

➤ **事件:** 公司披露 2024 年半年度报告, 公司 24H1 营收 75.3 亿元, 同比+15.7%; 归母净利润 7.1 亿元, 同比+28.5%; 扣非归母净利润 6.9 亿元, 同比+32.0%。公司 24Q2 营收 44.7 亿元, 同比+23.2%, 环比+46.0%; 归母净利润 4.3 亿元, 同比+26.4%; 环比+55.4%, 超市市场预期。

➤ **24H1 业绩超预期 摩托车销量快速增长。** 1) **营收端:** 24H1 公司摩托车销量为 15.4 万辆, 营收为 32.5 亿元, 同比+42.0%, ASP 为 2.1 万元, 我们预计 24Q2 摩托车销量为 9.0 万台, 同比+45.1%, 环比+38.8%; 四轮车销售 8.1 万台, 实现销售收入 35.3 亿元, 同比微降, ASP 为 4.3 万元, 我们预计 24Q2 四轮车销量 4.8 万辆, 同比+15.8%, 环比+46.7%。24Q2 公司营收同环比均实现较大幅度增长, 我们认为是公司两轮内外销高增+四轮去库存后销量恢复所致。

2) **利润端:** 24H1 公司归母净利 7.1 亿元, 同比+28.5%, 24Q2 归母净利 4.3 亿元, 同比+26.4%, 环比+55.4%, 净利率为 10.1%, 同比+0.2pcts, 环比+0.6pcts, 我们认为是产品结构调优+费用结构优化+汇兑收益增厚净利润所致。

3) **费用端:** 24Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率为 9.2%/4.7%/6.0%/-1.7%, 同比-1.8%/+0.5%/+0.3%/+1.4pct, 环比-1.2%/-0.6%/-0.1%/+0.4pcts, 随着北美全地形车去库存收尾, 公司销售费用率有所下降, 费用结构持续优化。

➤ **摩托车: 24H1 中大排销量首登行业第一 出海持续提速。** **中大排摩托车:** 据中国摩托车商会数据, 公司 24H1 中大排 (250cc 以上) 车型销量 7.5 万台, 同比+97.6%, 市场份额提升至 21.1%, 较 2023 年全年+5.9pcts, **首登中大排行业头名; 极核品牌:** 24H1 销售极核电动车 2.0 万辆, 实现销售收入 1.2 亿元, 极核品牌积极拓展国际渠道, 产品已覆盖欧洲、亚洲及南美等 30 余个国家和地区, 渠道增长 181.3%; **出口端:** 公司两轮摩托车出口表现亮眼, 上半年实现两轮外销 8.6 万台, 营业收入 18.0 亿元, 同比增长 45.1%。凭借出色的外观设计能力、优异的产品性能, 公司在海外市场不断开辟新空间, 推动业务稳步扩展。

➤ **全地形车: 深入挖掘美国市场 看好四轮高端化布局。** 24H1 公司销售全地形车 8.1 万台, 同比+2.6%, 实现销售收入 35.3 亿元, 同比-1.6%, 公司保持稳健发展态势, 欧洲市场继续蝉联市占率第一, 美国市场持续开拓。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 系列高端化)、性价比优势持续提升市场份额。

➤ **投资建议:** 长期看好公司两轮车出口和四轮高端化布局, 维持盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 年营收 152.0/195.9/237.0 亿元, 归母净利润 13.23/17.29/20.95 亿元, EPS 为 8.74/11.42/13.83 元。对应 2024 年 8 月 15 日 134.99 元/股收盘价, PE 分别 15/12/10 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 摩托车市场竞争加剧; 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,110	15,198	19,589	23,703
增长率 (%)	6.4	25.5	28.9	21.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,008	1,323	1,729	2,095
增长率 (%)	43.7	31.3	30.7	21.2
每股收益 (元)	6.65	8.74	11.42	13.83
PE	20	15	12	10
PB	4.1	3.4	2.8	2.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 08 月 15 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**134.99 元**

**分析师 崔琰**

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

### 相关研究

- 春风动力 (603129.SH) 系列点评四: 股权激励+员工持股方案出炉 成长加速-2024/08/06
- 春风动力 (603129.SH) 系列点评三: 春风日火爆收官 多缸车型百花齐放-2024/07/14
- 春风动力 (603129.SH) 系列点评二: Q1 业绩超预期 量价利三重共振-2024/04/16
- 春风动力 (603129.SH) 系列点评一: 2023 稳健收官 2024 迈向全球-2024/01/31

