

摩托车行业报告：成长中的大排量 ——两轮车三部曲系列之摩托车

评级：推荐(首次覆盖)

杨仁文(证券分析师)

S0350521120001

yangrw@ghzq.com.cn

马川琪(联系人)

S0350121090021

macq@ghzq.com.cn

相关报告

《电动两轮车行业报告：全球化与“油改电”——两轮车三部曲系列之电动两轮车》——2023-01-13

重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2023/03/15	EPS			PE			投资评级
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
603129.SH	春风动力	133.64	3.01	4.66	7.07	57.48	28.68	18.90	买入（首次覆盖）
000913.SZ	钱江摩托	23.05	0.52	0.80	1.15	27.29	28.95	20.07	买入（首次覆盖）
603766.SH	隆鑫通用	5.04	0.19	0.45	0.54	29.40	11.14	9.37	未评级
001696.SZ	宗申动力	6.74	0.42	-	-	17.32	-	-	未评级
003033.SZ	征和工业	39.10	0.96	1.99	2.78	28.60	19.66	14.06	未评级

资料来源：wind资讯，国海证券研究所（注：未评级公司盈利预测来自wind一致预期）

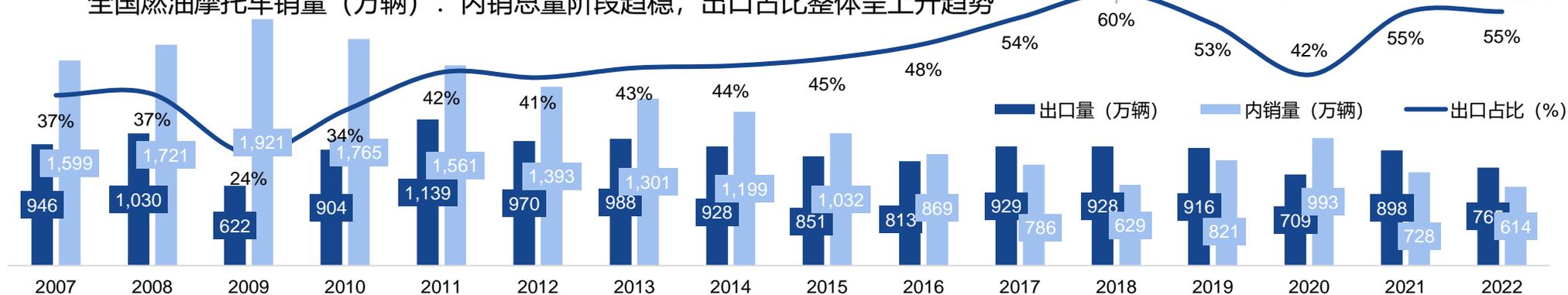
- **中国摩托车行业发展历程：城镇化推动行业发展，政策限摩驱动油转电，玩乐型需求正处成长期。** 1) 上世纪90年代-2007年：**行业红利期**，1994-2007年**CAGR达到12%**，**成为世界摩托车产销第一大国**；2) 2008-2011年：**国产品牌优势期**，**年销量平均稳定于2642万辆**，伴随城镇化建设与经济快速发展，我国摩托车行业设计、生产及营销体系逐步建立，占全球摩托销量比例超过50%；3) 2012-2015年：**油改电替代期**，销量平均**每年下降204万辆**，受禁摩令与油改电影响，摩托车销量持续下滑；4) 2016-2020年：**结构转型期**，**平均年销量1679万辆**，总量阶段趋稳；伴随国内消费升级趋势，摩托车需求从实用转向休闲玩乐，大排量车型销量保持高速增长。
- **行业总量阶段趋稳，实用转玩乐。总量阶段趋稳：**我国摩托车以通勤需求为主，受禁摩政策、电动两轮车与汽车替代影响，2016年开始，产销量趋于平稳。**结构转换：**伴随我国居民消费能力提升、理念转变，大排量摩托需求崛起，2022年国产**大排量摩托销量达55.3万辆，同比增长66.2%**。对标海外国家和地区，大排量摩托车峰值年销量超过10辆/万人，预计我国未来大排量摩托车**年销量可达150万辆以上**，成长空间大。国内大排量摩托市场持续扩容，单车利润较高，是行业重点发展方向。
- **行业竞争格局：**2021年通路车CR10近50%，大排量摩托快速扩容。行业整体出口占比高，2022年海外销量占比达55%；2022年大排量摩托CR3为41%，受大量新摩企加入影响，相比2020年下降2%，**头部品牌产品更丰富、研发实力强**，预计未来市场将进一步向龙头企业集中。国产品牌具有**性价比优势**，与海外品牌错位竞争，在海外和国内的品牌影响力持续提升。
- **中国大排量品牌崛起之路：国产制造实力+海外摩企合作。**国内摩企以常规摩托起家，充分融合海外技术与设计，推出自有玩乐摩托品牌，以较高的性价比，借助**短视频平台导流**，贴合户外运动、社交、玩乐、个性表达等需求，实现了快速增长；国产头部摩企海外营收占比4-7成。对标海外企业，国产头部摩企在品牌形象、产品设计、技术研发、运营管理等方面快速进步，未来可期。
- **大排量摩托品牌经营趋势：**量增在于市场扩容+性能优、迭代快的产品；**价增**在于产品结构升级+品牌形象提升；**利增**在于提价+规模效应。
- **投资建议与重点关注标的：**看好国内大排量摩托需求的快速崛起，渗透率持续提升，且利润空间更高，首次覆盖摩托车行业，给予“推荐”评级。推荐行业龙头公司春风动力、钱江摩托，看好两家公司产品研发创新能力强，品牌持续升级，渠道管理优化，加强海外拓展，充分受益大排量市场的扩容。
- **风险提示：**禁摩限摩政策加码风险；经济下行，需求不足风险；行业竞争格局恶化风险；供应链涨价风险；外汇波动风险；海外需求波动风险；产品推新不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；市场波动，估值中枢下降风险；国内外公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考。

摩托车分类：国产玩乐型摩托性价比高，以二线及以下城市为主要市场

通勤用两轮摩托

禁摩政策+电动车替代
高速发展向高质量转移

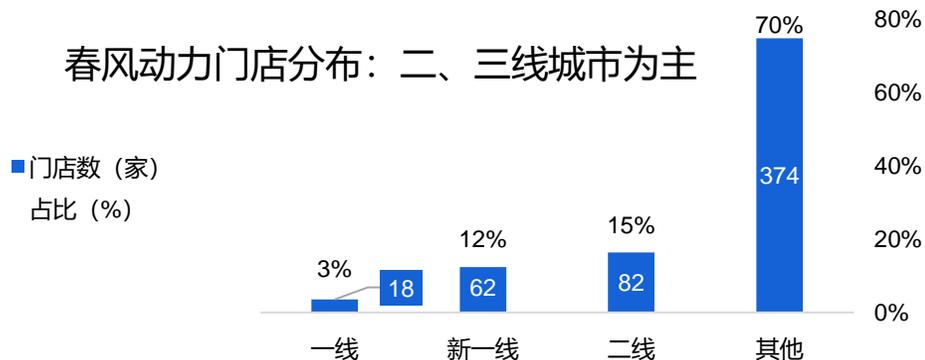
全国燃油摩托车销量（万辆）：内销总量阶段趋稳，出口占比整体呈上升趋势



性价比玩乐摩托

国产品牌崛起
价格优势+消费理念变化

春风动力门店分布：二、三线城市为主



钱江摩托：持续推进渠道优化升级

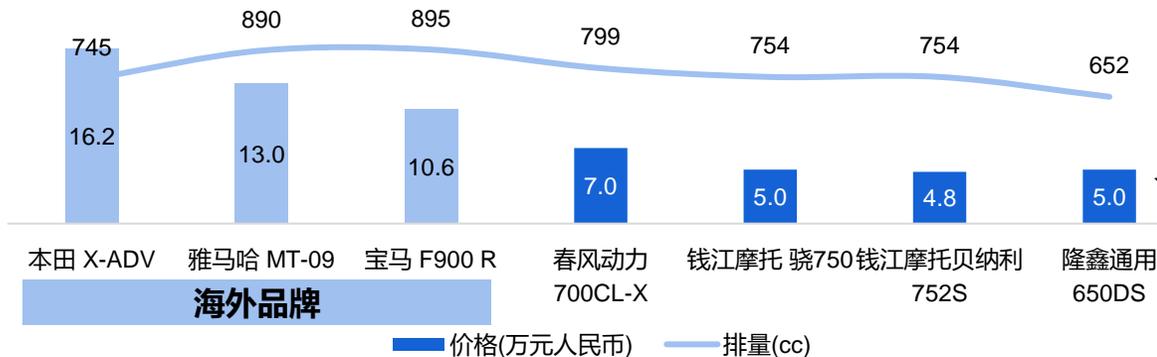
国内深化实施Benelli及QJiang渠道直营模式改革，继云南，广西，浙闽后，重点推进了北京、皖苏沪、陕西、广东的改制

隆鑫通用：加强省会城市旗舰店升级

截至2021年底，国内形象店 335家，已建成以北京、西安、杭州、重庆、成都等直辖市/省会城市为核心的经销渠道网络

高端玩乐摩托

重点研发方向
技术+品牌共同提升



国产品牌价格与海外品牌存在差距

相仿排量车型，国产品牌价格低于海外品牌

奢侈品 vs 玩乐消费品：有所重叠，逻辑不同

是否奢侈品：价格决定

门店集中一线城市

非奢侈品

奢侈品

工具型

玩具型

工具型

玩具型

是否玩具：用途决定

门店集中二三线城市

摩托车



嘉陵摩托
5,000



春风动力赛车
3.4万

目前高端通勤摩托产品极少

国产摩托增长主要市场



哈雷
63.9万

奢侈品与玩具

差异与不同

定位

量级

消费群体

汽车



马自达轿车
17.6万



丰田跑车
35.8万



宾利轿车
273.8万



法拉利跑车
305.7万

驱动因素

单位“元人民币”
截止2022年2月



优衣库套头衫
200



卡西欧手表
1,000



爱马仕衬衫
2.8万



劳力士腕表
62万

价格更高

驱动因素：经济发展催生玩乐、社交需求，政策+产业推动需求落地

前提：经济发展为基础

经济发展
收入上升
生活水平提高

经济发展
推动需求变化



内驱因素：需求向实用以外转移，关注玩乐、个性、社交

玩乐属性

- **新旅行方式**：快节奏城市生活下舒缓压力、感受自然风光的一种玩乐方式。
- **地域文化特色新载体**：“摩托+旅游”新型融合方式来活跃旅游市场。

个性表达

- **玩乐属性增强**：摩托车的定义从代步工具转向休闲运动消费品。
- **为个性买单**：摩托车消费者多热爱表达生活态度

社交属性

- **短视频平台流量**：抖音等平台为消费者提供更多了解摩托车的途径
- **社交属性**：“拉风”、“潮流”等标签加持，话题性强

政策允许需求释放

外驱因素：政策边际放松

- **“禁摩令”边际放松**：部分地区尝试放松禁摩政策。
- **税收政策**：2019年7月起，150cc以下的摩托无需交购置税

产业发展降低门槛，进一步推动需求

外驱因素：产业发展

- **国产摩托车品牌兴起**：春风动力、钱江摩托等品牌成长。
- **消费者群体扩大**：选择变广、价格降低，消费者门槛降低。

摩托市场：国内大排量高速增长，企业积极投入，处于快速成长期

大排量摩托年销量峰值：万人年消费量预计可达10-12辆，即全国年销量150-170万辆

优质供给：国产品牌性价比高

政策放松：部分地区尝试放松禁摩政策

理念转变：玩乐型消费接受程度上升

摩托驾照：北京市报考人数持续增长

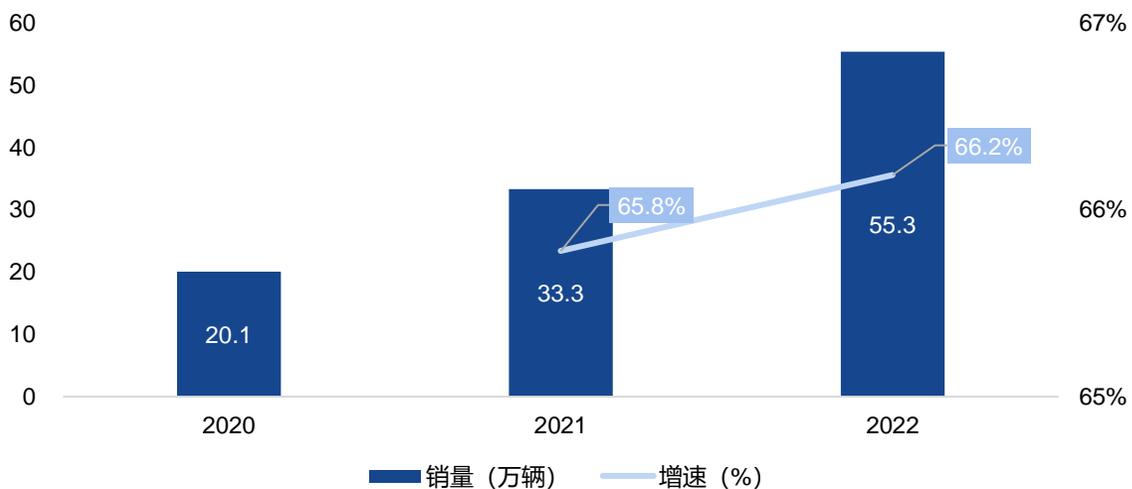
	2020	2021	2022H1
报考人数 (万人)	16.5	19.6	12.0

新增摩企 (家)：2019年起高速增长

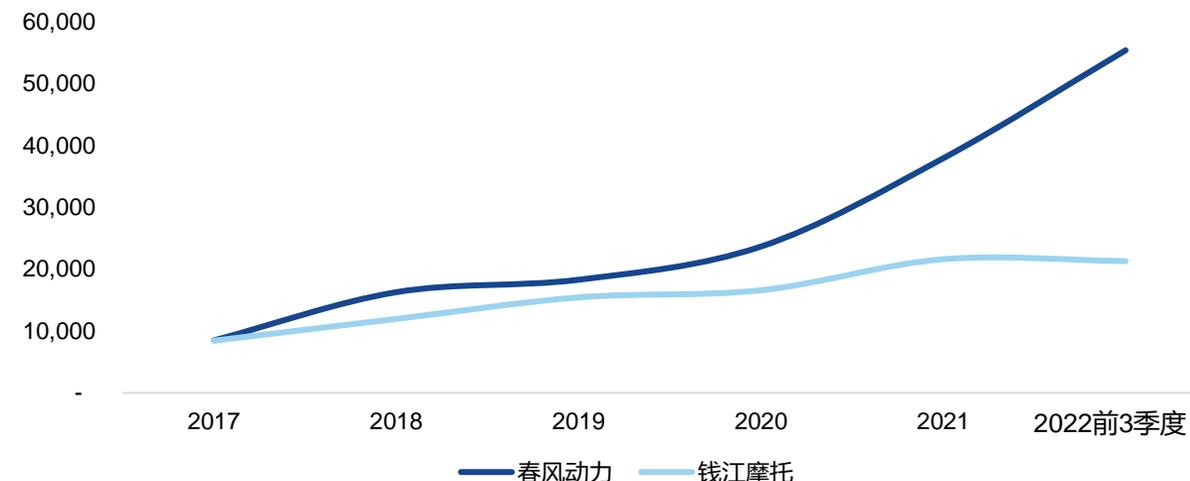
*以摩托车为其主要产品/品牌，并从事摩托车制造业与零售批发的企业



国产2021、2022年大排量摩托销量持续高速增长



研发费用 (万元人民币)：国内龙头企业研发投入持续上升



- 一、发展历程：玩乐需求崛起，国内大排量摩托处于高速增长期
 - 1.1 两轮车分类：聚焦中、短距离出行需求，分为实用交通与运动玩乐
 - 1.2 发展历程：限摩驱动油转电，内销出口并重，玩乐型需求崛起
 - 1.3 行业复盘：城镇化驱动产业起步，限摩推动油改电，消费升级推动玩乐需求
 - 1.4 总量推算：参考海外地区，国内大排量摩托峰值销量预计可达10-12辆/万人
 - 1.5 产品结构：中排量占据主要销量，大排量车型量价齐升
 - 1.6 竞争格局：2021年通路车CR10近50%；大排量市场扩容，新玩家涌入
 - 1.7 行业趋势：收入增速大于销量增速
 - 1.8 结构趋势：总量阶段趋稳，大排量玩乐需求快速增长

二、国产摩托：产品爆款驱动，经销渠道主导，内销出海并重，政策局部松动

产品趋势：车型分类紧跟需求，热门车型降低门槛，各品牌均布局电动

2.1.1 玩乐摩托分类：分为旅行-跑车-都市车，都市车门槛低易流行

2.1.2 产品趋势：运动风格+低驾驶门槛+高性价比车型热度高

2.1.3 产品趋势：玩乐型摩托电动化，注重性能

品牌发展：海外品牌合作+短视频平台引流，打造国产大排量品牌

2.2.1 品牌势能：国产品牌价格显著低于海外，提价+技术升级空间大

2.2.2 品牌矩阵：传统摩托向自有+进口品牌升级，布局电动持续创新

2.2.3 营销平台：短视频推广效果优于其他平台

限摩政策：一线城市限摩力度大，二线城市市区限摩，少数城市无禁令

2.3.1 禁摩政策：一线城市严格禁摩

2.3.2 禁摩政策：高线城市禁摩程度各不相同，摩托车友好程度差别大

2.3.3 禁摩政策：二线城市明令禁摩区域多集中在市区中心

国产出海：与海外品牌深度合作，海外收入比重大

2.4.1 营收分布：头部品牌海外收入占比约4-7成

2.4.2 销售结构：国产品牌2021年海外增长明显

2.4.3 海外合作：收购+合资+代工多模式合作，技术+品牌共升级

2.4.4 摩托车产业链：整车厂商与上游高度关联，下游渠道多元化

2.4.5 成本结构：原材料成本占比大

2.4.6 春风动力渠道：内销外销共发展，海外依赖经销商

2.4.7 线下销售主导，O2O模式兴起

公司分析：长期看好龙头公司钱江摩托、春风动力

2.5.1 钱江摩托：国内收入为主，2021年摩托车收入占比提升至94%

2.5.2 钱江摩托：费率下降，盈利提升

2.6.1 春风动力：全地形车收入约为摩托车两倍，海外占比高

2.6.2 春风动力：品牌形象佳，经营能力强，费用下降明显

三、公司财务：国产摩企追赶国际品牌，净利率提升空间大

- 3.1 营收构成：隆鑫通用、钱江摩托以摩托为主，春风动力摩托占三、四成
- 3.2 业务条线：钱江摩托车业务占比、毛利率最高
- 3.3 盈利能力：国产品牌净利率有较大提升空间
- 3.4 费用拆分：重视研发，销售、管理费率持续下降
- 3.5.1 杜邦分析：净利率为ROE变化主要驱动因素
- 3.5.2 杜邦拆解：哈雷杠杆、净利水平高，推高ROE
- 3.6 现金质量：国产品牌净利润转化现金流能力强，现金回收效率高
- 3.7 运营能力：净经营周期持续优化，主要品牌下游控制能力提升

四、投资建议及风险提示

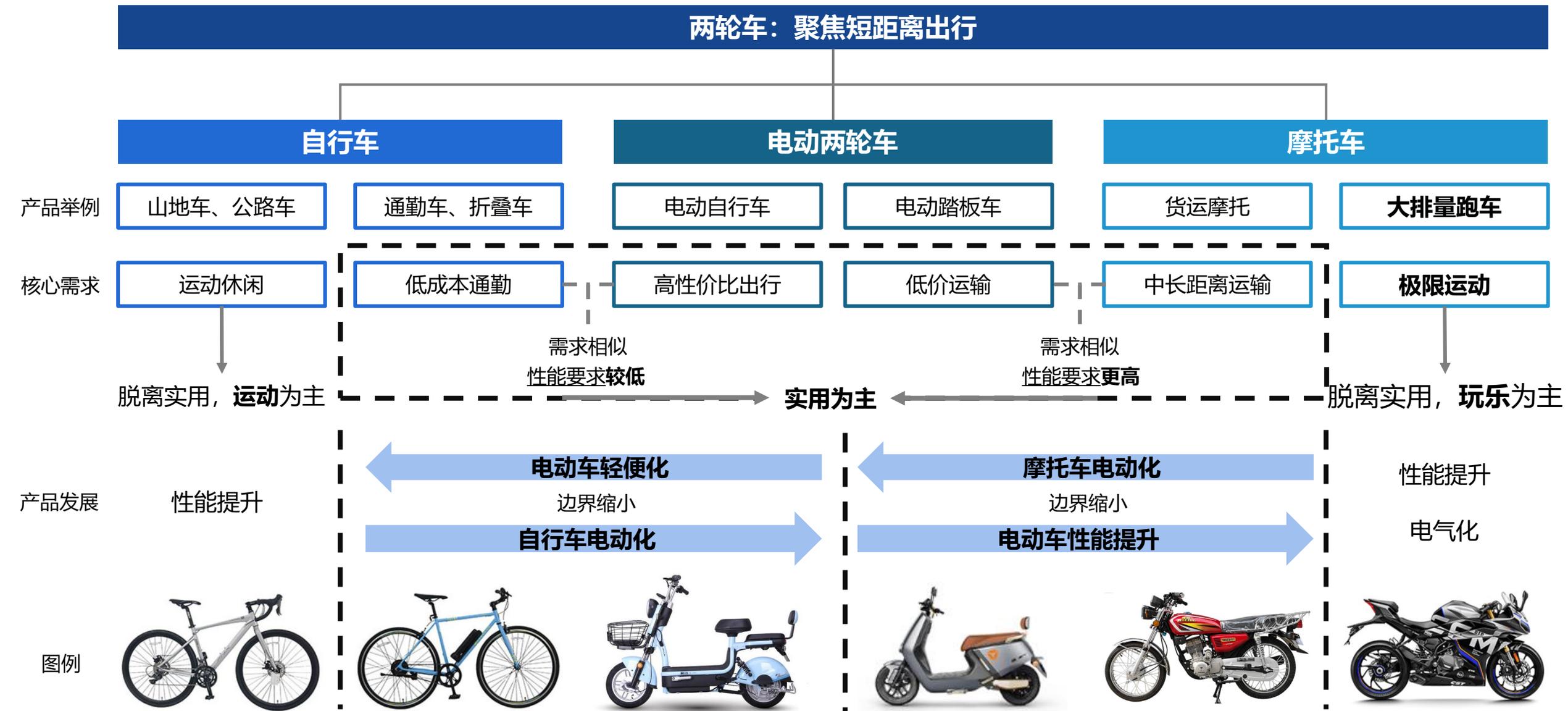
- 4.1 重点关注公司及盈利预测：春风动力(首次覆盖)
- 4.2 重点关注公司及盈利预测：钱江摩托(首次覆盖)
- 4.3 投资建议与重点关注标的
- 4.4 风险提示

附表1：春风动力(首次覆盖)盈利预测表

附表2：钱江摩托(首次覆盖)盈利预测表

一、发展历程：玩乐需求崛起，国内大排量摩托处于高速增长期

1.1 两轮车分类：聚焦中、短距离出行需求，分为实用交通与运动玩乐



1.2 发展历程：限摩驱动油转电，内销出口并重，玩乐型需求崛起

1994-2007年

行业红利期

2008-2011年

国产品牌优势期

2012-2015年

油改电替代期

2016-2020年

结构转型期

驱动因素

农村城镇化建设
农村经济快速发展

高性价比优势

电动车+汽车替代
禁、限摩托相关法律法规

通勤用需求阶段趋稳
玩乐、个性需求上升

成果体现

- 完整开发、生产及营销体系
- 拥有自主知识产权
- 世界摩托车产销第一大国

- 占据全球摩托车销量的比例已超过 50%

- 小排量摩托车产、销量下降
- 大排量休闲玩乐摩托销量上升

- 玩乐型摩托品牌春风动力于 2017年8月上市



1.3 行业复盘：城镇化驱动产业起步，限摩推动油改电，消费升级推动玩乐需求

1994-2007：高速增长

经济因素

城镇化率：初步提升



人口向城市转移
通勤需求激增

需求层面

通勤需求：较基本



需求提升，推动销量上升

产品角度

摩托车销量：高速增长

快速发展、优势阶段主要车型：**小排量实用型摩托**

通路车



弯梁车



2005起：出现结构化变动

城镇化率：有所提高



人口持续转移
通勤需求持续上升

通勤需求：细分化

舒适：
向汽车转移

性价比：
向电动车转移



需求转移，销量下降

摩托车销量：放缓、下降

替代阶段主要车型：电动车

电动车



2018起：2022年1-9月大排量销量同比增长63.43%

人均GDP：提高



可支配收入上升
需求发生变化

通勤需求：降低

玩乐需求：上升



需求变化，推动新品类

玩乐型摩托车销量：高速增长

结构升级阶段主要车型：**大排量玩乐型摩托**

全地形车



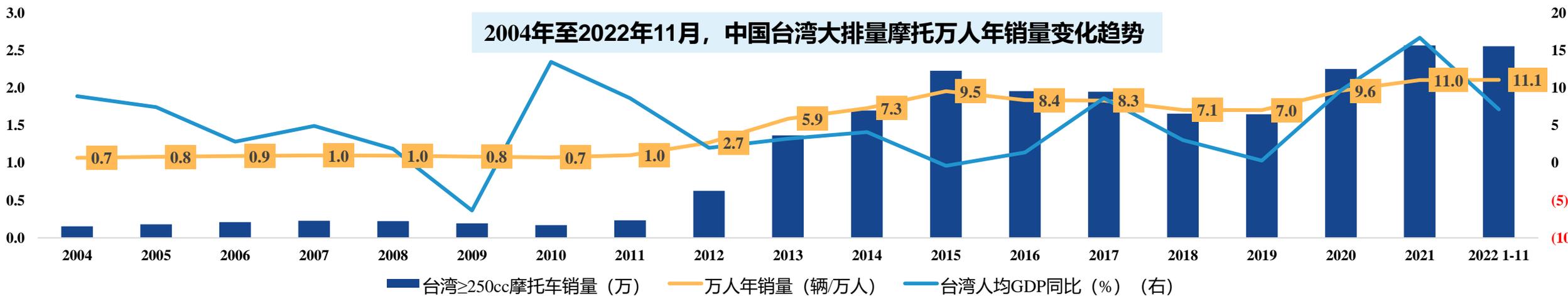
跑车



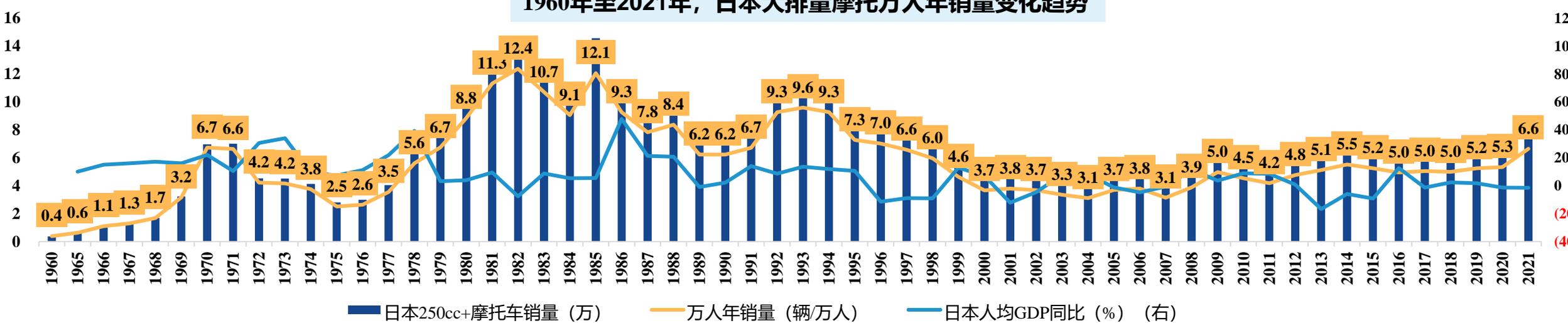
1.4 总量推算：参考海外地区，国内大排量摩托峰值销量预计可达10-12辆/万人

