



投资评级：买入(首次)

春风动力(603129)

目标价:39.0 元

春风吹，战鼓擂，休娱摩托谁怕谁？

市场数据 2019-09-23

收盘价(元)	29.41
一年内最低/最高(元)	14.01/31.20
市盈率	21.4
市净率	2.76

基础数据

净资产收益率(%)	12.90
资产负债率(%)	51.8
总股本(亿股)	1.34

最近 12 月股价走势



联系信息

彭勇 分析师
SAC 证书编号: S0160517110001
pengy@ctsec.com

相关报告

● 春风动力是家传统摩托车企业？

与国内大多摩企主要收入来自小排量代步摩托车不同，春风动力主要依靠大排量休闲娱乐摩托车（31%）和全地形车（60%）。凭借长期在大排量摩托动力上积累的优势，公司在国内大排量摩托车市场居第二位（市占率 13%），并占据国内全地形车绝对龙头地位（占国内产量 70%），全球产量排第七，在多个国家销量第一。2013-2018 年公司收入和净利润规模分别增长了 1.3 倍和 1.8 倍，其中国内业务收入增长了 6.3 倍，同期中国摩托车工业总产量萎缩了 32%，国内销量萎缩了 45%。

● 消费升级，大排量休闲娱乐摩托正当时

随着人们收入水平提升，休闲娱乐为主的大排量摩托需求持续上涨。在国内摩托车销量持续下滑的大背景下，大排量摩托车仍有 10% 以上的年复合增长，2019 年上半年 250cc 以上排量摩托车销量同比增长 45.3%。受益于经济发展带动的消费升级，大排量摩托车市场销售占比提升至 10%，由于摩托车进口关税较高，市场基本留给了国内厂商。公司专注大排量摩托车，产品均为 250cc 以上，多款车型被选为公务用车，其中 CF650G 还是国宾护卫专用车，享誉海内外。公司与达喀尔拉力赛摩托车组 18 连冠的 KTM 合资，有望进一步提升大排量摩托车市场地位，并巩固大排量发动机技术领先地位。

● 全地形车千亿市场，全球布局打响品牌

公司是全球第七大全地形车制造商，在欧洲多国市占率第一。目前公司正在大力拓展全球全地形车规模最大的市场——北美，近五年北美业务收入复合增长率达 42.1%。预计到 2026 年全地形车全球市场规模将达到 186 亿美元（约 1300 亿人民币），目前春风动力市占率仅 2%，凭借较高的性价比，未来提升空间巨大。

● 盈利预测与投资建议

全国城市禁摩限制有望逐渐松动，有望助推大排量休闲娱乐摩托行业快速增长。巨大全地形车市场的持续增长，也将给春风动力提供足够成长空间。我们春风动力预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.41/1.95/2.70 元，对应 PE 为 20.8/15.1/10.9 倍。首次覆盖，给予公司 2020 年 20 倍 PE，合理目标价 39.0 元，“买入”评级。

● 风险提示：中美贸易战持续及升级；国内禁摩政策继续加码和扩散；全球宏观经济运行不及预期。

表 1：公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1818	2545	3309	4368	5897
增长率	29.7%	40.0%	30.0%	32.0%	35.0%
归属母公司股东净利润(百万)	97	120	190	261	363
增长率	10.4%	23.5%	57.7%	37.9%	38.8%
每股收益(元)	0.72	0.89	1.41	1.95	2.70
市盈率(倍)	40.6	32.9	20.8	15.1	10.9

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

内容目录

1、 春风动力：不一样的摩企.....	4
1.1 休闲娱乐产品供应商.....	4
1.2 盈利能力出色，股权结构稳定清晰.....	5
2、 顺应时代演进，聚焦高端摩托车市场.....	7
2.1 中国代步摩托车行业进入成熟稳定期.....	7
2.2 代步 or 娱乐？人民生活水准说了算.....	8
2.3 中国摩托车路在何方？剑指高端制造.....	11
2.4 春风吹来 KTM，进军海内外市场.....	12
3、 全地形车：用轮子丈量世界的宽度.....	17
3.1 千亿市场呼唤，UTV 大有可为.....	18
3.2 布局全球，下一个亮点在北美.....	19
3.3 中国的北极星？春风动力的竞争优势在哪里？.....	20
4、 盈利预测及投资建议.....	24
4.1 全球化布局，北美区域下一个亮点.....	24
4.2 牵手 KTM 合资，新产能释放在即.....	24
4.3 投资建议.....	25
5、 风险提示.....	26

图表目录

图 1：公司主要产品.....	4
图 2：公司业务结构（2018 年）.....	4
图 3：公司全球业务收入占比.....	5
图 4：公司全球销售市场布局.....	5
图 5：公司营业收入及同比增速.....	5
图 6：公司归母净利润及同比增速.....	5
图 7：公司近年毛利率与净利率.....	6
图 8：公司毛利率与净利率行业对比（2018 年）.....	6
图 9：春风动力股权结构.....	6
图 10：中国历年摩托车产量.....	7
图 11：中国历年人均 GDP.....	7
图 12：中国历年汽车销量.....	7
图 13：中国电动自行车历年产量.....	8
图 14：巴西人均 GDP 与摩托车销量关系.....	8
图 15：印度人均 GDP 与摩托车销量关系.....	8
图 16：欧洲五国人均 GDP 与摩托车销量关系.....	9
图 17：美国人均 GDP 与摩托车销量关系.....	9
图 18：2017 年各国摩托车按排量分类.....	9

图 19: 历年我国摩托车分类销量	10
图 20: 历年我国摩托车销量分类占比	10
图 21: 全国禁摩令实施版图	10
图 22: 我国历年摩托车出口表现	11
图 23: 出口摩托车分类情况	11
图 24: 全球摩托车产业价值链	11
图 25: 我国与日本摩托车消费分类对比	12
图 26: 我国与日本摩托车出口分类对比	12
图 27: 日本摩托车销量分类历年表现	12
图 28: 日本历年摩托车产量与汽车产量	12
图 29: 2019 年达喀尔拉力赛成绩	12
图 30: 全球摩托车销量与 KTM 对比	13
图 31: KTM 近年营业收入情况	13
图 32: KTM 于北美、欧洲市占率	13
图 33: 2018KTM 全球销量分布	13
图 34: 春风动力公务车	14
图 35: 春风动力代理 KTM 产品	14
图 36: 250cc 以上春风动力全国占比	15
图 37: 近 5 年公司出口摩托车数量	15
图 38: 公司产品售价与毛利率对比	15
图 39: ATV 示意图	17
图 40: UTV 示意图	17
图 41: 全地形车分类	17
图 42: 全地形车用途	17
图 43: 全地形车市场空间预算	18
图 44: 北美全地形越野车客户占比 (2014 年)	19
图 45: 美国人均可支配收入	19
图 46: 国内全地形车出口占比	19
图 47: 春风动力全地形车出口占比	19
图 48: 公司产品北美近年营收	20
图 49: 公司产品欧洲近年营收	20
图 50: 北极星工业股价走势图	20
图 51: 北极星工业历年营收增速	20
图 52: 北极星产品结构	21
图 53: 春风动力产品结构	21
图 54: 公司与北极星毛利率、净利率对比	21
图 55: 公司与北极星三费对比	21
图 56: 北极星全球市场分布	22
图 57: 春风动力全球市场分布	22
图 58: 春风动力全地形越野车与同行业公司价格对比	23
图 59: 公司产品近年北美营收	24
表 1: 公司财务及预测数据摘要	1
表 2: 春风动力与 KTM 合作历史	14
表 3: 分地区预计公司 2019/2020/2021 销售情况	24
表 4: 分产品预计公司 2019/2020/2021 销售情况	25

1、春风动力：不一样的摩企

1.1 休闲娱乐产品供应商

春风动力主营业务为全地形车、摩托车、游艇及后市场用品等的研发、生产和销售。多年来公司专注于大排量摩托车发动机，并在此基础上提供休闲娱乐用途为主的全地形车和摩托车。全地形车俗称“四轮摩托车”，主要用于家庭娱乐、探险等特种及军事用途，2018 年公司全地形车产量占全国的 72.7%，位居全球第七。公司摩托车产品是以休闲娱乐用途为主的大排量车型，绝大部分排量都在 250cc 以上，产销规模占全国的 13.92%，位居第二。公司产品远销欧洲、北美、大洋洲等 90 多个国家及地区，在全球打造了“CFMOTO”的优秀中国品牌。

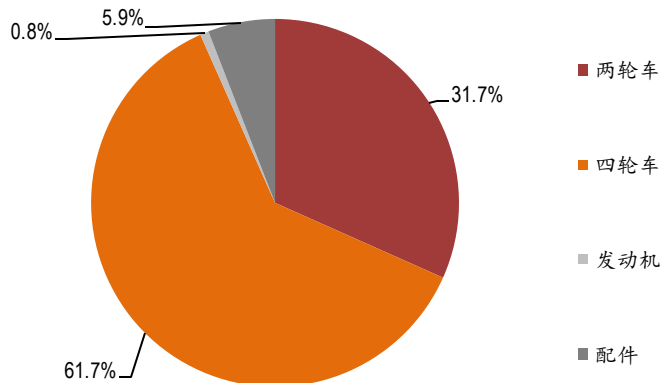
图 1：公司主要产品



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司业务结构清晰合理，各业务条线齐头并进。2018 年全地形车收入 15.6 亿元，业务占比 62%，摩托车业务收入 8.1 亿元，业务占比 32%。公司于 2018 年与奥地利 KTM 成立春风凯特摩机车有限公司，继续加深双方的合作，并计划在中国市场生产和销售 KTM R2R 品牌摩托车。

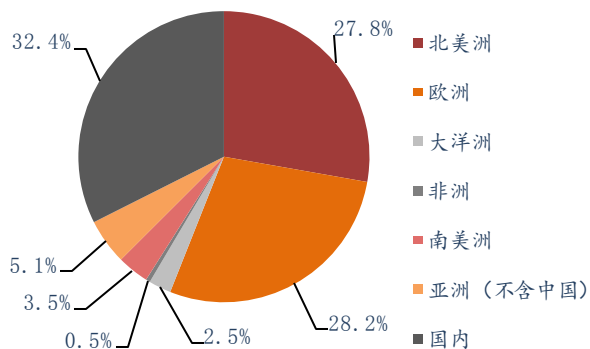
图 2：公司业务结构（2018 年）



数据来源：公司年报，财通证券研究所

全球市场布局, 出口占比 66.3%。公司致力于全球市场布局, 产品主要销往北美、欧洲等地区。公司在欧洲、北美、大洋洲等地区经销商销往全球 90 多个国家及地区构建全球性营销和服务网络, 实现产品的标准化与售后服务的一体化。近 5 年公司国内收入占比约 35%, 出口收入占比稳定在 65% 左右, 其中北美与欧洲占比约 56%。公司全地形车在国际市场, 如俄罗斯、捷克、奥地利、西班牙、德国、瑞典等市场占有率已稳居前列。

图 3: 公司全球业务收入占比



数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

图 4: 公司全球销售市场布局

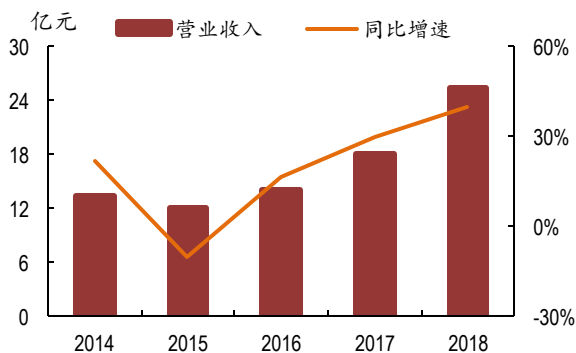


数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

1.2 盈利能力出色, 股权结构稳定清晰

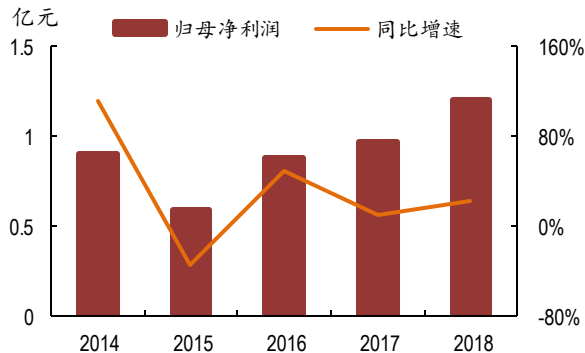
业绩稳健增长, 财务数据亮眼。公司近 3 年来营业收入与归母净利润实现稳健增长, 2018 年公司实现营业收入 25.5 亿元, 同比增长 40.03%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 23.5%。2014 年至 2018 年间公司营业收入 CAGR 分别为 17.4%, 业绩保持较快增长。

图 5: 公司营业收入及同比增速



数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

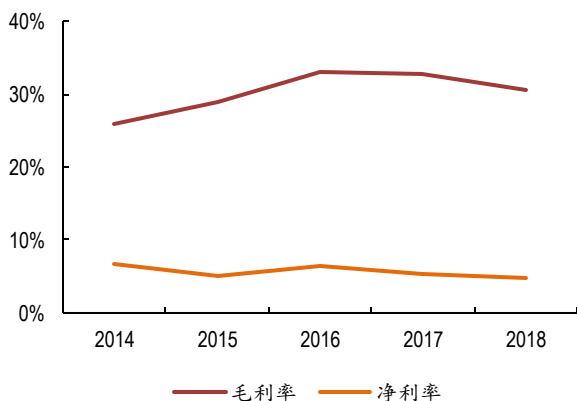
图 6: 公司归母净利润及同比增速



数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

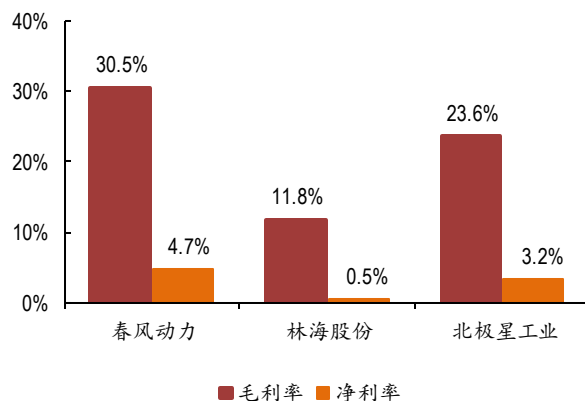
公司盈利能力出色。公司近年来盈利能力维持在较高水平。2018 年毛利率 30.5%，净利率 4.7%。公司产品定位于高端消费品，其结构复杂程度高于国内同行业，因此其盈利水平表现突出。此外，受益于中国市场人力成本优势，对标全球龙头企业，春风动力也有一定成本优势。

图 7：公司近年毛利率与净利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

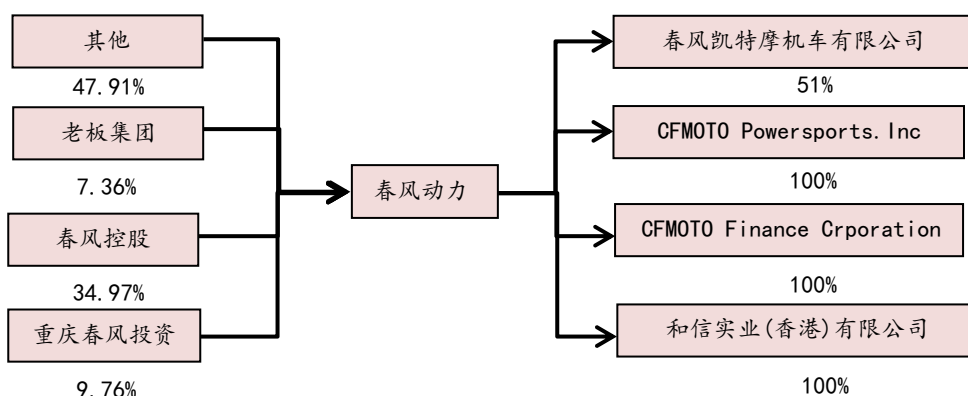
图 8：公司毛利率与净利率行业对比（2018 年）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

股权结构相对集中，新建 KTM 合资公司深化合作。公司持有 5% 以上的股东为春风控股、重庆春风投资和老板集团，三名股东分别持有公司 35.0%、9.8% 和 7.4%。公司发起人、控股股东为春风控股，实际控制人为赖国贵，持有春风控股 54% 的股权，任公司董事长。2017 年 10 月公司与 KTM AG 合资建立春风凯特摩机车有限公司并控股 51%。2018 年 3 月合资工厂奠基，为春风公司将来新产品投入及技术提升提供保障。

图 9：春风动力股权结构



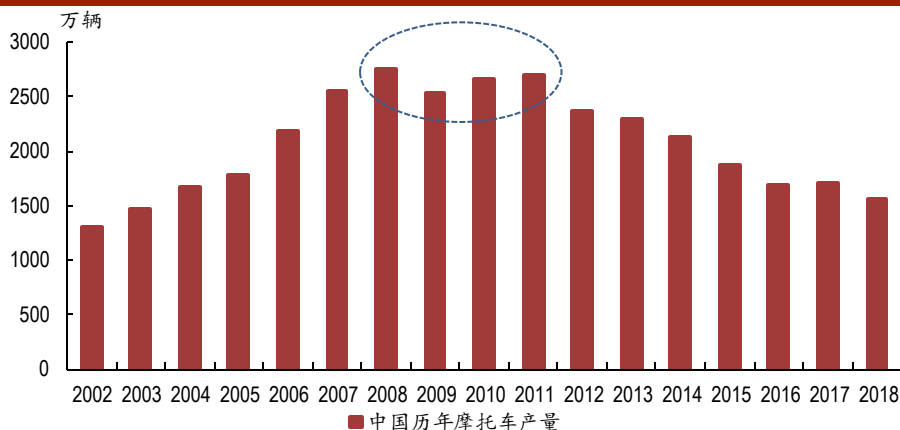
数据来源：公司年报，财通证券研究所

2、顺应时代演进，聚焦高端摩托车市场

2.1 中国代步摩托车行业进入成熟稳定期

代步摩托走向衰落，摩托车产业产销量回落。中国摩托车产业伴随着 90 年代的经济腾飞而逐渐壮大于 2010 年达到了巅峰，产销量均位于全球第一。重庆与江浙形成了中国两个摩托车产业群。随着汽车与电动自行车市场的爆发，摩托车的代步需求受到冲击，加上全国各重点城市以缓解交通压力和改善治安环境等考虑，陆续颁发禁摩令加速了国内摩托车市场的萎缩。

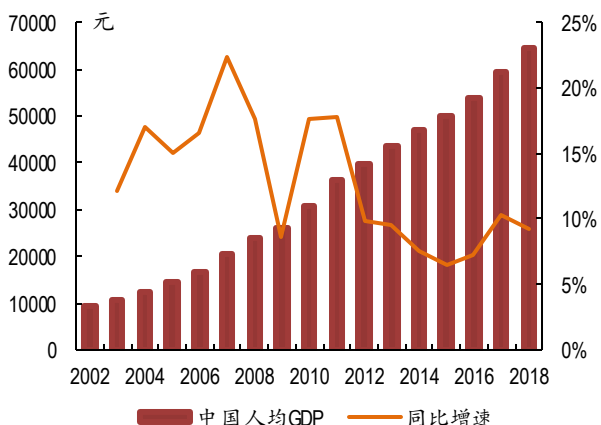
图 10：中国历年摩托车产量



数据来源：中汽协，财通证券研究所

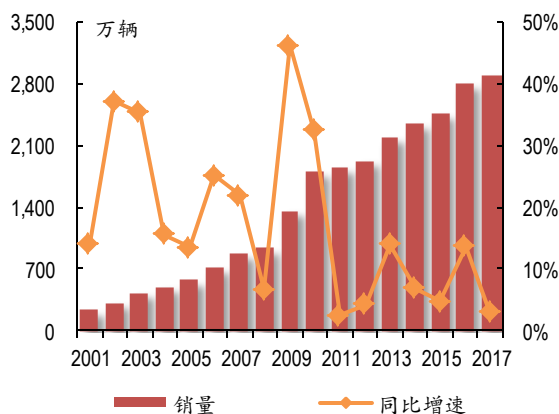
汽车进入家庭，满足高收入人群出行需求。2008 年金融危机之后中国领先全球率先走出了经济低谷，汽车行业迎来了爆发的黄金十年。作为摩托车代步工具的替代品，国内汽车销量屡创新高，并成为全球最大的汽车市场。

图 11：中国历年人均 GDP



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图 12：中国历年汽车销量

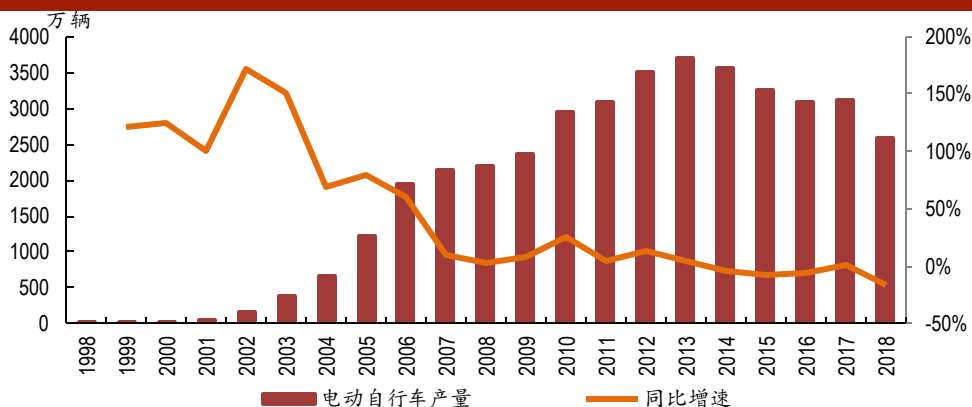


数据来源：中汽协，财通证券研究所

禁摩令抑制重点城市摩托车需求，电动自行车更经济满足低收入人群出行需求。

2008 年之后全国各个城市逐渐实行政策限制摩托车的使用时间与区域，削弱了摩托车的城市交通属性。电动自行车拥有着与摩托车一样的机动属性，但售价更低廉和使用成本也低，促使其进入爆发期。2014 年电动自行车产量步入巅峰达到了 3695 万辆。

图 13：中国电动自行车历年产量

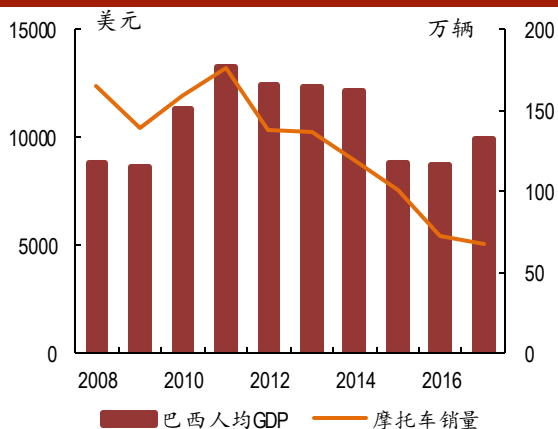


数据来源：Wind，财通证券研究所

2.2 代步 or 娱乐？人民生活水准说了算

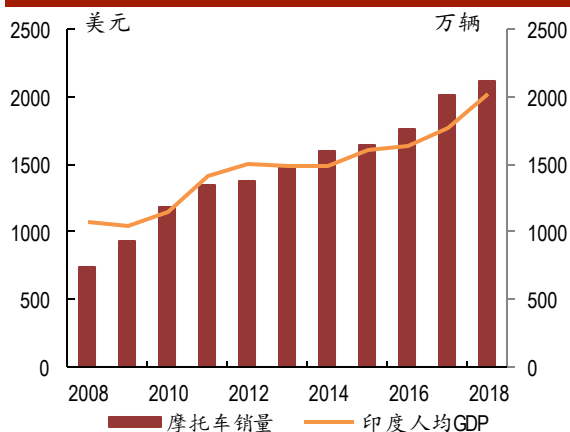
摩托车行业增速与发展中国家 GDP 有强烈的正相关性。我们选取了四个区域的典型国家，分别来自南美、亚洲、欧洲与北美。巴西与印度作为金砖四国却因为经济发展的不同趋势而摩托车销量走向了完全不同的方向。当巴西的经济增速下降时，其摩托车市场销量也下滑明显。印度的经济在过去的十年保持高速发展，其摩托车市场也快速发展至全球第一大市场。

图 14：巴西人均 GDP 与摩托车销量关系



数据来源：ABRACICLO, CEIC，财通证券研究所

图 15：印度人均 GDP 与摩托车销量关系

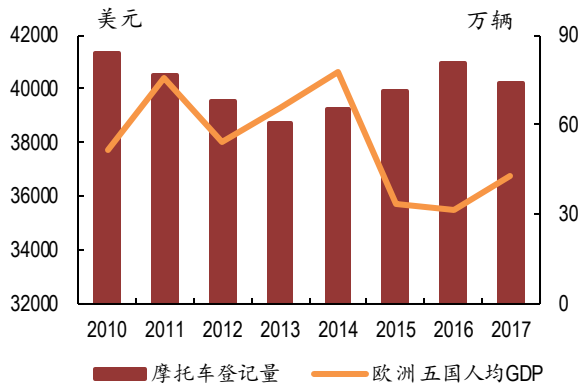


数据来源：SIAM, CEIC，财通证券研究所

对比欧洲五国（德国、英国、法国、意大利与西班牙）和美国时，我们发现摩托车行业的增速与其国家经济增速无关。这一现象证明了欧洲与美国已经进入了摩

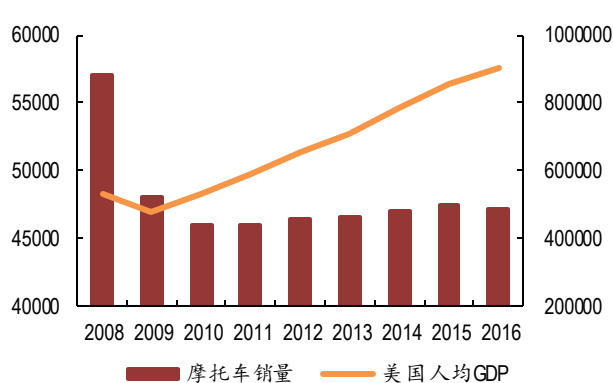
托车成熟市场。在经济发展的初期，人均车保有量相对较低。摩托车作为汽车很好的替代品有高速的发展。随着人均收入的提升，人们渐渐会将汽车来代替摩托车，摩托车的属性从原来的交通工具渐渐转向娱乐属性。

图 16：欧洲五国人均 GDP 与摩托车销量关系



数据来源：ACEM, CEIC, 财通证券研究所

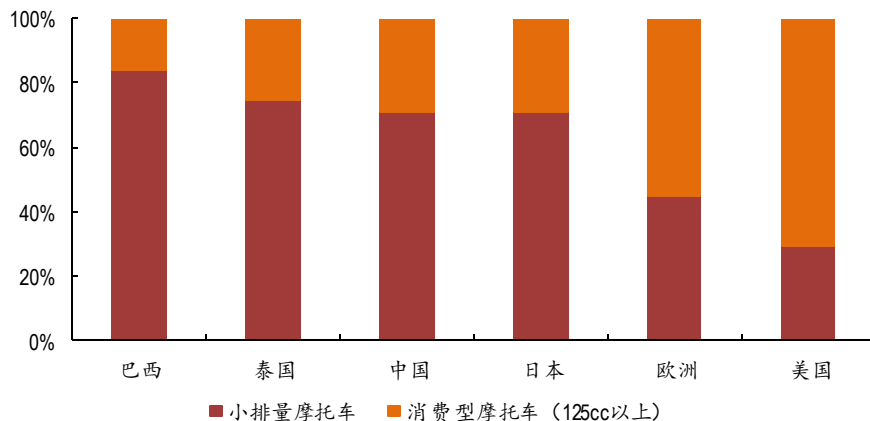
图 17：美国人均 GDP 与摩托车销量关系



数据来源：MIC, CEIC, 财通证券研究所

大排量摩托车受摩托成熟车市场青睐。摩托车的排量分为三挡:0-125cc（小排量摩托车）;125cc-250cc（消费型摩托车）与大于 250cc（大排量摩托车）。消费型与大排量摩托车凭借更加出色的驾驶体验，更受到欧美国家消费者青睐，通常市场占比超过 50%。而小排量的摩托车价格相对较低，适合用于代步工具。我国消费型与大排量摩托车市场占有率接近 30%，与欧洲、美国市场还有很大差距。

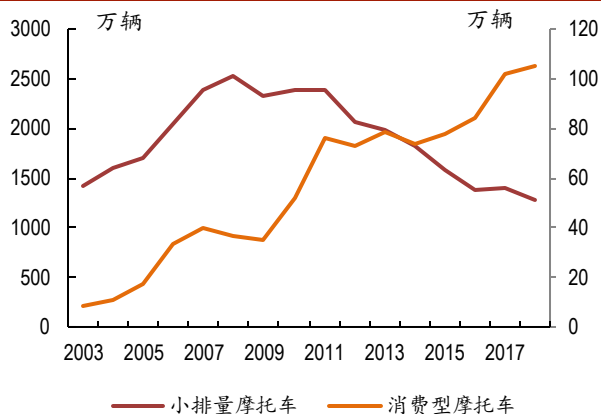
图 18：2017 年各国摩托车按排量分类



数据来源：CEIC, 财通证券研究所

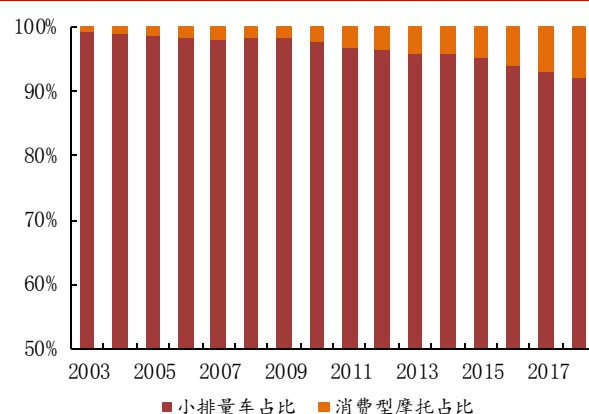
受益于消费升级，我国大排量摩托车市场持续稳定发展。有别于中国摩托车整体市场发展，我国大排量摩托车市场规模持续扩大，已经突破 100 万辆。

图 19：历年我国摩托车分类销量



数据来源：中国汽车工业年鉴 2017，财通证券研究所

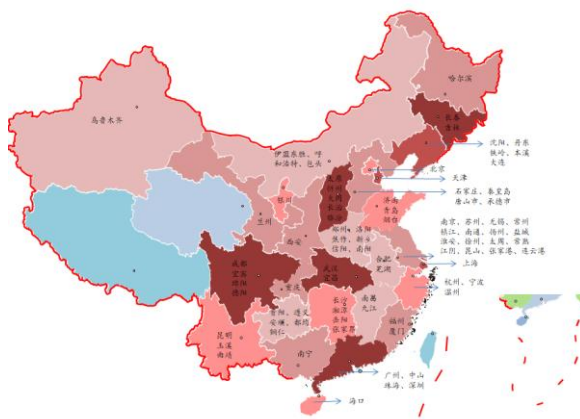
图 20：历年我国摩托车销量分类占比



数据来源：中国汽车工业年鉴 2017，财通证券研究所

重点城市限摩政策松动，有望带动高端摩托销量。截止 2018 年，全国已有 170 多个城市实行限摩令，仅青海与西藏两个省份完全没有限摩政策。西安于 2017 年率先解禁，广东省也于 2018 年底发布《广东省公安厅关于开展摩托车‘带牌销售’试点工作的通知》意见公告。我们发现，政府对于摩托车行业的相关政策正在逐渐完善并准备对摩托车行驶实施有条件放开，有利于国内中高端摩托车的发展。

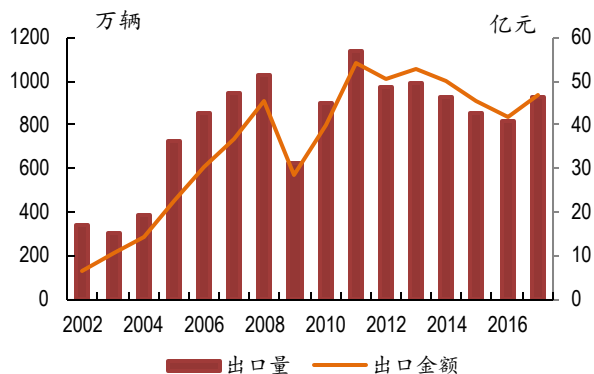
图 21：全国禁摩令实施版图



数据来源：机车网，财通证券研究所

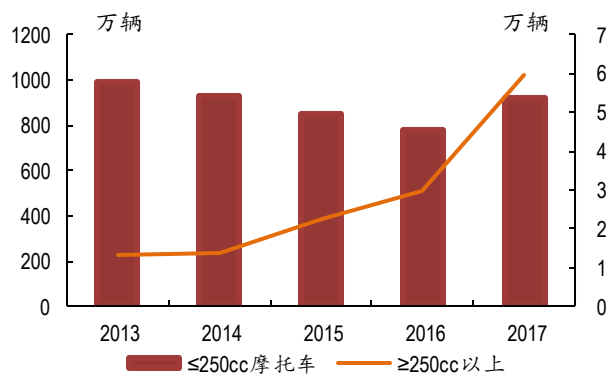
我国摩托车出口市场稳定，大排量摩托车增速显著。近几年我国出口摩托车总量基本趋于稳定，长期维持在 700-800 万辆之间。其中，250cc 以上大排量摩托车增速显著，近 5 年复合增速达至 34.6%。这显示了我国整体摩托车企业的质量在不断提升，逐渐得到全球市场的认可。

图 22：我国历年摩托车出口表现



数据来源：中国汽车工业年鉴 2017，财通证券研究所

图 23：出口摩托车分类情况

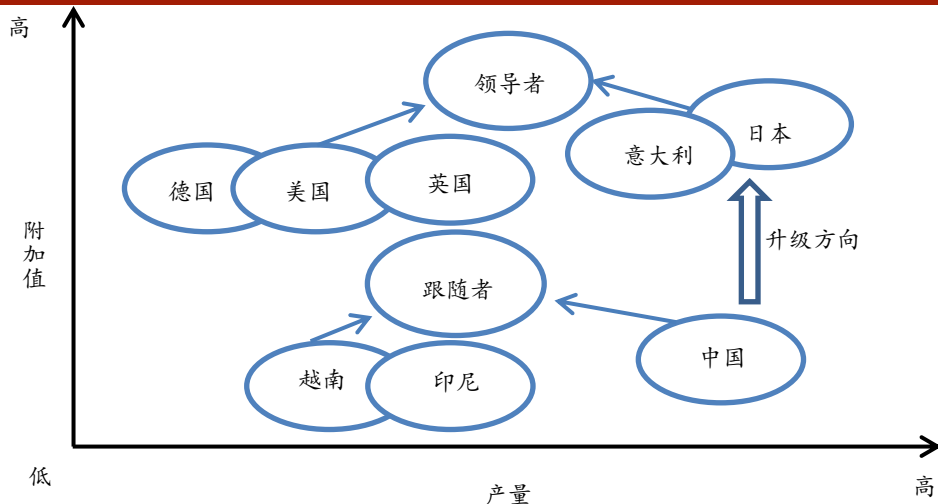


数据来源：中国汽车工业年鉴 2017，财通证券研究所

2.3 中国摩托车路在何方？剑指高端制造

我国摩托车产业的升级目标将具有高附加值与高产量的特性。在全球化价值链的体系下，产业链通常分为领导者与跟随者两种角色。领导者拥有增值份额、利润份额、核心技术与市场品牌等几方面雷荣。例如日本与部分欧美发达国家，他们处于产业链价值的高端，负责标准制定和引领行业趋势。而具有劳动力优的国家，例如中国、越南等发展中国家处于价值链的低端，属于跟随者，模仿、跟随领导者，满足低端和初级需求。

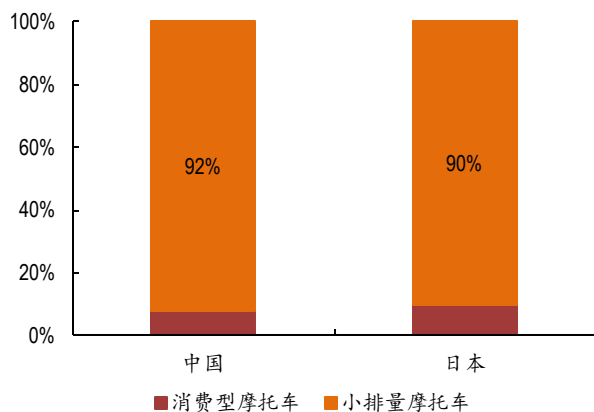
图 24：全球摩托车产业价值链



数据来源：财通证券研究所

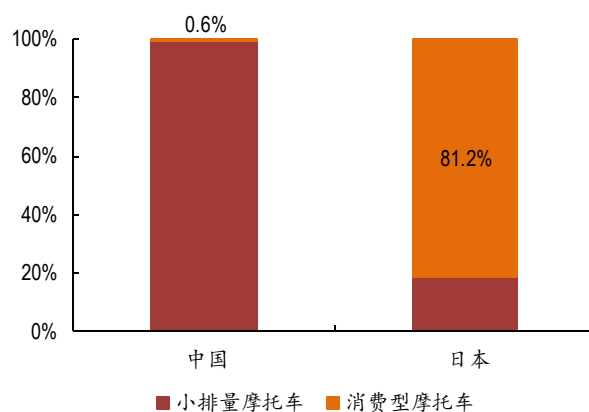
我国摩托车企业高端产品出口与日本相差悬殊。截止 2017 年，我国国内高端摩托车市场份额为 8% 左右，接近于日本 10%。然后我国大排量摩托车出口仅占 0.6% 左右；日本接近 82% 的摩托车出口均为大排量摩托车。

图 25：我国与日本摩托车消费分类对比



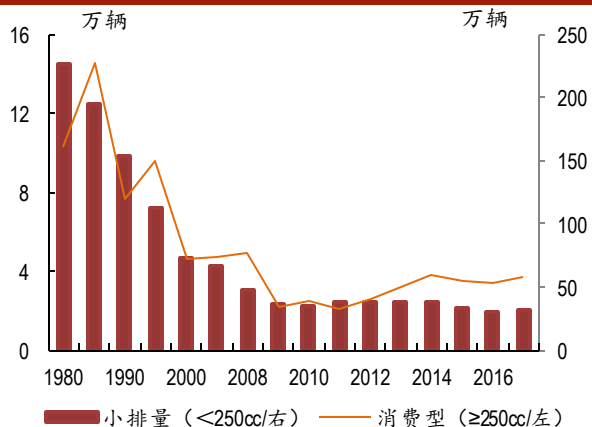
数据来源：日本汽车工业协会，中汽协，财通证券研究所

图 26：我国与日本摩托车出口分类对比



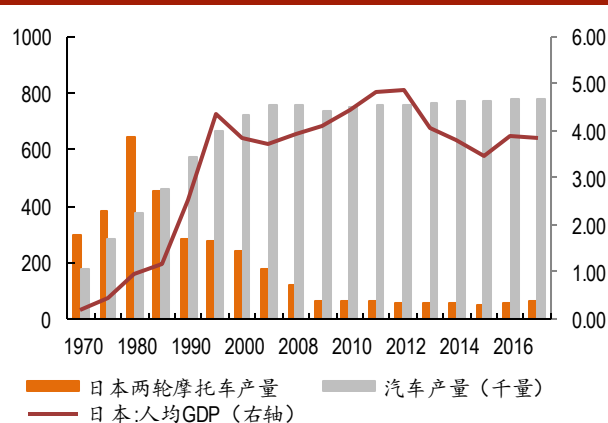
数据来源：日本汽车工业协会，中汽协，财通证券研究所

图 27：日本摩托车销量分类历年表现



数据来源：日本汽车工业协会，财通证券研究所

图 28：日本历年摩托车产量与汽车产量



数据来源：日本汽车工业协会，财通证券研究所

2.4 春风吹来 KTM，进军海内外市场

KTM 是一家奥地利摩托车生产厂商，拥有 KTM 与 Husqvarna 两大摩托车品牌。公司建立于 1934 年，其越野摩托因性能卓越获得众多越野赛冠军，在全球著名的达喀尔拉力赛上已连续垄断了 18 年摩托车组冠军，是除亚洲厂商以外的全球最大摩托车企业。

