

2024年04月17日
春风动力(603129.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

摩托车及其他III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

192.5元

股价(2024-04-16)

141.99元

交易数据

总市值(百万元) 21,362.99

流通市值(百万元) 21,362.99

总股本(百万股) 150.45

流通股本(百万股) 150.45

12个月价格区间 81.1/169.31元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.2	34.4	17.2
绝对收益	26.5	40.8	3.0

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

相关报告

春风动力: 布局高端, 走向全球
2024-03-25

2024Q1 业绩优异, 高端化、全球化驱动高成长

目 事件: 4月15日, 公司发布2023年报及2024年一季报。2023年实现营收121.10亿元, 同比+6.4%, 归母净利润10.08亿元, 同比+43.7%; 2024年一季度实现营收30.61亿元, 同比+6.31%, 归母净利润2.78亿元, 同比+31.97%。

目 四轮车产品结构持续改善、两轮车出口亮眼, 2023年稳健成长:

公司2023年营收121.10亿元, 同比+6.4%, 保持稳健增长, 其中: 1) 四轮车销售收入为65.04亿元, 同比-4.88%, 主要由于公司延迟新品发货节奏, 调节库存, 销量同比下降-12.1%; 2) 两轮车内销收入为21.89亿元, 同比+8.63%, 主要由于公司两轮车产品力较强, 在国内中大排摩托车销量下滑的背景下, 仍然实现了逆势增长; 3) 两轮车外销收入为22.91亿元, 同比+78.22%, 主要由于公司积极完善海外渠道及产品布局, 出口销量实现高速增长。公司2023年综合毛利率为33.50%, 同比+8.13pct, 主要由于: 1) 四轮车产品结构持续改善, 高端U/Z系列占比提升, 公司2023年四轮车单车平均售价为4.44万元, 同比+8.2%; 2) 国内两轮车产品结构升级, 公司2023年陆续推出450SR S/450NK/450CLC等大排量新品, 带动毛利率改善; 3) 汇率影响, 2023年人民币贬值产生了一定正贡献。公司2023年期间费用率21.81%, 同比+5.73pct, 同比增长较多主要是销售及研发费用率的增加。公司2023年实现归母净利润10.08亿元, 同比+43.7%。

分季度来看, 公司2023Q4实现营收27.24亿元, 同比-0.9%, 环比-5.4%, 主要由于公司去库存, 调整新品出货节奏。公司2023Q4实现综合毛利率35.53%, 同比+4.61%, 环比+1.86%, 主要是由于产品结构影响。公司2023Q4期间费用率为22.5%, 同比-3.8pct, 环比-0.3pct, 同比下降较多主要是销售及财务费用率下降。公司2023Q4实现归母净利润2.06亿元, 同比+57.0%, 环比-17.7%。

目 两轮及四轮业务放量、降本增效效果显著, 2024Q1业绩优异:

公司2024Q1实现营收30.61亿元, 同比+6.31%, 保持稳健增长, 主要由于: 1) 海外两轮热销趋势延续, 两轮出口维持高速增长; 2) 公司以450SR、450CLC、800NK等竞争力较强的拳头产品为支点, 国内两轮销量保持较快增长。

公司2024Q1实现综合毛利率32.52%, 同比-1.64pct, 主要由于两轮车热销导致产品结构变化。公司2024Q1期间费用率为19.65%, 同比-5.71pct, 环比-2.16pct, 大幅改善, 其中销售费用率与财务费用率分别为10.40%/-2.15%, 分别同比-4.33pct/-2.05pct, 销售费用率下降主要由于库存回到健康水平、促销活动减少, 财务费率下降主要由于汇兑损益影响。公司2024Q1实现归母净利润2.78亿元, 同比+32.0%, 环比+34.8%, 业绩优异。

目 深耕全地形车与中大排摩托车, 高端化、全球化助力公司高成长:

