

研究所
 证券分析师： 杨仁文 S0350521120001
 yangrw@ghzq.com.cn
 联系人： 马川琪 S0350121090021
 macq@ghzq.com.cn

调结构+降运费，一季报业绩超预期 ——春风动力（603129）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

相对沪深300表现		2023/04/14		
表现	1M	3M	12M	
春风动力	2.7%	10.1%	48.6%	
沪深300	2.7%	0.4%	-2.4%	

市场数据

市场数据		2023/04/14
当前价格(元)		137.85
52周价格区间(元)		91.41-173.60
总市值(百万)		20,740.11
流通市值(百万)		20,740.11
总股本(万股)		15,045.42
流通股本(万股)		15,045.42
日均成交额(百万)		282.07
近一月换手(%)		0.96

事件：

春风动力发布 2022 年年度报告和 2023 年一季度报告：2022 年公司实现营收 113.8 亿元，同比增长 44.7%，归母净利润 7.01 亿元，同比增长 70.4%，毛利率 25.37%，较上年度提升 3.84pcts。2023Q1 实现营收 28.8 亿元，同比增长 27.3%，归母净利润 2.1 亿元，同比增长 99.6%。

投资要点：

■ **四轮车和两轮车齐飞** 2022 年公司四轮全地形车累计销售 16.67 万辆，实现销售收入 68.38 亿元，同比增长 40.14%。公司全地形车出口额占国内同类产品出口额 74.28%，稳居龙头地位；美国市场与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩，市占率稳步提升，并加速迈向全球第一梯队；欧洲市场市占率继续保持行业第一。

两轮车业务，公司大排量产品谱系的补齐， $\geq 250\text{cc}$ 跨骑式摩托车销量位列行业前茅，特别是中排仿赛 450SR 一经上市呈现热销效应。同时，两轮车从国内为主，向深耕国内与拓展海外并重转变，时隔十年重新进入北美市场，打开全球化新格局，持续打开市场空间。

■ **产品结构调优** 全地形车平均售价从 2021 年的 3.2 万元提升至 2022 年的 4.1 万元，主要得益于产品结构持续调优，高附加值 UIZ 系列产品稳步提升。

■ **海运费降低** 从 2022Q1 起海运费逐步回落，2023Q1 海运费已回落至疫情前较低的水平。展望 2023 全年，我们预计海运费下降贡献的利润将得以延续。

■ **盈利预测和投资评级** 鉴于公司 2023Q1 业绩超预期，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年公司总营收分别是 148.5/188.9/225.4 亿元，归母净利润分别是 11.3/15.4/20.2 亿元，对应摊薄 EPS 为 7.50/10.25/13.41 元，对应 PE 分别为 18.37/13.45/10.28X。公司 2023 年一季度超预期，产品结构改善和海运费降低带来的利好预计仍将持续，维持“买入”评级。

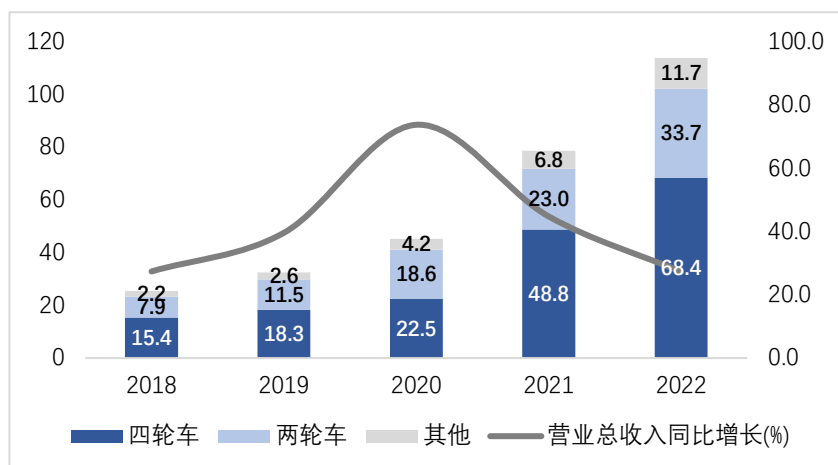
■ **风险提示** 经济下行，需求不足风险；供应链涨价风险；海外衰退，需求不足风险；产品推新不及预期风险；海运费涨价风险；汇率波动

风险；市场波动，估值中枢下降风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11378.02	14850.23	18892.02	22540.38
增长率(%)	44.73	30.52	27.22	19.31
归母净利润（百万元）	701.37	1,128.85	1,542.28	2,017.31
增长率(%)	70.43	60.95	36.62	30.80
摊薄每股收益（元）	4.66	7.50	10.25	13.41
ROE(%)	16.65	21.14	22.41	22.67
P/E	24.04	18.37	13.45	10.28
P/B	4.00	3.88	3.01	2.33
P/S	1.48	1.40	1.10	0.92
EV/EBITDA	17.55	10.81	7.26	4.41

