

投资评级 **优于大市** 维持

一季度盈利表现亮眼，产品结构持续优化

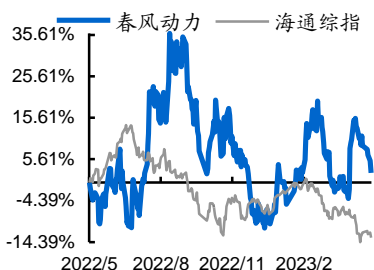
股票数据

05月10日收盘价(元)	129.20
52周股价波动(元)	109.00-173.60
总股本/流通A股(百万股)	150/150
总市值/流通市值(百万元)	19439/19439

相关研究

《新品推出丰富产品矩阵，看好23年表现》
 2023.04.06

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.5	-3.5	0.9
相对涨幅(%)	10.1	-4.2	3.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gq13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:王文杰

Email:wwj14034@haitong.com

证书:S0850523020002

投资要点:

- 事件:** 公司发布22年报及23年一季报，22年及23年一季度分别实现收入113.78、28.79亿元，同比增长44.73%、27.30%；实现归母净利润7.01、2.10亿元，同比增长70.43%、99.57%，实现扣非后归母净利润7.97、1.96亿元，同比增长124.78%、128.79%，基本每股收益4.68、1.40元/股。
- 一季度收入增速环比提升，盈利表现亮眼:** 4Q22/1Q23 公司实现营业收入27.49/28.79亿元，同比增长26.47%/27.30%，实现归母公司净利润1.31/2.10亿元，同比增长43.27%/99.57%，一季度利润同环比均有大幅增长。
- 毛利率环比提升，销售费用大幅增长，净利率改善:** 1Q23公司毛利率34.16%，环比提升3.24pct，毛利率连续五个季度持续提升，我们认为主要由于产品结构改善以及海运费回落。期间费用率方面，销售费用率环比提升5.51pct至14.73%，我们认为主要由于营销费用增加，管理费用率为4.80%，环比下降1.39pct，同比提升1.10pct，研发费用率为5.93%，环比下降1.30pct，同比提升0.94pct，我们认为主要由于公司持续增加研发投入，进行产品力升级，财务费用率环比下降3.77pct至-0.10%，我们认为主要由于汇兑损益变化。综合影响下，公司净利率同比提升2.80pct，环比提升2.38pct至7.54%。
- 主营业务量价齐升，海外拓展持续推进:** 22年公司实现两轮车销量14.53万台，同比增长30.41%；实现营业收入33.72亿元，同比增长46.70%。两轮车的产品谱系和排量段不断完善，大排量车型持续热销，位列行业前茅，并加速布局电动化新赛道，首款高性能电摩打开市场。同时积极拓展海外市场，重回北美市场，并参加国际顶级赛事拉动品牌影响力。四轮车实现销量16.67万台，同比增长10.66%；实现营业收入68.38亿元，同比增长40.14%。四轮车业务收入增幅显著高于销量增幅，产品结构优化带动单价提升，公司深入挖掘欧美市场，欧洲市场占有率保持行业第一，美国市场占有率持续提升。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司23-24年净利润分别10.94、14.87亿元，同比增速56.0%、35.9%，5月10日收盘价对应23-24年PE为17.8、13.1倍，参考可比公司给予公司23年22~24倍PE估值，对应合理价值区间159.94~174.48元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 汇率、海运费波动，市场竞争加剧，海外需求不振。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7861	11378	14234	17762	22127
(+/-)YoY(%)	73.7%	44.7%	25.1%	24.8%	24.6%
净利润(百万元)	412	701	1094	1487	1949
(+/-)YoY(%)	12.8%	70.4%	56.0%	35.9%	31.1%
全面摊薄EPS(元)	2.74	4.66	7.27	9.88	12.96
毛利率(%)	21.5%	25.4%	31.4%	30.4%	30.8%
净资产收益率(%)	11.3%	16.7%	20.7%	22.0%	22.5%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- 国内新园区陆续投产，属地化布局持续推进：**22年公司推动各生产基地运营，形成国内外互补协同格局。目前杭州基地新园区已陆续投入使用，包括合资工厂及新研发体系，泰国基地整车生产运营稳健，墨西哥基地正进行工厂建设，公司以“属地化”策略快速响应客户需求，降低物流成本，实现本地化运营，为产品的快速交付和售后服务提供保障。
- 加大北美市场开拓，优化国内新业务渠道：**22年公司在全球拥有零售网点超3000家，市场遍布北美洲、欧洲、大洋洲等100多个国家和地区，除美国市场外主要与经销商以FOB模式进行贸易，在美国则由全资子公司CFP负责交付，22年美国市场促销费为1.73亿元，同比增长167%，北美市场收入49.03亿元，同比增长112%。国内市场深化渠道直营模式，经销商超800余家，实现直辖市和省会城市全覆盖，地级市覆盖率达90%+，并逐渐向三四线城市下沉，国内经销网点中“CFMOTO”网点超600家，“KTMR2R”网点40余家，“ZEEHO”网点超190家。
- 强化技术研发能力，坚持品类创新：**22年公司研发投入7.52亿元，占营业收入的6.61%，同比增长98.46%。22年新增29项发明专利、346项实用新型专利和17项外观设计专利。累计获得有效授权的专利1080项，其中发明专利67项、实用新型专利838项。公司以客户场景化需求为驱动，各产品线项目按计划稳步推进。22年推出四轮车的儿童电动ATV EV110、摩托车的中排仿赛450SR，以及高性能电摩AE8等新产品，23年春季发布会推出800NK、XO狒狒两款新品，公司产品矩阵日益丰富。

表 1 同业可比公司

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
钱江摩托	000913	两轮摩托车	19.35	16.74
爱玛科技	603529	电动两轮车	59.69	14.45

资料来源：WIND，海通证券研究所 备注：PE为Wind一致预期，收盘价为5月10日；

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	11378	14234	17762	22127
每股收益	4.66	7.27	9.88	12.96	营业成本	8491	9771	12368	15310
每股净资产	28.00	35.14	44.82	57.51	毛利率%	25.4%	31.4%	30.4%	30.8%
每股经营现金流	11.28	12.89	15.23	18.79	营业税金及附加	142	178	222	276
每股股利	0.50	0.13	0.20	0.27	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	876	1637	1776	2213
P/E	27.72	17.77	13.08	9.97	营业费用率%	7.7%	11.5%	10.0%	10.0%
P/B	4.62	3.68	2.88	2.25	管理费用	500	626	782	974
P/S	1.70	1.37	1.09	0.88	管理费用率%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
EV/EBITDA	17.55	11.32	7.10	4.17	EBIT	620	1101	1494	1956
股息率%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	财务费用	-297	-51	-71	-95
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.6%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
毛利率	25.4%	31.4%	30.4%	30.8%	资产减值损失	-33	0	0	0
净利润率	6.2%	7.7%	8.4%	8.8%	投资收益	-123	0	0	0
净资产收益率	16.7%	20.7%	22.0%	22.5%	营业利润	781	1177	1567	2055
资产回报率	7.3%	9.0%	9.7%	10.2%	营业外收支	-6	-2	-2	-3
投资回报率	13.7%	19.3%	20.7%	21.2%	利润总额	774	1175	1565	2052
盈利增长 (%)					EBITDA	716	1179	1576	2044
营业收入增长率	44.7%	25.1%	24.8%	24.6%	所得税	35	59	78	103
EBIT 增长率	39.9%	77.6%	35.7%	31.0%	有效所得税率%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	70.4%	56.0%	35.9%	31.1%	少数股东损益	39	22	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	701	1094	1487	1949
资产负债率	55.0%	55.5%	55.2%	54.3%					
流动比率	1.51	1.56	1.61	1.68	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.08	1.16	1.21	1.28	货币资金	4323	6125	8269	10936
现金比率	0.85	0.93	1.00	1.07	应收账款及应收票据	851	1170	1460	1819
经营效率指标					存货	2067	2409	3050	3775
应收账款周转天数	27.31	30.00	30.00	30.00	其它流动资产	437	498	579	674
存货周转天数	88.87	90.00	90.00	90.00	流动资产合计	7679	10202	13358	17204
总资产周转率	1.19	1.17	1.16	1.15	长期股权投资	34	34	34	34
固定资产周转率	11.89	14.40	17.50	21.35	固定资产	957	988	1015	1036
					在建工程	274	274	274	274
					无形资产	132	138	144	149
					非流动资产合计	1875	1912	1945	1972
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	9554	12115	15302	19175
净利润	701	1094	1487	1949	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	39	22	0	0	应付票据及应付账款	4555	5889	7455	9228
非现金支出	127	77	83	88	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-89	3	2	4	其它流动负债	535	665	830	1021
营运资金变动	920	742	719	785	流动负债合计	5090	6554	8285	10249
经营活动现金流	1698	1939	2291	2826	长期借款	0	0	0	0
资产	-439	-115	-115	-116	其它长期负债	169	169	169	169
投资	351	0	0	0	非流动负债合计	169	169	169	169
其他	12	-2	-2	-2	负债总计	5259	6723	8454	10418
投资活动现金流	-76	-117	-116	-118	实收资本	150	150	150	150
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4212	5286	6743	8652
股权募资	0	1	0	0	少数股东权益	83	105	105	105
其他	-134	-21	-31	-41	负债和所有者权益合计	9554	12115	15302	19175
融资活动现金流	-134	-20	-31	-41					
现金净流量	1680	1802	2144	2667					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
王文杰 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。