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,110	15,198	19,589	23,703
营业成本	8,053	10,189	13,089	15,798
营业税金及附加	212	258	313	379
销售费用	1,341	1,565	2,009	2,431
管理费用	567	699	882	1,090
研发费用	924	1,094	1,371	1,659
EBIT	1,009	1,449	1,988	2,397
财务费用	-191	-129	-72	-96
资产减值损失	-51	-25	-31	-37
投资收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,202</b>	<b>1,554</b>	<b>2,028</b>	<b>2,455</b>
营业外收支	-10	-7	-6	-6
<b>利润总额</b>	<b>1,191</b>	<b>1,547</b>	<b>2,022</b>	<b>2,450</b>
所得税	135	155	202	245
净利润	1,057	1,393	1,820	2,205
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,008</b>	<b>1,323</b>	<b>1,729</b>	<b>2,095</b>
EBITDA	1,160	1,614	2,187	2,633

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,506	6,388	8,389	10,908
应收账款及票据	1,086	1,086	1,346	1,498
预付款项	102	143	183	221
存货	1,663	2,432	3,089	3,685
其他流动资产	352	437	488	534
<b>流动资产合计</b>	<b>7,709</b>	<b>10,486</b>	<b>13,495</b>	<b>16,846</b>
长期股权投资	237	237	237	237
固定资产	1,334	1,504	1,648	1,782
无形资产	167	171	174	176
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,605</b>	<b>2,923</b>	<b>3,016</b>	<b>3,098</b>
<b>资产合计</b>	<b>10,314</b>	<b>13,409</b>	<b>16,511</b>	<b>19,944</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	4,173	6,197	7,710	9,306
其他流动负债	663	667	847	1,017
<b>流动负债合计</b>	<b>4,836</b>	<b>6,864</b>	<b>8,557</b>	<b>10,323</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	306	312	315	318
<b>非流动负债合计</b>	<b>306</b>	<b>312</b>	<b>315</b>	<b>318</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,142</b>	<b>7,176</b>	<b>8,872</b>	<b>10,640</b>
股本	150	151	151	151
少数股东权益	133	203	294	404
<b>股东权益合计</b>	<b>5,172</b>	<b>6,233</b>	<b>7,639</b>	<b>9,304</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>10,314</b>	<b>13,409</b>	<b>16,511</b>	<b>19,944</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	6.44	25.49	28.90	21.00
EBIT 增长率	62.79	43.55	37.17	20.60
净利润增长率	43.65	31.30	30.69	21.15
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	33.50	32.95	33.18	33.35
净利率	8.32	8.70	8.83	8.84
总资产收益率 ROA	9.77	9.87	10.47	10.50
净资产收益率 ROE	20.00	21.94	23.54	23.54
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.59	1.53	1.58	1.63
速动比率	1.20	1.13	1.17	1.24
现金比率	0.93	0.93	0.98	1.06
资产负债率 (%)	49.85	53.52	53.73	53.35
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	32.74	26.00	25.00	23.00
存货周转天数	75.35	88.00	87.00	86.00
总资产周转率	1.22	1.28	1.31	1.30
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	6.65	8.74	11.42	13.83
每股净资产	33.27	39.82	48.51	58.77
每股经营现金流	9.14	17.88	17.93	22.35
每股股利	2.08	2.73	3.57	4.32
<b>估值分析</b>				
PE	20	15	12	10
PB	4.1	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	13.80	9.92	7.32	6.08
股息收益率 (%)	1.54	2.02	2.64	3.20

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,057	1,393	1,820	2,205
折旧和摊销	151	165	200	236
营运资金变动	130	1,122	658	900
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,385</b>	<b>2,708</b>	<b>2,716</b>	<b>3,384</b>
资本开支	-486	-404	-278	-302
投资	-383	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-862</b>	<b>-463</b>	<b>-278</b>	<b>-302</b>
股权募资	75	1	0	0
债务募资	0	-11	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-160</b>	<b>-363</b>	<b>-437</b>	<b>-564</b>
<b>现金净流量</b>	<b>412</b>	<b>1,882</b>	<b>2,001</b>	<b>2,519</b>

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。	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
	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