

春风动力（603129.SH）

公司报告 | 首次评级报告



汪丰
汽车研究员

2025年12月30日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	280.72
总市值	428.32亿
PE-TTM	23.72
PB-MRQ	5.95

估值结果

价值	500.80亿
DDM估值	上行空间 17%
状态	合理估值
价值	604.02亿
动态估值	上行空间 41%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

春风动力是全球动力运动龙头，全地形车市场份额全球前三，中大排摩托车中国份额第一。

公司成长空间较大，受益于出海产品高端化周期，全地形车产品量价齐升，大排量摩托车全球份额迅速扩张。公司产业格局较好，主要由于公司所处行业以高端化玩乐需求为主，市场以海外为主，竞争烈度低，同时公司对上下游话语权较强，占款比例高，现金流好无有息负债。公司盈利趋势较好，主要由于海外全地形车和摩托车营收占比超70%、毛利率比国内高10%以上；公司护城河较深，主要系公司基于长期战略的运营策略远超竞争对手，从而逐步塑造起技术研发、品牌与渠道的多维度护城河。

基于对公司主营业务量利齐升，出海先发优势明显的假设，公司属于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

市场对于公司明年的估值认为已经合理，主要担忧关税威胁、全地形车和摩托车海外销量的增速会有所下滑、以及国内摩托车内卷和电摩业务迟迟不能盈利。

而我们认为关税重议26Q1通过概率大，公司全地形车供应链本地化率已超50%，不难完成60%的要求。市场低估了公司产品价值提升的空间，主要业务全地形车随高价产品占比提升将贡献高利润增量，同时大排量摩托车加速出海也将提升毛利率。另一方面，国内摩托和电摩业务由于市场内卷本就不赚钱，对估值的影响非常小，全地形车+海外摩托对利润和估值的贡献超过80%，国内业务对公司业绩几乎无影响。

风险提示

全球贸易环境恶化风险。公司出口业务占比高，若全球贸易环境恶化，将影响公司业务开展。

新车型上量不及预期。公司三大业务均以新车驱动销量向上，若新车上市后上量不及预期将影响盈利。

运价/汇率等波动风险。公司出口业务占比高，汇率、海运费波动等均会对公司盈利能力产生显著影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

春风动力是全球动力运动龙头，全地形车份额全球第三，大排量摩托车中国第一。

春风动力的业务包括全地形车/两轮摩托车/电摩，24年分别贡献收入的48%/40%/3%，三大业务共同驱动公司发展。分区域来看，欧美地区营收占比超过60%，全球化战略成效显著。电动化领域，极核品牌以智能化与多元产品矩阵切入高端市场，有望打开第二增长曲线。

2. 业务介绍

对于春风动力公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

全地形车：

公司的全地形车涵盖高中低端车型，目前公司全球份额按销量约为19%，按销售额约为5%；2025年开启高端化周期，高端车型占比明年有望达20%+，将促进销售额份额大幅提升。全地形车是一种越野车辆，被设计用于非高速公路行驶、具有4个或以上低压轮胎且可用在非道路上行驶。目前应用场景包括特殊场地竞赛、户外休闲娱乐、农牧、野外探险、高尔夫、军事行动、救援和应急等。

两轮摩托车：

公司的两轮摩托车包括从150cc到1000cc、从仿赛到巡航的多种车型。主要聚焦悦己的玩乐型市场，销量中60%以上是大排量（>250cc）车型，售价是国内摩托车均价的3倍左右。目前国内大排量市场份额约为21%，海外大排量市场份额3%。

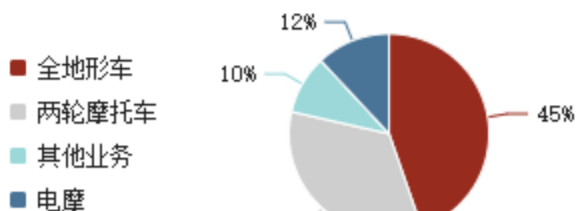
其他业务：

公司其他业务主要包括售后、配件等业务，随主营收入的增长而成长，目前约占营业收入的9%左右。

电摩：

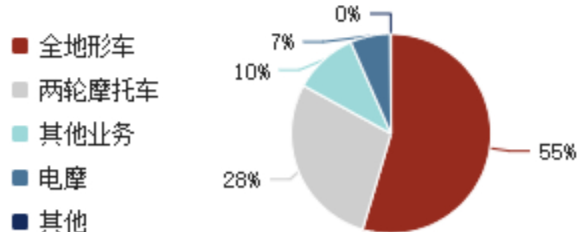
公司的电摩业务依托2022年正式发布的“极核”品牌展开，主打摩托级驾乘体验+电动化智能化车型，目前在国内电摩市场市占率接近20%，位列前三，有望打开公司第二增长曲线。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

