

钱江摩托 (000913.SZ)

国内中大排量摩托龙头，充分受益市场高景气度

2023年05月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2023/5/12
当前股价(元)	19.19
一年最高最低(元)	29.60/10.45
总市值(亿元)	101.12
流通市值(亿元)	87.03
总股本(亿股)	5.27
流通股本(亿股)	4.54
近3个月换手率(%)	76.53

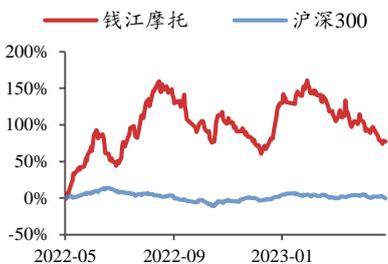
邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn
证书编号：S0790521040001

赵悦媛（分析师）

zhaoyueyuan@kysec.cn
证书编号：S0790522070005

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内中大排量摩托龙头，充分受益市场高景气度

公司深耕摩托行业近40年，在中大排量摩托领域布局领先，拥有深厚技术积累，为该领域国内龙头企业，连续11年市占率行业第一，2022年公司在国内中大排量摩托市场市占率为25%，显著领先其他竞争对手。伴随中大排量摩托市场的高速发展，及公司在产品、渠道等方面的持续发力，公司未来业绩有望保持高速增长态势。我们预计公司2023-2025年营收分别74.2/96.2/118.0亿元，归母净利润分别为5.9/7.8/9.9亿元，对应EPS分别为1.11/1.48/1.87元/股，对应当前股价PE分别为17.3/13.0/10.3倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 中大排摩托市场仍有较大上升空间，公司龙头优势有望持续凸显

在市场空间方面，对比发达国家我国中大排量摩托市场空间未来预计仍有5~6倍上升潜力，未来随着居民消费水平的持续提升，摩托文化的加速普及以及政策面的放松趋势，我国中大排量摩托市场仍将保持高速增长态势。在竞争格局方面，我国中大排量市场尚属发展初期，叠加中大排量摩托技术难度较高，入局者较少，2022年国内CR4占比为53%，行业集中度较高。此外，国产品牌由于成本及响应速度等优势，在国内中大排市场具备较强竞争力，稳定占据大部市场份额。公司作为中大排市场国产龙头，未来有望充分受益于行业高速发展。

● 产品推新速度业内领先，渠道优化改制持续进行

公司凭借在中大排量摩托领域领先的布局与技术积累，拥有业内最为完善的发动机平台和智能化生产能力，凭借此优势推出覆盖各类型、价格区间的产品，并根据市场需求变化进行快速迭代升级，子品牌QJMOTOR自2020年推出至今已发布车型36款，且2023年计划再推出新品25款，有望形成对各细分市场的全面占领并磨砺出最具竞争力的“爆款”车型。此外，公司在渠道方面持续优化改制，一方面深化直营模式改革，提升对终端的掌控力并进一步提升盈利能力；一方面发力线上营销模式，建立线上映射店，进一步提升渠道营销水平。

● 风险提示：行业政策收紧、原材料价格波动、下游需求不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,309	5,648	7,416	9,619	11,802
YOY(%)	19.3	31.1	31.3	29.7	22.7
归母净利润(百万元)	238	418	585	779	986
YOY(%)	-0.8	75.8	40.0	33.2	26.6
毛利率(%)	26.2	27.2	27.5	27.7	27.9
净利率(%)	5.5	7.4	7.9	8.1	8.4
ROE(%)	7.7	11.3	14.0	15.7	16.6
EPS(摊薄/元)	0.45	0.79	1.11	1.48	1.87
P/E(倍)	42.6	24.2	17.3	13.0	10.3
P/B(倍)	3.4	2.9	2.5	2.1	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内中大排量摩托龙头，充分受益市场高景气度.....	4
2、行业：玩乐需求崛起，中大排摩托市场方兴未艾.....	7
2.1、市场需求变迁，中大排摩托高速发展.....	7
2.2、经济、文化、政策驱动中大排摩托市场快速发展.....	8
2.3、中大排摩托市场空间广阔及竞争格局集中.....	10
2.3.1、市场空间：国内中大排量摩托市场方兴未艾，成长空间广阔.....	10
2.3.2、竞争格局：集中度较高，国产品牌为主.....	11
3、公司：技术、产品、渠道构建核心竞争力.....	12
3.1、技术：成为龙头的根本所在，卓越产品力的坚实保障.....	12
3.2、产品：领先的推新速度与市场竞争力.....	13
3.3、渠道：网点完善，优化改制持续进行.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	17
4.1、关键假设.....	17
4.2、盈利预测与估值.....	17
5、风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

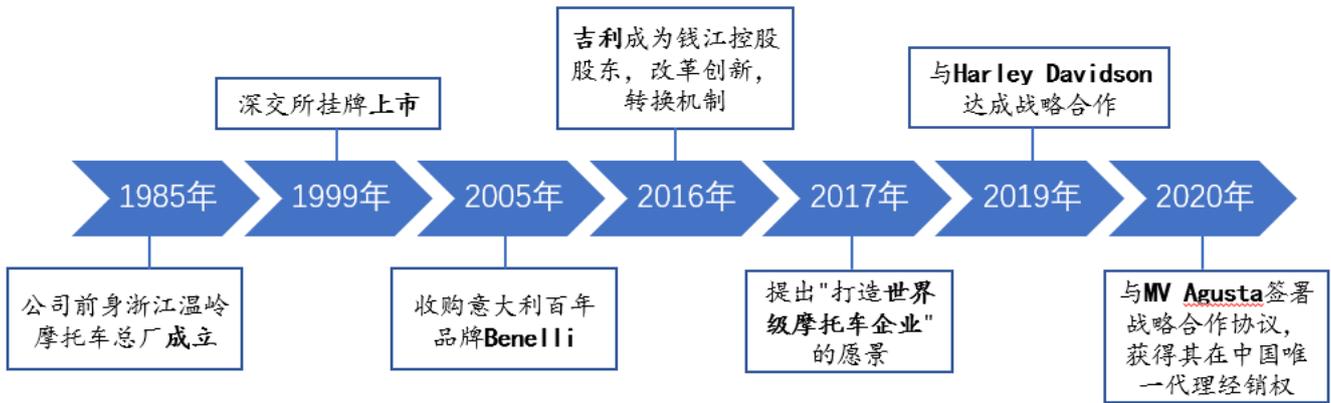
图 1：公司深耕摩托行业近 40 年，技术积累深厚、产品力及品牌力不断提升.....	4
图 2：公司控股股东为吉利迈捷，实控人为李书福.....	4
图 3：公司营收增长稳健，主业占比持续提升（亿元）.....	5
图 4：公司中大排量摩托销量及占比逐年提升（万辆）.....	5
图 5：公司国内外营收比例稳定（亿元）.....	5
图 6：公司中大排量摩托国内销量提升明显（万辆）.....	5
图 7：公司毛利率水平稳健提升.....	6
图 8：公司净利率水平稳健提升.....	6
图 9：公司三费率整体呈下降趋势.....	6
图 10：公司研发费用呈上升趋势.....	6
图 11：国内摩托车产销量大致经历“上升-下降-恢复”三阶段.....	7
图 12：国内小排量摩托仍为主流（万辆）.....	8
图 13：国内中大排量摩托近年销量快速上升.....	8
图 14：马斯洛需求层次理论在摩托消费结构变化中的映射.....	9
图 15：发达国家/地区中大排量摩托渗透率较高.....	11
图 16：2022 年国内中大排摩托市场集中度较高.....	11
图 17：最惠国进口摩托税率较高（至 2022 年）.....	11
图 18：公司四缸引擎技术示意图.....	12
图 19：2023 春季发布会推出业内领先的 V 型双缸引擎.....	13
图 20：公司 2023 年计划推新 25 款.....	13
图 21：QJMOTOR 经销商网点覆盖全面.....	15
表 1：各地禁、限摩政策放松.....	10

