%)	22
图表 52: 公司应收账款周转率处于行业较低水平但在持续改善 (%)	22
图表 53: 公司摩托车业务业绩将持续提升	23

图表 54: 可比公司估值约 19.41 倍 24

国内大排量摩托车龙头，聚焦主业受益于需求提升

中大排量摩托车是公司盈利主要来源。2022年1-6月公司在摩托车业务上营收占比达94%，其中主营QJMOTOR、QJANG、贝纳利三大摩托车品牌；其他业务包含摩托车零配件、半导体分立器件等，营收占比6%，近年公司陆续剥离不擅长的锂电、房地产等业务，专注于中大排量摩托车领域。中大排量（排量≥250cc）摩托车销量占比为41%，且单车毛利水平高于通路车，因此成为公司主要盈利来源。

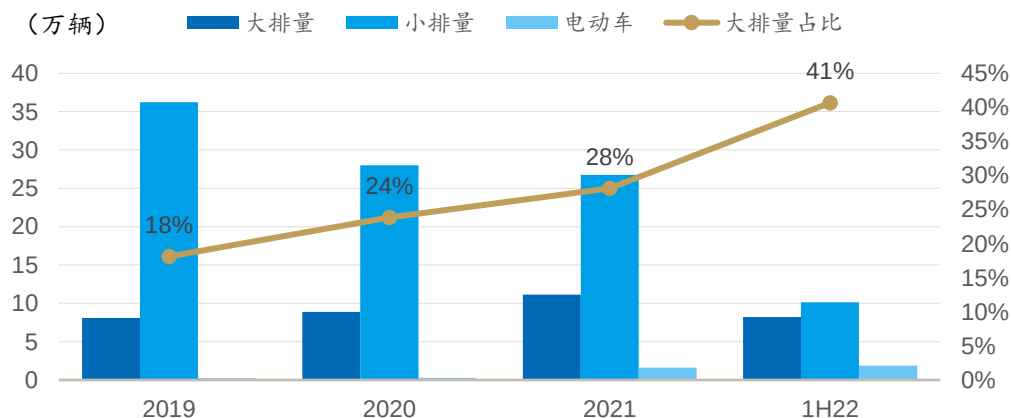
图表1：公司主营摩托车业务，大排量摩托车占比近半



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

连续十年蝉联大排量龙头，大排量摩托车占比持续提升。公司自2005年收购贝纳利以来，250cc以上大排量产品连续十余年位居中国销售第一。在销售数量上，2022上半年公司累计实现摩托车销售约18.32万辆，同比下滑约5.88%，其中销售大排量摩托销售约8.2万辆，同比增长约68.36%，逆势增长；在销售结构上，2019-2021年公司大排量摩托车销售数量持续增长。公司投资30亿元于温岭市东部新区建设摩托车新工厂，预计三年内建成，将实现产线升级，为公司摩托车事业快速发展提供产能支撑。

图表2：公司大排量摩托车销量持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

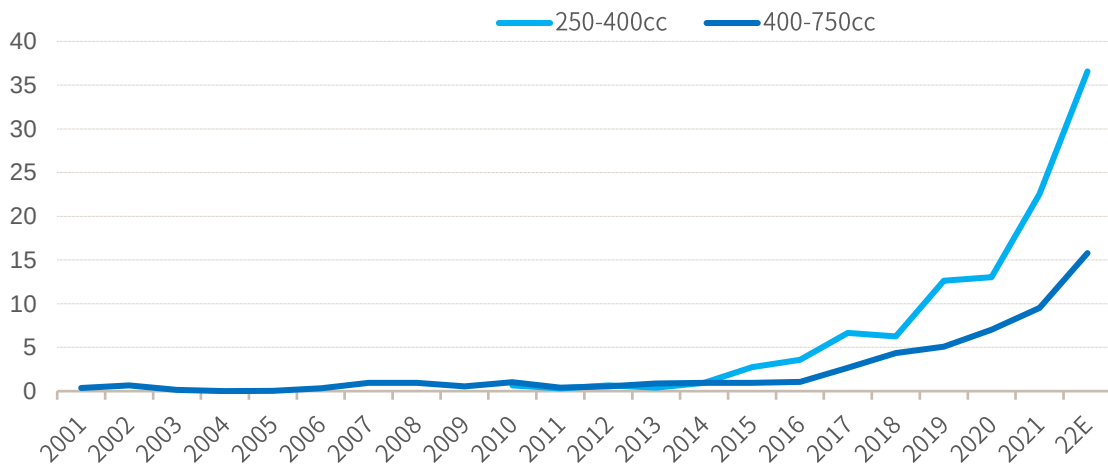
行业需求方兴未艾，核心要求性能和多样化

需求方兴未艾，供给端关注品控和性能

大排量摩托车快速增长，但摩托车行业销量中仅有2.3%排量大于250cc。一般把250cc

以下归为小排量，250 至 400cc 为中排量，400cc 以上为大排量。据《中国摩托车工业产销快讯》数据显示，2010-2021 年 250cc 以上中大排量摩托车销量由 2010 年的 1.71 万辆增长至 2021 年的 33.30 万辆，年复合增速达 30.98%。22 年 1-6 月大于 250cc 二轮摩托车累计销售 22.2 万辆，同比+46.6%。渗透率来看，1-6 月，全行业完成二轮摩托车销售 959.45 万辆，同比下降 14.88%，250c 以上的摩托车渗透率仅有 2.3%。据 Statistika、IMMA 等数据显示，目前我国中大排量摩托车人均消费量仅为 1.3 辆/万人，远低于欧美 9-22 辆/万人，日本 5.3 辆/万人左右。摩托车由代步工具向中大排量娱乐车型转变，具有较高的增长潜力。

图表3：中国中大排量车型销量快速提升（万辆）



来源：Wind，国金证券研究所

大排量在 2020 年起开启爆发式增长有三个驱动因素：（1）疫情期间抖音传播带动玩乐摩托车文化渗透，（2）收入增长，（3）禁摩令放松。

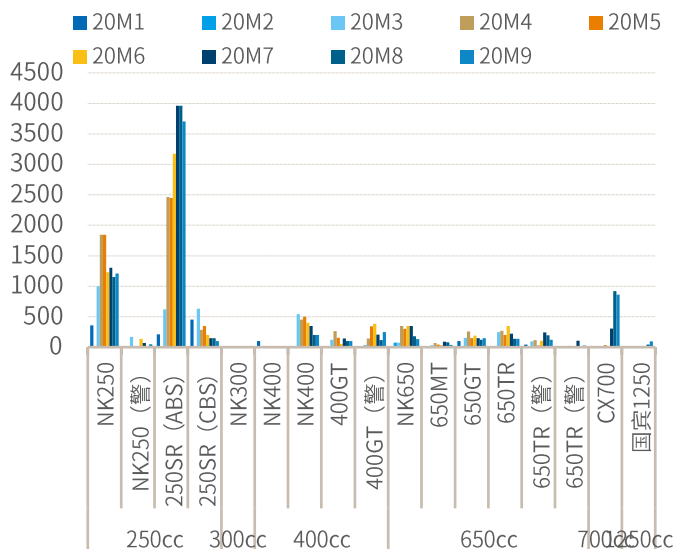
原因 1：摩托车文化渗透已培育优质客户，后续将有多轮换购需求。2020 年疫情期间居家刷手机频率增加，而大排量摩托车消费者以 18-45 岁为主，较容易被抖音、小红书等社交平台吸引和接收推广。春风、钱江摩托等在此期间培养了一大批优质入门级用户。各品牌抖音官方号 2020 年起点赞量明显提升，疫情期间春风动力 250cc 段位 250SR 销量也由 210 辆/月提升至近 3700 辆/月。可见 2020 年疫情期间主要培育的是 250cc 入门级消费者，对于 250cc 以上更大排量的需求未见大幅上涨。

图表4：各品牌抖音官方号 2020 年起点赞量明显提升

		摩托车品牌		专业测评		
抖音名称		QJmotor	Benelli	春风动力	VOGE 无极机车	摩托范
粉丝数（万）		44.7	29	46.4	23.3	107
创号日期		2020/5/25	2018/7/20	2018/3/29	2019/1/3	2019/3/26
超 5000 条赞的作品数（条）	2018		3	7		
	2019		0	5	11	36
	2020	21	16	28	1	134
	2021	52	12	93	8	197
	2022	27	9	62	22	25

来源：抖音，国金证券研究所

图表5：疫情期间春风动力 250cc 车型销量暴涨（辆/月）



来源：中国汽车协会摩托车分会，国金证券研究所

原因 2：禁摩令松动，释放摩托车需求。北京自 1985 年开始禁摩并逐步推广，但近年多

地开始解禁，广州、西安、汕头、呼和浩特等城市均推出政策放松禁摩令，而这些地方与“摩托车”百度搜索指数分布重合度较高，对摩托车需求高的地方禁摩政策松动，将对拉动销量增长有较明显作用。

图表6：广州、西安、汕头、呼和浩特等城市的禁摩令放松

发布日期	发布主体	文件名称	具体内容
2017/3/29	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。
2017/11/28	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秩序综合治理的通告》文件中关于“严禁电动三轮车在绕城高速路以内通行；严禁轻便摩托车、摩托车在二环路（含二环路）以内通行；严禁外埠及本市阎良区、临潼区、长安区和市辖县的轻便摩托车、摩托车在三环路（含三环路）以内通行”失效。
2018/10/10	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、通行管行驶的通告》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、香港等城市的管理经验，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。
2018/12/18	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。
2020/2/7	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。
2020/6/29	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。）》	
2021/3/26	广州市安全生产委员会	《广州市安全生产委员会关于印发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发广州市系统防范化解道路安全管理工作，在政策允许摩托电注册登记上牌的前提下，简化摩托电注册登记手续，推行“带牌销售”。	
2022/3/31	呼和浩特市公安局	《关于调整呼和浩特市摩托车禁限行区域的征求意见稿》	根据当前交通运行状况和摩托车出行特点，拟适当调整放宽呼和浩特市摩托车禁限行区域，并提出两套调整方案。
2022/5/27	福州市公安局	《福州市公安局关于城区外卖寄递行业配送摩托车通行管理的通告》	新104国道主线道路、南二环主路以及西、北二环和连江路主线高架桥外）允许从事外卖寄递行业配送摩托车通行。