春风动力的商业模式为ToC耐用消费品制造业，生产方式为下游组装，具有中高毛利率、轻资产、重研发、客户分散的特点。

公司业务主要是采购上游卡钳、轮胎、链条、悬挂零部件，结合自研自制的发动机、车架等组装成各种全地形车和摩托车，通过线下渠道向全球消费者进行销售。公司通过专注深耕高端的全地形车和大排量摩托车市场取得了较高的毛利率，全地形车业务毛利率达35%+，摩托车毛利率在20-25%之间。

在销售端，公司的产品普遍依赖线下渠道，2016年来春风动力全球渠道从2000+增长至5000+，营收增长10倍以上。因此，跟踪公司各业务线下渠道数量和同店收入可以较好把握增长趋势。

在成本端，公司的原材料成本占比约为82%，大部分零部件均向供应商采购，规模效应主要体现在对于研发费用和销售费用的摊薄。公司的供应商分散且弱势，公司议价权很强，账面净现金接近百亿。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

春风动力的轻资产属性明显，这也是两轮车行业共有的特点。公司固定资产（包括在建工程等）占总资产的比例长期保持在10%-16%左右，远低于传统制造业企业。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

春风动力的研发费用在两轮车和汽车行业中均属于超高水平，达到8%，远高于主要竞争对手的2-3%，以及两轮车头部企业九号公司的5%，总研发支出超过摩托车行业第2、第3名的总和。公司的技术人员占比约为20%，但是工资是行业平均水平的1.3倍以上，是普通员工的2.5倍以上，籍此吸引了国内两轮车市场的头部人才，是非常典型的研发驱动型企业，这也是其能够在欧美企业为主的全地形车市场和竞争激烈的国内大排量市场从无名之辈成为行业引领者的重要原因。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

春风动力供应链集中度低，前五名供应商占采购金额仅13%，远低于一般制造业的30%~40%，通过强大的供应链管理，公司得以大量占用供应商的资金（应付账款规模较大），同时应收账款控制良好，表明其在产业链中处于优势地位，能够以较低的成本获取生产资源，减少了自身资金的占用。

4. 历史经营绩效

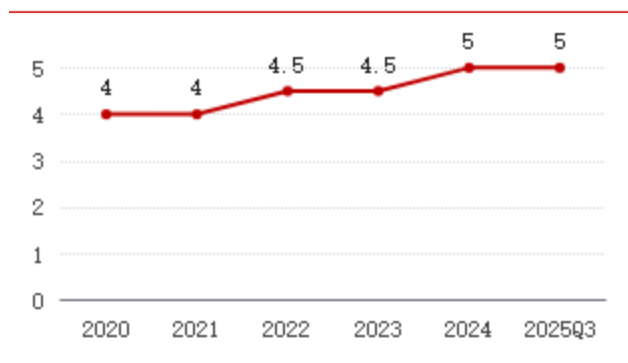
公司1989年从零部件气缸头生产厂起家，1998年拓展至两轮车赛道；2005年切入全地形车赛道，2018年全地形车欧洲市占率第一；2020年，两轮车出海，切入电摩赛道，推出电摩子品牌ZEEH0；2024年，全地形车高端化周期开始。

2020-2024年，春风动力实现35%的营业收入复合增长率，42%的归母净利润增长率，自2017年上市以来，归母净利润翻15.1倍，总市值翻13.3倍，实现了完全业绩驱动的股价上涨，成长性在全市场位居前列。春风动力近年来毛利率稳定在26%中枢附近，全地形车毛利率较高，摩托车毛利率较低。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