表 2: 公司中大排量摩托车型数量业内领先.....	14
表 3: 公司产品矩阵丰富	14
表 4: 公司营收拆分及预测	17
表 5: 可比公司估值	18

1、国内中大排量摩托龙头，充分受益市场高景气度

深耕摩托行业近 40 年，为国内中大排量领域龙头。公司自 1985 年始从事摩托车制造行业，于 2005 年全资收购意大利百年摩企 Benelli，持续研发中大排量（250cc 以上）运动、娱乐车型，并成为国内中大排量摩托车领域龙头企业，中大排量产品连续十余年国内销量第一。公司现拥有 Benelli、QJMOTOR、QJIANG 三大燃油车品牌，产品价格、排量、品类覆盖全面。2016 年吉利入主，公司进入吉利体系，管理、技术等方面快速提升，非摩业务加速剥离。2019、2020 年公司相继与国际头部摩企哈雷、MV 奥古斯塔达成战略合作，品牌力、技术能力等进一步提升。

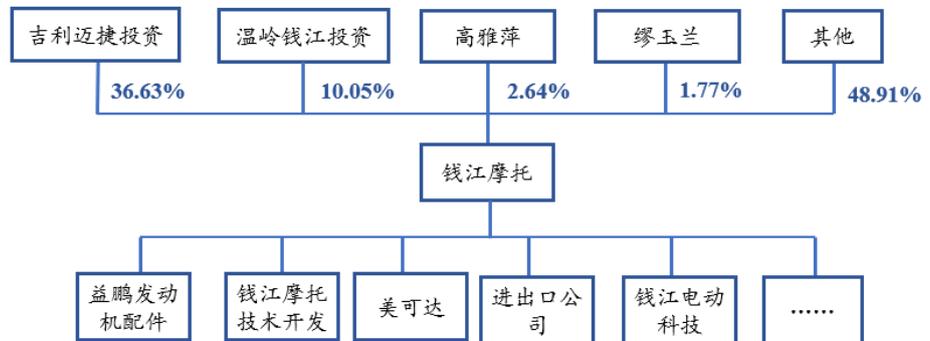
图1：公司深耕摩托行业近 40 年，技术积累深厚、产品力及品牌力不断提升



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

吉利为公司控股股东，控制权不断加强。2005 年温岭钱江投资得到钱江集团无偿划转的公司股权，成为彼时公司控股股东，持股占比 47.96%。至 2016 年，温岭钱江投资将所持大部股权转让与吉利集团，吉利持股比例为 29.77%，温岭钱江投资持股比例下降至 11.68%，吉利成为公司控股股东。2023 年 3 月公司定增落地，吉利持股比例再次上升至 36.63%，控制权进一步加强。现公司控股股东为吉利迈捷投资，控股比例 36.63%，股权结构集中，公司实控人为李书福（持股比例 14.90%）。

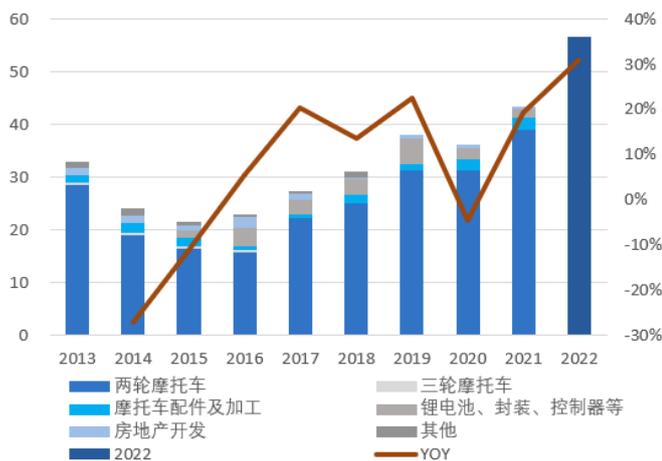
图2：公司控股股东为吉利迈捷，实控人为李书福



资料来源：同花顺、公司公告、开源证券研究所

持续主业聚焦&中大排量摩托市场高景气度，推动公司业绩稳步增长。公司业务包含摩托车整车（两轮）、摩托车配件及加工、非摩制造及房地产开发业务。自2016年吉利入主以来，公司不断聚焦主业，逐步剥离三轮摩托车业务、非摩制造业务，压缩房地产开发业务，摩托车整车业务营收占比不断提升，国内、外营收均开始恢复。后续伴随中大排量摩托需求快速提升，公司中大排量摩托销量高速增长，并逐渐成为公司利润主要来源，公司业绩亦同步进入快速上行通道。

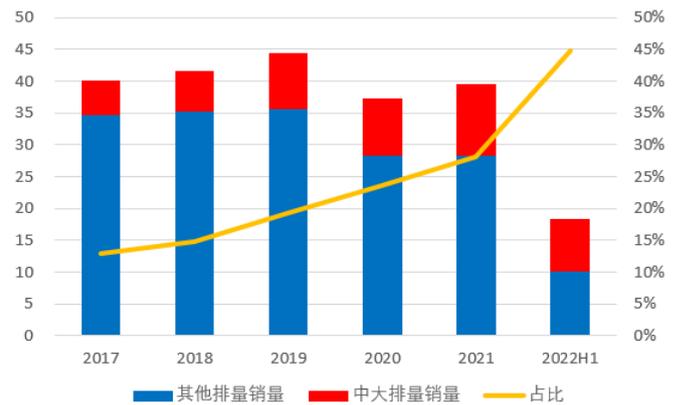
图3：公司营收增长稳健，主业占比持续提升（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2022年营收结构尚未公布。