KTM 通过参加各种比赛并获得冠军为自己梳理了很好的品牌形象与认知度。在全球摩托车市场持续萎靡的同时，KTM 的销售业绩与全球市占率在不断提升。

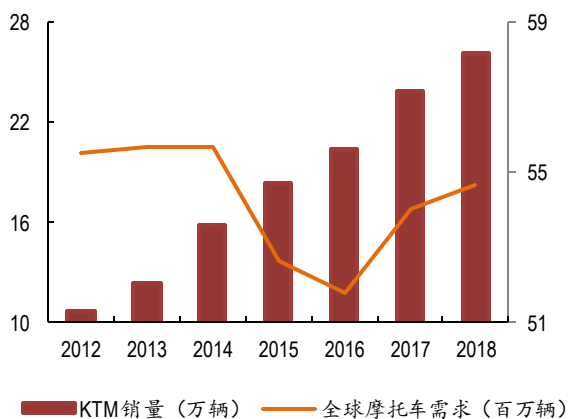
图 29：2019 年达喀尔拉力赛成绩

POS.	N°	EXP.	DRIVE-TEAM	MARK-MODEL	TIME	VARIATION	PENALTY
1	3		TOBY PRICE	RED BULL KTM FACTORY TEAM	33H 57' 16"		00H 01' 33"
2	1		MATTHIAS WALKNER	RED BULL KTM FACTORY TEAM	34H 06' 29"	+ 00H 09' 13"	00H 03' 00"
3	14		SAM SUNDERLAND	RED BULL KTM FACTORY TEAM	34H 10' 50"	+ 00H 13' 34"	00H 02' 00"
4	6		PABLO QUINTANILLA	ROCKSTAR ENERGY HUSQVARNA FACTORY RACING	34H 18' 02"	+ 00H 20' 46"	
5	47		KEVIN BENAVIDES	MONSTER ENERGY HONDA TEAM 2019	34H 38' 30"	+ 00H 41' 14"	00H 15' 00"
6	29		ANDREW SHORT	ROCKSTAR ENERGY HUSQVARNA FACTORY RACING	34H 41' 26"	+ 00H 44' 10"	
7	18		XAVIER DE SOULTRAIT	YAMALUBE YAMAHA OFFICIAL RALLY TEAM	34H 51' 16"	+ 00H 54' 00"	00H 01' 00"
8	10		JOSE IGNACIO CORNEJO FLORIMO	MONSTER ENERGY HONDA TEAM 2019	35H 05' 22"	+ 01H 08' 06"	00H 15' 00"
9	77		LUCIANO BENAVIDES	RED BULL KTM FACTORY TEAM	35H 06' 26"	+ 01H 09' 10"	
10	7		ORIOL MENA	HERO MOTOSPORTS TEAM RALLY	36H 05' 57"	+ 02H 08' 41"	

数据来源：达喀尔拉力赛官网，财通证券研究所

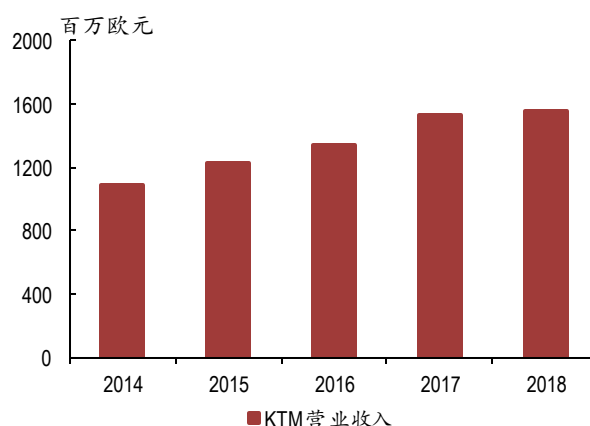
KTM 业绩持续上涨，市占率稳步提升。公司致力于全球市场布局，产品主要销往北美、欧洲、印度等地区。随着 KTM 品牌影响力的持续扩大，近 5 年来 KTM 销量与业绩稳步提升。2018 年，KTM 共售出摩托车 26 万辆，其中公司在欧洲市占率达到 11.7%；北美市占率达 9.0%。

图 30：全球摩托车销量与 KTM 对比



数据来源：KTM 年报，财通证券研究所

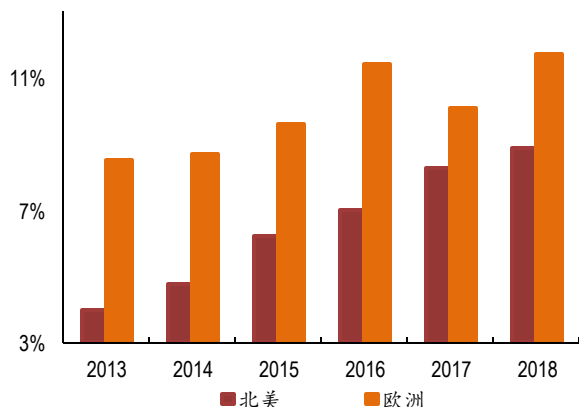
图 31：KTM 近年营业收入情况



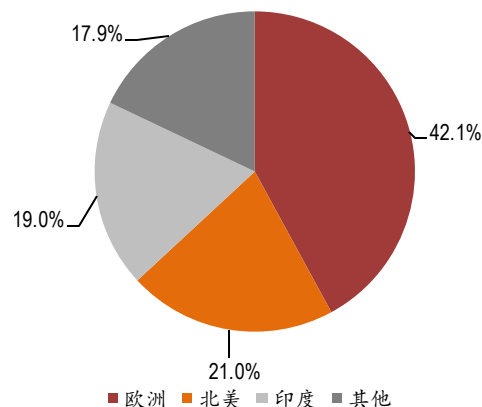
数据来源：KTM 年报，财通证券研究所

图 32：KTM 于北美、欧洲市占率

图 33：2018KTM 全球销量分布



数据来源：KTM 年报，财通证券研究所



数据来源：KTM 年报，财通证券研究所

签约成立春风凯特力合资公司，与 KTM 深度绑定。自 2013 年春风动力与 KTM 签署合作合同之后，近几年双方合作越来越紧密。从一开始的 CKD 模式到如今共建合资工厂，未来将会有更多国产的 KTM 摩托车供消费者选择。拥有奥地利心脏的国产 KTM 与相对实惠的价格将对中国高端摩托车市场有着强大的冲击力。春风凯特工厂的计划产能为 10 万台，且均为大排量摩托车。若其实现满产，将对公司业绩有显著提升。

表 2：春风动力与 KTM 合作历史

2013.06	与 KTM AG 签署合作合同，取得 KTM 990 发动机的专有技术，展开代理销售、CKD 制造、技术等全面立体式合作。
2014.03	KTM R2R 与春风动力合作的最大成果：200Duke 和 390Duke 正式在春风动力工厂下线发布。
2017.10	与 KTM AG 签署了《春风凯特摩机车有限公司合资合同》。
2018.03	CFMOTO-KTM R2R 合资新工厂奠基仪式盛大举行。
2018.05	通过其香港全资子公司和信实业有限公司收购 KTM 约 1.2% 的少数股权。

数据来源：公司公告，公司官网，财通证券研究所

专注大排量水冷发动机，奠定国内高端摩托车龙头企业。作为一家专注于大排量水冷动力技术研发制造的国家级高新技术企业，春风动力掌握了摩托车研发制造的核心关键环节——发动机技术，这就一举奠定了春风自上世纪 80 年代开始，在国内摩托车领域的牢固地位。春风旗下先后推出的多款式、多系列车型包括 NK 家族系列街车、摩旅车型 650MT、公路旅行车 650TR-G 等，均在市场中得到了检验，其休闲类大排量水冷摩托车研发技术已经成为了行业标杆。特别值得一提的是：2014 年，春风从 200 多家摩托车制造企业中脱颖而出，成为中国国宾护卫专用摩托车指定生产商。迄今为止，春风的王牌车型 CF650G 已成功代表国家形象圆满执行国宾护卫任务 500 余次，成为国家形象的代表名片之一。

图 34：春风动力公务车

图 35：春风动力代理 KTM 产品



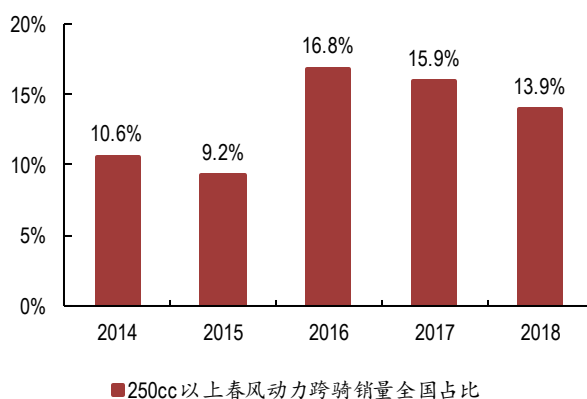
数据来源：春风动力官网，财通证券研究所



数据来源：KTM 官网，财通证券研究所

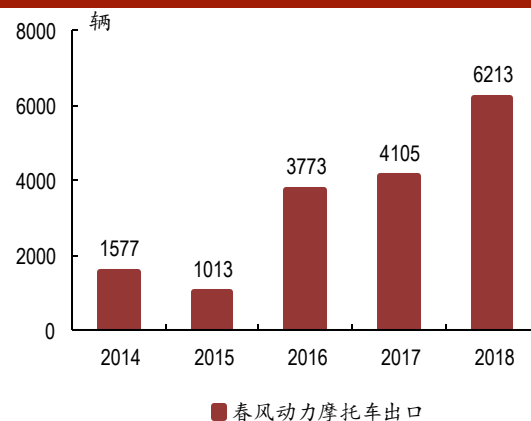
全国大排量领军企业，出口产品屡创新高。随着国宾护卫专用摩托车的品牌影响，春风动力出口摩托车数量爆发式增长。根据公司年报显示，2018 年公司出口摩托车同比增长 51.3%，远高于全国 16.5% 的行业出口增速。此外，公司大排量摩托车国内产销量位列行业前茅，长期维持在 13% 左右，大排量行业龙头地位明显。

图 36：250cc 以上春风动力全国占比



数据来源：招股说明书，公司年报，财通证券研究所

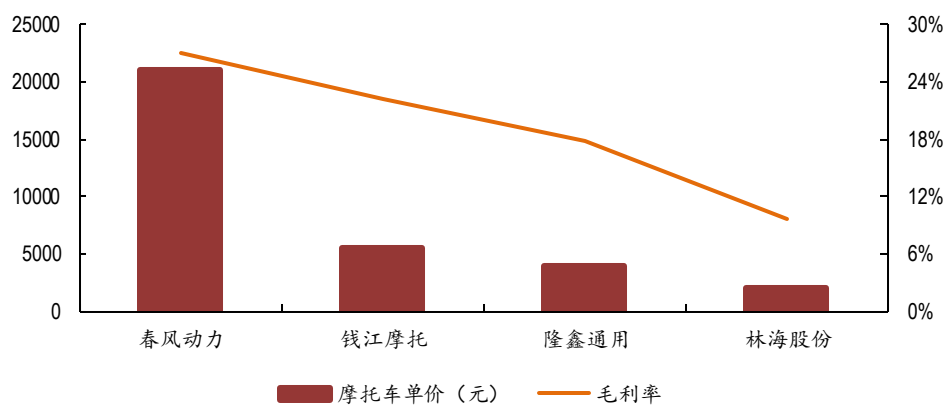
图 37：近 5 年公司出口摩托车数量



数据来源：中国汽车工业年鉴，财通证券研究所

大排量带来高毛利，显著领先同行业水准。由于大排量摩托车要求更加复杂的工艺，从而公司产品售价显著高于其他公司产品。因此，公司产品毛利远高于钱江、隆鑫等国内摩托车龙头公司。

