

2024年08月16日  
春风动力(603129.SH)

SDIC

## 2024H1 业绩优异，四大核心逻辑驱动公司高成长

■ **事件：**8月15日，春风动力发布2024年半年报，实现营收75.29亿元，同比+15.73%，实现归母净利润7.09亿元，同比+28.49%。

■ **摩托车业务表现优异，电动两轮车业务逐步发力：**

公司2024年Q2实现收入44.68亿元，同比+23.20%，环比+45.96%，同环比均保持高速增长，其中：1) **摩托车业务表现优异**，2024年H1上市450SR、450CLC、800NK等车型的24年改款，以及250CLC、450CLC单座、450MT等新产品，进一步完善产品谱系与排量覆盖，2024年H1实现销量15.39万辆，实现收入32.48亿元，同比增长41.95%，其中内销6.8万辆，实现收入14.46亿元，同比增长38.25%，中大排摩托车销量登顶行业第一；外销8.58万辆，实现收入18.02亿元，同比增长45.07%。

2) **全地形车业务基本持平**，2024年H1上市CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 SPORT等新产品，持续改善产品矩阵，在行业下行背景下仍保持稳健发展态势，2024年H1实现收入35.32亿元，同比减少1.55%；

3) **电动两轮车业务逐步发力**，2024年H1上市AE2、AE4i、EZ3i三款踏板电自新产品，加速布局主品类航道、主价格航道，2024年H1实现销量2.04万辆，实现收入1.16亿元。

公司2024年Q2实现综合毛利率30.82%，同比-0.52pct，环比-1.70pct，我们预计主要是由于新产品较多，前期毛利率较低。公司2024年Q2的期间费用率为18.17%，同比+0.52pct，环比-1.48pct，环比大幅改善，其中销售费用减少较多主要由于促销费用减少。公司2024年Q2实现归母净利润4.31亿元，同比+26.35%，环比+55.40%。

■ **长期看，四大核心成长逻辑助力公司高成长：**

1) **全地形车产品结构改善：**公司深耕全地形车行业近二十年，已成为欧洲ATV市占率第一，拥有深厚的品牌、技术、渠道积累。未来公司将加速布局空间更大、价值量更高的UTV & SSV产品，这些新产品可以复用公司长期积累的成本管控能力、技术、渠道能力等，未来高端产品市占率有望持续提升。

2) **国内中大排摩托车迎来新品周期：**公司深耕中大排摩托车多年，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。公司2024年已上市首款四缸仿赛500SR，并即将上市国内首款自主研发的三缸仿赛675SR等重磅新品，国内市占率有望持续提升。

3) **中大排摩托车加速出海：**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。公司中大排摩托车产品力强，在国内市场已得到充分验证，全球化也已取得优异成绩，2024年H1外销8.58万辆，同比增长45.07%。未来随着公司逐步完善海外产品与渠道布局，出口销量有望保持高速增长。

4) **电动两轮车业务逐步发力：**电动两轮车行业高端化、智能化趋势明确，公司极核品牌以高端电摩入局，两年成为细分赛道第一，公司近期加速布局主品类航道、主价格航道，2024年已上市AE2、AE4i、EZ3i三款踏板电自新产品，价格带从8千元以上逐步下探至4000元左右，未来有望实现热销。此外，公司加速拓展渠道数量，2024年H1国内渠道数量增长81.03%，海外渠道数量增长181.25%。

■ **投资建议：**维持“买入-A”评级。我们预计公司2024-2026年净利润分别为13.1/18.3/23.4亿元（上调主要由于公司2024年H1业绩优异），对应当前市值，PE分别为15.6/11.1/8.7倍，我们给予公司2024年20倍PE，对应6个月目标价173.6元/股。



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 173.6元  
股价(2024-08-15) 134.99元

交易数据

总市值(百万元)	20,441.79
流通市值(百万元)	20,441.79
总股本(百万股)	151.43
流通股本(百万股)	151.43
12个月价格区间	81.1/176.8元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.1	-12.0	3.6
绝对收益	-8.0	-19.8	-9.5

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

宋金治

联系人

SAC 执业证书编号：S1450123100002

songjz@essence.com.cn

相关报告

春风动力：2024Q1 业绩优异，高端化、全球化驱动高成长 2024-04-17  
春风动力：布局高端，走向全球 2024-03-25

目 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	13.1	18.3	23.4
每股收益(元)	4.63	6.65	8.68	12.17	15.54
每股净资产(元)	27.81	33.27	39.88	48.32	59.07

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	29.1	20.3	15.6	11.1	8.7
市净率(倍)	4.9	4.1	3.4	2.8	2.3
净利润率	6.2%	8.3%	8.5%	9.6%	10.2%
净资产收益率	16.7%	20.0%	21.8%	25.2%	26.3%
股息收益率	1.0%	1.5%	2.0%	2.8%	3.6%
ROIC	-61.9%	-159.7%	3,688.3%	-240.6%	2,672.5%

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	<b>成长性</b>					
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	1.9	2.3	营业利润增长率	75.2%	53.9%	19.9%	41.2%	27.2%
销售费用	8.8	13.4	15.4	17.1	20.6	净利润增长率	70.4%	43.7%	29.6%	40.3%	27.7%
管理费用	5.0	5.7	7.0	8.2	9.9	EBITDA 增长率	13.2%	101.9%	17.5%	42.4%	26.4%
研发费用	7.5	9.2	10.8	12.9	15.6	EBIT 增长率	11.2%	107.8%	17.3%	44.3%	26.9%
财务费用	-3.0	-1.9	-1.9	-2.3	-3.0	NOPLAT 增长率	5.4%	94.1%	31.2%	45.1%	26.9%
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%	19.5%	21.9%	22.8%
投资和汇兑收益	-1.2	-	-0.3	-0.5	-0.3						
营业利润	7.8	12.0	14.4	20.3	25.9	<b>利润率</b>					
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	14.4	20.3	25.8	营业利润率	6.9%	9.9%	9.4%	10.7%	11.3%
减: 所得税	0.3	1.3	0.9	1.1	1.4	净利润率	6.2%	8.3%	8.5%	9.6%	10.2%
净利润	7.0	10.1	13.1	18.3	23.4	EBITDA/营业收入	5.2%	9.8%	9.1%	10.4%	11.0%
						EBIT/营业收入	4.5%	8.8%	8.1%	9.5%	10.0%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	22	34	34	32	30
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动运营资本周转天数	-54	-52	-53	-49	-49
货币资金	43.2	45.1	61.5	72.3	99.6	流动资产周转天数	224	229	217	219	228
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	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.7%	20.0%	21.8%	25.2%	26.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	10.2%	9.8%	12.4%	12.2%
长期股权投资	0.3	2.4	4.4	6.4	8.5	ROIC	-61.9%	-159.7%	3,688.3%	-240.6%	2,672.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	9.6	13.3	15.9	18.2	20.1	销售费用率	7.7%	11.1%	10.0%	9.0%	9.0%
在建工程	2.7	3.1	3.5	3.8	4.2	管理费用率	4.4%	4.7%	4.6%	4.3%	4.3%
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%	6.8%	6.8%
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	137.1	154.5	199.9	四费/营业收入	16.1%	21.8%	20.3%	18.9%	18.8%
短期债务	-	-	-	3.3	-	<b>偿债能力</b>					
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%	53.7%
应付票据	24.6	19.3	34.7	32.7	49.7	负债权益比	122.4%	99.4%	122.0%	105.2%	116.1%
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	1.62	1.59
长期借款	-	-	-	0.7	-	速动比率	1.10	1.25	1.08	1.25	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	-6.61	-7.89	-7.73
负债总额	52.6	51.4	75.4	79.2	107.4	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.8	1.3	1.8	2.6	3.6	DPS(元)	1.40	2.08	2.65	3.74	4.79
股本	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	分红比率	30.2%	31.3%	30.6%	30.7%	30.8%
留存收益	40.4	49.4	58.5	71.2	87.4	股息收益率	1.0%	1.5%	2.0%	2.8%	3.6%
股东权益	43.0	51.7	61.8	75.3	92.5						
						<b>现金流量表</b>					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	7.4	10.6	13.1	18.3	23.4
						加: 折旧和摊销	0.8	1.3	1.5	1.8	2.2
						资产减值准备	-	0.5	-	-	-
						公允价值变动损失	0.1	-	1.5	-1.1	0.2
						财务费用	-1.9	-0.3	-1.9	-2.3	-3.0
						投资收益	1.2	-	0.3	0.5	0.3
						少数股东损益	0.4	0.5	0.4	0.8	1.0
						营运资金的变动	10.5	3.2	11.0	-5.2	16.6
						经营活动产生现金流量	17.0	13.8	25.9	12.9	40.8
						投资活动产生现金流量	-0.8	-8.6	-7.8	-2.8	-5.2
						融资活动产生现金流量	-1.3	-1.6	-1.6	0.7	-8.3
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	4.63	6.65	8.68	12.17	15.54
						BVPS(元)	27.81	33.27	39.88	48.32	59.07
						PE(X)	29.1	20.3	15.6	11.1	8.7
						PB(X)	4.9	4.1	3.4	2.8	2.3
						P/FCF	38.8	48.1	10.0	14.0	6.0
						P/S	1.8	1.7	1.3	1.1	0.9
						EV/EBITDA	20.5	8.7	9.7	6.6	4.0
						CAGR(%)	37.3%	32.1%	48.6%	37.3%	32.1%
						PEG	0.8	0.6	0.3	0.3	0.3
						ROIC/WACC	-5.9	-15.2	351.4	-22.9	254.6
						REP	3.7	-21.4	-0.1	-7.1	-

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： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

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