来源：各政府官方网站，国金证券研究所

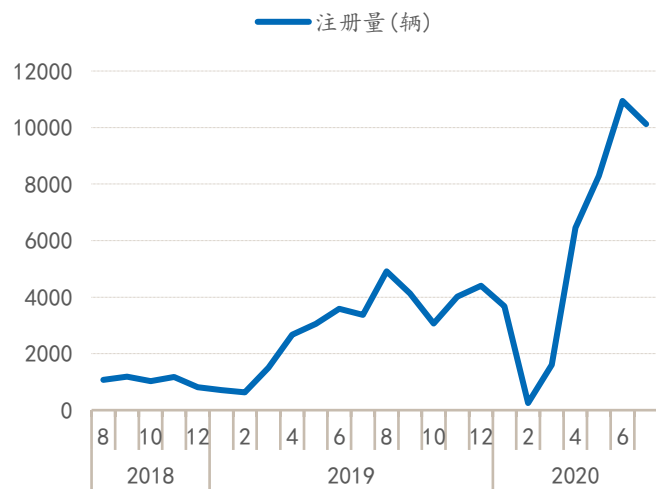
禁摩逐步解封，带动摩托车销量复苏。以西安为例，2017年的11月28号，西安市政府宣布在2009年颁发的《西安市人民政府关于加强道路秩序综合治理的通告》失效，禁摩令解除后摩托车销量迎来快速增长，月销量由千余台逐步提升到上万台。此外，自2022年5月1日起实施的《机动车登记规定》简化了摩托车登记上牌流程，为购车提供了便利。

图表7: 近1年内北京、西安、广州等对摩托车百度搜索指数排名靠前

排名	城市	排名	省份
1	北京	1	广东
2	杭州	2	山东
3	西安	3	浙江
4	成都	4	江苏
5	上海	5	河北
6	重庆	6	北京
7	深圳	7	河南
8	济南	8	四川
9	郑州	9	陕西
10	广州	10	湖南

来源: 百度指数, 国金证券研究所

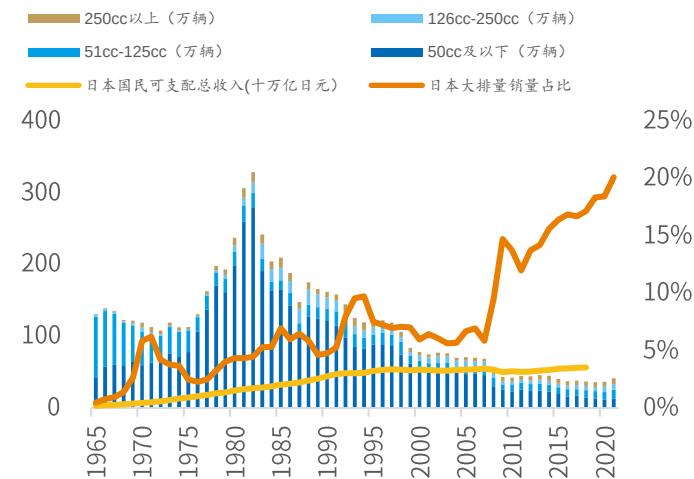
图表8: 西安解禁后摩托车注册量快速提升



来源: 西安市人民政府, 国金证券研究所

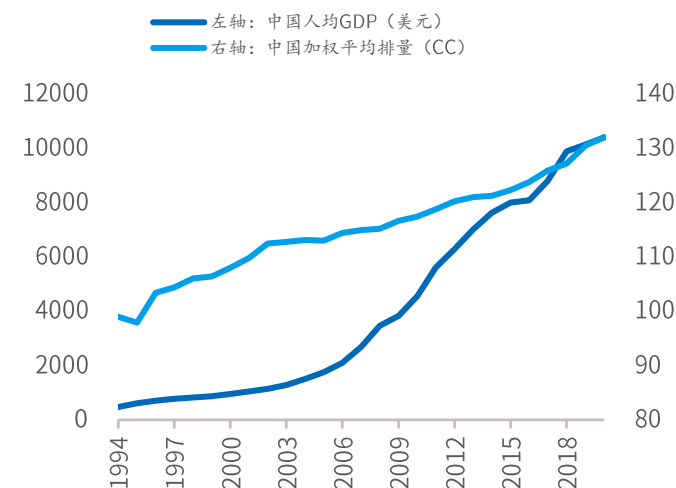
原因3: 收入提升→可选消费增加→玩乐摩托车需求提升。以娱乐为主要目的的大排量摩托车兴起, 根源是消费升级, 收入提升会促进中大排量销量的占比的提升。以日本为例, 250cc+摩托车销售占比随居民可支配收入持续提升, 中国人均GDP也与摩托车加权排量呈正相关关系。

图表9: 日本收入提高伴随大排量销量占比提升



来源: 日本自动车工业协会, 国金证券研究所

图表10: 中国收入提高伴随摩托车排量提升



来源: Wind, 国金证券研究所

车手批量换购节点来临, 核心竞争力由颜值转向性能

由前文可知 2020 年培育了大批入门级客户, 距今已接近 2 年, 换购需求增加, 通过分析爆款车型可发现换购的主要方向是排量和发动机型号。

2020 年先爆发的车型是春风 250SR 和金吉拉, 作为入门车型具备高颜值、高噱头。一般 400cc 是个分水岭, 超过 400cc 的车型动力更强悍、整备质量更重, 对重心掌控及油门操作都有更高的要求, 容错率较低, 稍微不慎就容易出意外, 因此新手从购买质量更轻、动力更小的 250-400cc 入手。新手入门首要考虑要素是颜值、噱头, 由于小白对摩托车专业知识了解不深, 购买时从众心理更强。高颜值车型更能获得他们的青睐, 而高噱头产品可以让他们快速找到有共同话题的车友圈并入圈。春风 250SR 和金吉拉均在 2020 年初推出, 车型拥有高颜值, 通过抖音、小红书等社交媒体制造了高噱头, 排量和重量够小从而利于小白上手。

图表11：春风 250SR（左）于 2020 年 3 月推出，售价 1.7-2 万元；金吉拉（右）同月推出，售价 2-2.3 万元



来源：摩托范，国金证券研究所

换购车型首要考虑因素是排量和发动机型号，对车型的品控和性能要求提升。典型换购车型为赛 600、春风 250SR、川崎 Ninja，均位于业内关注度最高的专业网站——摩托范询价榜前十，这些爆款共同点为（1）排量大带来激情驾驭的体验，因为消费者购买时已熟知机车且想拥有更爽的骑行体验，因此更大排量具有必要性；（2）震动小、四缸带来的跑车哨声等带来更享受的骑行的感官体验，典型如赛 600 拥有国内唯一四缸发动机大批量量产车型；（3）更好体现自己特色，大排量车型的购买集中度更小，对于排量段、发动机型号、车型类别等需求具有较大选择差异性。

图表12：换购车型考虑的首要因素是排量和发动机型号

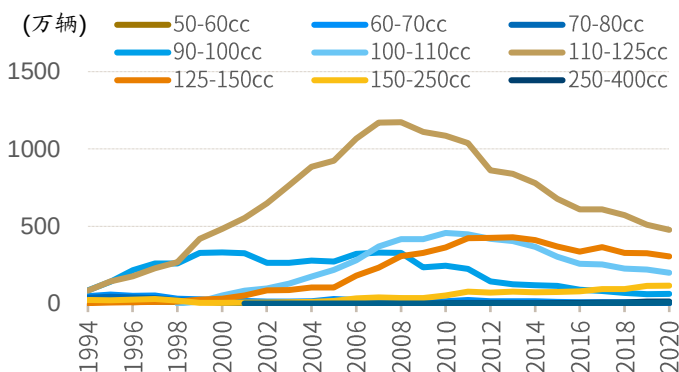


来源：摩托范，国金证券研究所

换购更大排量是未来增长方向。升级方向是排量和发动机型号，更大排量摩托是下一轮增长的方向，历史中小各排量的销量登顶后下滑伴随更大排量的兴起，并且从行业同比增速看，250cc 也比 250cc+ 的增长更快一步。

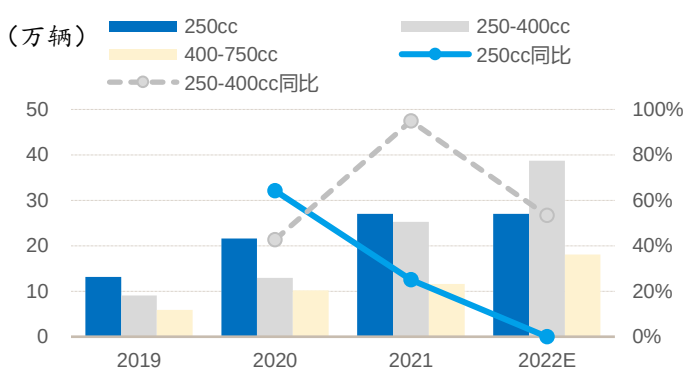
大排量摩托车用户粘性强，80% 以上的用户还会复购，20-22 年购买的入门款后续会换购成更大排量。在疫情期间已经培育出的 250cc-400cc 的摩托车友，后续将逐步释放对 400-750cc 的需求，而后是 750cc 以上。但是国内客户对品牌的忠诚度不高，对摩托车品牌偏好程度没有海外强烈，因此主要靠硬实力比拼。

图表13：各排量摩托车销量下滑伴随着更大排量的崛起



来源：中国汽车协会摩托车分会，国金证券研究所

图表14：250cc 比 250cc+ 早一年开始爆发



来源：中国汽车协会摩托车分会，国金证券研究所

车手换购节点来临，对更大排量摩托车需求将持续提升。由于排量越大对骑车技术的要求越高，新手一般从 250-400cc 开始入门，2 年内换购到进阶排量段（400-750cc）的比例较高，后续受成瘾性影响再往更大排量上迭代。（1）第一辆车：用于入门，2020 年左右市场主要由入门车型驱动，受疫情期间摩托车文化通过抖音快速传播影响，250-400cc 段增速较高，疫情期间基本已经将目标群体进行了教育，且 18-45 岁人口数量下滑，预计后续入门车型增速将由 21 年的 51% 逐步降低至 10% 左右。（2）第二辆车：假设 70% 的车主会选择更换至更高排量的第二辆摩托车，而其中有 40% 左右的人购买二手车，因此新增第三辆车销量=1/2*（两年前销量+一年前销量）*70%*（1-40%）。（3）第三辆车：飙车和赛车的成瘾性较高，为追求更刺激的感官体验，预计 3-4 年后还会从进阶排量段换到更大排量段（750cc+）的车型，假设换购比例为 80%。经测算，大排量销量规模将由 2022 年约 88 万辆提升至 2026 年的 160 万辆，其中 400cc 以上销量占比会由 46% 提升至 53%。

经测算，大排量摩托车总体市场规模将由 2022 年的约 300 亿元提升至 2026 年的 625 亿元，4 年 CAGR 为 19%。其中假设 250cc 单价 2022-2026 年由 2.0 万元/辆下滑至 1.9 万元/辆，主要由于竞争增加导致价格更优惠；大排量的占比提升带动整体均价持续提高，250-400cc/400-750cc/750cc+ 价格由 2.6/6/8 万元/辆提升至 2.7/6.1/8.1 万元/辆。

图表15：中性情况下 2026 年市场销量约 160 万辆

销量 (万台)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
250-400cc(含250)	22.2	34.6	52.3	65.7	78.9	90.7	99.8	109.8
YoY		55%	51%	26%	20%	15%	10%	10%
入门排量占比	75%	73%	77%	75%	72%	71%	69%	69%
400-750cc	5.9	10.2	11.6	18.1	24.8	29.9	34.4	38.0
YoY		72%	14%	55%	37%	21%	15%	10%
第二阶段占比	20%	21%	17%	21%	23%	23%	24%	24%
750cc+	1.7	2.8	4.0	4.1	5.2	7.0	9.9	12.5
YoY		69%	44%	2%	27%	34%	42%	25%
第三阶段占比	6%	6%	6%	5%	5%	5%	7%	8%
合计	29.8	47.5	67.9	87.9	108.9	127.6	144.2	160.3
YoY		59%	43%	29%	24%	17%	13%	11%
二手车比重					40%	41%	42%	43%

来源：中国汽车协会摩托车分会，国金证券研究所测算

图表16：中性情况下 2026 年市场空间约 625 亿元

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
250-400cc(含250)	54	82	130	170	206	239	264	293
YoY		53%	57%	31%	21%	16%	11%	11%
入门排量占比	53%	50%	56%	55%	52%	50%	48%	47%
400-750cc	35	61	69	108	149	180	209	231
YoY		72%	15%	56%	38%	21%	16%	11%
第二阶段占比	34%	37%	30%	35%	38%	38%	38%	37%
750cc+	13	22	32	33	42	56	80	101
YoY		70%	45%	2%	27%	34%	42%	26%
第三阶段占比	13%	13%	14%	11%	11%	12%	14%	16%
合计	102	165	232	312	397	475	553	625

来源：中国汽车协会摩托车分会，国金证券研究所测算

市场空间受换购比率影响较大，因此我们通过变动换购比例对市场空间进行敏感性分析，假设消费者有两次可能会换购车，分别为入门到进阶、进阶到资深，当换购比率为 40% 时，对应 2026 年中大排量市场销量为 135 万辆，市场空间约 454 亿元；当换购比率均为 90% 时，中大排量市场销量为 177 万辆，对应市场空间 736 亿元。

图表17: 换购比率 40-90%时, 26 年销量约 136-177 万辆

进阶到 资深: 3 年内换 购比例	入门-进阶: 2年内换购比例						
	160	90%	80%	70%	60%	50%	40%
	90%	177	169	162	154	147	140
	80%	175	167	160	153	146	139
	70%	173	166	159	152	145	138
	60%	171	164	157	150	144	137
	50%	169	162	156	149	142	136
	40%	167	160	154	148	141	135

来源: 中国汽车协会摩托车分会, 国金证券研究所测算

图表18: 换购比率 40-90%时, 26 年空间约 454-736 亿元

进阶到 资深: 3 年内换 购比例	入门-进阶: 2年内换购比例						
	625	90%	80%	70%	60%	50%	40%
	90%	736	687	637	588	539	490
	80%	720	672	625	577	530	483
	70%	703	658	612	567	521	475
	60%	687	643	600	556	512	468
	50%	671	629	587	545	503	461
	40%	655	615	575	534	494	454

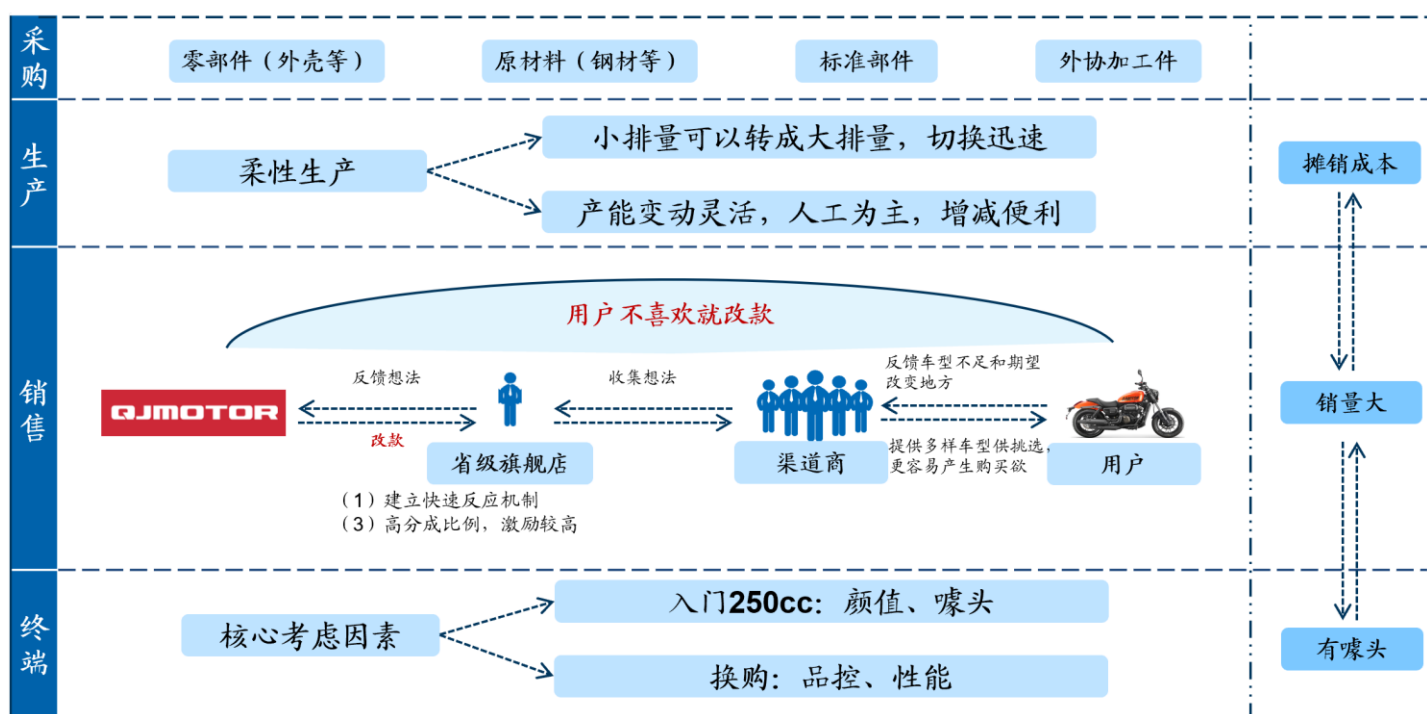
来源: 中国汽车协会摩托车分会, 国金证券研究所测算

强产品、品牌和渠道支撑, 车海战术满足初购和增购需求

商业模式: 齐全的产品线提高出爆款效率, 产生更多爆款并能摊销成本

大排量摩托车方兴未艾, 公司产品端满足客户多样化需求、生产端具备柔性化、销售端自驱力强, 支撑公司不断推出爆款, 持续提升入门车型和升级车型的销量。

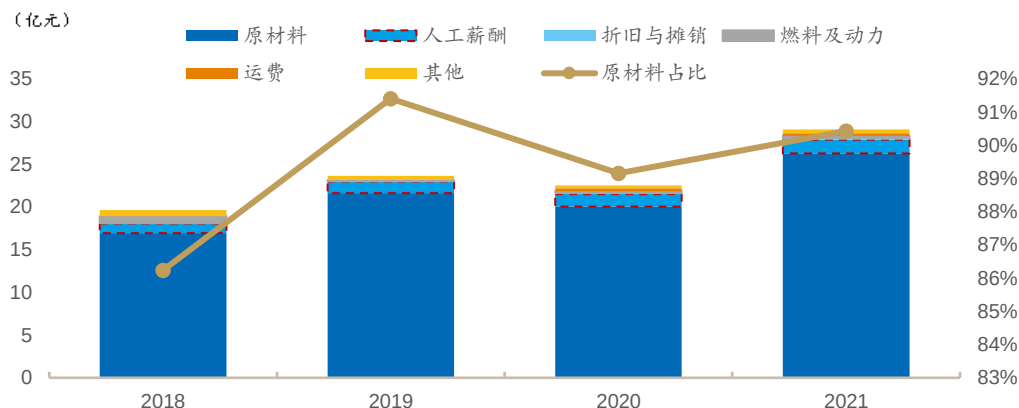
图表19: 公司大排量摩托车生意模式: 生产柔性、销售积极、终端满足多样化需求



来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

生产端: 大排量摩托车行业生产端柔性较高, 体现在产线切换灵活、产能变动灵活。(1) 产线切换灵活: 小排量的生产线可以快速转移到大排量, 车型之间的产线转移速度也较快, 因此只要有爆款产品, 可将其他产线快速切换过来, 帮助降低单位成本。(2) 产能变动灵活: 摩托车制造业平均自动化水平较低, 主要产能来自人工, 计价收费, 淡季需求下滑, 工人收入大幅下滑时会主动离职, 旺季工厂又会扩招, 人工上手快, 因此产能可以随下游需求状况灵活调整, 从而利于整体成本减少。

图表20：除原材料外，人工成本占比最高



来源：公司公告，国金证券研究所

省级旗舰店+渠道商模式，帮助公司根据消费者的偏好改款以生产爆款。公司 2020 年 5 月创建 QJmotor 并搭建全新的渠道。开设条件对店面面积和营运能力等都有严格要求。渠道的盈利来自于向下级经销商售卖摩托车，单车盈利较强，因此有极大动力推动下游销售并赚取规模化销量的利润，省级旗舰店负责拓展渠道、高频收集反馈市场信息，帮助公司对摩托车进行改款，历史上闪 300s 和赛 600 的成功中，省级代理商功不可没。