图 38：公司产品售价与毛利率对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

3、全地形车：用轮子丈量世界的宽度

公司生产的全地形车是一种被设计于非高速公路行驶的，具有四个或以上低压轮胎，且可在非道路上行驶的车辆。全地形车作为集实用、娱乐、体育运动等功能于一体的特种车辆，可在沙滩、草地、山路、丛林等多种复杂路况行驶。由于全地形车适用于不同地形路况，灵活性强，应用非常广泛，目前主要用于户外作业、运动休闲、代步工具、消防巡逻、军事防卫等众多领域。

图 39：ATV 示意图



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

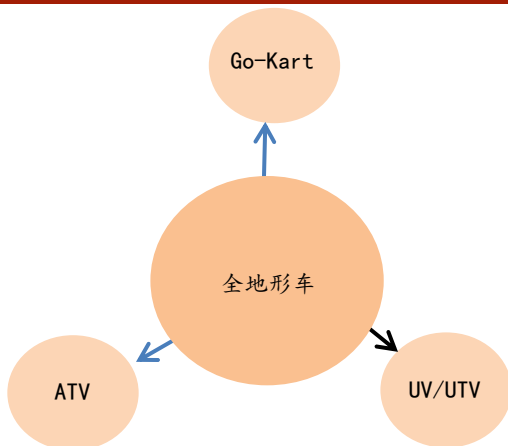
图 40：UTV 示意图



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

全地形车的兴起可以追溯到上世纪 70 年代，日本本田，铃木和雅马哈开发了多款适合运动休闲的全地形车，全地形车在美国立刻受到运动车赛手及农场主等人的欢迎。随着北极星、庞巴迪等北美企业相继进入这个行业，全地形车更多的领域得到广泛使用。根据全国四轮全地形车标准化技术委员会制定的全地形车标准，全地形车按驱动动力类型可划分为电动全地形车、内燃机式全地形车；按结构分为四轮全地形车（All-terrain Vehicle，简称 ATV）、多功能全地形车（Utility All-terrain Vehicle，简称 UV 或 UTV）和娱乐场地车（Go-kart）。

图 41：全地形车分类



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

图 42：全地形车用途

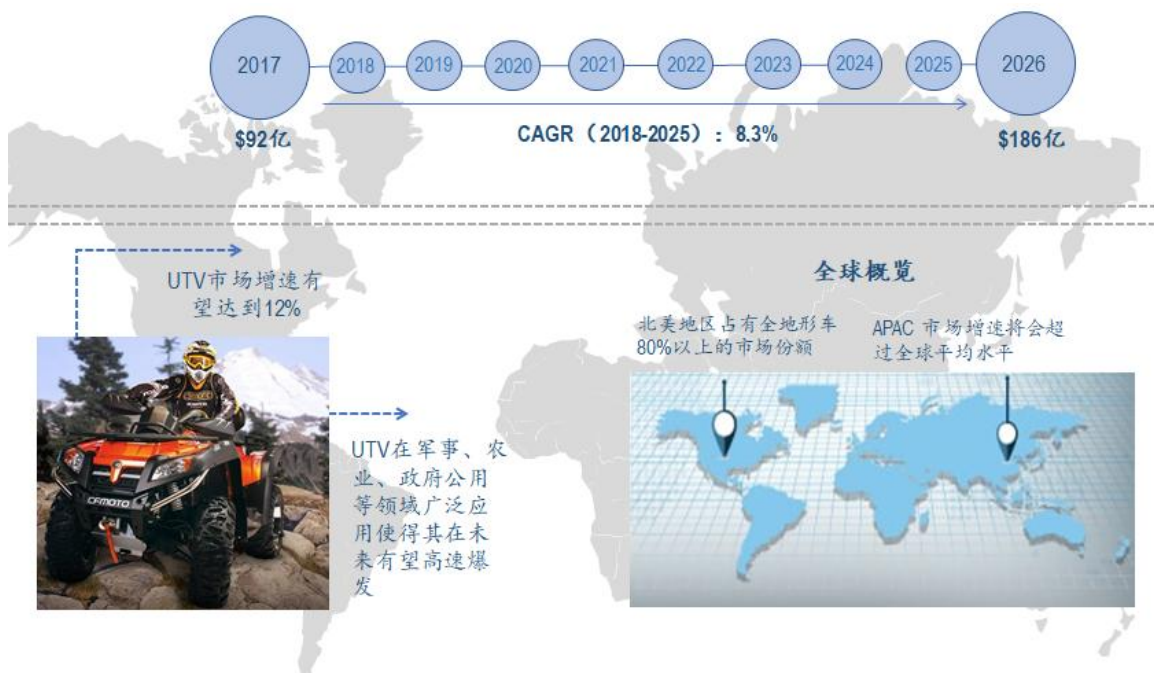


数据来源：公司年报，财通证券研究所

3.1 千亿市场呼唤，UTV 大有可为

根据 Polaris Market Research 报告，2026 年全地形车市场有望突破千亿。截至 2017 年，全球全地形车市场规模在 92 亿美元左右，北美作为全球最大的全地形车市场，占比在 80% 左右。随着人民消费升级带来对娱乐需求的增长与 UTV 的户外作业方面等领域的重要意义，其增速有望达到 12% 左右，成为行业增长的催化剂。

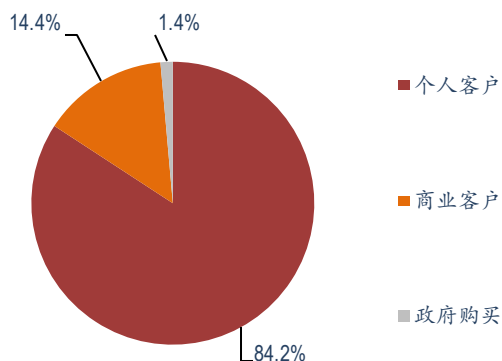
图 43：全地形车市场空间预算



数据来源：Polaris Market Research，财通证券研究所

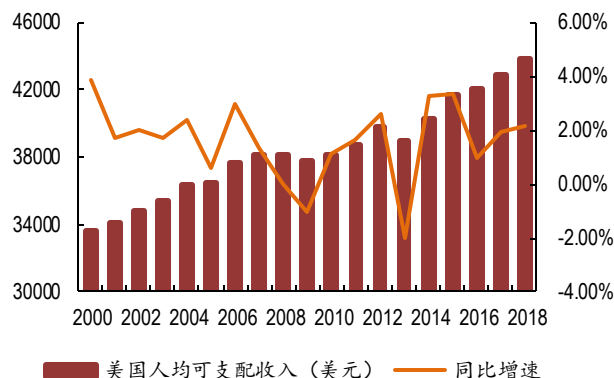
个人客户成为全地形市场的主力军。全地形市场主要分为个人客户、商业客户与政府客户。2002 年以前，市场消费群体主要以商业客户为主；自 2002 年以后，个人客户市场逐渐崛起。以北美区域为例，2000 年北美市场个人客户、商业客户的比重分别为 40% 和 60%，而在 2013 年个人客户比例已上升至 84.2%，商业客户比例下降至 14.4%。

图 44：北美全地形越野车客户占比（2014 年）



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

图 45：美国人均可支配收入

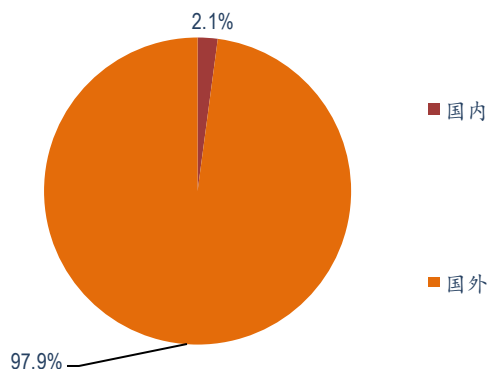


数据来源：Wind，财通证券研究所

3.2 布局全球，下一个亮点在北美

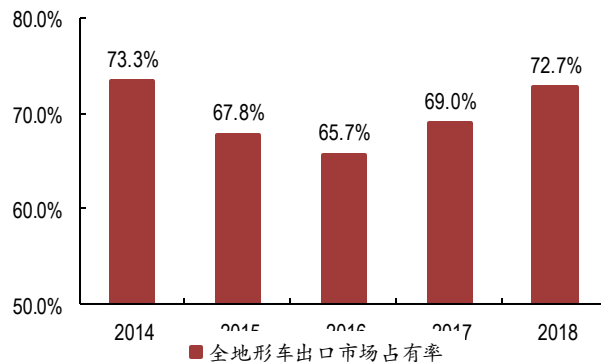
我国全地形车产业以外销为主，春风动力独占鳌头。我国 2018 年全年完成全地形车销售 10.47 万辆，同比增长 15.4%；出口 10.25 万辆，同比增长 14.7%，出口金额 2.58 亿美元，同比增长 33.7%。出口占销售总额的 98.0%，受汇率影响及产品结构提升，出口金额增速远高于出口数量。春风动力作为国内全地形车的龙头企业，连续 5 年占全国出口 65% 以上，行业龙头地位显著。

图 46：国内全地形车出口占比



数据来源：公司年报，财通证券研究所

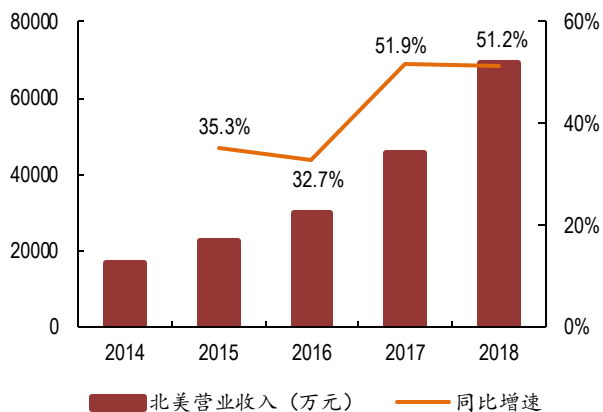
图 47：春风动力全地形车出口占比



数据来源：公司年报，财通证券研究所

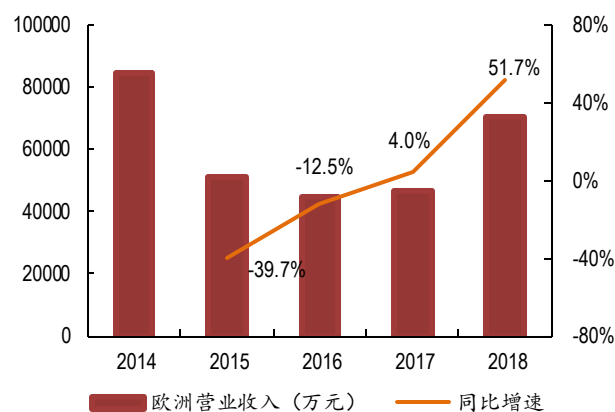
公司北美营收高增长持续，欧洲增速反弹迅速。2015 年受俄罗斯卢布汇率影响，公司在欧洲营业收入出现了大幅下滑。如今，俄罗斯市场已经逐渐向好。此外，公司通拓展其他市场有效降低了对单一市场的依赖。北美市场近五年发展迅猛，平均增速达至 50% 左右。截至 2018 年，北美已经成为与欧洲一样的重要战场。相比于欧洲市场，美国占据了全地形车 80% 的市场。