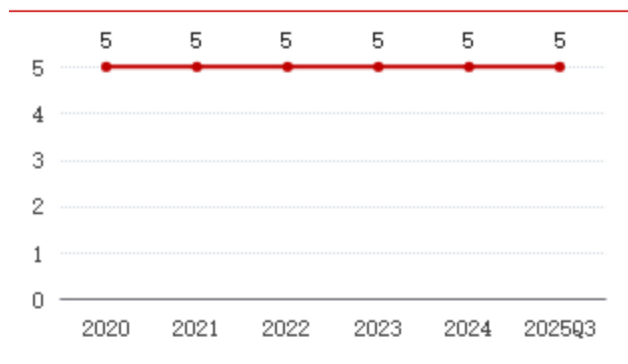
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力长期处于高位，位居市场前列。主要由于公司深耕全球市场，高毛利的欧美地区营收占比超过60%，全球化战略成效显著；此外，全地形车和大排量摩托均属于高端消费且具有利基市场属性，公司先发优势明显，凭借高市场份额持续占据规模经济优势，并通过高研发投入保证产品力的竞争优势。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



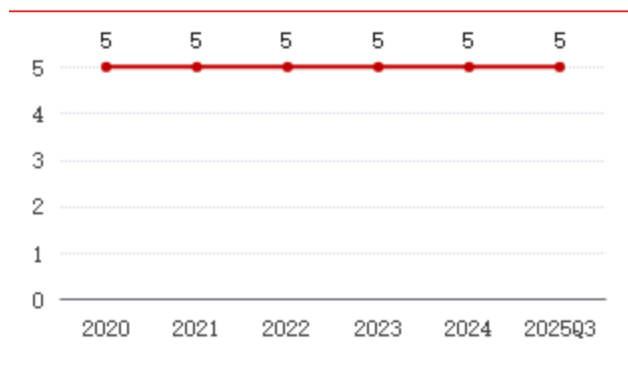
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力优秀，来源于市场需求旺盛、产品周期向上和业务扩张。主要市场方面，中国市场自20年后随悦己经济爆发，全球市场21年后因缺芯向中企敞开大门。产品周期方面，公司通过强大的产品力抓住机会，已实现市占率大幅提升，目前正处于将销量转化为高价值销量的初期。业务扩张方面，公司从全地形车出海起步，到打入中国大排量摩托，再到摩托出海和电摩放量，逐步搭建起完善的产品体系。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



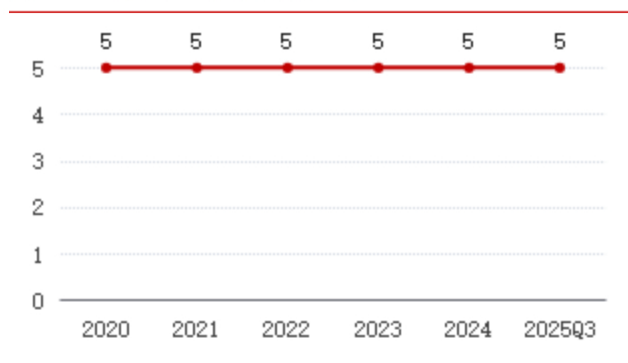
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力好，主要由于公司对上游话语权非常强，同时2C模式下回款现金流好。具体而言，对供应商的应付账款账期达6.5个月，而下游应收账款及本身存货周转期合计仅3个月，沉淀了大量可用现金，现金流情况非常好。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



公司近年分红比例稳定在30-40%，由于公司具有较高成长性，分红比例在成长股中处于较高水平。

数据来源：公司财报，壹评级

5. 四维评级

公司的特点在于有着较深的护城河，同时产业格局较好，成长空间优秀，盈利能力受益高端化也在继续提升。这主要是由于公司聚焦的中高端细分市场竞争烈度相对较小，同时公司通过长期管理运营和高研发投入在设计、动力平台、品牌背书等维度拉开了与竞争对手的差距。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司具有较强成长能力。公司的成长性主要来源于3个方面，首先是全地形车业务的高端化周期，25年开始突破高端市场，全地形车整体ASP有30%以上的提升空间，份额也随海外产能爬坡而提升；其次是大排量摩托车海外销量的增长，春风动力领衔中国摩企出海，蚕食二线厂商份额；最后是公司新晋发力的电摩业务增速较快，2年时间成为市场前三，定位高端电摩/电自品牌，ASP与单车毛利领先同行，产品力较为领先，目前不管是在渠道数量角度还是单店销量角度都有较大增长空间。

全地形车(3.5星)：

全地形车的成长性较好，未来3-5年预计增速在10%以上。全地形车全球市场约900亿，春风动力近年来产品矩阵不断完善，25年开始突破高端市场，2026原有ATV平台迎来升级换代，新产品价格为原来的2-3倍，占比有望从忽略不计提升至20%以上，促进全地形车整体ASP有30%以上的提升空间，叠加墨西哥和泰国工厂产能爬坡，美国高端全地形车份额有望在未来2-3年进一步提升。

两轮摩托车(5星)：

两轮摩托车的成长性非常好，未来3-5年预计增速在15%-20%甚至更高。全球摩托车市场9000亿，其中大排量约3000亿，中国大排量摩托车21年开始出海猛增，主要由于疫情欧美摩企缺芯为中国企业让出部分市场，中企的产品在制造业积累下动力、驾乘体验的突破以及智能化优势凸显，迅速占据市场，而春风动力正是其中的佼佼者，占据四分之一的出口份额，目前海外大排份额3%，正在快速取代欧日二线品牌的地位。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司未来的盈利趋势主要表现为毛利率和净利率显著提升。主要由于公司是非常罕见的产品涨价类制造业标的，全地形车和摩托车的ASP随着产品高端化上行空间明显，而成本端又受益于规模效应摊薄了高额研发费用与营销费用，叠加公司的轻资产属性，利润扩张速度将明显高于营收增长速度，有望实现戴维斯双击。

全地形车(4.5星):

公司全地形车的盈利趋势未来较好。全地形车本身毛利率就有35%，而产品高端化有望助力毛利率冲击40%。我们预计2028年全地形车的ASP将从4.7万元上升至5.7万元，较2025年上涨20%以上，主要由于12万-15万级的新平台Z10、Q10系列产品占比提升，新平台首款产品U10pro北美订单火爆，根据Q3-Q4销售情况推算明年占比就能达到20%以上。

两轮摩托车(4星):

公司两轮摩托车的盈利趋势未来较好。摩托车目前毛利率22%，其中海外市场约为26%，国内市场约为18%，受大排量出海欧美份额提升，海外市场毛利率有望进一步提升。北美/欧洲/大洋洲大排量占比高，ASP达6-10万元，拉美市场小排量通路车主导，ASP3万元，而亚洲/非洲则以低端通路车为主，ASP1-2万元。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司所处的动力运动行业属于集中度较高的轻资产耐用消费品行业，行业进入壁垒主要体现在经验曲线上，对于装配和调教有较高要求，而非简单堆配置，格局相对稳定。全球主要参与者包括庞巴迪、北极星、杜卡迪、本田等。行业竞争格局方面，公司在全地形车市场位居全球第三，大排量摩托车市场位居中国第一、全球前8，电摩中国市场第三，整体份额靠前。在话语权方面，下游现金+上游占款，现金流和盈利质量非常高。

全地形车(4.5星):

公司全地形车业务产业格局良好。全球全地形车市场格局角度，2018-2024年间发生显著变化，中国全地形车企业通过高性价比和差异化策略在海外市场取得突破性进展，份额提升标志着全球产业格局正在重构。目前中企2024年已占据8%+市场份额，呈现快速崛起态势。其中春风约为5%，销量口径18%。在话语权方面，由于上游供应商规模普遍较小，而下游消费者又是现金购车，同时产品供不应求，因此净营业周期为负3个月以上，现金流和盈利质量非常高。

两轮摩托车(4星):

公司两轮摩托车业务产业格局良好。海外市场方面，中国大排全球份额2025年已近15%，出口企业则呈现寡头竞争的格局，CR3达50%，春风以20-25%的份额位居第一；国内市场方面，大排摩托车厂商众多，不过随着行业发展逐渐形成了3+1的寡头格局。主要参与者为春风、隆鑫、钱江+张雪（黑马品牌前凯越老板），春风更聚焦中高端细分市场，在设计、动力平台、品牌背书等维度均具领先优势，目前市场份额20%排名第一。

