

2020年08月26日

摩托车放量 业绩加速兑现

春风动力(603129)

事件概述

公司发布 2020 半年报, 2020H1 实现营收 17.82 亿元, 同比+8.98%, 归母净利润 1.74 亿元, 同比+67.51%, 扣非归母净利润 1.67 亿元, 同比+74.36%; 其中 2020Q2 实现营收 11.59 亿元, 同比+12.36%, 归母净利润 1.16 亿元, 同比+40.93%, 扣非归母净利润 1.12 亿元, 同比+36.34%。

分析判断:

► 摩托车销量快速增长 疫情短期压制全地形车销售

2020H1 公司摩托车销量维持快速增长, 其中国内销量 31,739 辆, 同比+52.24%, 一方面是因为国内中大排量摩托车板块高景气度延续, 另一方面首款仿赛车型 250SR 上市即成爆款贡献增量。摩托车销量快速增长带动国内业务营收同比+31.30%至 7.90 亿元。受海外新冠肺炎疫情爆发影响, 2020H1 公司全地形车出口销量 23,858 辆, 同比下滑 14.91%。但得益于产品单价提升, 2020H1 公司出口业务实现营收 9.92 亿元, 同比仅小幅下降 4.02%。我们预计随着 700CL-X 等增量车型上市国内摩托车销量有望进一步提升, 海外全地形车需求也将逐步恢复, 公司营收有望重回高增长。

► 摩托车放量带动盈利改善 业绩进入兑现期

2020H1 公司毛利率 33.07%, 同比提升 1.76pct, 预计主要是因为国内摩托车销量快速增长, 规模效应显现。期间费用率同比下降 2.88pct 至 21.23%, 其中: 销售费用率同比大幅下降 3.27pct 至 9.33%, 主要是因为公司在 Q1 收到美国关税退税; 管理费用率同比上升 0.60pct 至 4.79%, 主要是因为财产保险和专业服务费用支出增加; 研发费用率同比上升 0.01pct 至 5.30%; 财务费用率同比下降 0.16pct 至 -0.43%, 主要是受汇兑损益影响。随着毛利率上升、期间费用率下降, 2020H1 公司净利率同比大幅提升 3.81pct 至 9.54%。我们预计随着 700CL-X 等大排量车型销量爬坡、KTM 国产化落地、北美市场全地形车业务开拓, 公司整体盈利水平将继续提升。

► 摩托车: 深入挖掘增量车系 开启新产品大周期

摩托车业务高增长是公司最重要的看点, 2020 年公司深入挖掘增量领域, 重磅车型不断催化, 新产品大周期开启:

1) 仿赛: 首款仿赛车型 250SR 2020 年 3 月上市即成为爆款, 预计公司将在 400cc、650cc 等成熟动力平台上推出更多仿赛车型;

2) 复古街车: 首款复古街车 700CL-X 终端供不应求, 在丰

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	150.60
最新收盘价:	107.41
股票代码:	603129
52 周最高价/最低价:	108.35/23.54
总市值(亿)	144.34
自由流通市值(亿)	144.00
自由流通股数(百万)	134.07



分析师: 崔琰
邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

联系人: 刘静远
邮箱: liujy1@hx168.com.cn

相关研究

1. 春风动力(603129)点评: 首款复古街车上市爆款车型不断催化
2020.08.02
2. 春风动力(603129)研究报告: 快乐春风 启动引擎
2020.07.23
3. 春风动力(603129)2020 一季报点评: Q1 业绩表现出色 Q2 出口或受影响
2020.04.27

富发动机排量段的同时有效补足车型谱系短板；

3) **公升级**：推出首款国产公升级警用摩托车 CF1250J，民用版本有望 2021 年量产，提升 CFMOTO 品牌价值和产品售价区间；

4) **合资**：与 KTM 合资生产的 KTM、Husqvarna 品牌车型将从 2020H2 开始陆续推出，相比进口车型性价比有望显著提升，三个品牌高中低搭配抢占更多市场份额。

► 全地形车：出口龙头地位稳固 挖潜北美寻求增量

公司是国内第一、全球第七大全地形车生产商，在多个欧洲发达国家市场份额领先。美国是全球最大的全地形车市场，也是公司近几年业务突破的重点。基于建立国际化品牌、树立全球化竞争地位的战略考虑，公司在美国设立了 CFP、CFF 子公司，以差异化的模式深入挖掘北美市场。目前公司美国业务已初具规模，2019 年营收达 7.93 亿元，近 5 年 CAGR 36.4%，但公司在北美市场份额（以金额计算）仅 1.6% 左右，远低于北美以外地区的 5%，仍有巨大的挖潜空间。

投资建议

考虑到公司摩托车业务受益于增量车型密集上市及市场扩容，销量增速和市占率全面向上，全地形车业务深入挖潜北美市场寻求增量，我们上调对公司的盈利预测，对公司 2020~22 年的归母净利润预测由 2.36/3.94/5.48 亿元上调至 3.39/5.24/6.74 亿元，对应的 EPS 由 1.75/2.93/4.08 元上调至 2.52/3.90/5.02 元，当前股价对应的 PE 为 44/28/22 倍。

公司全线摩托车、全地形车产品聚焦消费升级，中长期成长性强、确定性高，给予 2022 年 30 倍 PE 估值，目标价由 122.40 元上调至 150.60 元，维持“买入”评级。

风险提示

禁、限摩政策收紧导致国内摩托车需求下滑，合资公司春风凯特摩产能建设、车型引入进度低于预期，新冠肺炎疫情导致欧美全地形车销量不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,545	3,242	4,376	6,418	7,886
YoY (%)	40.0%	27.4%	35.0%	46.7%	22.9%
归母净利润(百万元)	120	181	339	524	674
YoY (%)	23.5%	50.6%	87.0%	54.8%	28.6%
毛利率 (%)	30.5%	32.2%	32.4%	32.7%	33.0%
每股收益 (元)	0.89	1.35	2.52	3.90	5.02
ROE	12.5%	17.4%	27.1%	33.3%	33.9%
市盈率	122.92	81.64	43.65	28.20	21.93

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,242	4,376	6,418	7,886	净利润	174	346	552	733
YoY (%)	27.4%	35.0%	46.7%	22.9%	折旧和摊销	39	33	33	32
营业成本	2,197	2,957	4,318	5,281	营运资金变动	194	212	391	271
营业税金及附加	77	104	153	188	经营活动现金流	424	603	988	1,047
销售费用	457	503	701	818	资本开支	-167	-120	-120	-120
管理费用	163	219	321	394	投资	-187	0	0	0
财务费用	-13	-11	-16	-26	投资活动现金流	-183	-120	-120	-120
资产减值损失	-14	-15	-15	-15	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	175	365	597	811	筹资活动现金流	-115	-130	-200	-260
营业外收支	2	3	3	3	现金净流量	129	353	668	668
利润总额	177	368	600	814	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	3	22	48	81	成长能力 (%)				
净利润	174	346	552	733	营业收入增长率	27.4%	35.0%	46.7%	22.9%
归属于母公司净利润	181	339	524	674	净利润增长率	50.6%	87.0%	54.8%	28.6%
YoY (%)	50.6%	87.0%	54.8%	28.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.35	2.52	3.90	5.02	毛利率	32.2%	32.4%	32.7%	33.0%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	5.4%	7.9%	8.6%	9.3%
货币资金	727	1,080	1,748	2,416	总资产收益率 ROA	7.1%	10.4%	11.7%	12.1%
预付款项	30	41	60	73	净资产收益率 ROE	17.4%	27.1%	33.3%	33.9%
存货	429	577	843	1,030	偿债能力 (%)				
其他流动资产	649	755	947	1,084	流动比率	1.29	1.28	1.29	1.35
流动资产合计	1,835	2,453	3,597	4,603	速动比率	0.97	0.96	0.96	1.02
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.51	0.56	0.63	0.71
固定资产	260	234	211	190	资产负债率	57.7%	60.3%	63.4%	62.1%
无形资产	140	183	224	263	经营效率 (%)				
非流动资产合计	702	792	882	973	总资产周转率	1.28	1.35	1.43	1.41
资产合计	2,537	3,245	4,479	5,575	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.35	2.52	3.90	5.02
应付账款及票据	1,223	1,646	2,405	2,941	每股净资产	7.74	9.29	11.71	14.79
其他流动负债	198	267	391	479	每股经营现金流	3.15	4.48	7.35	7.79
流动负债合计	1,421	1,913	2,795	3,420	每股股利	0.00	0.97	1.49	1.93
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	44	44	44	44	PE	81.64	43.65	28.20	21.93
非流动负债合计	44	44	44	44	PB	5.46	11.84	9.40	7.44
负债合计	1,465	1,957	2,839	3,464					
股本	134	134	134	134					
少数股东权益	32	39	66	125					
股东权益合计	1,072	1,288	1,639	2,112					
负债和股东权益合计	2,537	3,245	4,479	5,575					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。