

评级：买入（维持）

市场价格：135.55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：毛奕玄

执业证书编号：S0740523020003

Email: hejunyi@zts.com.cn

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%
净利润(百万元)	701	1,008	1,270	1,567	1,942
增长率yoy%	70%	44%	26%	23%	24%
每股收益(元)	4.63	6.65	8.39	10.35	12.82
每股现金流量	11.21	9.14	11.51	14.38	16.45
净资产收益率	18%	22%	19%	19%	19%
P/E	29.3	20.4	16.2	13.1	10.6
P/B	4.9	4.1	3.2	2.6	2.1

备注：数据统计日期截至2024年9月4日收盘价

投资要点

■ 24Q2 经营持续稳步向好，盈利能力持续改善

公司发布24年半年报，24Q2公司营收44.68亿，同环比+23.2%/+45.96%，营收增长主要系二轮摩托车业务出口/内需持续向好，实现归母净利润4.31亿，同环比+26.35%/+55.40%，扣非归母净利润4.15亿，同环比+28.02%/+52.52%，毛利率30.82%，同比-1.7pct，经营持续稳步向好，盈利能力持续改善。

■ 全地形车稳健发展，二轮摩托车领航破局

分业务来看，24H1全地形车业务营收35.32亿元，同比-1.55%，出口额占行业71.75%，行业收缩背景下，稳健发展且出口龙头地位稳固，作为自主研发出口龙头企业，公司掌握多种形式大排量水冷发动机的自研与生产能力，致力于提供完全符合输出国法规要求的全地形车产品，为公司赢得广泛市场与口碑，全地形车出口业务一直维持较快增长，目前公司在美国与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩，市占率呈现逐年提升态势，业绩增速领跑行业，成为美国市场最具成长性品牌；在欧洲市场，公司全地形车市占率排名第一。二轮摩托车营收32.48亿，同比+41.95%，得益于公司始终坚持以用户为中心的理念，精准把握用户核心需求，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。电动两轮车强势入局高端市场，收入同比+300%；

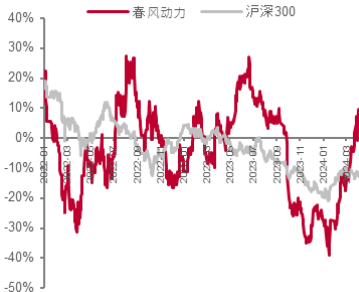
■ 投资评级：我们预计24-26年公司营收分别为145/174/203亿元，同比增速分别+19.7%/+19.8%/+16.9%；实现归母净利润12.7/15.7/19.4亿元，同比增速分别+26.0%/+23.4%/+23.9%；维持“买入”评级。

■ 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。

基本状况

总股本(百万股)	151
流通股本(百万股)	151
市价(元)	135.55
市值(百万元)	20,527

股价与行业-市场走势对比



相关报告

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	营业利润	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
资产合计	10,314	13,366	15,675	18,448	利润总额	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	净利润	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	归属母公司净利润	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	主要财务比率				
流动负债合计	4,836	3,338	4,329	5,425	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	6.4%	19.7%	19.8%	16.9%
其他非流动负债	306	306	306	306	EBIT 增长率	105.7%	18.1%	23.4%	23.8%
非流动负债合计	306	306	306	306	归母公司净利润增				
负债合计	5,142	5,922	7,014	8,211	长率	43.7%	26.0%	23.4%	23.9%
归属母公司所有者权					获利能力				
益	5,039	6,334	7,871	9,783	毛利率	33.5%	32.6%	32.9%	33.5%
少数股东权益	133	189	258	344	净利率	9.6%	9.1%	9.4%	10.0%
所有者权益合计	5,172	6,523	8,129	10,127	ROE	21.6%	19.5%	19.3%	19.2%
负债和股东权益	10,314	13,366	15,675	18,448	ROIC	24.2%	12.4%	13.0%	13.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	49.9%	44.3%	44.7%	44.5%

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E					
经营活动现金流	1,385	1,743	2,177	2,491	债务权益比	6.3%	61.9%	61.4%	59.4%
现金收益	1,107	1,337	1,650	2,030	流动比率	1.6	2.1	2.1	2.1
存货影响	405	-354	-390	-385	速动比率	1.3	1.7	1.7	1.7
经营性应收影响	-271	-120	-120	-180	营运能力				
经营性应付影响	-375	888	980	966	总资产周转率	1.2	0.6	0.7	0.7
其他影响	519	-9	58	60	应收账款周转天数	29	28	26	24
投资活动现金流	-862	-964	-964	-964	应付账款周转天数	97	92	92	93
资本支出	-580	-569	-571	-573	存货周转天数	83	68	68	69
股权投资	-203	0	0	0	每股指标 (元)				
其他长期资产变化	-79	-254	-203	-163	每股收益	6.65	8.39	10.35	12.82
融资活动现金流	-160	427	488	528	每股经营现金流	9.14	11.51	14.38	16.45
借款增加	11	655	717	756	每股净资产	33.27	41.83	51.98	64.60
股利及利息支付	-212	-328	-412	-514	估值比率				
股东融资	75	0	0	0	P/E	20	16	13	11
其他影响	-34	100	183	286	P/B	4	3	3	2

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。