

# 全地形车龙头，大排量摩托车登顶！春风动力：研发、销售双驱动，ROE 超 20%遥遥领先

导语：在墨西哥的产能将受到考验。

作者：市值风云 App：塔山

近日，春风动力（603129.SH，“公司”）发布了三季报，营收同比增长 22%，扣非归母净利润同比增长 36.7%。

分季度看，第一季度至第三季度营收增速分别为 6.3%、23.2%、36.1%，呈逐步提升态势。

项目	本报告期	本报告期比上年同期增减变动幅度(%)	年初至报告期末	年初至报告期末比上年同期增减变动幅度(%)
营业收入	3,921,198,075.24	36.11	11,450,034,191.43	21.98
归属于上市公司股东的净利润	372,503,714.11	48.95	1,081,313,321.87	34.87
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	362,686,152.96	46.62	1,049,966,737.70	36.74

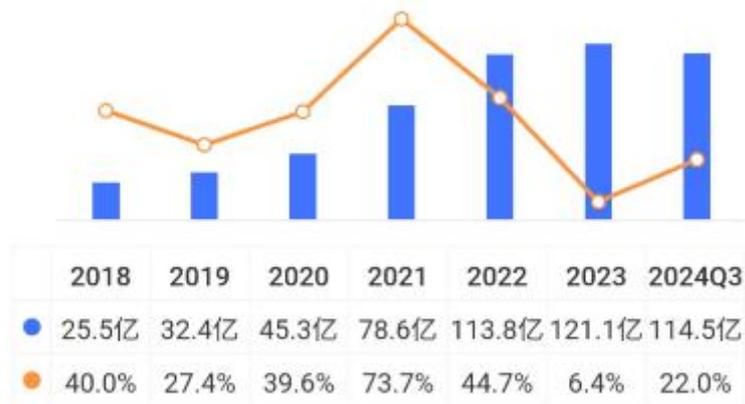
(来源：2024 年三季报)

作为全地形车行业龙头，春风动力的过往业绩表现相当亮眼。

2018-2023 年，公司营收从 25.5 亿元增至 121.1 亿元，CAGR 高达 36.6%。

### 春风动力 - 营收及增速

● 营业收入 (元) ● 营收YOY

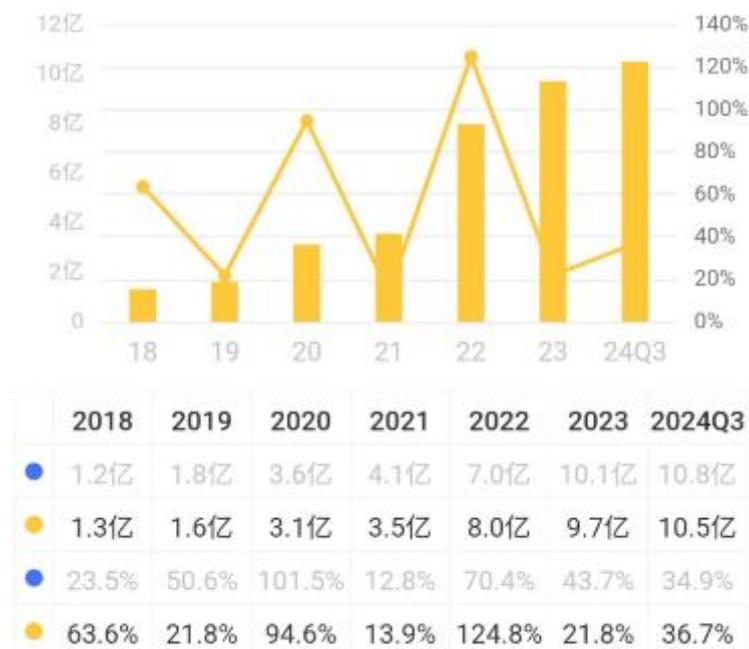


(来源: 市值风云 APP)

利润端, 2018-2023 年, 公司扣非归母净利润从 1.3 亿元增至 9.7 亿元, CAGR 高达 49.2%。

### 春风动力 - 净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY ● 扣非归母净利润YOY



(来源：市值风云 APP)

## 一、摩托车持续高增长，全地形车仍承压

结合 2024 年半年报来看，公司全地形车和摩托车两大业务有一定分化：全地形车收入为 35.3 亿元，同比基本持平；摩托车收入为 32.5 亿元，同比增长 42%。

公司控股股东为春风控股集团有限公司（春风控股），穿透后实控人为赖国贵。公司第二大股东为赖国强（赖国贵之弟）控制的重庆春风投资有限公司（春风投资）。

截止 2024 年三季度末，赖国贵间接控制上市公司 29.72% 的股份，春风投资持股比例为 8.36%（45% 被质押）。

报告期末普通股股东总数	8,654	报告期末表决权恢复的优先股股东总数（如有）	/			
前 10 名股东持股情况（不含通过转融通出借股份）						
股东名称	股东性质	持股数量	持股比例(%)	持有有限售条件股份数量	质押、标记或冻结情况	
					股份状态	数量
春风控股集团有限公司	境内非国有法人	45,000,808	29.72	0	无	0
重庆春风投资有限公司	境内非国有法人	12,661,734	8.36	0	质押	5,650,000

(来源：2024 年三季度报)

### 1、全地形车地位稳固，但增长承压

全地形车作为公司的拳头产品，此前收入占比均在 50% 以上，上半年占比已降至 46.9%。

公司全地形车产品坚持以自主品牌“CFMOTO”销售，品质及性价比优势突出，已连续多年位居国产品牌出口额第一，上半年出口额占国内同类产品出口额比重达 71.8%。

北美和欧洲是公司全地形车主要出口市场。在美国市场，公司与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩，市占率呈现逐年提升态势；在欧洲市场，公司全地形车市占率继续蝉联第一。

口业务一直维持较快增长，目前公司在美国与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩，市占率呈现逐年提升态势，业绩增速领跑行业，成为美国市场最具成长性品牌；在欧洲市场，公司全地形车市占率排名第一。

(来源：2024 半年报)

根据 UBS 市场调研数据，2023 年全球全地形车行业销售量 95.5 万台，公司全地形车累计销售 14.65 万台，对应全球市占率约 15.3%。

在疫情期间，公司全地形车曾出现爆发式增长，不过 2023 年以来，受海外去库影响，全地形车增长承压，公司通过产品结构调整及全渠道库存优化，收入下滑幅度相对较小。

全地形车营收及增速								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	CAGR18-23
营收（亿元）	15.4	18.3	22.5	48.8	68.4	65.0	35.3	33%
yoy	--	18.8%	23.0%	117.0%	40.1%	-4.9%	-1.6%	--

(来源：同花顺 iFind，制表：市值风云 APP)

## 2、中大排量摩托车表现登顶

摩托车业务方面，公司主打中大排量车型，产品除内销外，还销往欧洲和北美等市场。

### 4、公司两轮车的主要出口区域，以及哪些地区增速较快？

答：欧洲和北美是目前公司两轮车的重点市场。从增量看，发展中国家将是公司未来业务的重要开拓区域，为此，公司将加大力度，推出适合这些市场需求的出行车型，以助力抢占市场份额。

(来源：公司公告)

公司长期投身国际顶尖赛事，以赛事拉动品牌建设，同时不断推出爆款，产品正逐步得到消费者的认可。

凭借优秀的技术参数和性能要求，公司 250NK、250SR 连续多年创造同级别单车销量冠军；CF650G\1250G 摩托车成为中国恢复来访国宾车队摩托车护卫制度以来唯一用车，多种荣誉加身，展现优秀中国品牌形象；“百匹空气刀”800NK 一经上市，超高人气得到广大消费者高度青睐，市场呈现供不应求局面；国产最大排量豪华巡航休旅车型 1250TRG，刷新消费者对中国品牌大排量摩托车新的定义。此外，公司超级平台“450”已成为爆款产品孵化平台，其中 450SR 已成为国内最受用户欢迎的中排量仿赛车型，影响力比肩国际头部品牌；同平台的 450CL-C 一经推出，就广受国内车友好评，销量在中排量巡航中位列前茅；2024 年上半年新推出的 450MT 在国际市场也深受欢迎，一上市便出现了供不应求的情况；450NK 在国际市场上深受多个国家的用户喜爱。