中国大排量摩托年销量峰值预测：参考运动文化相近的日本和中国台湾的大排量摩托车销量峰值变化，我们预计中国万人年销量峰值可达10-12辆，即全国年销量150-170万辆，距离当前国内销量仍有较大空间。（若禁摩限摩政策宽松，峰值或将更高）

2004年至2022年11月，中国台湾大排量摩托万人年销量变化趋势



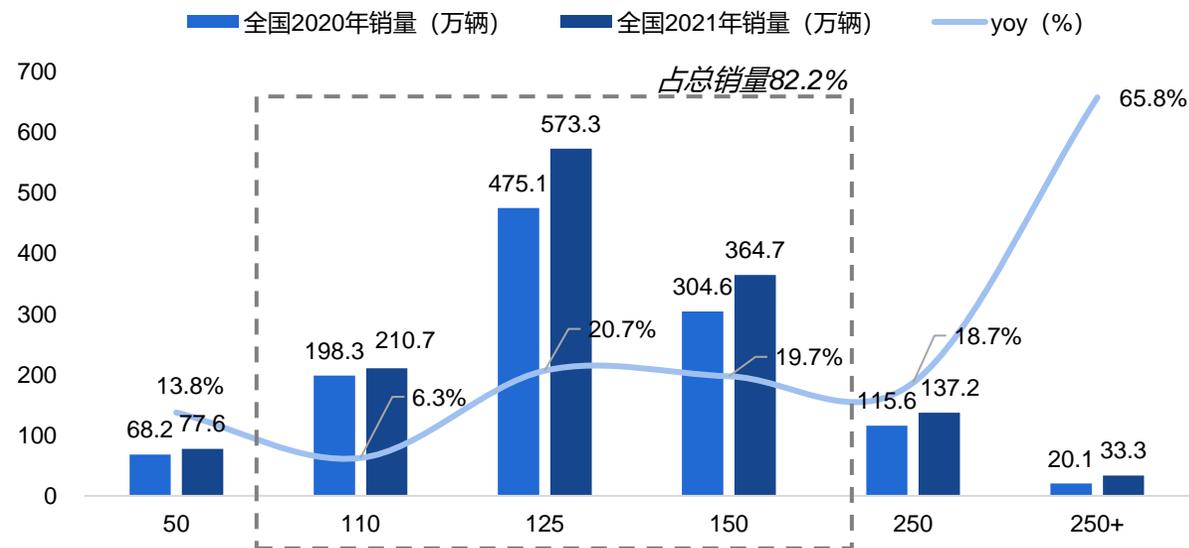
1960年至2021年，日本大排量摩托万人年销量变化趋势



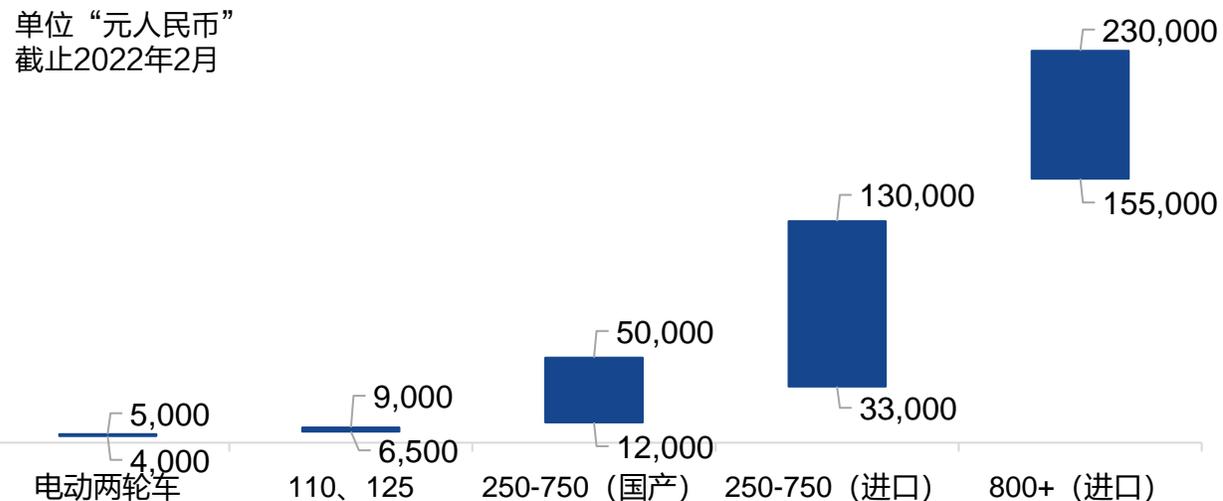
资料来源：同花顺，中国台湾公路总局，wind，国海证券研究所

1.5 产品结构：中排量占据主要销量，大排量车型量价齐升

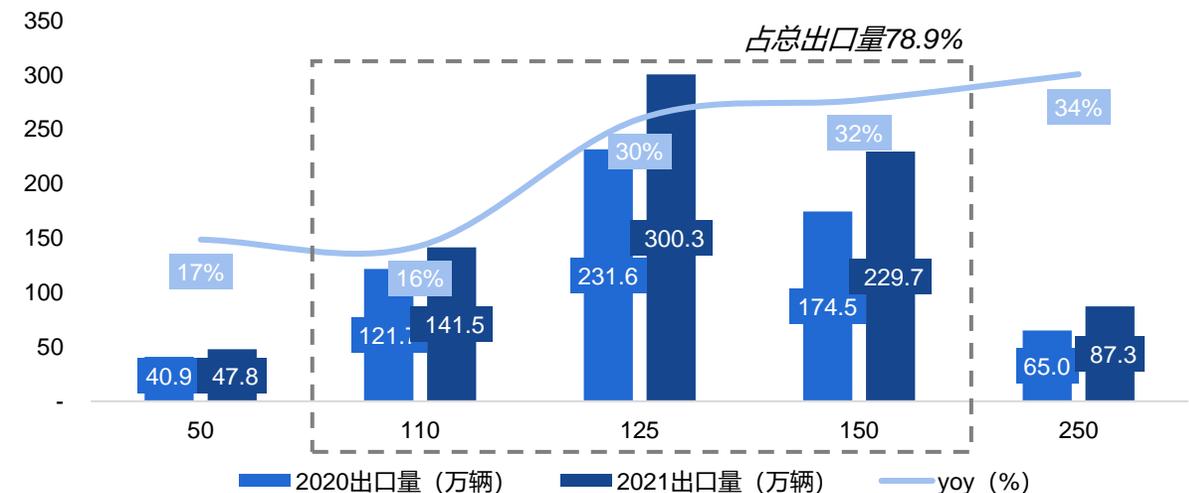
国内各排量 (cc) 摩托车销量：250+大排量增长最高



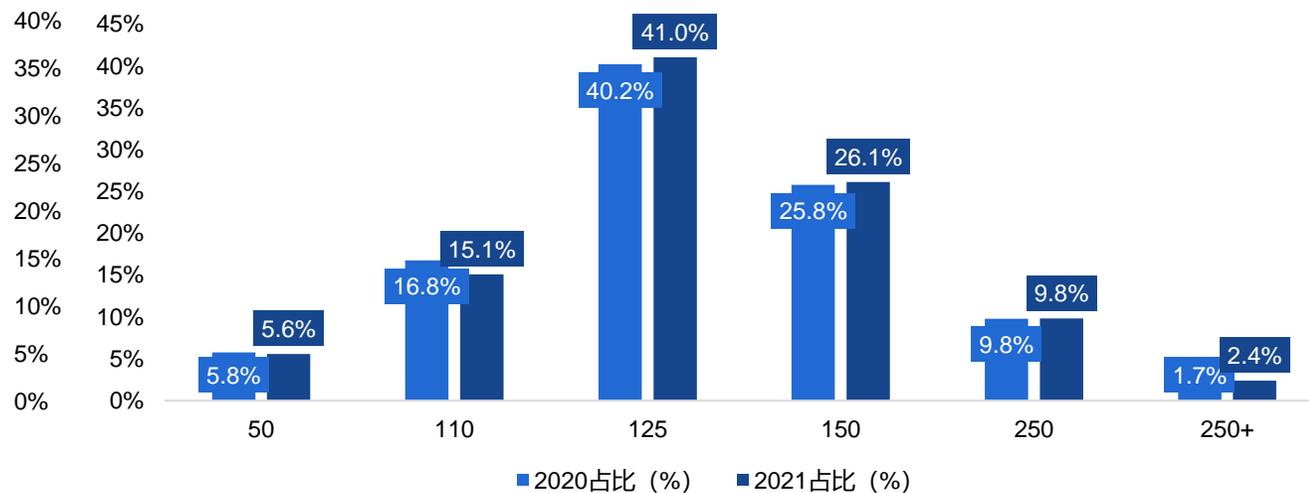
各排量 (cc) 摩托车价格带：大排量车型价格高、范围广



各排量 (cc) 摩托车出口量：2021年中排量车型增长明显

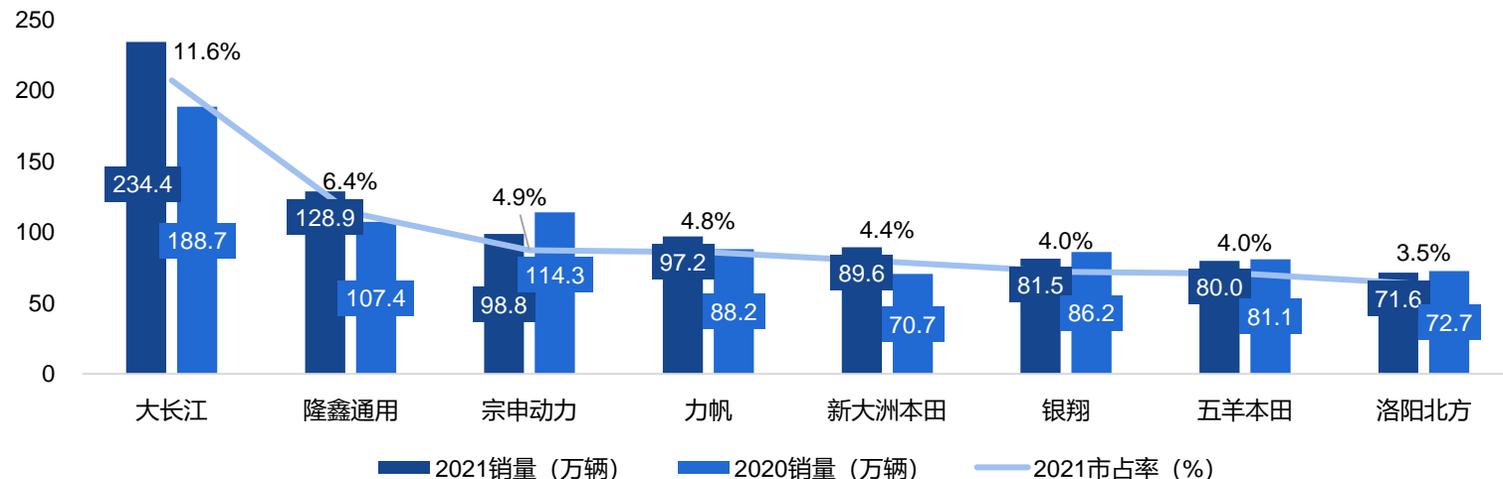


各排量 (cc) 摩托车国内销量占比：中排量为王

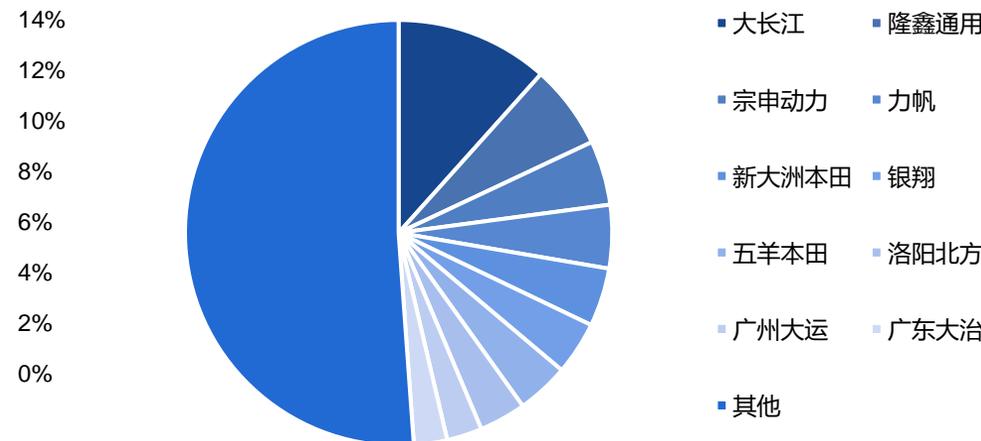


1.6 竞争格局：2021年通路车CR10近50%；大排量市场扩容，新玩家涌入

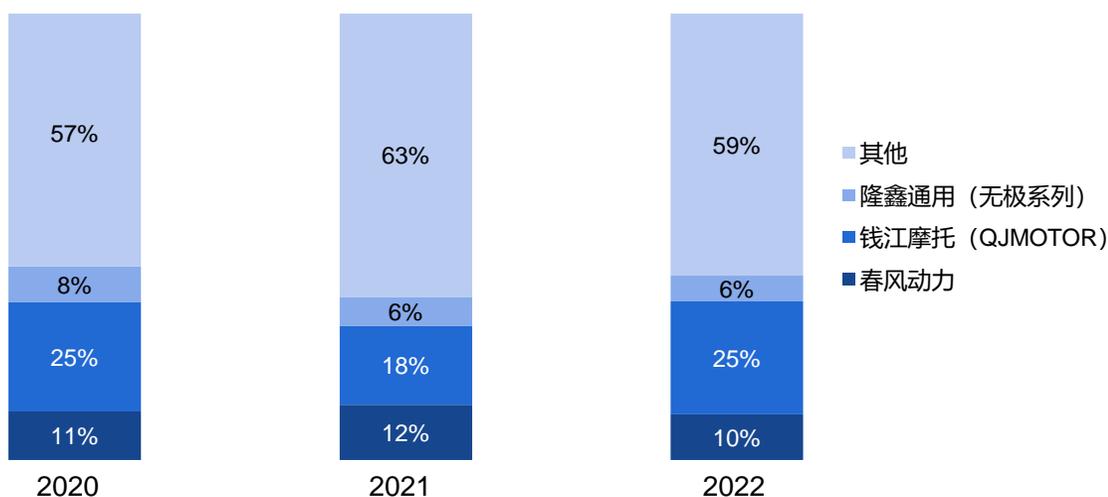
头部公司销量与市占率：通路车竞争格局更稳定



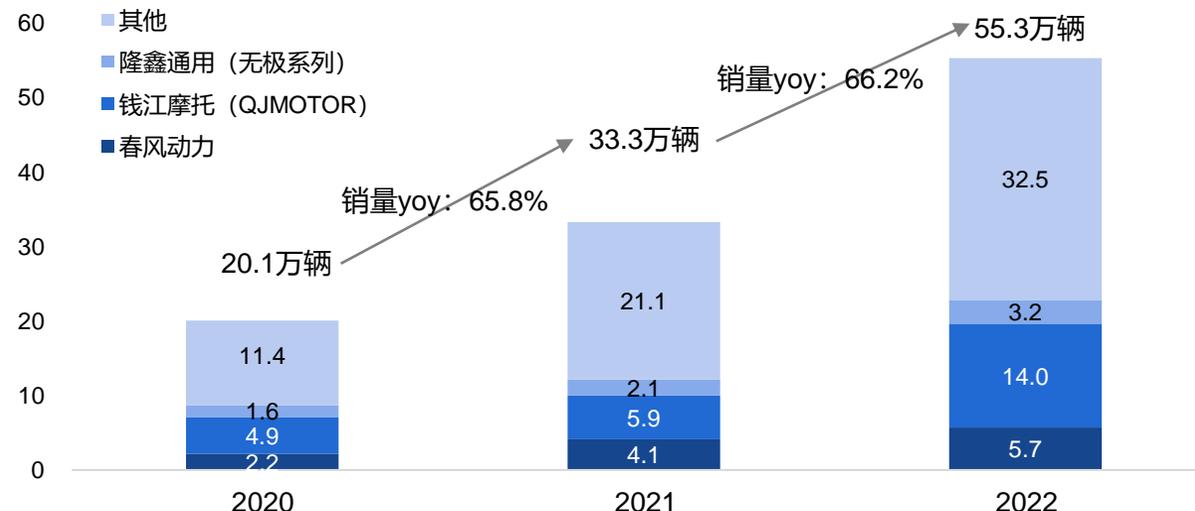
2021通路车竞争格局：CR3仅23%，CR10近50%



大排量摩托国内市占率：2020-2022年CR3分别为43%、37%、41%

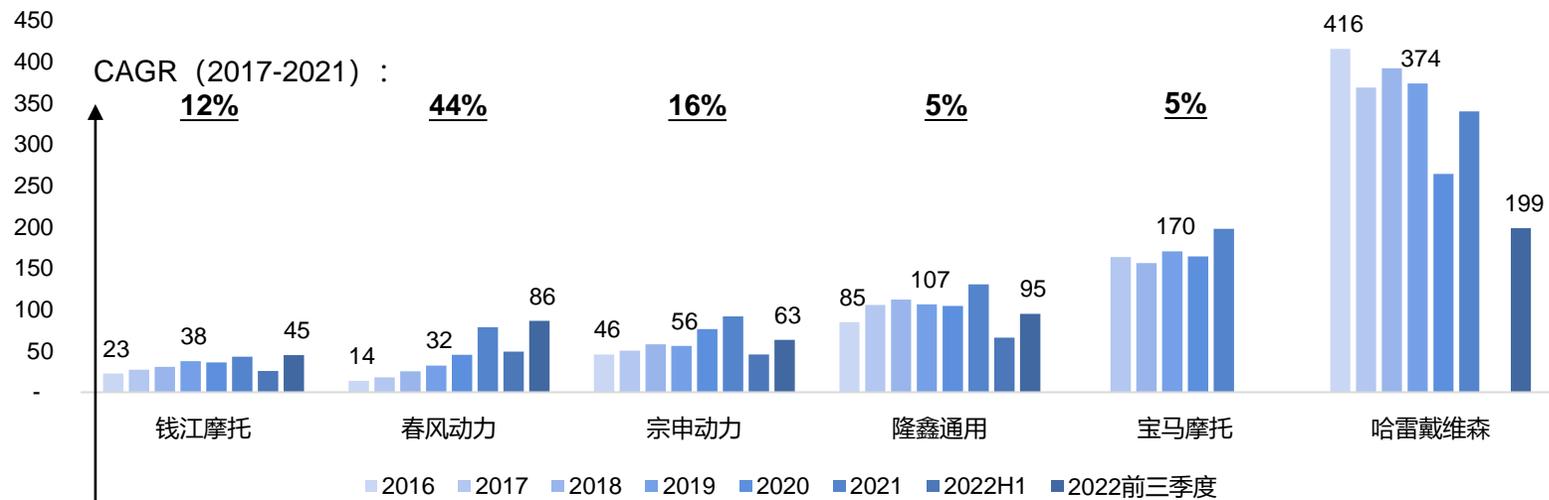


国产大排量摩托销量：2021、2022年持续高速增长

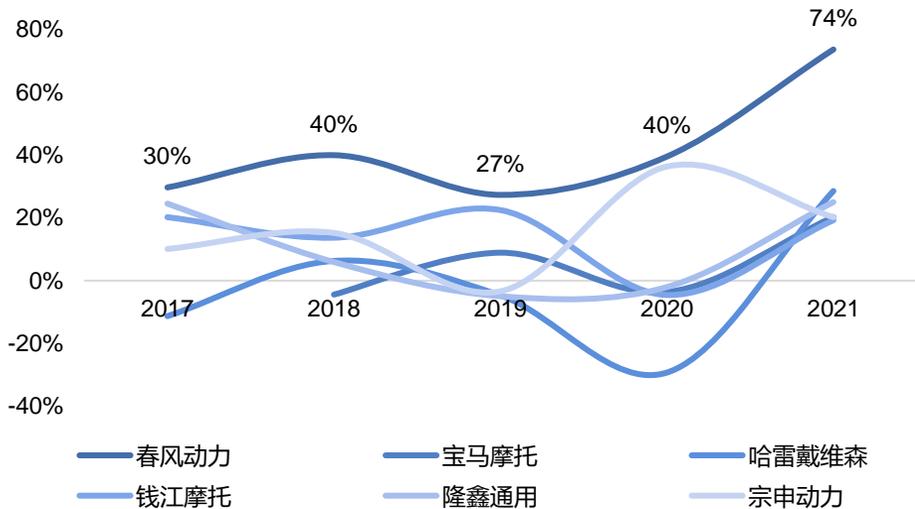


1.7 行业趋势：收入增速大于销量增速

主要品牌收入 (亿元人民币)

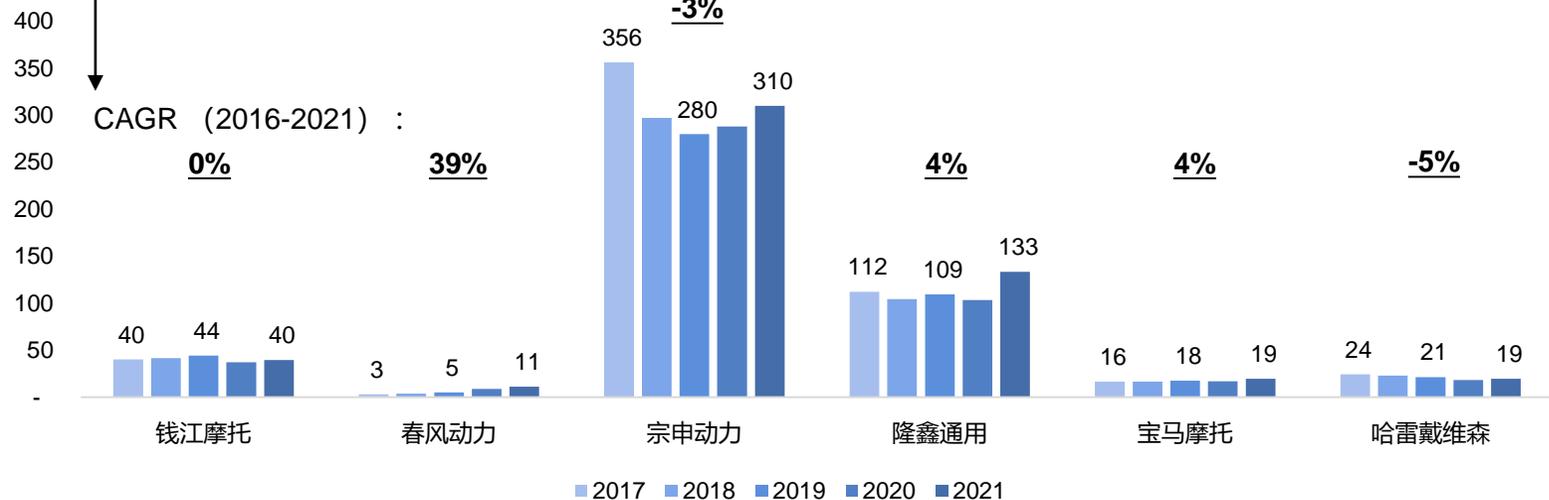


主要品牌收入增速 (%)

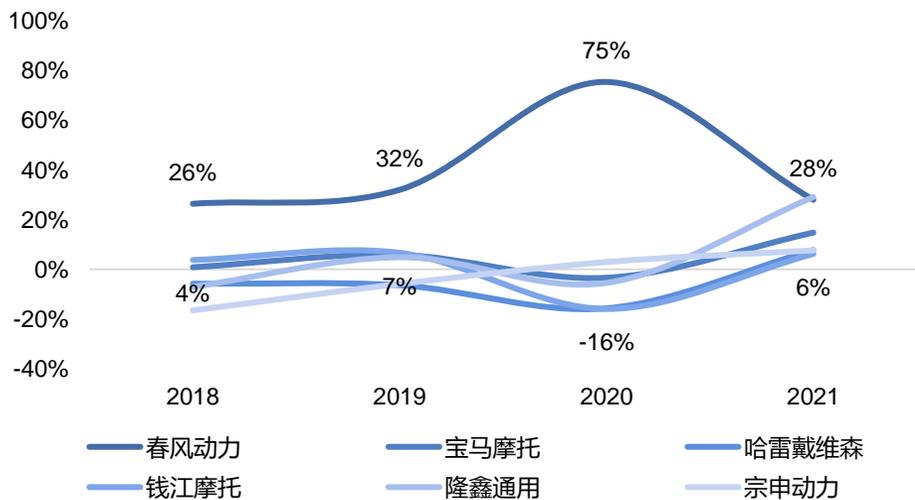


收入增长大于销量增长

主要品牌销量 (万辆)

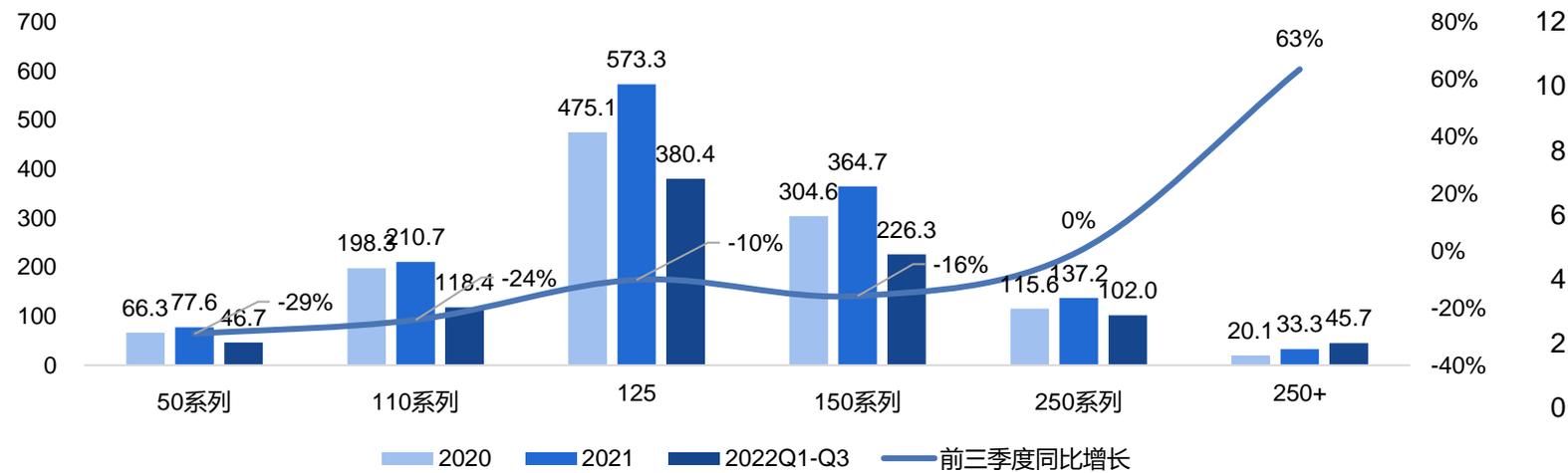


主要品牌销量增速

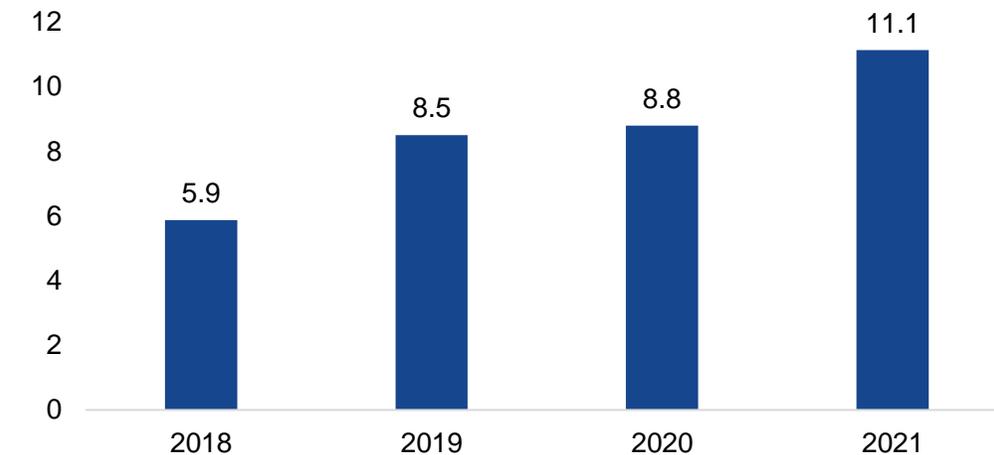


1.8 结构趋势：总量阶段趋稳，大排量玩乐需求快速增长

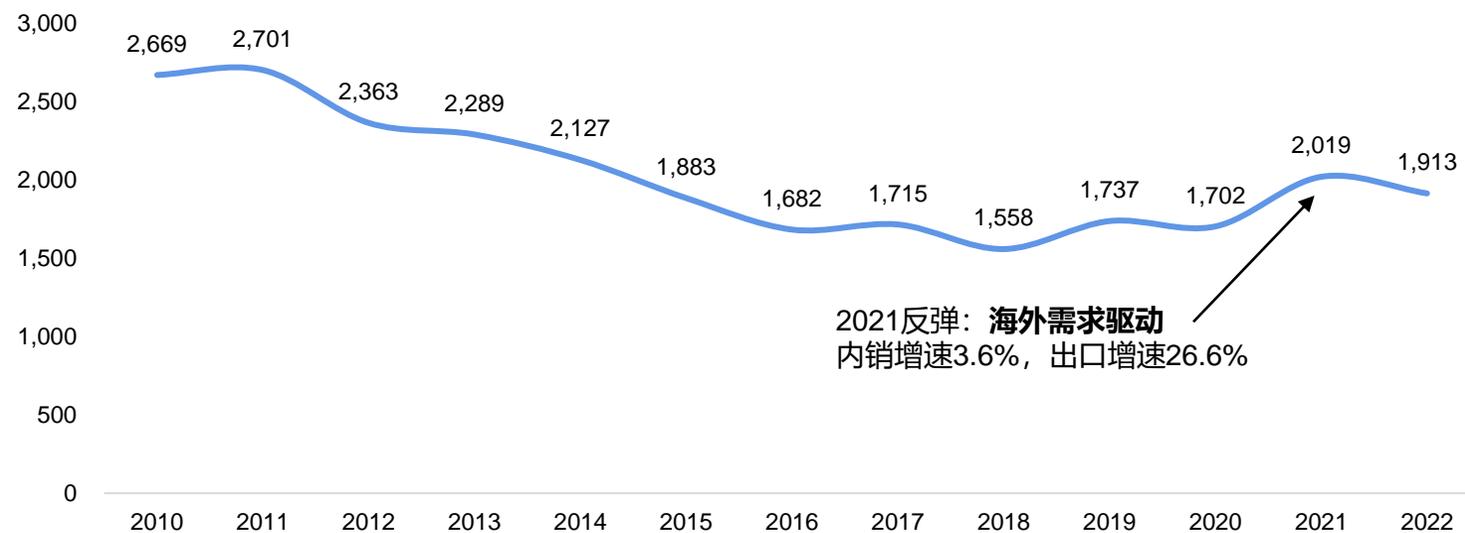
国产各排量摩托车销量（万辆）：2022年前三季度仅250+大排量实现增长



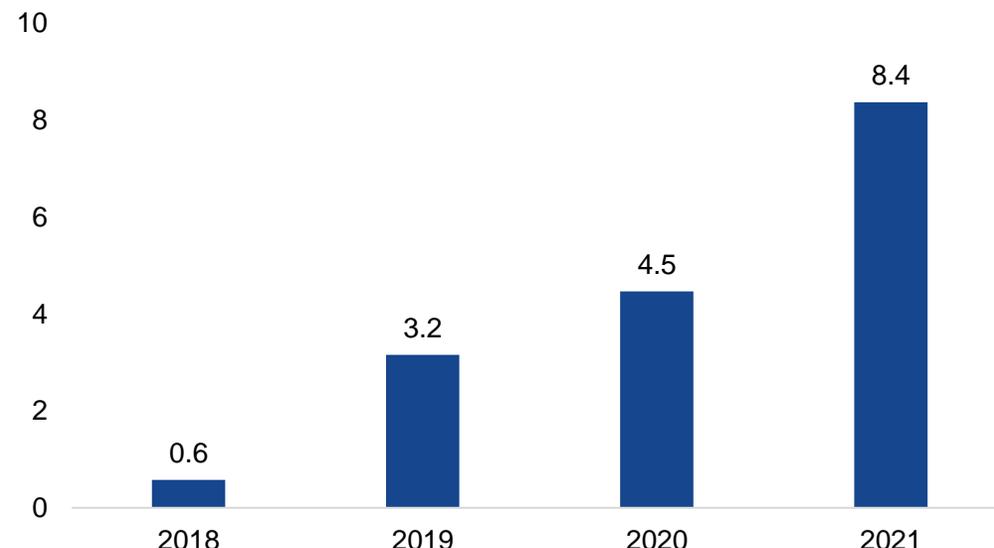
钱江摩托大排量销量（万辆）



国产摩托车销量（万辆）：总量阶段趋稳



无极高端大排量系列销售收入(亿元)



二、国产摩托：产品爆款驱动，经销渠道主导，内销出海并重，政策局部松动

2.1.1 玩乐摩托分类：分为旅行-跑车-都市车，都市车门槛低易流行

旅行车：运动与越野的平衡

越野：运动性和旅行性能



F 850 GS

释放内心的探险渴望。

价格(万元)

5 - 25

SKU (个)

8

排量(cc)

313 - 1254

旅行：稳定性与安全性，平稳性和爆发力



K 1600 GA

行至前所未至。

价格(万元)

31 - 42

SKU (个)

4

排量(cc)

1254 - 1649

跑车：追求运动性能

仿赛：运动性能



S 1000 RR

再创 RR 新高峰

价格(万元)

26

SKU (个)

1

排量(cc)

1001

街车：操控，运动



F 900 R

动感、进取、直观。

价格(万元)

5 - 19

SKU (个)

3

排量(cc)

313 - 1001

都市车：门槛低

*车型图片、分类以宝马现有车型为例 价格截止2022年2月

踏板：都市出行，电动化



C 400 GT

开启城市新纪元。

价格(万元)

7 - 15

SKU (个)

3

排量(cc)

350

复古/太子：休闲出行



R nineT Scrambler

深植血液的真性情。

价格(万元)

15 - 34

SKU (个)

8

排量(cc)

1170 - 1802

2.1.2 产品趋势：运动风格+低驾驶门槛+高性价比车型热度高

价格单位：元；截止日期：2022年2月

车型榜 品牌榜 商家榜

人气 询价 口碑

全部 跑车 巡航 踏板 街车 复古

近7天车型浏览量得分，每日零点更新

1 st		春风 250SR	¥19,980-22,980	72.4万	大气指数
2 nd		QJMOTOR 赛600	¥49,999	55.1万	人气指数
3 rd		春风 450SR	¥32,580	50.4万	人气指数
4		豪爵铃木 GSX250R	¥26,680	47.6万	人气指数
5		川崎 Ninja 400	¥49,800-50,800	41.5万	人气指数
6		奔达 金吉拉	¥23,880-24,080	38.3万	人气指数
7		QJMOTOR 闪300S	¥23,999-24,999	37.7万	人气指数

驾驶技术门槛低

- 人气榜前7名中，4款车型位列适合新手榜榜首

适合新手榜

1 st		春风 250SR	¥19,980-22,980
2 nd		豪爵铃木 GSX250R	¥26,680
3 rd		奔达 金吉拉	¥23,880-24,080
4		QJMOTOR 闪300S	¥23,999-24,999
5		QJMOTOR 赛250	¥17,999-25,999

消费水平门槛低

- 2万左右国产车型为主
- 仅纯进口品牌、更大排量的赛车价格达到5万元

车型榜 品牌榜 商家榜

人气 询价 口碑

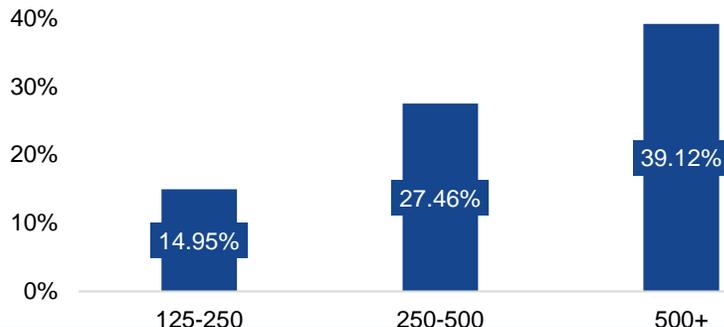
全部 跑车 巡航 踏板 街车 复古

近7天车型浏览量得分，每日零点更新

1 st		春风 250SR	¥19,980-22,980	72.4万	人气指数
2 nd		QJMOTOR 赛600	¥49,999	55.1万	人气指数
3 rd		春风 450SR	¥32,580	50.4万	人气指数
4		豪爵铃木 GSX250R	¥26,680	47.6万	人气指数
5		川崎 Ninja 400	¥49,800-50,800	41.5万	人气指数

2016年春风动力各排量 (cc) 车型毛利率：

排量越大毛利率越高



6		QJMOTOR 赛550	¥35,999	33.5万	人气指数
7		QJMOTOR 闪300S	¥23,999-24,999	31.9万	人气指数
8		济南铃木 UY125	¥9,380-10,580	30.2万	人气指数
9		奔达 金吉拉	¥23,880-24,080	30.2万	人气指数
10		凯越 321RR	¥25,980-27,980	29.5万	人气指数
11		豪爵 TR300	¥26,680-27,980	28.2万	人气指数

太子车：后来居上

- 3款车型人气较高
- 驾驶门槛更低

跑车：人气领衔

- 人气榜以跑车为主
- TOP5人气车型均为跑车

2.1.3 产品趋势：玩乐型摩托电动化，注重性能

传统油摩品牌电动车型：价格、性能更高，偏向休闲玩乐

电动品牌

型号	BMW CE04	茵未Real 5T	森蓝ERT3	LIVEWIRE ONE	冠能3 S9 MAX
所属品牌	宝马	隆鑫通用	宗申	哈雷	雅迪
价格(万元)	15 - 18	2.6 - 3.2	4	16 <small>*22,799美金</small>	7699元
功率(kw)	31	13.5	17	15.4	400w
续航(km)	130	240	220	235	200
极速(km/hr)	120	115	120	-	25
加速(s)	2.6	2.6	2.6	3.0	-

电动品牌
优劣势

价格低

功率低

续航相仿

速度低

*除哈雷为百公里加速外，其余品牌均为50公里加速

2.2.1 品牌势能：国产品牌价格显著低于海外，提价+技术升级空间大

入门款：~250cc

截止日期：2022年2月

高配款：海外品牌~800cc，国内品牌排量最大车型

	排量(cc)	价格(元人民币)
宝马 C400X	350	68,900
雅马哈 XMAX300	292	49,800
本田 CRF250F	250	42,800
钱江摩托贝纳利 TNT25	249	18,800
春风动力 250SR	250	19,980
钱江摩托 逸250	249	15,999
隆鑫通用 200AC	223	14,800

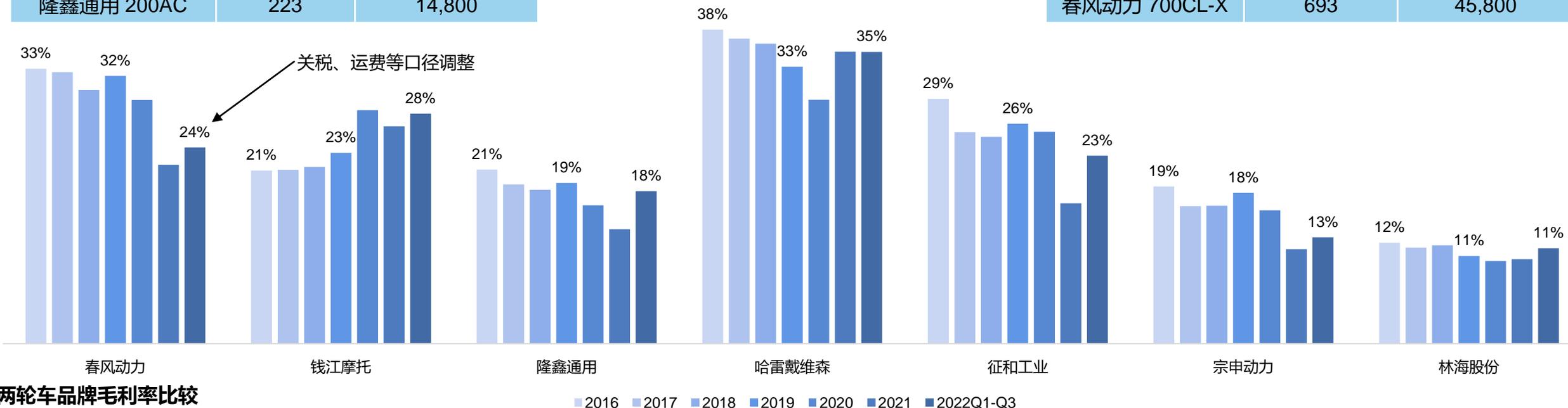
海外品牌

- 价格更高：相同排量车型价格约为内资品牌2-3倍，排量越大价格差距越大
- 排量更大：入门款排量超过250cc

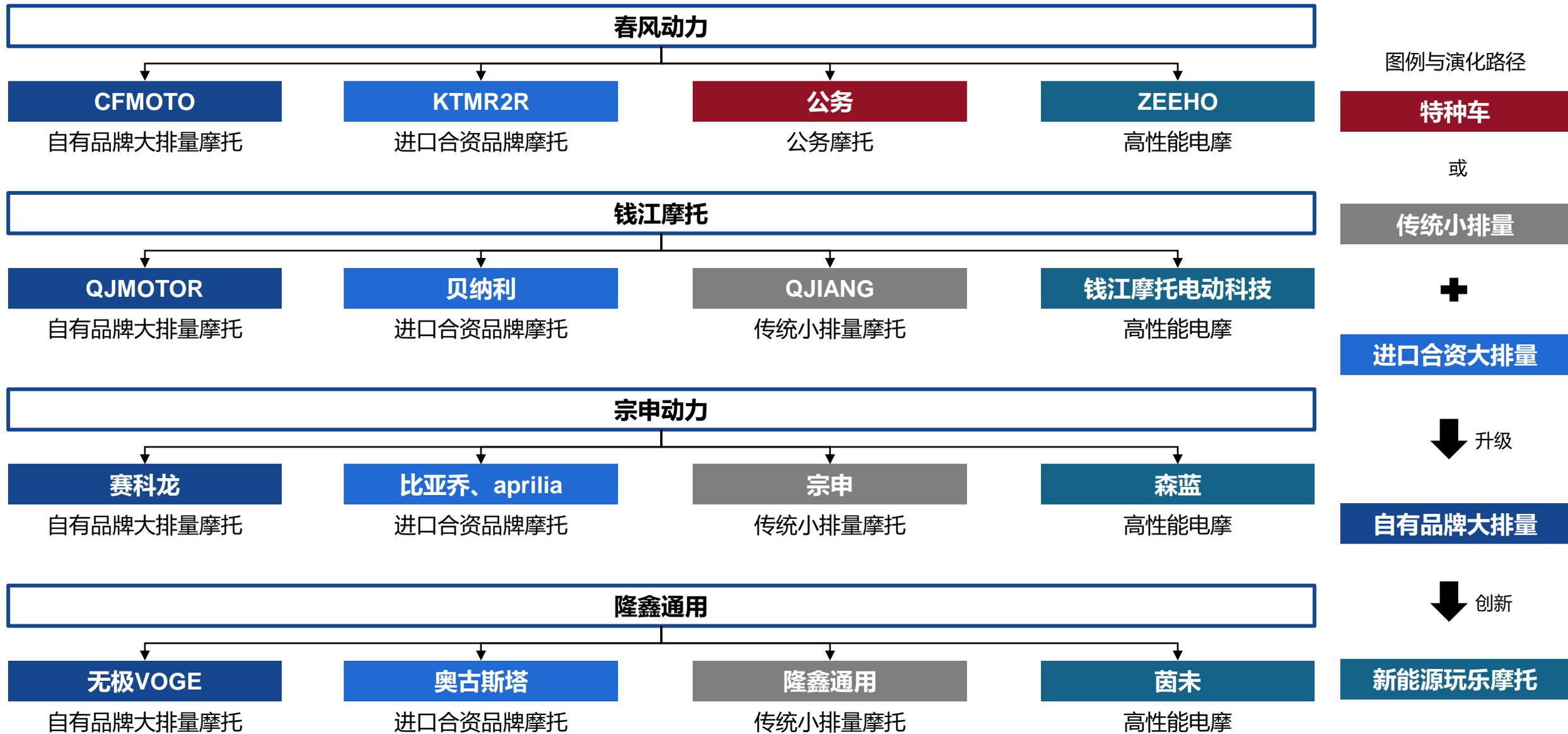
	排量(cc)	价格(元人民币)
本田 X-ADV	745	161,900
雅马哈 MT-09	890	129,800
宝马 F900 R	895	105,900
钱江摩托 赛600	600	49,999
隆鑫通用 650DS	652	49,800
钱江摩托贝纳利 752S	754	47,800
春风动力 700CL-X	693	45,800

内资品牌

- 价格更低
- 排量上限低：无排量800+车型



2.2.2 品牌矩阵：传统摩托向自有+进口品牌升级，布局电动持续创新

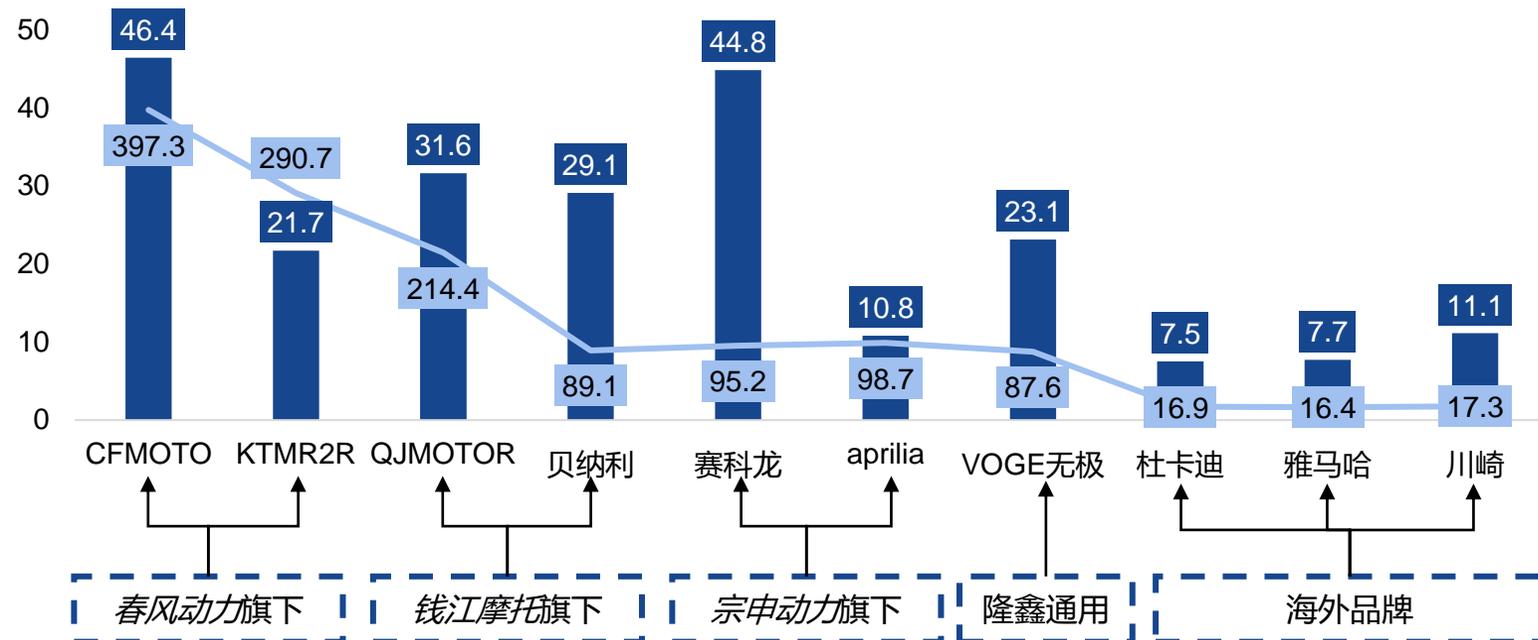


2.2.3 营销平台：短视频推广效果优于其他平台

主要品牌短视频平台热度：国产品牌热度高

截止2022年2月

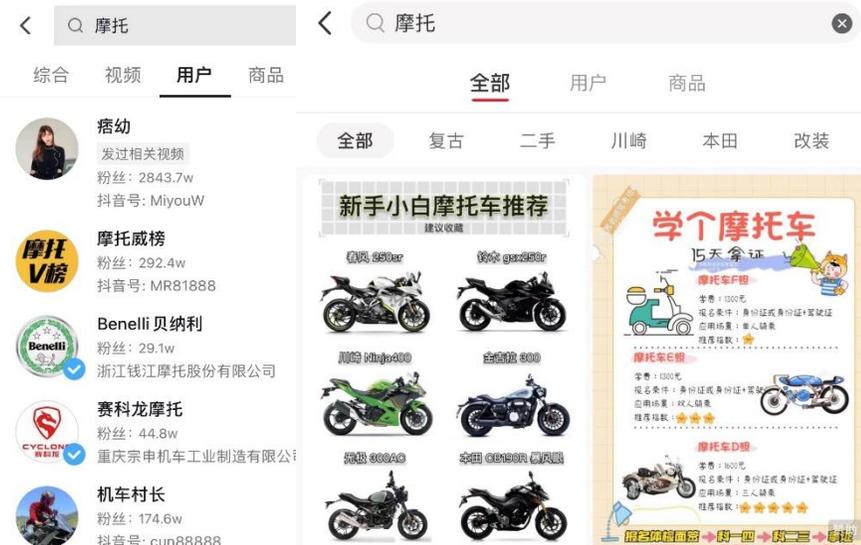
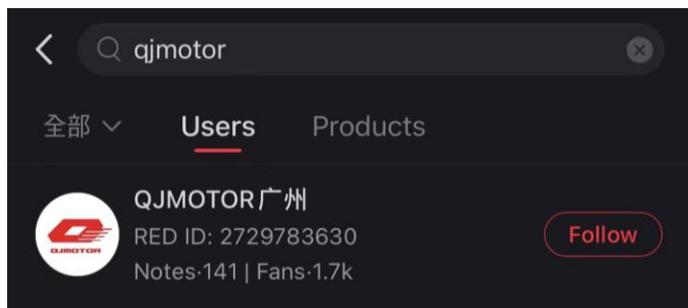
■ 粉丝量 (万) ▲ 获赞量 (万)



小红书对比：
春风动力认证号关注度低于抖音



小红书对比：
钱江摩托大排量摩托品牌无官方认证账号



抖音摩托相关账号

- 部分个人账号粉丝多
- 集合型用户粉丝数量多于品牌号

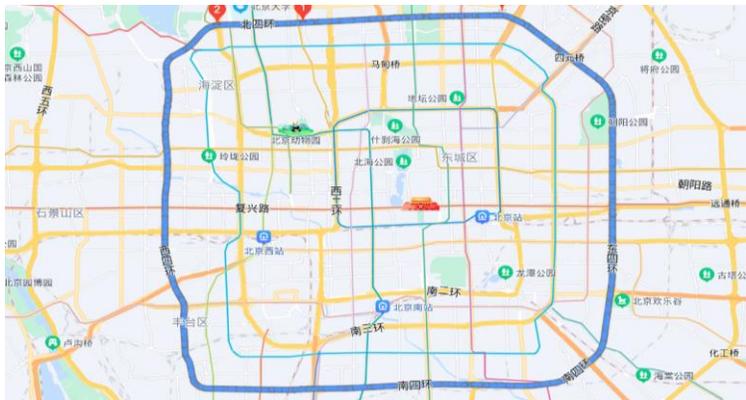
小红书摩托相关内容

- 新手导向
- 科普、入门导向



2.3.1 禁摩政策：一线城市严格禁摩

北京政策（京B）：四环内全天禁行



京A号牌限行
少数道路及环路主路

京B号牌限行
四环内所有路段

广州、深圳
主要市区全面禁摩
暂未通过牌照管理限行

广州政策：主要区域全天禁行



深圳政策：主要区域全天禁行

每日0时至24时禁止摩托车行驶范围：

- 福田、罗湖、南山、盐田、宝安、龙岗、龙华、坪山、光明区内的道路，除107国道、坪山大道以外
- 大鹏新区内的道路，除坪西路、鹏飞路、葵鹏路、南西路、海滨路、同富路、坪葵路、盐葵路以外

上海政策：根据号牌限行

沪A、沪B：“三纵三横”城市主要干道

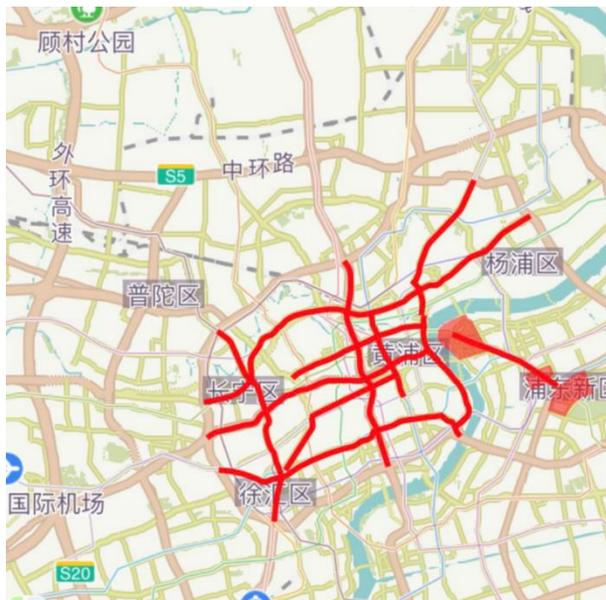
- 东纵：中山南路等；中纵：鲁班路等；西纵：江苏北路等；南横：徐家汇路等；中横：延安中路等；北横：天目中路等

沪C：主要行政区禁行

- 禁止在本市黄浦、徐汇、长宁、静安、普陀、虹口、杨浦区，以及部分浦东新区部分区域内的道路上通行

外省市号牌：崇明岛、部分金山、青浦、嘉定宝山区外，全市禁行

沪A、沪B号牌：主干道禁行



沪C号牌：主要行政区禁行



外省市号牌：少数区域外，全市禁行



2.3.2 禁摩政策：高线城市禁摩程度各不相同，摩托车友好程度差别大

少数城市不禁摩

重庆：除部分高速公路（内环快速路、机场路等）外，摩托车可以在重庆市绝大多数市区道路通行

部分城市维持严格禁摩政策

地区	时间	主要内容	相关文件	核心规定
成都	2017年8月	禁止三轮摩托车、三轮轻便摩托车以及发动机排量150毫升以上的两轮摩托车（警用、抢险等特种用途摩托车除外）在成都市绕城高速以内（含绕城高速）区域的道路上行驶。摩托车进入成都市三环路以内需取得入城证	成都市公安局交通管理局关于进一步加强摩托车交通秩序管理的通告	绕城高速、三环路以内禁行
杭州	2017年9月	基于《杭州市道路交通安全管理条例》第32条第2款“本市区上城区、下城区、江干区、拱墅区、西湖区、滨江区道路禁止正三轮摩托车、营运人力三轮车和市人民政府规定的其他车辆通行”的有关规定，通知明确禁止各类摩托车通行	杭州市人民政府关于杭州市区道路各类摩托车、人力三轮车禁止通行的通知	维持市区禁止摩托车通行规定

部分城市尝试放松禁摩政策

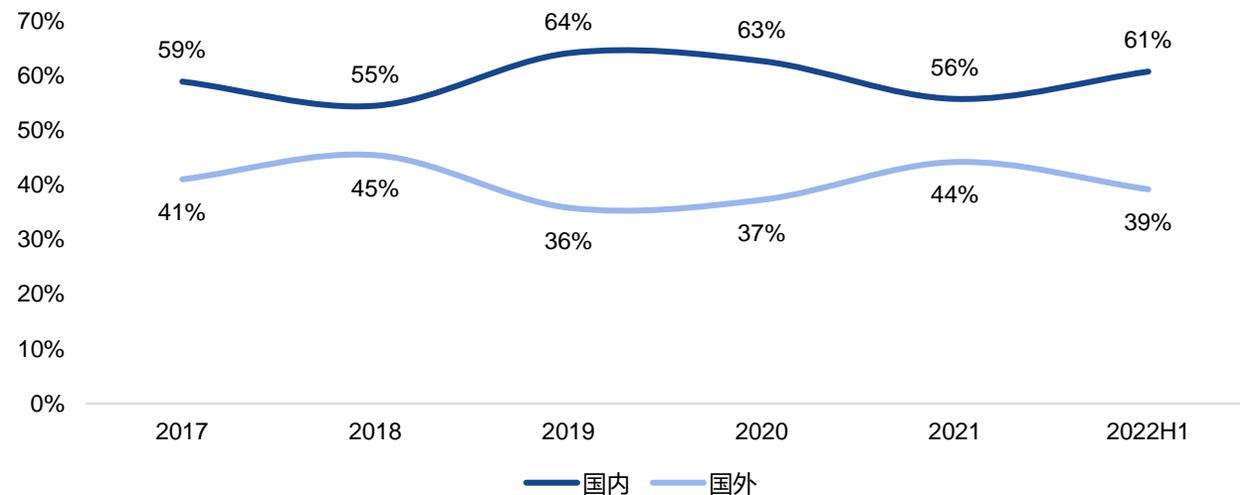
地区	时间	主要内容	相关文件	核心规定
哈尔滨	2021年12月	全市每年登记黑A摩托车牌照数量限定在300辆以内；申请人可在网上提出申请。市公安交管部门对申请进行审核后，按照公开、公平、公正原则，以摇号方式分配配置指标。	《哈尔滨市摩托车总量控制办法》	开放牌照登记，通过摇号管理
广东	2018年12月	各地可以根据当地道路交通管理实际情况，确定开展摩托车“带牌销售”试点范围；各地公安交管部门应当进一步简化摩托车注册登记手续，增加摩托车注册登记服务站点	公开征求《开展摩托车“带牌销售”试点工作的通知》	开放摩托车注册登记
西安	2017年11月	宣布包括2009年颁发的《西安市人民政府关于加强道路交通秩序综合治理的通告》在内的91号文件失效	《西安市人民政府关于规范性文件清理结果的决定》	取消摩托车禁令

2.3.3 禁摩政策：二线城市明令禁摩区域多集中在市区中心

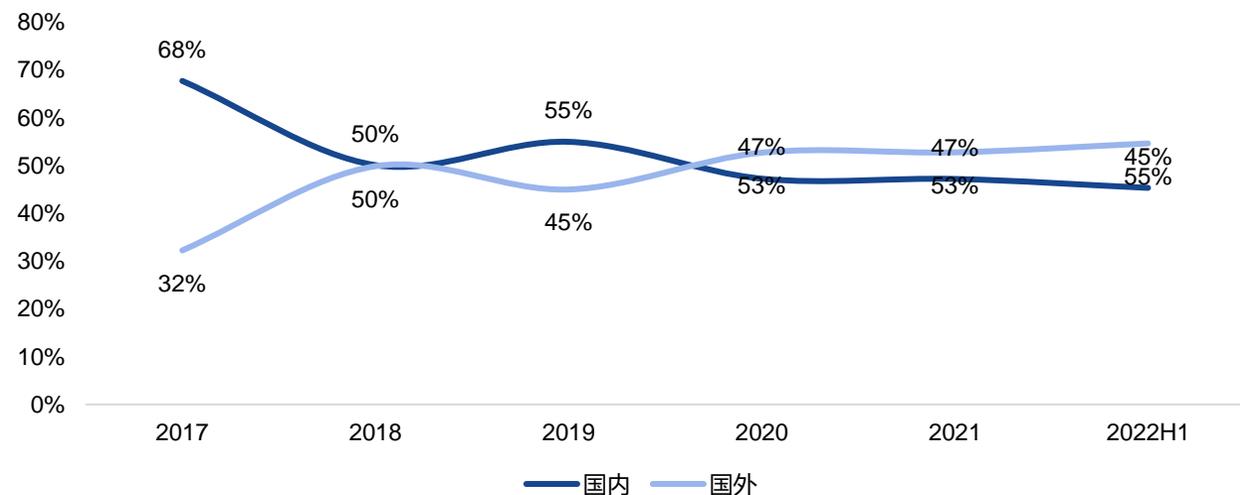
地区	时间	主要内容	相关文件	核心规定
昆明	2021年10月	市公安局严格依照《昆明市城市道路车辆通行规定》对驶入限行范围内的摩托车驾驶人进行管理整治。将持续加大摩托车通行秩序管控力度，加强对二环快速上层和底层路面的管控，严防二轮摩托车违规驶入二环上层桥面。	《关于昆明市人大十四届六次会议第146257号建议的答复》	二环区域内禁摩，严查违法违规
沈阳	2018年11月	除按照规定喷涂统一标识的行政机关和军队执行公务、任务的摩托车外，其他摩托车不得在三环绕城高速公路以内道路上通行。	《沈阳市道路车辆管理办法》	三环绕城高速以内道路禁摩
福州	2021年10月	为确保道路交通有序、安全、畅通，根据《中华人民共和国道路交通安全法》第三十九条规定，决定从2021年10月25日起，南三环路辅路禁止摩托车通行。	《福州市公安局交通管理局关于南三环路辅路部分道路禁止摩托车通行的通告》	南三环路辅路禁摩
武汉	2021年1月	武汉市中心城区全天禁止摩托车通行，违者将被处以罚款200元、计3分的行政处罚。与此同时，使用假牌、套牌、无证驾驶摩托车等也属于严重交通违法行为，违法行为人同样要面临严厉的行政处罚。	《交管部门重申：武汉中心城区全天禁摩》	坚持中心城区全天禁摩，违规行政处罚
南宁	2019年4月	城市快速路的主路禁止摩托车通行，禁止除公务摩托车、本通告发布之日前已登记的两轮摩托车和正三轮摩托车之外的其他摩托车在本市绕城环道以内的道路通行。	《关于加强南宁市城市道路交通管理的通告》	快速路主路完全禁摩，无牌照摩托车绕城环道内限行
石家庄	2021年7月	市区交通违法电子抓拍系统将对违法进入三环路范围的摩托车进行抓拍处罚。对违反限行规定进入三环路以内通行但无其他交通违法性的摩托车，按照“机动车违反禁止标线指示的”行为，罚款100元，记3分。对其他违法行为依法予以相应处罚。	《市区严查严控摩托车交通违法行为》	三环范围内禁摩，监控力度加大

2.4.1 营收分布：头部品牌海外收入占比约4-7成

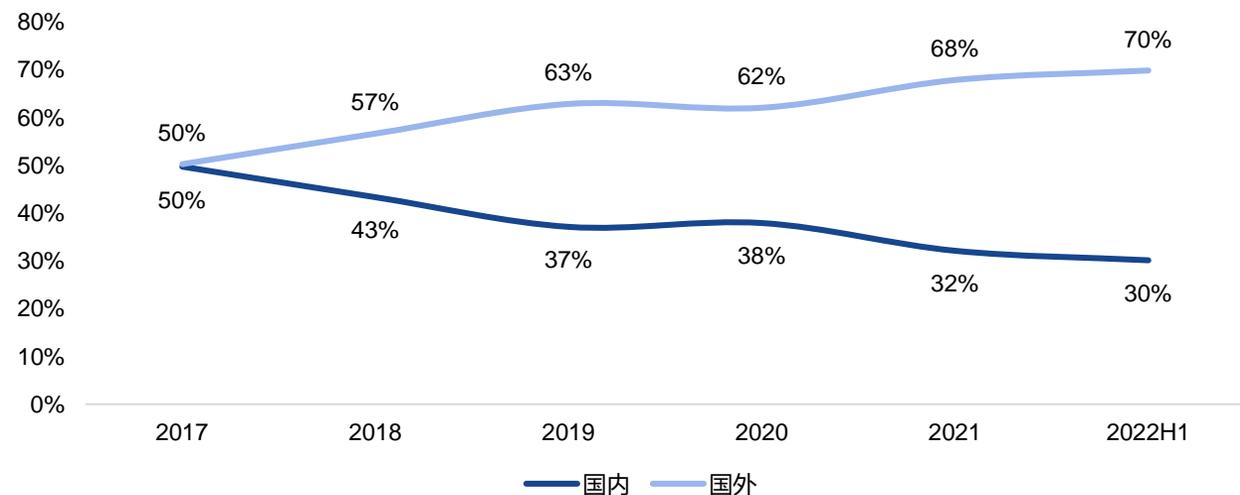
钱江摩托营收分布



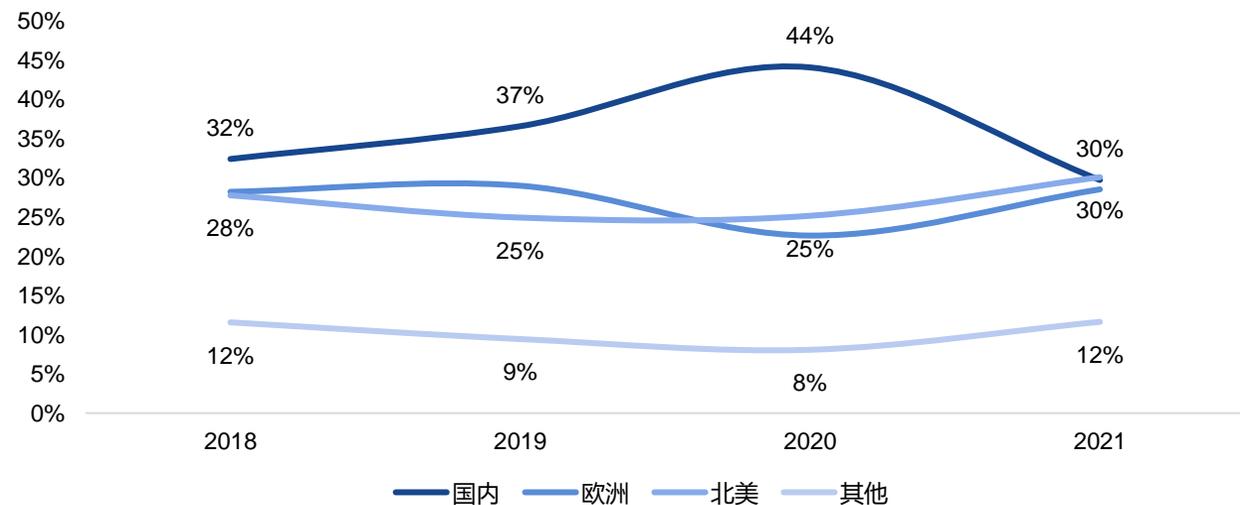
宗申动力营收分布



隆鑫通用营收分布



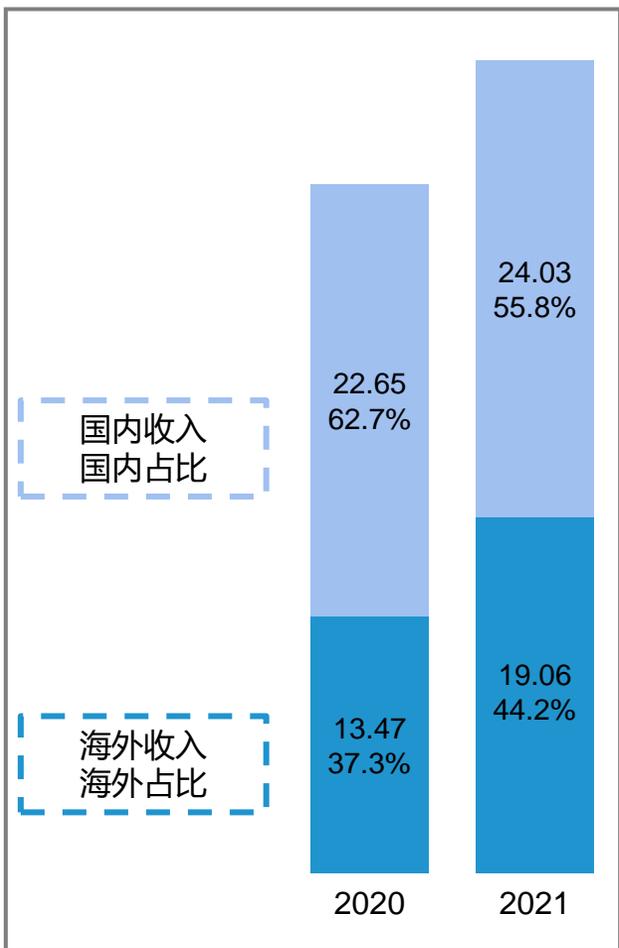
春风动力营收分布



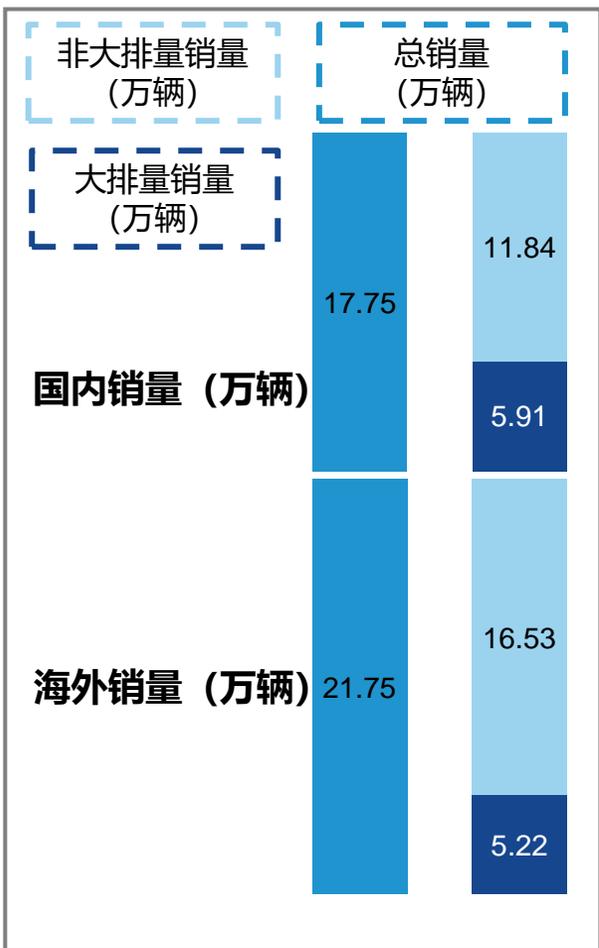
2.4.2 销售结构：国产品牌2021年海外增长明显

钱江摩托：海外收入占比提高

钱江摩托2020、2021年收入拆解

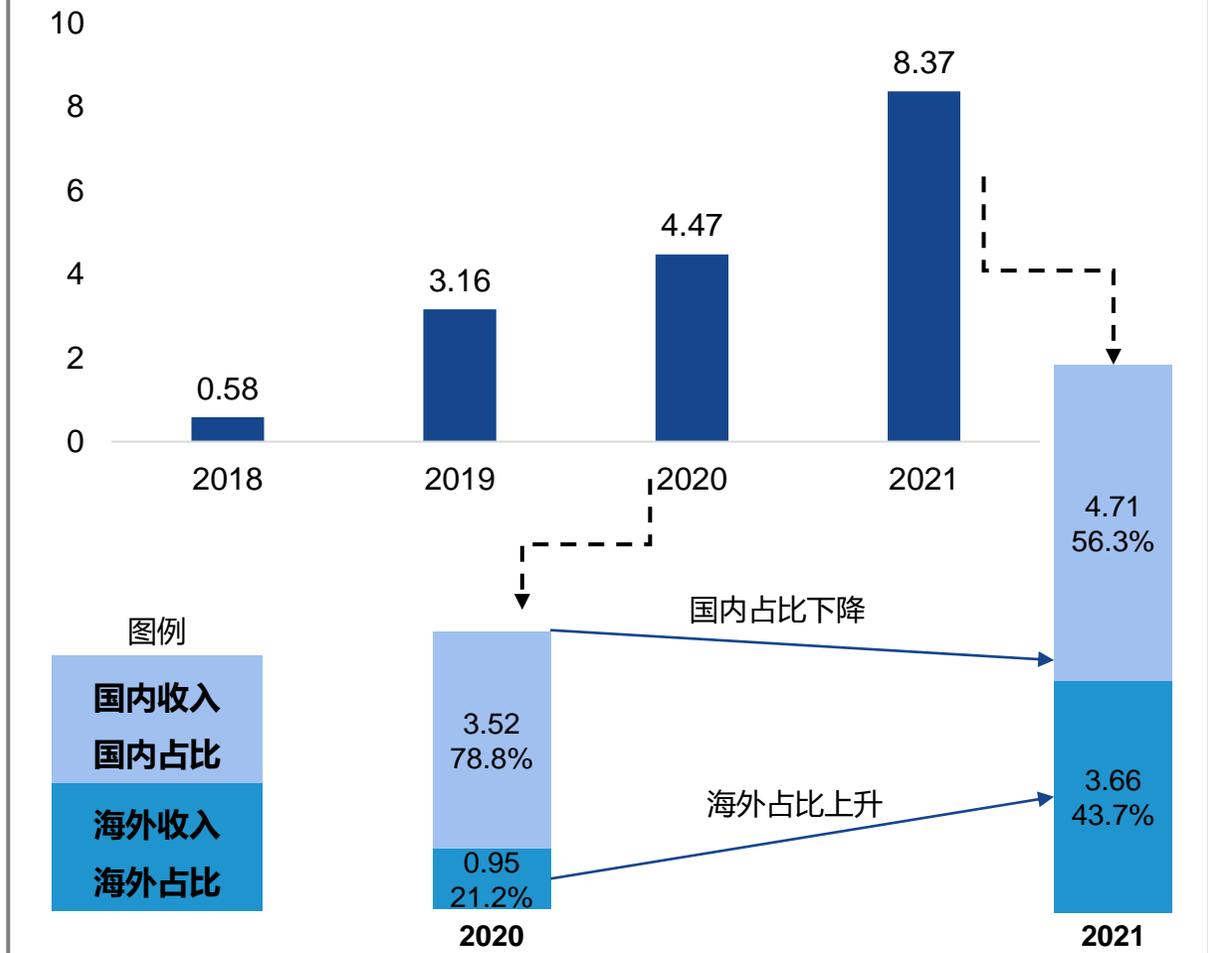


钱江摩托2021年销量拆解



隆鑫通用：大排量收入、海外收入占比提高

无极高端大排量系列销售收入(亿元)



2.4.3 海外合作：收购+合资+代工多模式合作，技术+品牌共升级

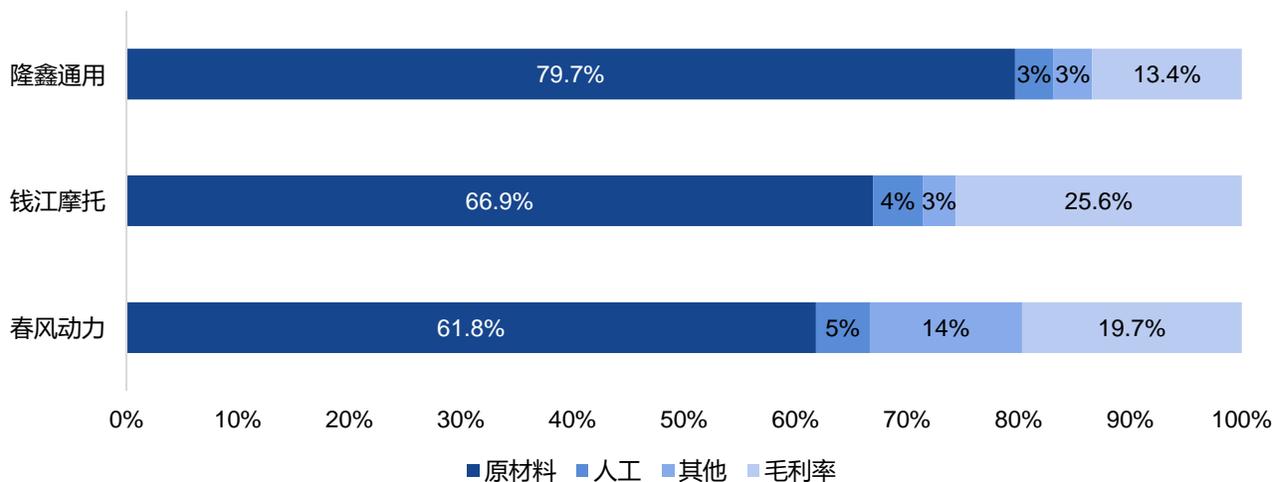
	宗申动力	隆鑫通用	钱江摩托
合作品牌	比亚乔	宝马	贝纳利
合作方式	合资公司	代工 $\xrightarrow{\text{过渡}}$ 产品合作	收购
合作方提供	生产技术工艺	品控技术	钱江摩托贝纳利：高端国际化 +
品牌方提供	设备 + 工具	代工 + 生产	QJMOTOR：国潮机车
<hr/>			
	春风动力	奥古斯塔	哈雷
合作品牌	KTM	代工 $\xrightarrow{\text{制造}}$ 代工车型	哈雷
合作方式	合资公司	代工 $\xrightarrow{\text{沿用}}$ 自有车型	合资公司
合作方提供	生产技术工艺	授权发动机用于隆鑫通用产品平台	哈雷：传统大排量
品牌方提供	租赁厂房	发动机生产 + 工业化制造	年轻化，轻量化 \leftrightarrow 国际化扩大影响力
			QJMOTOR：性价比机车

2.4.4 摩托车产业链：整车厂商与上游高度关联，下游渠道多元化



2.4.5 成本结构：原材料成本占比大

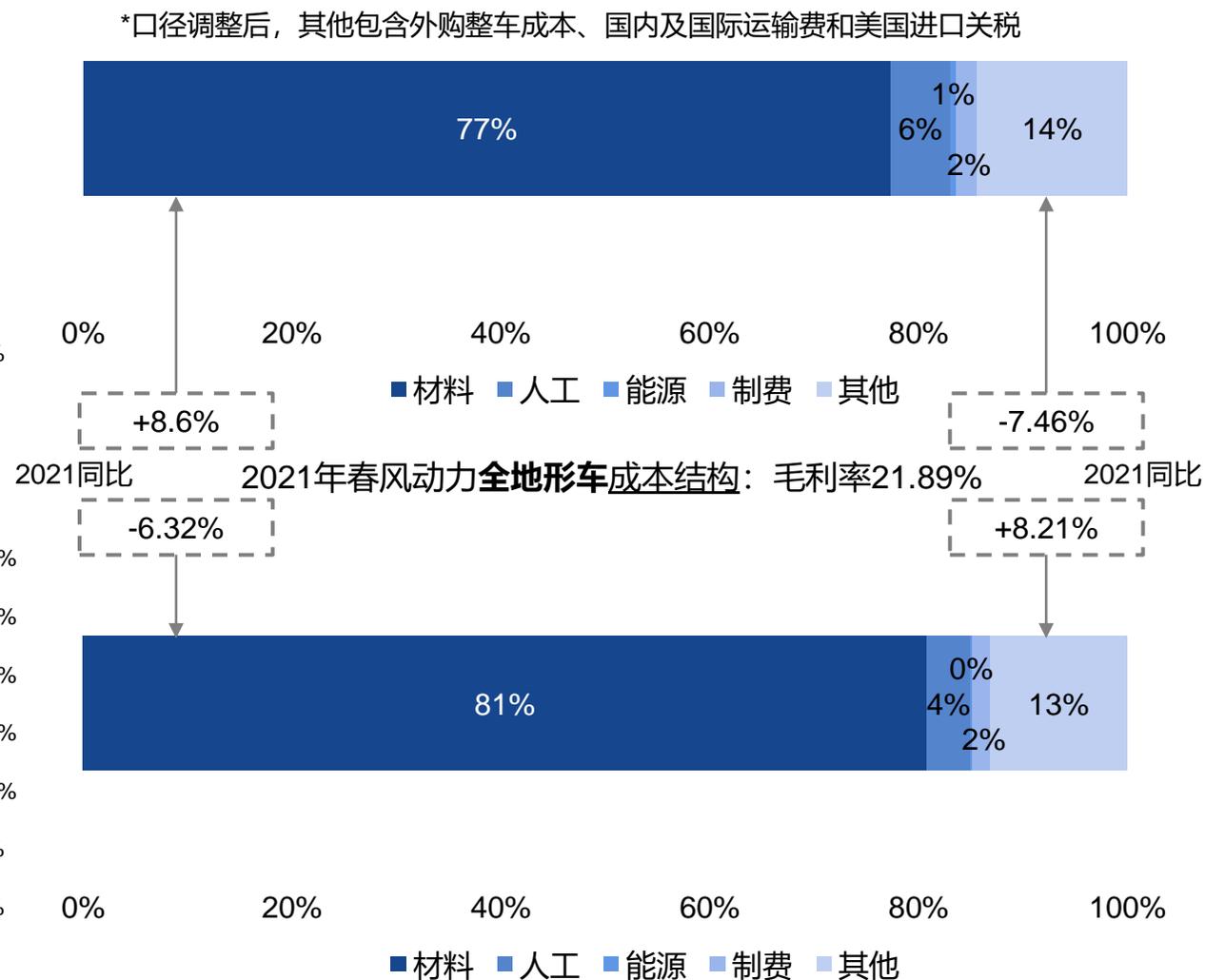
头部品牌两轮车2021年收入结构：原材料约6-8成



主要品牌2021年摩托车收入占总收入比

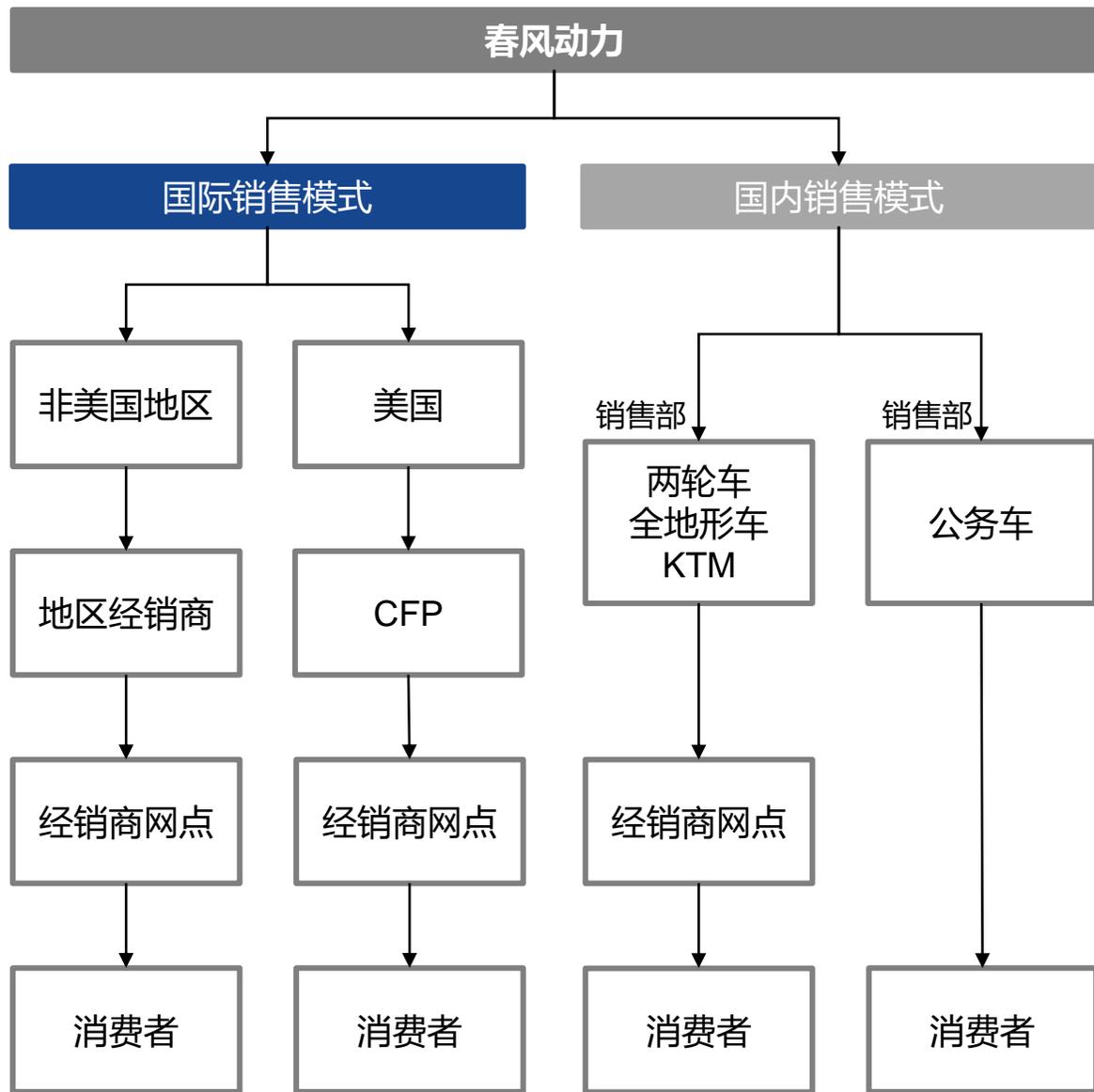


2021年春风动力两轮车成本结构：毛利率19.7%



2.4.6 春风动力渠道：内销外销共发展，海外依赖经销商

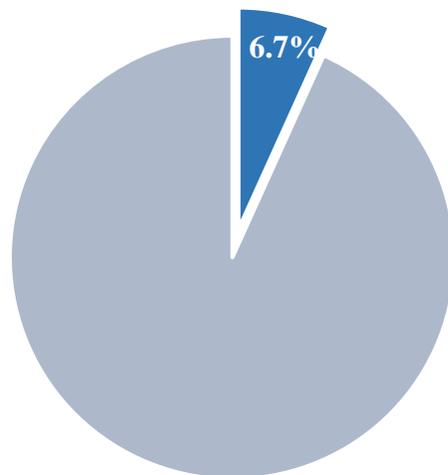
	产品	渠道	网点数量
国际市场营销网点	大排量车型	代理商 子公司	3900+
CFMOTOR	大排量车型	交付+售后	650+
ZEEHO	高性能电摩	销售+服务	120+
KTMR2R	进口+合资	产品销售	40+
公务	公务车	交付+售后	-



2.4.7 线下销售主导，O2O模式兴起

- 目前整个行业的销售以线下为主。该产品需要售前试骑注重体验感，售后维保，组织摩友活动等，作为大件商品，物流运输的难度也较大。钱江摩托2020年公布国内线上销量占比6.7%，占比较低。摩托车仍然以线下经销模式占据绝对主导。
- 门店直面客户，是链条中最重要的一环。门店是渠道网络中最末端的环节，也是十分关键的一环。门店不仅仅起着销售的作用，它还承担着整车组装、售后服务的责任。无论是销售还是售后，门店都是与用户接触最多、最直接的环节。
- O2O电商持续发力。钱江摩托搭建新零售系统，推进QJMOTOR、Benelli线下商城建立基于LBS的线上映射店，制定并实施会员、积分、分销等管理机制，实现线上线下联动；电商合作版图增加抖音、寺库、哈罗摩托等销售平台，2020年电商销量超过1.3万台。

钱江摩托2020年国内线上销量占比 (%)



■ 线上销量 ■ 线下销量

QJMOTOR京东旗舰店

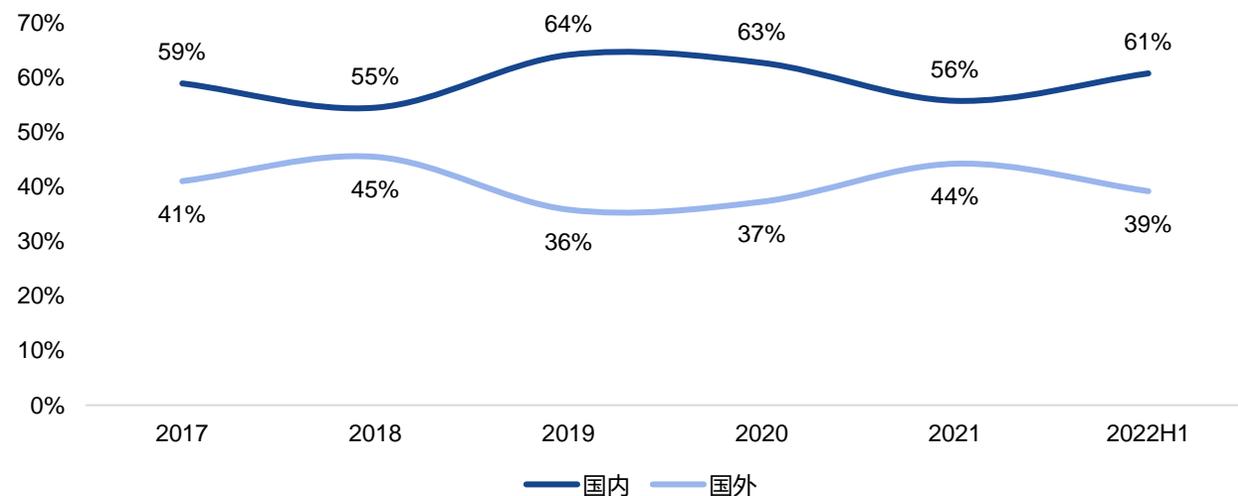


CFMOTOR 线下门店

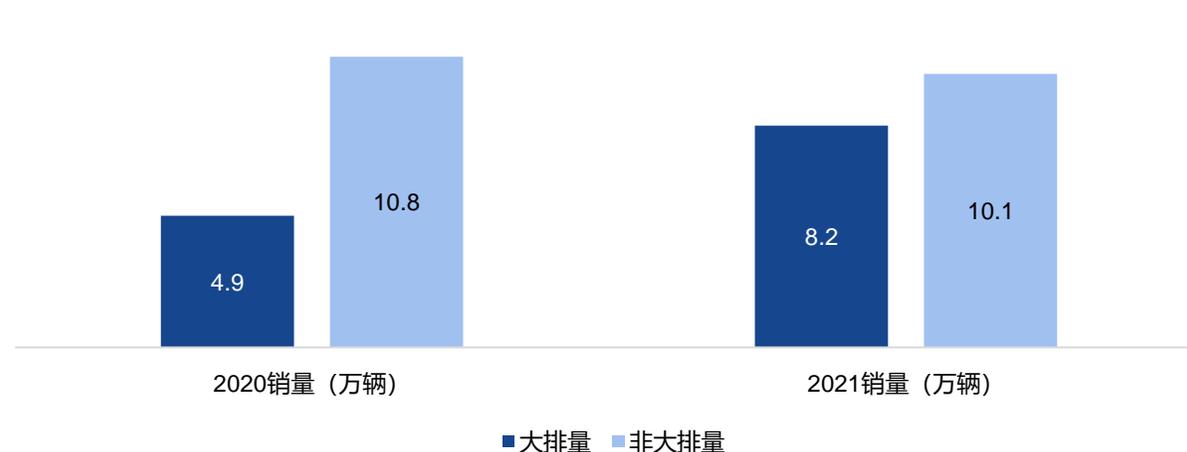


2.5.1 钱江摩托：国内收入为主，2021年摩托车收入占比提升至94%

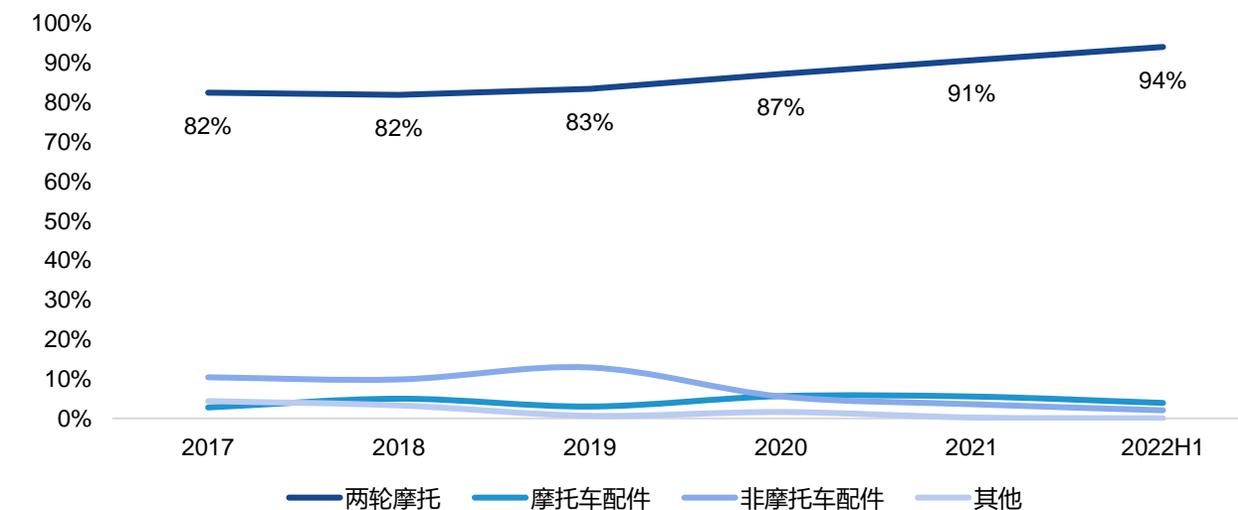
海内外营收分布：国内收入占比高于海外



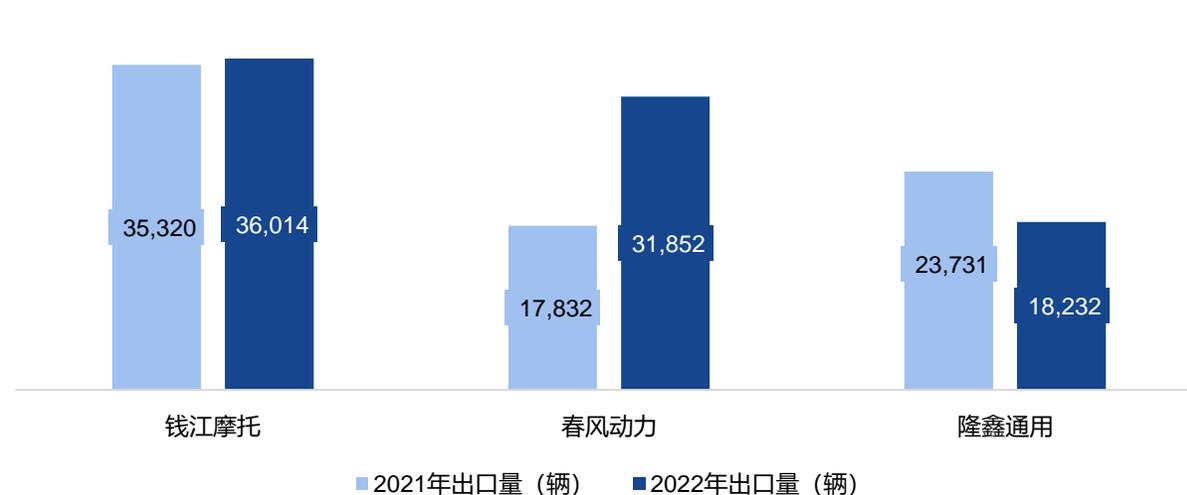
摩托车销量分布：2021年大排量增长明显



各业务条线收入构成：两轮摩托为主，占比持续上升



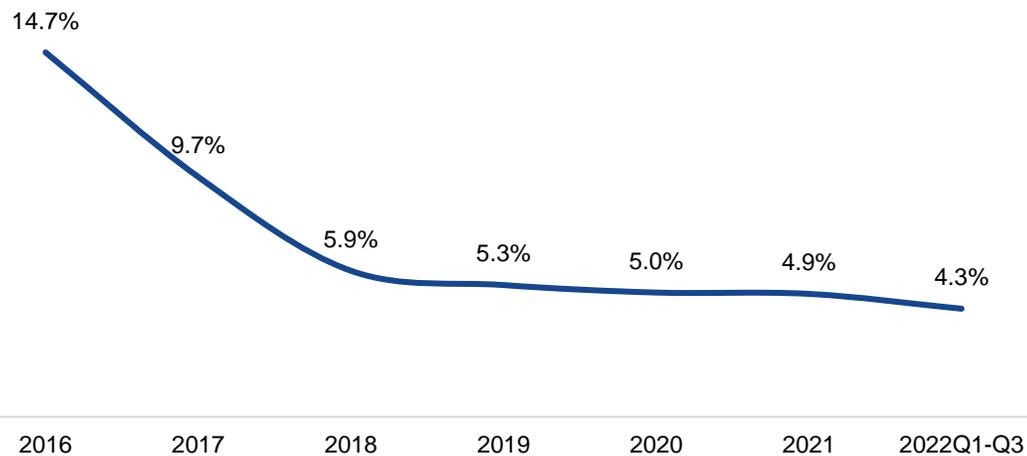
龙头企业出口量 (辆) 对比：钱江海外大排量销量稳定领先



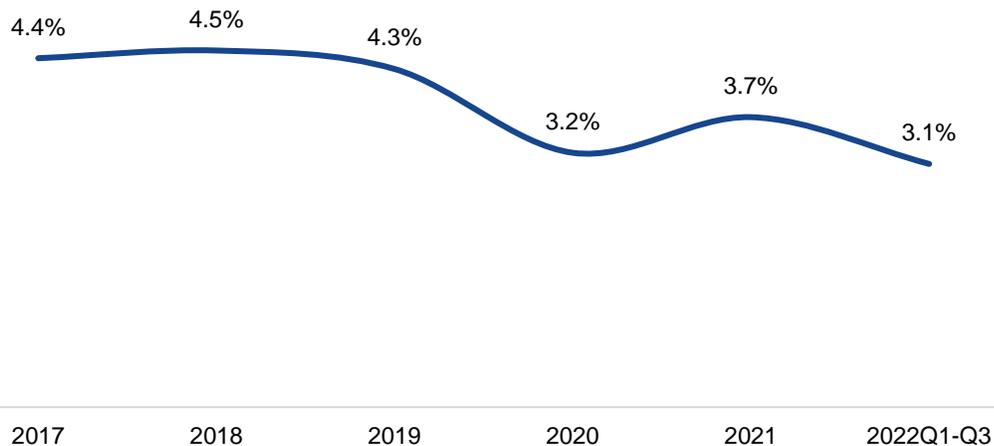
2.5.2 钱江摩托：费率下降，盈利提升

费率下降

管理能力不断优化，费用占收入比持续下降

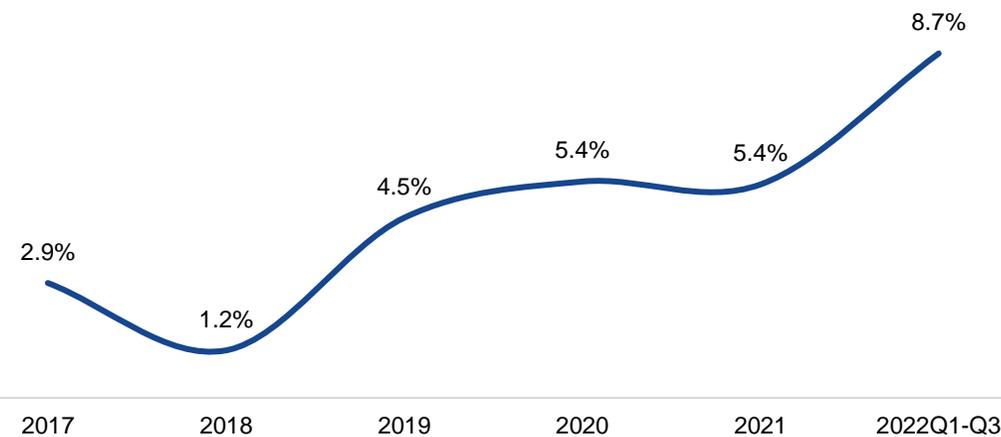


销售费用占收入比整体呈下降趋势

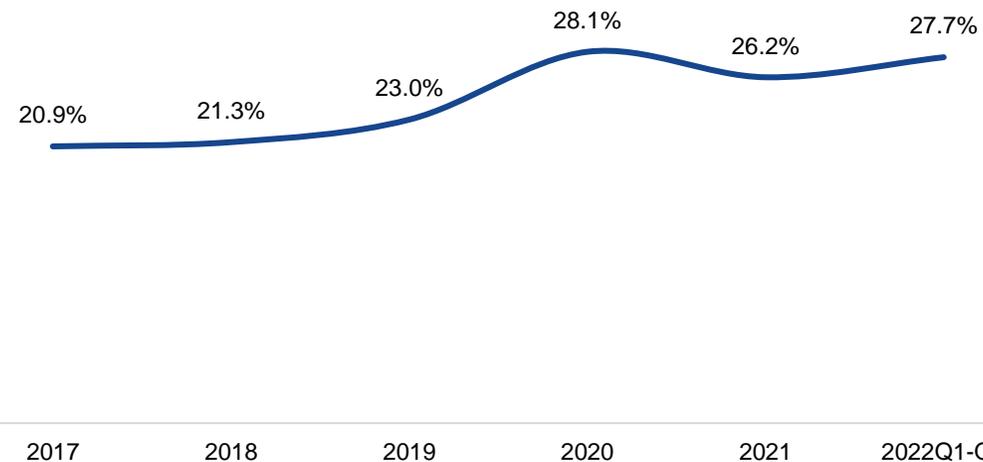


盈利能力提高

净利润率持续上升

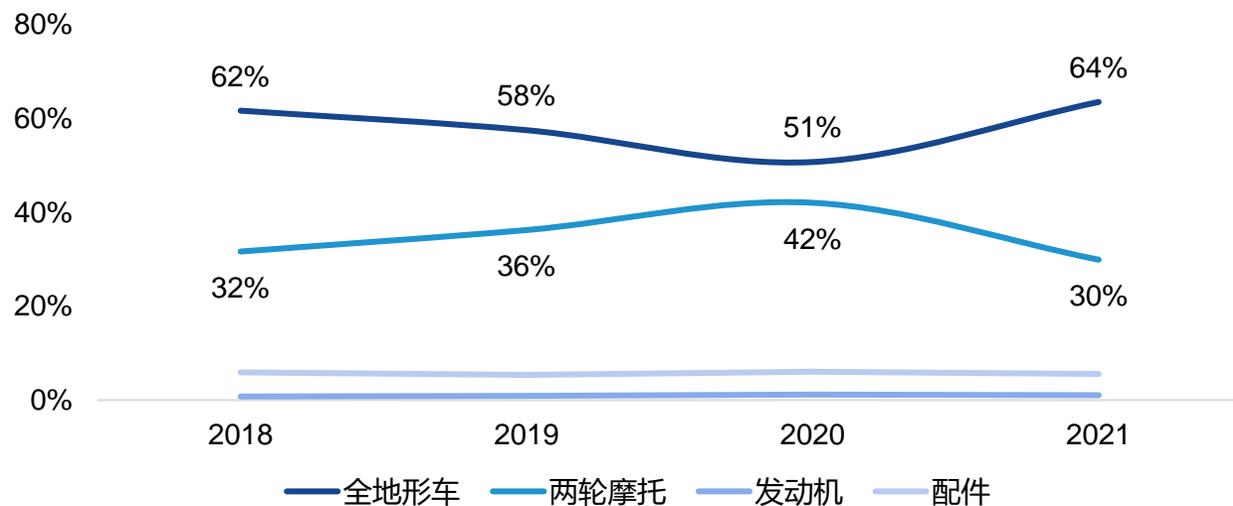


毛利率整体呈上升趋势

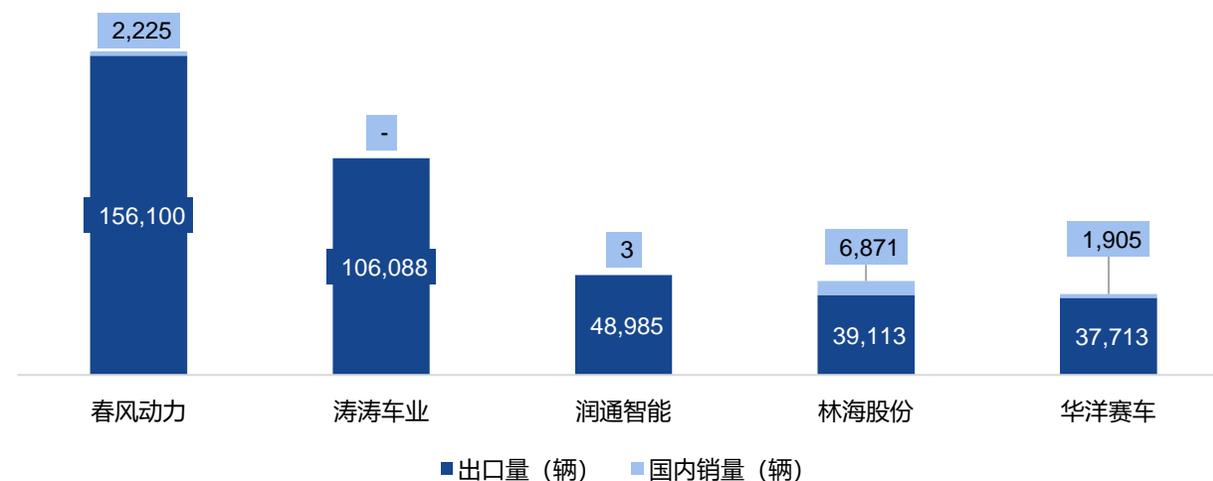


2.6.1 春风动力：全地形车收入约为摩托车两倍，海外占比高

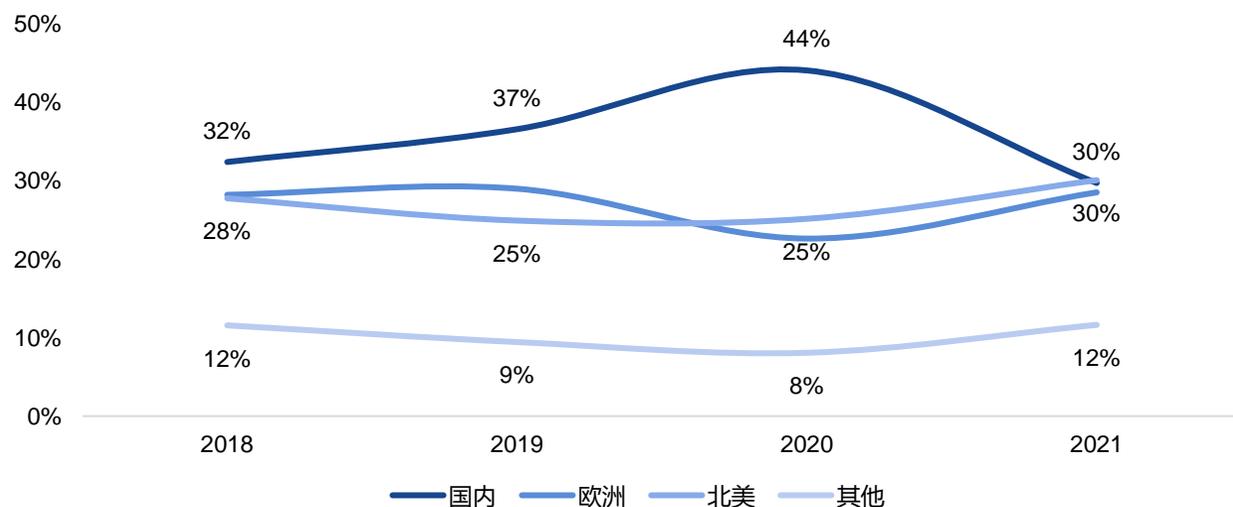
收入构成：全地形车为主，收入约为两轮摩托两倍



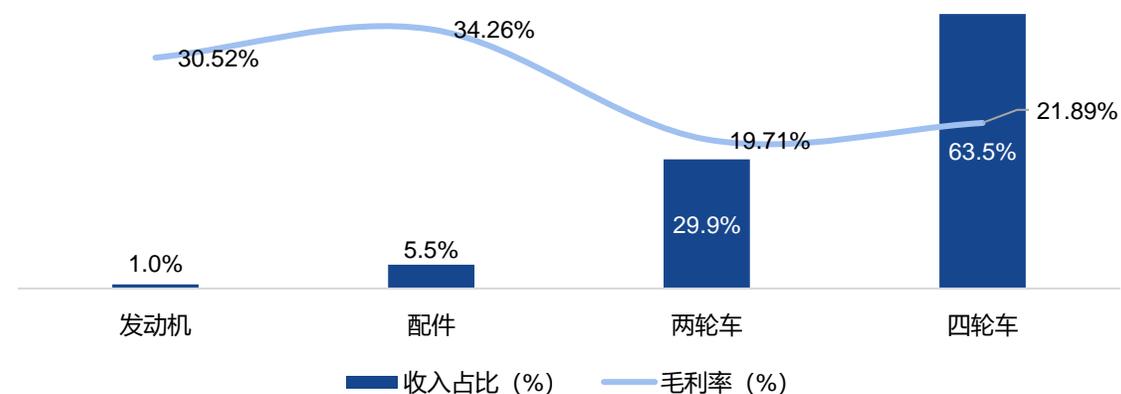
2022年沙滩车销量（辆）：内销占比低，春风动力优势明显



营收地域分布：国内收入仅占3-5成

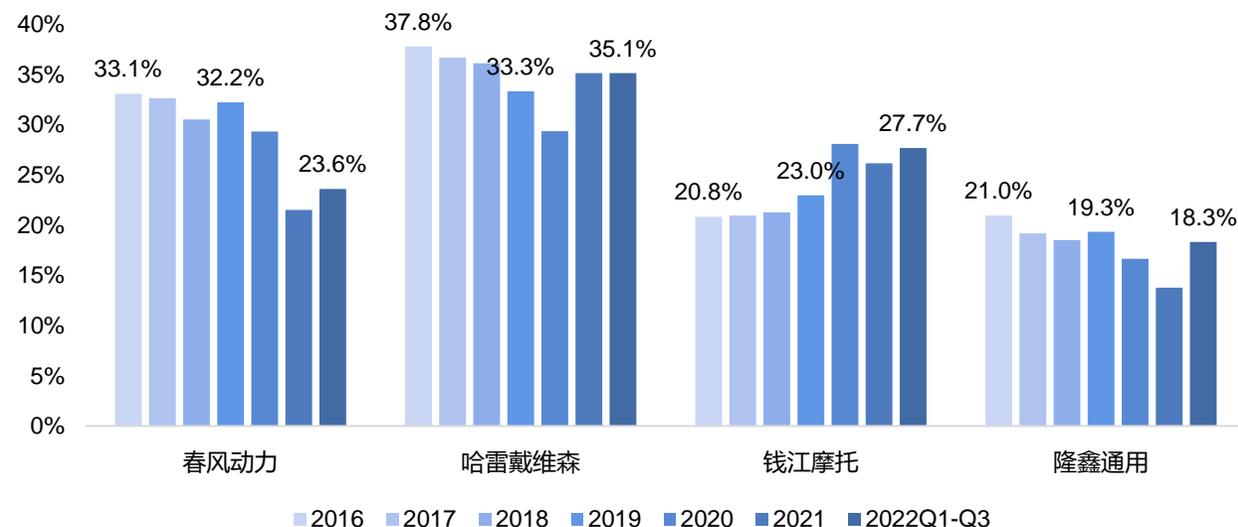


2021年各业务条线占比及毛利率
两轮车、四轮车分别约占3、6成



2.6.2 春风动力：品牌形象佳，经营能力强，费用下降明显

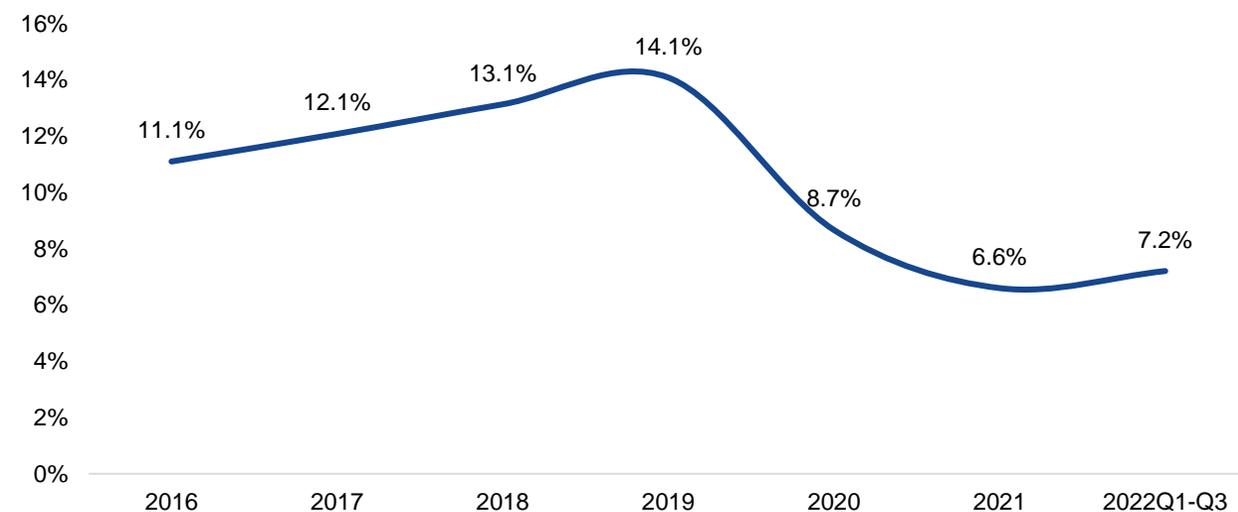
毛利率：国产品牌与国际品牌哈雷差距明显



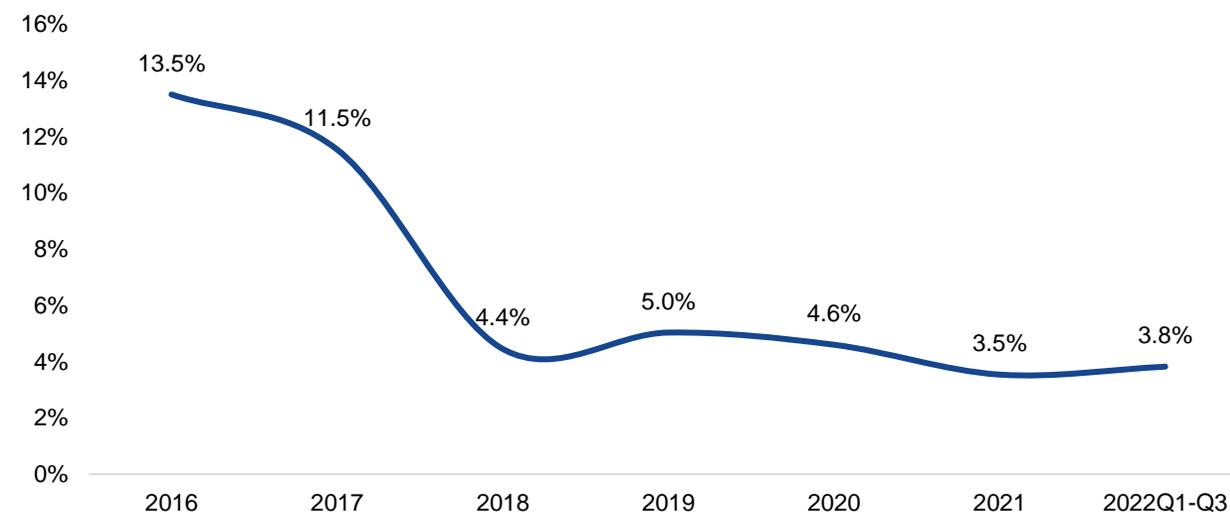
净经营周期（天）：款项回收、去存货速度快，上下游管控能力强



销售费用率：2019年起下降



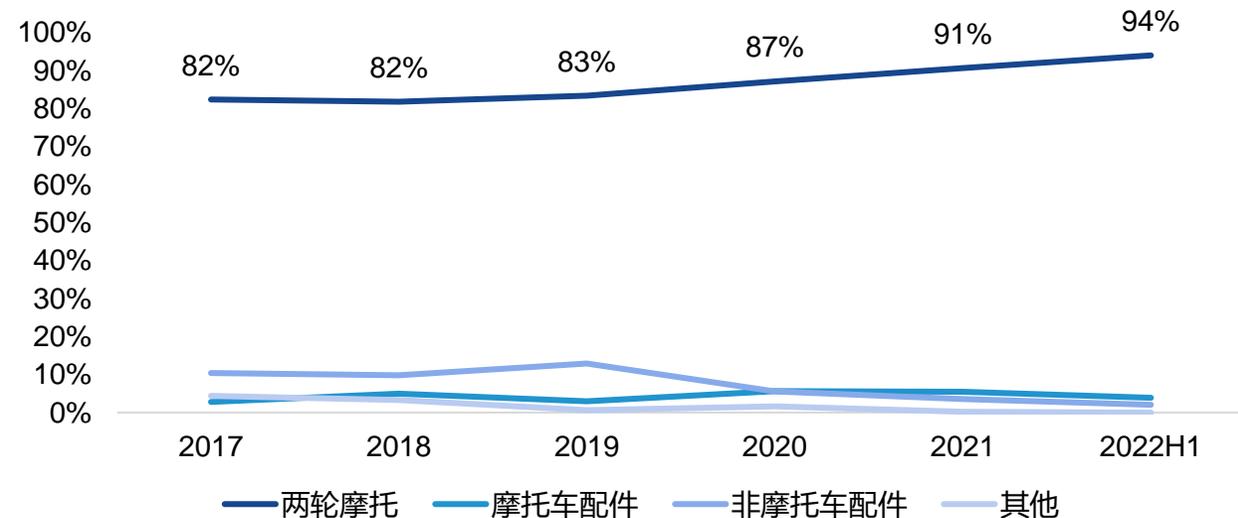
管理费用率：2018年起维持于较低水平



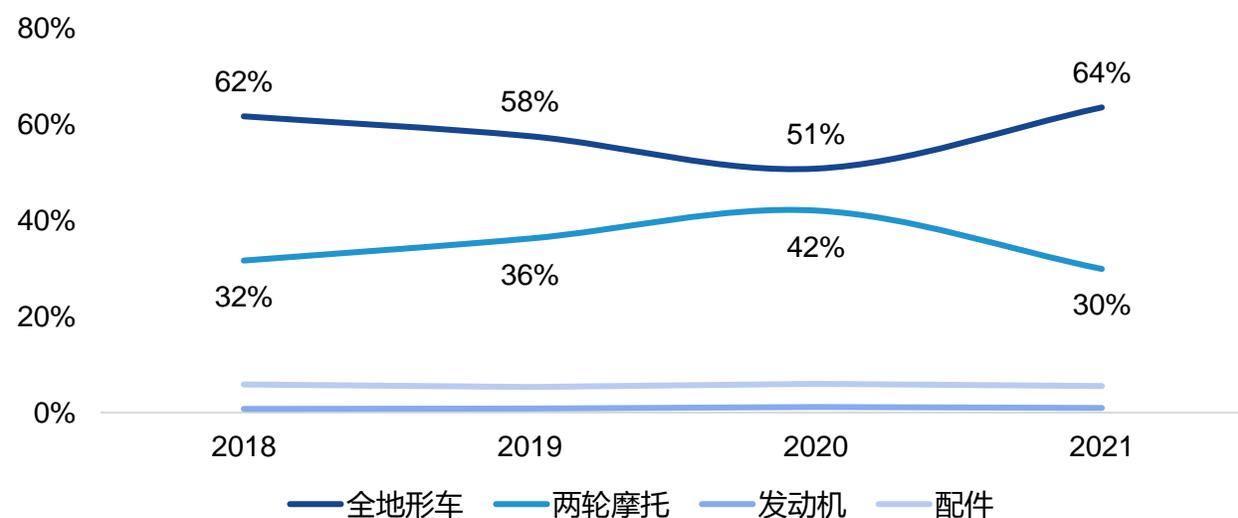
三、公司财务：国产摩企追赶国际品牌，净利率提升空间大

3.1 营收构成：隆鑫通用、钱江摩托以摩托为主，春风动力摩托占三、四成

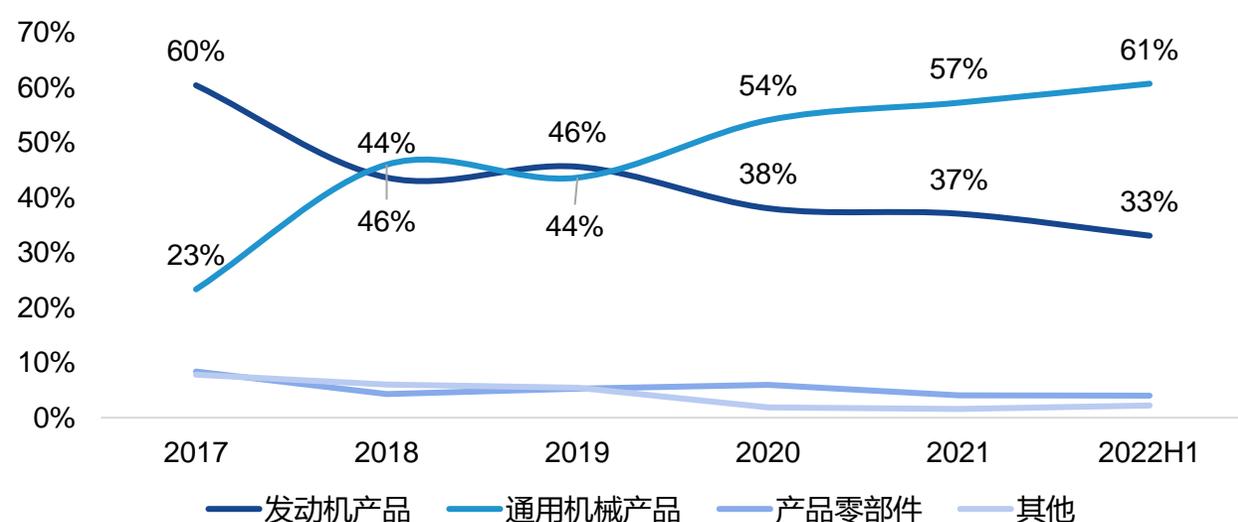
钱江摩托收入构成：两轮摩托为主，占比持续上升



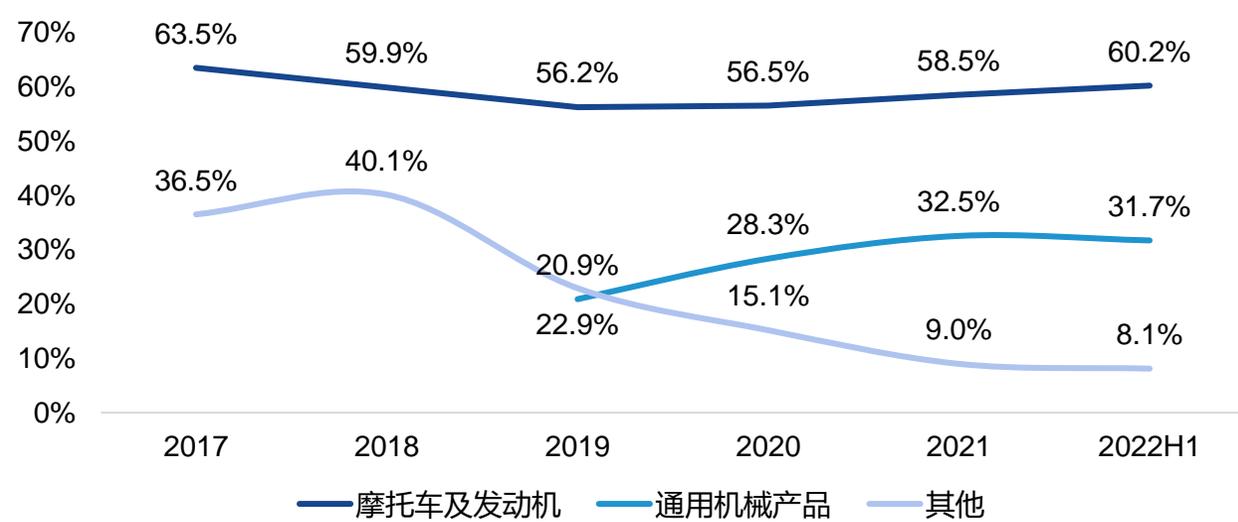
春风动力收入构成：四轮车为主，收入约为两轮摩托两倍



宗申动力收入构成：发动机+通机共发力



隆鑫通用收入构成：摩托及发动机为主

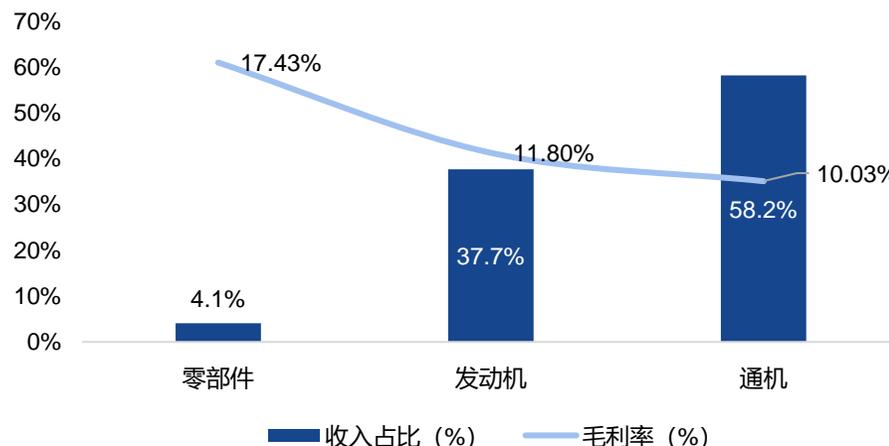


3.2 业务条线：钱江摩托车业务占比、毛利率较高

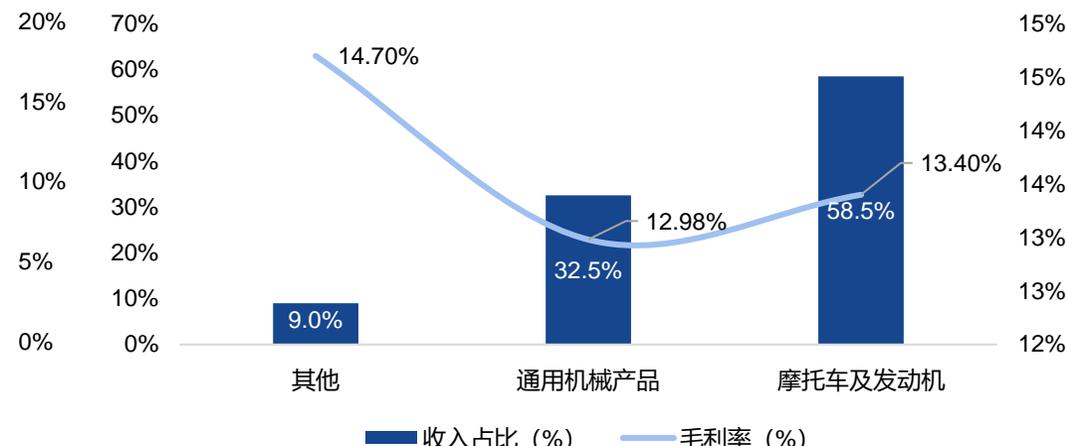
国产品牌摩托车收入
占总收入比及毛利率

	占比 (%)	毛利率 (%)
钱江摩托	90.7	25.6
春风动力	29.9	19.7
隆鑫通用	58.5	13.4
宗申	37.7	11.8

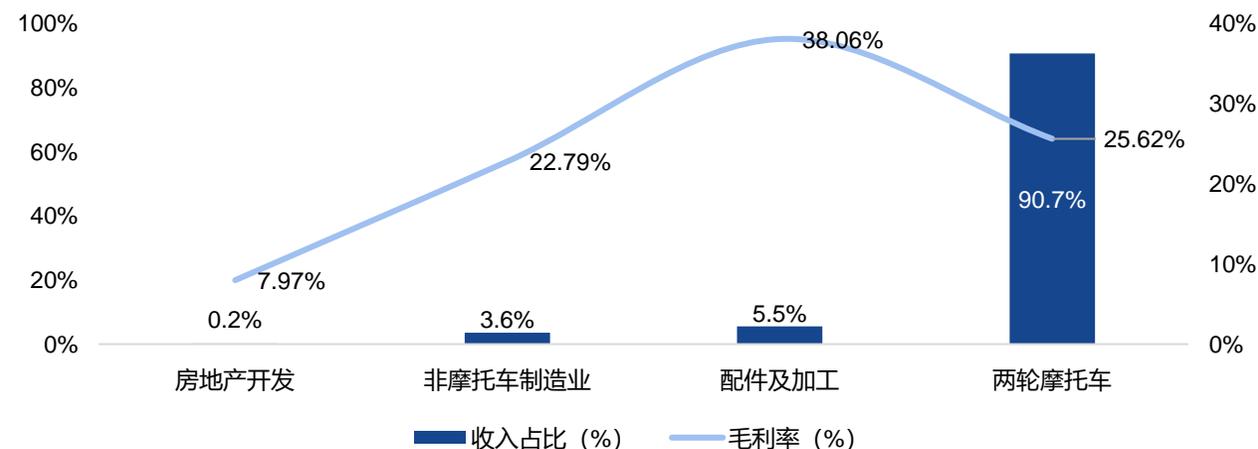
宗申动力2021年各业务条线占比及毛利率：
通机约占6成



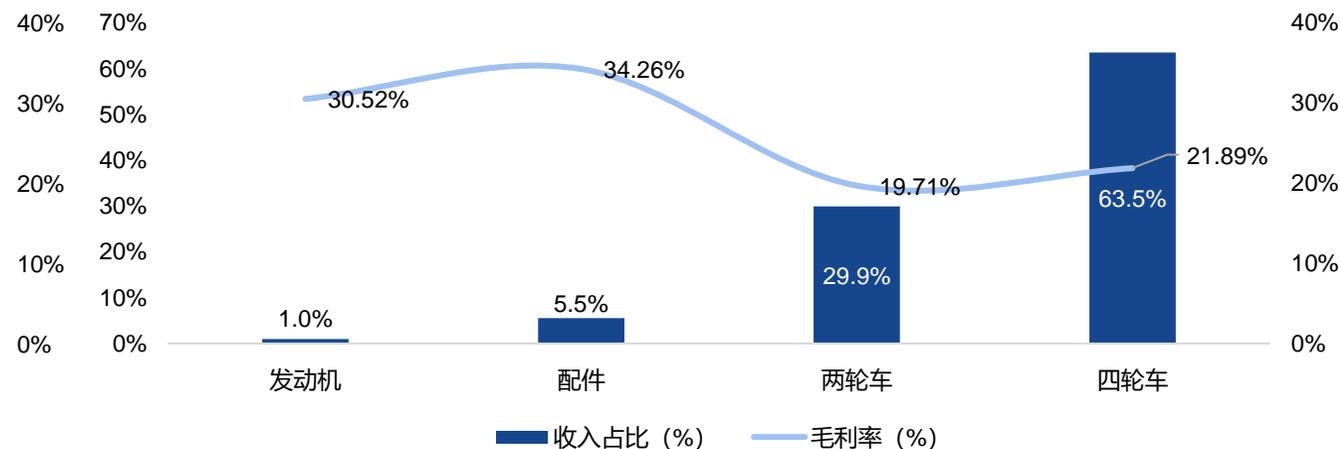
隆鑫通用2021年各业务条线占比及毛利率：
整车+发动机约6成，与通机产品共占超9成



钱江摩托2021年各业务条线占比及毛利率：
摩托车占比超9成

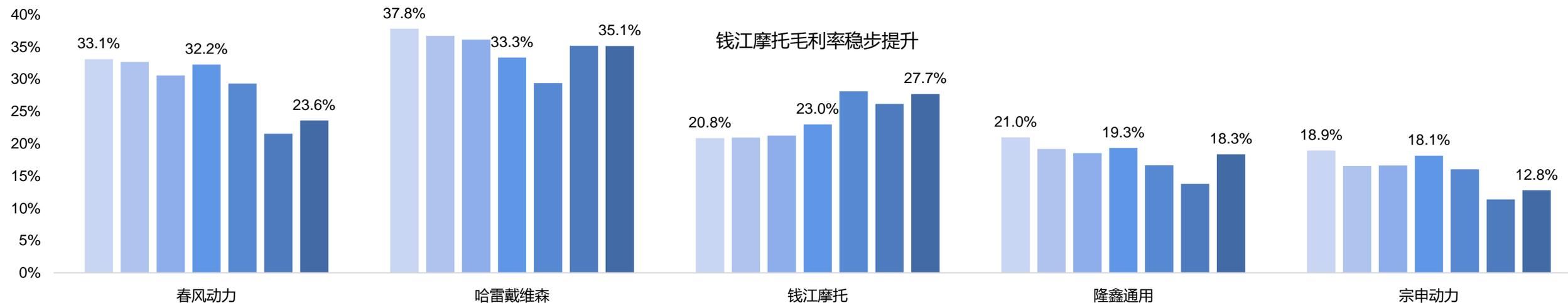


春风动力2021年各业务条线占比及毛利率：
两轮车、四轮车分别约占3、6成



3.3 盈利能力：国产品牌净利率有较大提升空间

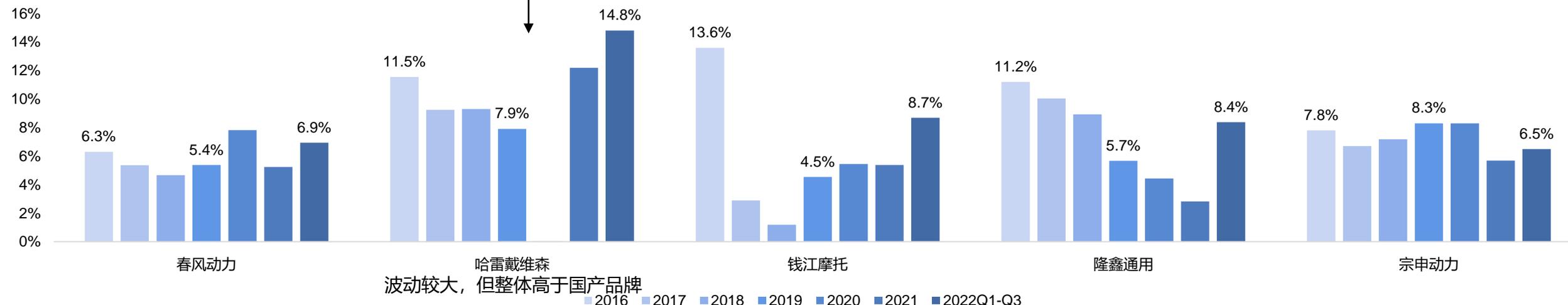
毛利率



2016-2020年春风动力毛利率仅次于哈雷但近年出现下滑

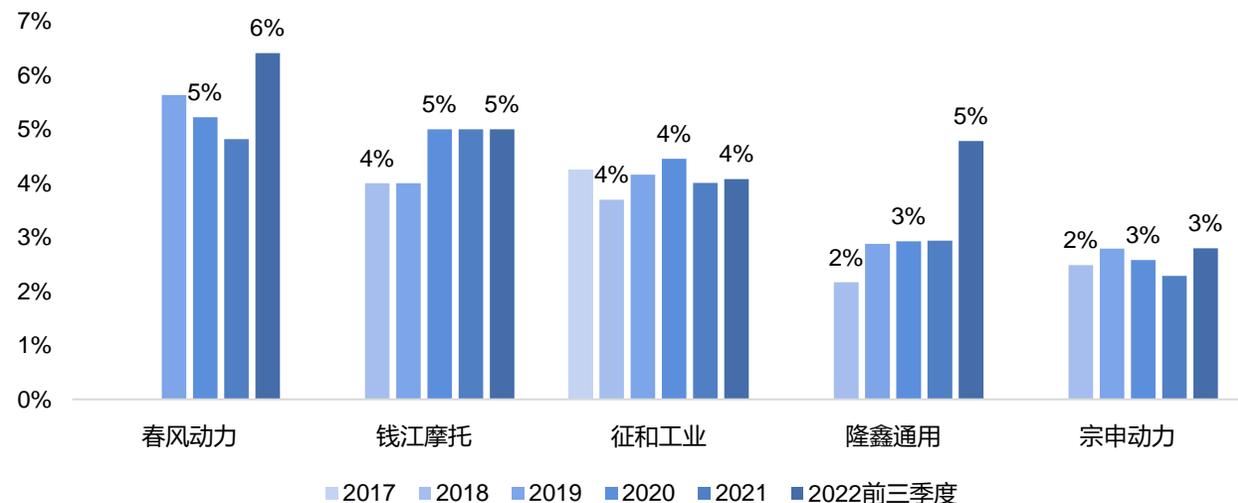
海外品牌平均毛利率、净利率均更高

净利率



3.4 费用拆分：重视研发，销售、管理费率持续下降

研发费用率：投入增加



管理费用率：下降趋势



销售费用率：下降趋势



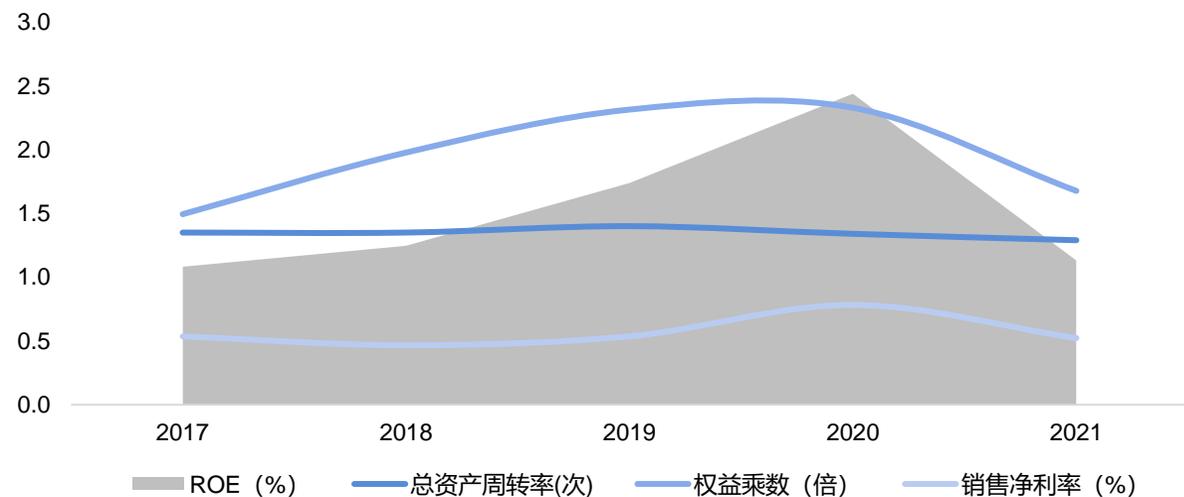
财务费用率

受汇兑损益影响，2022年前三季度国内品牌大幅下降

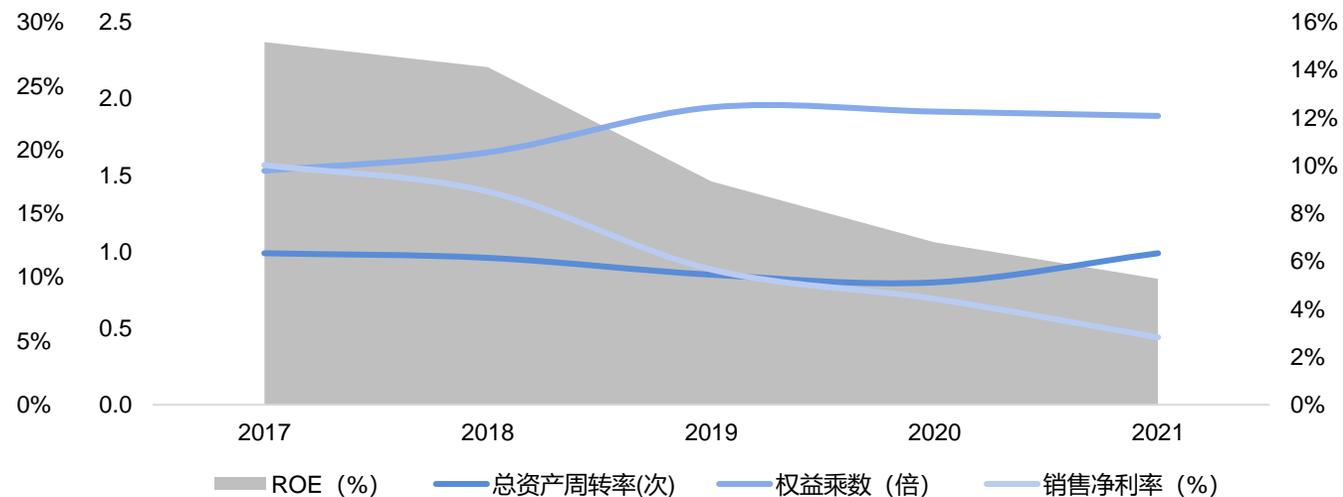


3.5.1 杜邦分析：净利率为ROE变化主要驱动因素

春风动力杜邦分析：总资产周转率影响大

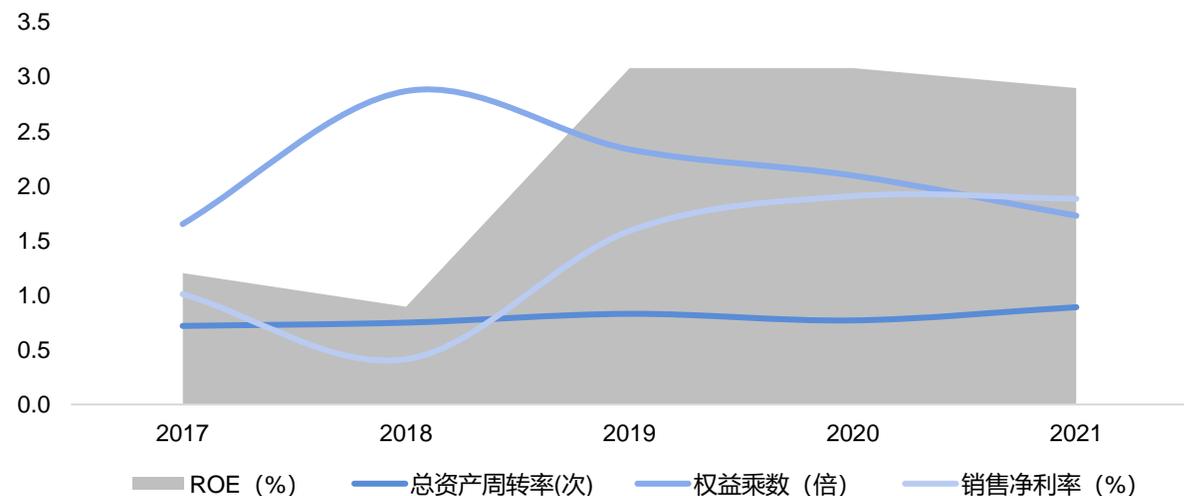


隆鑫通用杜邦分析

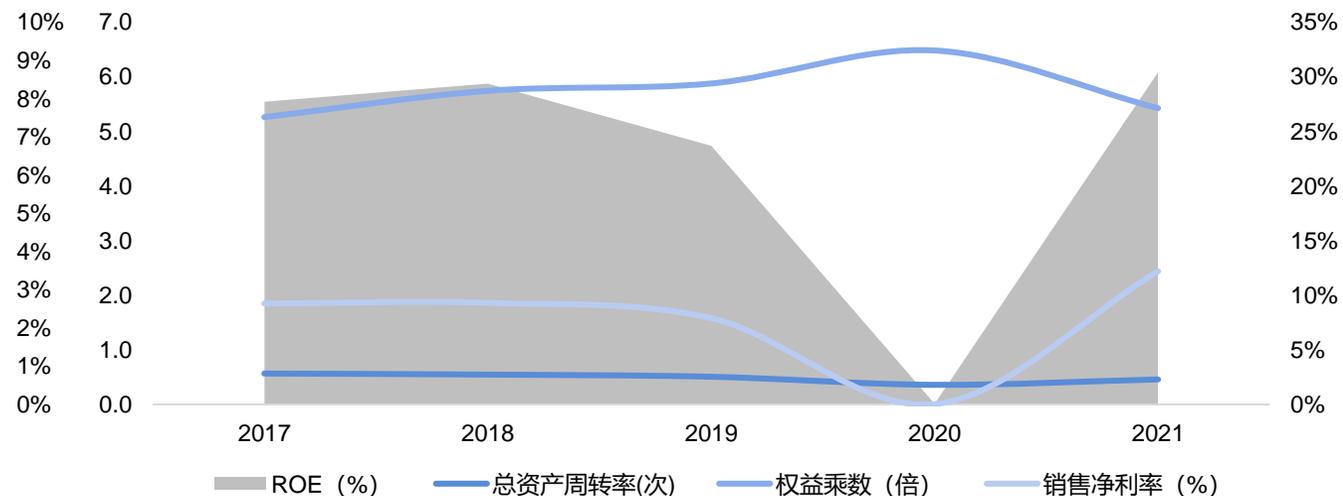


左轴-总资产周转率、权益乘数
右轴-ROE、销售净利率

钱江摩托杜邦分析



哈雷杜邦分析

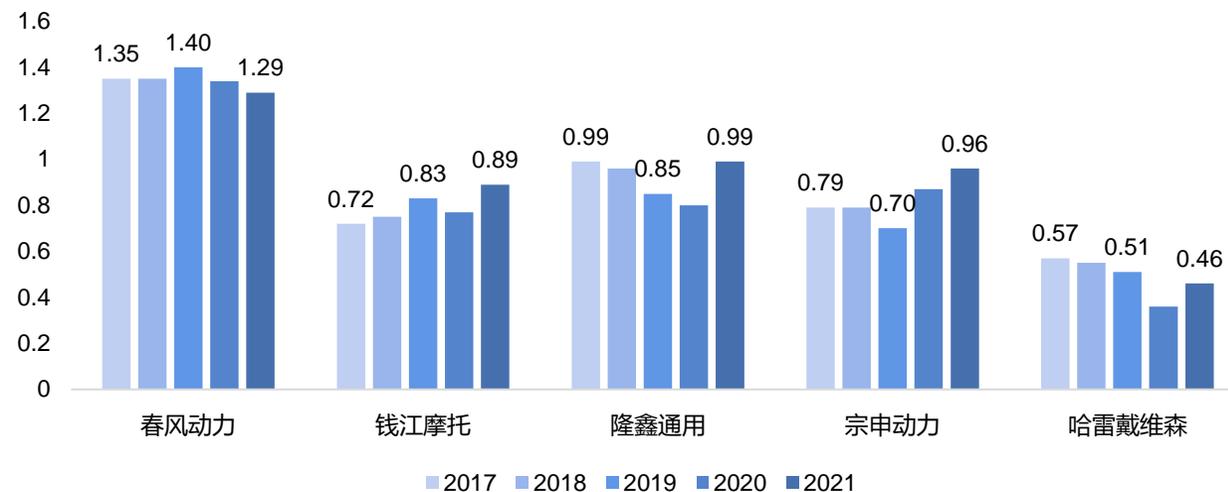


3.5.2 杜邦拆解：哈雷戴维森杠杆、净利水平高，推高ROE

ROE：国内企业波动大，低于海外公司



总资产周转率(次)：春风动力营运能力强



销售净利率：海外公司哈雷戴维森净利率高



权益乘数(倍)：哈雷杠杆显著高于国内企业



3.6 现金质量：国产品牌净利润转化现金流能力强，现金回收效率高

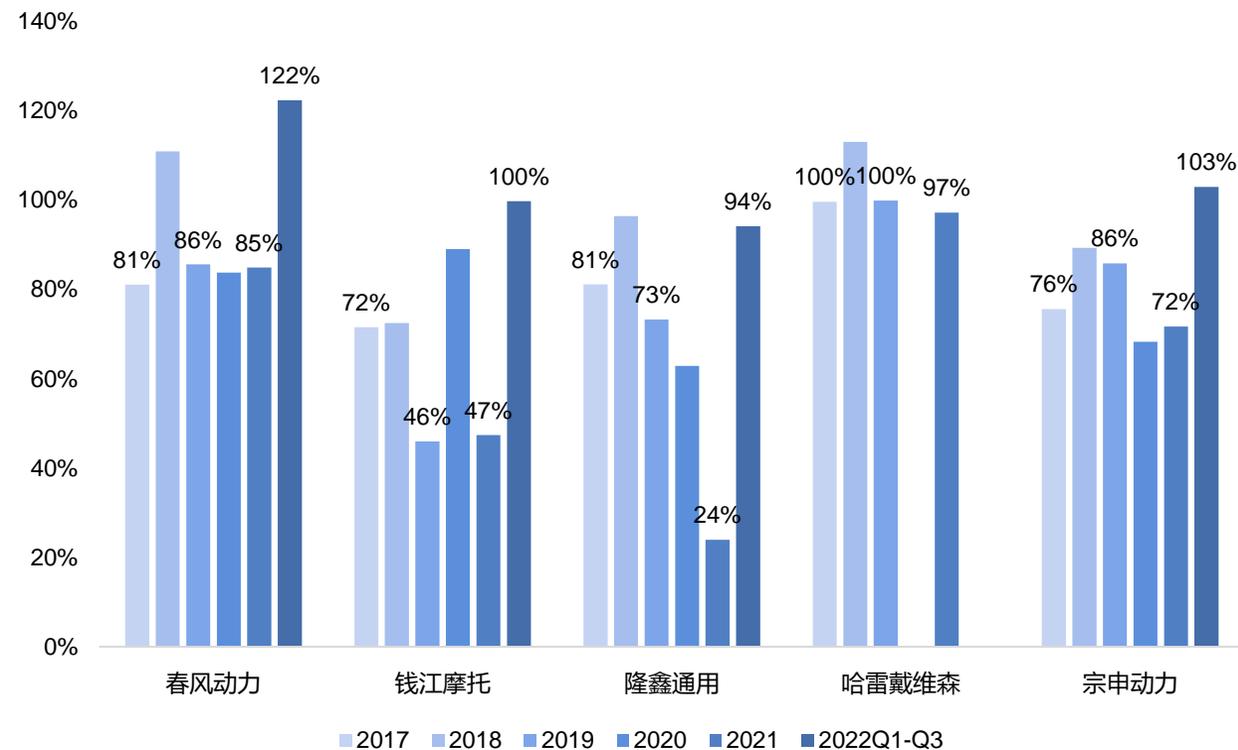
净现比：国内品牌2022年前三季度提升明显

- 净现比=经营现金流量净额/净利润，反映公司经营活动获取现金流的质量。净现比能长期保持1左右反映净利润转化为现金流的能力很高

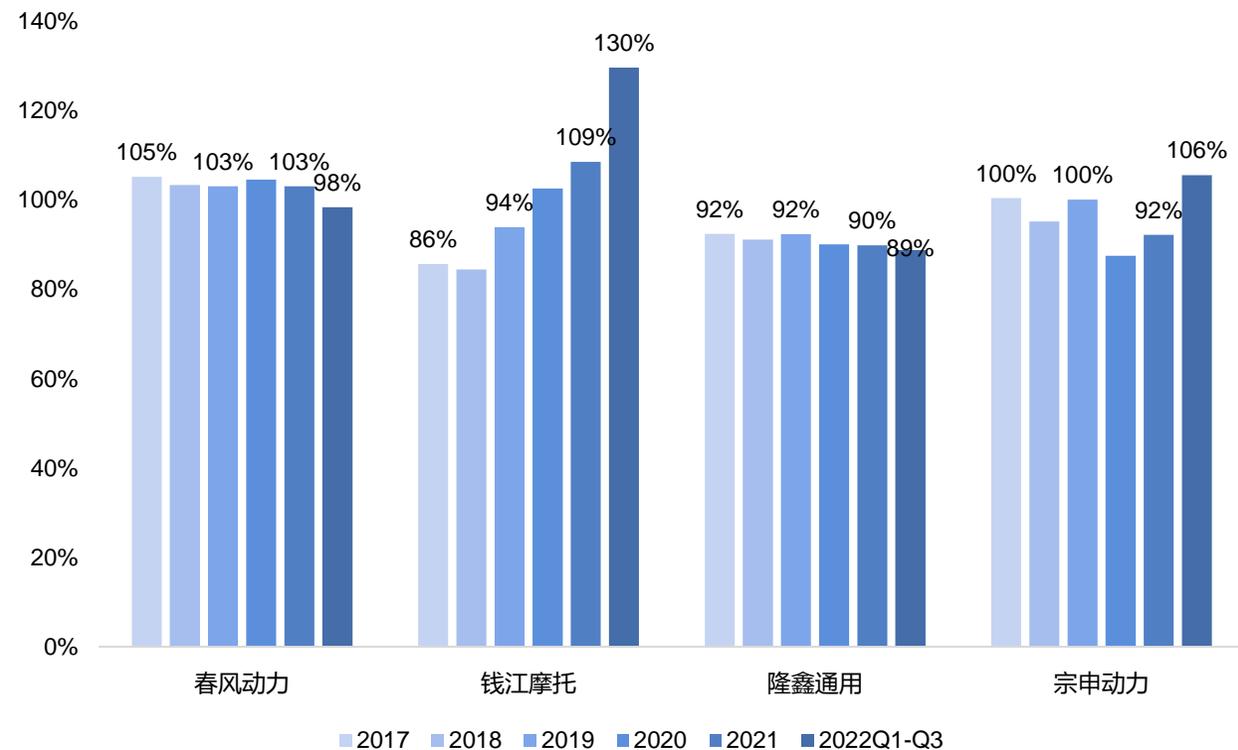
收现比：钱江摩托、宗申2022年前三季度提升明显

- 收现比=销售商品提供劳务收到的现金/营业收入，反映公司销售所得现金和营收之间的关系。小于1反映销售后没有完全收回现金，下游存在应收账款

净现比



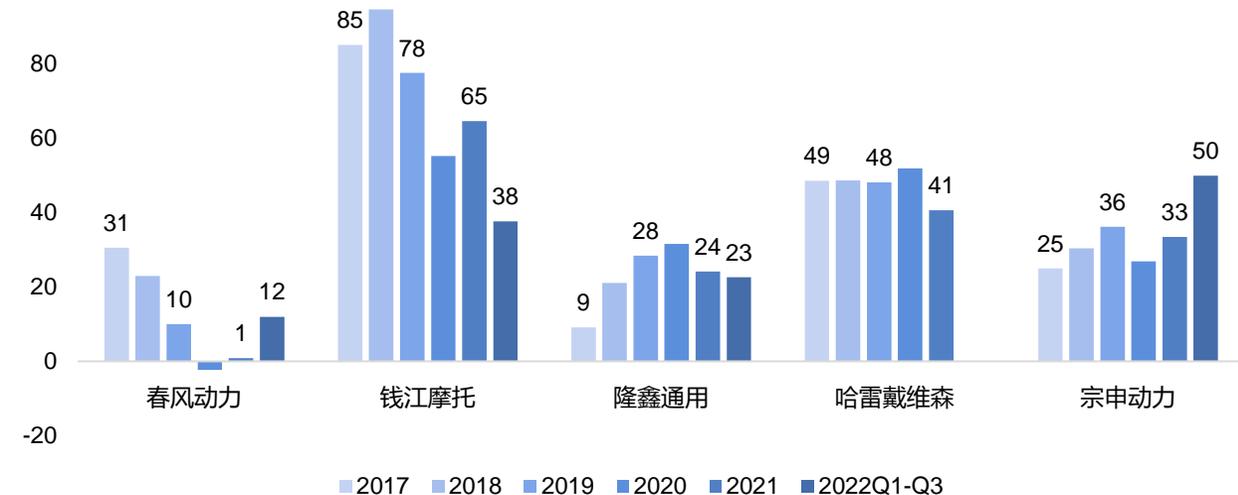
收现比



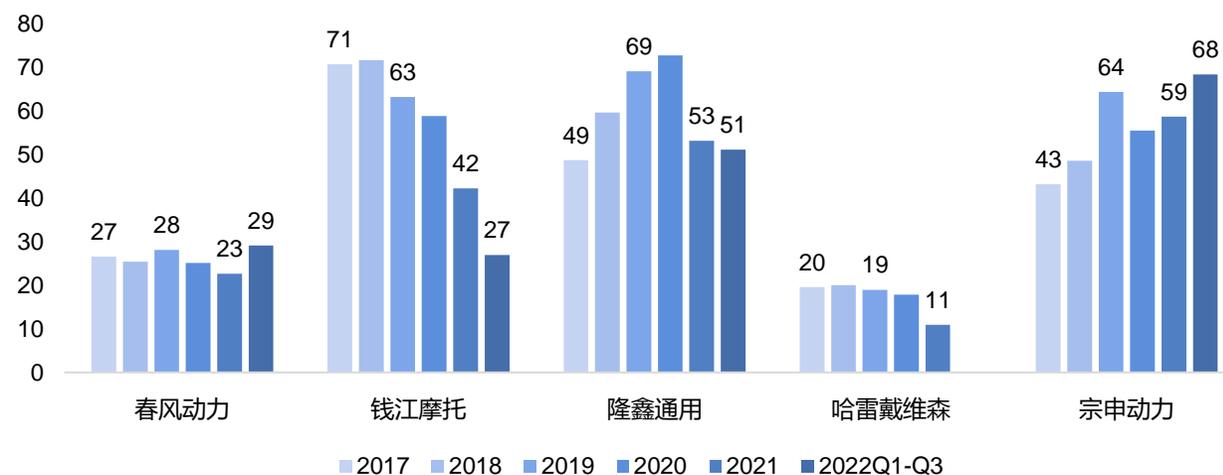
3.7 运营能力：净经营周期持续优化，主要品牌下游控制能力提升

主要企业净经营周期(天)：春风动力、钱江摩托持续优化

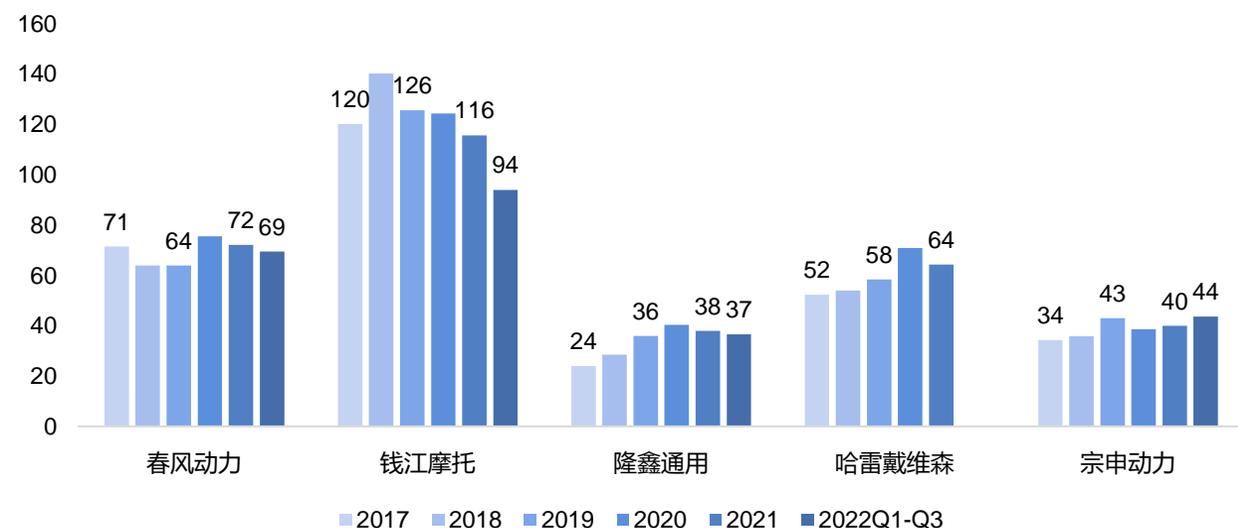
*净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数



应收账款周转天数(天)：国内企业中，春风动力与国际品牌哈雷戴维森最为接近；钱江摩托下降明显



存货周转天数(天)：钱江摩托显著高于同行



应付账款周转天数(天)：海外企业哈雷戴维森付款期低于国内企业



四、投资建议及风险提示

看好国内大排量市场，产品快速推新+扩大产业链优势，龙头企业成长空间大

4.1 重点关注公司及盈利预测：春风动力(首次覆盖)

□ 盈利预测基本假设和业务拆分：国内玩乐型摩托需求持续上升，龙头企业两轮车收入高速增长。国产品牌深化高端形象，提升品牌价值，品牌势能带来溢价，推动毛利率上升；国产品牌形象四轮全地形车海外需求旺盛，国内需求有待挖掘，未来空间大；行业发展带动发动机、配件收入持续增长。受益于规模效应，成本端将持续优化，我们预测主营业务的两轮车和全地形车的毛利率存在提高空间。

营收 (亿元)		2021	2022E	2023E	2024E
合计		78.62	109.78	136.53	176.16
	yoy	73.7%	39.6%	24.4%	29.0%
	毛利率	21.5%	24.7%	26.3%	26.5%
四轮车		48.79	69.37	79.85	98.99
	yoy	117.0%	42.2%	15.1%	24.0%
	毛利率	21.9%	26.9%	29.1%	29.3%
两轮车		22.98	32.21	46.84	65.36
	yoy	23.5%	40.2%	45.4%	39.6%
	毛利率	19.7%	21.8%	22.2%	22.9%
配件		4.26	5.11	6.13	7.36
	yoy	60.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%
发动机		0.77	0.92	1.11	1.33
	yoy	45.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	34.3%	32.0%	32.0%	32.0%
其他业务		1.81	2.17	2.60	3.12
	yoy	86.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	49.6%	30.0%	30.0%	30.0%

4.1 重点关注公司及盈利预测：春风动力(首次覆盖)

- 全地形车海外优势明显，国内需求潜力大；两轮车技术领先，加速满足国内需求增长：**2022年四轮全地形车出口量为国产品牌第一，销量约为第二名1.5倍，优势明显；全地形车内销需求待释放，有望优先占领市场，看好长期发展。深耕**两轮摩托车**技术，在售车型最大排量达到1250cc，领先国内同行；车型选择丰富，截至2023年2月，公司共16款车型在售；国内大排量摩托需求快速上升，截至2023年2月，春风动力国内门店数达到536家，我们预测新车型集中推出后销量、市占率将进一步提升。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计2022-2024年公司总营收分别是109.78/136.53/176.16亿元，归母净利润分别是7.01/10.64/14.10亿元，对应摊薄EPS为4.66/7.07/9.37元，对应PE分别为28.68/18.90/14.26X。春风动力作为大排量国内销量第二名，在行业的优势地位将进一步巩固和加强；首次覆盖春风动力，给予“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；海外市场拓展不及预期风险；海外需求波动风险；产品推新不及预期风险；竞争格局恶化风险；市场波动，估值中枢下降风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,861.49	10,978.36	13,653.06	17,615.85
增长率(%)	73.71	39.65	24.36	29.02
归母净利润(百万元)	411.52	701.16	1,063.88	1,409.65
增长率(%)	12.78	70.38	51.73	32.50
摊薄每股收益(元)	2.74	4.66	7.07	9.37
ROE(%)	11.32	16.64	20.16	21.08
P/E	57.48	28.68	18.90	14.26
P/B	7.14	4.77	3.81	3.01
P/S	3.30	1.83	1.47	1.14
EV/EBITDA	44.31	20.38	12.48	8.33

4.2 重点关注公司及盈利预测：钱江摩托(首次覆盖)

□ **盈利预测基本假设和业务拆分：**国内玩乐型摩托需求持续上升，龙头企业两轮车收入高速增长。国产品牌深化高端形象，提升品牌价值，品牌势能带来溢价，推动毛利率上升；行业发展带动配件收入持续增长。受益于规模效应，成本端将持续优化，我们预测主营业务摩托车整车的毛利率存在提高空间。

	2021A	2022E	2023E	2024E
摩托车整车-两轮摩托车 (亿元)	41.45	53.35	81.10	105.21
增长率 (%)	23.7%	28.7%	52.0%	29.7%
毛利率 (%)	26.3%	27.3%	28.0%	28.0%
锂电池、封装、控制器等 (亿元)	1.55	1.09	0.81	0.57
增长率 (%)	-22.7%	-30.0%	-25.0%	-30.0%
毛利率 (%)	22.8%	20.0%	20.0%	20.0%

4.2 重点关注公司及盈利预测：钱江摩托(首次覆盖)

- **推新能力优秀，国内龙头地位明显：**产品力强，2021年共上市燃油车20款，国产品牌第一。2022年大排量出口量全国第一，领先第二、三企业万余辆；2022年大排量内销量全国第一，全年销量约为第二名销量两倍。销量提升的同时，与2021年全年相比，2022年前三季度管理、销售费用率下降，毛利率、净利率提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年营收分别是54.43/81.91/105.78亿元，归母净利润分别是4.19/6.05/8.17亿元，对应摊薄EPS为0.80/1.15/1.55元，对应PE分别为28.95/20.07/14.86X。钱江摩托作为大排量国内销量第一名，在行业的优势地位将进一步巩固和加强；首次覆盖钱江摩托，给予“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；海外市场拓展不及预期风险；外汇波动风险；海外需求波动风险；产品推新不及预期风险；竞争格局恶化风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,309.45	5,443.35	8,190.94	10,578.24
增长率(%)	19.29	26.31	50.48	29.15
归母净利润(百万元)	237.61	419.49	605.13	817.16
增长率(%)	-0.80	76.55	44.26	35.04
摊薄每股收益(元)	0.45	0.80	1.15	1.55
ROE(%)	7.94	12.29	13.42	15.35
P/E	27.29	28.95	20.07	14.86
P/B	2.15	3.56	2.69	2.28
P/S	1.49	2.23	1.48	1.15
EV/EBITDA	21.24	27.15	12.82	8.89

- **我们看好国内玩乐型摩托市场：**对标欧美、日本等国家大排量摩托车万人平均年消费量超过10辆，我国2021年万人平均年消费量仅有2.4辆，成长空间大，预计未来大排量摩托车年销量峰值超过150万辆，对应万人年消费10-12辆。大排量车型渗透率持续提升，且利润空间更高，是行业未来重点发展方向。
- **我们看好龙头企业车型推新能力：**通过与国际品牌深度合作，头部国产摩企已建立成熟研发、生产体系。市场趋势捕捉能力强，在玩乐型摩托车爆款驱动的逻辑下具有性价比+管理优势。
- **我们看好龙头企业在产业链中强势地位：**龙头企业销量增长来于国内大排量需求扩张+全球化出海；产品推新+技术升级、突破，结构优化将提升单车ASP；上游供应链一体化+下游渠道扁平化+规模效应+降本控费将持续释放利润。
- **推荐行业龙头公司春风动力、钱江摩托，**看好两家公司产品研发创新能力强，品牌持续升级，渠道管理优化，加强海外拓展，充分受益大排量市场的扩容。

- 禁摩限摩政策加码风险：如一线城市持续禁摩；
- 经济下行，需求不足风险：如非必须消费需求下降；
- 行业竞争格局恶化风险：如头部企业市场份额下降；
- 供应链涨价风险：如配件价格提高；
- 外汇波动风险：可能导致的出海业务波动；
- 海外需求波动风险：可能导致海外收入下降；
- 产品推新不及预期风险：可能导致未能与市场需求同步；
- 海外市场拓展不及预期风险：可能导致品牌推广受阻风险；
- 市场波动，估值中枢下降风险；
- 国内外公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考；

附表1：春风动力(首次覆盖) 盈利预测表

证券代码: 603129.SH 股价: 133.64 (元人民币) 投资评级: 买入 日期: 2023/03/15

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)					每股指标与估值				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3956.33	4507.21	5899.33	7615.40	营业收入	7861.49	10978.36	13653.06	17615.85	每股指标				
应收款项	648.67	734.27	985.60	1233.46	营业成本	6168.97	8269.76	10062.35	12945.70	EPS	3.01	4.66	7.07	9.37
存货净额	1558.36	1239.67	2164.88	2215.24	营业税金及附加	97.29	153.70	191.14	246.62	BVPS	24.23	28.00	35.07	44.44
其他流动资产	316.16	290.48	401.27	399.64	销售费用	519.09	757.51	942.06	1206.69	估值				
流动资产合计	6479.52	6771.63	9451.08	11463.74	管理费用	278.04	422.67	525.64	669.40	P/E	57.48	28.68	18.90	14.26
固定资产	431.54	621.31	802.59	975.40	财务费用	32.51	-267.49	-50.00	-50.00	P/B	7.14	4.77	3.81	3.01
在建工程	444.28	539.59	634.91	730.22	其他费用/(-收入)	379.00	680.66	860.14	1109.80	P/S	3.30	1.83	1.47	1.14
无形资产及其他	611.04	658.17	705.29	752.41	营业利润	445.70	906.85	1160.17	1537.24	财务指标				
长期股权投资	4.38	4.38	4.38	4.38	营业外净收支	3.43	0.00	0.00	0.00	盈利能力				
资产总计	7970.76	8595.08	11598.25	13926.15	利润总额	449.13	906.85	1160.17	1537.24	ROE	11.32%	16.64%	20.16%	21.08%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	37.63	75.27	96.29	127.59	毛利率	21.53%	24.67%	26.30%	26.51%
应付款项	3763.04	3525.56	5342.95	6066.82	净利润	411.50	831.58	1063.88	1409.65	期间费率	10.55%	8.31%	10.38%	10.37%
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-0.02	37.42	0.00	0.00	销售净利率	5.23%	6.39%	7.79%	8.00%
其他流动负债	408.68	563.26	685.17	879.54	归属于母公司净利润	411.52	701.16	1063.88	1409.65	成长能力				
流动负债合计	4171.73	4088.82	6028.12	6946.36	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	73.71%	39.65%	24.36%	29.02%
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	263.72	1162.77	1791.77	2115.66	利润增长率	12.78%	70.38%	51.73%	32.50%
其他长期负债	119.41	119.41	119.41	119.41	净利润	411.52	701.16	1063.88	1409.65	营运能力				
长期负债合计	119.41	119.41	119.41	119.41	少数股东权益	-0.02	37.42	0.00	0.00	总资产周转率	0.99	1.28	1.18	1.26
负债合计	4291.14	4208.23	6147.53	7065.77	折旧摊销	66.97	67.67	76.15	84.63	应收账款周转率	12.12	14.95	13.85	14.28
股本	150.08	150.08	150.45	150.45	公允价值变动	-8.74	0.00	0.00	0.00	存货周转率	5.04	8.86	6.31	7.95
股东权益	3679.63	4386.84	5450.72	6860.37	营运资金变动	-178.43	175.87	651.97	621.65	偿债能力				
负债和股东权益总计	7970.76	8595.08	11598.25	13926.15	投资活动现金流	-386.74	-487.52	-399.65	-399.59	资产负债率	53.84%	48.96%	53.00%	50.74%
					资本支出	-385.52	-399.69	-399.65	-399.59	流动比	1.55	1.66	1.57	1.65
					长期投资	-20.03	0.00	0.00	0.00	速动比	1.12	1.28	1.16	1.28
					其他	18.82	-87.83	0.00	0.00					
					筹资活动现金流	1602.79	-124.36	0.00	0.00					
					债务融资	-30.04	0.00	0.00	0.00					
					权益融资	1709.05	0.00	0.00	0.00					
					其它	-76.23	-124.36	0.00	0.00					
					现金净增加额	1461.48	550.88	1392.12	1716.07					

资料来源: wind, 国海证券研究所

附表2：钱江摩托(首次覆盖) 盈利预测表

证券代码: 000913.SZ

股价: 23.05 (元人民币)

投资评级: 买入

日期: 2023/03/15

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1514.60	1573.55	3071.39	3841.05	营业收入	4309.45	5443.35	8190.94	10578.24	每股指标				
应收款项	511.42	1015.74	1234.49	1609.88	营业成本	3181.58	3967.62	5900.38	7624.07	EPS	0.52	0.80	1.15	1.55
存货净额	1116.98	1417.89	2253.46	2320.99	营业税金及附加	231.11	386.48	573.37	740.48	BVPS	6.60	6.48	8.57	10.13
其他流动资产	203.97	260.66	341.10	384.68	销售费用	157.60	179.63	253.92	322.64	估值				
流动资产合计	3346.97	4267.83	6900.44	8156.60	管理费用	213.24	255.84	368.59	454.86	P/E	27.29	28.95	20.04	14.83
固定资产	667.40	644.15	617.84	588.80	财务费用	12.52	-85.29	19.50	10.54	P/B	2.15	3.56	2.69	2.28
在建工程	252.98	227.68	204.91	184.42	其他费用/(-收入)	215.91	277.61	405.45	513.04	P/S	1.49	2.23	1.48	1.15
无形资产及其他	497.26	497.26	497.26	497.26	营业利润	240.65	457.11	668.09	906.25	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	349.69	349.69	349.69	349.69	营业外净收支	9.51	14.00	12.00	13.00	盈利能力				
资产总计	5114.30	5986.61	8570.15	9776.77	利润总额	250.15	471.11	680.09	919.25	ROE	7.94%	12.29%	13.42%	15.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	18.47	73.49	105.41	142.48	毛利率	26.17%	27.11%	27.96%	27.93%
应付款项	1532.83	1979.83	3276.75	3515.45	净利润	231.68	397.62	574.68	776.77	期间费率	8.90%	6.43%	7.83%	7.43%
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-5.93	-21.87	-30.46	-40.39	销售净利率	5.51%	7.71%	7.40%	7.74%
其他流动负债	443.19	470.89	684.85	874.34	归属于母公司净利润	237.61	419.49	605.13	817.16	成长能力				
流动负债合计	1976.03	2450.72	3961.60	4389.79	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	19.29%	26.31%	50.48%	29.15%
长期借款及应付债券	11.81	11.81	11.81	11.81	经营活动现金流	207.49	65.63	1018.99	794.75	利润增长率	-0.80%	76.55%	44.46%	35.13%
其他长期负债	112.10	112.10	112.10	112.10	净利润	237.61	419.49	606.00	818.91	营运能力				
长期负债合计	123.91	123.91	123.91	123.91	少数股东权益	-5.93	-21.87	-30.50	-40.48	总资产周转率	0.84	0.91	0.96	1.08
负债合计	2099.93	2574.63	4085.51	4513.70	折旧摊销	84.98	48.55	49.07	49.54	应收账款周转率	8.84	6.70	7.46	8.07
股本	453.54	453.54	526.93	526.93	公允价值变动	29.79	0.00	0.00	0.00	存货周转率	3.86	3.84	3.63	4.56
股东权益	3014.37	3411.99	4484.64	5263.07	营运资金变动	-181.37	-387.22	376.12	-58.31	偿债能力				
负债和股东权益总计	5114.30	5986.61	8570.15	9776.77	投资活动现金流	-97.63	-6.68	-18.31	-25.08	资产负债率	41.06%	43.01%	47.67%	46.17%
					资本支出	-89.08	16.18	15.28	17.23	流动比	1.69	1.74	1.74	1.86
					长期投资	-40.88	0.00	0.00	0.00	速动比	1.05	1.08	1.11	1.27
					其他	32.33	-22.86	-33.58	-42.31					
					筹资活动现金流	251.42	0.00	497.15	0.00					
					债务融资	14.71	0.00	0.00	0.00					
					权益融资	3.18	0.00	497.15	0.00					
					其它	233.53	0.00	0.00	0.00					
					现金净增加额	335.54	58.95	1497.84	769.67					

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。

国海证券 · 研究所 · 产业研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597