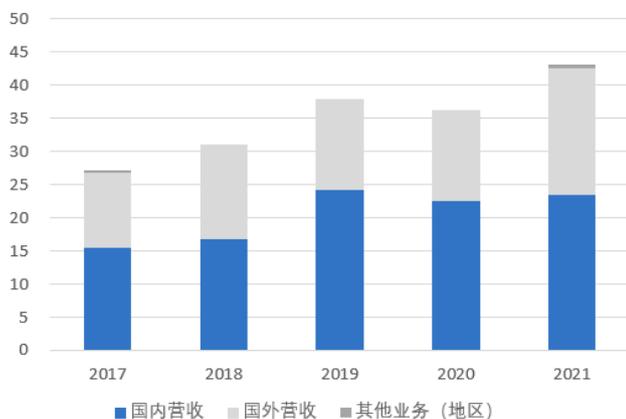
图4：公司中大排量摩托销量及占比逐年提升（万辆）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

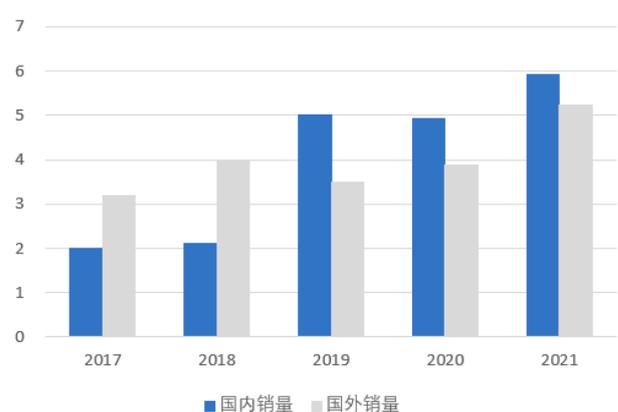
国内外营收均保持增长态势，国内市场具备更高增长潜力。公司近年来国内外营收均保持增长态势，其中国外市场约贡献公司4成营收。在中大排摩托销量中，国内外销量亦均保持上升趋势。以近5年数据来看，公司国内中大排摩托销量CAGR约为31%，国外CAGR约为13%。国内中大排摩托渗透率远低于国外发达国家水平，仍有较大上升空间，具备更大增长潜力，而国外欧美日等发达国家中大排量摩托渗透率已基本稳定，市场空间虽较大，但市场内拥有众多实力强劲的国际一流摩企，格局亦较为稳定，相对国内市场门槛较高，技术、品质、品牌为打开国外市场之关键。

图5：公司国内外营收比例稳定（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司中大排量摩托国内销量提升明显（万辆）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

盈利能力稳中有升，期间费用控制水平不断增强。得益于治理结构持续改善及业务精简改革的不断深化，公司盈利能力及期间费用控制能力均持续提升。公司毛、净利率整体保持上升趋势，对比隆鑫通用、春风动力，公司毛、净利率为头部企业中领先水平。期间费用方面，近年来公司三费率稳定下降，控费能力进一步增强，其中2022年Q3下降明显，集中体现在财务费用率方面，主要系因汇率波动导致的汇兑收益的增加。此外公司研发费用总体呈上升趋势，研发投入力度保持稳定。

图7：公司毛利率水平稳健提升

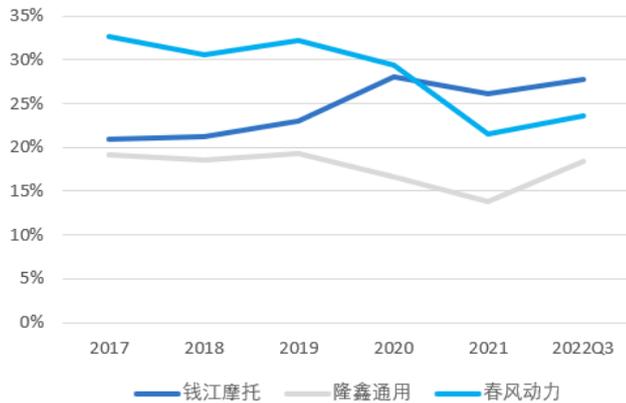
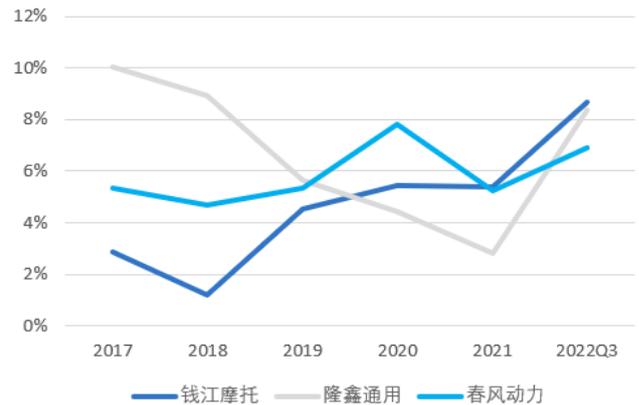


图8：公司净利率水平稳健提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司三费率整体呈下降趋势

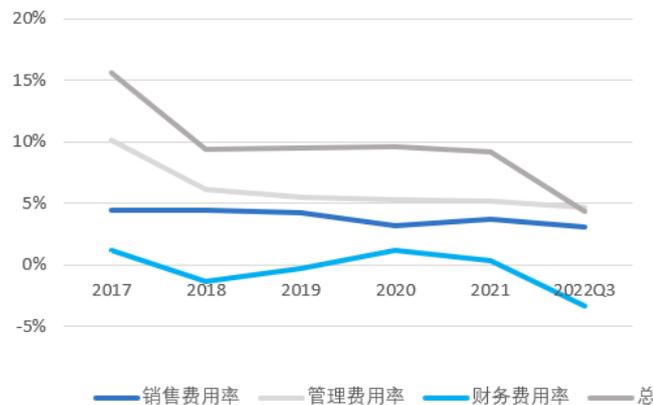
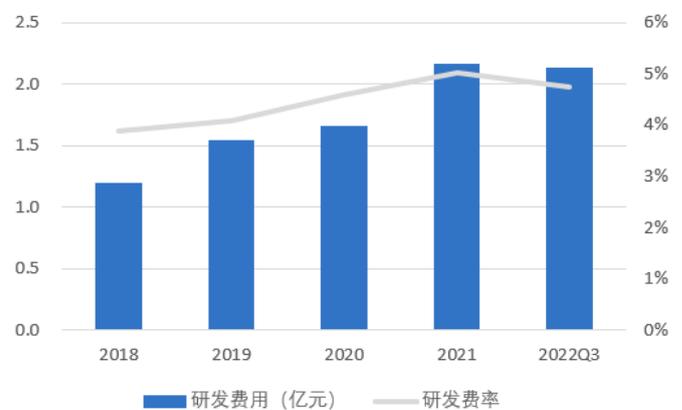


图10：公司研发费用呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

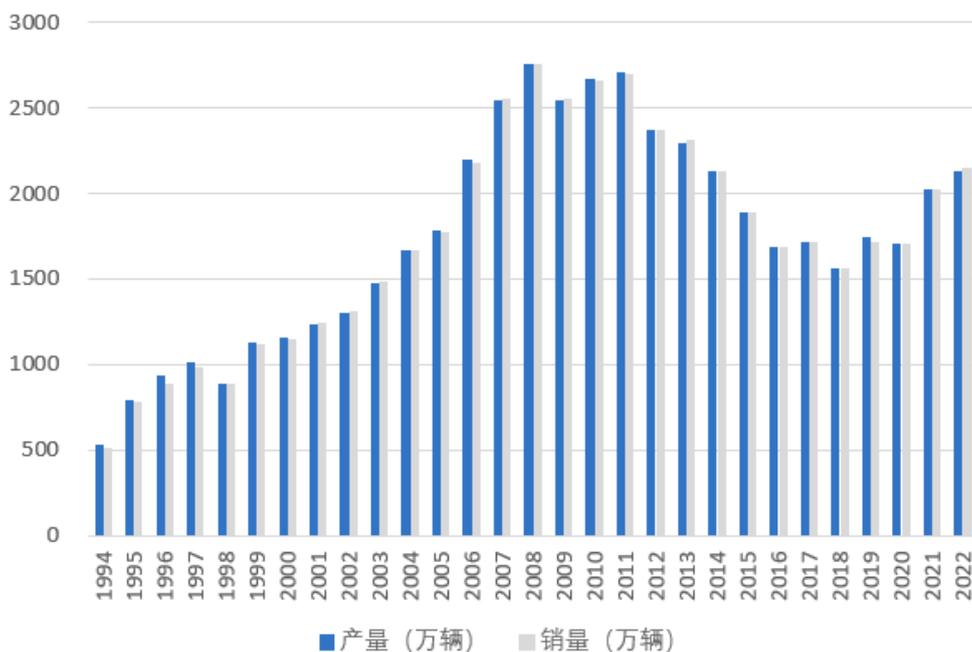
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：玩乐需求崛起，中大排摩托市场方兴未艾

2.1、市场需求变迁，中大排摩托高速发展

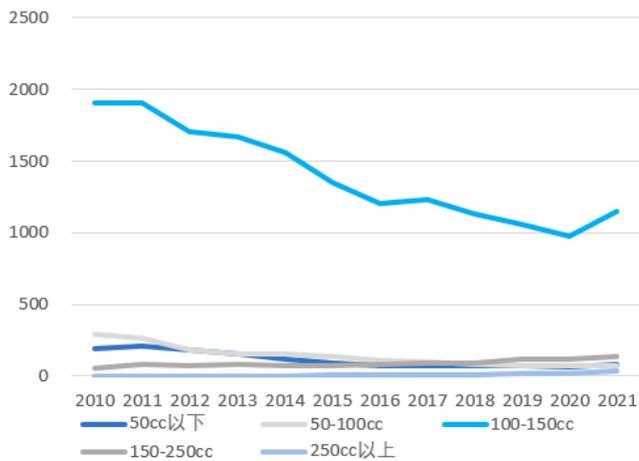
摩托车产销与消费者需求变迁密切相关，玩乐需求升温推动中大排市场高速增长。国内摩托车产销量大致经历三个阶段：（1）1994年至2007年：国内经济快速发展，城镇化率初步提升，大量人口向城市转移，日常通勤需求提升，在人均收入相对较低的现实情况下，人们对于价格相对汽车更为低廉的摩托车的需求旺盛，带动该阶段我国摩托车市场产销量持续提升。（2）2008年至2018年：国内经济继续发展，城镇化率稳步提升，增速逐渐趋缓。人均收入的提升使中长距通勤需求转移至更为舒适的汽车产品，而短距通勤需求则向性价比更高、驾驶门槛更低的两轮电动车产品转移，此阶段国内摩托车市场产销量逐渐下行。（3）2019年至今：国内摩托车政策有所松动，部分车型免征购置税，叠加电动两轮车新国标出台，政策收紧，购买力开始向摩托车回流，此阶段国内摩托车产销量小幅回升并开始趋稳。此外，此阶段人均收入进一步提升，国内人群对摩托车需求开始由通勤转向娱乐，中大排量摩托销量自该阶段开始快速提升。

图11：国内摩托车产销量大致经历“上升-下降-恢复”三阶段

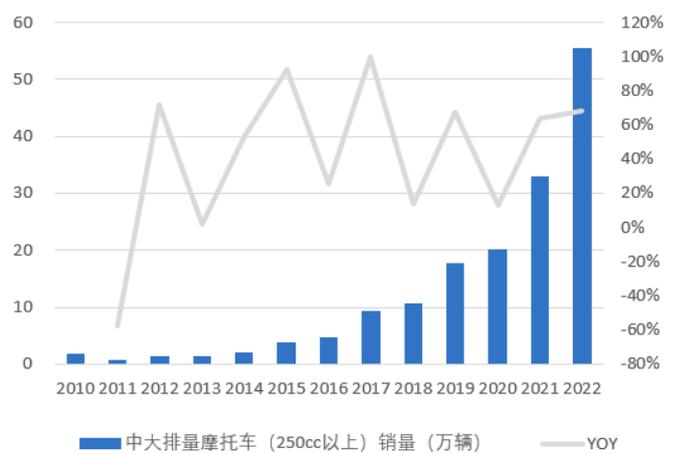


数据来源：中国汽车工业年鉴、摩托车商会、开源证券研究所

小排量车型仍为主体，中大排量车型具备更高成长速度及利润空间。从国内摩托车分排量销量结构上来看，250cc以下小排量车型仍为销量绝对主体，250cc以上中大排量车型占比较低。小排量车型销量整体呈下滑趋势，而中大排量车型销量呈现快速上升趋势，侧面反应出摩托车行业通勤需求（以250cc以下为主力）的萎靡，以及消费升级带来的玩乐、休闲娱乐需求的不断提升。在价格方面，中大排量车型覆盖更高价格带，利润空间更为可观，以钱江摩托为例，其2021年中大排量摩托销量11.13万辆，非中大排量摩托销量28.37万辆，但主要利润由中大排量摩托贡献。

图12：国内小排量摩托仍为主流（万辆）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：国内中大排量摩托近年销量快速上升


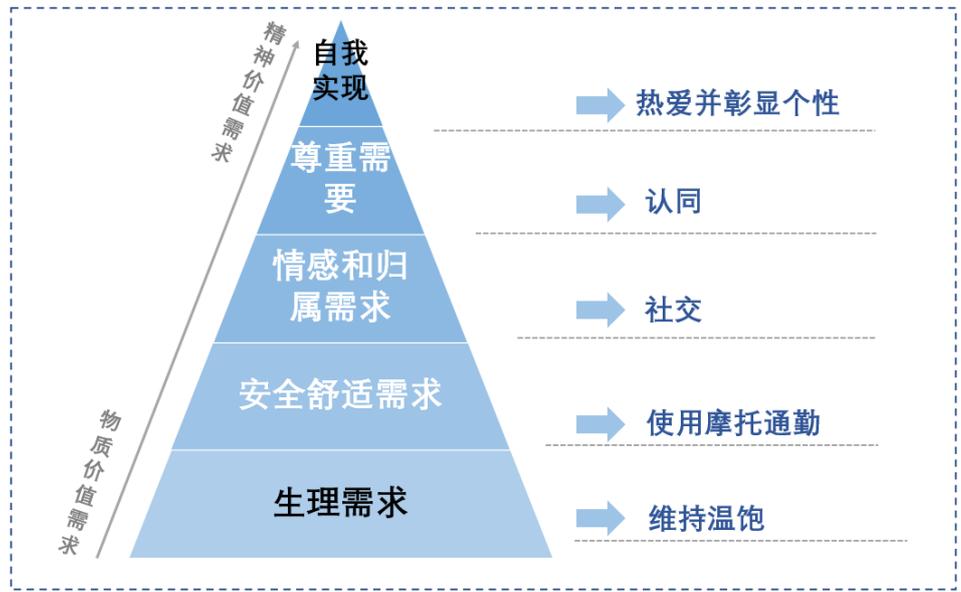
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、经济、文化、政策驱动中大排摩托市场快速发展

经济、文化、政策三方面促进中大排摩托市场崛起。中大排量摩托市场的崛起，其内在驱动力可分为经济、文化、政策三方面所产生的新的变化。其中经济面为基础，国内人均收入的不断提升以及人们生活条件的改善，为国内消费者消费需求升级提供基础，中大排量摩托车具备强烈的玩乐及彰显个性的属性，充分受益人们的消费升级需求。其次，各类社交媒体、活动赛事的助力推动国内摩托文化圈的形成与巩固，为中大排量摩托车扩大影响力奠定了文化基础。最后，近年来各地政策法规方面的逐步放松也促进了摩托车行业的整体发展。

经济：人均收入持续提升是中大排量摩托崛起的基础。中大排量摩托市场的崛起与消费者需求结构转变密切相关，伴随人均收入的持续提升，叠加多类交通工具如更易上手的电动车和更为舒适的汽车通勤替代的挤压，人们对于摩托车的通勤需求日益降低，而玩乐需求逐渐上升。根据马斯洛需求层次理论，人们最早使用摩托车通勤主要为解放体力，满足舒适需求，在经济条件不断改善的情况下，人们的需求开始不断升级至社交、寻求他人认可或自我实现、彰显个性的需要，而中大排量摩托车由于定位休闲、运动的娱乐场景，具备强烈的玩乐属性，在消费升级背景下快速崛起。

图14：马斯洛需求层次理论在摩托消费结构变化中的映射



资料来源：罗兰贝格、开源证券研究所

文化：摩托文化的逐渐渗透为中大排量摩托市场不断培育优质客户。中大排量摩托具备独特的文化属性，其可通过改装等操作展现使用者的个性与追求，内涵亦逐渐从单纯的代步工具扩展到一种生活方式和文化符号，并以此为纽带形成共同爱好者的圈层，并逐渐扩大其影响力，吸引更多客户加入的同时不断加强客户对中大排量摩托车的黏性，逐渐培育出爱好稳定、复购率高的优质客户。

政策：部分地区禁摩政策松动。我国对摩托车的“禁限”最早于1985年出现在北京，后逐渐扩展至全国近200个城市。对摩托车的禁限最早是处于安全、噪音、环保等方面的考虑，近年来伴随我国摩托制造工业的发展，摩托车在安全性能、噪音抑制等方面有了较大改善，在环保方面，未来国五标准实行后摩托车污染物排放量相较于燃油车会更少，因此目前全国各地也出现了禁摩令放松的趋势。禁摩政策的逐步松动，也为摩托车行业整体销量的复苏创造了条件。以西安为例，自2017年11月其放松禁摩措施后至2019年其销量增长约4-5倍。

表1：各地禁、限摩政策放松

发布时间	地区	文件名称	相关内容
2017.3	广州	《广州市非机动车和摩托车管理规定（草案修改稿）》	外地车辆特定时间、区域内可通行
2017.11	西安	《西安市人民政府关于规范性文件清理结果的决定》	关于“严禁电动三轮车在绕城高速路以内通行；严禁轻便摩托车、摩托车在二环路（含二环路）以内通行；严禁外埠及本市阎良区、临潼区、长安区和市辖县的轻便摩托车、摩托车在三环路（含三环路）以内通行”失效。
2018.11	深圳	《深圳市公安局交通警察局关于禁止摩托车在我市部分道路行驶的通告》	在机动车保有量、密度及道路通行条件允许并支持的情况下，可以适当放开
2020.2	汕头	《汕头经济特区道路交通安全条例（修订征求意见稿）》	二轮摩托车准予注册登记。
2020.9	哈尔滨	《哈尔滨市摩托车管理规定》	对摩托车登记实行总量控制，有限度地放开一定数量的黑 A 牌照登记指标。个人使用的两轮摩托车牌照通过摇号的方式进行登记申请。
2021.3	广州	《广州市安全生产委员会关于印发广州市系统防范化解道路交通安全风险工作方案的通知》	“限摩限电”政策调整优化
2022.8	呼和浩特	《呼和浩特市公安局交通管理支队关于进一步加强摩托车交通管理的通告》	适当调整放宽呼和浩特市摩托车禁限行区域

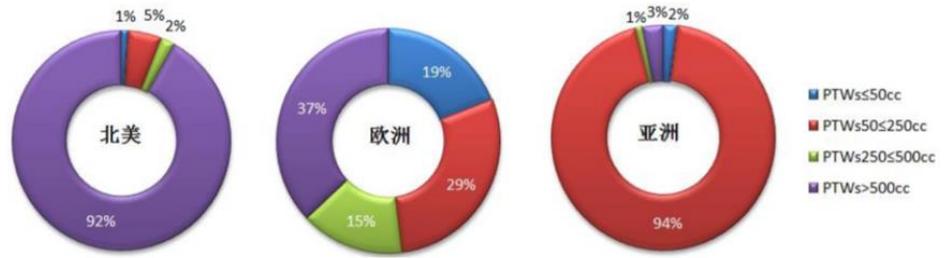
资料来源：各政府网站、开源证券研究所

2.3、中大排摩托市场空间广阔及竞争格局集中

2.3.1、市场空间：国内中大排量摩托市场方兴未艾，成长空间广阔

对比发达国家我国中大排摩托每万人平均销量仍较低，未来发展空间广阔。2022年我国中大排量摩托销量 55.34 万辆，每万人平均销量为 3.95 辆。美国方面：美国中大排量摩托渗透率约 94%，结合 2021 年美国市场摩托销量 78 万辆，其中大排量摩托每万人平均销量约为 22 辆。日本方面：根据日本自动车工业协会数据，其 2021 年 250cc 以上摩托销量为 8.36 万辆，测算每万人平均销量约为 6.65 辆。但日本每万人平均销量受以下因素制约：在各国摩托驾照考试难度方面，日本最为困难，其取得摩托车驾照首先要获得普通汽车驾照或普通二轮车驾照，其次其摩托驾照考试按排量不同划分，分为 50cc 以下、51-125cc、126-400cc、401cc 以上共 4 档，排量越大考取难度越大，且需要逐级报考，不可直接报考大排量驾照，并且每次考试需要一定的时间间隔，因此其考试难度对中大排量摩托销量造成重要负面影响。在报废年限规定方面，日本亦没有进行相关规定，其更新速度方面亦会对其中大排量摩托销量方面造成拖累。因此以每万人平均销量进行市场空间的估算，选择对标美国，国内中大排量市场空间在长期来看预计仍有约 5~6 倍上升潜力。

图15：发达国家/地区中大排量摩托渗透率较高

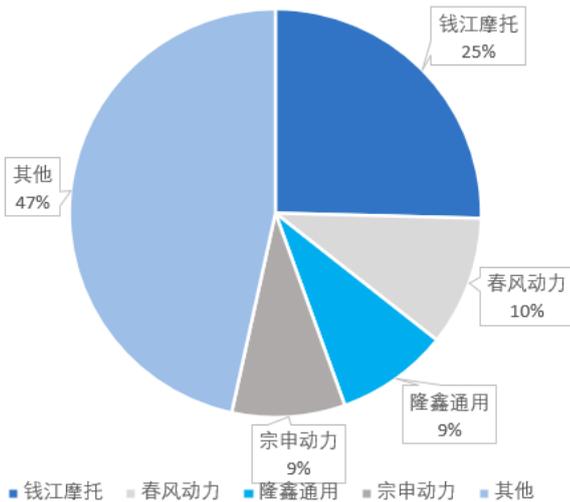


数据来源：春风动力招股书、IMMA、开源证券研究所

2.3.2、竞争格局：集中度较高，国产品牌为主

中大排量摩托市场集中度较高，国产品牌占据大部份额。国内中大排量摩托市场起步时间较晚，尚属发展初期，且由于中大排量摩托技术要求较高，因此中大排量摩托市场入局者较少，市场集中度较高。2022年我国中大排量摩托销量共计55.34万辆，同比增长44.68%，CR4企业市占率为53%，其中钱江摩托为中大排量摩托市场龙头，市占率约25%。已连续11年位居行业第一。此外，国产品牌在中大排量摩托市场占据大部市场份额，相对于合资、进口品牌，国产品牌天然具备成本及响应速度等方面的优势，国产品牌同级别产品价格更低，且迭代速度快、产品矩阵更为丰富，对消费者偏好把握更为精准，在中大排量摩托市场上具备较强竞争力，稳定占据大部市场份额。

图16：2022年国内中大排摩托市场集中度较高



数据来源：中国摩托车商会、开源证券研究所

图17：最惠国进口摩托税率较高（至2022年）

	排量	关税	增值税	消费税	车辆购置税	叠加税率
国产及 东盟进 口	排量≤150CC	0%	13%	0%	0%	13%
	150<排量<250CC	0%	13%	0%	10%	23%
	250CC	0%	13%	3%	10%	26%
	250<排量≤500CC	0%	13%	10%	10%	34%
	500排量≤800CC	0%	13%	10%	10%	34%
最惠国 进口	800CC<排量	0%	13%	10%	10%	34%
	排量≤150CC	45%	13%	0%	0%	64%
	150<排量<250CC	45%	13%	0%	10%	78%
	250CC	45%	13%	3%	10%	83%
	250排量≤500CC	45%	13%	10%	10%	95%
	500<排量≤800CC	40%	13%	10%	10%	88%
	800CC<排量	30%	13%	10%	10%	75%

数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

3、公司：技术、产品、渠道构建核心竞争力

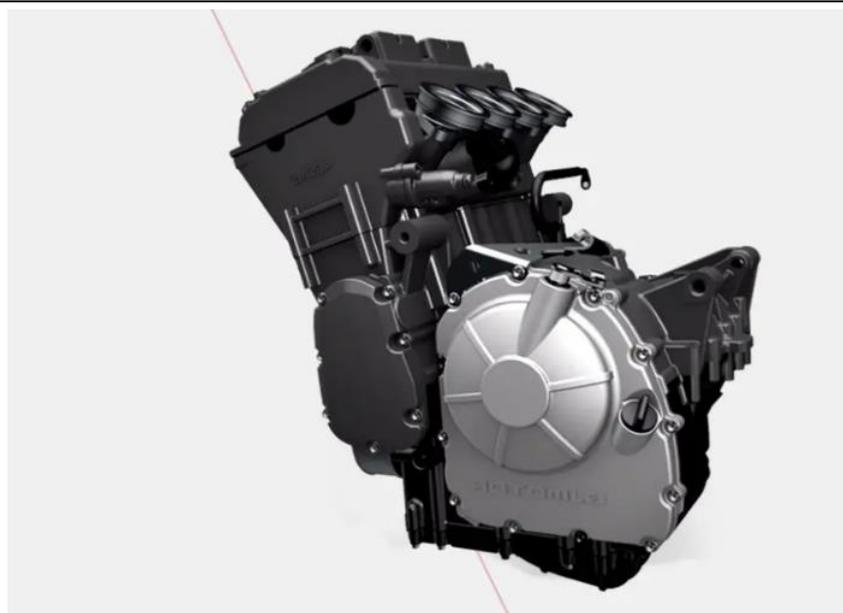
中大排量摩托市场高速发展，作为该领域龙头，公司充分受益行业增长高 β 。

公司竞争力逻辑梳理：公司成为行业龙头的逻辑在于在技术、产品、渠道三方面领先于竞争对手。公司在技术方面最早布局中大排量，具备先发优势，且全资收购贝纳利获得其中大排量关键技术，相对于竞争对手与其他国际大厂通过代工、授权等的合作方式，对技术的掌握力方面具有显著优势，此为公司领先于行业内其他企业的根本所在。在技术方面的领先，使公司同类产品相对于行业内其他公司具备性能、稳定性等方面的优势，且公司可利用技术方面在发动机平台上的完善布局，以及生产领域智能化的生产方式，以领先的推新速度推出大量覆盖全面的车型车系。在营销及销售渠道方面，由于摩托行业的特点，仍以线下销售方式为主，公司在线下方面亦具备数量领先的网点、门店，并持续优化改制。因此我们认为，技术、产品、渠道为公司核心竞争力，是公司行稳致远的关键所在。

3.1、技术：成为龙头的根本所在，卓越产品力的坚实保障

中大排领域的领先布局及深厚的技术积累，系公司成为行业龙头之核心。公司位居国内中大排摩托市场龙头 11 年，其核心优势在于在中大排量技术领域的超前布局与深厚积累：公司于 2005 年收购意大利百年品牌贝纳利，并快速吸收其先进研发、制造技术，在 2007 年成为唯一能研发并制造中大排量摩托车的中国企业，为未来迎接国内中大排量摩托车市场高景气度奠定了良好的基础。2009 年，公司提出将贝纳利子公司的部分大排量高端产品有计划地登陆中国，在 2012 年公司再次预判“未来摩托车行业，80 后、90 后将成为消费主力，对产品价格敏感度下降，转向对品牌的追从，追求标新立异，满足个性化需求，大排量、个性化、休闲运动产品占比将进一步提升”，开始着重开发大排量、个性化、休闲运动类技术和市场。至目前，公司拥有国产品牌中最为全面的动力总成，其中 4 缸 600cc 排量发动机为国内首创，相关产品在性能、质量、稳定性方面行业领先。

图18：公司四缸引擎技术示意图



资料来源：公司官网

技术领域持续投入，为产品力持续提升提供坚实保障。在设计、研发方面，公司持续发力，建有多所相关科研机构 and 设施，并具备“国家企业技术中心”、“国家级认可实验室”等资格，在全球各地均建有分支机构，研发投入、研发人员数量方面均显著高于行业平均水平，并且公司与国际知名摩企哈雷、MV 奥古斯塔等陆续展开业务合作，不断提升技术、研发水平。在生产管理方面，公司借助吉利入主在行业内首家引入“IATF16949”全过程汽车行业质量管理体系，显著提升了生产过程的一致性水平，全系产品的缺陷率大幅下降。导入 VDA6.3 过程审核，不断提升制造过程质量能力。通过信息化升级、车型分类管理等，快速获取用户满意度信息，不断提升渠道服务质量。

图19：2023 春季发布会推出业内领先的 V 型双缸引擎



资料来源：公司官网

3.2、产品：领先的推新速度与市场竞争力

推新速度业内领先，推动公司市占率快速提升。玩乐、休娱是中大排量摩托的主流需求，消费者的个性化需求强烈，细分市场多样，用户画像较难精准捕捉，产品谱系的完善程度对于占领市场十分关键。公司在产品推新的策略为车海战术，选择以丰富、完善的产品矩阵占领各细分市场的同时，磨砺出最具竞争力的“爆款车型”。公司自 2020 年 5 月推出主打国内中高端市场的子品牌“QJMOTOR”后，至今已推出 36 款车型，且 2023 年全年计划推出新品 25 款，车型矩阵完善程度为业内之最，为公司对各细分领域的占领提供坚实基础。

图20：公司 2023 年计划推新 25 款



资料来源：Top1 摩托

领先的推新速度来源于公司技术及生产领域的深厚积累。公司相较于其他竞争对手能够在近 3 年时间推出如此之多的新品数量，离不开深厚的技术沉淀及智能化的生产能力。**技术方面：**相较于竞争对手，公司拥有最为齐全的发动机平台，覆盖各排量段和各细分车型。**生产方面：**公司产能充足且具备智能化、定制化生产能力，借助广阔销售渠道所感知的市场需求的变化，可快速针对消费者的需求进行产品的推新和迭代。

表2：公司中大排量摩托车型数量业内领先

品牌	子品牌	在售车型数量
钱江摩托	QJMOTOR	36 款
	Benelli	18 款
春风动力	CFMOTO	19 款
隆鑫通用	无极	15 款
宗申动力	赛科龙	20 款

资料来源：摩托范、开源证券研究所

燃油品牌：性能优越，品牌力出众。公司现拥有三大燃油车品牌 Benelli、QJMOTOR、QJIANG 及相关电动车品牌钱江电动、摩灵、东动。燃油车方面，Benelli 与 QJMOTOR 形成在中大排量领域的高低搭配，Benelli 定位高国际高端品牌，QJMOTOR 主打国内中高端市场，QJIANG 则将继续深耕小排量通路车产品。产品性能方面：得益于对 Benelli 的直接收购和吸收及对中大排量摩托领域的领先布局与技术积累，公司燃油车产品在市场竞争中具备优越性能。品牌力方面：公司子品牌 Benelli 为意大利百年摩企，且公司近年来与国际知名摩企哈雷戴维森、MV 奥古斯塔相继展开业务合作，多家国际一线摩企的背书使公司产品拥有业内领先的品牌力，利好公司未来产品销量及利润的提升。

表3：公司产品矩阵丰富

能源类型	品牌	车系
燃油	Benelli	Leoncino、Naked、Sport、Adventure、Moped、Classic
	QJMOTOR	追、赛、骁、逸、闪、鸿
	QJIANG	踏板系列、跨骑系列、太子系列、弯梁系列
电动	钱江电动	/
	QJMOTOR e	/
	摩灵	/
	东动	/

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

电动品牌：布局完善，未来可期。电动化是摩托车行业发展趋势，2018年新国标颁布后行业进入洗牌阶段，未来电动摩托车行业有望迎来快速发展。在电动车领域，公司布局领先并持续发力。公司在2000年就已开始对电动二轮的研发和生产进行布局，而后转战海外市场进行相关专利、技术研发工作及市场调研工作，经过数十年对电动车业务的研究以及海外市场考验，公司在新能源的开发、应用、设备接入、电子信息化生态等各个层面，都积累了丰富的实践经验和一体化解决方案。生产运营上，钱江摩托为新能源打造了全新的生产基地，已经实现了独立生产、独立销售、独立运营；品牌矩阵上，通过QJMOTOR e、摩灵等品牌加持，实现了新国标电动自行车、电轻摩、高速电摩等的多赛道布局。

3.3、渠道：网点完善，优化改制持续进行

摩托车销售以线下渠道为主，公司网点数量行业领先。消费者层面，线下渠道的数量和质量一直是消费者选购产品时的重要因素：在品牌形象上，消费者在线下门店的体验，直接影响其对品牌形象的感知；在售后上，线下门店数量的多少也直接影响消费者后续进行售后的便捷与否。**公司层面**，线下渠道数量的多寡直接影响公司对市场需求的感知及品牌渗透力的强弱。公司在线下渠道方面，各品牌在国内共拥有5000多家经销商门店，包括省会旗舰店200多家，地级专卖店2600多家，县级体验店3000多家，为行业内领先水平，具备显著优势。且建设速度仍在加快，例如在2023年，QJMOTOR的线下门店会进一步下沉，覆盖到县/镇/乡级市场，预计新增900+门店。

图21：QJMOTOR 经销商网点覆盖全面



资料来源：公司官网

渠道优化改制持续进行，营销及盈利能力不断提升。伴随物流便捷程度的进一步发展以及社交媒体、营销手段的飞速发展，依靠代理商开拓市场的传统模式效率逐渐降低。公司顺应趋势，完善渠道建设，持续推进渠道优化升级。**在线下：**公司深化实施 Benelli 及 QJiang 渠道直营模式改革，继云南，广西，浙闽后，重点推进了北京、皖苏沪、陕西、广东的改制，打造高效率市场运营团队，提升市场灵活机制和管理机制。**在线上：**公司发力建设基于 LBS 位置服务的线上映射店及车联网服务，为用户提供线上线下的联动服务，加大新媒体的应用力度，建立品牌引流矩阵，进一步拓宽营销渠道。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

摩托车整车业务：公司主营业务为摩托车整车制造与销售，为中大排量摩托领域国内龙头。受益于中大排量摩托市场高景气度，及公司在产品、渠道方面的持续发力，公司业绩有望保持增长态势。我们预计 2023-2025 年公司摩托车整车业务营收分别为 70.7、92.7、114.4 亿元，毛利率分别为 27.2%、27.4%、27.6%。

摩托车配件及加工业务：我们预计 2023-2025 年公司摩托车配件及加工业务营收分别为 2.6、2.9、3.1 亿元，毛利率分别为 38.0%、38.2%、38.2%。

锂电池、封装、控制器等业务：我们预计 2023-2025 年公司锂电池、封装、控制器等业务营收分别为 0.9、0.7、0.5 亿元，毛利率分别为 24.5%、24.6%、24.8%。

房地产开发业务：我们预计 2023-2025 年公司房地产开发业务营收分别均为 0 亿元。

表4：公司营收拆分及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收：亿元	43.1	56.5	74.2	96.2	118.0
YOY	19.3%	31.1%	31.3%	29.7%	22.7%
毛利率	26.2%	27.2%	27.5%	27.7%	27.9%
摩托车整车收入：亿元	39.1	52.8	70.7	92.7	114.4
YOY	24.0%	35.2%	33.8%	31.1%	23.5%
毛利率	25.6%	26.7%	27.2%	27.4%	27.6%
摩托车配件及加工收入：亿元	2.4	2.5	2.6	2.9	3.1
YOY	17.2%	3.6%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	38.1%	37.6%	38.0%	38.2%	38.2%
锂电池、封装、控制器等收入：亿元	1.5	1.2	0.9	0.7	0.5
YOY	-22.9%	-23.3%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
毛利率	22.8%	24.4%	24.5%	24.6%	24.8%
房地产开发收入：亿元	0.01	0.01	0	0	0
YOY	-83.8%	-91.3%	-100%	0	0
毛利率	7.9%	87.8%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

综上，我们预计公司 2023-2025 年营收分别 74.2/96.2/118.0 亿元，归母净利润分别为 5.9/7.8/9.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.11/1.48/1.87 元/股，对应当前股价 PE 分别为 17.3/13.0/10.3 倍，A 股行业 3 家可比公司 PE 均值为 16.3、12.5、9.7 倍。我们认为公司后续将持续受益行业高增长趋势，并在产品、渠道方面持续发力，进一步维持并扩大龙头优势。首次覆盖给予“买入”评级。

表5：可比公司估值

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	(2025E)
603129.SH	春风动力	未评级	204.20	135.72	19.15	13.86	10.18	7.09	9.79	13.33	0.28
603529.SH	爱玛科技	买入	327.98	57.07	15.60	12.50	10.30	4.22	5.27	6.36	0.50
603787.SH	新日股份	未评级	36.62	17.95	14.19	11.06	8.80	1.27	1.62	2.04	0.34
平均					16.31	12.47	9.76				0.37
000913.SZ	钱江摩托	买入	101.12	19.19	17.29	12.97	10.26	1.11	1.48	1.87	0.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2023/05/12，春风动力、新日股份盈利预测数据来自 Wind 一致预期，爱玛科技、钱江摩托盈利预测数据来自开源证券研究所）

5、风险提示

行业政策收紧、原材料价格波动、下游需求不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3347	4717	6292	7129	8527
现金	1515	2795	3337	4329	5311
应收票据及应收账款	511	470	703	602	719
其他应收款	45	51	98	95	141
预付账款	39	61	209	141	288
存货	1117	1251	1821	1839	1943
其他流动资产	121	90	124	124	124
非流动资产	1767	2017	2236	2535	2822
长期投资	350	185	225	270	325
固定资产	667	1053	1245	1479	1682
无形资产	129	363	394	423	449
其他非流动资产	621	416	372	364	367
资产总计	5114	6735	8528	9664	11349
流动负债	1976	2767	4019	4393	5113
短期借款	0	0	222	642	476
应付票据及应付账款	1533	2211	3251	3151	3940
其他流动负债	443	556	547	600	697
非流动负债	124	453	424	422	421
长期借款	12	10	9	7	6
其他非流动负债	112	443	415	415	415
负债合计	2100	3220	4443	4816	5534
少数股东权益	20	19	5	-11	-30
股本	454	469	469	469	469
资本公积	1389	1549	1549	1549	1549
留存收益	1050	1468	2039	2802	3769
归属母公司股东权益	2994	3495	4080	4859	5845
负债和股东权益	5114	6735	8528	9664	11349

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	207	1041	711	1033	1663
净利润	232	397	571	764	967
折旧摊销	78	104	134	166	185
财务费用	13	-187	-30	-10	46
投资损失	-98	14	6	1	-9
营运资金变动	-181	438	9	123	494
其他经营现金流	165	275	20	-11	-20
投资活动现金流	-98	68	-383	-471	-467
资本支出	172	462	340	421	417
长期投资	-43	151	-40	-45	-55
其他投资现金流	117	379	-3	-5	6
筹资活动现金流	251	85	-7	9	-47
短期借款	0	0	222	421	-167
长期借款	12	-1	-1	-1	-1
普通股增加	0	15	0	0	0
资本公积增加	13	159	0	0	0
其他筹资现金流	227	-88	-227	-410	121
现金净增加额	336	1253	321	571	1149

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4309	5648	7416	9619	11802
营业成本	3182	4115	5377	6955	8510
营业税金及附加	231	370	512	644	755
营业费用	158	200	237	298	354
管理费用	213	276	334	423	508
研发费用	216	316	423	548	673
财务费用	13	-187	-30	-10	46
资产减值损失	-44	-88	-96	-115	-142
其他收益	16	17	16	17	18
公允价值变动收益	-30	-5	-4	-6	-5
投资净收益	98	-14	-6	-1	9
资产处置收益	38	3	2	2	1
营业利润	241	464	671	903	1146
营业外收入	14	17	17	17	18
营业外支出	5	5	5	5	4
利润总额	250	476	683	916	1159
所得税	18	78	113	152	192
净利润	232	397	571	764	967
少数股东损益	-6	-20	-14	-15	-19
归属母公司净利润	238	418	585	779	986
EBITDA	284	497	734	994	1235
EPS(元)	0.45	0.79	1.11	1.48	1.87

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.3	31.1	31.3	29.7	22.7
营业利润(%)	-20.3	92.8	44.7	34.5	26.9
归属于母公司净利润(%)	-0.8	75.8	40.0	33.2	26.6
获利能力					
毛利率(%)	26.2	27.2	27.5	27.7	27.9
净利率(%)	5.5	7.4	7.9	8.1	8.4
ROE(%)	7.7	11.3	14.0	15.7	16.6
ROIC(%)	6.2	8.4	10.7	11.8	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	41.1	47.8	52.1	49.8	48.8
净负债比率(%)	-47.0	-68.0	-67.4	-68.6	-77.0
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.0	1.2	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	8.5	12.0	13.2	15.5	19.0
应付账款周转率	3.9	4.7	3.5	4.5	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.79	1.11	1.48	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	1.97	1.35	1.96	3.16
每股净资产(最新摊薄)	5.68	6.63	7.74	9.22	11.09
估值比率					
P/E	42.6	24.2	17.3	13.0	10.3
P/B	3.4	2.9	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	26.8	13.4	8.5	5.7	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn