

春风动力(603129.SH)/汽车

证券研究报告/公司深度报告

2024年07月10日

评级：买入（首次）

市场价格：149.38元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

分析师：毛葵玄

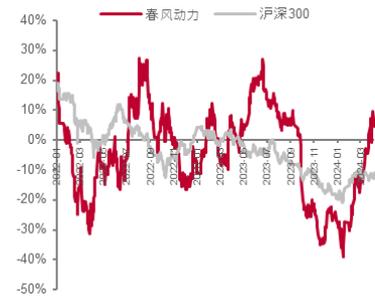
执业证书编号：S0740523020003

Email: hejunyi@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	151
流通股本(百万股)	151
市价(元)	149.38
市值(百万元)	22,621
流通市值(百万元)	22,621

### 股价与行业-市场走势对比



### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,378	12,110	14,500	17,378	20,322
增长率 yoy%	45%	6%	20%	20%	17%
归母净利润(百万元)	701	1,008	1,270	1,567	1,942
增长率 yoy%	70%	44%	26.0%	23.4%	23.9%
每股收益(元)	4.63	6.65	8.39	10.35	12.82
每股现金流量	11.21	9.15	11.51	14.38	16.45
净资产收益率	18%	22%	19%	19%	19%
P/E	32.3	22.5	17.8	14.4	11.6
P/B	5.4	4.5	3.6	2.9	2.3

备注：数据统计日期截至2024年7月10日收盘价

### 报告摘要

- 公司概况：高端全地形及中大排量二轮摩托车自主龙头；**公司专注于四轮全地形车及中大排量二轮摩托车赛道，全地形车属于国内出海龙头（23年出口额占比70.8%），受益于国内大排量摩托消费提升+出口持续高增，带动公司营收（CAGR17-23=36%）+盈利（CAGR17-23=41.6%）持续高增；本质是海外布局前瞻及重视技术研发；后续成长来源：①全地形车经营周期拐点已至，产品谱系拓展&海外产能加速全球替代；②消费升级&海外出口二轮大排量摩托助成长提速。
- 整体认知：海外布局前瞻且持续深化&深耕技术研发赶超海外巨头；**1) 海外布局前瞻且持续深化：05年发布首款全地形车 CFMOTO ATV500 进军海外市场；07年成立海外美国子公司持续完善海外销售服务体系；18年UTV&ATV欧洲份额领先；21&23年陆续布局泰国及墨西哥海外产能进一步巩固成本优势；2) 深耕技术研发赶超海外巨头：连续多年高研发投入坚持核心技术自研，已具备发动机(水冷四冲程发动机研发积淀20余年)+车架+变速箱等核心部件自研能力，大排量发动机性能指标赶超海外巨头。
- 全地形车：经营周期拐点已至，产品谱系拓展&海外产能加速全球替代；**1) 行业：①总量：百万规模且销量集中于北美但结构持续优化，高盈利UTV&SSV占比提升（23年份额64.9%，较16年+10.4pct）；②格局：历史外资巨头寡头垄断（CR5=80%+）且具较高壁垒（品牌+技术+渠道+认证+先发优势）。2) 公司：①破局：海外疫情致竞对产能受限（北极星全地形车库存处历史低位水平），公司借力破局（21年销量达15万辆，同比+126%，CAGR19-22=43.8%）；②优势：品牌矩阵精简完善，技术看齐且性价比高；③成长：北美经营周期迎拐点+产品谱系拓展+海外产能落地。
- 摩托车：二轮大排量玩乐领跑者，消费升级&海外出口成长提速；**1) 行业：①内需：总量持续修复（23年1655万辆）且玩乐需求促大排量市场快速扩容（23年销量达55.3万辆，CAGR18-22=51%）；②出口：国内品牌全球化+高端化战略持续推进，带动出口销量（23年2673万辆，CAGR15-23=7.4%）、单价（23年434美元，CAGR20-23=12.6%）。2) 公司：①优势：①与海外知名品牌KTM深入合作绑定，逐步完成技术积累；②全球顶尖赛事+国宾车深耕品牌建设；②成长：①20年推出大单品爆款250SR后，凭借爆款效应持续完善产品布局；②渠道迅速扩展深化全球布局，23年海外网络超1700家（23年新增长超400家）。
- 投资评级：**我们预计24-26年公司营收分别为145/174/203亿元，同比增速分别+19.7%/+19.8%/+16.9%；实现归母净利润12.7/15.7/19.4亿元，同比增速分别+26.0%/+23.4%/+23.9%；以截至2024年7月10日收盘价计算，对应24-26年PE分别为18/14/12X，考虑到公司四轮车和二轮车业务有望充分受益于出口高增&国内消费升级&产品结构优化，业绩&估值端有望共振，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**汇率、运费等海外扰动因素导致盈利不及预期，海外需求不及预期，海外工厂产能爬坡或经营不及预期，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

## 内容目录

<b>公司概况：高端全地形及中大排量二轮摩托车自主龙头</b> .....	<b>- 6 -</b>
主营业务：二轮摩托车及四轮全地形车.....	- 6 -
发展历程：高端自主，海外产能+渠道部署助出海提速.....	- 6 -
股权结构：结构清晰，董事长赖国贵为实控人.....	- 6 -
成长复盘：内需消费升级+出口带动营收&盈利持续高增.....	- 7 -
盈利能力：控费能力较强，盈利持续改善.....	- 7 -
<b>整体认知：海外布局前瞻且持续深化&amp;深耕技术研发赶超海外巨头</b> .....	<b>- 8 -</b>
全球化布局前瞻①：海外布局先人一步，战略前瞻且持续深化.....	- 8 -
全球化布局前瞻②：07年率先成立海外子公司，多年位列全地形车出口龙头.....	- 8 -
全球化布局前瞻③：21-23年自建泰国/墨西哥产能巩固海外竞争优势.....	- 9 -
深耕技术研发①：重视研发收获颇丰，核心技术坚持自研.....	- 9 -
深耕技术研发②：厚积薄发，发动机性能指标逐步追赶外资.....	- 10 -
<b>全地形车：经营周期拐点已至，产品谱系拓展&amp;海外产能加速全球替代</b> .....	<b>- 10 -</b>
全地形车：经营周期拐点已至，产品谱系拓展&海外产能加速全球替代.....	- 10 -
四轮车-行业分类：ATV&SSV定位休闲娱乐，UTV更具实用性.....	- 11 -
四轮车-行业总量：百万规模且销量集中于北美.....	- 11 -
四轮车-行业成长：结构持续优化，高盈利UTV&SSV占比提升.....	- 12 -
四轮车-竞争格局：外资巨头垄断，CR5=80%+.....	- 12 -
四轮车-公司端：疫情+缺芯提供破局契机，逐步建立市场认知持续成长.....	- 13 -
四轮车-公司优势：品牌矩阵精简完善，技术看齐且性价比高.....	- 13 -
四轮车-成长驱动①：库存&运费等因素逐步改善，经营周期拐点已至.....	- 14 -
四轮车-成长驱动②：产品布局更臻完善，逐步向高端转型.....	- 15 -
四轮车-成长驱动③：高端化将显著提升创收能力，打开远期空间.....	- 16 -
四轮车-成长驱动④：海外产能强化竞争优势，且渠道加速拓展.....	- 16 -
<b>摩托车：二轮大排量玩乐领跑者，消费升级&amp;海外出口成长提速</b> .....	<b>- 17 -</b>
两轮车：二轮大排量摩托车领跑者，玩乐消费升级&海外出口加速成长.....	- 17 -
两轮车-行业分类：按结构分踏板、跨骑、弯梁，用途分交通及休闲娱乐.....	- 17 -
两轮车-行业内需端：总量修复且大排量占比提升.....	- 18 -
两轮车-行业内需端：大排量集中度高但下降，春风份额持续提升.....	- 18 -
两轮车-行业出口端：疫后全球需求修复，亚洲为最大市场.....	- 19 -
两轮车-行业出口端：海外发达国家摩托车大排量占比高.....	- 19 -
两轮车-行业出口端：出口销量&单价持续稳步提升.....	- 20 -
两轮车-公司端：销量快速提升且结构持续优化.....	- 20 -
两轮车-公司端：内需逆势稳步提升&出口显著增长.....	- 21 -
两轮车-优势①：与KTM深度合作，技术积累深厚.....	- 21 -
两轮车-优势②：全球顶尖赛事+国宾车深耕品牌建设.....	- 22 -
两轮车-成长驱动①：大单品爆款基础上产品谱系逐步完善.....	- 22 -
两轮车-成长驱动②：渠道迅速拓展深化全球布局.....	- 23 -
<b>盈利预测</b> .....	<b>- 23 -</b>
盈利预测：预计24-26年营收145/174/203亿元.....	- 23 -
估值与投资建议.....	- 24 -