5.4 护城河

★★★★☆

公司业务的护城河较为深厚，主要体现在长期运营与深耕、技术优势以及线下渠道布局等方面，叠加行业轻资产、品牌效应强的特点，取得了高额的ROIC和ROE。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
全地形车	(4.5星) 春风动力作为全球第三大全地形车企业，2025年经壹评级调整后全地形车业务净资产收益率40.5%，具有较高的超额收益率，公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的线下渠道、技术和管理运营优势。	(5星) 全地形车业务护城河主要包括三个方面：①线下渠道-出海20年全地形车、摩托车双轮驱动，国际渠道5000+，数倍领先于钱江、隆鑫，实现渠道高效复用，线下渠道持续性强；②技术优势-研发费用率达8%，汽车行业第一梯队，年度研发费用大于钱江、隆鑫的总和；全地形车高端化、质价比超越北极星庞巴迪体现技术水平本质提升，技术优势持续性强；③管理运营-多维度、难以复制，首先坚持长期主义，持股KTM前瞻布局，不搞车海战术而是逐步产品升级；其次投入大量资源塑造差异化、国际化品牌，积极参与国际赛事夺冠提升口碑；最后建立用户为中心的全链路服务，对标国际顶级服务标准；管理运营持续性强。
两轮摩托车	(4星) 春风动力作为中国第一大排量摩托企业，2025年经壹评级调整后两轮摩托车业务净资产收益率25.9%，具有较高的超额收益率，公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的线下渠道、技术和管理运营优势。	(4.5星) 摩托车业务护城河主要包括三个方面：①线下渠道-出海20年全地形车、摩托车双轮驱动，国际渠道5000+，数倍领先于钱江、隆鑫，实现渠道高效复用，线下渠道持续性强；②技术优势-研发费用率达8%，汽车行业第一梯队，年度研发费用大于钱江、隆鑫的总和；250-450-675-750的平台升级体现技术水平本质提升，技术优势持续性强；③管理运营-多维度、难以复制，首先坚持长期主义，持股KTM前瞻布局，不搞车海战术而是逐步产品升级；其次投入大量资源塑造差异化、国际化品牌，积极参与国际赛事夺冠提升口碑；最后建立用户为中心的全链路服务，对标国际顶级服务标准；管理运营持续性强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司三大业务齐头并进，全球范围内量价齐升的假设，公司处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

按照公司业务分为全地形车、两轮摩托车、电摩分别进行假设和预测，逻辑如下：

利润表：

收入假设：

①全地形车业务：

仅海外市场，逻辑为市占率*全市场销量*ASP，市场规模角度，目前全球销量总计约为100万辆/年、年化增长1%，其中35万辆为ATV、65万辆为高端的UTV（含SSV），且UTV比例每年缓慢提升，假设到2029年为3:7。

公司份额角度，2025年销量份额19.5%，假设到2029年提升至23%，主要驱动力为美国高端市场突破。

ASP方面由于高端化产品从0%左右提升至2026年的20%，假设到2029年高端化占比三分之一，对应ASP从2025年的4.7万上涨至5.85万。

②两轮摩托车业务：

分为国内和海外市场逻辑为市占率*全市场销量*ASP，市场规模角度，目前国内销量520万辆，假设到29年缩减至480万辆，其中大排从52万辆增长至54万辆，渗透率从8.5%增长至11.3%。海外销量5323万辆，假设到29年增至5818万辆，年复合增速2.5%，略小于过去5年复合增速，其中大排从347万辆增长至401万辆，渗透率从6.5%小幅提升至6.9%。

公司份额角度，国内大排销量份额假设为20.5%不变，反应国内市场的竞争激烈；海外大牌份额假设从2025年的3.1%上涨至2029年的6.8%，成为比肩欧日二线品牌的次头部大排摩企。

大排量占比方面，预计2025年到2029年的内销75%提升至79%，外销65%提升至84%，反应675及公升级平台的显著放量。

ASP方面受大排量占比提升、均价为中小排踏板2-3倍以上的驱动，从2025年的2.5万元增长至2029年的3.2万元。

③电摩业务：

仅国内市场，逻辑为市占率*全市场销量*ASP，市场规模角度，目前全国销量总计约为350万辆/年、假设到2029年年化增长-1.3%至325万辆，反应整体电动两轮车市场下行。

公司份额角度，2025年销量份额20%，假设到2029年提升至30%，主要驱动力为产品力优势。

ASP方面假设每年下跌2%，2029年降至0.32万元，反应电动两轮车行业竞争激烈。

毛利率假设：主要由于原材料占比接近82%，且以各种金属件、塑料件及电子元件为主，公司的商业模式主要是发动机研发和高质量装配，综合考虑未来关税、运费、大宗商品价格等成本变动趋势和售价上升趋势，假设远期毛利率：四轮车从36.5%下降至33.1%，作为产能出海尚未完成和关税加码的保守假设，两轮摩托车毛利率从22.1%上升至25%，主要由于美国占比低，电动摩托车毛利率仍做保守假设15%不变。

