

春风动力（603129）

证券研究报告
2024年08月27日

两轮车业务海内外共振，品牌出海进击全球

2024H1: 1) 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%；实现扣非归母净利润 6.87 亿元，同比+32.05%；2) 上半年毛利率 31.51%，同比-1.07pct；归母净利润率 9.41%，同比+0.94pct；扣非归母净利润率 9.13%，同比+1.13pct；3) 期间费用率为 18.78%，同比-2.28pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.69%、4.91%、6.08%、-1.9%，同比分别变动-2.95%、+0.47%、+0.28%、-0.08pct。

2024Q2 单季度: 1) 实现营收 44.68 亿元，同比+23.2%，环比+45.96%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比+26.35%，环比+55.4%；实现扣非归母净利润 4.15 亿元，同比+28.02%，环比+52.52%；2) Q2 单季度毛利率 30.82%，同比-0.52pct，环比-1.7pct；归母净利润率 9.65%，同比+0.24pct，环比+0.59pct；扣非归母净利润率 9.29%，同比+0.35pct，环比+0.4pct。

分产品来看: 1) **四轮车:** 24H1，全地形车累计销售 8.14 万台，实现收入 35.32 亿元，同比-1.55%；2) **两轮车:** 24H1，两轮车销量 15.39 万辆，同比+56%，实现收入 32.48 亿元，同比+41.95%。其中内销 6.8 万辆，同比+42%，内销收入 14.46 亿元，同比+38%；外销 8.6 万辆，同比+69%，外销收入 18.02 亿元，同比+45%。

1) **品牌出海，二轮+四轮进击全球:** 2024 年上半年卡塔尔站首站夺冠，赢得 MotoGP 这一顶级摩托车系列赛 75 年历史上，第一座属于中国制造商的冠军奖杯。全地形车出口额占国内同类产品出口额的 71.75%，稳居行业龙头地位。美国市场经销网点持续扩展，欧洲市场继续蝉联市占率第一。两轮摩托车出口表现亮眼，累计经销网络 1,500 余家。2) **国内大排量摩托兴起，具备广阔成长空间:** 越来越多消费者关注并进入摩托车玩乐队列，成为产业发展的内在驱动力；受益于新一轮的科技革命和产业变革，我国摩托车制造业正加速向高端化、智能化、绿色化转型，大排量摩托车行业不断推陈出新，推动国内摩托车行业进一步增长。公司在国内中大排量摩托车赛道中脱颖而出，不断推出爆款产品，产品谱系的完整度和成熟度迅速提升，>250cc 大排量摩托车销量已位居国内首位。3) **员工持股计划彰显信心，收入考核指标三年累计不低于 305 亿元:** 公司 2024 年 8 月 7 日发布的最新公告显示，计划拟授予激励对象的股票期权数量为 355 万份，占总股本的 2.34%。首次授予股票期权 337.25 万份，占总股本的 2.23%。行权价格为 106.00 元/份。员工持股计划收入考核下限指标为 2024 年 140 亿，2024 年 2025 年两年累计不低于 305 亿元，2024 年至 2026 年三年累计不低于 505 亿元，彰显了持续成长的信心。

盈利预测: 公司 2023 年实际利润没有达到我们此前盈利预测，我们下调了盈利预测，预计 24-26 年归母净利润 13.18、16.61、20.78 亿元（24-25 年前值：15.05、19.19 亿元），对应 PE 为 14.73、11.68、9.34 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济波动风险、贸易政策不利变化的风险、市场竞争加剧风险、新产品开发风险

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 11,378.02 | 12,110.35 | 14,569.91 | 17,978.32 | 21,874.30 |
| 增长率(%) | 44.73 | 6.44 | 20.31 | 23.39 | 21.67 |
| EBITDA(百万元) | 1,340.87 | 2,112.94 | 1,495.15 | 1,870.33 | 2,294.75 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 701.37 | 1,007.52 | 1,318.07 | 1,661.43 | 2,078.09 |
| 增长率(%) | 70.43 | 43.65 | 30.82 | 26.05 | 25.08 |
| EPS(元/股) | 4.63 | 6.65 | 8.70 | 10.97 | 13.72 |
| 市盈率(P/E) | 27.68 | 19.27 | 14.73 | 11.68 | 9.34 |
| 市净率(P/B) | 4.61 | 3.85 | 3.03 | 2.40 | 1.91 |
| 市销率(P/S) | 1.71 | 1.60 | 1.33 | 1.08 | 0.89 |
| EV/EBITDA | 9.01 | 4.91 | 8.26 | 5.45 | 3.05 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 汽车/摩托车及其他 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 128.19 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股) | 151.43 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 151.43 |
| A 股总市值(百万元) | 19,412.05 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19,412.05 |
| 每股净资产(元) | 35.91 |
| 资产负债率(%) | 54.60 |
| 一年内最高/最低(元) | 178.57/78.47 |

作者

| | |
|----------------------------|--------------------|
| 朱晔 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110522080001 | zhuye@tfzq.com |
| 邵将 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110523110005 | shaojiang@tfzq.com |

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《春风动力-半年报点评:2023 年中报点评: 风驰电掣，春风摩托!》 2023-08-25
- 《春风动力-年报点评报告:年报&一季报发布，业绩靓丽，春风拂面，动力十足!》 2023-04-18
- 《春风动力-季报点评:三季报靓丽，风驰电掣，动力十足!》 2022-10-22

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 4,323.19 | 4,506.41 | 6,605.83 | 9,039.07 | 12,233.14 | 营业收入 | 11,378.02 | 12,110.35 | 14,569.91 | 17,978.32 | 21,874.30 |
| 应收票据及应收账款 | 851.22 | 1,086.29 | 1,099.20 | 1,297.91 | 1,497.14 | 营业成本 | 8,490.96 | 8,052.88 | 9,807.84 | 12,143.27 | 14,806.20 |
| 预付账款 | 116.91 | 101.73 | 151.18 | 173.05 | 219.99 | 营业税金及附加 | 142.17 | 211.87 | 254.90 | 314.53 | 382.69 |
| 存货 | 2,067.45 | 1,662.51 | 2,557.39 | 2,787.52 | 3,794.30 | 销售费用 | 875.59 | 1,340.60 | 1,456.99 | 1,761.88 | 2,099.93 |
| 其他 | 320.31 | 351.92 | 350.39 | 417.28 | 415.35 | 管理费用 | 499.61 | 567.22 | 641.08 | 773.07 | 918.72 |
| 流动资产合计 | 7,679.08 | 7,708.85 | 10,763.98 | 13,714.83 | 18,159.93 | 研发费用 | 752.16 | 924.26 | 1,063.60 | 1,294.44 | 1,553.08 |
| 长期股权投资 | 33.95 | 237.19 | 237.19 | 237.19 | 237.19 | 财务费用 | (297.49) | (190.84) | (197.33) | (227.82) | (277.75) |
| 固定资产 | 956.85 | 1,334.43 | 1,214.70 | 1,094.96 | 975.23 | 资产/信用减值损失 | (31.21) | (54.62) | (30.42) | (38.75) | (41.26) |
| 在建工程 | 274.13 | 310.15 | 310.15 | 310.15 | 310.15 | 公允价值变动收益 | (13.81) | 1.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 132.14 | 167.01 | 145.71 | 124.42 | 103.12 | 投资净收益 | (122.76) | 0.73 | (21.94) | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 478.01 | 556.12 | 495.52 | 212.68 | 220.00 | 其他 | 301.85 | 55.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 1,875.08 | 2,604.89 | 2,403.27 | 1,979.40 | 1,845.69 | 营业利润 | 780.95 | 1,201.57 | 1,490.47 | 1,880.21 | 2,350.16 |
| 资产总计 | 9,554.16 | 10,313.75 | 13,167.25 | 15,694.23 | 20,005.62 | 营业外收入 | 2.25 | 3.07 | 3.38 | 2.90 | 3.11 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外支出 | 8.70 | 13.25 | 7.78 | 9.91 | 10.31 |
| 应付票据及应付账款 | 4,554.94 | 4,173.04 | 5,789.43 | 6,674.53 | 8,753.57 | 利润总额 | 774.49 | 1,191.39 | 1,486.06 | 1,873.19 | 2,342.96 |
| 其他 | 385.43 | 503.71 | 633.12 | 676.63 | 835.89 | 所得税 | 34.55 | 134.69 | 168.00 | 211.76 | 264.87 |
| 流动负债合计 | 4,940.37 | 4,676.74 | 6,422.55 | 7,351.17 | 9,589.47 | 净利润 | 739.94 | 1,056.71 | 1,318.07 | 1,661.43 | 2,078.09 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 38.57 | 49.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 701.37 | 1,007.52 | 1,318.07 | 1,661.43 | 2,078.09 |
| 其他 | 169.03 | 305.79 | 198.08 | 135.00 | 130.00 | 每股收益(元) | 4.63 | 6.65 | 8.70 | 10.97 | 13.72 |
| 非流动负债合计 | 169.03 | 305.79 | 198.08 | 135.00 | 130.00 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 5,259.12 | 5,141.76 | 6,620.63 | 7,486.17 | 9,719.47 | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 少数股东权益 | 83.05 | 133.16 | 133.16 | 133.16 | 133.16 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 149.83 | 150.45 | 151.43 | 151.43 | 151.43 | 营业收入 | 44.73% | 6.44% | 20.31% | 23.39% | 21.67% |