## 图表目录

图表 1: 公司产品介绍 .....	- 6 -
图表 2: 公司营收结构 (%) .....	- 6 -
图表 3: 公司发展历程 .....	- 6 -
图表 4: 公司股权结构 .....	- 7 -
图表 5: 公司营收及其同比 .....	- 7 -
图表 6: 公司归母净利润及其同比 .....	- 7 -
图表 7: 公司毛利率和净利率 .....	- 7 -
图表 8: 公司期间费用率 .....	- 7 -
图表 9: 公司海外拓展发展历程 .....	- 8 -
图表 10: 07 年成立美国海外子公司助力全球化 .....	- 8 -
图表 11: 公司全地形四轮车出口额多年位列国内第一 .....	- 8 -
图表 12: 21 年 12 月春风动力泰国制造基地建成投产 .....	- 9 -
图表 13: 23 年 7 月春风动力墨西哥制造基地建成投产 .....	- 9 -
图表 14: 公司重视研发投入 .....	- 9 -
图表 15: 公司 22 年起专利成果丰硕 .....	- 9 -
图表 16: 公司实现全地形车核心技术自研 .....	- 10 -
图表 17: 发动机性能指标逐渐赶超外资 .....	- 10 -
图表 18: 全地形车分类 .....	- 11 -
图表 19: 全球全地形车销量规模 (万辆) .....	- 12 -
图表 20: 北美全地形车占全球销量比例 .....	- 12 -
图表 21: SSV&UTV 销量占比持续提升 .....	- 12 -
图表 22: UTV&SSV 和 ATV 售价对比 .....	- 12 -
图表 23: 少数外资巨头垄断全球 80%+ 市场 .....	- 12 -
图表 24: 过去行业由外资巨头垄断的原因 .....	- 12 -
图表 25: 北极星北美经销商四轮车库存变化 .....	- 13 -
图表 26: 全地形车销量 (万辆) 及公司市占率 .....	- 13 -
图表 27: 公司产品性价比战略清晰, 产品低于外资 1-5k 美元 .....	- 13 -
图表 28: 公司产品性价比高, 多项配置追赶外资 .....	- 14 -
图表 29: 公司产品性价比高, 多项配置追赶外资 .....	- 14 -
图表 30: 四轮车业务营收及毛利率 (亿元) .....	- 15 -
图表 31: 公司经销商库存车辆金额 (亿美元) .....	- 15 -
图表 32: 公司销售费用率 .....	- 15 -
图表 33: 春风动力全地形车产品布局 .....	- 15 -
图表 34: 2023 年公司及其竞对全地形车营收 (亿元) .....	- 16 -
图表 35: 美国进口关税对北美营收占比 (亿元) .....	- 16 -
图表 36: 公司产品全球零售/经销商网点数量 .....	- 16 -
图表 37: 二轮摩托车分类情况 .....	- 18 -
图表 38: 2023 年二轮摩托车销量结构情况 .....	- 18 -
图表 39: 国内二轮摩托车市场情况 (万辆) .....	- 18 -
图表 40: 250ml 以上大排量二轮摩托车销量及占比持续提升 (万辆) .....	- 18 -
图表 41: 春风、钱江 250ml+ 摩托车份额变化情况 .....	- 18 -
图表 42: 23 年 250ml+ 摩托车市场格局 .....	- 18 -
图表 43: 全球摩托车销量情况 (万辆) .....	- 19 -
图表 44: 2022 年全球摩托车分区域销售占比情况 .....	- 19 -
图表 45: 日本 250cc 以上大排量摩托车销量占比接近 20% .....	- 19 -
图表 46: 摩托车出口销量 (万辆) .....	- 20 -
图表 47: 摩托车出口单价 (美元) .....	- 20 -

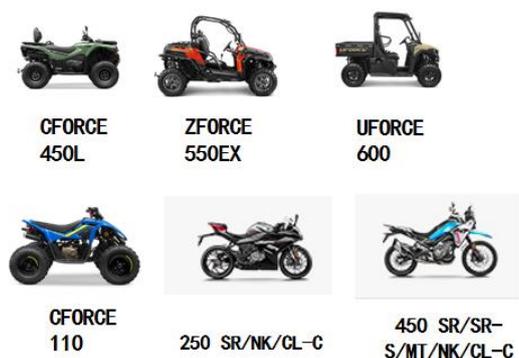
图表 48: 公司二轮摩托车销量及平均单价 .....	- 20 -
图表 49: 公司 250ml+大排量二轮摩托车销量 (万辆) .....	- 20 -
图表 50: 公司二轮车国内销量及平均单价 .....	- 21 -
图表 51: 公司二轮车出口销量及平均单价 .....	- 21 -
图表 52: 2013 年成为 KTM 中国独家代理及 CKD 制造商 .....	- 21 -
图表 53: 2017 年与 KTM 成立春风凯特摩合资公司 .....	- 21 -
图表 54: 获 Moto3 法国大奖赛冠军 .....	- 22 -
图表 55: 春风 650G 作为国宾车多次完成重大任务 .....	- 22 -
图表 56: 公司二轮摩托车产品布局 .....	- 22 -
图表 57: 公司品牌全球零售/经销商网点数量 .....	- 23 -
图表 58: 公司二轮车海外经销网络数量快速提升 .....	- 23 -
图表 59: 盈利预测 .....	- 24 -
图表 60: 可比公司估值分析 .....	- 24 -

## 公司概况：高端全地形及中大排量二轮摩托车自主龙头

主营业务：二轮摩托车及四轮全地形车

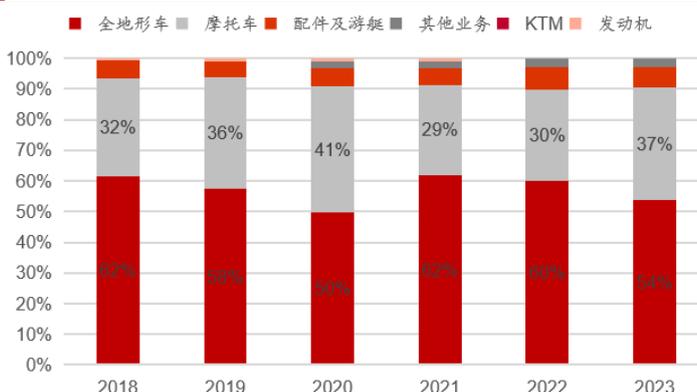
- **主营业务：**400cc 至 1000cc 排量段 CForce、UForce、ZForce 四轮全地形车，150cc 至 1250cc 大排量两轮摩托车，全地形车及摩托车业务贡献 90%+ 营收（23 年营收中全地形车占 54%，摩托车占 37%）。

图表 1：公司产品介绍



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 2：公司营收结构（%）



来源：iFinD，中泰证券研究所

发展历程：高端自主，海外产能+渠道部署助出海提速

- **发展历程：**继 98 年开启摩托车整车制造业务后，13 年成为 KTM 中国独家代理商以及 CKD 制造商，20 年与 KTM 合资的 CFMOTO-KTM 工厂正式建成投产。而后海外渠道及海外产能（墨西哥+泰国）持续拓展助公司全球化战略提速。

图表 3：公司发展历程

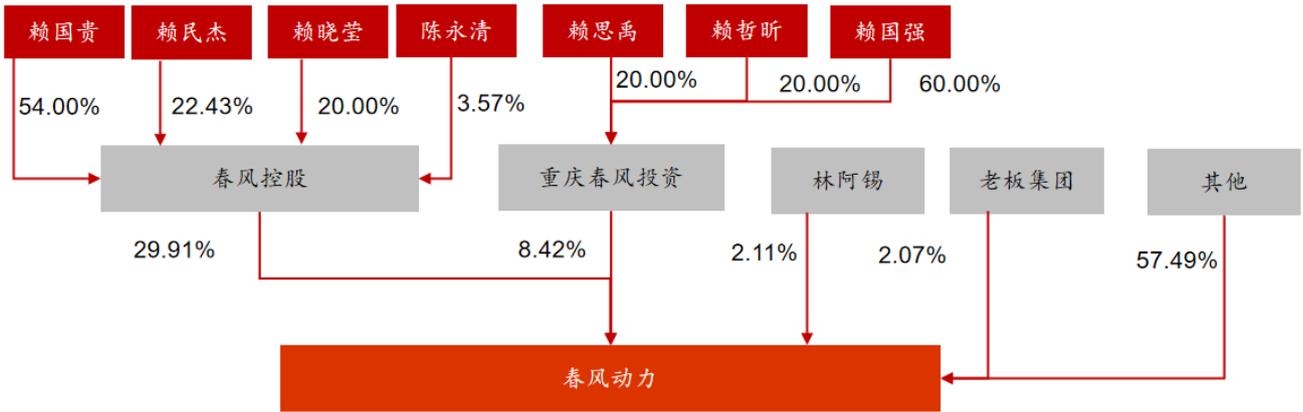


来源：公司官网，中泰证券研究所

股权结构：结构清晰，董事长赖国贵为实控人

- **股权结构：**股权结构清晰，实控人为创始人兼董事长赖国贵，合计控股 38.3%。

图表 4: 公司股权结构



来源: iFIND, 企查查, 中泰证券研究所 备注: 数据截止日为 2024 年 5 月 27 日

**成长复盘: 内需消费升级+出口带动营收&盈利持续高增**

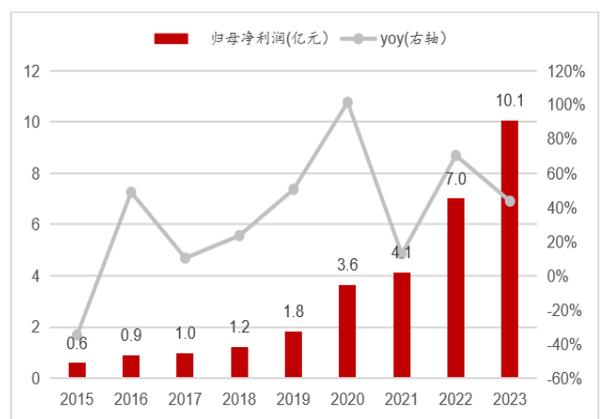
- **营收盈利持续高增:** 国内大排量摩托消费提升+出口持续高增, 带动公司营收+盈利持续高增, 23年营收 121.1 亿 (同比+6.4%, CAGR17-23=36%), 归母净利润 10.1 亿 (同比+44%, CAGR17-23=41.6%)。

图表 5: 公司营收及其同比



来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 6: 公司归母净利润及其同比



来源: iFinD, 中泰证券研究所

**盈利能力: 控费能力较强, 盈利持续改善**

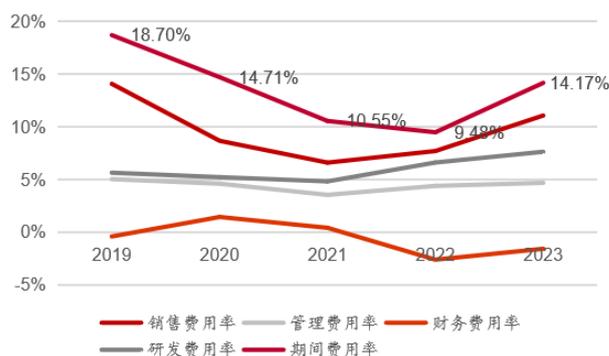
- **抑制因素缓解促盈利改善:** 21 年毛利率承压下滑主要系海运费等因素影响, 22-23 年毛利率持续改善 (23 年毛利率达 33.5%, 同比+8.1pct)。
- **期间费用率稳中有降:** 公司期间费用率保持下降趋势, 23 年期间费用率提升主要系海外渠道扩张带动销售费用率提升。

图表 7: 公司毛利率和净利率

图表 8: 公司期间费用率



来源: iFinD, 中泰证券研究所



来源: iFinD, 中泰证券研究所

## 整体认知: 海外布局前瞻且持续深化&深耕技术研发赶超海外巨头

### 全球化布局前瞻①: 海外布局先人一步, 战略前瞻且持续深化

- 海外布局先人一步, 战略前瞻且持续深化: 05 年发布首款全地形车 CFMOTO ATV500 进军海外市场; 07 年成立海外美国子公司持续完善海外销售服务体系; 18 年 UTV&ATV 欧洲市占率领先; 21&23 年陆续布局泰国及墨西哥海外产能进一步巩固成本优势。

