

春风动力 (603129.SH)

24 年业绩超预期，两轮四轮全面增长

事件：公司发布 24 年业绩预告

1) 24 年全年：预计 24 年全年实现归母净利润 14.2~15.6 亿元，同比增长 40.94%~54.84%；扣非归母净利润 13.92~15.28 亿元，同比增长 43.43%~57.44%。

2) 24 年 Q4：预计 24 年 Q4 实现归母净利润 3.4~4.8 亿元，同比增长 64%~132%；

□ 全年业绩优异，增长动力强劲。根据公司业绩预告，公司稳步推动全球化战略部署，凭借精确的市场定位策略、丰富的产品线组合以及高效的营销推广手段，积极开拓新市场，不断扩大产品市占率，规模效益得到进一步提升；同时强化生产效率和成本管理，挖潜增效，实现了销售及利润的稳步增长。其中，非经常性损益影响金额 0.28 亿元至 0.32 亿元，主要系政府补助所致。

□ 12 月份销售数据亮眼，两轮四轮同步增长。公司四轮车全年销量增长明显，库存调整期结束后后续有望重回增长通道。公司四轮车销量 12 月份/全年分别占全行业销量的 41.8%/36.1%，龙头地位稳固。两轮车方面，公司新品不断，800MT-X、700MT 等新品不断上市，675NK 亮相米兰，产品谱系进一步完善。

1) 两轮车

-12 月份摩托车全行业销售 175.82 万辆，环比增长 6.75%，同比增长 22.45%；

-其中春风动力实现单月销售 3.01 万辆，环比增长 21.9%，同比增长 122.81%。

2) 四轮车

-12 月份四轮车全行业实现销售 4.98 万辆，全行业全年实现销售 50.67 万辆，全年累计销量增长 32.08%

-其中春风动力 12 月份实现四轮车销售 2.08 万辆，全年累计实现销售 18.3 万辆，累计销量同比增长 30.7%。

□ 股权激励计划保障未来发展动能。公司 9 月 2 日发布 2024 年股权激励计划草案的公告，本激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为 355 万份，激励对象共计 1,310 人，主要是核心管理人员及核心技术（业务）人员。根据公司公告，本次股权激励计划考核要求为：1) 24 年营业收入不低于 140 亿元；2) 24、25 年两年营业收入累计不低于 305 亿元；3) 24-26 年三年累计营业收入不低于 505 亿元。我们认为公司股权激励绑定了公司核心人员，有利于调动员工积极性，保障公司长远发展。

□ 公司壁垒清晰，海外市场地位稳固，维持“强烈推荐”投资评级。我们预计公司 24-26 年营收为 153.02 亿元、202.73 亿元、245.59 亿元，归母净利润为 14.86 亿元、20.36 亿元、25.56 亿元，对应当前市值 PE 为 21.3 倍、15.6 倍、12.4 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：汇率波动风险、关税风险、经济衰退等。

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/中小市值

目标估值：NA

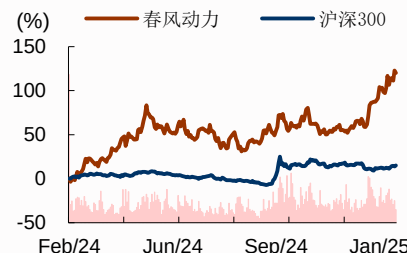
当前股价：209.41 元

基础数据

总股本（百万股）	151
总市值（十亿元）	151
流通市值（十亿元）	31.7
每股净资产（MRQ）	31.7
ROE（TTM）	38.3
资产负债率	22.2
主要股东	55.8%
主要股东持股比例	春风控股集团有限公司
	29.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	52	130
相对表现	16	35	114



相关报告

- 1、《春风动力（603129）—营收利润超预期，股权激励彰显发展信心》2024-10-22
- 2、《春风动力（603129）—Q2 环比超预期，两轮车持续高增长》2024-08-18
- 3、《春风动力（603129）—两轮车外销数据亮眼，综合盈利能力持续提升》2024-04-17