图 48：公司产品北美近年营收



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 49：公司产品欧洲近年营收



数据来源：公司年报，财通证券研究所

3.3 中国的北极星？春风动力的竞争优势在哪里？

北极星工业是一家与春风动力产品结构类似的公司。过去十年，伴随着其业绩的不断增长，股价出现了9倍的涨幅(峰值于2015年达到14倍)。对比北极星工业，我们发现春风动力与北极星工业的几点相似与不同之处。借以思索：春风动力是否会成为下一个北极星？

北极星工业于1954年成立于美国明尼苏达州，是雪地摩托车的创始者。公司主营业务为全地形车、雪地摩托车、美式巡航摩托车。作为全球第一的全地形越野车供应商，北极星工业业务遍布全世界六大洲、140多个国家和地区，2010年正式进入中国市场。

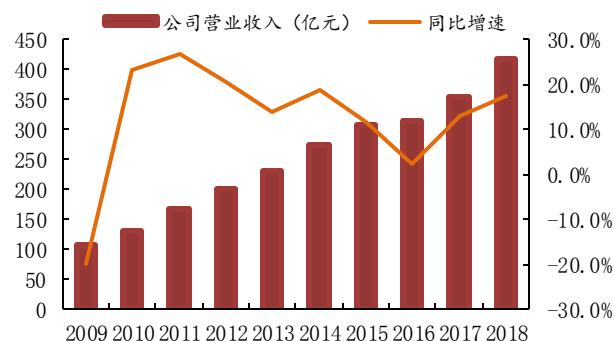
北极星业绩高速增长，近八年复合增长率21.2%。公司自2009年受金融危机之后迅速恢复。除去2016年公司因2017款出货量推迟等问题，市场份额出现下滑之外，公司业绩维持稳定增长。

图 50：北极星工业股价走势图



数据来源：Wind，财通证券研究所

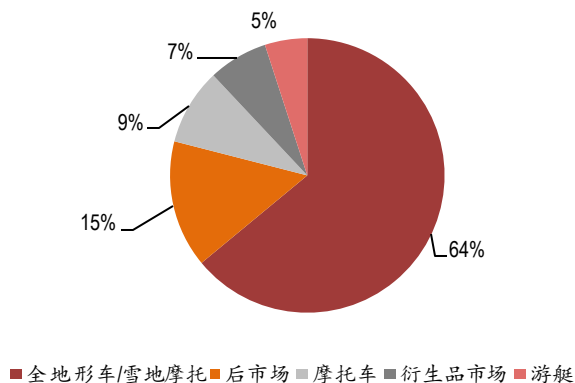
图 51：北极星工业历年营收增速



数据来源：公司年报，财通证券研究所

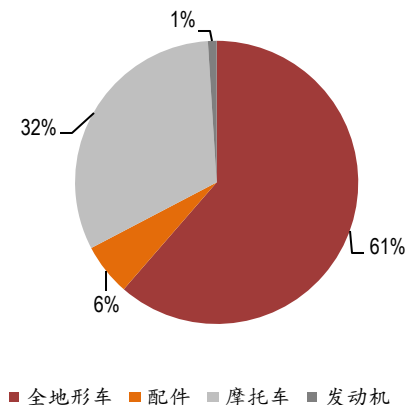
相似点 1: 产品结构类似。对比两家公司年报,我们发现春风动力与北极星工业产品结构均采取全地形越野车与摩托车行业同步发展的方式,其主要原因是此两项产品均已大排量发动机为核心部件。因此在掌握核心技术之后,春风动力拥有发展全地形越野车的基础。

图 52: 北极星产品结构



数据来源: 北极星年报, 财通证券研究所

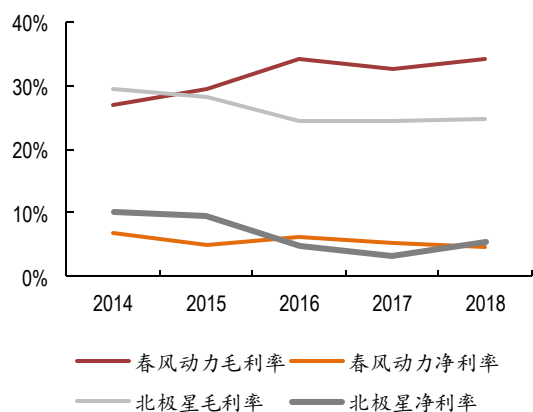
图 53: 春风动力产品结构



数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

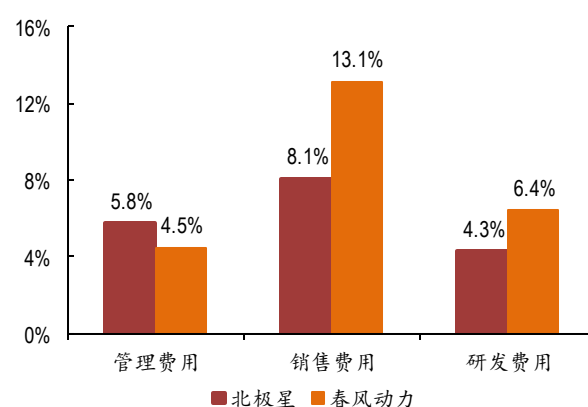
相似点 2: 较高的毛利率与净利率。公司毛利率略高于北极星工业,而净利率却与北极星工业持平的主要原因是人力成本相对低。在全地形越野车的三种不同产品中,春风动力 ATV 毛利率较低,舒适、多功能用途的 SSV 毛利率则较高,UTV 居中。随着公司 ATV 销售占比的不断下降,UTV 销售占比的不算上升,公司毛利率呈现逐年上升趋势。三费方面,春风动力品牌影响力较弱,故其营销占比较高。随着品牌影响力的提升,销售费用将会相应下降。高研发费用奠定了公司未来发展的基石。

图 54: 公司与北极星毛利率、净利率对比



数据来源: 春风动力年报, 北极星工业年报, 财通证券研究所

图 55: 公司与北极星三费对比



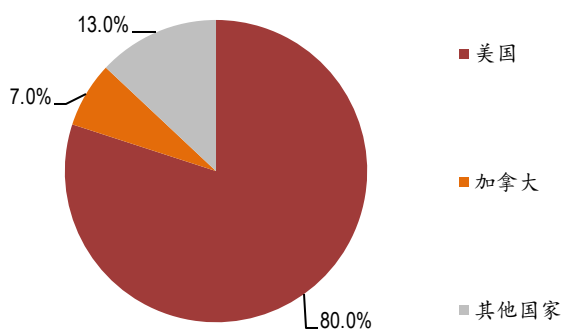
数据来源: 春风动力年报, 北极星工业年报, 财通证券研究所

不同点 1: 北极星工业属于休闲设备与用品行业,春风动力属于摩托车制造。公

司主要产品全地形车的消费群体为赛车手、竞技爱好者等以娱乐性为目的客户。如今市场上将春风动力理解成制造行业而非消费行业，故很难理解其目前的估值逻辑。

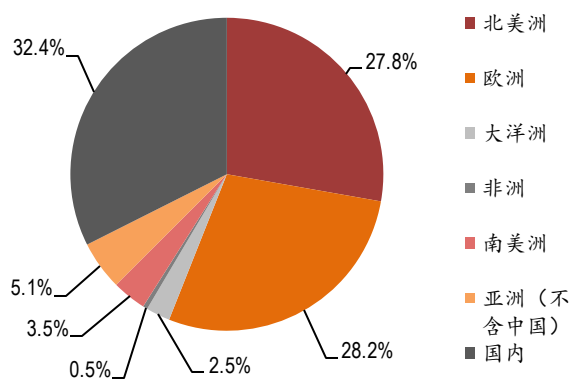
不同点 2：春风选择全球市场，北极星聚焦于北美市场。北美市场占据春风动力 28% 的营业收入，然而却占据北极星 87% 的营业收入。这一现象主要是有两点：1) 春风动力公司基数较低，北美市场的市占率仍然处于上升阶段，所以现在营收占整个公司比例仍然相对较低；2) 北美是全地形车的主要市场，北极星是一家美国本土企业，故主营业务来源于北美。市场多样化帮助春风有效的避免单一市场波动带来的影响，此外，春风已在俄罗斯、加拿大、德国、瑞典等国家市场占有率稳居前列，在俄罗斯市场占据大约 50% 的市场份额，这帮助了春风在发展初期构建稳定的市场基础。

图 56：北极星全球市场分布



数据来源：公司年报，财通证券研究所

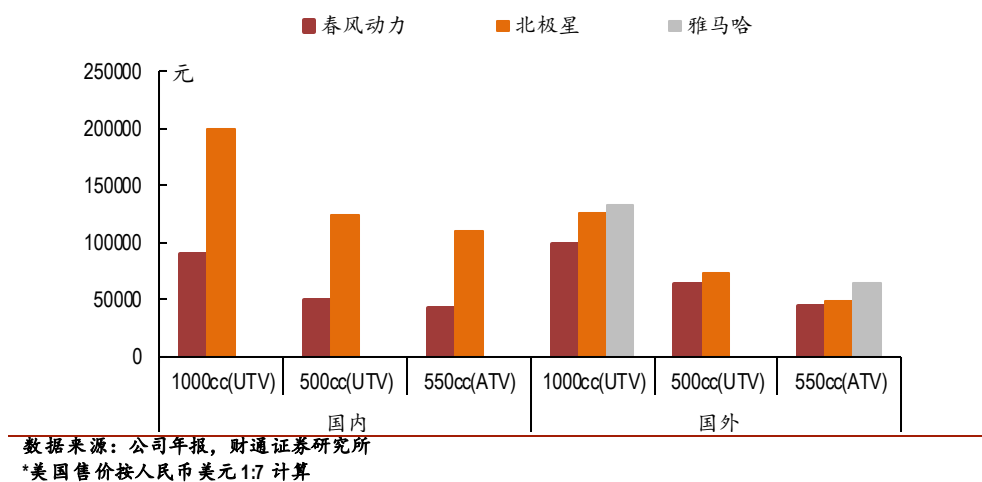
图 57：春风动力全球市场分布



数据来源：公司年报，财通证券研究所

不同点 3：略低于市场的价格体现其高性价比。由于进口税等问题，我们看到北极星在中国的市场价格接近于春风动力一倍之多。在美国，春风动力的平均市场价格仅比北极星低 15% 左右。这一定价措施既帮助客户建立高性价比的产品形象，又不至于价格过低而产生质量较低的产品认知误区。

