

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

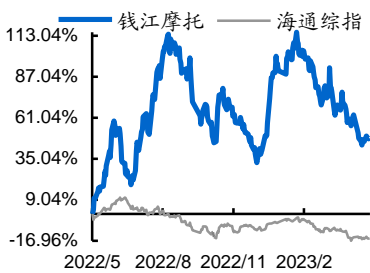
大排量摩托车龙头，聚焦主业实现高增

股票数据

05月19日收盘价(元)	19.45
52周股价波动(元)	12.55-29.60
总股本/流通A股(百万股)	527/454
总市值/流通市值(百万元)	10249/8821

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.5	-12.6	-26.3
相对涨幅(%)	-5.2	-12.2	-24.0

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56.48、13.34亿元, 同比增长31.07%、43.46%; 实现归母净利润4.18、0.74亿元, 同比增长75.78%、112.12%, 实现扣非后归母净利润3.95、0.73亿元, 同比增长113.01%、124.98%, 基本每股收益0.92、0.15元/股。
- **一季度收入同比较快增长, 盈利同比翻倍:** 4Q22/1Q23 公司实现营业收入11.68/13.34亿元, 同比增长35.33%/43.46%, 实现归母公司净利润0.08/0.74亿元(单22Q1/Q2/Q3分别为0.35/1.65/2.10亿元), 一季度收入利润同比均实现较快增长。22年公司累计销售38.72万辆摩托车, 其中250cc及以上大排量摩托车销量17.50万辆, 同比增长57%, 尤其国内大排量表现亮眼。
- **毛利率基本稳定, 净利率改善:** 1Q23 公司毛利率25.28%, 同比下降0.35pct。期间费用率方面, 销售费用率同比下降0.53pct至3.39%, 管理费用率同比下降0.46pct至5.01%, 我们认为主要由于收入增长摊薄费用, 研发费用率持平在5.29%, 财务费用率同比下降1.19pct至-0.65%, 我们认为主要由于利息收入增加。综合影响下, 公司净利率同比提升2.02pct至5.44%。
- **营销网络全面覆盖, 产品矩阵不断丰富:** 公司各品牌在国内共拥有近3000家门店, 22年QJMOTOR新建门店超500家, 其中E网门店超200家, Benelli渠道结构优化, 门店形象及服务能力提升, 自主外贸渠道加快建设, 新增13家渠道。22年公司持续丰富产品矩阵, 在国内共上市17款燃油车、18款电动车, 并在米兰展出了2款ATV产品, 同时通过推动市场和用户在自媒体平台传播, 打造了“国货之光”闪300S和赛600爆款, 22年QJMOTOR销量超10万台, 250cc以上大排量摩托车获得国内销售冠军。
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司23-24年净利润分别6.10、8.19亿元, 同比增速46.1%、34.2%, 5月19日收盘价对应22-23年PE为16.8、12.5倍, 参考可比公司给予公司23年20-22倍PE估值, 对应合理价值区间23.20-25.52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。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4309	5648	7537	9834	12206
(+/-)YoY(%)	19.3%	31.1%	33.4%	30.5%	24.1%
净利润(百万元)	238	418	610	819	1054
(+/-)YoY(%)	-0.8%	75.8%	46.1%	34.2%	28.7%
全面摊薄EPS(元)	0.45	0.79	1.16	1.55	2.00
毛利率(%)	26.2%	27.2%	28.3%	28.6%	28.9%
净资产收益率(%)	7.9%	11.9%	14.7%	16.6%	17.7%

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

- 我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.16、1.55、2.00 元。
 - 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 75.37、98.34、122.06 亿元，同比增长 33.4%、30.5%、24.1%。
 - 我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 6.10、8.19、10.54 亿元，同比增长 46.1%、34.2%、28.7%。
- **主要盈利预测假设:**
 - 两轮摩托车业务方面，我们预计产品结构将持续优化，大排量摩托有望驱动收入快速增长，23-25 年收入增长 35.51%/31.62%/24.61%。
 - 摩托车配件及加工业务方面，我们预计未来几年还将和两轮摩托车业务同步增长，23-25 年收入增长 20%/20%/20%。
 - 毛利率方面，我们预计海运、原材料回落使得 23 年起毛利率修复，23-25 年毛利率分别为 28.27%/28.56%/28.87%。
 - 费用率方面，我们预计 23-25 年销售费用率维持 3.5%，管理费用率维持 4.9%，研发费用率维持 5.5%。

