

春风动力 (603129.SH)

强烈推荐 (维持)

加速迈向全球，利润率进入持续改善阶段

事件：公司发布 2022 年年报以及 23 年一季报。

公司全年实现：1) 营业收入 113.78 亿元，同比增长 44.73%；2) 归母净利润 7.01 亿元，同比增长 70.43%；3) 扣非后归母净利润：7.97 亿元，同比增长 124.78%。

公司 23 年 Q1 实现：营业收入 28.79 亿元，同比增长 27.3%；2) 归母净利润 2.1 亿元，同比增长 99.57%；3) 扣非后归母净利润 1.96 亿元，同比增长 128.79%。

□ 两轮四轮销量持续增长。产品 ASP 提升显著。

1) 两轮车方面：根据公司 22 年年报披露，公司全年共销售两轮车 14.5 万辆，同比增长 30.4%；两轮车收入约为 33.7 亿元，同比增长 46.7%；对应两轮车 ASP 约为 2.32 万。大排量产品占比的提升带来公司两轮车收入结构的显著优化，我们认为随着 450SR 持续爆火以及更多新品的上市，未来产品结构还有望进一步优化。

2) 四轮车方面：公司 22 年全年共销售四轮车 16.67 万辆，同比增长 10.7%；四轮车实现收入 68.38 亿元，同比增长 40.1%；对应四轮车 ASP 约为 4.1 万元，增长 26.6%。我们认为公司四轮车 ASP 的提升主要是由于公司出口产品中高价值量的 U/Z 系列占比不断提升拉高了产品单价以及公司去年对四轮车产品整体提价导致。

□ 四轮车龙头地位稳固，两轮车产品谱系逐渐完善。根据公司年报披露，公司全地形车出口额已经占据国内同类产品出口额的 74.28%，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。我们持续看好后续公司四轮车出口业务。两轮车方面，公司 450SR 销售持续火爆，同时公司两轮车在国内与海外同时发力，时隔十年重新进入北美市场，全球化布局更上一层楼新台阶。

□ 电摩渠道网点不断拓展，高性能车上市助力新能源业务增长。根据公司年报披露，公司电摩的渠道网点目前已经拓展至 194 家，相较 22 年 H1 时增加了 71 家，进展较为顺利。与此同时，公司首款高性能电摩 AE8、MINI 跨骑车也全新上市，未来电摩有望发展成为公司的第三增长曲线。

□ 公司盈利能力继续提升。公司 22 年毛利率由 21 年的 21.53 提升 3.84pct 至 25.37%，净利率由 5.23% 提升 1.27 个 pct 至 6.5%。我们认为公司产品竞争力强，未来有继续提价的可能，加上公司本身高毛利的产品销售占比也在不断提升，未来有望持续增加自身的盈利能力。

□ 公司壁垒清晰，海外市场地位稳固，维持“强烈推荐”投资评级。我们预计公司 23-25 年营收为 149.7 亿元、197.9 亿元、262.5 亿元，归母净利润为 10.8 亿元、16.3 亿元、25.1 亿元，对应当前市值 PE 为 17.1 倍、11.3 倍、7.4 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：美元兑人民币汇率下跌、海外需求疲软、经济衰退等。

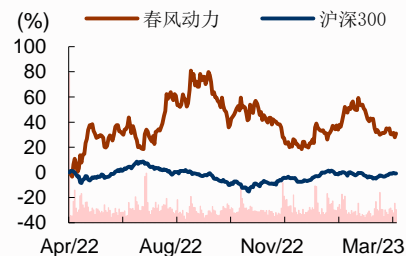
TMT 及中小盘/中小市值
目标估值：NA
当前股价：122.97 元

基础数据

总股本 (万股)	15045
已上市流通股 (万股)	15045
总市值 (亿元)	185
流通市值 (亿元)	185
每股净资产 (MRQ)	30.2
ROE (TTM)	17.8
资产负债率	52.3%
主要股东	春风控股集团有限公司
主要股东持股比例	29.91%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-4	22
相对表现	-14	-14	22



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《春风动力 (603129) — 全年年报利润预增，高端产品走向世界》 2023-01-29
- 《春风动力 (603129) — 收入端大超预期，产品结构趋势向好》 2022-10-22
- 《春风动力 (603129) — 收入强劲增长，450SR 及电摩值得期待》 2022-08-23

董瑞斌 S1090516030002

✉ dongruibin@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7861	11378	14970	19787	26247
同比增长	74%	45%	32%	32%	33%
营业利润(百万元)	446	781	1191	1794	2753
同比增长	13%	75%	52%	51%	53%
归母净利润(百万元)	412	701	1079	1634	2508
同比增长	13%	70%	54%	51%	53%
每股收益(元)	2.74	4.66	7.17	10.86	16.67
PE	45.0	26.4	17.1	11.3	7.4
PB	5.1	4.4	3.6	2.9	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6480	7679	9789	12829	16819
现金	3375	4323	5349	6972	9315
交易性投资	581	65	65	65	65
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	649	851	1094	1447	1919
其它应收款	63	0	0	0	0
存货	1558	2067	2787	3692	4667
其他	253	372	494	653	853
非流动资产	1491	1875	2353	2792	3196
长期股权投资	4	34	34	34	34
固定资产	432	957	1452	1906	2323
无形资产商誉	141	132	119	107	96
其他	914	752	748	745	742
资产总计	7971	9554	12142	15622	20015
流动负债	4172	5090	6750	8830	11067
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3763	4555	6164	8167	10322
预收账款	145	150	203	268	339
其他	264	385	384	394	406
长期负债	119	169	169	169	169
长期借款	0	0	0	0	0
其他	119	169	169	169	169
负债合计	4291	5259	6919	8999	11236
股本	150	150	150	150	150
资本公积金	2388	2435	2435	2435	2435
留存收益	1098	1627	2495	3805	5823
少数股东权益	43	83	142	232	370
归属于母公司所有者权益	3636	4212	5080	6391	8408
负债及权益合计	7971	9554	12142	15622	20015

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	264	1698	1597	2342	3378
净利润	411	740	1139	1724	2646
折旧摊销	63	83	97	137	173
财务费用	19	(188)	(200)	(150)	0
投资收益	(26)	123	(34)	(39)	(39)
营运资金变动	(177)	985	578	650	576
其它	(27)	(45)	17	20	22
投资活动现金流	(387)	(76)	(550)	(545)	(545)
资本支出	(386)	(448)	(584)	(584)	(584)
其他投资	(0)	372	34	39	39
筹资活动现金流	1603	(134)	(21)	(174)	(490)
借款变动	(72)	(425)	(10)	0	0
普通股增加	16	(0)	0	0	0
资本公积增加	1773	47	0	0	0
股利分配	(112)	(125)	(211)	(324)	(490)
其他	(3)	369	200	150	0
现金净增加额	1480	1489	1026	1623	2343

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7861	11378	14970	19787	26247
营业成本	6169	8491	11490	15224	19242
营业税金及附加	97	142	187	247	328
营业费用	519	876	1108	1187	1706
管理费用	278	500	524	653	945
研发费用	379	752	704	871	1312
财务费用	33	(297)	(200)	(150)	0
资产减值损失	(5)	(31)	0	0	0
公允价值变动收益	9	(14)	0	5	5
其他收益	29	34	34	34	34
投资收益	26	(123)	0	0	0
营业利润	446	781	1191	1794	2753
营业外收入	5	2	2	2	2
营业外支出	1	9	9	3	3
利润总额	449	774	1184	1793	2752
所得税	38	35	46	69	106
少数股东损益	(0)	39	59	90	138
归属于母公司净利润	412	701	1079	1634	2508

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	74%	45%	32%	32%	33%
营业利润	13%	75%	52%	51%	53%
归母净利润	13%	70%	54%	51%	53%
获利能力					
毛利率	21.5%	25.4%	23.2%	23.1%	26.7%
净利率	5.2%	6.2%	7.2%	8.3%	9.6%
ROE	16.0%	17.9%	23.2%	28.5%	33.9%
ROIC	16.7%	11.6%	20.0%	26.7%	34.4%
偿债能力					
资产负债率	53.8%	55.0%	57.0%	57.6%	56.1%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
存货周转率	5.0	4.7	4.7	4.7	4.6
应收账款周转率	15.9	15.2	15.4	15.6	15.6
应付账款周转率	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
每股资料(元)					
EPS	2.74	4.66	7.17	10.86	16.67
每股经营净现金	1.75	11.28	10.61	15.57	22.45
每股净资产	24.17	28.00	33.77	42.48	55.89
每股股利	0.83	1.40	2.15	3.26	5.00
估值比率					
PE	45.0	26.4	17.1	11.3	7.4
PB	5.1	4.4	3.6	2.9	2.2
EV/EBITDA	38.6	37.2	18.5	11.3	6.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于2016年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016年中小盘新财富最佳分析师第五名，2017年中小盘新财富最佳分析师第二名及水晶球第二名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。