董瑞斌 S1090516030002

dongruibin@cmschina.com.cn

郑晓刚 S1090517070008

zhengxiaogang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	11378	12110	15302	20273	24559
同比增长	45%	6%	26%	32%	21%
营业利润(百万元)	781	1202	1767	2418	3036
同比增长	75%	54%	47%	37%	26%
归母净利润(百万元)	701	1008	1486	2036	2556
同比增长	70%	44%	47%	37%	26%
每股收益(元)	4.63	6.65	9.81	13.44	16.88
PE	45.2	31.5	21.3	15.6	12.4
PB	7.5	6.3	5.1	4.1	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 全年业绩优异，增长动力强劲	4
1、 公司行业积累深厚，产品矩阵完善	4
2、 两轮车四轮车共同发力，公司业绩多年来持续增长	5
3、 公司持续推出新品，产品系列不断完善。	7
二、 盈利预测	8
三、 风险提示	8

图表目录

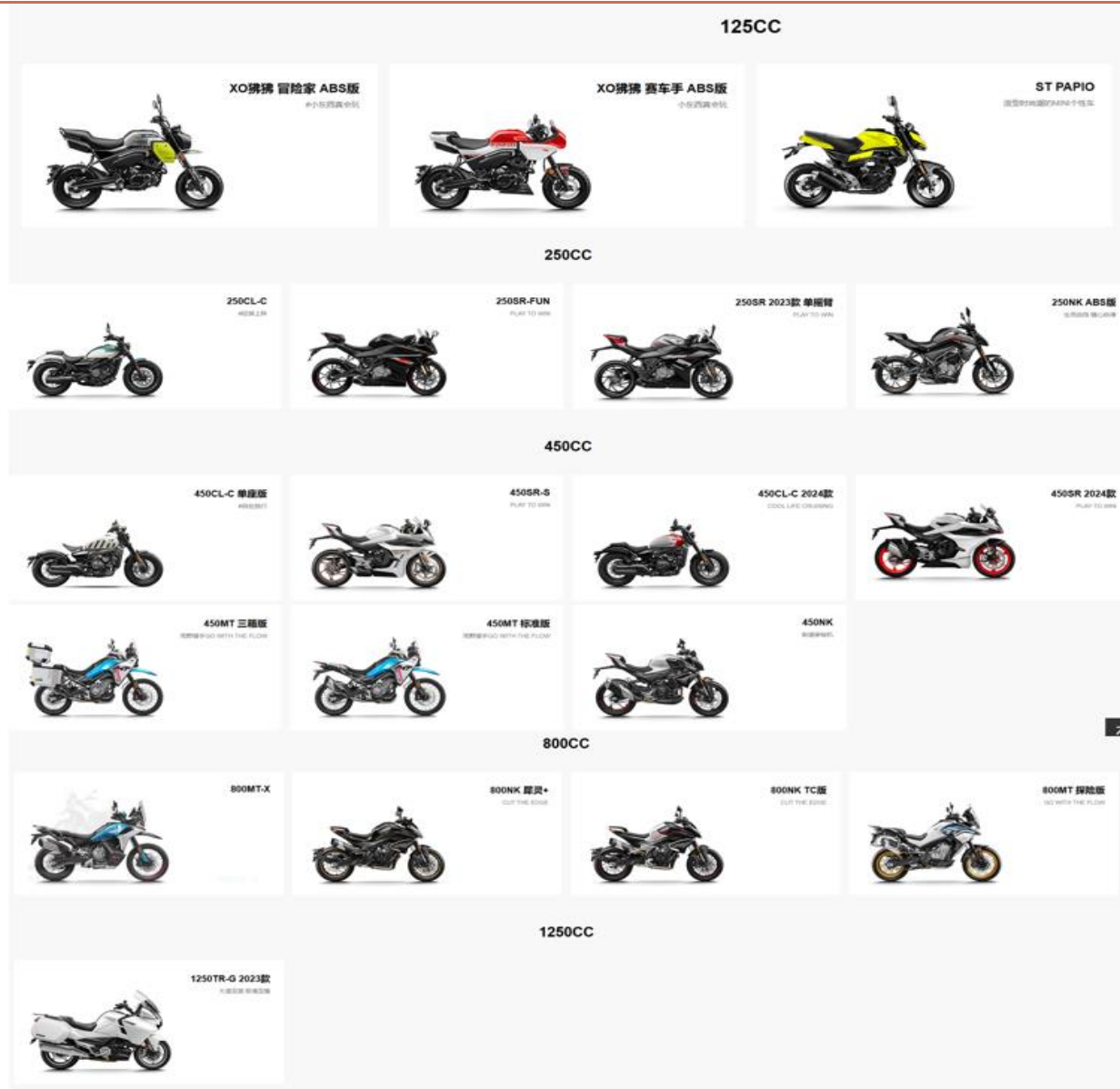
图 1 春风动力两轮车部分排量段的部分产品	4
图 2 春风动力部分四轮车产品	5
图 3: 公司 2020-2024 年前三季度收入（百万元）	5
图 4: 公司 2020-2024 年前三季度归母净利润（百万元）	5
图 5: 公司 2020-2023 年 Q4 收入（百万元）	6
图 6: 公司 2020-2023 年 Q4 归母净利润（百万元）	6
图 7: 公司 24 年排量大于 150ml 两轮车月度销量（台）	6
图 8: 公司 24 年四轮车月度销量（台）	6
图 9 公司四轮车销量占全行业销量的比例	7
图 10 春风动力 700MT 产品海报	7
图 11 24 年以来公司部分四轮车新品	8
图 12: 春风动力历史 PE Band	9
图 13: 春风动力历史 PB Band	9
附：财务预测表	10

一、全年业绩优异，增长动力强劲

1、公司行业积累深厚，产品矩阵完善

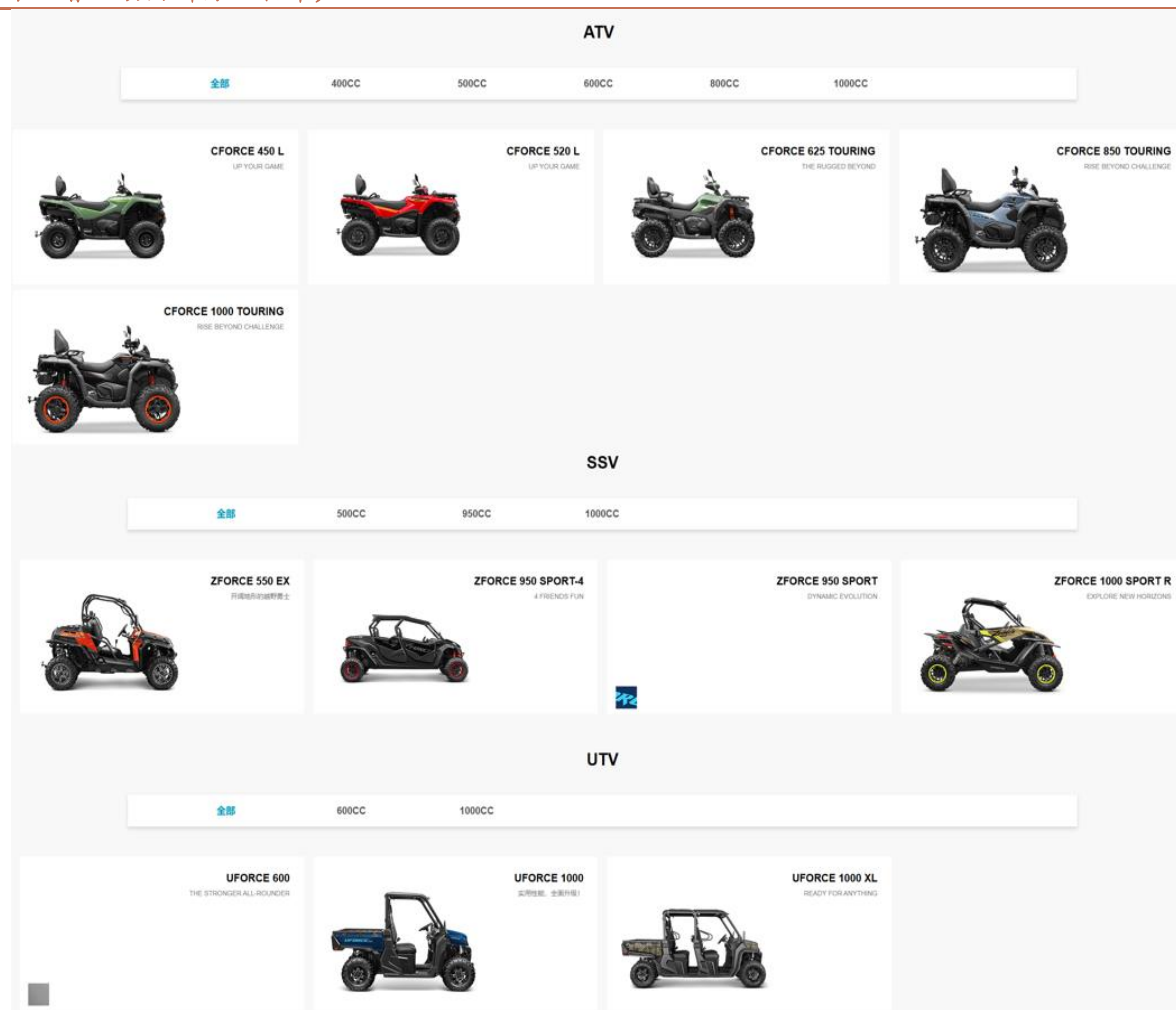
公司是国内中大排量摩托车以及全地形车龙头企业，业绩增长强劲。公司主要产品包括 125CC~1250CC 排量段的两轮摩托车以及 ATV/UTV/SSV 在内的四轮全地形车。目前公司两轮车销量稳步增加，大排量产品矩阵不断完善，四轮车也已经稳居国内龙头的地位。

图 1 春风动力两轮车部分排量段的部分产品



资料来源：公司官网、招商证券

图 2 春风动力部分四轮车产品



资料来源：公司官网、招商证券

2、两轮车四轮车共同发力，公司业绩多年来持续增长

公司业绩多年来持续增长。公司 2020 年收入 45.25 亿元，23 年实现收入 121.1 亿元，收入持续增长。其中 23 年收入增长 6.4%，较前几年增速有所放缓，主要系公司四轮车进行了主动的去库存调整导致当年四轮车收入有所下滑导致。24 年公司四轮车库存已经调整完毕，预计将恢复高速增长的趋势。

图 3：公司 2020-2024 年前三季度收入（百万元）

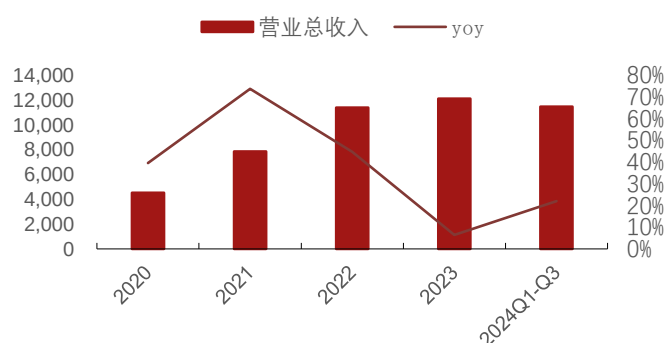
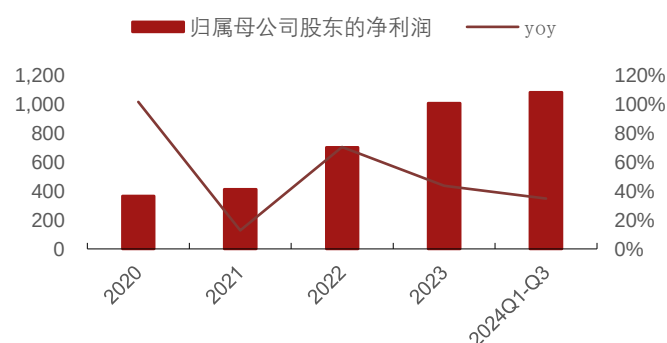


图 4：公司 2020-2024 年前三季度归母净利润（百万元）



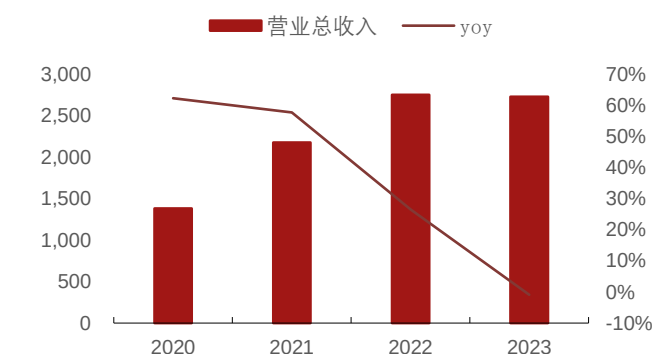
资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

公司业绩超预期。据公司业绩预告，公司稳步推动全球化战略部署，凭借精确的市场定位策略、丰富的产品线组合以及高效的营销推广手段，积极开拓新市场，不断扩大产品市占率，规模效益得到进一步提升；同时强化生产效率和成本管理，挖潜增效，实现了销售及利润的稳步增长。其中，非经常性损益影响金额 0.28 亿元至 0.32 亿元，主要系政府补助所致。

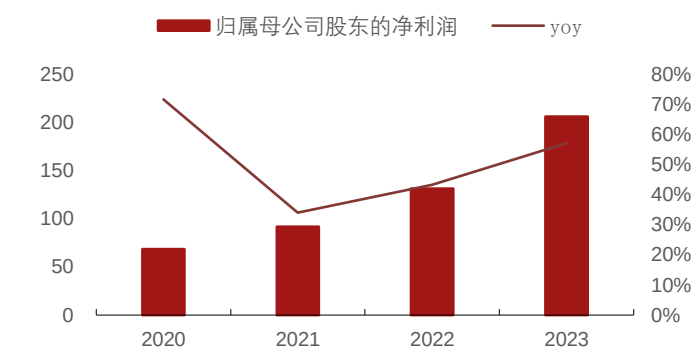
预计公司 24 年全年实现归母净利润 14.2~15.6 亿元，同比增长 40.94%~54.84%；扣非归母净利润 13.92~15.28 亿元，同比增长 43.43%~57.44%；预计 24 年 Q4 实现归母净利润 3.4~4.8 亿元，同比增长 64%~132%；

图 5：公司 2020-2023 年 Q4 收入（百万元）



资料来源：Wind、招商证券

图 6：公司 2020-2023 年 Q4 归母净利润（百万元）

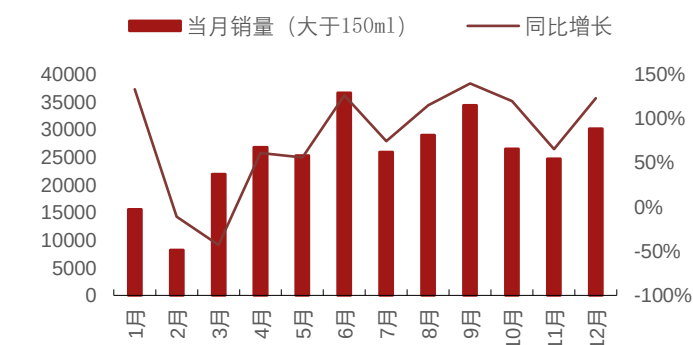


资料来源：Wind、招商证券

两轮车与四轮车的共同增长持续为公司贡献业绩。根据行业协会数据，公司两轮车与四轮车在 24 年均实现了快速增长。从月度数据来看，公司 24 年两轮车除了 2 月月度销量小幅同比下降以及 3 月增速相对较低外，其余月份均实现了高速增长。

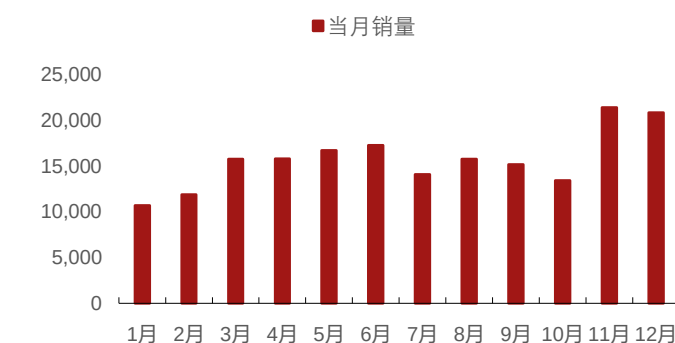
24 年 12 月份，春风动力实现单月销售 3.01 万辆，环比增长 21.92%，同比增长 122.81%；全年实现累计销售超过 30 万辆，同比增长超 85%。公司 12 月份实现四轮车销售 2.08 万辆，全年累计实现销售 18.3 万辆，累计销量同比增长 30.7%。公司四轮车销量 12 月份/全年分别占全行业销量的 41.8%/36.4%，龙头地位稳固。

图 7：公司 24 年排量大于 150ml 两轮车月度销量（台）



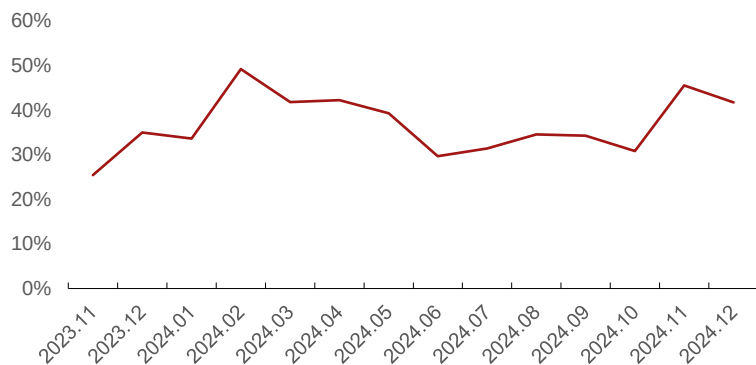
资料来源：中国摩托车商会、招商证券

图 8：公司 24 年四轮车月度销量（台）



资料来源：中国摩托车商会、招商证券

图 9 公司四轮车销量占全行业销量的比例



资料来源：中国摩托车商会、招商证券

3、公司持续推出新品，产品系列不断完善。

公司新品不断，为未来业绩增长注入新动能。两轮车方面，800MT-X、700MT 等新品不断上市，675NK 亮相米兰，产品谱系进一步完善。四轮车方面，公司 24 年推出 ATV 产品 CFORCE 850TOURING 以及 CFORCE 1000 TOURING，当前售价 69800/75800 元；SSV 在 24 年推出 ZFORCE 950 SPORT 车型当前售价 93800 元；UTV 方面公司在 25 年以及 26 年也规划了多款新车。公司产品系列不断完善，高端化车型不断问世，未来有望逐步提升产品 ASP，持续推动业绩增长。-

图 10 春风动力 700MT 产品海报



资料来源：公司微信公众号、招商证券

图 11 24 年以来公司部分四轮车新品

车型概览

**ZFORCE 950 SPORT**

售价: RMB 93,800 元

DYNAMIC EVOLUTION

SSV 中的最新成员，秉承先进的设计理念，以性能进阶的强悍姿态，顷刻之间，将驾驶欲望引爆。强烈的力量感直击心扉，让感官达到新高度，此刻成为你的主场。

**CFORCE 850 TOURING**

售价: RMB 69,800 元

RISE BEYOND CHALLENGE

卓越性能从不妥协，越野精神的内核也从未改变，自在游走天地，展现傲然姿态！

**CFORCE 1000 TOURING**

售价: RMB 75,800 元

RISE BEYOND CHALLENGE

70% 的车身组件经过重大升级和优化，第三代ATV 强势登场，以势不可挡的姿态应对各种地形和挑战，令对手望尘莫及。



资料来源：公司官网、招商证券

二、盈利预测

公司业绩预告 24 年全年实现归母净利润 14.2~15.6 亿元，同比增长 40.94%~54.84%；扣非归母净利润 13.92~15.28 亿元，同比增长 43.43%~57.44%。同时，根据行业协会数据，公司两轮车与四轮车 24 年销量增速均实现了快速增长，因此我们上调了公司 24-26 年的收入利润预测。

我们预计公司 24-26 年营收为 153.02 亿元、202.73 亿元、245.59 亿元，归母净利润为 14.86 亿元、20.36 亿元、25.56 亿元，对应当前市值 PE 为 21.3 倍、15.6 倍、12.4 倍，维持“强烈推荐”投资评级

三、风险提示

关税风险：特朗普上台后对华关税政策具有一定的不确定性，若是未来美国对华关税税率进一步提高，或将影响公司产品售价，从而削弱公司的竞争力。

汇率波动风险：公司营业收入中出口比例较高，未来若是汇率波动较大将对公司业绩产生一定的影响。

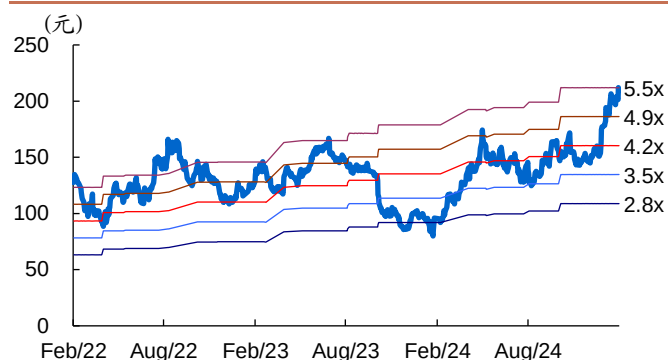
全球经济衰退：贸易战背景下，全球经济不确定性提升。公司产品属于可选消费产品，若是未来全球经济进入衰退，公司产品销售将会受到较大的影响。

图 12: 春风动力历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 13: 春风动力历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7679	7709	11410	15114	18879
现金	4323	4506	6945	9202	11720
交易性投资	65	98	15	15	15
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	851	1086	1683	2230	2701
其它应收款	103	99	125	165	200
存货	2067	1663	2288	3031	3672
其他	269	257	355	471	570
非流动资产	1875	2605	2886	3137	3361
长期股权投资	34	237	237	237	237
固定资产	957	1334	1637	1907	2148
无形资产商誉	132	167	150	135	122
其他	752	866	861	857	854
资产总计	9554	10314	14296	18250	22239
流动负债	5090	4836	7573	9853	11792
短期借款	0	0	227	274	288
应付账款	4555	4173	6664	8829	10695
预收账款	150	159	197	261	316
其他	385	504	485	489	493
长期负债	169	306	306	306	306
长期借款	0	0	0	0	0
其他	169	306	306	306	306
负债合计	5259	5142	7879	10159	12097
股本	150	150	150	150	150
资本公积金	2435	2547	2547	2547	2547
留存收益	1627	2342	3514	5090	7015
少数股东权益	83	133	206	305	430
归属于母公司所有者权益	4212	5039	6211	7787	9712
负债及权益合计	9554	10314	14296	18250	22239

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1698	1385	2801	3011	3475
净利润	740	1057	1558	2135	2681
折旧摊销	83	132	165	195	222
财务费用	(188)	(28)	(54)	(54)	(54)
投资收益	123	(1)	(52)	(52)	(52)
营运资金变动	995	206	1161	762	657
其它	(55)	19	23	25	21
投资活动现金流	(76)	(862)	(310)	(393)	(393)
资本支出	(448)	(488)	(446)	(446)	(446)
其他投资	372	(374)	136	52	52
筹资活动现金流	(134)	(160)	(53)	(360)	(563)
借款变动	(425)	(392)	206	47	14
普通股增加	(0)	1	0	0	0
资本公积增加	47	111	0	0	0
股利分配	(125)	(211)	(313)	(461)	(631)
其他	369	332	54	54	54
现金净增加额	1489	362	2438	2258	2518

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11378	12110	15302	20273	24559
营业成本	8491	8053	9946	13178	15963
营业税金及附加	142	212	268	355	430
营业费用	876	1341	1530	1926	2284
管理费用	500	567	719	953	1105
研发费用	752	924	1163	1541	1842
财务费用	(297)	(191)	(54)	(54)	(54)
资产减值损失	(31)	(55)	(15)	(10)	(5)
公允价值变动收益	(14)	1	1	1	1
其他收益	34	51	51	51	51
投资收益	(123)	1	1	1	1
营业利润	781	1202	1767	2418	3036
营业外收入	2	3	3	3	0
营业外支出	9	13	13	13	13
利润总额	774	1191	1757	2407	3023
所得税	35	135	199	272	342
少数股东损益	39	49	73	99	125
归属于母公司净利润	701	1008	1486	2036	2556

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	45%	6%	26%	32%	21%
营业利润	75%	54%	47%	37%	26%
归母净利润	70%	44%	47%	37%	26%
获利能力					
毛利率	25.4%	33.5%	35.0%	35.0%	35.0%
净利率	6.2%	8.3%	9.7%	10.0%	10.4%
ROE	17.9%	21.8%	26.4%	29.1%	29.2%
ROIC	11.6%	18.9%	25.7%	27.9%	28.1%
偿债能力					
资产负债率	55.0%	49.9%	55.1%	55.7%	54.4%
净负债比率	0.1%	0.2%	1.6%	1.5%	1.3%
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.3	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	4.7	4.3	5.0	5.0	4.8
应收账款周转率	15.2	12.5	11.1	10.4	10.0
应付账款周转率	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6
每股资料(元)					
EPS	4.63	6.65	9.81	13.44	16.88
每股经营净现金	11.21	9.14	18.50	19.88	22.95
每股净资产	27.81	33.27	41.02	51.42	64.13
每股股利	1.40	2.07	3.04	4.17	5.23
估值比率					
PE	45.2	31.5	21.3	15.6	12.4
PB	7.5	6.3	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	60.2	29.3	17.4	12.8	10.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。