图表 9: 公司海外拓展发展历程



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

### 全球化布局前瞻②: 07 年率先成立海外子公司, 多年位列全地形车出口龙头

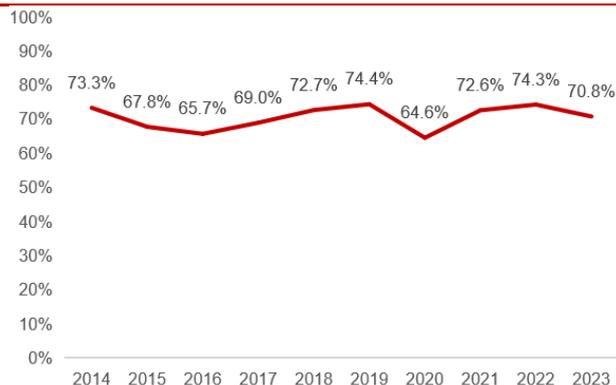
- 前瞻布局, 出口龙头地位稳固: 07 年成立海外美国子公司持续完善海外销售服务体系助力公司海外业务开拓, 18 年 UTV&ATV 欧洲份额领先, 连续多年全地形车出口额国内第一 (23 年出口额占比 70.8%)。

图表 10: 07 年成立美国海外子公司助力全球化

图表 11: 公司全地形四轮车出口额多年位列国内第一



来源：公司官网，中泰证券研究所



来源：公司年报，中泰证券研究所

**全球化布局前瞻③：21-23 年自建泰国/墨西哥产能巩固海外竞争优势**

- **建设海外产能巩固海外竞争优势：**海外产能建设有效规避贸易壁垒巩固成本优势，自 21 年海外产能建设投产后，23 年美国进口关税占北美营收比例降低至 5.5%（较 21 年-2.6pct）；

图表 12: 21 年 12 月春风动力泰国制造基地建成投产



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 13: 23 年 7 月春风动力墨西哥制造基地建成投产



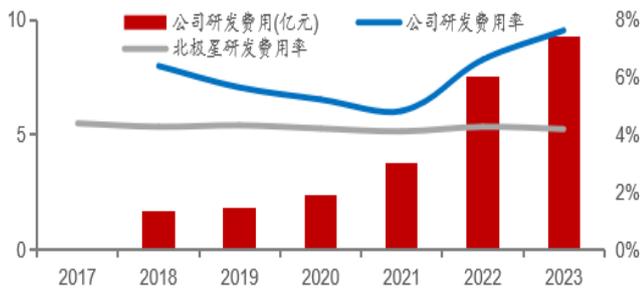
来源：公司官网，中泰证券研究所

**深耕技术研发①：重视研发收获颇丰，核心技术坚持自研**

- **重视研发收获颇丰，核心技术自研：**连续多年高研发投入下，公司技术收获颇丰（22 年新增专利 335 项），且核心技术坚持自研，公司已具备发动机（水冷四冲程发动机研发积淀 20 余年）+车架+变速箱等核心部件自研能力。

图表 14: 公司重视研发投入

图表 15: 公司 22 年起专利成果丰硕



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16: 公司实现全地形车核心技术自研



来源：boostatv 官网，中泰证券研究所

深耕技术研发②：厚积薄发，发动机性能指标逐步追赶外资

- 厚积薄发，发动机技术性能指标持续追赶外资：以公司自研发动机为例，500cc、800cc 大排量发动机逐步缩小与海外巨头差距，1000cc 大排量发动机的马力性能指标已赶超巨头庞巴迪，持续追赶外资。

图表 17: 发动机性能指标逐渐赶超外资

发动机排量区间	排量(cc)			最大功率(HP)			驱动方式			发动机类型		
	公司	北极星	庞巴迪	公司	北极星	庞巴迪	公司	北极星	庞巴迪	公司	北极星	庞巴迪
500	495	567	650	38	44	40	2WD / 4WD / 4WD lock	AWD / 2WD	2WD / 4WD lock	单缸/液冷/四冲程/SOHC/4气门	单缸/液冷/四冲程/DOHC	单缸/液冷
800	800	850	850	62	78	78	2WD/4WD/4WD lock	AWD / 2WD	2WD / 4WD lock	V型双缸/液冷/四冲程/SOHC/8气门	双缸/液冷/四冲程/SOHC	V型双缸/液冷
1000	963	999	976	79	100	75	-	AWD / 2WD	2WD / 4WD lock	V型双缸/液冷/四冲程/SOHC/8气门	双缸/液冷/四冲程/DOHC	V型双缸/液冷
500	公司VS外资：最大功率差距较小											
800	公司VS外资：最大功率差距较小											
1000	公司VS外资：最大功率赶超外资，更低排量下马力超过庞巴迪											

来源：春风动力公司官网，北极星公司官网，庞巴迪公司官网，中泰证券研究所 备注：发动机对应车型为前表 CF500/CF 800 XC/UF 1000 及竞品车型

全地形车：经营周期拐点已至，产品谱系拓展&海外产能加速全球替代

全地形车：经营周期拐点已至，产品谱系拓展&海外产能加速全球替代

■ 全地形车-行业端

1) 总量: 百万规模且销量集中于北美; 总量维持百万规模附近 (20 年受疫情影响出现阶段性需求高峰达 115 万辆), 且销量主要集中于北美 (北美 ATV 销量占比 71.6%, SSV&UTV 占比 91.1%); 格局持续优化: 高盈利 UTV&SSV 占比持续提升, 23 年全球 SSV&UTV 份额 64.9% (较 16 年+10.4pct), 北美 SSV&UTV 份额 70.2% (较 18 年+5.8pct);

2) 格局: 外资巨头寡头垄断, 且具较高壁垒; 品牌+技术+渠道+认证壁垒&入局先发优势促格局集中, 外资巨头垄断 ATV&UTV&SSV 市场, CR5 达 80%+。

■ 全地形车-公司端

1) 20-21 年海外疫情促破局良机; 20-21 年海外疫情+缺芯致竞对产能受限 (北极星全地形车库存处历史低位水平), 公司借力破局 (21 年销量达 15 万辆, 同比+126%, CAGR19-22=43.8%);

2) 公司优势: 品牌矩阵精简完善, 技术看齐且性价比高; 三大 C/Z/U 系列品牌精简且产品矩阵完善, 同排量产品的发动机/底盘等多数配置与外资平齐但极具性价比优势 (同排量车型低于外资 1-5k 美元);

3) 成长驱动: ①库存&运费等因素逐步改善, 经营周期拐点已至 (四轮车完成去库, 23 年毛利率 39.5%, 同比+12pct), ②产品布局更臻完善, 逐步向高端转型; ③海外产能强化竞争优势, 自 21 年海外产能建设投产后, 23 年美国进口关税占北美营收比例达 5.5% (较 21 年-2.6pct); 且渠道持续拓展, 23 年公司全球零售/经销商网点数量超 4000 家 (CAGR21-23=15.5%)。

四轮车-行业分类: ATV&SSV 定位休闲娱乐, UTV 更具实用性

■ 行业分类: 根据操控方式区分为 ATV (摩托车方向把手) 和 SSV&UTV (汽车方向盘), ATV&SSV 定位休闲娱乐, UTV 作为生产工具车更具实用性。

图表 18: 全地形车分类

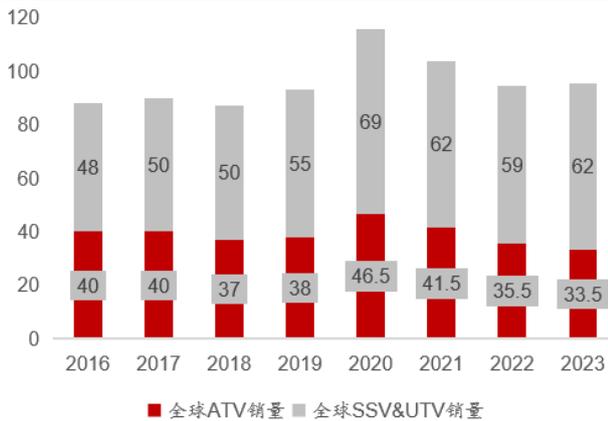
	ATV	UTV	SSV
结构	全开放式, 无驾驶舱棚顶	半封闭式	
安全性	无防滚架, 安全性低	有防滚架、安全带等, 安全性高	
操控方式	通过方向把手 (类似摩托车)	通过方向盘操控	
载客量	1-2人	2-4人	
装载物品	一般无载货斗	一般有载货斗	一般无载货斗
用途特点	偏娱乐 注重越野、比赛特性	最初定位是农林和林业生产用工具车 注重实用性与载物性	偏娱乐 注重越野、比赛特性
例图			

来源: 中华网汽车, 懂车帝, 新浪网, 春风动力官网, 中泰证券研究所

四轮车-行业总量: 百万规模且销量集中于北美

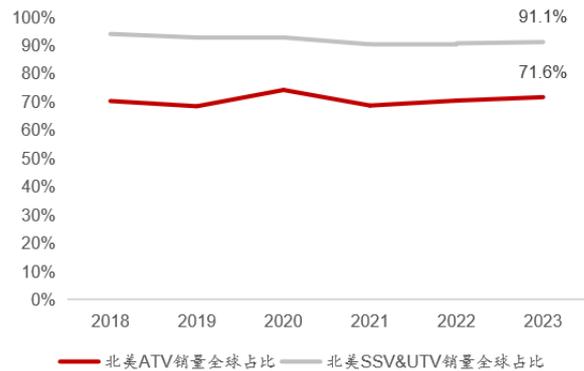
■ 百万规模且销量集中于北美: 总量维持百万规模附近 (20 年受疫情影响出现阶段性需求高峰达 115 万辆), 且销量主要集中于北美 (北美 ATV 销量占比 71.6%, SSV&UTV 占比 91.1%)。

图表 19: 全球全地形车销量规模 (万辆)