资产负债表假设：

1) 公司属于轻资产行业，公司长期资产未来折旧带来的影响较小；

2) 考虑到公司整体现金流日趋稳健、ROE较高，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

春风动力	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	113.8	121.1	150.4	205.1	247.8	284.3	323.2	351.6
归母净利润(亿)	7.0	10.1	14.7	19.4	25.1	32.9	40.2	43.8
归母净利润增速(%)	70.4	43.8	46.0	31.6	29.5	31.2	22.1	9.1
经营性净利润(亿)	7.9	9.4	13.5	18.3	24.0	32.0	39.4	43.1
经营性净利润增速(%)	116.0	18.6	43.5	35.1	31.8	33.0	23.1	9.4
经营性归母净利润(亿)	7.5	9.0	13.3	18.0	23.7	31.5	38.8	42.4
经营性归母净利润增速(%)	104.7	19.3	48.3	35.1	31.8	33.0	23.1	9.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

全地形车	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	68.4	65.0	72.1	91.7	101.6	112.6	127.8	134.5
收入增速(%)	40.1	-4.9	10.9	27.1	10.9	10.8	13.5	5.2
经营性净利润(亿)	5.5	7.6	8.8	11.1	13.9	18.8	23.8	25.2
经营性净利率(%)	8.0	11.7	12.2	12.1	13.7	16.6	18.7	18.7
经营性净利润增速(%)	145.9	39.2	16.0	26.1	25.3	34.5	27.1	5.6
两轮摩托车	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	33.2	44.0	60.4	69.4	94.3	113.3	131.8	148.3
收入增速(%)	44.5	32.5	37.1	14.9	35.9	20.1	16.4	12.5
经营性净利润(亿)	1.3	0.7	2.5	4.8	6.8	9.0	10.5	12.1
经营性净利率(%)	3.8	1.7	4.2	6.9	7.2	7.9	8.0	8.2
经营性净利润增速(%)	48.1	-42.1	239.4	90.4	41.7	32.5	17.4	15.0
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	11.7	11.3	13.9	19.5	24.1	29.3	33.2	37.3
收入增速(%)	70.9	-3.6	23.7	40.1	23.5	21.5	13.4	12.3
经营性净利润(亿)	1.2	1.1	2.3	2.5	3.1	3.7	4.2	4.7
经营性净利率(%)	10.1	9.8	16.3	12.8	12.7	12.7	12.6	12.5
经营性净利润增速(%)	100.5	-6.4	105.0	10.2	22.0	21.1	12.6	11.6
电摩	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.5	0.8	4.0	24.5	27.8	29.1	30.4	31.5
收入增速(%)	0.0	56.0	414.2	517.1	13.5	4.8	4.2	3.7
经营性净利润(亿)	0.0	-0.0	-0.1	-0.2	0.3	0.6	0.8	1.1
经营性净利率(%)	2.4	-5.2	-2.4	-0.7	1.0	1.9	2.8	3.6
经营性净利润增速(%)	0.0	-444.1	-134.1	-69.3	279.1	97.3	48.4	34.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
两轮摩托车	3.6%	中低	较好	强	7.8%	15.78	11.2
全地形车	3.0%	中低	非常好	强	7.5%	18.15	24.4
电摩	3.0%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	1.0
其他业务	2.6%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	4.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
两轮摩托车(亿)	17.2	130.9	148.0	2.9	-	-	151.0
全地形车(亿)	64.4	331.6	396.0	5.7	2.3	3.1	402.5
电摩(亿)	-3.0	7.5	4.4	0.1	-	-	4.6
其他业务(亿)	7.2	37.7	44.9	1.1	-	-	46.0
公司整体测算(亿)	85.8	507.6	593.4	9.8	2.3	3.1	604.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
两轮摩托车(亿)	66.5	58.4	124.9	2.9	-	-	127.9
全地形车(亿)	171.1	144.2	315.3	5.7	2.2	3.1	321.9
电摩(亿)	0.4	3.0	3.3	0.1	-	-	3.5
其他业务(亿)	24.8	21.7	46.5	1.1	-	-	47.6
公司整体测算(亿)	262.8	227.3	490.0	9.8	2.2	3.1	500.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性很高，主要由于公司所处行业为ToC耐用消费品制造业，每月的销量均有摩托车商会和海关数据以进行交叉比对，作为社保和基金重仓股，公司与投资者交流充分，经常接受调研和举办路演。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。