| 资本公积 | 2,435.42 | 2,546.50 | 2,546.50 | 2,546.50 | 2,546.50 | 营业利润 | 75.22% | 53.86% | 24.04% | 26.15% | 24.99% |
| 留存收益 | 1,602.08 | 2,397.46 | 3,715.53 | 5,376.96 | 7,455.05 | 归属于母公司净利润 | 70.43% | 43.65% | 30.82% | 26.05% | 25.08% |
| 其他 | 24.65 | (55.59) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,295.04 | 5,171.99 | 6,546.63 | 8,208.06 | 10,286.15 | 毛利率 | 25.37% | 33.50% | 32.68% | 32.46% | 32.31% |
| 负债和股东权益总计 | 9,554.16 | 10,313.75 | 13,167.25 | 15,694.23 | 20,005.62 | 净利率 | 6.16% | 8.32% | 9.05% | 9.24% | 9.50% |
| | | | | | | ROE | 16.65% | 20.00% | 20.55% | 20.58% | 20.47% |
| | | | | | | ROIC | -61.88% | -159.68% | 3597.41% | -224.44% | -160.96% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 55.05% | 49.85% | 50.28% | 47.70% | 48.58% |
| | | | | | | 净负债率 | -100.42% | -86.73% | -100.90% | -110.12% | -118.93% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.51 | 1.59 | 1.68 | 1.87 | 1.89 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.10 | 1.25 | 1.28 | 1.49 | 1.50 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 15.17 | 12.50 | 13.33 | 15.00 | 15.65 |
| | | | | | | 存货周转率 | 6.28 | 6.49 | 6.91 | 6.73 | 6.65 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.30 | 1.22 | 1.24 | 1.25 | 1.23 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 4.63 | 6.65 | 8.70 | 10.97 | 13.72 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 11.21 | 9.14 | 12.53 | 14.56 | 19.26 |
| | | | | | | 每股净资产 | 27.81 | 33.27 | 42.35 | 53.32 | 67.05 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 27.68 | 19.27 | 14.73 | 11.68 | 9.34 |
| | | | | | | 市净率 | 4.61 | 3.85 | 3.03 | 2.40 | 1.91 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 9.01 | 4.91 | 8.26 | 5.45 | 3.05 |
| | | | | | | EV/EBIT | 9.55 | 5.21 | 9.12 | 5.90 | 3.25 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 净利润 | 739.94 | 1,056.71 | 1,318.07 | 1,661.43 | 2,078.09 |
| 折旧摊销 | 83.42 | 132.01 | 141.03 | 141.03 | 141.03 |
| 财务费用 | (187.98) | (28.44) | (197.33) | (227.82) | (277.75) |
| 投资损失 | 122.76 | (0.73) | 31.94 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | 1,046.27 | 306.46 | 604.43 | 630.79 | 974.95 |
| 其它 | (106.65) | (81.31) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 1,697.76 | 1,384.70 | 1,898.14 | 2,205.43 | 2,916.32 |
| 资本支出 | 401.11 | 636.82 | 107.71 | 63.08 | 5.00 |
| 长期投资 | 29.57 | 203.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (506.33) | (1,702.03) | (139.65) | (63.08) | (5.00) |
| 投资活动现金流 | (75.66) | (861.96) | (31.94) | 0.00 | 0.00 |
| 债权融资 | 307.51 | 201.51 | 176.64 | 227.82 | 277.75 |
| 股权融资 | (213.56) | (283.52) | 56.57 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (227.50) | (78.39) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (133.54) | (160.40) | 233.21 | 227.82 | 277.75 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 10.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,488.56 | 362.34 | 2,109.41 | 2,433.25 | 3,194.07 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--|--|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |