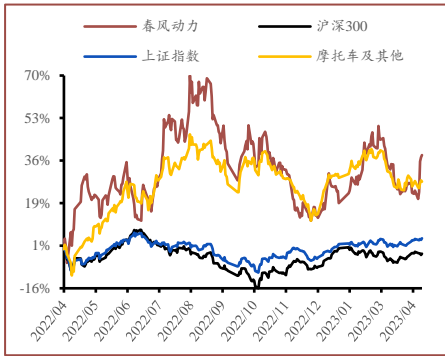


投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-04-14
收盘价(元)	137.85
流通股本(亿股)	1.50
每股净资产(元)	30.16
总股本(亿股)	1.50

最近12月市场表现



分析师 余炜超
SAC 证书编号: S0160522080002
shewc@ctsec.com

分析师 邢重阳
SAC 证书编号: S0160522110003
xingcy01@ctsec.com

联系人 孟欣
mengxin@ctsec.com

联系人 于朔
yushuo@ctsec.com

相关报告

1. 《Q3 业绩持续高增，盈利能力强劲》
2020-10-23

核心观点

- ❖ **事件:** 公司 2022 年实现营业收入 113.78 亿元, 同比+44.73%; 实现归属于母公司所有者的净利润 7.01 亿元, 同比+70.43%; 扣非后归母净利 7.97 亿元, 同比+124.78%。2023Q1 公司实现营业收入 28.79 亿元, 同比+27.3%; 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比+99.57%; 扣非后归母净利 1.96 亿元, 同比+128.79%。
- ❖ **汇率、海运费及产品结构改善助力盈利能力修复:** 2022 年毛利率为 25.4%, 同比+3.8pct, 净利率 6.5%, 同比+1.3pct。2023Q1 毛利率 34.2%, 同比+14.6pct, 环比+3.2pct; 净利率 7.5%, 同比+2.8pct, 环比+2.4pct。我们认为公司盈利主要受益于汇率上升、海运费降低和产品结构改善: 1) 2022 年 Q1/Q4 美元平均汇率 6.35/7.09, 2023 年 Q1 为 6.84; 2) 自 2022 年 2 月中旬起, 海运费回落至 2019-2020 年 H1 水平; 3) 产品结构方面, 四轮车高附加值 UZ 系列产品稳步提升, 两轮车海外、国内并重。展望 2023 年, 汇率、海运费利润促进将延续, 加之海外建厂(泰国、墨西哥)节省关税, 利润率持续修复可期。
- ❖ **多板块稳健发展, 科技赋能创新不断:** 公司全地形车板块深耕欧美市场。出口占国内同类产品 74.28%, 美国市场占有率持续提升, 欧洲市场保持行业第一。两轮车板块深耕消费型摩托市场, 250cc 以上跨骑式摩托车销量领先, 积极国际化, 重新进入北美市场。电动摩托车业务抢占新能源市场, 进军全球出行蓝海。2022 年公司聚焦核心技术, 深化三电领域及智能化布局, 推出“C-LINK”智能化平台。截至 2022 年末, 研发投入 7.52 亿元, 占营收 6.61%, 同比+98.46%, 有效授权专利达 1080 项, 为公司未来发展奠定基础。
- ❖ **投资建议:** 盈利能力不断改进, 产品矩阵日趋完善, 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 145.49/182.87/256.54 亿元, 归母净利润 9.83/14.58/20.57 亿元, 对应 PE 为 21.1/14.2/10.1 倍, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 汇率、原材料价格波动及人力成本上涨风险、禁限摩政策收紧导致国内摩托车需求下滑、外资品牌导致市场竞争加剧; 海外需求不及预期等

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7861	11378	14549	18287	25654
收入增长率(%)	73.71	44.73	27.87	25.69	40.29
归母净利润(百万元)	412	701	983	1458	2057
净利润增长率(%)	12.78	70.43	40.16	48.34	41.02
EPS(元/股)	3.01	4.68	6.53	9.69	13.67
PE	57.48	24.04	21.10	14.22	10.08
ROE(%)	11.32	16.65	18.92	21.92	23.61
PB	7.14	4.00	3.99	3.12	2.38

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7861.49	11378.02	14549.21	18286.81	25654.44	成长性					
减:营业成本	6168.97	8490.96	10660.70	12863.71	17583.16	营业收入增长率	73.7%	44.7%	27.9%	25.7%	40.3%
营业税费	97.29	142.17	180.92	227.95	538.74	营业利润增长率	13.1%	75.2%	43.9%	49.3%	43.3%
销售费用	519.09	875.59	1018.45	1353.22	2052.35	净利润增长率	12.8%	70.4%	40.2%	48.3%	41.0%
管理费用	278.04	499.61	669.26	877.77	1282.72	EBITDA 增长率	9.1%	40.3%	106.5%	33.7%	35.0%
研发费用	379.00	752.16	727.46	1188.64	1744.50	EBIT 增长率	6.5%	39.9%	121.8%	33.1%	36.8%
财务费用	32.51	-297.49	219.57	160.51	111.65	NOPLAT 增长率	7.9%	45.9%	113.6%	31.7%	35.3%
资产减值损失	-7.77	-32.52	-18.00	0.00	0.00	投资资本增长率	138.9%	16.9%	27.8%	9.6%	20.8%
加:公允价值变动收益	8.74	-13.81	0.00	0.00	0.00	净资本增长率	142.7%	16.7%	24.0%	28.7%	31.5%
投资和汇兑收益	26.20	-122.76	2.91	3.66	5.13	利润率					
营业利润	445.70	780.95	1123.42	1677.19	2402.87	毛利率	21.5%	25.4%	26.7%	29.7%	31.5%
加:营业外净收支	3.43	-6.45	-2.80	3.43	-6.45	营业利润率	5.7%	6.9%	7.7%	9.2%	9.4%
利润总额	449.13	774.49	1120.61	1680.61	2396.42	净利率	5.2%	6.5%	7.1%	8.4%	8.4%
减:所得税	37.63	34.55	89.65	151.26	239.64	EBITDA/营业收入	6.5%	6.3%	10.2%	10.8%	10.4%
净利润	411.52	701.37	983.05	1458.28	2056.53	EBIT/营业收入	5.6%	5.4%	9.5%	10.0%	9.8%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	3375.19	4323.19	6225.06	6080.53	8604.59	固定资产周转天数	20	31	25	27	23
交易性金融资产	581.13	65.26	65.26	65.26	65.26	流动营业资本周转天数	-50	-56	-64	-52	-62
应收帐款	648.67	851.22	1014.12	1359.74	1965.80	流动资产周转天数	301	246	258	220	227
应收票据	0.00	0.00	242.49	-90.10	410.78	应收帐款周转天数	23	24	23	23	23
预付帐款	113.74	116.91	171.67	192.13	272.88	存货周转天数	72	77	74	76	75
存货	1558.36	2067.45	2325.89	3064.11	4269.84	总资产周转天数	279	277	270	256	230
其他流动资产	137.35	120.59	120.59	120.59	120.59	投资资本周转天数	171	139	138	121	104
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	11.3%	16.7%	18.9%	21.9%	23.6%
长期股权投资	4.38	33.95	49.50	72.05	91.11	ROA	5.2%	7.3%	8.0%	10.6%	10.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	11.0%	13.7%	22.9%	27.5%	30.9%
固定资产	431.54	956.85	978.09	1358.38	1620.22	费用率					
在建工程	444.28	274.13	364.13	664.13	864.13	销售费用率	6.6%	7.7%	7.0%	7.4%	8.0%
无形资产	141.37	132.14	128.40	121.92	116.81	管理费用率	3.5%	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%
其他非流动资产	47.64	98.64	98.64	98.64	98.64	财务费用率	0.4%	-2.6%	1.5%	0.9%	0.4%
资产总额	7970.76	9554.16	12274.57	13716.63	19122.95	三费/营业收入	10.6%	9.5%	13.1%	13.1%	13.4%
短期债务	0.00	0.00	60.00	-440.00	-840.00	偿债能力					
应付帐款	2011.93	2091.07	3264.11	3074.79	5673.74	资产负债率	53.8%	55.0%	56.6%	50.0%	52.9%
应付票据	1751.11	2463.87	2646.90	3629.37	4874.80	负债权益比	116.6%	122.4%	130.5%	100.1%	112.2%
其他流动负债	7.73	9.84	9.84	9.84	9.84	流动比率	1.55	1.51	1.54	1.55	1.47
长期借款	0.00	0.00	100.00	-300.00	-700.00	速动比率	1.12	1.06	1.15	1.08	1.04
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	287.41	328.53	227.75	-122.13	-37.52
负债总额	4291.14	5259.12	6948.56	6861.27	10110.81	分红指标					
少数股东权益	43.23	83.05	130.97	202.05	302.29	DPS(元)	0.83	1.41	0.00	0.00	0.00
股本	150.08	149.83	149.83	149.83	149.83	分红比率					
留存收益	1025.08	1602.08	2585.13	4043.41	6099.94	股息收益率	0.5%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3679.63	4295.04	5326.01	6855.37	9012.14	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	3.01	4.68	6.53	9.69	13.67
净利润	411.52	701.37	983.05	1458.28	2056.53	BVPS(元)	24.23	28.11	34.53	44.22	57.89
加:折旧和摊销	66.97	95.63	102.93	146.38	163.58	PE(X)	57.5	24.0	21.1	14.2	10.1
资产减值准备	5.45	31.21	28.00	0.00	0.00	PB(X)	7.1	4.0	4.0	3.1	2.4
公允价值变动损失	-8.74	13.81	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	19.22	-187.98	6.04	-14.99	-66.74	P/S	3.3	1.5	1.4	1.1	0.8
投资收益	-26.20	122.76	-2.91	-3.66	-5.13	EV/EBITDA	44.3	17.5	10.0	7.0	3.9
少数股东损益	-0.02	38.57	47.92	71.08	100.24	CAGR(%)					
营运资金的变动	-178.43	920.34	807.34	32.66	1753.84	PEG	4.5	0.3	0.5	0.3	0.2
经营活动产生现金流量	263.72	1697.76	1972.26	1682.67	4003.65	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-386.74	-75.66	-234.35	-842.19	-646.34	REP					
融资活动产生现金流量	1602.79	-133.54	163.96	-985.01	-833.26						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。