渠道商采取“一区一商，公司直供”模式，高激励和高建店面积绑定核心利益。公司要求意向加盟商必须为区域的行业领军经销商，拥有丰富的渠道资源和管理经验。现有大排量经销商超过 900 家，高于同行，能极大带动经销商主动推荐 QJmotor 的积极性。由此可见公司的渠道能力处于行业领先水平。

图表21：QJmotor 要求经销商建店面积要求 200 平方米或 300 平方米以上

QJMOTOR

[首页](#)
[认识我](#)
[我的车](#)
[找到我](#)
[Club](#)
[周边](#)
[ALWAYS FOR U](#)

招商仅限地级市市区或县级地区。招商信息长期有效，具体招商条件如下：

I 可申请加盟区域

招商仅限地级市市区或县级地区，符合以下任意条件均可申请：

1. 当地（地级市市区或县级地区）无 QJMOTOR 门店。
2. 当地（地级市市区或县级地区）有 QJMOTOR 门店，但店内为品牌混卖形式。

I 申请加盟须承诺

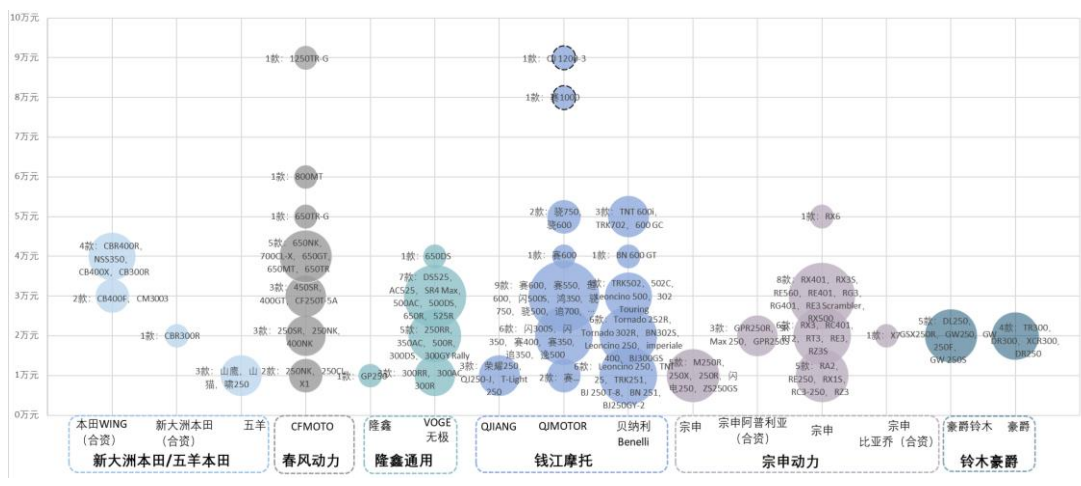
1. 必须开设独立的专卖专营店，有独立的销售、推广团队。
2. 建店面积要求 200 平方米或 300 平方米以上。

（您的加盟信息仅 QJMOTOR 营销总监和渠道室经理可见，我们会长期保存您的加盟信息，承诺为您的信息保密。）

来源：公司官网，国金证券研究所

快拳出击推出多款车型，爆款带动入门销量，飞轮效应凸显。公司凭借强大的平台能力，每年推出多款新车，23 年预计有 20 款左右，产品矩阵日渐丰富，无论需要什么排量段和什么缸型，基本都能在 QJmotor 门店找到。在车海战术下，推出爆款的概率大幅提升，公司因此收获了可观的销量。爆款带来了更多噱头，因此可以吸引更多新手购车，由此实现飞轮效应。

图表22：公司发动机和排量平台更为丰富



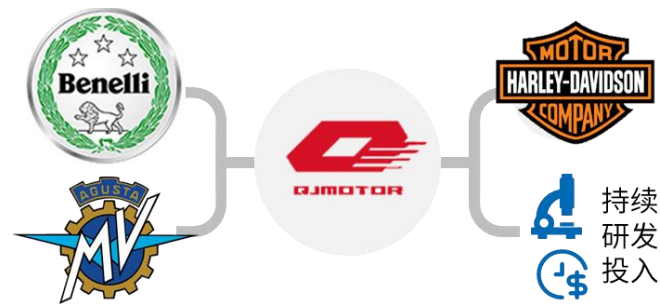
来源：摩托范，公司官网，国金证券研究所

大摩兼具工业品和消费品属性，公司产品力、品牌力、渠道力兼备

大排量摩托车属于可选消费，因此产品、品牌和渠道力都需要具备。1) 产品力：大排量摩托要求品控、性能皆优，掌握关键发动机技术；2) 品牌力：通过顶尖品牌背书提高销量、毛利率；3) 渠道力：渠道数量多且具备较强的利益关联，助推企业销量提升，形成规模效应。

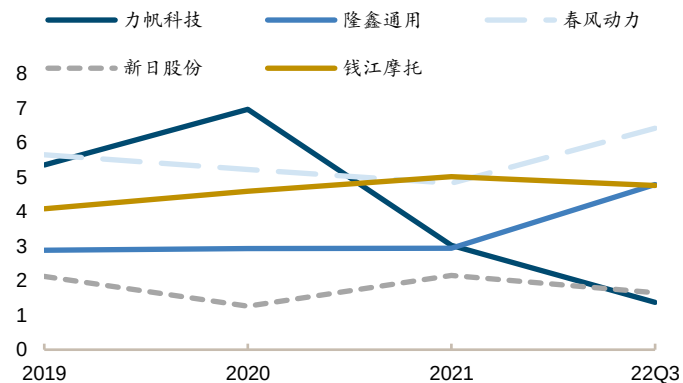
QJMOTOR 核心产品力来源是国际品牌和持续研发投入。公司 2005 年收购国际 1.5 线厂商贝纳利，获得发动机核心技术、外观设计能力，并持续研发投入放大优势，1H22 研发费用率为 5.3%。后又与哈雷、奥古斯塔合作发动机并推出新机型，收获国际一线品牌技术经验。

图表23：公司核心技术来源于国际品牌和持续研发投入



来源：摩托范，国金证券研究所

图表24: 公司研发费用率业内领先 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

公司的产品力体现为国内最齐全的发动机平台和唯一的四缸发动机技术。公司发动机平台数量领先，具备业内最全的排量和发动机缸数：开发一个新的动力平台的车型，需要 5 年以上，具有较高的技术壁垒。QJMOTOR 同时拥有国际大品牌贝纳利和奥古斯塔的技术加持，自身的动力总成平台和车型平台最为丰富。

图表25: 单平台开发需5年以上, 公司目前拥有平台数高于同行

燃油两轮	钱江（含贝纳利）	春风	隆鑫无极
2020	7+0	3	2
2021	8+2	2	3
2022	5+5	4	5
2023E	10+1	6	6
目前车型数量	20+21	16	13

燃油两轮	钱江（含贝纳利）	春风	隆鑫无极
拥有的动力平台	125、150、250、300、350、400、125、150、250、400、125、150、200、250、300、500、550、600、700、750、800、450、650、700、800、350、400（宝马代工）、500、900、1200	1250	650、850
平台数量	14	9	10

来源：公司公告，国金证券研究所

公司四缸发动机量产上车十年，技术经过时间考验。公司量产了国内唯一国产四缸发动机，已经沉淀十年，得到消费者认可，赛 600 成为行业爆款，2022 年销量约 3 万辆。竞争对手尚未出现大批量量产四缸车型，四缸发动机出现漏油现象。且消费者换购的时候优先选择信赖的品牌，公司凭自身发动机技术和贝纳利背书，成功夺取大排量市场。其余品控更好的如豪爵、隆鑫产品矩阵完善度不高，在行业快速增长的时期难以满足客户多样化需求，可能在抢占市场上后劲不足。

图表26：公司四缸发动机技术强，市场唯一大批量量产摩托车车型



来源：公司官网，国金证券研究所

品牌力：与海外品牌的合作同时提升了公司的品牌力和技术。(1)与哈雷、奥古斯塔合作，获两家国际一线品牌背书。公司与哈雷合作研发生产摩托车，产品挂哈雷品牌，与哈雷、奥古斯塔的合作均有车型开始推出，公司有望通过哈雷品牌快速打开欧美市场。

(2)收购贝纳利，获得百年意大利品牌核心技术，品牌认可度高。贝纳利的发动机技术和品牌都直接被公司所有，因此公司推出 QJMotor，直接采用贝纳利的发动机技术，但更具性价比。公司品牌认可度较高，位列摩托范品牌榜第一。

竞争对手国际合作深度广度与公司尚有差距。春风与 KTM 合作，为其代工车型。隆鑫代工宝马发动机+踏板车、MV 奥古斯塔发动机。

图表27：公司通过与多家国际顶尖品牌合作实现品牌向上，现位居国内品牌热度榜第一



来源：摩托范，公司官网，国金证券研究所

省级代理商在推出爆款中发挥改款和推广两大作用：（1）改款：省级代理商与公司利益绑定较深，会积极高频反馈消费者对摩托车的改款需求，从而公司得以将车型改成消费者真正喜欢的样子。（2）推广：省级旗舰店可结合当地特色推广活动，从而提高活动热度。

图表28：公司渠道能力较强

	钱江摩托	春风动力	隆鑫通用
大排量渠道渗透深度	县级	地级市	地级市
全渠道利润	较高	一般	一般
渠道模式	省级旗舰店+经销	直营	-
渠道数量	超 900	超 500	-
渠道管理模式	QJMotor： 省级旗舰店+渠道模式	扁平化	-

来源：公司公告，调研数据，国金证券研究所

公司渠道在国内属于领先水平：（1）大排量经销商数量更多，共 1000 余家渠道商；（2）渠道单店毛利更高，省级旗舰店深度利益绑定，高频向公司反馈市场偏好，帮助公司持续推出符合消费者偏好的改款；（3）侧面体现：奥古斯塔寻求与公司进行合作，沿用公司的摩托车渠道。

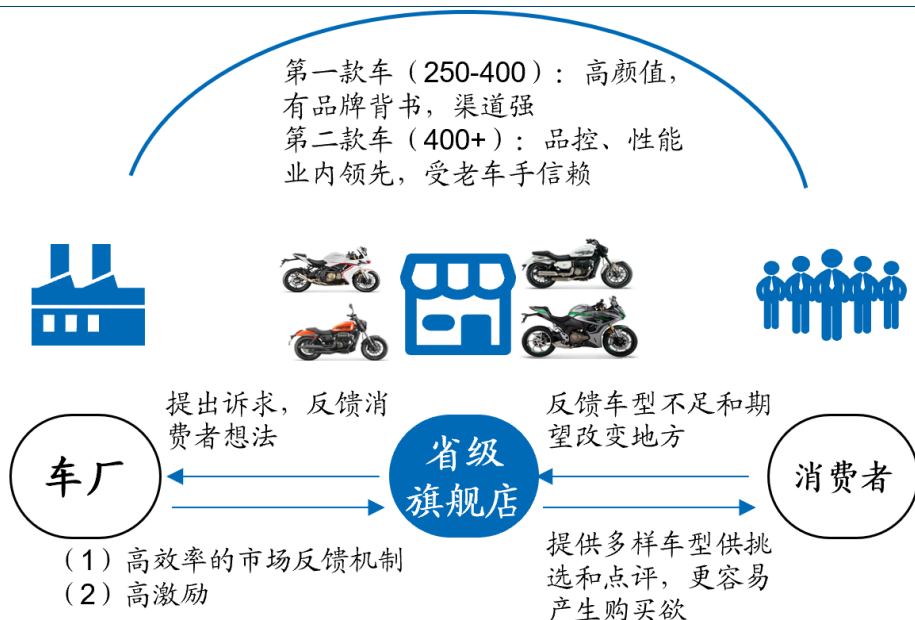
图表29：公司成为奥古斯塔中国代理商，为其提供渠道



来源：摩托范，公司官网，国金证券研究所

公司采用车海战术，快速改款打造爆款。公司凭借国内最齐全的发动机平台支撑，每年推出多款新车型，如 2023 年一季度推出 11 款车型，累计形成了较为完整的车型布局，消费者无论想要什么排量段、缸型的车型都基本可以被公司满足，若有不满之处，公司会持续进行改款直到消费者喜欢为止，因此推出爆款的概率非常高。

图表30：车海+渠道+改款=高爆款率



来源：摩托范，公司官网，国金证券研究所

车海&改款战术强，闪 300s 和赛 600 两爆款均由此产生。

精准捕捉市场爆款特征，改款后成为爆款：2021 推出闪 300s，前期销量较差，但 (1) 经省级旗舰店反馈将颜值、发动机等改款后更符合消费者偏好，2022 年更加火爆，全年销售 5 万台左右；(2) 解决竞品的通病 (如金吉拉)，类似的价格和外貌，更好的质量和品牌；由此吸引了较多消费者的青睐。

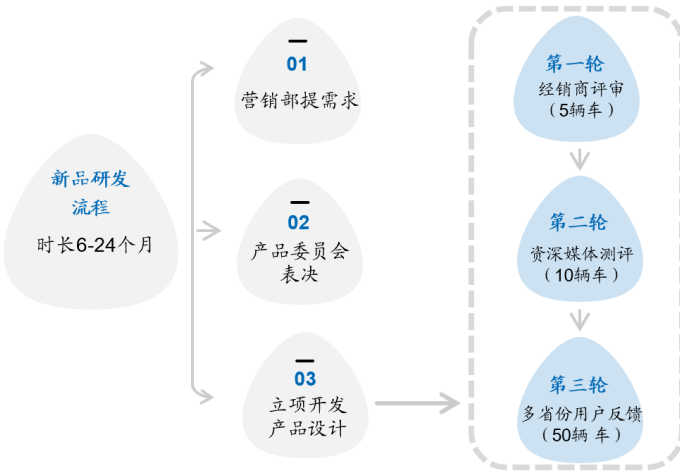
换购考虑排量和发动机，赛 600 把握换购机遇&四缸发动机核心技术：2021 年初左右开始交付，前期市场 (春风 250SR 等) 培育了大量的入门骑手，赛 600 是国产屈指可数的量产搭载四缸发动机的车型，加之酷炫的外形，亲民的价格，贝纳利的核心技术，因此上市即成爆款。

图表31：公司两爆款 2022 年销量共约 8 万辆

图表32：公司能贴近用户并快速根据反馈完善产品



来源：摩托范，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

单车毛利持续提升，毛利率超越同行。公司二轮摩托车单车毛利 2019 年至 2022 年持续上涨，1H22 达 3494 元，主要受益于大排量摩托车的占比提升，据公司的定价策略，排量越

高则毛利率越高。春风摩托车由于在小排量段中偏大排量的占比更高，所以整体单车毛利水平高于公司，且近年来单车毛利持续下滑，由 2019 年的 7384 元/辆下滑至 4067 元/辆。

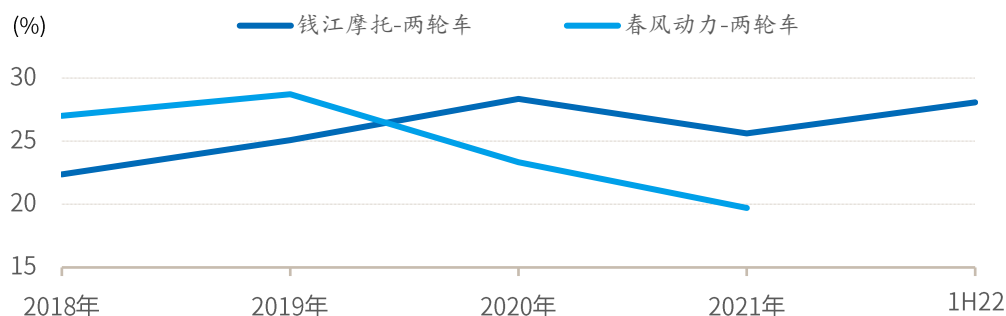
图表33：公司二轮摩托车单车毛利持续上涨

公司	项目	2019	2020	2021
钱江二轮摩托车	毛利润（亿元）	8	9	10
	销量（万辆）	45	37	40
	单车毛利（元）	1777.9	2402.0	2534.2
春风二轮摩托车	毛利润（亿元）	3	4	5
	销量（万辆）	4	8	11
	单车毛利（元）	7384.0	5322.1	4067.2
隆鑫二轮摩托车	毛利润（亿元）	11	9	10
	销量（万辆）			133
	单车毛利（元）			759.9

来源：各公司公告，国金证券研究所（注：隆鑫营业利润包含部分发动机，所以计算结果比实际摩托车高）

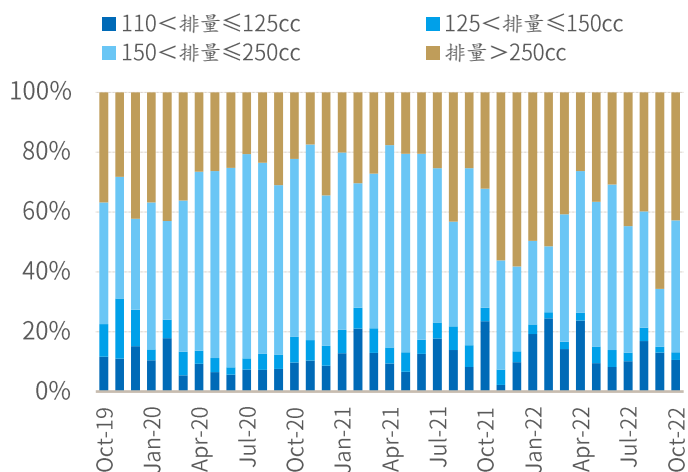
公司两轮摩托车毛利率 2020 年开始超过春风动力。公司的两轮摩托车毛利率自 2018 年起保持上涨态势，从 2018 年的 22.37% 提升至 1H22 的 28.08%。主要由于大排量摩托车销量占比持续上升，此外公司的柔性产线也减少了闲置产能的风险。预计未来随大排量摩托车占比持续提升，公司的毛利率也会逐渐上升。春风动力的毛利率持续下滑，主要受到关税影响。

图表34：公司 2020 年毛利率开始超过春风动力



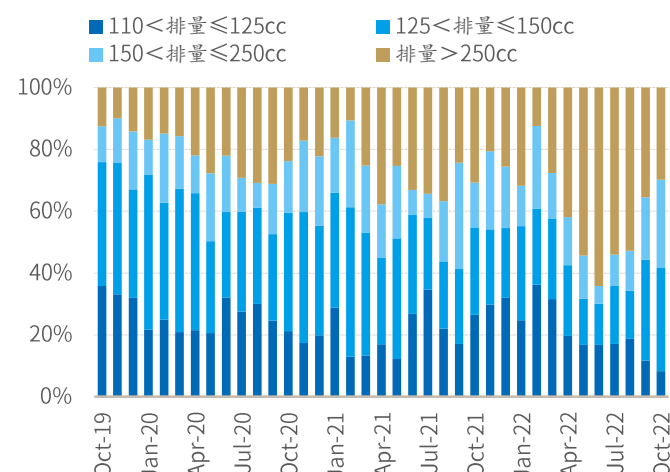
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表35：春风 150-250cc 占比更高



来源：春风动力公司公告，国金证券研究所

图表36：公司 110-150cc 排量销售占比更高



来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年的增长点：未来可能的 4 款爆款+摩旅车“骁”疫后修复。(1) 摩旅复苏带动骁系列增长。疫情影响摩旅车骁系列，21 年销近万辆，22 年大幅下滑，23 年可能有多款新车推出，预计新增销量过万。

(2) 爆款增长：赛闪骁追逸五大车型矩阵，多维度覆盖用户群体，所以出爆款概率高；叠加省级旗舰店及时反馈需求来改款，再加发动机+品牌认可度，也能吸引换购群体。

1) 消费者反馈潜力较大车型：赛 550、赛 650、赛 700、闪 350。2) 爆款排量升级和向下吸引新玩家：赛 650、700 是比赛 600 的向上升级，此外公司也通过推出爆款的 150cc 小排量车型吸引新玩家。这些进行了车型的改进，有更有设计感的单边，向智能化延伸，叠加市场反馈较好，有望成为爆款。