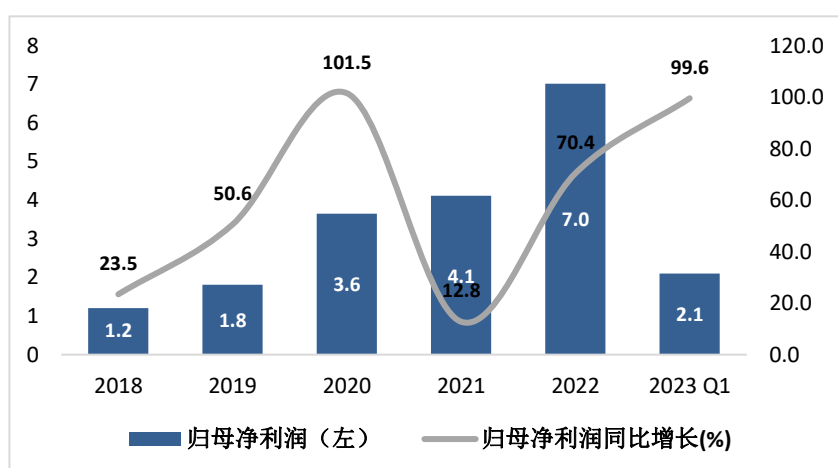
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 2018-2022 年春风动力营收 (亿元, 左轴) 和增速 (% , 右轴)



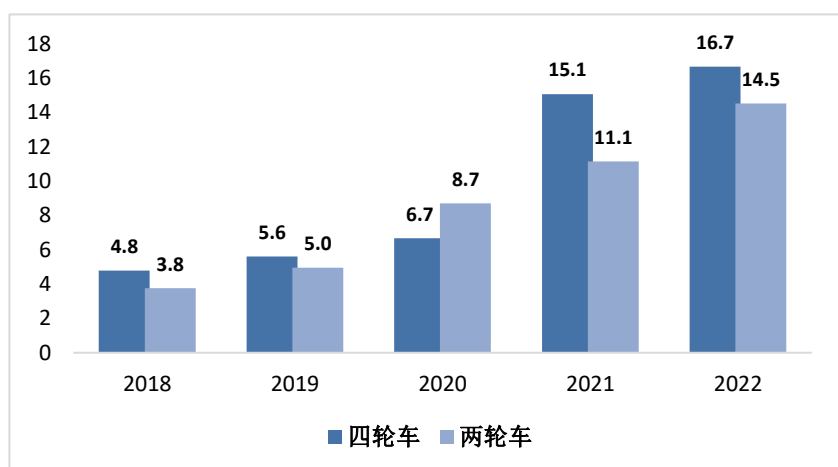
资料来源: iFind、国海证券研究所

图 2: 2018-2023Q1 春风动力归母净利润 (亿元, 左轴) 和增速 (% , 右轴)



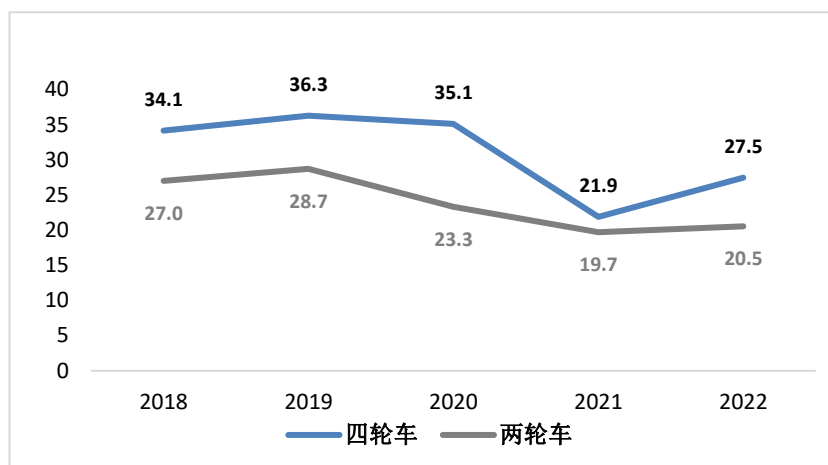
资料来源: iFind、国海证券研究所

图 3: 2018-2022 年春风动力销量 (万台): 分车型



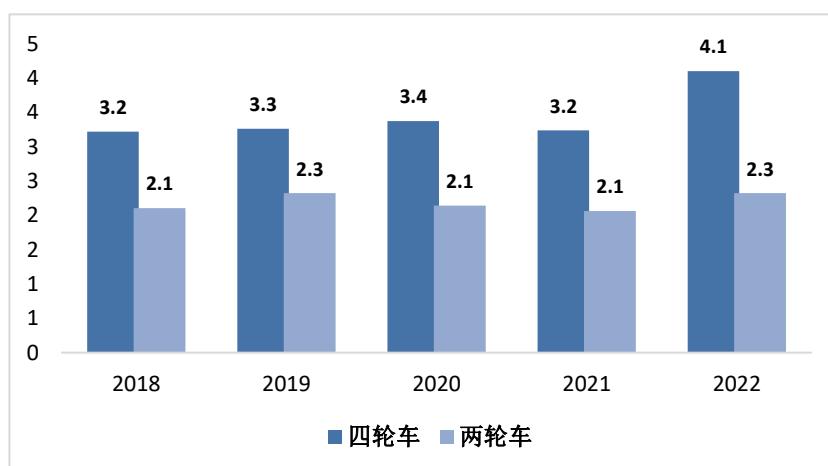
资料来源: iFind、国海证券研究所

图 4: 2018-2022 毛利率(%)变化: 分车型



资料来源: iFind、国海证券研究所

图 5: 2018-2022 年春风动力平均销售价格(万元)



资料来源: iFind、国海证券研究所

附表：春风动力盈利预测表

证券代码:	603129.SH				股价:	137.85	投资评级:	买入		日期:	2023/04/14	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值				2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标							
ROE	16.65%	21.14%	22.41%	22.67%	EPS	4.68	7.50	10.25	13.41			
毛利率	25.37%	29.94%	29.91%	29.86%	BVPS	28.11	35.50	45.75	59.16			
期间费率	9.47%	12.71%	12.95%	12.10%	估值							
销售净利率	6.16%	7.60%	8.16%	8.95%	P/E	24.04	18.37	13.45	10.28			
成长能力					P/B							
收入增长率	44.73%	30.52%	27.22%	19.31%	P/S	1.48	1.40	1.10	0.92			
利润增长率	70.43%	60.95%	36.62%	30.80%								
营运能力					利润表 (百万元)							
总资产周转率	1.19	1.28	1.25	1.25	营业收入	11378.02	14850.23	18892.02	22540.38			
应收账款周转率	13.37	13.42	13.65	14.20	营业成本	8490.96	10403.37	13241.12	15809.25			
存货周转率	5.50	7.51	5.96	7.57	营业税金及附加	142.17	207.90	264.49	315.57			
偿债能力					销售费用							
资产负债率	55.05%	52.62%	52.91%	48.84%	管理费用	499.61	668.26	850.14	969.24			
流动比	1.51	1.57	1.59	1.74	财务费用	-297.49	-147.49	-47.49	0			
速动比	1.06	1.19	1.15	1.35	其他费用 / (-收入)	752.16	980.12	1227.98	1442.58			
资产负债表 (百万元)					营业利润							
现金及现金等价物	4388.45	5851.01	7391.89	9977.72	营业外净收支	-6.45	0	0	0			
应收款项	851.22	1106.39	1384.02	1587.32	利润总额	774.49	1297.52	1764.98	2308.59			
存货净额	2067.45	1978.30	3171.02	2977.02	所得税费用	34.55	115.48	150.02	196.23			
其他流动资产	371.96	355.28	467.87	443.41	净利润	739.94	1182.04	1614.95	2112.36			
流动资产合计	7679.08	9290.98	12414.79	14985.47	少数股东损益	38.57	53.19	72.67	95.06			
固定资产	956.85	1334.47	1691.23	2027.89	归属于母公司净利润	701.37	1128.85	1542.28	2017.31			
在建工程	274.13	245.48	221.13	200.43	现金流量表 (百万元)							
无形资产及其他	610.16	654.20	698.25	742.30	经营活动现金流	1697.76	2090.40	2049.93	3094.90			
长期股权投资	33.95	33.95	33.95	33.95	净利润	701.37	1128.85	1542.28	2017.31			
资产总计	9554.16	11559.08	15059.35	17990.03	少数股东权益	38.57	53.19	72.67	95.06			
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	95.63	115.94	132.49	148.95			
应付款项	4554.94	5147.85	6833.78	7471.70	公允价值变动	13.81	0	0	0			
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	920.34	673.54	302.38	833.47			
其他流动负债	535.14	765.11	964.50	1144.90	投资活动现金流	-75.66	-627.83	-509.05	-509.07			
流动负债合计	5090.08	5912.96	7798.28	8616.60	资本支出	-438.92	-509.03	-509.05	-509.07			
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	350.98	0	0	0			
其他长期负债	169.03	169.03	169.03	169.03	其他	12.28	-118.80	0	0			
长期负债合计	169.03	169.03	169.03	169.03	筹资活动现金流	-133.54	0	0	0			
负债合计	5259.12	6082.00	7967.31	8785.64	债务融资	0	0	0	0			
股本	150.45	150.45	150.45	150.45	权益融资	0	0	0	0			
股东权益	4295.04	5477.08	7092.04	9204.40	其它	-133.54	0.00	0.00	0.00			
负债和股东权益总计	9554.16	11559.08	15059.35	17990.03	现金净增加额	1680.17	1462.56	1540.88	2585.83			

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【产业研究小组介绍】

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND 等最佳分析师第一名。

马川琪：美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

【分析师承诺】

杨仁文，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。