

春风动力 (603129.SH)

优于大市

三季度净利率同比提升，出海、高端化引领新成长

核心观点

摩托车业务快速增长，全地形车业务保持稳健，2024Q3 收入同比增长 36%。春风动力 2024Q3 年实现营收 39.2 亿元，同比增长 36.1%，环比下降 12.2%，归母净利润 3.7 亿元，同比增长 48.9%，环比下降 13.6%。2024H1 公司全地形车累计销售 8.14 万台，实现销售收入 35.32 亿元，同比下降 1.55%，行业下行背景下公司保持稳健发展。2024H1 公司实现两轮摩托内销 6.8 万台，营业收入 14.46 亿元，同比增长 38.25%，公司通过精准的市场定位和有效的营销策略，市场表现优于行业水平；2024H1 公司实现两轮摩托外销 8.58 万台，营业收入 18.02 亿元，同比增长 45.07%，公司在海外市场不断开辟新空间。

四轮车库存水平下降，叠加内部降本增效，促进公司 2024Q3 盈利能力提升。公司盈利能力提升得益于公司的费用率下降，公司从 2023 年开始促销去库存，四轮车库存水平下降至相对合理位置，销售费用率环比持续改善；此外公司内部也在积极推进降本增效，管理费用率有所下降。2024Q3 公司毛利率达到 31.6%，同比-2.1pct，环比+0.8pct，销售净利率达到 9.7%，同比+0.6pct，环比-0.3pct。

高端新品上市，开启全地形车新时代。2024 年公司迎来产品大年，根据公司北美官网，2024 年年初公司推出三款新品，分别是 CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 Sport 4，增强在 ATV 领域的竞争力，拓展 SSV 产品线。2024H2 U10 PRO/U10 XL PRO/Z10/Z10-4 等多款重磅新品上市，开启全地形车新时代，新品较原有产品的动力性大幅提升，丰富产品矩阵，较头部竞争对手进一步缩小性能差距，公司有望凭借新品在高端领域实现向上突破。

进入两轮摩托新品周期，有望持续推出爆款产品。公司具备打造爆款的丰富经验，拥有强大销售网络及知名度，建立起两轮摩托车领域深厚的护城河。近年来公司两轮摩托新品上市节奏提速，2024 年推出 150SC/450MT/500SR V00M/675SR-R 等产品，有望拉动国内市占率提升。

积极拓展摩托车出口，打开长期成长空间。公司摩托车出口主要集中于欧洲、北美等地，公司持续在海外各国导入摩托车产品，在美国、欧洲等市场进行了相应的产品布局，在美国官网上推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型。公司摩托车产品在海外市场上较竞争对手具备较高性价比优势，摩托车外销有望迎来较快发展。

盈利预测与估值：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司摩托车及全地形车业务均具备较高成长性，预期 24/25/26 年归母净利润为 13.71/16.99/21.02 亿元（原 24/25/26 年 13.08/16.35/20.43 亿元），每股收益分别为 9.06/11.22/13.88 元（原 24/25/26 年 8.64/10.80/13.49 元），对应 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,378	12,110	14,951	18,220	21,759
(+/-%)	44.7%	6.4%	23.5%	21.9%	19.4%
净利润(百万元)	701	1008	1371	1699	2102
(+/-%)	70.4%	43.7%	36.1%	23.9%	23.7%
每股收益(元)	4.68	6.70	9.06	11.22	13.88
EBIT Margin	5.4%	8.4%	9.9%	9.9%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	16.7%	20.0%	22.4%	22.8%	23.0%
市盈率 (PE)	32.0	22.3	16.5	13.3	10.8
EV/EBITDA	40.0	24.4	17.8	15.2	12.7
市净率 (PB)	5.32	4.47	3.70	3.04	2.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·摩托车及其他