图 58：春风动力全地形越野车与同行业公司价格对比



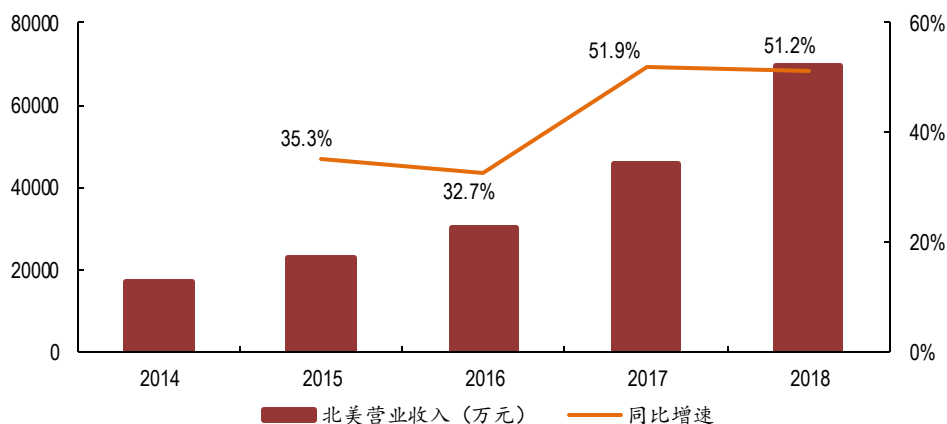
综合上面分析，我们从产品结构、经营情况、产品市场、产品定价对比了春风动力与北极星工业，我们发现随着公司品牌认知度将进一步提升，春风动力全球市场占有率进一步扩大与销售费用的下降，从而进入一个量价齐升的成长周期。

4、盈利预测及投资建议

4.1 全球化布局，北美区域下一个亮点

近5年公司北美业绩收入增速达到42.1%，占公司总营业收入28.0%。北美拥有全地形车80%市场，公司在其占比仅1.7%，市场空间广阔。随着公司产品逐渐被北美用户认可，公司全地形车业务有望持续爆发，未来业绩可期。

图 59：公司产品近年北美营收



数据来源：公司年报，财通证券研究所

加快国家市场开拓，提高市场占有率。2018年公司完成销售收入25.5亿元，同比增长48.6%。在欧洲多个发达国家获得了市场占有率第一的销售份额并开拓了23家新客户，全地形车整车出口销量连续蝉联全国第一。

表 3：分地区预计公司 2019/2020/2021 销售情况

区域	2018A	2019E	2020E	2021E
欧洲	70,448.4	88,583.0	112,057.7	154,775.2
北美	69,293.8	91,546.6	120,288.0	170,488.7
亚洲	93,513.1	125,229.1	170,407.1	220,029.2
南美	8,802.7	9,191.6	13,455.6	16,707.4
大洋洲	6,218.4	7,609.3	7,867.8	8,881.3
非洲	1,177.7	1,455.6	1,799.0	2,223.4
其他	5,092.1	7,294.9	10,926.2	16,576.6
合计（万元）	254,546.3	340,573.8	452,345.6	573,150.6

数据来源：财通证券研究所

4.2 牵手 KTM 合资，新产能释放在即

公司与 KTM 合资建造的工厂计划将于 2019 年底竣工，产能 5 万台。根据公司公

告显示，该工厂将用于国产大排量 KTM 摩托车。目前，国内大排量外资品牌摩托车均已进口为主，国产化的 KTM 有望在降低成本的同时拉低大排量摩托车售价，从而抢跑大排量摩托车市场。

表 4：分产品预计公司 2019/2020/2021 销售情况

产品	2018A	2019E	2020E	2021
两轮车	71,260.5	107,449.9	139,434.8	192,508.8
四轮车	153,859.0	196,939.5	249,402.6	296,094.9
配件及游艇	16,600.0	18,231.7	22,582.0	25,970.3
KTM	7,797.7	10,657.8	30,000.0	42,000.0
其他业务	5,029.1	7,294.9	10,926.2	16,576.6
合计（万元）	254,546.3	340,573.8	452,345.6	573,150.6

数据来源：财通证券研究所

4.3 投资建议

全国城市禁摩限制有望逐渐松动，有望助推大排量休闲娱乐摩托行业快速增长。巨大全地形车市场的持续增长，也将给春风动力提供足够成长空间。我们春风动力预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.41/1.95/2.70 元，对应 PE 为 20.8/15.1/10.9 倍。首次覆盖，给予公司 2020 年 20 倍 PE，合理目标价 39.0 元，“买入”评级。

5、风险提示

- (1) 中美贸易战持续及升级；
- (2) 全球居民收入增长不及预期；
- (3) 国内禁摩政策持续加码和扩散。

公司财务报表及指标预测

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1818	2545	3309	4368	5897	成长性					
减:营业成本	1224	1768	2283	2970	3980	营业收入增长率	29.7%	40.0%	30.0%	32.0%	35.0%
营业税费	53	49	93	122	165	营业利润增长率	18.8%	12.0%	76.5%	38.6%	39.4%
销售费用	220	334	397	524	649	净利润增长率	10.4%	23.5%	57.7%	37.9%	38.8%
管理费用	210	113	364	480	708	EBITDA 增长率	32.1%	107.4%	-25.2%	50.4%	41.4%
财务费用	15	-29	-33	-11	3	EBIT 增长率	41.8%	133.6%	-30.2%	59.1%	46.2%
资产减值损失	11	16	5	5	5	NOPLAT 增长率	61.1%	-20.4%	80.5%	59.1%	46.2%
加:公允价值变动收益	0	2	-1	0	0	投资资本增长率	602.2%	-34.2%	186.0%	-12.0%	15.3%
投资和汇兑收益	3	-24	3	3	3	净资产增长率	132.3%	11.5%	10.8%	23.8%	26.6%
营业利润	102	114	202	280	391	利润率					
加:营业外净收支	3	4	4	4	4	毛利率	32.7%	30.5%	31.0%	32.0%	32.5%
利润总额	105	118	206	284	395	营业利润率	5.6%	4.5%	6.1%	6.4%	6.6%
减:所得税	8	-1	16	23	32	净利润率	5.4%	4.7%	5.7%	6.0%	6.2%
净利润	97	120	190	261	363	EBITDA/营业收入	7.3%	10.8%	6.2%	7.1%	7.4%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	5.7%	9.5%	5.1%	6.2%	6.7%
货币资金	480	587	430	1149	1428	运营效率					
交易性金融资产	0	2	1	1	1	固定资产周转天数	42	29	22	15	11
应收账款	161	217	261	346	440	流动营业资本周转天数	-8	-1	13	26	19
应收票据	0	0	0	0	0	流动资产周转天数	208	204	195	214	221
预付账款	29	34	55	60	94	应收账款周转天数	29	27	26	25	24
存货	277	351	537	618	930	存货周转天数	48	44	48	48	47
其他流动资产	411	333	773	966	1207	总资产周转天数	266	266	249	251	249
可供出售金融资产	0	127	0	0	0	投资资本周转天数	46	48	57	60	45
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	0	0	0	0	0	ROE	10.8%	12.5%	17.7%	19.6%	21.4%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	5.8%	5.7%	7.6%	7.3%	8.0%
固定资产	207	209	191	179	174	ROIC	185.4%	21.0%	57.7%	32.1%	53.3%
在建工程	31	86	96	106	116	费用率					
无形资产	75	118	130	140	132	销售费用率	12.1%	13.1%	12.0%	12.0%	11.0%
其他非流动资产	10	19	22	27	29	管理费用率	11.5%	4.4%	11.0%	11.0%	12.0%
资产总额	1682	2083	2495	3592	4552	财务费用率	0.8%	-1.1%	-1.0%	-0.3%	0.0%
短期债务	0	1	112	478	497	三费/营业收入	24.4%	16.5%	22.0%	22.7%	23.0%
应付账款	295	378	535	669	967	偿债能力					
应付票据	363	510	606	879	1155	资产负债率	46.5%	51.8%	55.4%	61.7%	61.7%
其他流动负债	113	170	118	176	177	负债权益比	86.9%	107.5%	124.4%	160.8%	161.0%
长期借款	0	0	0	0	0	流动比率	1.76	1.44	1.50	1.43	1.47
其他非流动负债	12	20	12	12	12	速动比率	1.40	1.11	1.11	1.14	1.13
负债总额	782	1079	1383	2215	2808	利息保障倍数	6.96	-8.42	-5.12	-24.09	141.62
少数股东权益	0	39	41	45	49	分红指标					
股本	133	135	134	134	134	DPS(元)	0.30	0.33	-	-	-
留存收益	774	874	937	1198	1561	分红比率	41.1%	36.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	900	1003	1112	1377	1744	股息收益率	1.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	97	119	190	261	363	EPS(元)	0.72	0.89	1.41	1.95	2.70
加:折旧和摊销	30	35	37	41	45	BVPS(元)	6.70	7.18	7.97	9.91	12.62
资产减值准备	11	16	0	0	0	PE(X)	40.6	32.9	20.8	15.1	10.9
公允价值变动损失	0	-2	-1	0	0	PB(X)	4.4	4.1	3.7	3.0	2.3
财务费用	15	-7	-33	-11	3	P/FCF	-14.4	15.1	-19.7	5.5	14.2
投资收益	-3	24	-3	-3	-3	P/S	2.2	1.6	1.2	0.9	0.7
少数股东损益	0	-1	0	0	0	EV/EBITDA	25.8	11.8	17.7	10.6	6.9
营运资金的变动	-320	143	-502	97	-109	CAGR(%)	39.0%	45.1%	29.0%	39.0%	45.1%
经营活动产生现金流量	188	213	-312	386	299	PEG	1.0	0.7	0.7	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-453	-182	92	-47	-39	ROIC/WACC	17.6	2.0	5.5	3.0	5.1
融资活动产生现金流量	389	16	63	380	20	REP	0.5	6.1	0.9	1.6	0.8

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与-15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。