表 1 钱江摩托分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
两轮摩托车				
销售收入	5281.63	7157.21	9420.09	11737.93
增长率 (YOY)	35.20%	35.51%	31.62%	24.61%
摩托车配件及加工				
销售收入	247.40	296.88	356.26	427.51
增长率 (YOY)	3.64%	20.00%	20.00%	20.00%
合计				
销售收入	5648.39	7537.07	9834.43	12206.09
增长率 (YOY)	31.07%	33.44%	30.48%	24.12%
销售成本	4114.83	5406.44	7025.86	8681.95
毛利率	27.15%	28.27%	28.56%	28.87%

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
爱玛科技	603529	电动两轮车	36.40	13.22

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	5648	7537	9834	12206
每股收益	0.79	1.16	1.55	2.00	营业成本	4115	5406	7026	8682
每股净资产	6.63	7.86	9.36	11.29	毛利率%	27.2%	28.3%	28.6%	28.9%
每股经营现金流	1.97	1.64	2.55	2.75	营业税金及附加	370	513	669	830
每股股利	0.50	0.04	0.06	0.08	营业税金率%	6.5%	6.8%	6.8%	6.8%
价值评估 (倍)					营业费用	200	264	344	427
P/E	24.54	16.80	12.52	9.72	营业费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	2.93	2.47	2.08	1.72	管理费用	276	369	482	598
P/S	1.61	1.36	1.04	0.84	管理费用率%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
EV/EBITDA	14.34	8.88	5.61	3.40	EBIT	299	633	852	1096
股息率%	2.6%	0.2%	0.3%	0.4%	财务费用	-187	-79	-104	-136
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-3.3%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
毛利率	27.2%	28.3%	28.6%	28.9%	资产减值损失	-88	0	0	0
净利润率	7.4%	8.1%	8.3%	8.6%	投资收益	-14	0	0	0
净资产收益率	11.9%	14.7%	16.6%	17.7%	营业利润	464	672	907	1170
资产回报率	6.2%	7.5%	8.2%	8.8%	营业外收支	12	11	11	11
投资回报率	7.1%	12.9%	14.8%	15.9%	利润总额	476	684	918	1181
盈利增长 (%)					EBITDA	411	752	976	1225
营业收入增长率	31.1%	33.4%	30.5%	24.1%	所得税	78	103	138	177
EBIT 增长率	101.8%	111.7%	34.6%	28.6%	有效所得税率%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	75.8%	46.1%	34.2%	28.7%	少数股东损益	-20	-29	-39	-50
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	418	610	819	1054
资产负债率	47.8%	48.9%	51.2%	51.4%					
流动比率	1.70	1.74	1.71	1.75	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.23	1.25	1.24	1.27	货币资金	2795	3595	4803	6110
现金比率	1.01	1.03	1.03	1.07	应收账款及应收票据	470	619	808	1003
经营效率指标					存货	1251	1629	2117	2616
应收账款周转天数	29.21	30.00	30.00	30.00	其它流动资产	201	224	267	311
存货周转天数	110.98	110.00	110.00	110.00	流动资产合计	4717	6067	7996	10041
总资产周转率	0.84	0.93	0.98	1.01	长期股权投资	185	185	185	185
固定资产周转率	5.36	7.18	9.44	11.87	固定资产	1053	1050	1042	1028
					在建工程	31	31	31	31
					无形资产	363	362	362	361
					非流动资产合计	2017	2013	2004	1990
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	6735	8081	10001	12031
净利润	418	610	819	1054	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-20	-29	-39	-50	应付票据及应付账款	2211	2903	3754	4615
非现金支出	208	119	124	129	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-49	-11	-10	-11	其它流动负债	556	591	911	1116
营运资金变动	484	177	450	328	流动负债合计	2767	3495	4664	5731
经营活动现金流	1041	866	1343	1450	长期借款	10	10	10	10
资产	-458	-102	-102	-102	其它长期负债	443	443	443	443
投资	156	0	0	0	非流动负债合计	453	453	453	453
其他	370	-2	-2	-2	负债总计	3220	3948	5117	6184
投资活动现金流	68	-104	-104	-103	实收资本	469	527	527	527
债权募资	-31	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3495	4143	4932	5947
股权募资	109	58	0	0	少数股东权益	19	-10	-49	-99
其他	7	-21	-31	-41	负债和所有者权益合计	6735	8081	10001	12031
融资活动现金流	85	37	-31	-41					
现金净流量	1253	800	1209	1306					

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,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

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。