图表37：大排量段，今年至少有 4 款车具备成为爆款的潜能，省级旗舰店反映较好

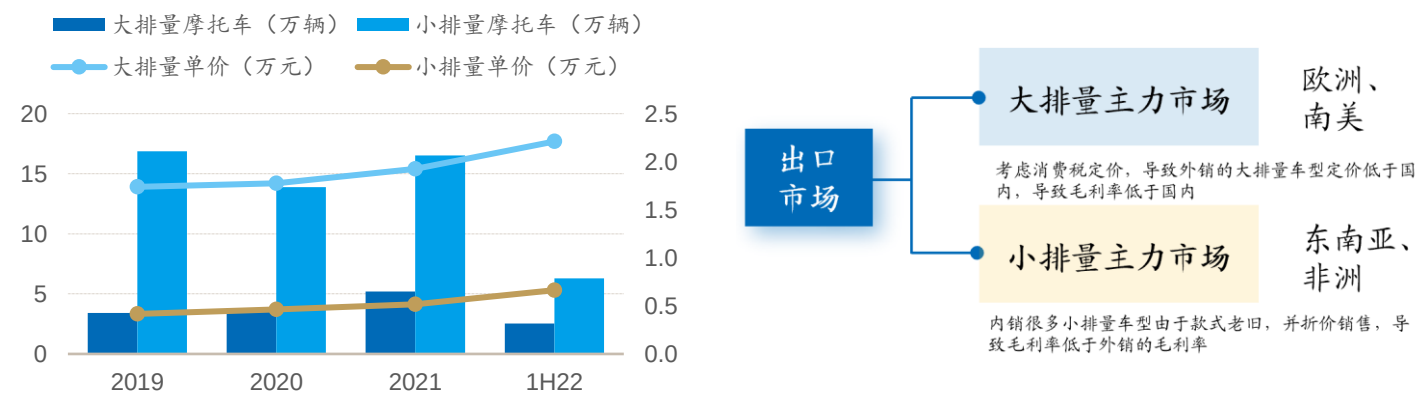


来源：摩托范，国金证券研究所

布局出海、电动化，股权激励未来可期

大排量以贝纳利出海为主，QJmotor 逐步布局。大排量出口目前 70% 为贝纳利，海外渠道较为完善，且作为意大利品牌在海外具有较好声誉，因此在海外销售较为稳健，大排量年销量约 5 万辆，小排量约 4 万辆。QJmotor 海外尚在布局渠道，预计会与贝纳利进行差异化布局，在贝纳利未售卖国家进行突破，或在同一地区售卖定位不一样的车型。

图表38：公司出口主要靠小排量支撑(左:万辆;右:万元) 图表39：公司大排量摩托车主要出口至欧美地区



来源：摩托范，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

小排量主要销往东南亚、非洲，主要为凯威代工，其余为贝纳利的小排量摩托车。以发达国家为代表的海外市场对于摩托车文化的要求比较高，公司可能通过与哈雷合作突破美国市场，通过贝纳利的品牌突破欧洲市场。

图表40：公司主要出口至欧洲、东南亚、南美等地区，面临较强的竞争对手

地区	国家	竞争对手
欧洲	意大利	本田, Piaggio, Kymco, 雅马哈, SYM, BMW, 贝纳利, 杜卡迪, KTM, Triumph
	英国	本田, 雅马哈, 宝马, 凯旋

	俄罗斯	日本品牌, 宝马, 杜卡迪, Bajaj Auto, Motoland, CF Moto
	德国	Piaggio, 宝马, 本田, 雅马哈, 川崎, KTM, 艾普瑞利亚, 标致
	西班牙	本田, 雅马哈, 比亚乔, Kymco, SYM, 宝马, 标致, KTM, 川崎
	法国	雅马哈, 本田, 宝马, 比亚乔, 标致, Triumph, Kawasaki, Sym, Kymco
	欧洲电动车市场, 最畅销的是中国小牛, 领先于 Vmoto Soco 和比亚乔	
东南亚	印度尼西亚	本田等
	越南	本田, 雅马哈, Pega, Vinfast, 雅迪, 地宝, Sym
	菲律宾	本田, 雅马哈, Rusi
	泰国	本田, 雅马哈, 比亚乔
	马来西亚	雅马哈, 本田, 摩德纳斯
东亚	日本	本田, 铃木, 雅马哈, 川崎
	韩国	本田, 大林, 雅马哈
拉美	墨西哥	Italika (墨西哥生产, 占 70%), Honda, Vento, Carabela, Hero
	巴西	本田, 中国 Shineray
	哥伦比亚	Bajaj Auto, 雅马哈、AKT 、铃木、本田、TVS Motor、贝纳利
	秘鲁	本田, 万新, Bajaj Auto, 宗申, Ronco, Nexus, Ssenda , 力帆
北美	美国	哈雷戴维森, 本田, 雅马哈, 川崎

来源: 公司公告, 摩托范, 国金证券研究所

电动两轮车事业开始布局, 尚在初始阶段。22 年 3 月, 公司成立电动两轮车事业部, 布局四大业务: 第一是高端两轮车, 即高端电摩 OA0, 大排量的踏板也会改成电摩 (23 年会推出); 第二是普通的电动摩托车 (以踏板为主); 第三是电动自行车 (23 年预期 10 万台); 第四是四轮车, 预计 2023 年下半年投入渠道, 开发了 3-4 款四轮车新品。

图表41: 公司高端电摩 OA0



来源: 摩托范, 国金证券研究所

图表42: 公司电动车多款新品齐上阵



来源: 公司公告, 国金证券研究所

股权激励计划+定增, 彰显对公司未来发展信心。2022 年公司发布股权激励方案, 激励对象总人数为 160 人, 包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术人员及骨干, 考核年度为 2022-2025 年四个会计年度, 对收入、利润及研发投入均进行考核。

股权激励计划可将公司与员工利益绑定, 激发员工工作积极性, 对收入、利润和研发投入的综合考核亦彰显公司注重增长质量、重视研发的理念。结合激励计划的目标来看, 我们认为公司对业绩增长的预期较为稳健, 净利润复合增速高于收入增速, 盈利质量有望提升、盈利弹性有望释放。

图表43：公司股权激励对收入、利润及研发投入均进行考核

解除限售期	净利润目标（亿元）	营业收入目标（亿元）	研发投入目标（亿元）
各绩效指标权重	40%	30%	30%
业绩目标达成率（P）	$\Sigma（\text{绩效指标实际达成值}/\text{绩效指标目标值}）\times \text{绩效指标权重}$		
第一个解除限售期（2022 年）	2.88	47.41	2.37
第二个解除限售期（2023 年）	3.36	51.72	2.59
第三个解除限售期（2024 年）	3.84	56.03	2.81
第四个解除限售期（2025 年）	4.32	60.34	3.02
CAGR	16%	9%	9%

来源：公司公告，国金证券研究所

公司于 2023 年 1 月针对控股股东吉利迈捷增发 5.05 亿元，共 0.58 亿股，定增价格为 8.07 元/股，募投资金全部用于补充流动资金。资金主要用于扩充中大排量摩托车和电动摩托车产能。此后吉利持股比例将由 28.8%提升至 36.6%。股权激励和定增共同作用下，有利于充分调动公司中层管理人员和核心骨干积极性，保障公司长远发展。

历史估值复盘与财务分析

公司股价受爆款车型、行业 beta 影响较大

公司股价主要受到以下因素的影响：（1）爆款车型的出现；（2）行业 beta，由于公司是龙头，行业趋势向上时公司将率先受益；（3）股权管理：定增、减值、股权激励等；（4）市场对公司业绩的预期。20 年受疫情影响摩托车市场逐渐由海外向国内转移，大排量摩托车需求火爆，公司作为国内唯一可自主研发四缸摩托车的公司，股价受行业景气度上升快速上涨。自 20 年 11 月起股东减持，公司未能及时推出爆款车型，股价持续下跌，直至 22 年公司升级爆款车型赛 600 并推出闪 300s。公司股价与摩托车市场整体消费需求及车型市场地位、创新能力高度相关，同时有效体现公司基本面情况。22 年推出的股权激励计划和 23 年实施的定增将有效调动公司骨干成员和核心管理层的积极性，推动公司新车型研发及利润收入的增长实现。

图表44：公司股价受爆款、行业 beta 影响较大



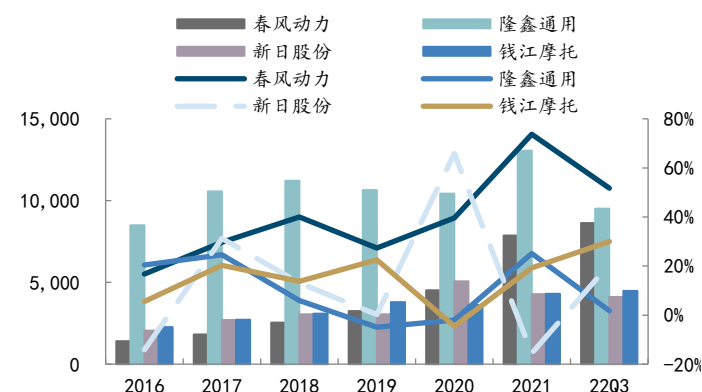
来源：Wind，国金证券研究所

摩托车业务主要财务指标优于行业平均水平，周转能力逐步改善

公司营收及增速处于行业中等水平，高毛利车型销量稳定，毛利率为行业领先。19/20/21 年，公司整体业务营收分别为 37.84/36.12/43.09 亿元，同比增速分别为 +22.54%/-4.55%/+19.29%，对应毛利率 23.0%/28.1%/26.2%。公司主营业务以摩托车整车销售为主，每年营收占比 80%至 90%，2020 年受疫情影响，公司摩托车销量下滑造成营收减少。相比行业龙头，公司整体营收增速相对稳定，存在较大提升空间。受益于公司重要

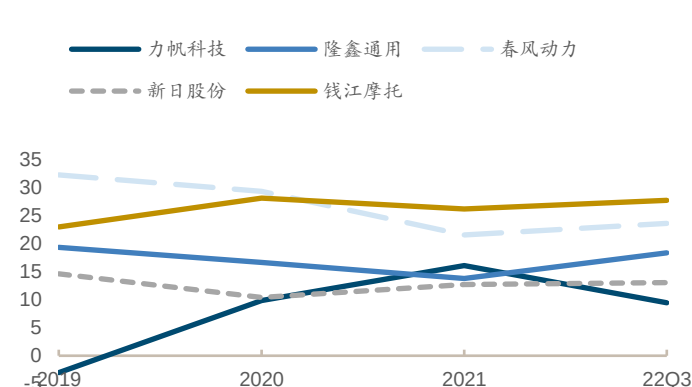
业务产品大排量摩托车毛利高且销量稳定，公司整体毛利率始终处于同行较高水平。2021年毛利下降主要为价格上涨不及原材料涨价幅度，同时毛利率较低的300系列销售火爆使其收入占比提升，导致整体毛利率下降，22年已逐步回升。

图表45：公司营收及增速处于行业中等水平（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

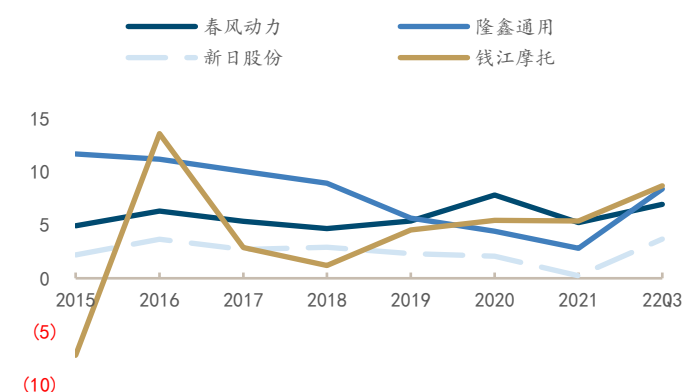
图表46：公司毛利率处于行业较高水平（%）



来源：Wind，国金证券研究所

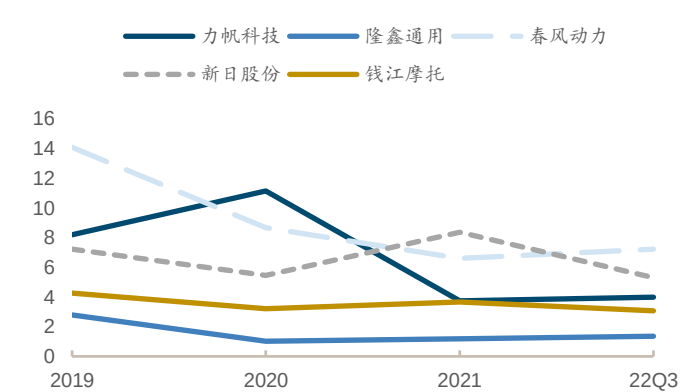
通过控制费用和上调价格，19年-22Q3销售净利率稳定维持在4.5%以上。22Q3公司净利率突破8%为行业第一，21年净利率同比下降1.34%主要系原材料涨价导致成本增加。为保证能够维持一定的利润率，公司在上调价格的同时较好地控制了各项期间费用，费用控制能力强，销售费用率处于同行低水平，整体净利率始终保持行业较高水准。

图表47：公司销售净利率处于行业较高水平（%）



来源：Wind，国金证券研究所

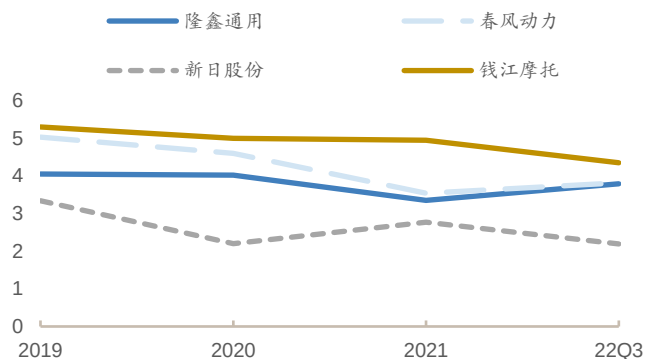
图表48：公司销售费用率处于行业较低水平（%）



来源：Wind，国金证券研究所

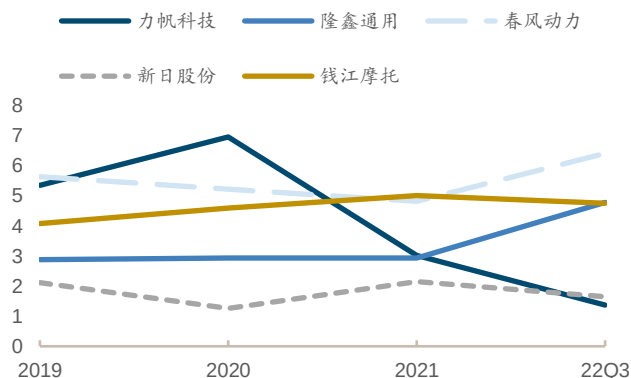
管理费用率随业务清算重整及营收增加持续下降，研发费用投入随生产经营持续上升。19-21年管理费用占比分别为5.30%/5.00%/4.95%，研发费用占比4.08%/4.59%/5.01%。管理费用占收入的比重持续下降主要源于公司营业收入的增长幅度远超管理人员及职工薪酬涨幅，同时清算不盈利的业务，将新能源、锂电等板块清算重整，处置对应的固定资产，管理费用进一步减少。出于产业升级及业务转型的需要，公司持续加大研发投入，研发模具及物料消耗费用上升，研发费用率处于行业较高水平。

图表49：公司管理费用率随经营好转和非主营业务清理下滑(%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表50：公司研发费用率处于行业较高水平(%)

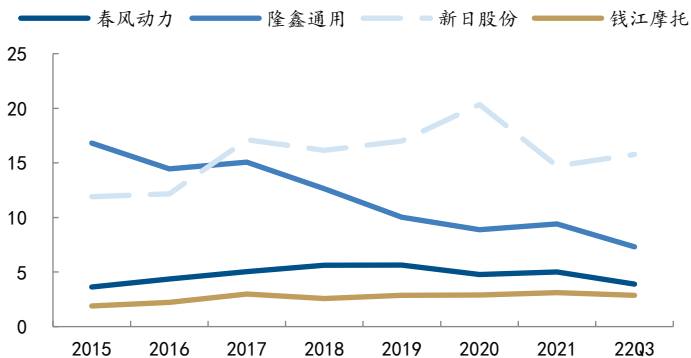


来源：Wind，国金证券研究所

存货周转率及应收账款周转率低于同行，通过渠道优化、催促业务回款持续改善。公司存货周转率显著低于同行，主要由于摩托车销售以大排量为主，大排量摩托车单位价值高，受众群体相对小排量更小，周转速度较同行更慢。另外，公司车型众多，更新迭代速度较快，导致旧款车型库存易积压。通过短视频营销策略和大量铺设大排量摩托车线下经销商网点，存货周转率有望得到持续性改善。

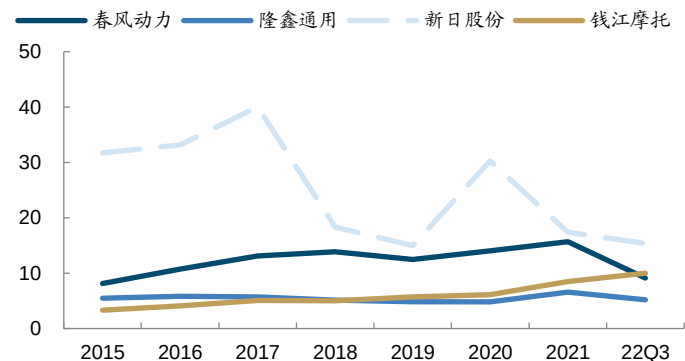
应收账款周转率近4年持续提升，随境内业务收入占比扩大进一步改善。2021年，公司针对锂电科技的债权补充计提应收账款坏账准备9906.95万元，导致应收账款周转率大幅上升。2022年境内业务收入占比提升，与此同时公司加强对境外收入的回款管理，效果明显，整体营收账款周转率进一步得到提升。

图表51：存货周转率处行业较低水平，通过渠道优化持续改善(%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表52：公司应收账款周转率处于行业较低水平但在持续改善(%)



来源：Wind，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

1、摩托车业务

公司大排量业务营收占比约74%，产能转移灵活。大排量摩托车市场方兴未艾，换购需求开始爆发，对大排量摩托车的性能和多样性要求提升；公司作为行业龙头，具备国内最齐全的发动机平台布局，四缸发动机领先，有望率先受益。我们预计公司大排量摩托车销量占比将持续提升，预计2023年公司新增2-4款爆款，对应销量约25万辆。

单价：预计22/23/24年大排量销量占比分别为43%/52%/60%，带动整体平均单价提升，由2022年的1.2提升至2025年的1.8万元/辆，大排量段里面偏大排量段销量占比也会因换购增加而持续提升，对应售价也会上升，22/23/24年分别为2.2/2.2/2.3万元/辆。

毛利率：成本端由于产能具备柔性，各排量和车型产线切换较快，小排量产能可以快速切换为大排量产能，因此高SKU和小排量销量下滑对成本的负面影响较小。由于大排量摩托车毛利率更高，整体毛利率因大排量占比提升而持续提高。

2、其他业务

公司逐步清理非摩托车业务，摩托车零部件业务与摩托车整体关联度较高，且未来车型增多导致对零部件的多样化需求提升，因此预计营收与摩托车业务营收增速相关性较高。但因为摩托车 SKU 较多，产线转移和销售结构快速变动使零部件出现部分打折清理的概率较高，因此毛利率预计缓慢下行，预计 22/23/24 年分别 25%/24%/23%。封装业务尚有盈利能力，预计公司会投入适当资源使其业绩较为稳定。

3、费用预测

考虑到公司收入增长较快，因为固定成本占比较高，历年随营收增长的同时，期间费用率明显下滑，预计 22-24 年销售费用率分别为 3.3%/3.1%/3.1%，管理费用率分别为 4.4%/4.1%/4.1%。预计公司继续保持研发投入强度，22-24 年研发费用率分别为 4.7%/4.6%/4.6%。

图表53：公司摩托车业务业绩将持续提升

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
1. 摩托车整车（万元）	390,666	514,004	673,224	860,322	1,008,118
yoy		32%	31%	28%	17%
销量合计（辆）	395,155	417,332	475,983	535,233	565,889
-大排量（辆）	111,207	179,700	249,850	318,550	363,100
yoy		62%	39%	27%	14%
-小排量（辆）	267,616	200,630	170,630	155,630	135,630
-电动车（辆）	16,332	37,002	55,503	61,053	67,159
平均单价（万元/辆）	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
-大排量单价	2.3	2.2	2.2	2.3	2.4
-小排量	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
-电动车	0.20	0.12	0.12	0.12	0.12
毛利率（%）	25.80	28.90	29.39	29.62	29.60
-大排量（%）	31.3	33.3	32.7	32.4	32.0
-小排量（%）	15.5	15.0	14.0	13.0	12.0
-电动车（%）	16.0	15.8	15.7	15.6	15.5
单车毛利（元）	0.26	0.36	0.42	0.48	0.53
2. 摩托车配件及加工（万元）	23,870	31,407	41,135	52,567	61,598
毛利率（%）	38	25	24	23	22
3. 封装等非摩托车制造业（万元）	15,463	5,286	10,572	10,572	10,572
毛利率（%）	23	21	21	20	20
4. 房地产开发（万元）	946	66	66	0	0
毛利率（%）	8	89	89	0	0

来源：公司公告，国金证券研究所

市盈率法

选取以摩托车为主营业务的春风动力、九号公司、新日股份、爱玛科技作为可比公司，2023 年平均 PE 为 19.41 倍。

公司新产品周期强劲，具备持续打造行业爆款的能力：1) 洞察消费者需求：2022 年公司大排量市占率超 20%，具备独特的爆款打法，爆款闪 300 和赛 600 年销 3、5 万辆；2) 产品&品牌力：2005 年收购意大利 Benelli 并积累动力总成和车型设计技术，与哈雷合作，叠加公司高研发投入力度，掌握了核心大排量发动机技术且外观造型设计能力突出，品牌向上；3) 渠道力：省级旗舰店 500 平旗舰店，与公司利益深度绑定，积极反馈市场改款需求，强势助力公司推出爆款。

我们预测，2022/2023/2024 年公司实现营业收入 55.6/72.5/92.4 亿元，同比 +29.0%/+30.4%/+27.4%，归母净利润 4.3/6.0/7.9 亿元，同比 +81.7%/+39.7%/+31.7%，对

应 EPS 为 0.9/1.3/1.7 元。

我们采用 PE 估值法对公司进行估值, 考虑到大排量摩托车方兴未艾, 公司作为行业龙头, 内外兼修, 23 年预计有 2-4 款爆款, 业绩有望保持高速增长, 22-24 年复合增速为 36%, 因此给予公司 2023 年 25 倍 PE 估值, 目标市值 150 亿元, 给予“增持”评级。

图表54: 可比公司估值约 19.41 倍

可比公司	市值 (亿元)	EPS (元)					PE				
		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
春风动力	189	2.75	2.99	5.09	6.95	9.17	64.15	63.09	24.25	17.76	13.46
九号公司	249	1.04	5.8	7.11	11.68	18.09	822.41	120.8	47.68	29.04	18.75
新日股份	40	0.5	0.06	0.78	1.28	1.58	59.00	303.00	24.95	15.30	12.40
爱玛科技	342	1.77	1.79	2.85	3.72	4.58	34.00	33.00	20.25	15.55	12.61
平均值							244.89	129.97	29.28	19.41	14.31
公司	122	0.53	0.52	0.92	1.29	1.69	48.46	27.09	28.24	20.22	15.36

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 可比公司估值来自于 wind 一致预期, 股价基准日为 2023 年 2 月 7 日)

风险提示

市场竞争加剧风险: 摩托车行业竞争日趋激烈, 一方面同行业的竞争对手纷纷加大在中大排量摩托车的研发与生产投入, 增加市场的产能供给, 对中大排量市场的争夺加剧。另一方面, 电动摩托车、电动自行车行业中小企业众多, 盘踞各个区域市场。市场竞争过分加剧将迫使公司存货增加、降价促销, 从而对公司经营造成不利影响。

海外需求下行, 增长不及预期风险: 目前公司海外销售的占比约为 40%, 区域政治环境、经济发展状况、关税政策与汇率政策、海运物流市场的需求变化等都将对公司的出口业务造成影响。此外, 在世界主要经济体增速放缓的背景下, 贸易保护主义与国际经贸摩擦持续发生, 公司 QJMOTOR 海外销售渠道可能拓展不及预期, 因此公司存在海外销售的风险。

国内禁摩令政策变动, 大排量摩托车增长不及预期风险: 国内大摩托车正在增长阶段, 多地禁限摩政策放松解禁尚处于讨论和试行阶段, 进一步放松存在不确定性。可能因为禁摩令、居民收入增长不及预期等导致大摩托车的需求不及预期, 对公司的经营销售产生负面影响。

股票质押风险: 控股股东吉利迈捷近 8 成持股已质押, 以质押时的加权平均股价 17.39 元/股和小盘股的质押率 3-3.5 成计算, 质押融资为 5.6-6.6 亿元, 基本覆盖定增不超过 5 亿元的成本。若股东经营不善导致现金流缺失, 可能引发对公司的支持减少, 进而对公司的经营产生负面影响。

人民币汇率波动风险: 公司近 4 成收入来自海外, 汇率大幅波动会导致公司产品竞争力和汇兑损益变动剧烈。

限售股解禁风险: 公司 385 万 (0.875%) 限制性股票于 2023 年 6 月 30 日解除禁售。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,785	3,612	4,309	5,560	7,249	9,235
增长率		-4.5%	19.3%	29.0%	30.4%	27.4%
主营业务成本	-2,916	-2,597	-3,182	-3,974	-5,151	-6,544
%销售收入	77.0%	71.9%	73.8%	71.5%	71.1%	70.9%
毛利	869	1,015	1,128	1,586	2,099	2,690
%销售收入	23.0%	28.1%	26.2%	28.5%	28.9%	29.1%
营业税金及附加	-141	-179	-231	-417	-544	-693
%销售收入	3.7%	5.0%	5.4%	7.5%	7.5%	7.5%
销售费用	-161	-116	-158	-181	-225	-286
%销售收入	4.3%	3.2%	3.7%	3.3%	3.1%	3.1%
管理费用	-201	-181	-213	-242	-297	-379
%销售收入	5.3%	5.0%	4.9%	4.4%	4.1%	4.1%
研发费用	-154	-166	-216	-261	-333	-425
%销售收入	4.1%	4.6%	5.0%	4.7%	4.6%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	212	373	310	485	699	908
%销售收入	5.6%	10.3%	7.2%	8.7%	9.6%	9.8%
财务费用	12	-41	-13	171	81	95
%销售收入	-0.3%	1.1%	0.3%	-3.1%	-1.1%	-1.0%
资产减值损失	-119	-84	-179	-100	-35	-22
公允价值变动收益	-30	60	-30	0	0	0
投资收益	66	-30	89	-23	0	0
%税前利润	28.9%	n.a	35.8%	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	259	302	241	533	745	980
营业利润率	6.9%	8.4%	5.6%	9.6%	10.3%	10.6%
营业外收支	-30	-23	10	0	0	0
税前利润	229	279	250	533	745	980
利润率	6.1%	7.7%	5.8%	9.6%	10.3%	10.6%
所得税	-58	-82	-18	-101	-142	-186
所得税率	25.2%	29.3%	7.4%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	172	197	232	432	603	794
少数股东损益	-56	-43	-6	0	0	0
归属于母公司的净利润	228	240	238	432	603	794
净利率	6.0%	6.6%	5.5%	7.8%	8.3%	8.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	172	197	232	432	603	794
少数股东损益	-56	-43	-6	0	0	0
非现金支出	218	177	264	209	178	189
非经营收益	-122	-38	-107	13	170	1
营运资金变动	65	167	-181	1,014	-226	-115
经营活动现金净流	333	503	207	1,668	725	869
资本开支	-39	-102	-89	-441	-83	-191
投资	254	148	-41	49	0	0
其他	22	20	32	-23	0	0
投资活动现金净流	236	65	-98	-415	-83	-191
股权募资	13	5	3	90	498	0
债权募资	6	-5	15	743	-399	0
其他	380	-545	234	-2	-1	-54
筹资活动现金净流	399	-545	251	831	98	-54
现金净流量	973	-22	336	2,084	740	624

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,226	1,145	1,515	3,594	4,331	4,954
应收款项	813	707	560	492	604	756
存货	866	927	1,117	1,152	1,558	1,815
其他流动资产	252	322	156	142	158	175
流动资产	3,157	3,101	3,347	5,380	6,651	7,699
%总资产	67.0%	67.1%	65.4%	72.1%	78.2%	80.4%
长期投资	382	350	489	440	440	440
固定资产	894	907	920	1,111	1,177	1,200
%总资产	19.0%	19.6%	18.0%	14.9%	13.8%	12.5%
无形资产	138	127	133	213	216	218
非流动资产	1,556	1,522	1,767	2,079	1,851	1,876
%总资产	33.0%	32.9%	34.6%	27.9%	21.8%	19.6%
资产总计	4,713	4,623	5,114	7,459	8,503	9,574
短期借款	1	0	7	399	0	0
应付款项	1,690	1,433	1,720	2,561	2,763	2,931
其他流动负债	220	368	249	476	617	781
流动负债	1,911	1,801	1,976	3,435	3,380	3,712
长期贷款	0	0	12	12	12	12
其他长期负债	128	138	112	476	473	471
负债	2,039	1,939	2,100	3,923	3,865	4,195
普通股股东权益	2,698	2,746	2,994	3,516	4,618	5,359
其中：股本	454	454	454	469	527	527
未分配利润	576	610	824	1,255	1,858	2,599
少数股东权益	-25	-62	20	20	21	21
负债股东权益合计	4,713	4,623	5,114	7,459	8,503	9,574

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.503	0.528	0.524	0.921	1.286	1.693
每股净资产	5.949	6.054	6.602	7.498	9.847	11.427
每股经营现金净流	0.734	1.109	0.457	3.556	1.377	1.650
每股股利	0.440	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100
回报率						
净资产收益率	8.45%	8.72%	7.94%	12.28%	13.06%	14.81%
总资产收益率	4.84%	5.18%	4.65%	5.79%	7.09%	8.29%
投入资本收益率	5.85%	9.71%	9.41%	9.87%	12.09%	13.55%
增长率						
主营业务收入增长率	22.54%	-4.55%	19.29%	29.03%	30.37%	27.39%
EBIT 增长率	182.52%	76.47%	-16.95%	56.54%	44.14%	29.79%
净利润增长率	259.80%	5.07%	-0.80%	81.67%	39.69%	31.65%
总资产增长率	7.93%	-1.91%	10.63%	45.85%	13.99%	12.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.2	59.7	42.9	27.0	26.0	26.0
存货周转天数	127.3	126.0	117.2	115.0	120.0	110.0
应付账款周转天数	112.8	129.6	94.6	100.0	65.0	40.0
固定资产周转天数	77.8	74.9	56.5	60.1	49.5	39.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.38%	-45.09%	-49.62%	-90.02%	-93.13%	-91.9%
EBIT 利息保障倍数	-17.1	9.0	24.8	-2.8	-8.7	-9.6
资产负债率	43.27%	41.95%	41.06%	52.59%	45.45%	43.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402