

春风动力 (603129)

证券研究报告

2020年08月27日

H1 超预期，摩托车大卖带动业绩增长

事件：据公司半年报披露，公司2020年H1实现营业收入17.82亿元，同比增长8.98%，归母净利润1.74亿元，同比增长67.51%；其中扣非净利润1.67亿元，同比增长74.36%。

H1 业绩超预期，国内收入大幅增长

2020年H1公司实现营业收入17.82亿元，同比+8.98%，其中国外营收9.92亿元，同比-4.02%，国内营收7.90亿元，同比+31.30%；归母净利润1.74亿元，同比+67.51%。其中，2020年Q2公司营业收入11.59亿元，同比+12.31%，归母净利润1.16亿元，同比+39.76%。上半年公司毛利率为33.07%，同比+1.76pct；净利率为9.54%，同比+3.38pct。疫情影响下，公司在2020年上半年归母净利润大幅增长，主要原因是国内销售收入增长叠加美国市场关税退税。

2020年H1公司费用率控制良好，销售费用率为9.33%，同比-3.27pct；管理费用率（包含研发费用）为10.08%，同比+0.60pct，主要原因是财产保险和专业服务费用支出增长；财务费用率为-0.43%，同比-0.16pct。上半年公司经营活动产生的现金流量净额为3.38亿元，同比+93.14%，主要原因是公司优化账期，现金流出减少。

大排量摩托车国内销量增长迅速

国内消费级摩托进入高速增长，250cc以上的大排量摩托车2014年-2019年复合增速55.80%，未来还有进一步增长空间。据《产销快讯》，公司>250ml跨骑式摩托车2020年上半年销量占行业总量14.81%，相比2019年市占率提高4.13%，大排量行业龙头地位稳固。2020H1，公司共销售了两轮车34,853辆；其中国外3,114辆，同比-9.45%，国内31,739辆，同比+52.25%，销量大增主要受益于3月份上市的250SR。同时，公司7月推出的700cc复古车有望形成下半年新的增长点。

全地形车市占率有望进一步提升

全地形车市场规模近千亿元，公司是国内领军企业，2018-2020H1全地形车出口额占国内行业出口额均超过70%。2020H1，公司共销售全地形车了24,234辆。目前，公司全地形车在欧洲市场已经占据一席之地。但在美国市场市占率仍较低，预计未来凭借优异的性价比以及新产品的不断推出有望逐步打开美国市场。

盈利预测与评级：我们预计大摩托车行业未来仍将持续增长，公司打造爆款的能力有望获得持续超越行业的增速。全地形车三季度销售有望逐步恢复，未来市占率提升空间广阔。因此将2020-2022年净利润由2.32亿、3.22亿、4.27亿上调至为2.82亿、3.75亿、5.02亿。对应PE分别为53X、39X、29X，维持“买入”评级。

风险提示：国内大摩托车竞争加剧、新产品开发不及预期、汇率变动风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,545.46	3,242.23	4,130.92	5,492.35	6,999.39
增长率(%)	40.03	27.37	27.41	32.96	27.44
EBITDA(百万元)	275.52	399.28	313.24	404.66	536.05
净利润(百万元)	120.25	181.06	281.57	374.95	502.39
增长率(%)	23.45	50.57	55.51	33.17	33.99
EPS(元/股)	0.89	1.35	2.10	2.79	3.74
市盈率(P/E)	122.92	81.64	52.50	39.42	29.42
市净率(P/B)	15.33	14.21	10.32	8.18	6.54
市销率(P/S)	5.81	4.56	3.58	2.69	2.11
EV/EBITDA	5.28	11.63	40.93	30.52	22.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/其他交运设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	110元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	134.38
流通A股股本(百万股)	134.07
A股总市值(百万元)	14,781.60
流通A股市值(百万元)	14,747.28
每股净资产(元)	8.84
资产负债率(%)	56.60
一年内最高/最低(元)	112.60/23.50

作者

崔宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110518060002
cuiyu@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

邓学 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《春风动力-季报点评:产品持续放量, 20年新品值得期待》 2020-04-24
- 2 《春风动力-首次覆盖报告:与众不同, 不一样的休闲交通工具》 2019-11-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	587.48	727.07	2,080.13	2,527.35	2,943.31
应收票据及应收账款	217.18	291.28	374.26	480.10	569.80
预付账款	33.68	30.35	46.54	54.32	71.86
存货	350.82	428.66	493.95	626.71	712.32
其他	334.60	357.85	382.07	409.31	451.79
流动资产合计	1,523.75	1,835.19	3,376.95	4,097.79	4,749.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	209.13	260.15	392.61	396.21	428.32
在建工程	85.87	158.58	31.72	31.72	49.03
无形资产	118.12	140.05	133.05	126.05	119.05
其他	145.69	143.52	56.11	68.27	83.19
非流动资产合计	558.81	702.30	613.49	622.25	679.58
资产总计	2,082.56	2,537.49	3,990.44	4,720.04	5,428.66
短期借款	1.00	0.00	250.00	250.00	250.00
应付票据及应付账款	888.34	1,223.29	1,852.06	2,182.29	2,324.03
其他	170.01	198.10	303.45	331.97	454.97
流动负债合计	1,059.34	1,421.39	2,405.50	2,764.26	3,029.01
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.80	43.96	25.09	29.62	32.89
非流动负债合计	19.80	43.96	125.09	129.62	132.89
负债合计	1,079.14	1,465.34	2,530.59	2,893.88	3,161.90
少数股东权益	38.92	31.83	26.94	18.30	4.94
股本	134.60	134.39	134.38	134.38	134.38
资本公积	601.66	606.24	606.24	606.24	606.24
留存收益	873.54	1,016.96	1,298.53	1,673.48	2,127.45
其他	(645.30)	(717.27)	(606.24)	(606.24)	(606.24)
股东权益合计	1,003.42	1,072.15	1,459.84	1,826.16	2,266.77
负债和股东权益总计	2,082.56	2,537.49	3,990.44	4,720.04	5,428.66

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	118.79	173.97	281.57	374.95	502.39
折旧摊销	34.81	38.93	31.40	33.40	37.58
财务费用	(7.00)	(5.21)	(12.25)	(18.78)	(23.69)
投资损失	24.30	1.24	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	126.06	295.83	610.21	82.50	22.77
其它	(84.39)	(81.19)	(8.65)	(3.63)	(8.37)
经营活动现金流	212.57	423.56	902.27	468.44	530.69
资本支出	124.57	157.58	48.86	25.48	76.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(307.02)	(340.42)	(71.34)	(65.48)	(166.73)
投资活动现金流	(182.45)	(182.84)	(22.47)	(40.00)	(90.00)
债权融资	1.00	0.00	350.00	350.00	350.00
股权融资	13.43	(49.68)	123.27	18.78	23.69
其他	1.54	(65.19)	(0.00)	(350.00)	(398.42)
筹资活动现金流	15.98	(114.88)	473.27	18.78	(24.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	46.10	125.84	1,353.07	447.22	415.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,545.46	3,242.23	4,130.92	5,492.35	6,999.39
营业成本	1,768.06	2,196.87	2,767.81	3,667.59	4,635.08
营业税金及附加	48.86	77.15	82.62	109.85	139.99
营业费用	334.30	456.57	528.76	724.99	923.92
管理费用	113.26	163.16	206.55	269.12	335.97
研发费用	143.82	182.71	239.59	329.54	440.96
财务费用	(28.76)	(13.35)	(12.25)	(18.78)	(23.69)
资产减值损失	15.99	(13.74)	20.00	25.00	30.00
公允价值变动收益	1.54	2.23	(3.76)	5.00	5.00
投资净收益	(24.30)	(1.24)	0.00	0.00	0.00
其他	58.20	16.84	7.53	(10.00)	(10.00)
营业利润	114.49	175.04	294.09	390.03	522.16
营业外收入	3.83	4.86	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.11	2.46	1.59	1.14	1.33
利润总额	118.21	177.43	297.50	393.89	525.83
所得税	(0.58)	3.46	20.82	27.57	36.81
净利润	118.79	173.97	276.67	366.32	489.03
少数股东损益	(1.46)	(7.09)	(4.89)	(8.63)	(13.37)
归属于母公司净利润	120.25	181.06	281.57	374.95	502.39
每股收益(元)	0.89	1.35	2.10	2.79	3.74

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	40.03%	27.37%	27.41%	32.96%	27.44%
营业利润	12.00%	52.88%	68.01%	32.62%	33.88%
归属于母公司净利润	23.45%	50.57%	55.51%	33.17%	33.99%
获利能力					
毛利率	30.54%	32.24%	33.00%	33.22%	33.78%
净利率	4.72%	5.58%	6.82%	6.83%	7.18%
ROE	12.47%	17.40%	19.65%	20.74%	22.21%
ROIC	21.00%	58.78%	-11905.61%	-65.59%	-74.24%
偿债能力					
资产负债率	51.82%	57.75%	63.42%	61.31%	58.24%
净负债率	-58.45%	-67.81%	-118.52%	-119.23%	-114.41%
流动比率	1.44	1.29	1.40	1.48	1.57
速动比率	1.11	0.99	1.20	1.26	1.33
营运能力					
应收账款周转率	14.16	12.75	12.41	12.86	13.33
存货周转率	8.10	8.32	8.95	9.80	10.45
总资产周转率	1.35	1.40	1.27	1.26	1.38
每股指标(元)					
每股收益	0.89	1.35	2.10	2.79	3.74
每股经营现金流	1.58	3.15	6.71	3.49	3.95
每股净资产	7.18	7.74	10.66	13.45	16.83
估值比率					
市盈率	122.92	81.64	52.50	39.42	29.42
市净率	15.33	14.21	10.32	8.18	6.54
EV/EBITDA	5.28	11.63	40.93	30.52	22.20
EV/EBIT	6.01	12.78	45.49	33.26	23.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com