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：唐英韬

021-61761044

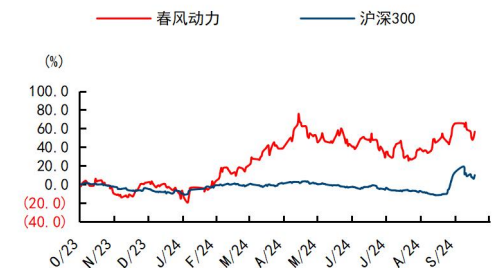
tangyingtao@guosen.com.cn

S0980524080002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	155.38 元
总市值/流通市值	23529/23529 百万元
52 周最高价/最低价	180.14/78.47 元
近 3 个月日均成交额	234.95 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《春风动力 (603129.SH) - 中国全地形车及中大排摩托车龙头，出海、高端化引领新成长》——2024-09-24

摩托车业务快速增长，全地形车业务保持稳健，2024Q3 收入同比增长 36%。春风动力 2024Q3 实现营收 39.2 亿元，同比增长 36.1%，环比下降 12.2%，归母净利润 3.7 亿元，同比增长 48.9%，环比下降 13.6%，扣非归母净利润 3.6 亿元，同比增长 46.6%，环比下降 12.6%。

全地形车方面，2024H1 公司全地形车累计销售 8.14 万台，实现销售收入 35.32 亿元，同比降幅为 1.55%，在行业下行的背景下，公司保持稳健发展态势，主要得益于公司 2024 年推出的新品具备较强竞争力。2024H1 公司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。

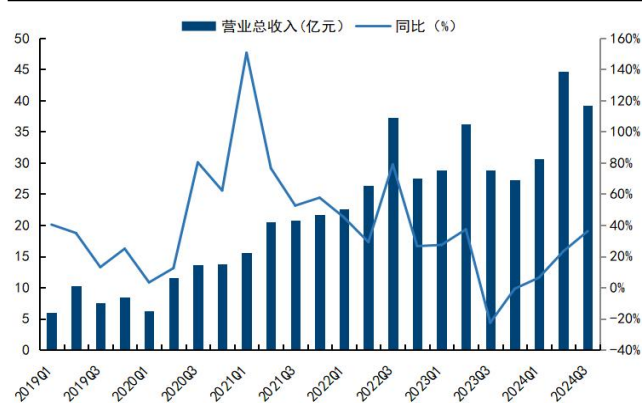
摩托车方面，2024H1 公司在国内市场实现两轮内销 6.8 万台，营业收入 14.46 亿元，同比增长 38.25%，公司以“保价格、稳市场”策略为支撑，通过精准的市场定位和有效的营销策略，市场表现优于行业水平，2024 年新品 450MT/150SC/500SR V00M/675SR-R 等有望持续放量。海外市场上，2024H1 公司实现两轮外销 8.58 万台，营业收入 18.02 亿元，同比增长 45.07%，公司凭借出色的外观设计能力、优异的产品性能和强大的品牌营销能力，在海外不断开辟新空间，推动业务稳步扩展。

图1：公司营业收入（亿元，%）



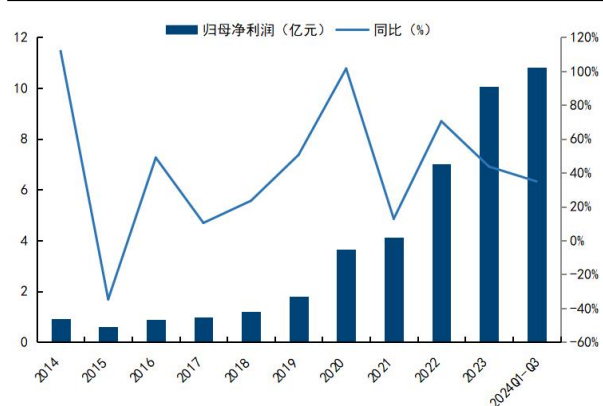
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司季度营业收入（亿元，%）



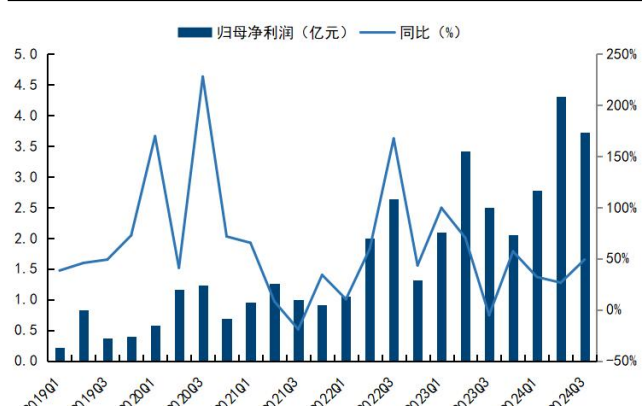
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润（亿元，%）

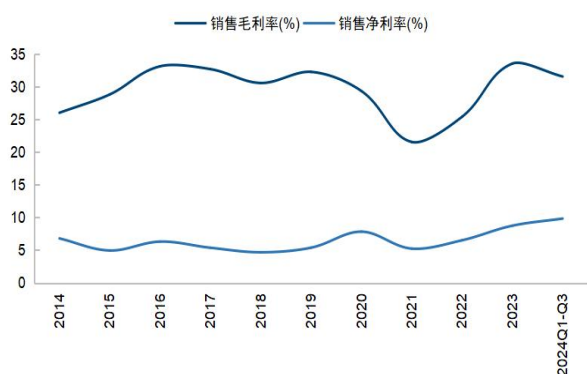


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

四轮车库存水平下降，叠加内部降本增效，促进公司盈利能力提升。公司盈利能力提升得益于公司的费用率下降，主要由于公司从 2023 年开始促销去库存，目前四轮车库存水平下降至相对合理位置，销售费用率环比持续改善；此外公司内部也在积极推进降本增效，管理费用率有所下降。2024Q3 公司毛利率达到 31.6%，同比-2.1pct，环比+0.8pct，销售净利率达到 9.7%，同比+0.6pct，环比-0.3pct。

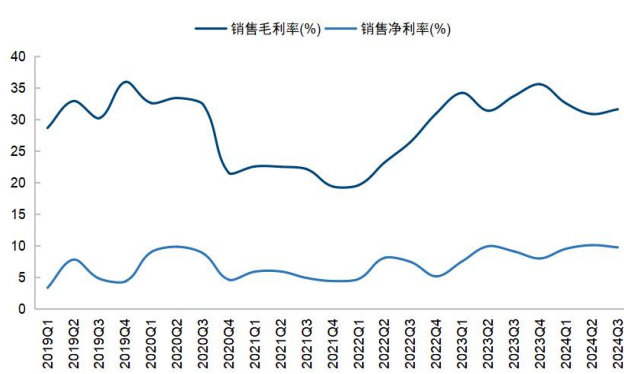
费用端，2024Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.5%/3.3%/7.0%/0.6%，销售/管理/研发/财务费用率同比分别为-2.7/-1.7/-1.5/+2.6pct，环比分别为-0.7/-1.4/+0.9/+2.4pct。

图5：公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

多次实施股权激励计划，有效激发员工积极性。公司历史上曾经多次实施股权激励计划，股票的授予对象包含董事会成员、核心管理及技术（业务）人员等。2024 年 8 月公司发布新一期的股票期权激励计划（草案），首次授予对象共计 1310 人，占员工总数的 25.86%。该激励在公司层面要求达到的业绩考核目标为：2024 年营业收入不低于 140 亿元，2024 及 2025 年两年累计营业收入不低于 305 亿元，2024 至 2026 年三年累计营业收入不低于 505 亿元。本次考核授予人数在历次股权激励计划中最多，涵盖核心管理人员及核心技术（业务）人员，有望调动更多员工积极性，使公司更好聚焦发展战略方向。

表1：春风动力的股权激励情况

推出时间	股票期权数量（万股）	行权价（元/股）	授予对象	授予人数	占授予时总股本的比例
2018 年 3 月	126.3	11.91	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	215	0.95%
2019 年 4 月	287.4	23.33	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	322	2.60%
2019 年 10 月	50.1	28	副总经理杨国春和核心管理及技术（业务）人员	68	0.37%
2021 年 10 月	251.6	121.09	核心管理及技术（业务）人员	749	1.68%
2022 年 10 月	106.02	112.9	核心管理及技术（业务）人员	544	0.71%
2024 年 8 月	355	106	核心管理人员及核心技术（业务）人员	1310	2.34%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年四轮车迎来产品大年，多款重磅新品有望促进市占率提升。

公司迎来新品周期，UTV/SSV 领域有望持续发力。根据公司北美官网，2024 年年初公司新推出三款新品，分别是 CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 Sport 4。过往公司在 ATV 的 800cc 及 1000cc 排量段仅有 CFORCE 800 XC、CFORCE 1000 OVERLAND 两款产品，本次推出的新款产品补足了在 ATV 大排量领域的产品矩阵，此外公司在 SSV 领域更进一步，新推出了 ZFORCE 950 Sport 4。

2024H2 公司推出全新 UTV 产品 U10 PRO 及 U10 XL PRO，重新定义全尺寸 UTV。新

产品 U10 PRO 采用新型三缸发动机，结合新的 CVT 系统，提供更强功率、扭矩及牵引能力，超过过去 UTV 系列产品，U10 XL PRO 进一步将 UTV 的体验提升到了新的高度，U10 PRO 系列产品有望成为公司最具价值的 UTV 产品。

从定价看，U10 PRO 仅高于 U10 XL 1500 美元，比北极星 GENERAL XP 1000 Ultimate 定价低 41%，比庞巴迪 Defender Limited 定价低 44%，定价上具备很强的竞争力。U10 XL PRO 的相关参数和 U10 PRO 基本一致，提供了双排座位，适合更多人乘坐的场景，因此价格略高于 U10 PRO，但相较于海外竞争对手仍然具备性价比优势。预计公司借助 U10 PRO 系列产品有望在 UTV 领域大幅提升竞争力，高端 UTV 市场上抢占头部品牌份额，后续也有望推出更多动力性较强的新品。

表2: 春风动力的新品 U10 PRO/U10 XL PRO 和原有产品 U10 XL、北极星及庞巴迪竞品对比

相关参数	U10 XL	U10 PRO	U10 XL PRO	GENERAL XP 1000 Ultimate	Defender Limited
公司	春风动力	春风动力	春风动力	北极星	庞巴迪
售价	15499 美元	16999 美元	18999 美元	28999 美元	30199 美元
发动机类型	V 型双缸液冷四冲程	可变气门正时技术的三缸液冷四冲程	可变气门正时技术的三缸液冷四冲程	双缸液冷四冲程	双缸液冷
排量	963cc	998cc	998cc	999cc	976cc
最大功率	71HP@7000RPM	88HP@7250RPM	88HP@7250RPM	100HP	82HP
最大扭矩	54LB-FT@6500RPM	69LB-FT@6500RPM	69LB-FT@6500RPM	-	69LB-FT
驱动方式	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/适时四驱/草地模式	两驱/四驱/草地模式
单排/双排	双排	单排	双排	单排	单排
尺寸及轴距	长宽高 148 英寸*64 英寸*73 英寸	117 英寸*64 英寸*77 英寸	149 英寸*64 英寸*77 英寸	118 英寸*64 英寸*77 英寸	126 英寸*65 英寸*99 英寸
重量	整备质量 1854 磅	1841 磅	2061 磅	1704 磅	1975 磅
离地高度	12 英寸	13 英寸	13 英寸	14 英寸	12 英寸
油箱容量	8 加仑	12 加仑	12 加仑	9 加仑	11 加仑
悬挂系统	前悬挂（高间隙鸥翼 A 臂） 后悬挂（双 A 臂）	前悬挂（高间隙 A 臂） 后悬挂（双 A 臂）	前悬挂（高间隙 A 臂） 后悬挂（双 A 臂）	前悬挂（双 A 臂） 后悬挂（双 A 臂）	前悬挂（拱形双 A 臂） 后悬挂（带外部防摇杆的拱形 TTA）
底盘	轮胎 14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	15 英寸铝合金轮胎	14 英寸铸铝轮胎
	减震器 弹簧预载可调节，油阻尼	弹簧预载可调节，油阻尼	弹簧预载可调节，油阻尼	Walker Evans Velocity 系列减震	双管充气减震
	刹车 液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器
其他参数	牵引能力 2500 磅	2500 磅	2500 磅	1499 磅	2500 磅

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

此外公司在 SSV 领域推出极具动力性的 Z10 及 Z10-4，新品的动力表现大幅提升，和北极星、庞巴迪等竞争对手的产品性能差距缩小，公司在 SSV 领域将和北极星、庞巴迪的更高端产品竞争，有望抢占更多份额。过往春风动力受限于发动机性能，功率及扭矩等参数表现，在高端 SSV 领域无法与北极星、庞巴迪竞争，2024H2 基于三缸发动机打造的 SSV Z10 系列有望实现突破，公司逐步具备与北极星、庞巴迪等在高端 SSV 领域竞争的實力。

表3: 春风动力的新品 ZFORCE Z10/Z10-4 和原有产品 ZFORCE 950 SPORT、北极星及庞巴迪竞品对比

相关参数	ZFORCE 950 SPORT	ZFORCE Z10	ZFORCE Z10-4	RZR Pro S	2025 RZR XP	Maverick X3 DS TURBO RR	Maverick X3 DS Turbo
公司	春风动力	春风动力	春风动力	北极星	北极星	庞巴迪	庞巴迪
售价	15299 美元	19999 美元	22999 美元	26999 美元	19999 美元	24599 美元	21999 美元
发动机类型	V 型双缸液冷四冲程	可变气门正时技术的三缸液冷四冲程	可变气门正时技术的三缸液冷四冲程	双缸液冷四冲程	双缸液冷四冲程	涡轮增压三缸发动机	涡轮增压三缸发动机
排量	963cc	998cc	998cc	925cc	999cc	900cc	900cc
最大功率	83HP@7500RPM	143HP@7750RPM	143HP@7750RPM	181HP	114HP	200HP	135HP
最大扭矩	63LB-FT@5000RPM	100LB-FT@7000RPM	100LB-FT@7000RPM	-	-	-	-
驱动方式	两驱/四驱/四驱锁	两驱/四驱/四驱	两驱/四驱/四驱	两驱/适时四驱	两驱/适时四驱	两驱/四驱/四驱	两驱/四驱/四驱

	定	锁定	锁定	锁定	锁定	锁定	锁定	
	单排/双排	单排	单排	双排	单排	单排	单排	
尺寸及重量	长宽高	121 英寸*60 英寸*74 英寸	129 英寸*64 英寸*69 英寸	159 英寸*64 英寸*69 英寸	260 英寸*177 英寸*115 英寸	283 英寸*224 英寸*70 英寸	132 英寸*64 英寸*65.4 英寸	132 英寸*64 英寸*65.4 英寸
	轴距	90 英寸	99 英寸	129 英寸	96 英寸	90 英寸	102 英寸	102 英寸
	整备质量	1435 磅	1863 磅	2105 磅	2024 磅	1565 磅	1546 磅	1546 磅
	离地高度	12 英寸	14 英寸	14 英寸	16 英寸	14 英寸	14 英寸	14 英寸
	油箱容量	10 加仑	10 加仑	10 加仑	12 加仑	10 加仑	10.5 加仑	10.5 加仑
悬挂系统	前悬挂（独立拱形双 A 臂） 后悬挂（双 A 臂）	前悬挂（高间隙 A 臂） 后悬挂（独立拖臂）	前悬挂（高间隙 A 臂） 后悬挂（独立拖臂）	前悬挂（双 A 臂） 后悬挂（管状拖臂）	前悬挂（双 A 臂） 后悬挂（带稳定杆的拖臂）	前悬挂（A 型臂） 后悬挂（连杆扭转后悬挂拖臂）	前悬挂（双 A 型臂） 后悬挂（连杆扭转后悬挂拖臂）	
底盘	轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铝合金轮胎	14 英寸铝合金轮胎	15 英寸铝合金轮胎	铝合金轮胎	14 英寸铸铝轮胎	14 英寸铸铝轮胎
减震器	前/后：高压气体/背负式储气罐，3 位压缩可调	FOX 可调背负式储气罐带 CAB 控制开关	FOX 可调背负式储气罐带 CAB 控制开关	Walker Evans Velocity 系列减震器	Walker Evans Velocity 系列减震器	SHOWA Piggyback 系列减震器	SHOWA Piggyback 系列减震器	
刹车	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	
其他参数	牵引能力	1499 磅	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

进入两轮摩托新品周期，有望持续推出爆款产品。

公司打磨产品过程中遵循精品策略，希望产品推出后即成为爆款，推出了 250SR、450SR、450SR-S、450CL-C、450NK、XO 狒狒、800NK 等多款重点车型，均取得较好的销量表现。2024 年来春风动力推出的新品包含 150SC、450MT、500SR VROOM 及 675SR-R 等，新品处于爬坡过程中，有望拉动摩托车销量：

- 150SC：春风动力旗下全新入门踏板车，外型设计遵循春风的家族战舰语言，配合 V 字造型的日行灯，具备较强的运动感；发动机采用成熟的 149cc 发动机，峰值功率 10.5kW/8250rpm，峰值扭矩 14N·m/6500rpm，全车采用正置前减震/后双枪减震设定，发动机、车架衔接使用软连接，骑行过程中舒适性较高。全车标配 5 英寸 TFT 仪表、数字钥匙、MotoPlay 投屏及 OTA 升级等功能。150SC 包含扶手版及尾箱版，售价分别为 13580/14380 元，于 2024 年 7 月 11 日正式上市，在北京、济南、郑州、厦门等七大城市率先启动销售。
- 450MT：搭载 270 度曲轴直列双缸发动机，最大功率 32.5kW/8500rpm、最大扭矩 44N·m/6250rpm，采用前 KYB 倒置可调减震与后中置 KTB 减震，标配双通道 ABS+TCS 牵引力控制系统，提供骑行的安全保障，是一款性能表现较为出色的中排量拉力车型。2024 年 2 月 450MT 正式上市，标准版及三箱版售价分别为 31580/33580 元。
- 500SR VROOM：500SR VROOM 是公司全新四缸复古仿赛车型，整车前脸采用双圆灯复古造型，以全新设计语言增加独特的吸引力，动力性方面搭载直列水冷四缸发动机，这也是春风首款四缸摩托，最大功率 58kW，冲压状态下可达 61kW，最大扭矩 49N·m，最高时速达 220km/h，此外还搭载 5 英寸 TFT 仪表，支持 Motoplay 投屏等功能，2024 年 7 月该车型正式上市，标准版和高配版车型分别售价 34980/37980 元。
- 675SR-R：该车型是公司的首款三缸仿赛车型，整车配备回旋镖大灯、风罩及风翼、鸥翼式铝制后摇臂等，提升动力性和美观度，外观延续了过往仿赛车型的风格，更具战斗气息，整车配备的三缸发动机峰值功率 70kW，峰值扭矩 70N·m，保证了优异的加速性能和高速表现，此外还将配备 5 寸 TFT 全彩仪表板、蓝牙连线、TCS、快排系统、赛道计时器和可调式把手等功能，更好满足骑行需求，预计新车

交付后将完善车型矩阵，提升在仿赛领域的竞争力。2024 年 9 月 675SR-R 正式上市，官方指导价 41580 元，10 月份开始逐步交付。

图7：春风动力 2024 年已经/将要上市交付的摩托车新品



资料来源：公司官网，公司公众号，国信证券经济研究所整理

积极拓展摩托车出口，打开长期成长空间。

从深耕国内转向国内及海外摩托车市场并重。春风动力在成立之初曾经有摩托车出口业务，后续摩托车销售逐步转向国内为主，随着国内两轮摩托车的产品谱系完善，公司也开始重新考虑拓展海外市场，2022 年公司摩托车业务从国内为主，转向深耕国内及拓展海外并重，并在时隔十年后重新进入北美市场。

国内两轮摩托车产品线丰富，逐步导入海外重点市场。公司目前摩托车出口主要集中于欧洲、北美等地，得益于产品线的不断丰富，能够持续在海外各国导入摩托车产品，公司在美国、欧洲等市场进行了相应的产品布局，在美国官网上推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型。

公司海外摩托车具备较高的性价比优势。以春风动力的 450 排量段经典产品为例，国内的 450SR 成熟后导入到美国市场作为 450SS 销售，对比海外竞争对手，例如本田 471cc 的 CBR500R 售价 7399 美元，相较于 450SS 贵约 30%，动力性方面最大功率均为 50HP，最大扭矩 CBR500R 略高于春风动力；对比 450SS 与雅马哈的 YZF-R3，在价位接近的情况下，YZF-R3 的排量段为 321cc，明显小于 450SS，最大功率、最大扭矩均比 450SS 更低，公司的摩托车产品在海外市场上较日系竞争对手具备较高的性价比优势。随着海外两轮摩托的产品导入及渠道完善，摩托车外销的收入占比有望进一步提升，海外两轮摩托业务将成为公司长期成长的重要支撑点。

表4：春风动力在美国的摩托车 450SS 和日系竞品的参数对比

车型	450SS	CBR500R	NINJA 500	YZF-R3	
公司	春风动力	本田	川崎	雅马哈	
售价	5699 美元	7399 美元	5299 美元	5499 美元	
长宽高	78.5 英寸*28.1 英寸*44.9 英寸	82 英寸*30 英寸*45 英寸	78.5 英寸*28.7 英寸*44.1 英寸	82.3 英寸*28.7 英寸*44.9 英寸	
车体参数	轴距	53.8 英寸	55.5 英寸	54.1 英寸	54.3 英寸
	座高	31.3 英寸	31.3 英寸	30.9 英寸	30.7 英寸
	整备质量	370 磅	421 磅	375 磅	375 磅
	油箱容量	3.7 加仑	4.5 加仑	3.7 加仑	3.7 加仑
发动机参数	发动机类型	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷
	排量段	449cc	471cc	451cc	321cc
	最大功率	50HP@9500rpm	50HP@8600rpm	51HP@10000rpm	42HP@10750rpm
	最大扭矩	29LB-FT@7600rpm	33LB-FT@6500rpm	32LB-FT@7500rpm	22LB-FT@9000rpm

	悬挂系统	前悬挂（倒置叉） 后悬挂（预载可调减震）	前悬挂（Showa® SFF-BP fork） 后悬挂（Pro-Link）	前悬挂（液压伸缩叉） 后悬挂（后连杆）	前悬挂（倒置伸缩叉） 后悬挂（单体后减震）
底盘	轮胎	铝合金轮胎			
	刹车	前刹车（Brembo 单制动盘） 后刹车（单制动盘）	前刹车（双制动盘） 后刹车（单制动盘）	前刹车（单半浮动盘） 后刹车（单制动盘）	液压盘式制动

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司未来摩托车及全地形车业务均具备较高成长性，小幅上调盈利预测，预期 24/25/26 年归母净利润为 13.71/16.99/21.02 亿元（原 24/25/26 年 13.08/16.35/20.43 亿元），每股收益分别为 9.06/11.22/13.88 元（原 24/25/26 年 8.64/10.80/13.49 元），对应 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“优于大市”评级。

表5: 可比公司估值表（20241017）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000913.SZ	钱江摩托	无评级	17.3	91.1	0.88	1.17	1.42	20	15	12
603766.SH	隆鑫通用	无评级	7.7	158.9	0.28	0.54	0.62	28	14	12
301345.SZ	涛涛车业	无评级	55.4	60.7	2.57	3.47	4.47	22	16	12
	平均				1.24	1.73	2.17	23	15	12
603129.SH	春风动力	优于大市	149.6	226.6	6.70	9.06	11.22	22	17	13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：钱江摩托、隆鑫通用、涛涛车业采用 Wind 一致预期

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4323	4506	5227	6068	7344	营业收入	11378	12110	14951	18220	21759
应收款项	954	1185	1463	1783	2129	营业成本	8491	8053	10194	12275	14569
存货净额	2067	1663	2422	3019	3662	营业税金及附加	142	212	359	437	522
其他流动资产	269	257	359	437	522	销售费用	876	1341	1301	1585	1893
流动资产合计	7679	7709	9552	11397	13743	管理费用	500	567	697	829	967
固定资产	1231	1645	2029	2669	3262	研发费用	752	924	927	1294	1567
无形资产及其他	132	167	158	148	139	财务费用	(297)	(191)	(119)	(137)	(163)
投资性房地产	478	556	556	556	556	投资收益	(123)	1	1	1	1
长期股权投资	34	237	440	644	847	资产减值及公允价值变动	19	53	53	53	53
资产总计	9554	10314	12735	15415	18547	其他收入	(782)	(980)	(927)	(1294)	(1567)
短期借款及交易性金融负债	10	21	100	104	109	营业利润	781	1202	1645	1989	2458
应付款项	4555	4173	5317	6401	7593	营业外净收支	(6)	(10)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	525	642	655	789	936	利润总额	774	1191	1635	1979	2448
流动负债合计	5090	4836	6071	7295	8638	所得税费用	35	135	196	198	245
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	39	49	68	82	101
其他长期负债	169	306	356	406	456	归属于母公司净利润	701	1008	1371	1699	2102
长期负债合计	169	306	356	406	456	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5259	5142	6427	7701	9094	净利润	701	1008	1371	1699	2102
少数股东权益	83	133	186	251	331	资产减值准备	(9)	53	14	19	21
股东权益	4212	5039	6121	7463	9122	折旧摊销	75	122	164	202	249
负债和股东权益总计	9554	10314	12735	15415	18547	公允价值变动损失	(19)	(53)	(53)	(53)	(53)
关键财务与估值指标						财务费用	(297)	(191)	(119)	(137)	(163)
每股收益	4.68	6.70	9.06	11.22	13.88	营运资本变动	173	33	81	293	335
每股红利	0.83	1.41	1.91	2.36	2.92	其它	41	(14)	39	45	59
每股净资产	28.11	33.49	40.42	49.28	60.24	经营活动现金流	963	1149	1617	2206	2713
ROIC	24%	24%	28%	32%	37%	资本开支	(423)	(622)	(500)	(800)	(800)
ROE	17%	20%	22%	23%	23%	其它投资现金流	516	(33)	17	(8)	4
毛利率	25%	34%	32%	33%	33%	投资活动现金流	63	(858)	(687)	(1011)	(999)
EBIT Margin	5%	8%	10%	10%	10%	权益性融资	192	75	0	0	0
EBITDA Margin	6%	9%	11%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	45%	6%	23%	22%	19%	支付股利、利息	(125)	(212)	(289)	(358)	(443)
净利润增长率	70%	44%	36%	24%	24%	其它融资现金流	(20)	242	79	4	5
资产负债率	56%	51%	52%	52%	51%	融资活动现金流	(78)	(108)	(209)	(353)	(438)
股息率	0.6%	0.9%	1.3%	1.6%	2.0%	现金净变动	948	183	721	841	1276
P/E	32	22	17	13	11	货币资金的期初余额	3375	4323	4506	5227	6068
P/B	5.3	4.5	3.7	3.0	2.5	货币资金的期末余额	4323	4506	5227	6068	7344
EV/EBITDA	40.0	24.4	17.8	15.2	12.7	企业自由现金流	415	432	1041	1314	1801
						权益自由现金流	395	674	1225	1442	1953

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032