(来源：2024 半年报)

经过多年发展，目前公司大排量摩托车销量已位居国内首位。

尽管当前国内市场面临经济下行的挑战，但得益于公司始终坚持以用户为中心的理念，精准把握用户核心需求，公司在国内中大排量摩托车赛道中脱颖而出，不断推出爆款产品，产品谱系的完整度和成熟度迅速提升，>250cc 大排量摩托车销量已位居国内首位。

(来源：2024 半年报)

受到宏观环境影响，2023 年国内摩托车市场增长有所放缓，但排量升级、中大排市场不断扩大的趋势不变，2024 年上半年国内市场已有一定恢复。

从渗透率来看，我国 250cc 以上摩托车渗透率仅占摩托车总量的 4.51%，相比于欧美等成熟市场仍有较大的上升空间。

2024H1，公司摩托车内销收入 14.5 亿元，同比增长 38.3%；外销收入 18 亿元，同比增长 45.1%，国内外市场均表现亮眼。

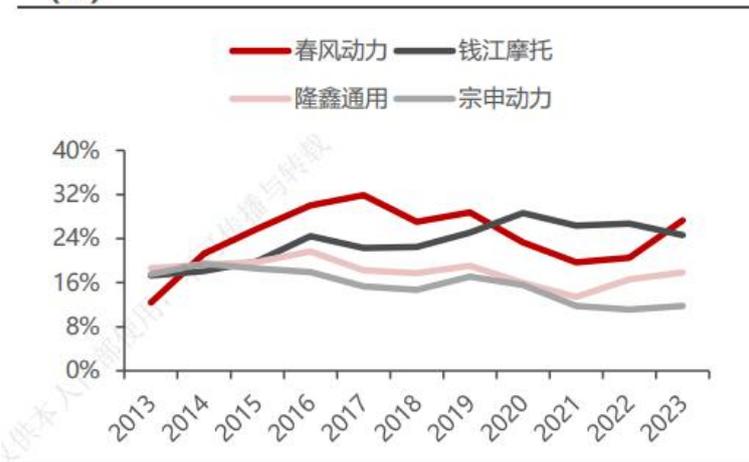
摩托车营收及增速								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	CAGR18-23
营收（亿元）	7.9	11.5	18.6	23.0	33.7	44.8	32.5	41%
yoy	-51.1%	45.7%	61.7%	23.5%	46.7%	32.9%	42.0%	--

(来源：同花顺 iFind，制表：市值风云 APP)

由于公司聚焦中大排量车型，钱江摩托（000913.SZ）等同行还存在较大比例的小排量车型，另外各个厂商市场结构也存在差异，例如钱江摩托外销区域集中在亚洲，而公司外销市场主要为欧美。

因此公司摩托车毛利率总体要高于同行。

图9：2013-2023 年可比公司摩托车业务毛利率 (%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

在燃油摩托车之外，公司还完成了电摩产品的布局，目前已打造高端品牌极核（ZEEHO），以构建第三增长曲线。上半年公司累计销售极核电动车 2.04 万辆，贡献营收 1.16 亿元，占比还较低。

值得一提的是，公司产品出口比例较高，且主要为欧美市场，2023 年北美、欧洲市场收入占比分别为 39%、21%，因此中美贸易摩擦的影响也需要关注。

公司已在泰国、墨西哥等多地设立制造基地。公司表示，鉴于竞争对手也在墨西哥设有产能，并大量从中国采购零部件，公司认为市场竞争环境公平，美国对墨西哥地区加征关税的可能性不大。

1、近期地缘形势相对复杂，公司的想法如何，如何有效降低关税等潜在风险？

答：海外产能未来逐步稳定，关税层面，鉴于竞争对手也在墨西哥设有产能，并大量从中国采购零部件，公司认为市场竞争环境公平，对墨西哥地区加征关税的可能性不大。若真有相关针对性政策出台，公司将通过在海外建厂、多元化市场布局等多渠道快速应对，不排除在美国建厂的可能性，但需谨慎评估成本效益。

(来源：公司公告)

## 二、研发、销售双驱动，ROE 领先同行

公司两大业务能够突飞猛进，除了战略布局及行业因素外，更得益于相对完善的激励机制。

2017 年上市以来，公司多次实施股票期权激励计划和员工持股计划，大大激发了员工积极性。

首次公告日	最新公告日	方案进度	激励标的物	激励方式	激励总数 (万股/万份)	占当时总 股本比例	每股转让价格 (初始行权价)
▶ 2024-08-07	2024-09-12	实施	期权	授予期权_行权股票来...	355.00	2.34%	106.00
▶ 2022-10-21	2022-12-06	实施	期权	授予期权_行权股票来...	106.02	0.71%	112.90
▶ 2021-10-29	2021-12-04	实施	期权	授予期权_行权股票来...	251.60	1.68%	121.09
▶ 2019-10-25	2019-11-19	实施	期权	授予期权_行权股票来...	50.10	0.37%	28.00
▶ 2019-04-11	2019-05-25	实施	期权	授予期权_行权股票来...	350.00	2.60%	23.33
▶ 2018-03-01	2018-03-23	实施	股票	上市公司定向发行股票	126.60	0.95%	11.91

(来源：同花顺 iFind)

2024 年，公司推出了新一期的股票期权激励计划，首次授予对象共计 1308 人，占员工总数的 26%。授予人数是在历次股权激励计划中最多的（2022 年为 544 人），涵盖核心管理人员及核心技术（业务）人员。

首次授予的股票期权第一个行权期业绩考核目标为：2024 年营业收入不低于 140 亿元。这意味着全年营收同比增速最低要达到 15.7%，结合前三季度 22% 的增速看，实现的难度不大。

行权期		业绩考核目标
首次授予的 股票期权	第一个行权期	公司 2024 年的营业收入不低于 140 亿元
	第二个行权期	公司 2024 年及 2025 年两年的营业收入累计不低于 305 亿元
	第三个行权期	公司 2024 年至 2026 年三年的营业收入累计不低于 505 亿元
预留授予的 股票期权	第一个行权期	公司 2024 年及 2025 年两年的营业收入累计不低于 305 亿元
	第二个行权期	公司 2024 年至 2026 年三年的营业收入累计不低于 505 亿元

(来源：公司公告)

今年公司还推出了员工持股计划，参与人数预计不超过 29 人，持有人为公司核心管理人员，业绩考核指标跟股票股权激励计划一致。

行权期	业绩考核目标
第一期（2025 年） 员工持股计划	公司 2024 年的营业收入不低于 140 亿元
第二期（2026 年） 员工持股计划	公司 2024 年及 2025 年两年的营业收入累计不低于 305 亿元

(来源：公司公告)

此外，公司在研发投入和销售支持方面也不含糊。

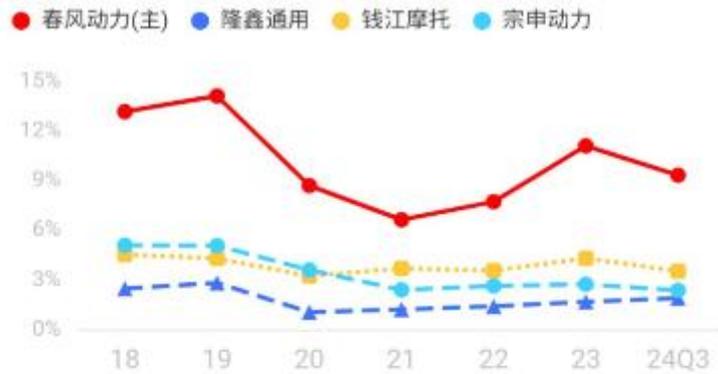
2018 年以来，公司研发费用率基本在 5% 以上，2023 年达到 7.6%，研发强度整体高于同行。



(来源：市值风云 APP)

销售费用率更是与同行不在一个量级，2023 年公司销售费用达 13.4 亿元，销售费用率为 11.1%。

### 销售费用率



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 春风动力(主)	13.1%	14.1%	8.7%	6.6%	7.7%	11.1%	9.3%
● 隆鑫通用	2.4%	2.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.9%
● 钱江摩托	4.5%	4.3%	3.2%	3.7%	3.5%	4.3%	3.5%
● 宗申动力	5.1%	5.0%	3.6%	2.4%	2.6%	2.7%	2.3%



(来源：市值风云 APP)

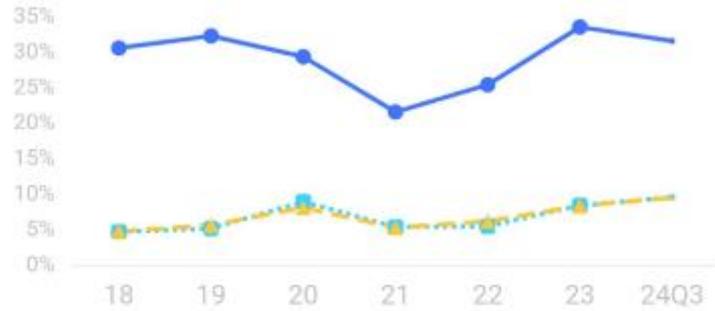
也由此导致公司毛利率虽在 30%上下，但净利率尚未突破 10%。2024 年前三季度，公司毛利率为 31.5%，净利率为 9.4%。

近年来公司毛利率存在一定波动。2020 年公司将原本计入销售费用的运费和关税调整至营业成本核算，2021 年海运费增加以及美国加征关税，均对毛利率构成负面影响。

2023 年，受产品结构优化、人民币贬值、原材料及海运价格回落等因素影响，公司毛利率得以大幅回升。

### 春风动力 - 利润率

● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 毛利率	30.5%	32.2%	29.3%	21.5%	25.4%	33.5%	31.5%
● 经调整营业利润率	4.6%	5.1%	8.9%	5.3%	5.4%	8.4%	9.5%
● 净利率	4.7%	5.6%	8.1%	5.2%	6.2%	8.3%	9.4%

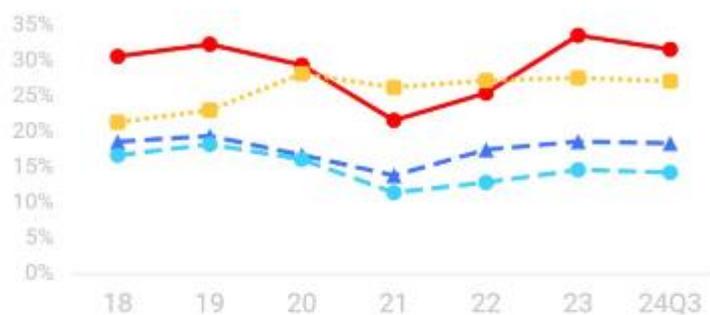


(来源：市值风云 APP)

一方面，公司全地形车毛利率相对较高，另外摩托车毛利率也基本高于同行，因此多数年份公司综合毛利率要高于其他头部摩企。

## 毛利率

● 春风动力(主) ● 隆鑫通用 ● 钱江摩托 ● 宗申动力



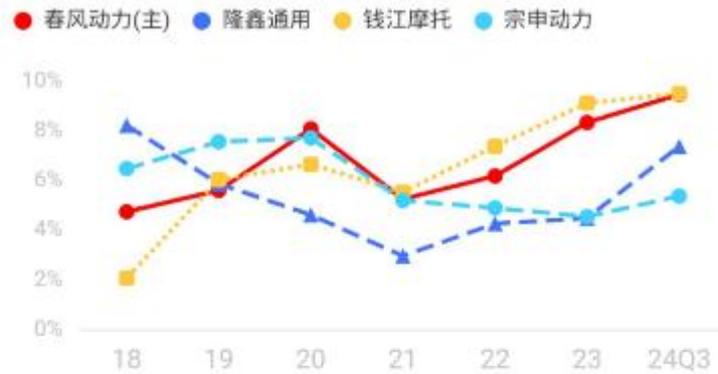
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	30.5%	32.2%	29.3%	21.5%	25.4%	33.5%	31.5%
●	18.5%	19.3%	16.6%	13.8%	17.4%	18.5%	18.3%
●	21.3%	23.0%	28.1%	26.2%	27.2%	27.5%	27.0%
●	16.6%	18.1%	16.0%	11.3%	12.8%	14.6%	14.2%



(来源：市值风云 APP)

净利率与钱江摩托相差不大。

## 净利率



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	4.7%	5.6%	8.1%	5.2%	6.2%	8.3%	9.4%
●	8.2%	5.8%	4.6%	2.9%	4.2%	4.5%	7.4%
●	2.1%	6.0%	6.6%	5.5%	7.4%	9.1%	9.5%
●	6.5%	7.5%	7.7%	5.2%	4.9%	4.5%	5.4%

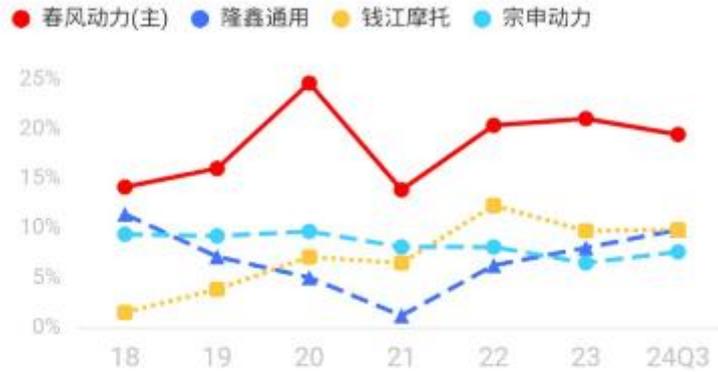


(来源：市值风云 APP)

从 ROE 来看，公司明显高于同行。比如 2023 年前三季度，公司 ROE 达到 19.4%，其他同行在 10% 以下。

2018 年以来，公司 ROE 有一定提升，2023 年达到 21%，近几年基本稳定在 20% 左右。

## ROE

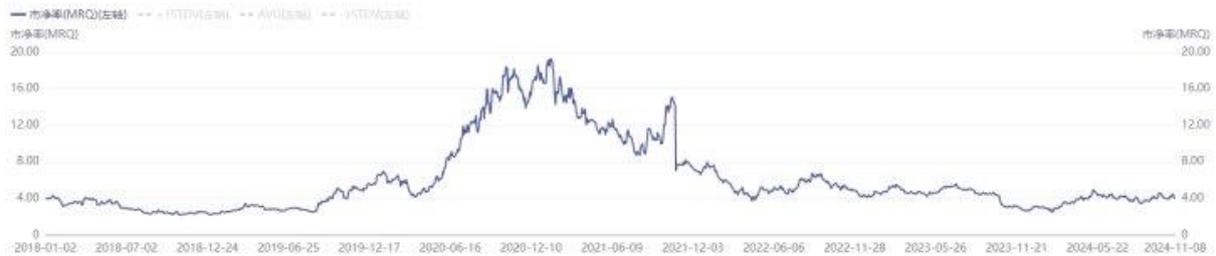


	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
春风动力(主)	14.1%	16.0%	24.6%	13.8%	20.3%	21.0%	19.4%
隆鑫通用	11.4%	7.1%	5.0%	1.2%	6.2%	8.0%	9.8%
钱江摩托	1.5%	3.8%	7.1%	6.5%	12.2%	9.7%	9.8%
宗申动力	9.3%	9.2%	9.6%	8.1%	8.1%	6.5%	7.6%



(来源：市值风云 APP)

2018年以来，公司 PB 在 2.2-19.3 区间，目前 PB 约 4.1x。



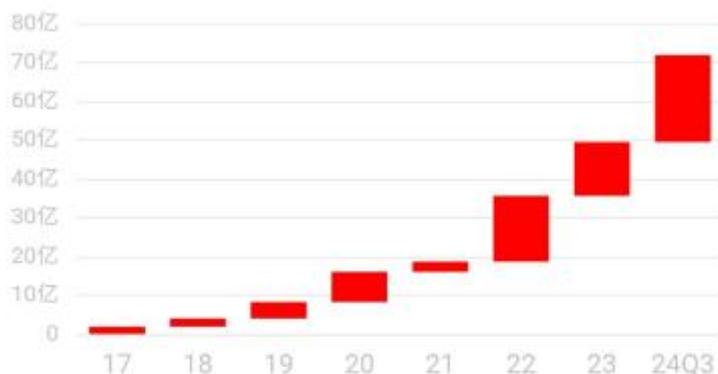
(来源：同花顺 iFinD)

### 三、资金充裕，分红率偏低

公司现金流总体表现较好，2017 年至今，经营现金流累计达到 71.9 亿元，沉淀的自由现金流累计为 49.2 亿元。

### 春风动力 - 经营现金流

● 经营现金流 (元)



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	1.9亿	2.1亿	4.2亿	7.7亿	2.6亿	17.0亿	13.8亿	22.5亿

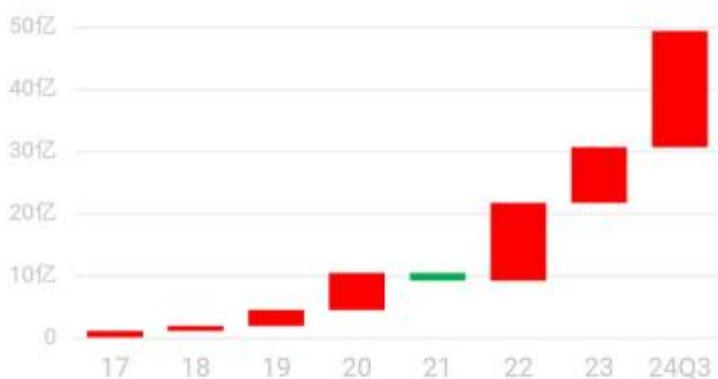
 市值风云  
专业服务投资者 长期主义的陪伴



(来源: 市值风云 APP)

### 春风动力 - 自由现金流

● 自由现金流 (元)



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	1.0亿	8190.0万	2.5亿	6.0亿	-1.2亿	12.5亿	9.0亿	18.7亿

 市值风云  
专业服务投资者 长期主义的陪伴



(来源: 市值风云 APP)

公司历史上基本无有息负债。

### 春风动力 - 负债率

● 期末资产负债率 ● 期末有息负债率



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 期末资产负债率	51.8%	57.7%	63.9%	53.8%	55.1%	49.9%	55.8%
● 期末有息负债率	0.0%	0.0%	0.7%	0.2%	0.4%	1.3%	0.8%



(来源：市值风云 APP)

截止 2024 年三季度末，账上货币资金高达 64.3 亿元，是占比最大的资产，占到总资产的 47.6%。

近几年公司分红率基本稳定在 30%左右，随着利润的增长，分红金额也水涨船高。上市以来，公司累计募资 21.8 亿元，累计分红约 9 亿元，股东回报还有待加强。

## 春风动力 - 现金分红

● 现金分红 (元) ● 占自由现金流比重 ● 分红率



 市值风云  
专业服务投资者 长期主义第一



(来源: 市值风云 APP)