

2023 稳健收官 2024 迈向全球

2024 年 01 月 31 日

➤ **事件概述。**公司披露 2023 年度业绩预增公告，公司预计 2023 年实现归属于上市公司股东的净利润为 9.6 亿元到 10.6 亿元，同比增长 36.9%~51.1%。其中非约 0.36 亿元，主要系政府补助。预计 2023 年实现归属于上市公司股东的扣非净利润为 9.2 亿元到 10.2 亿元，同比增长 16.0%~28.5%。

➤ **单季度业绩同比高增 环比小幅下滑。**按照业绩预告中值计算，公司 2023Q4 单季度预计实现归母净利润 2.08 亿元，同比+58.9%，环比-16.7%；实现扣非净利润 2.06 亿元，同比+103.3%，环比-16.6%。公司 2023 年全年业绩高速增长，我们预计主要原因为：**1) 销售端：**公司两轮车出口高速增长+四轮产品结构升级 (U/Z 系列占比提升) 共同带动盈利向上；**2) 汇率端：**受全年美元兑人民币汇率升值影响，汇兑受益增厚全年利润；**3) 海运费端：**核心指标 CCFI 综合指数 2022/2023 年均值分别为 2792/945，回落明显，驱动公司利润进一步释放。公司 2023Q4 利润环比小幅下滑，我们判断主要原因为：1) 国内两轮车市场处于淡季，内销季节性承压；2) 公司北美全地形车业务目前正处于去库存阶段，致批发销量阶段性承压。

➤ **摩托车：中大排长期逻辑不改 出口进程提速**

1) **内销稳健增长：**据中国摩托车商会数据，公司 2023 年摩托车内销数量约为 8.9 万台，同比+8.8%；其中 250cc 以上车型销量 3.9 万台，同比+54%，大排量占比持续提升。产品方面，公司产品矩阵逐步完善，23 年 7 月发布 450NK；8 月首款巡航车 450CL-C 上市，2024 年将推出 675SR、500SR、450MT 等新品，建议关注对于后续销量拉动及产品结构调整。

2) **出口进程提速：**据中国摩托车商会数据，公司 2023 年摩托车出口销量约为 7.5 万台，同比+63.4%，其中绝大部分车型均为 250cc (含) 及以上。公司两轮业务加速向海外市场拓展，开启新增长极。

➤ **全地形车：全年销量相对稳健 产品结构持续优化。**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。据中国摩托车商会数据，公司 2023 年全地形车出口 13.6 万辆，同比-12.7%，公司全地形车产品结构持续优化，高附加值产品销售占比稳步提升，看好公司中长期则有望依屏产品线扩充 (U/Z 系列)、性价比优势持续提升市场份额。

➤ **投资建议：**长期看好公司摩托车强劲品牌力+矩阵扩充带来的销量提振作用，以及全地形车业务性价比优势+渠道优势+结构改善带来的量价齐升机遇，我们预计公司 2023-2025 年营收 119.5/150.2/185.5 亿元，归母净利润 10.06/12.68/16.03 亿元，EPS 为 6.68/8.43/10.66 元。对应 2024 年 1 月 30 日 85.33 元/股收盘价，PE 分别 13/10/8 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国内市场竞争加剧；海外四轮需求不及预期；汇率波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,378	11,951	15,021	18,552
增长率 (%)	44.7	5.0	25.7	23.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	701	1,006	1,268	1,603
增长率 (%)	70.4	43.4	26.1	26.4
每股收益 (元)	4.66	6.68	8.43	10.66
PE	18	13	10	8
PB	3.0	2.6	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 1 月 30 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

85.33 元



分析师 **崔琰**

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,378	11,951	15,021	18,552
营业成本	8,491	8,028	10,089	12,461
营业税金及附加	142	203	240	297
销售费用	876	1,374	1,652	1,985
管理费用	500	550	676	835
研发费用	752	789	991	1,224
EBIT	620	1,045	1,420	1,791
财务费用	-297	-131	-61	-78
资产减值损失	-33	-19	-24	-29
投资收益	-123	0	0	0
营业利润	781	1,157	1,457	1,840
营业外收支	-6	-7	-6	-6
利润总额	774	1,151	1,451	1,834
所得税	35	92	116	147
净利润	740	1,059	1,335	1,688
归属于母公司净利润	701	1,006	1,268	1,603
EBITDA	716	1,158	1,563	1,944

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,323	5,173	6,602	8,616
应收账款及票据	851	854	1,032	1,173
预付款项	117	112	141	174
存货	2,067	1,916	2,381	2,907
其他流动资产	320	332	356	395
流动资产合计	7,679	8,387	10,511	13,265
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	957	1,115	1,254	1,381
无形资产	132	136	139	142
非流动资产合计	1,875	2,388	2,486	2,594
资产合计	9,554	10,776	12,997	15,859
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	4,555	4,883	5,943	7,340
其他流动负债	535	537	665	811
流动负债合计	5,090	5,420	6,608	8,151
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	169	203	206	220
非流动负债合计	169	203	206	220
负债合计	5,259	5,623	6,813	8,371
股本	150	150	150	150
少数股东权益	83	136	203	287
股东权益合计	4,295	5,153	6,184	7,488
负债和股东权益合计	9,554	10,776	12,997	15,859

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	44.73	5.03	25.70	23.51
EBIT 增长率	39.93	68.58	35.85	26.14
净利润增长率	70.43	43.40	26.12	26.40
盈利能力 (%)				
毛利率	25.37	32.83	32.83	32.84
净利率	6.16	8.42	8.44	8.64
总资产收益率 ROA	7.34	9.33	9.76	10.11
净资产收益率 ROE	16.65	20.05	21.21	22.27
偿债能力				
流动比率	1.51	1.55	1.59	1.63
速动比率	1.06	1.15	1.19	1.23
现金比率	0.85	0.95	1.00	1.06
资产负债率 (%)	55.05	52.18	52.42	52.79
经营效率				
应收账款周转天数	27.31	26.00	25.00	23.00
存货周转天数	88.87	88.00	87.00	86.00
总资产周转率	1.30	1.18	1.26	1.29
每股指标 (元)				
每股收益	4.66	6.68	8.43	10.66
每股净资产	28.00	33.34	39.75	47.86
每股经营现金流	11.28	11.08	13.14	17.62
每股股利	1.41	2.02	2.55	3.22
估值分析				
PE	18	13	10	8
PB	3.0	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.52	7.12	5.27	4.24
股息收益率 (%)	1.65	2.37	2.99	3.78

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	740	1,059	1,335	1,688
折旧和摊销	96	112	143	153
营运资金变动	920	455	471	778
经营活动现金流	1,698	1,667	1,976	2,651
资本开支	-439	-355	-232	-252
投资	351	0	0	0
投资活动现金流	-76	-635	-232	-252
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-134	-182	-316	-385
现金净流量	1,680	850	1,428	2,015

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026