

投资评级 优于大市 首次覆盖

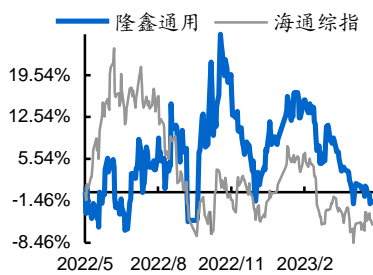
控股股东重整计划获批，大排量摩托驱动成长

股票数据

05月19日收盘价(元)	4.64
52周股价波动(元)	4.39-6.11
总股本/流通A股(百万股)	2054/2054
总市值/流通市值(百万元)	9528/9528

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.1	-6.6	-12.8
相对涨幅(%)	-0.8	-6.3	-10.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郭庆龙

Email: gq113820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师: 王文杰

Email: wwj14034@haitong.com

证书: S0850523020002

投资要点:

- 公司是国内摩托车龙头企业，22年及23年一季度分别实现收入124.10、27.37亿元，同比下滑4.96%、21.87%；实现归母净利润5.27、1.85亿元，同比变动+37.04%、-35.14%，实现扣非后归母净利润4.73、1.54亿元，同比变动+460.08%、-40.55%，基本每股收益0.26、0.09元/股。
- 一季度收入利润同比下滑，无极品牌表现较好：4Q22/1Q23公司实现营业收入29.07/27.37亿元，同比下滑21.91%/21.87%，实现归母公司净利润-2.67/1.85亿元（单22Q1/Q2/Q3分别为2.85/2.79/2.30亿元），一季度收入利润同比均有所下滑，其中无极品牌表现较好，一季度收入同比增长17.25%至2.57亿元，此外高端园林机械产品也已实现量产交付。
- 毛利率同比改善，期间费用率提升使得净利率下滑：1Q23公司毛利率18.28%，同比提升1.20pct。期间费用率方面，销售费用率同比提升0.08pct至1.27%，管理费用率同比提升1.10pct至4.41%，研发费用率同比提升0.92pct至4.27%，我们认为主要由于收入下滑导致费用率提升，财务费用率同比提升0.29pct至0.24%。综合影响下，公司净利率同比减少1.71pct至6.63%，归母净利率同比减少1.38pct至6.76%。
- 无极系列产品矩阵逐步完善，品牌价值提升：22年无极品牌推出了仿赛RR525、休旅DS525X、DS900X、入门级踏板车SR150GT和中高端踏板车SR4MAX，两款踏板车22年累计销量近2万台，根据无极官网，23年初公司推出了Q250、AC300cafe，23年北京摩博会期间推出了巡航CU525、踏板SR250GT，产品矩阵进一步完善。同时公司持续强化品牌推广，通过自媒体、KOL、核心用户三维一体的矩阵式品牌维护体系，持续深入消费者社交场所，宣传“不止于品控”的品牌Slogan，22年全网流量增长超60%。
- 盈利预测与评级：我们预计公司23-24年净利润分别10.19、12.15亿元，同比增速93.2%、19.3%，5月19日收盘价对应23-24年PE为9.4、7.8倍，参考可比公司给予公司23年13-15倍PE估值，对应合理价值区间6.50-7.50元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：原材料成本大幅波动，下游需求不振，新品推出不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13058	12410	13561	15357	17232
(+/-)YoY(%)	25.1%	-5.0%	9.3%	13.2%	12.2%
净利润(百万元)	385	527	1019	1215	1432
(+/-)YoY(%)	-19.8%	37.0%	93.2%	19.3%	17.9%
全面摊薄EPS(元)	0.19	0.26	0.50	0.59	0.70
毛利率(%)	13.8%	17.4%	18.1%	18.5%	18.8%
净资产收益率(%)	5.2%	6.7%	11.8%	12.7%	13.4%

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

- **重整计划获裁定批准, 控股股东预计发生改变:** 根据公司 22 年 11 月 23 日《关于法院裁定批准控股股东重整计划的公告》,《隆鑫集团有限公司等十三家公司实质合并重整计划》已获得法院裁定批准, 公司控股股东隆鑫控股持有的 6.16 亿股 (占公司总股本的 30%) 将过户至以中国合伙人(上海)股权投资基金管理有限公司为牵头方的重整投资人共同投资组建的“新隆鑫控股有限公司”, 其将成为公司新控股股东, 另将 2.07 亿股过户至重整计划规定的其他主体, 2.05 亿股按照普通债权相应比例抵偿给相应债权人。
- 我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.50、0.59、0.70 元。
 - 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 135.61、153.57、172.32 亿元, 同比增长 9.3%、13.2%、12.2%。
 - 我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 10.19、12.15、14.32 亿元, 同比增长 93.2%、19.3%、17.9%。
- **主要盈利预测假设:**
 - 摩托车及发动机业务方面, 我们预计自主品牌无极及大排量发动机将维持较快增长, 带动整体均价提升, 销量 24 年起稳步增长, 23-25 年收入增长 11.18%/16.78%/14.60%。
 - 通用机械产品业务方面, 22 年收入受美国市场影响有所下滑, 我们预计 23 年起恢复增长, 23-25 年收入增长 10%/10%/10%。
 - 毛利率方面, 我们预计随着产品结构优化逐步提升, 23-25 年毛利率分别为 18.14%/18.48%/18.84%。
 - 费用率方面, 我们预计 23-25 年销售费用率维持 1.4%, 管理费用率维持 4%, 研发费用率维持 4%。

表 1 隆鑫通用分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
摩托车及发动机				
销售收入	7902.57	8786.45	10260.83	11758.75
增长率 (YOY)	4.56%	11.18%	16.78%	14.60%
通用机械产品				
销售收入	3413.84	3755.23	4130.75	4543.83
增长率 (YOY)	-18.78%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务				
销售收入	1093.75	1019.20	965.32	929.50
增长率 (YOY)	-15.64%	-6.82%	-5.29%	-3.71%
合计				
销售收入	12410.17	13560.88	15356.90	17232.08
增长率 (YOY)	-4.96%	9.27%	13.24%	12.21%
销售成本	10252.54	11100.55	12518.35	13985.80
毛利率	17.39%	18.14%	18.48%	18.84%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 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)
春风动力	603129	全地形车、两轮车	135.26	18.86
钱江摩托	000913	两轮车	19.45	16.91

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 19 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	12410	13561	15357	17232
每股收益	0.26	0.50	0.59	0.70	营业成本	10253	11101	12518	13986
每股净资产	3.80	4.20	4.67	5.23	毛利率%	17.4%	18.1%	18.5%	18.8%
每股经营现金流	0.58	0.69	0.74	0.84	营业税金及附加	148	162	184	206
每股股利	0.50	0.10	0.12	0.15	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	170	190	215	241
P/E	18.07	9.35	7.84	6.65	营业费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
P/B	1.22	1.10	0.99	0.89	管理费用	474	542	614	689
P/S	0.77	0.70	0.62	0.55	管理费用率%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	5.97	3.73	2.53	1.51	EBIT	695	1184	1396	1630
股息率%	10.8%	2.1%	2.6%	3.1%	财务费用	-168	-36	-59	-85
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.4%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
毛利率	17.4%	18.1%	18.5%	18.8%	资产减值损失	-334	0	0	0
净利润率	4.2%	7.5%	7.9%	8.3%	投资收益	36	41	46	52
净资产收益率	6.7%	11.8%	12.7%	13.4%	营业利润	588	1181	1409	1660
资产回报率	4.2%	7.4%	8.2%	8.8%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	6.6%	10.2%	11.4%	12.0%	利润总额	587	1181	1408	1659
盈利增长 (%)					EBITDA	1200	1494	1712	1951
营业收入增长率	-5.0%	9.3%	13.2%	12.2%	所得税	100	201	239	282
EBIT 增长率	38.8%	70.3%	17.9%	16.8%	有效所得税率%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润增长率	37.0%	93.2%	19.3%	17.9%	少数股东损益	-40	-39	-47	-55
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	527	1019	1215	1432
资产负债率	35.4%	35.1%	33.5%	33.4%					
流动比率	1.98	2.14	2.37	2.50	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.76	1.91	2.12	2.25	货币资金	3479	4655	5547	6944
现金比率	0.90	1.10	1.27	1.42	应收账款及应收票据	1425	1486	1683	1888
经营效率指标					存货	824	912	1029	1150
应收账款周转天数	40.70	40.00	40.00	40.00	其它流动资产	1959	1999	2101	2206
存货周转天数	29.34	30.00	30.00	30.00	流动资产合计	7687	9053	10360	12188
总资产周转率	0.99	0.99	1.04	1.05	长期股权投资	22	22	22	22
固定资产周转率	4.60	5.07	6.16	7.46	固定资产	2698	2674	2495	2311
					在建工程	317	127	87	47
					无形资产	848	826	804	781
					非流动资产合计	4898	4663	4421	4175
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	12585	13716	14781	16363
净利润	527	1019	1215	1432	短期借款	311	340	0	0
少数股东损益	-40	-39	-47	-55	应付票据及应付账款	2152	2342	2641	2950
非现金支出	1079	311	316	321	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-116	-15	-28	-42	其它流动负债	1412	1543	1731	1926
营运资金变动	-253	131	73	73	流动负债合计	3874	4224	4372	4876
经营活动现金流	1196	1407	1529	1729	长期借款	183	183	183	183
资产	-544	-74	-74	-74	其它长期负债	401	401	401	401
投资	89	0	0	0	非流动负债合计	584	584	584	584
其他	59	39	44	50	负债总计	4458	4808	4956	5460
投资活动现金流	-396	-35	-30	-24	实收资本	2054	2054	2054	2054
债权募资	51	29	-340	0	归属于母公司所有者权益	7813	8632	9598	10730
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	314	275	228	173
其他	37	-225	-267	-309	负债和所有者权益合计	12585	13716	14781	16363
融资活动现金流	88	-196	-607	-309					
现金净流量	1006	1176	893	1397					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 19 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,八方股份,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,齐心集团,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

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。