来源: Polaris 年报, 中泰证券研究所

图表 20: 北美全地形车占全球销量比例

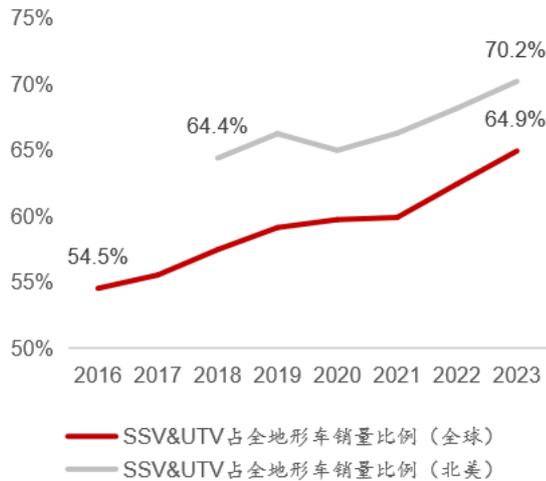


来源: Polaris 年报, 中泰证券研究所

### 四轮车-行业成长: 结构持续优化, 高盈利 UTV&SSV 占比提升

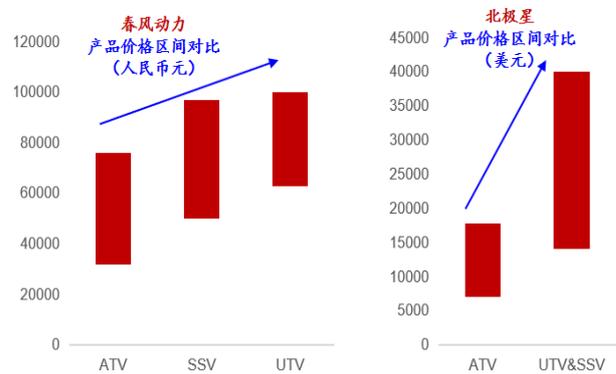
- 行业结构持续优化: 高盈利 UTV&SSV 占比持续提升, 23 年全球 SSV&UTV 份额 64.9% (较 16 年+10.4pct), 北美 SSV&UTV 份额 70.2% (较 18 年+5.8pct), 且售价较 ATV 更高 (北极星 UTV&SSV 价格约 1.5-4w 美元, ATV 约 0.7-1.8w 美元)。

图表 21: SSV&UTV 销量占比持续提升



来源: Polaris 年报, 中泰证券研究所

图表 22: UTV&SSV 和 ATV 售价对比



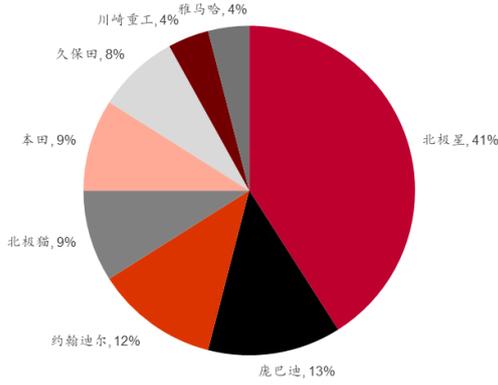
来源: 春风动力官网, Polaris 官网, 中泰证券研究所 备注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日

### 四轮车-竞争格局: 外资巨头垄断, CR5=80%+

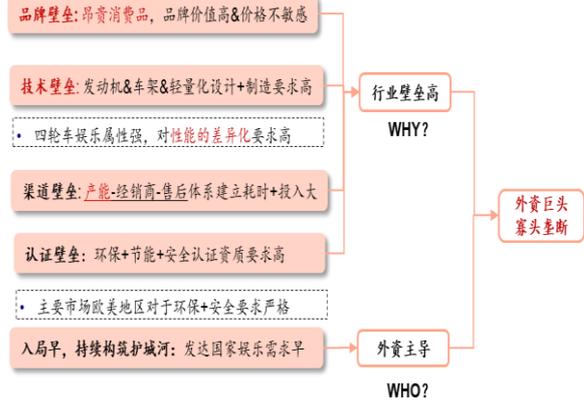
- 过去外资巨头垄断 ATV&UTV&SSV 市场, CR5 达 80%+: (1) 集中度高: 行业壁垒高, 包括品牌+技术+渠道+认证壁垒; (2) 外资主导: 发达国家娱乐需求早, 因此外资入局早, 并基于先发优势持续构筑护城河。

图表 23: 少数外资巨头垄断全球 80%+ 市场

图表 24: 过去行业由外资巨头垄断的原因



来源: Statista, 中泰证券研究所

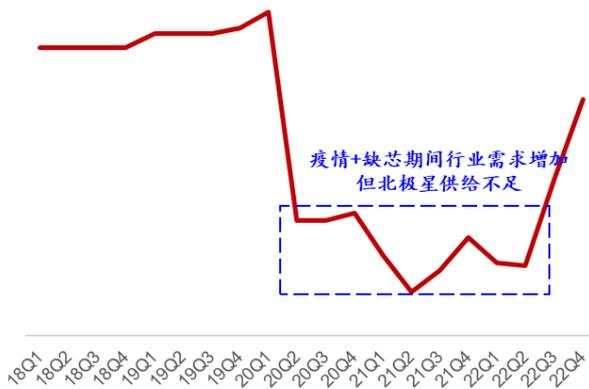


来源: 中泰证券研究所

**四轮车-公司端: 疫情+缺芯提供破局契机, 逐步建立市场认知持续成长**

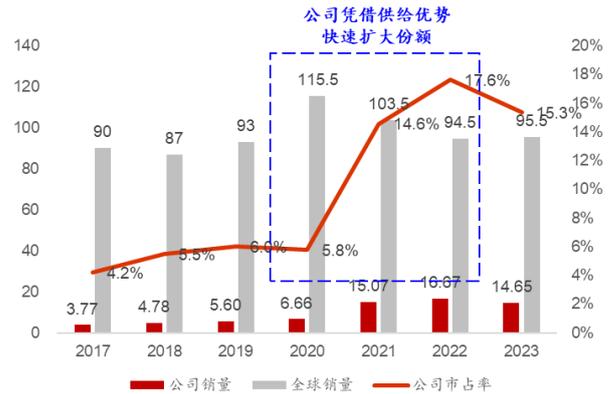
- **20-21年海外疫情成破局良机:** 20-21年海外疫情+行业缺芯致竞对产能受限 (北极星全地形车库存处历史低位水平), 公司借力破局, **21年销量达15万辆 (同比+126%, CAGR19-22=43.8%)**, 份额达 **14.6% (同比+8.8pct)**。

图表 25: 北极星北美经销商四轮车库存变化



来源: Polaris 公告, 中泰证券研究所

图表 26: 全地形车销量 (万辆) 及公司市占率



来源: Polaris 年报, 公司公告, 中泰证券研究所

**四轮车-公司优势: 品牌矩阵精简完善, 技术看齐且性价比高**

- **公司品牌性价比战略清晰, 同排量车型低于外资 1-5k 美元。** 公司三大 C/Z/U 系列品牌精简且产品矩阵完善, 外资品牌系列更复杂, 北极星和庞巴迪皆具有 4+ 品牌。公司针对各排量的同类型产品相比于外资价格更低。其中, 低排量产品价格低于约 1k 美元, 高排量可低于 5k 美元。

图表 27: 公司品牌性价比战略清晰, 产品低于外资 1-5k 美元

①公司3大品牌, 产品矩阵精简 ②低/高排量产品低于外资约1/5k美元

类型	排量(cc)	公司品牌 (C/Z/U系列)			北极星品牌 (OUTLAW/SPORTSMAN/RZR/RANGER)		庞巴迪品牌 (RENEGADE/OUTLANDER/COMMANDER/DEFENDER/MAVERICK)	
		车型	起售价(美元)	差价估算(美元)	车型	起售价(美元)	车型	起售价(美元)
ATV	110	CFORCE 110	2999	650	OUTLAW 110	3599	RENEGADE 110 EFI	3699
	400	CFORCE 400	5399	1600	SPORTSMAN 450	6999	-	-
	500	CFORCE 500	6399	1275	SPORTSMAN 570	7999	OUTLANDER 500	7349
	600	CFORCE 600	7399	3650	-	-	RENEGADE 650	11049
	800	CFORCE 800 XC	9399	1375	SPORTSMAN 850	10699	OUTLANDER 850	10849
		1000	CFORCE 1000 TOURING	9999	5725	SPORTSMAN XP 1000	15499	RENEGADE X XC
SSV	650	-	-	-	-	-	COMMANDER DPS 700	15699
	800	ZFORCE 800 Trail	13099	2900	RZR TRAIL(875)	15999	-	-
	950	ZFORCE 950 Trail	14299	2350	RZR TRAIL S 900	17999	DEFENDER 1000	15299
UTV	600	UFORCE 600	10799	3150	RANGER SP 570	11699	MAVERICK TRAIL 700	16199
	1000	UFORCE 1000	13299	4300	GENERAL 1000	17499	MAVERICK TRAIL 1000	17699

来源: 春风动力公司官网, 北极星公司官网, 庞巴迪公司官网, 中泰证券研究所

- 技术看齐且性价比高: 以主销产品为例(公司 23 年全地形车 ASP 约 6332\$, 对应产品 CF500), 同排量产品的发动机/底盘等多数配置与外资平齐。

图表 28: 公司产品性价比高, 多项配置追赶外资

公司	春风动力	北极星	庞巴迪	公司VS竞品
车型	CFORCE 500	SPORTSMAN 570	OUTLANDER 500	公司VS竞品
外形				-
售价(美元)	6399	7999	7349	优
上市时间	-	-	-	-
发动机类型	单缸/液冷/四冲程 /SOHC/4气门	单缸/液冷/四冲程 /DOHC	单缸/液冷	平
排气量 (cc)	495	567	650	略差
最大功率	38HP @ 6800rpm	44HP	40HP	略差
最大扭矩	30 LB-FT @ 6000rpm	-	37 LB-FT	略差
燃油系统	博世 电子燃油喷射	电子燃油喷射 / 340 CCA	电子燃油喷射	平
驾驶	2WD / 4WD / 4WD lock	AWD / 2WD	2WD / 4WD lock	优
传动	CVTech 自动 P/R/N/H/L	PVT 直列式换挡自动 P/R/N/L/H	pDrive CVT L/H /N/R/P	平

来源: 春风动力公司官网, 北极星公司官网, 庞巴迪公司官网, 中泰证券研究所

图表 29: 公司产品性价比高, 多项配置追赶外资

公司	春风动力	北极星	庞巴迪	公司VS竞品
车型	CFORCE 500	SPORTSMAN 570	OUTLANDER 500	公司VS竞品
长x宽x高(英寸)	80 x 44 x 45	83 x 48 x 47	87 x 48 x 48	略差
轴距(英寸)	50	51	53	略差
座椅高度(英寸)	20	33	38	略差
整备质量(磅)	783	873	800	略差
车身有效载荷能力(磅)	-	485	-	-
离地间隙(英寸)	10.3	11.5	12	略差
油箱容量(加仑)	前/后: 75/132	前/后: 90/180	前/后: 120/240	略差
油箱容量(加仑)	4.5	4.5	5.1	平
悬架	双A臂独立	双A臂 8.9 英寸	双A臂 9.75/10.25 英寸	平
车轮	12英寸铸铝合金	14英寸铸铝合金	12英寸钢	平
底盘	前/后: 25 x 8 x R12 / 25 x 10 x R12	前/后: 26 x 8-14 x R14 / 10-14 x R14	前/后: 25 x 8/10 x R12	平
减震	前/后: 弹簧预紧力可调, 油阻尼	-	-	-
制动	液压盘, 带驻车制动器	液压盘, 带液压后脚制动器	液压盘, 带盘式制动器	平
挂钩连接器	2	-	-	平
其他牵引能力(磅)	1350	1350	-	平
保险杠(磅)	2500	2500	-	平

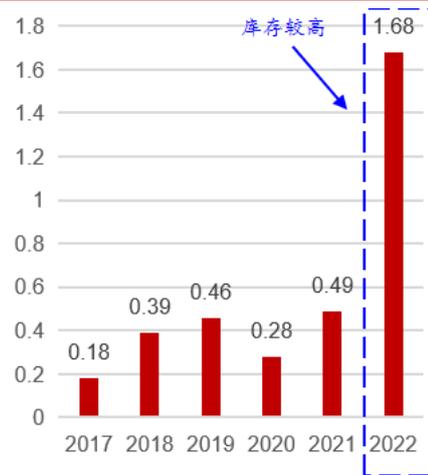
来源: 春风动力公司官网, 北极星公司官网, 庞巴迪公司官网, 中泰证券研究所

### 四轮车-成长驱动①: 库存&运费等因素逐步改善, 经营周期拐点已至

- 1) 20-21 年凭借疫情+行业缺芯破局, 让利争抢份额 (21 年四轮车营收达 48.8 亿, CAGR19-21=63.2%), 份额达 14.6%, 同比+8.8pct), 短期海运运费等因素影响盈利 (21 年毛利率 21.9%, 同比-13.2pct);
- 2) 22 年汇率+运费改善盈利 (毛利率 27.5%, 同比+5.6pct), 收入维持高增 (同比+40%), 但库存较高 (1.68 亿美元, 同比+243%);
- 3) 23 年去库收入放缓 (营收同比-5.5%), 去库导致销售费用率较高 (11.1%, 同比+4pct, 23Q4 已回落至 7.1%), 但盈利显著改善 (毛利率 39.5%, 同比+12pct), 经营周期拐点已至。

**图表 30: 四轮车业务营收及毛利率 (亿元)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 31: 公司经销商库存车辆金额 (亿美元)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

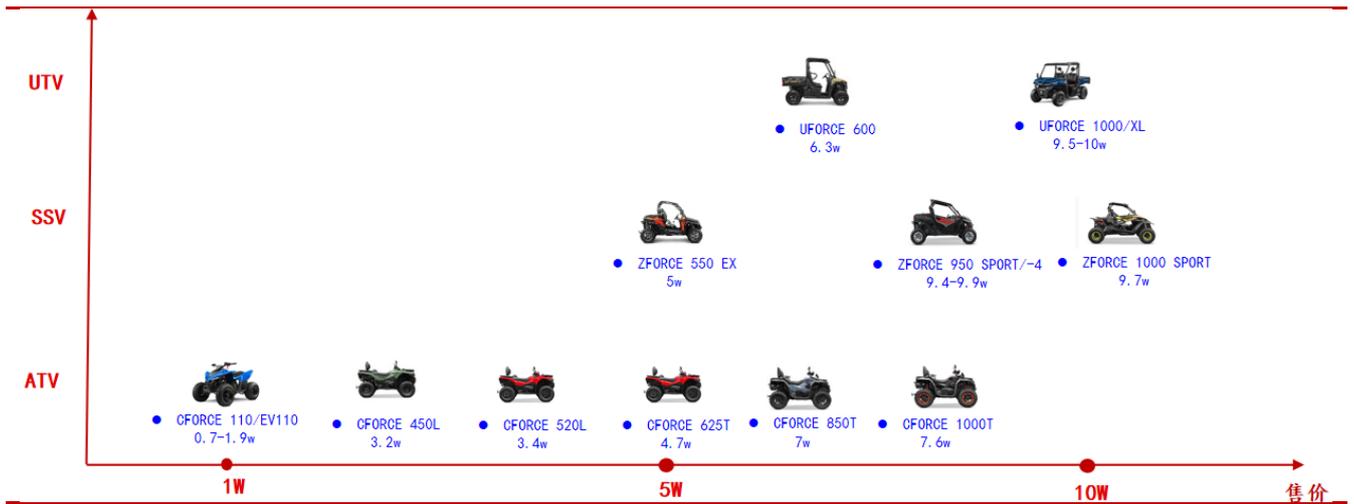
**图表 32: 公司销售费用率**


来源: WIND, 中泰证券研究所

### 四轮车-成长驱动②: 产品布局更臻完善, 逐步向高端转型

- **产品向高端转型更臻完善:** 公司逐步完善产品布局, 且逐步转向高端, 基于 1000cc 平台推出的三款新品有望显著提升单车 ASP 及盈利能力。

**图表 33: 春风动力全地形车产品布局**

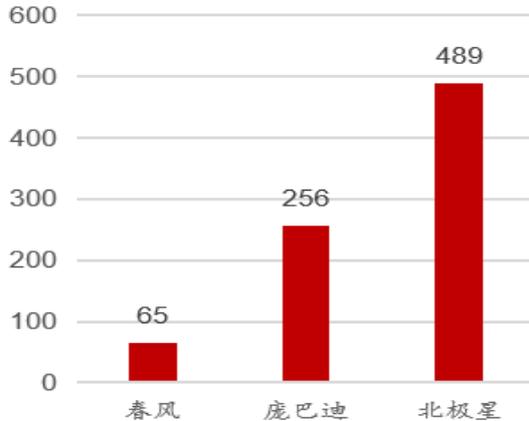


来源：公司官网，中泰证券研究所

**四轮车-成长驱动②：高端化将显著提升创收能力，打开远期空间**

- **高端化将显著提升创收能力，打开远期成长空间：**当前公司与头部竞对营收端具显著差距（**庞巴迪营收近4倍、北极星营收近8倍**），当前公司已在1000cc平台产品已具相对优势，后续高端化产品推出有望显著提升创收能力，远期成长空间较大；

图表 34: 2023 年公司及其竞对全地形车营收 (亿元)



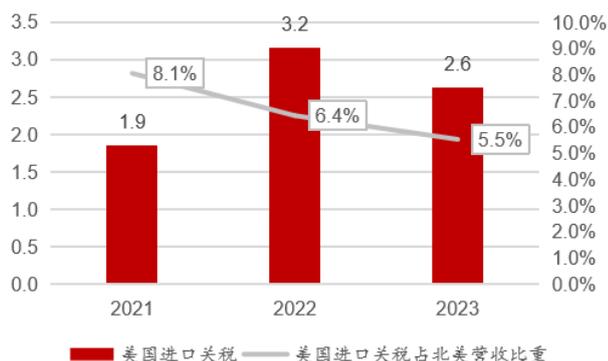
来源：公司公告，中泰证券研究所

**四轮车-成长驱动③：海外产能强化竞争优势，且渠道加速拓展**

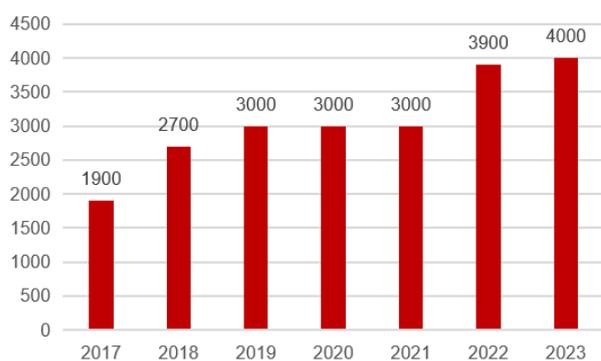
- **海外产能落地强化竞争优势，且渠道拓展加速市场扩张：**公司深耕海外产能建设，自21年海外产能建设投产后有效强化公司海外竞争优势，**23年美国进口关税占北美营收比例达5.5%（较21年-2.6pct）**；且渠道持续拓展，**23年公司全球零售/经销商网点数量超4000家（CAGR21-23=15.5%）**。

图表 35: 美国进口关税对北美营收占比 (亿元)

图表 36: 公司品牌全球零售/经销商网点数量



来源：中国经济网，公司年报，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 摩托车：二轮大排量玩乐领跑者，消费升级&海外出口成长提速

两轮车：二轮大排量摩托车领跑者，玩乐消费升级&海外出口加速成长

### ■ 两轮车-行业端

- 1) 内需端：大排量摩托车快速扩容且公司份额稳步提升；总量持续修复（23年1655万辆）且受益于消费者休闲玩乐需求提升，大排量摩托车市场快速扩容（23年销量达55.3万辆，CAGR18-22=51%，份额3.1%），大排量二轮摩托车集中度高但趋势下滑（23年CR2=36.6%，20年CR2=46.5%），公司份额稳步提升（21年8.6%→23年14.4%）；
- 2) 出口端：出口销量&单价稳步提升；23年出口销量达2673万辆（CAGR15-23=7.4%）；国内品牌高端化战略持续推进，带动出口单价迅速提升，23年出口单价达434美元（CAGR20-23=12.6%）。

### ■ 两轮车-公司端

- 1) 销量快速提升，结构持续优化；多年技术深耕&品牌渠道建设促公司二轮摩托车销量迎来爆发式增长，23年公司二轮车销量达19.7万辆（CAGR18-23=38.9%），且结构持续优化（23年250ml+大排量二轮车销量达7.7万辆，CAGR20-23=51.8%）；
- 2) 内销稳步提升&外销贡献核心增量；23年国内销量达9.9万辆，内销稳步提升（同比+8.6%，行业同比-7.0%）；23年出口销量达9.77万辆，外销增长迅速（同比+81.3%，行业同比+0.9%）；
- 3) 公司优势：①与海外知名品牌KTM深入合作绑定，逐步完成技术积累；②全球顶尖赛事+国宾车深耕品牌建设；
- 4) 成长驱动：①20年推出大单品爆款250SR后，凭借爆款效应持续完善产品布局；②渠道迅速扩展深化全球布局，二轮车海外经销网络数量超1700家（23年新增超400家）。

两轮车-行业分类：按结构分踏板、跨骑、弯梁，用途分交通及休闲玩乐

- 行业分类：按车身结构可分为踏板、弯梁、跨骑（占比最高，47%），按能源形式可分为电摩及燃油摩托，按用途可分为代步出行及休闲玩乐（大部

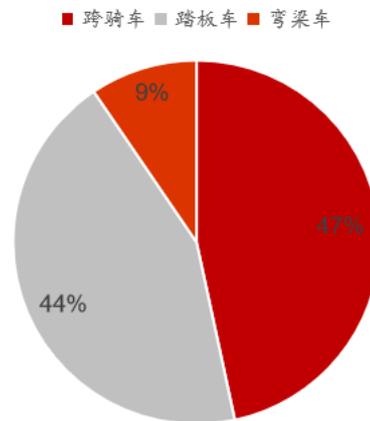
分为大排量跨骑车，可细分为仿赛、街车、拉力、巡航、越野、休旅等），近年随摩托车文化渗透，休闲玩乐的大排量跨骑车需求持续提升。

图表 37: 二轮摩托车分类情况



来源：中泰证券研究所

图表 38: 2023 年二轮摩托车销量结构情况

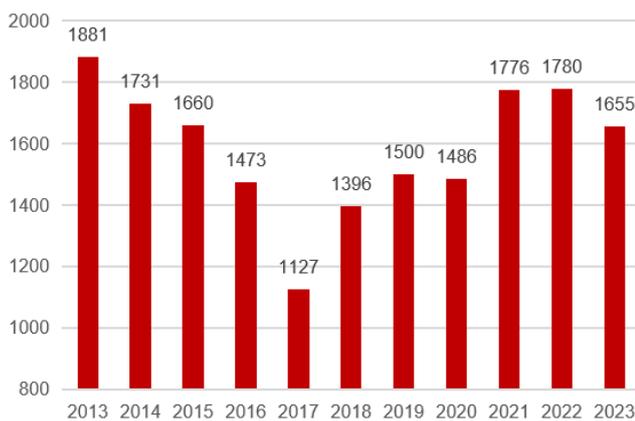


来源：中国摩托车商会官网，中泰证券研究所

**两轮车-行业内需端：总量修复且大排量占比提升**

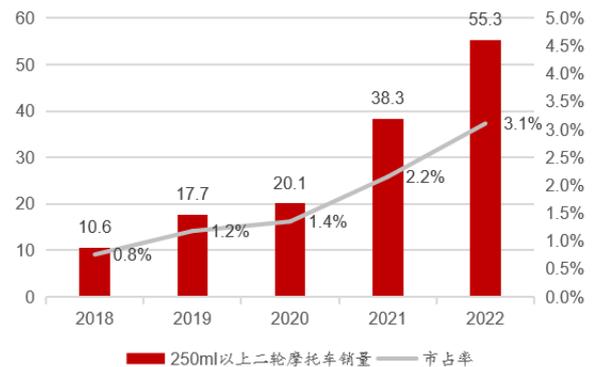
- **内需总量持续修复：**受禁摩政策影响，2013 年后二轮摩托车市场总量快速下滑至 2017 年 1100 万辆附近，近年疫情爆发带动二轮摩托车市场总量持续修复，2023 年市场总量达 1655 万辆。
- **大排量占比提升，结构持续优化：**消费者休闲玩乐个性化需求带动大排量摩托市场规模提升，2022 年 250ml 以上大排量二轮摩托车销量达 55.3 万辆（CAGR18-22=51%，23 年份额 3.1%）。

图表 39: 国内二轮摩托车市场情况 (万辆)



来源：iFind，懂车帝，中泰证券研究所

图表 40: 250ml 以上大排量二轮摩托车销量及占比持续提升 (万辆)



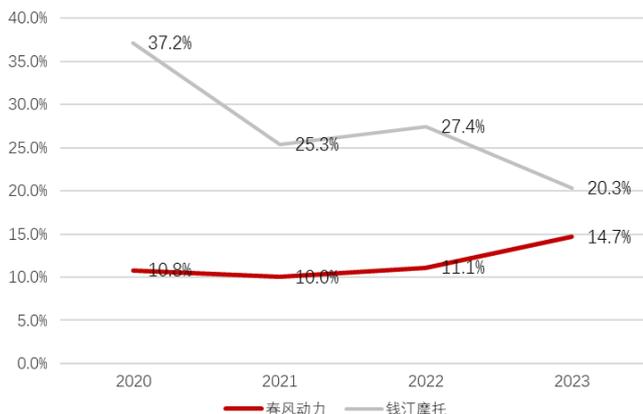
来源：iFind，中国汽车协会摩托车分会，中泰证券研究所

**两轮车-行业内需端：大排量集中度高但下降，春风份额持续提升**

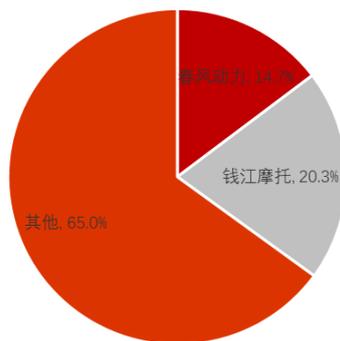
- **大排量摩托市场集中度高，但集中度持续下降：**23 年大排量摩托市场前二强钱江及春风份额分别为 22.2%、14.4%，整体市场集中高（23 年 CR2=36.6%），但集中度持续下滑（20 年 CR2=46.5%），其中春风市占率提升显著（21 年 10.0%→23 年 14.7%）。

图表 41: 春风、钱江 250ml+摩托车份额变化情况

图表 42: 23 年 250ml+摩托车市场格局



来源：中国汽车协会摩托车分会，中泰证券研究所

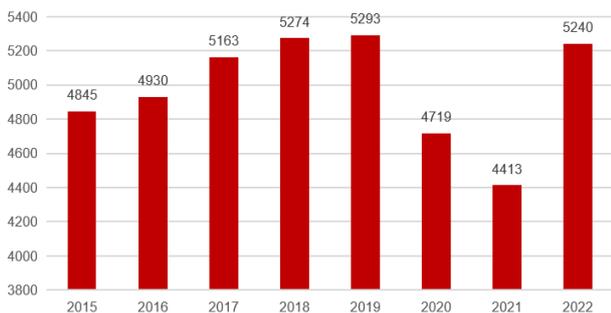


来源：iFind，中泰证券研究所

**两轮车-行业出口端：疫后全球需求修复，亚洲为最大市场**

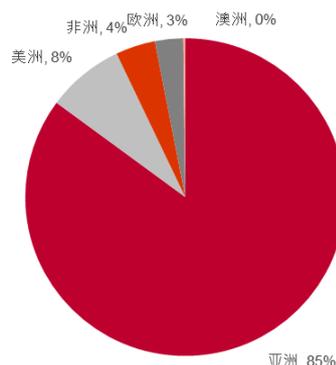
- **疫情后需求迅速修复**：20-21 年受疫情影响全球摩托车销量阶段性下滑明显，但疫情后全球需求迅速修复，22 年需求达 5240 万辆。
- **亚洲为最大市场**：22 年全球摩托车销量中亚洲占比达 85%，为全球最大市场。

图表 43: 全球摩托车销量情况 (万辆)



来源：各国汽车工业协会，摩托车制造商会，中泰证券研究所

图表 44: 2022 年全球摩托车分区域销售占比情况

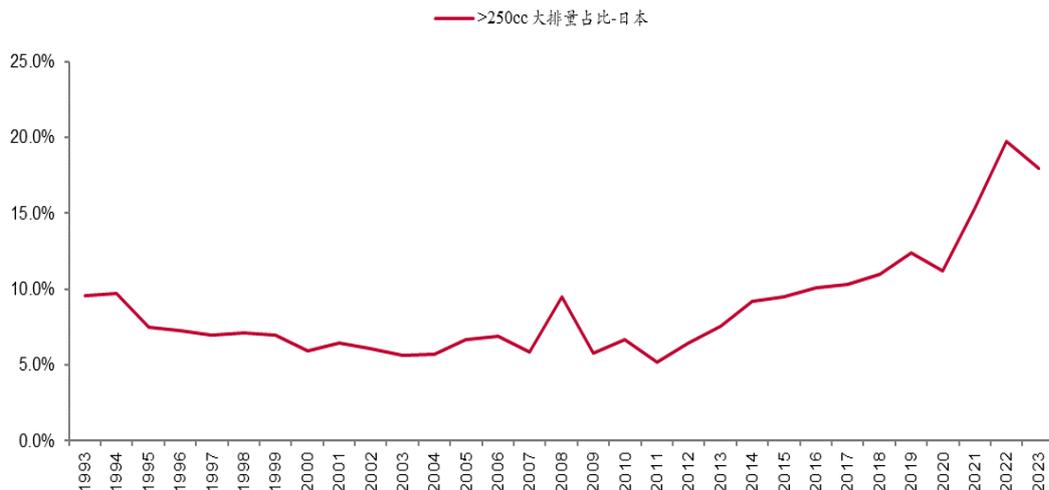


来源：各国汽车工业协会，摩托车制造商会，中泰证券研究所

**两轮车-行业出口端：海外发达国家摩托车大排量占比高**

- **海外摩托车大排量高占比**：以日本为例，近年来 250cc 以上的摩托车年销量逐步提升并稳定至 7 万辆左右，占比总销量接近 20%。相比较而言，当前国内大排量占比 3.1% 具较大提升空间。

图表 45: 日本 250cc 以上大排量摩托车销量占比接近 20%



来源：JAMA，中泰证券研究所

### 两轮车-行业出口端：出口销量&单价持续稳步提升

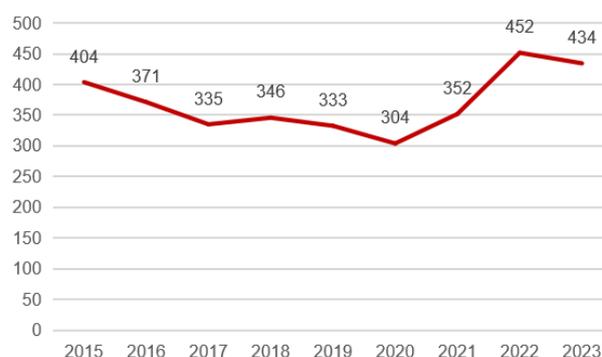
- **出口销量稳步提升**：自 15 年起摩托车出口销量持续稳步提升，23 年出口销量达 2673 万辆（Cagr15-23=7.4%，20-21 年出口显著提升主要系疫情致海外竞对产能受限，国内厂商借此机遇快速供给海外需求）。
- **出口单价近期提升显著**：国内品牌高端化战略持续推进，带动出口单价迅速提升，23 年出口单价达 434 美元（Cagr20-23=12.6%）。

图表 46: 摩托车出口销量 (万辆)



来源：海关总署，Wind，中泰证券研究所（含三轮摩托车）

图表 47: 摩托车出口单价 (美元)



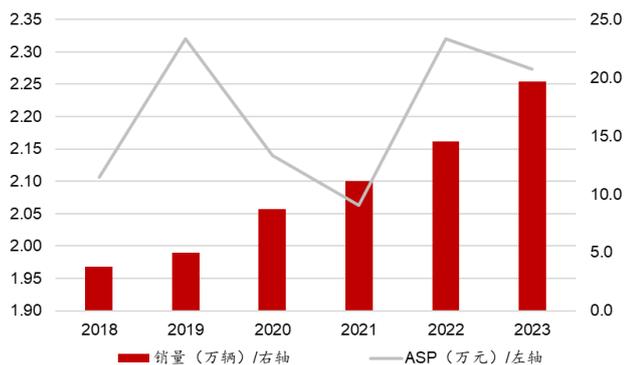
来源：海关总署，Wind，中泰证券研究所（含三轮摩托车）

### 两轮车-公司端：销量快速提升且结构持续优化

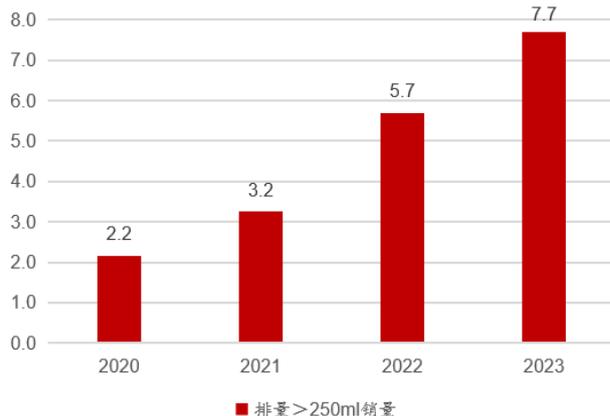
- **销量迎爆发式增长**：多年技术深耕&品牌渠道建设促公司二轮车销量迎来爆发式增长，2023 年公司二轮车销量达 19.7 万辆（Cagr18-23=38.9%）。
- **销量结构持续优化**：销量高增且结构持续优化，23 年 250ml+大排量二轮车销量达 7.7 万辆（Cagr20-23=51.8%）。

图表 48: 公司二轮摩托车销量及平均单价

图表 49: 公司 250ml+大排量二轮摩托车销量 (万辆)



来源：中国汽车协会摩托车分会，Wind，中泰证券研究所

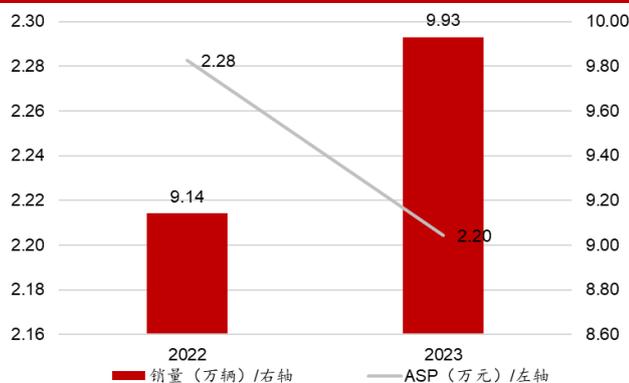


来源：中国汽车协会摩托车分会，Wind，中泰证券研究所

### 两轮车-公司端：内需逆势稳步提升&出口显著增长

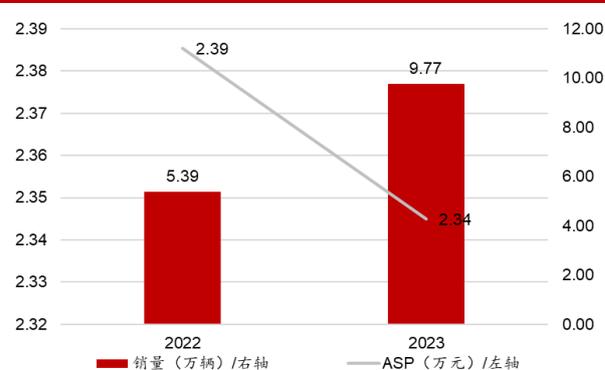
- **内需销量稳步提升**：23年公司二轮车国内销量达9.9万辆，稳步提升（同比+8.6%），均价维持2.2万元左右；
- **出口销量提升显著**：得益于海外渠道及产能快速拓展，23年公司二轮车出口销量达9.77万辆（同比+81.3%），均价维持2.3万元左右。

图表 50: 公司二轮车国内销量及平均单价



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 51: 公司二轮车出口销量及平均单价



来源：公司公告，中泰证券研究所（含三轮摩托车）

### 两轮车-优势①：与 KTM 深度合作，技术积累深厚

- **与海外知名品牌KTM深度合作绑定，逐步完成技术积累**：继13年成为KTM独家代理及CKD制造商后，17年与KTM成立合资公司春风凯特摩，合资公司基于KTM790发动机平台和车架技术，打造“CFMOTO”、“KTM”、“KTMR2R”、“HUSQVARNA MOTORCYCLES”为商标的多种型号摩托车产品，逐步完成深厚技术积累及品牌建设。

图表 52: 2013 年成为 KTM 中国独家代理及 CKD 制造商

图表 53: 2017 年与 KTM 成立春风凯特摩合资公司



来源：公司官网，中泰证券研究所



来源：公司官网，中泰证券研究所

**两轮车-优势②：全球顶尖赛事+国宾车深耕品牌建设**

- **全球顶尖赛事+国宾车深耕品牌建设：** 1) 22 年成立摩托赛车队进军顶尖摩托车赛事 Moto3，于 24 年 3 月在 Moto3 卡塔尔站斩获桂冠，成为中国车队在 MotoGP 系列赛事的首次冠军； 2) 春风从多家竞对中脱颖而出成为国宾护卫专用摩托指定生产商，春风 650G 国宾车已完成国宾护卫任务上百次，其中包含抗战 70 周年阅兵、G20 峰会、金砖峰会等。

图表 54: 获 Moto3 法国大奖赛冠军



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 55: 春风 650G 作为国宾车多次完成重大任务

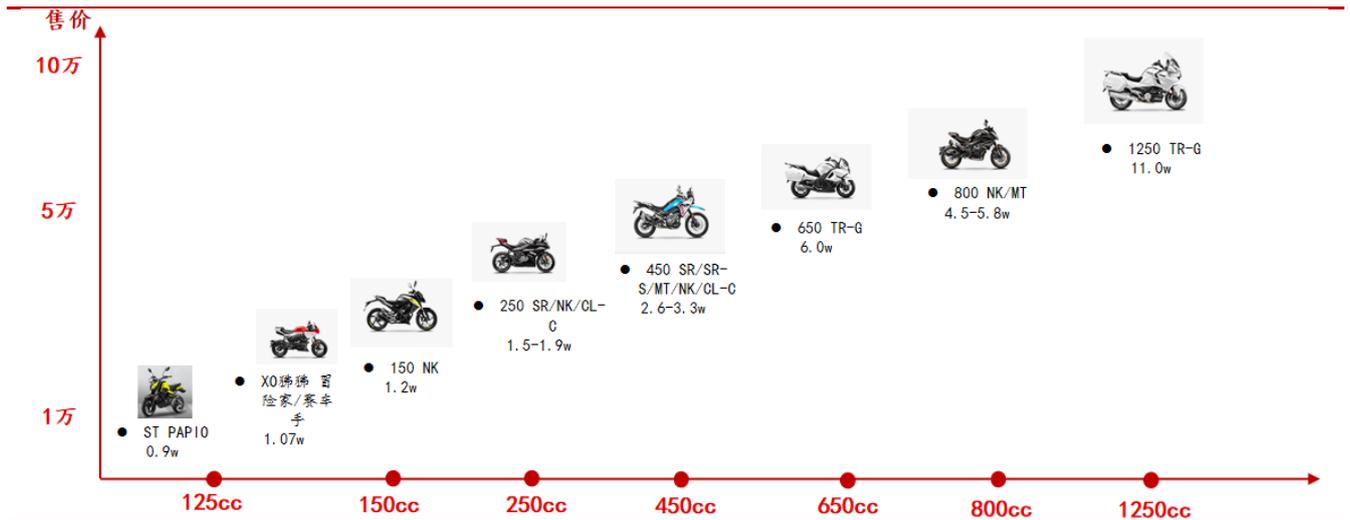


来源：公司官网，中泰证券研究所

**两轮车-成长驱动①：大单品爆款基础上产品谱系逐步完善**

- **大单品爆款 250SR 后，持续完善产品布局：** 公司 2020 年推出大单品爆款仿赛摩托 250SR，凭借爆款效应持续完善产品布局，后续三缸四缸+踏板产品推出有望进一步提升成长空间。

图表 56: 公司二轮摩托车产品布局

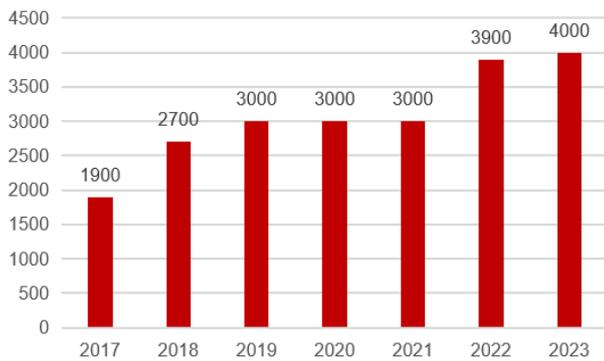


来源：公司官网、中泰证券研究所

### 两轮车-成长驱动②：渠道迅速拓展深化全球布局

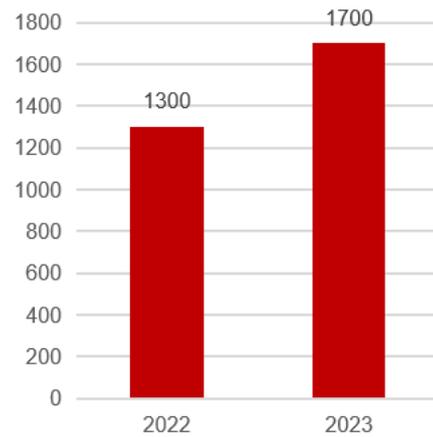
- **渠道迅速扩展深化全球布局**：23年公司全球零售/经销商网点数量超4000家，二轮车海外经销网络数量超1700家（23年新增超400家），销售渠道及品牌网点快速拓展为公司全球化深化品牌认知及销量增长奠定坚实基础。

图表 57: 公司品牌全球零售/经销商网点数量



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 58: 公司二轮车海外经销网络数量快速提升



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 盈利预测

**盈利预测：预计 24-26 年营收 145/174/203 亿元**

- **分业务预测**：公司是高端全地形及中大排量二轮摩托车自主龙头，有望引领全地形车自主出海，以及有望充分受益于国内大排量摩托消费提升+出口高增，未来公司营收（CAGR<sub>17-23</sub>=36%）+盈利（CAGR<sub>17-23</sub>=41.6%）端有望持续高增。分具体业务来看：**1）四轮车**：量方面，公司海外品牌力较高（欧洲市占率第一），叠加海外产能加速全球替代，有望带动出口高增，预计 24-26 年公司四轮车总销量为 15/16/17 万辆；价方面，随着公司产品谱系从 ATV 向 U/Z 系列高端化升级（UZ 系列占比从 22 年的 20% 提升至 34%），产品结构优化有望带动 ASP 提升，预计 24-26 年公司四轮车单价为

4.7/4.9/5.2 万元；毛利率方面，产品高端化&规模效应下，预计 24-26 年公司四轮车毛利率逐步提升，分别达 41%/43%/45%。2) 二轮车：量方面，公司是国内大排量摩托车玩乐领跑者，具有稳定的内销基本盘，受益于海外渠道扩张&产品矩阵完善，公司未来出口二轮车有望保持高增速，预计 24-26 年公司二轮车总销量为 24/30/35 万辆；价方面，国内摩托车大排量消费升级潜力大，未来公司产品结构优化有望带动 ASP 逐步提升，预计 24-26 年公司二轮车单价为 2.5/2.6/2.7 万元；毛利率方面，海外大排量消费需求高有望带动公司二轮车产品结构优化，同时考虑到国内市场竞争相对激烈，公司毛利率有望稳定在 23%左右。

- **盈利预测：**我们预计 24-26 年公司营收分别为 145/174/203 亿元，同比增速分别+20%/+20%/+17%；实现归母净利润 12.7/15.7/19.4 亿元，同比增速分别+26%/+23%/+24%。

图表 59: 盈利预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
二轮车营收 (亿元)		22.98	33.72	44.79	60.0	78.0	94.5
	yoy	23.5%	46.7%	32.9%	33.9%	30.0%	21.2%
销量 (万辆)		11.14	14.50	19.70	24.00	30.00	35.00
	yoy	28.0%	30.2%	35.9%	21.8%	25.0%	16.7%
单价 (万元)		2.06	2.33	2.27	2.50	2.60	2.70
	yoy	-3.6%	12.7%	-2.2%	9.9%	4.0%	3.8%
毛利率		19.7%	20.5%	24.6%	23%	23%	23%
毛利 (亿元)		4.53	6.92	11.04	13.80	17.94	21.74
四轮车营收 (亿元)		48.79	68.38	65.04	70.5	78.4	88.4
	yoy	117.0%	40.1%	-4.9%	8.4%	11.2%	12.8%
销量 (万辆)		15.10	16.67	14.65	15.00	16.00	17.00
	yoy	126.7%	10.4%	-12.1%	2.4%	6.7%	6.3%
单价 (万元)		3.23	4.10	4.44	4.70	4.90	5.20
	yoy	-4.3%	26.9%	8.2%	5.9%	4.3%	6.1%
毛利率		21.9%	27.5%	39.5%	41%	43%	45%
毛利 (亿元)		10.68	18.78	25.70	28.91	33.71	39.78
配件及其他营收 (亿元)		4.26	8.35	7.93	10.15	12.16	14.23
毛利率		34.3%	30.4%	42.8%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利 (亿元)		1.46	2.54	3.40	4.06	4.87	5.69
配件及其他营收占比		5.4%	7.3%	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%
其他业务 (亿元)		2.58	3.33	3.33	4.35	5.21	6.10
毛利率		9.8%	19.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
毛利 (亿元)		0.25	0.63	0.43	0.57	0.68	0.79
其他业务占比		3.3%	2.9%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
营收 (亿元)		78.61	113.78	121.10	145.00	173.78	203.22
	yoy	73.7%	44.7%	6.4%	19.7%	19.8%	16.9%

来源: Wind, 中泰证券研究所

### 估值与投资建议

- **估值建议：**公司是国内高端全地形及中大排量二轮摩托车的领头羊。选取相关主营业务的企业作为可比公司，包括钱江摩托、隆鑫通用、涛涛车业和九号公司。以截至 2024 年 7 月 10 日收盘价计算，对应 24-26 年 PE 分别为 18/14/12X。考虑到公司四轮车和二轮车业务有望充分受益于出口高增&国内消费升级&产品结构优化，业绩&估值端有望共振，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 60: 可比公司估值分析

公司	代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
钱江摩托	000913.SZ	15.8	83.3	0.9	1.1	1.3	18	14	12
隆鑫通用	603766.SH	6.5	133.1	0.3	0.6	0.7	23	12	10
涛涛车业	301345.SZ	51.5	56.3	2.6	3.5	4.4	20	15	12
九号公司	689009.SH	37.3	267.4	0.8	2.3	2.5	45	16	15
平均值							26	14	12
春风动力	603129.SH	149.7	226.7	6.7	8.4	10.4	22	18	14

来源：Wind, 中泰证券研究所（注：股价采用 2024.7.10 收盘价，EPS 采用 WIND 一致预测 180 天）

## 风险提示

### ■ 汇率，运费等海外扰动因素

公司境外销售占比高，汇率波动或海运费大幅上涨或导致盈利不及预期。

### ■ 海外需求不及预期

公司出口业务集中欧美，欧美需求不及预期或导致盈利不及预期。

### ■ 海外工厂产能爬坡或经营不及预期

海外泰国及墨西哥工厂经营环境较为复杂，若经营波动或导致产能爬坡不及预期，进而影响盈利。

### ■ 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,506	2,359	3,087	3,982	营业收入	12,110	14,500	17,378	20,322
应收票据	0	0	0	0	营业成本	8,053	9,767	11,659	13,523
应收账款	1,086	1,185	1,281	1,437	税金及附加	212	174	209	244
预付账款	102	123	147	171	销售费用	1,341	1,595	1,912	2,235
存货	1,663	2,016	2,407	2,792	管理费用	567	667	799	935
合同资产	0	0	0	0	研发费用	924	986	1,182	1,382
其他流动资产	352	712	872	1,069	财务费用	-191	-130	-160	-200
流动资产合计	7,709	6,985	8,998	11,512	信用减值损失	3	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	51	0	0	0
长期股权投资	237	237	237	237	公允价值变动收益	1	0	0	0
固定资产	1,334	1,625	1,889	2,129	投资收益	1	0	0	0
在建工程	310	410	510	610	其他收益	51	0	0	0
无形资产	167	204	238	268	<b>营业利润</b>	1,311	1,441	1,778	2,204
其他非流动资产	556	1,859	2,062	2,225	营业外收入	3	0	0	0
非流动资产合计	2,605	6,381	6,677	6,936	营业外支出	13	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>10,314</b>	<b>13,366</b>	<b>15,675</b>	<b>18,448</b>	<b>利润总额</b>	1,301	1,441	1,778	2,204
短期借款	0	2,002	2,618	3,273	所得税	244	115	142	177
应付票据	1,928	2,339	2,791	3,238	<b>净利润</b>	1,057	1,326	1,636	2,027
应付账款	2,245	2,723	3,250	3,770	少数股东损益	49	56	69	86
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1,008	1,270	1,567	1,942
合同负债	159	191	228	267	NOPLAT	995	1,206	1,489	1,843
其他应付款	74	74	74	74	EPS (按最新股本摊薄)	6.65	8.39	10.35	12.82
一年内到期的非流动负债	21	21	21	21					
其他流动负债	409	315	391	462					
流动负债合计	4,836	3,338	4,329	5,425	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	306	306	306	306	营业收入增长率	6.4%	19.7%	19.8%	16.9%
非流动负债合计	306	306	306	306	EBIT 增长率	105.7%	18.1%	23.4%	23.8%
<b>负债合计</b>	<b>5,142</b>	<b>5,922</b>	<b>7,014</b>	<b>8,211</b>	归母公司净利润增长率	43.7%	26.0%	23.4%	23.9%
归属母公司所有者权益	5,039	6,334	7,871	9,783	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	133	189	258	344	毛利率	33.5%	32.6%	32.9%	33.5%
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,172</b>	<b>6,523</b>	<b>8,129</b>	<b>10,127</b>	净利率	9.6%	9.1%	9.4%	10.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,314</b>	<b>13,366</b>	<b>15,675</b>	<b>18,448</b>	ROE	21.6%	19.5%	19.3%	19.2%
					ROIC	24.2%	12.4%	13.0%	13.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	49.9%	44.3%	44.7%	44.5%
					债务权益比	6.3%	61.9%	61.4%	59.4%
					流动比率	1.6	2.1	2.1	2.1
					速动比率	1.3	1.7	1.7	1.7
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.2	0.6	0.7	0.7
					应收账款周转天数	29	28	26	24
					应付账款周转天数	97	92	92	93

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1,385	1,743	2,177	2,491
现金收益	1,107	1,337	1,650	2,030
存货影响	405	-354	-390	-385
经营性应收影响	-271	-120	-120	-180
经营性应付影响	-375	888	980	966
其他影响	519	-160	-81	-122

<b>投资活动现金流</b>	-862	-964	-964	-964	存货周转天数	83	68	68	69
资本支出	-580	-569	-571	-573	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	-203	0	0	0	每股收益	6.65	8.39	10.35	12.82
其他长期资产变化	-79	-254	-203	-163	每股经营现金流	9.15	11.51	14.38	16.45
<b>融资活动现金流</b>	-160	427	488	528	每股净资产	33.27	41.83	51.98	64.60
借款增加	11	655	717	756	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-212	-328	-412	-514	P/E	22	18	14	12
股东融资	75	0	0	0	P/B	4	4	3	2
其他影响	-34	100	183	286					

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。