我们认为, 多重因素将驱动公司未来业绩高增长: 1) 公司在发动机、车架等领域形成较强技术积累, 未来将加速四轮车高端产品布局, 加快新产品投放速度, 这些新产品具有较强竞争优势, 未来四轮车高端产品市占率有望持续提升; 2) 中大排摩托车产品力强, 全球化已取得优异成绩, 全球中大排摩托车市场空间大, 公司全球市占率相对较低, 仍有较大成长空间, 随着公司逐步完善海外产品与渠道布局, 出口销量有望维持高速增长; 3) 强大的产品打磨能力是公司的核心特质, 过往推出新产品成功率很高, 2024年随着150SC/450MT/500SR/675SR等新品放量, 公司将迎来两轮车产品周期, 国内市占率有望持续提升。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 11.6、15.2、18.4 亿元，对应当前市值，PE 分别为 18X、14X、12X。考虑到公司 2024 年 Q1 业绩优异，并且 2024 年是公司的产品大年，新产品有望热销，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应 6 个月目标价 192.5 元/股，维持“买入-A”投资评级。

风险提示：新车上市节奏不及预期、汇率及运费等外部环境变化风险、中美贸易环境变化风险。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	113.8	121.1	153.9	190.4	229.2
净利润	7.0	10.1	11.6	15.2	18.4
每股收益(元)	4.66	6.70	7.70	10.11	12.22
每股净资产(元)	28.00	33.49	40.01	48.42	59.13
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	30.0	20.9	18.2	13.8	11.5
市净率(倍)	5.0	4.2	3.5	2.9	2.4
净利润率	6.2%	8.3%	7.5%	8.0%	8.0%
净资产收益率	16.7%	20.0%	19.2%	20.9%	20.7%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.1%	1.2%	1.1%
ROIC	-61.9%	-159.7%	3,211.8%	-194.9%	2,030.9%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	113.8	121.1	153.9	190.4	229.2	成长性					
减:营业成本	84.9	80.5	107.6	130.9	158.3	营业收入增长率	44.7%	6.4%	27.1%	23.7%	20.4%
营业税费	1.4	2.1	2.2	2.1	2.5	营业利润增长率	75.2%	53.9%	6.4%	32.2%	20.4%
销售费用	8.8	13.4	16.5	19.0	22.9	净利润增长率	70.4%	43.7%	15.0%	31.3%	20.9%
管理费用	5.0	5.7	7.5	9.1	11.0	EBITDA 增长率	13.2%	101.9%	3.9%	33.3%	19.2%
研发费用	7.5	9.2	10.8	13.3	17.4	EBIT 增长率	11.2%	107.8%	2.1%	34.3%	19.0%
财务费用	-3.0	-1.9	-1.9	-2.3	-2.9	NOPLAT 增长率	5.4%	94.1%	14.2%	35.0%	19.0%
资产减值损失	-0.3	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4	投资资本增长率	-24.8%	-105.7%	-2,323.7%	-111.4%	-1,780.3%
加:公允价值变动收益	-0.1	-	1.5	-1.1	0.2	净资产增长率	16.7%	20.4%	19.7%	21.6%	22.5%
投资和汇兑收益	-1.2	-	-0.3	-0.5	-0.3						
营业利润	7.8	12.0	12.8	16.9	20.4	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-0.1	-	-0.1	-0.1	毛利率	25.4%	33.5%	30.1%	31.2%	30.9%
利润总额	7.7	11.9	12.7	16.8	20.3	营业利润率	6.9%	9.9%	8.3%	8.9%	8.9%
减:所得税	0.3	1.3	0.8	0.9	1.1	净利润率	6.2%	8.3%	7.5%	8.0%	8.0%
净利润	7.0	10.1	11.6	15.2	18.4	EBITDA/营业收入	5.2%	9.8%	8.0%	8.6%	8.6%
						EBIT/营业收入	4.5%	8.8%	7.1%	7.7%	7.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	22	34	34	32	30
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-54	-52	-53	-49	-49
货币资金	43.2	45.1	61.6	72.3	99.3	流动资产周转天数	224	229	217	220	227
交易性金融资产	0.7	1.0	2.5	1.4	1.6	应收帐款周转天数	26	32	28	29	29
应收帐款	9.5	11.8	11.7	18.5	18.8	存货周转天数	57	55	54	54	55
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	277	295	281	276	278
预付帐款	1.2	1.0	1.8	1.7	2.5	投资资本周转天数	-21	-8	-8	-6	-10
存货	20.7	16.6	29.7	27.9	42.4						
其他流动资产	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.7%	20.0%	19.2%	20.9%	20.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	10.2%	8.7%	10.3%	9.6%
长期股权投资	0.3	2.4	4.4	6.4	8.5	ROIC	-61.9%	-159.7%	3,211.8%	-194.9%	2,030.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	9.6	13.3	15.9	18.2	20.1	销售费用率	7.7%	11.1%	10.7%	10.0%	10.0%
在建工程	2.7	3.1	3.5	3.8	4.2	管理费用率	4.4%	4.7%	4.9%	4.8%	4.8%
无形资产	1.3	1.7	1.8	1.8	1.8	研发费用率	6.6%	7.6%	7.0%	7.0%	7.6%
其他非流动资产	4.8	5.6	3.0	0.9	-1.1	财务费用率	-2.6%	-1.6%	-1.2%	-1.2%	-1.3%
资产总额	95.5	103.1	137.3	154.5	199.6	四费/营业收入	16.1%	21.8%	21.4%	20.6%	21.1%
短期债务	-	-	-	0.2	-	偿债能力					
应付帐款	21.6	23.2	34.0	35.2	50.1	资产负债率	55.0%	49.9%	54.9%	51.3%	53.8%
应付票据	24.6	19.3	34.7	32.7	49.7	负债权益比	122.4%	99.4%	121.7%	105.3%	116.5%
其他流动负债	4.7	5.9	4.7	5.1	5.2	流动比率	1.51	1.59	1.48	1.69	1.58
长期借款	-	-	-	3.8	-	速动比率	1.10	1.25	1.08	1.30	1.18
其他非流动负债	1.7	3.1	2.0	2.2	2.4	利息保障倍数	-1.73	-5.59	-5.75	-6.41	-5.90
负债总额	52.6	51.4	75.4	79.3	107.4	分红指标					
少数股东权益	0.8	1.3	1.7	2.4	3.2	DPS(元)	1.41	-	1.55	1.70	1.51
股本	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	分红比率	30.2%	0.0%	20.2%	16.8%	12.3%
留存收益	40.4	49.4	58.7	71.3	87.5	股息收益率	1.0%	0.0%	1.1%	1.2%	1.1%
股东权益	43.0	51.7	61.9	75.3	92.2						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7.4	10.6	11.6	15.2	18.4	EPS(元)	4.66	6.70	7.70	10.11	12.22
加:折旧和摊销	0.8	1.3	1.5	1.8	2.2	BVPS(元)	28.00	33.49	40.01	48.42	59.13
资产减值准备	-	0.5	-	-	-	PE(X)	30.0	20.9	18.2	13.8	11.5
公允价值变动损失	0.1	-	1.5	-1.1	0.2	PB(X)	5.0	4.2	3.5	2.9	2.4
财务费用	-1.9	-0.3	-1.9	-2.3	-2.9	P/FCF	40.0	49.6	11.2	18.4	7.3
投资收益	1.2	-	0.3	0.5	0.3	P/S	1.9	1.7	1.4	1.1	0.9
少数股东损益	0.4	0.5	0.4	0.7	0.8	EV/EBITDA	20.5	8.7	11.6	8.4	5.5
营运资金的变动	10.5	3.2	11.0	-5.2	16.6	CAGR(%)	29.1%	22.0%	42.8%	29.1%	22.0%
经营活动产生现金流量	17.0	13.8	24.4	9.6	35.6	PEG	1.0	1.0	0.4	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-0.8	-8.6	-7.8	-2.8	-5.2	ROIC/WACC	-5.9	-15.2	306.0	-18.6	193.5
融资活动产生现金流量	-1.3	-1.6	-	3.8	-3.4	REP	3.7	-21.4	-0.1	-9.2	-

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034