

中大排量摩托车行业研究 买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

新能源汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 联系人：江莹
chenchuanhong@gjzq.com.cn jiangying2@gjzq.com.cn

大排量方兴未艾，行业龙头率先受益

基本结论

国内中大排量摩托车方兴未艾，处于行业爆发期。中大排量（排量 $\geq 250\text{cc}$ ）摩托主要用于玩乐和通勤，偏可选消费品，在对高质量高性价比产品的追求、禁摩令放松和疫情期间抖音传播共同作用下，2020 起开始爆发式增长，2021 年销量约 33.3 万辆，近三年 CAGR 约为 43%。但目前渗透率低于 10%，经测算 2026 年市场空间约 625 亿元，对应 160 万辆销量，在消费品中具备较高增速。

复盘海外中大排量摩托车发展历史，各国爆发期持续时间在 7-10 年。欧、日、美三国中大排量摩托车市场鼎盛时期出现在 20 世纪 70 年代和 90 年代，行业呈现出周期性特征，与居民消费意愿、水平和本土摩托文化强相关。各国中大排量摩托也受各自摩托文化影响，最终呈现出不同的市场格局，如今欧美国家的中大排量占比在 50% 以上，而日本受限于政策和文化则维持在 20% 左右。

国产替代为行业发展趋势，电动化智能化助力国车弯道超车。国内市场处于蓝海阶段，增速远高于海外市场，国内厂商相较世界一流品牌在工艺、品控等方面仍有差距，但在智能化和电动化趋势下，国车有望凭领先的产业链配套复现乘用车轨迹，实现弯道超车。

产品：快速推出新品助力抢占市场，发动机平台积累成核心竞争力。在大排量摩托车需求快速增长阶段，消费者对车型和排量的排列组合需求呈现多样化特征，摩企需要具备齐全的发动机平台布局方可快速推出新品抢占市场，同时提升市占率和品牌认知度。在发动机平台积累上，钱江摩托数量和技术领先，具有 14 个发动机平台和成熟四缸发动机技术。完善的技术积累使其推出新车型快、多、齐、惠，助力其持续领先市场。

渠道：先体验后购买，线下渠道需要更精细化和下沉化。对于具有强消费属性的中大排量摩托，如何让消费者了解品牌的产品并产生购买意愿是抢占市场份额的落地关键，QJmotor 线下渠道多、激励强、管理精细化、反馈积极，有利于提升新品销量和出爆款概率。

品牌：国内厂商品牌力建设不足，产品毛利相较国际一线品牌差距较大。品牌力长远将对摩托车形成品牌溢价，在拓展市场的过程中沉淀深厚的品牌价值，是公司获得持久盈利的源泉。国内摩企与海外大牌合作、参加国际赛事等均能提升品牌力，其中钱江直接购买国际 1.5 线品牌贝纳利，春风与 KTM 深度合作并在曼岛 TT 中获领先名次。但在长期需要用较强的产品力和售后服务持续打动消费者。

出海能力：海外渠道和海外产能是出海的重要支撑。海外渠道建设难度较大，春风动力具备较强的渠道建设能力，采取在美建设子公司的方式拓展市场。海外建厂被摩企赋予更高重要性，由于各地的关税保护政策和汇率波动等因素，单靠本国生产后出口面临更高不确定性，因此春风动力率先在印度建厂，其他企业也计划在海外建厂。

投资建议

国内中大排量摩托车需求方兴未艾，在电动化、出口化和智能化趋势下，内资民族品牌凭高性价比和完善的产业链配套将迎来历史性的发育契机，建议关注国内中大排量摩托龙头：钱江摩托、春风动力。

风险提示

市场消费复苏不及预期风险；禁摩令管制加强风险；中大排量摩托车出口关税提高风险；出海业务拓展不及预期风险。

内容目录

| | |
|--|----|
| 一、复盘海外市场：历经完整周期，强娱乐属性刺激行业阶段性反弹 | 5 |
| 1.1 意大利：摩托生产重要发源地，历经完整中大排量市场周期 | 6 |
| 1.2 日本：高成本推动仿制研发，强创新成就世界日摩 | 8 |
| 1.3 美国：机车文化发源地，人口红利带动二次“十年繁荣” | 9 |
| 二、国内需求爆发：国内行业需求方兴未艾，核心要求性能和多样化 | 11 |
| 2.1 大排量行业需求方兴未艾 | 11 |
| 2.2 摩托车是一种成瘾性消费 | 15 |
| 三、深剖市场格局：市场集中度较高，产品品牌渠道打造竞争核心壁垒 | 16 |
| 3.1 产品力：厂商盈利核心能力要求，取决于产品矩阵丰富度、研发能力、摩托车品控稳定性和性能表现 | 17 |
| 3.2 渠道力：强渠道为品牌市场渗透提供有力抓手 | 21 |
| 3.3 品牌力：提升消费者忠诚度，专属品牌文化助力厂商打造不可替代性 | 22 |
| 3.4 出海能力：创造海外营收，打造国际形象反哺国内市场 | 25 |
| 四、行业发展趋势：当前市场渗透较低，未来持续成长 | 26 |
| 4.1 政策扶持稳定行业增长态势 | 26 |
| 4.2 需求端：疫情后消费复苏，休闲摩旅有望成为创新出行模式 | 27 |
| 4.3 供给端：国内厂商工艺技术不断突破，结构性升级有望带来均价提升 | 29 |
| 4.4 出海渠道布局加快，业务进一步扩张 | 30 |
| 4.5 民间摩托车俱乐部有待整合升级，国际赛事引入培养机车文化 | 31 |
| 4.6 电动化、智能化是中国大排量摩托车弯道超车机遇 | 32 |
| 五、投资建议 | 33 |
| 六、风险提示 | 33 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图表 1：意大利人均可支配收入与中大排量注册量高度相关 | 5 |
| 图表 2：目前摩托车发动机以双缸、四缸为主要配置 | 6 |
| 图表 3：近 10 年欧洲摩托车新增注册量保持稳定 | 7 |
| 图表 4：2022 年欧洲主要国家摩托车注册量分布 | 7 |
| 图表 5：2021 年意大利中大排量摩托占市场 60% | 7 |
| 图表 6：1997-2004 年意大利中大排量市场爆发 | 7 |
| 图表 7：2021 年日本摩托销售结构（台） | 8 |
| 图表 8：日本暴走族成员数在 1983 年达到顶峰 | 8 |
| 图表 9：1965-2021 年日本中大排量摩托销售数据（万辆） | 9 |

| | |
|--|----|
| 图表 10: 美国摩托车市场 1998 年进入反弹周期 | 9 |
| 图表 11: 2021 年北美 600cc 以上摩托年销 28 万辆 | 10 |
| 图表 12: 北美 500cc 以上大排量市场占比 92% | 10 |
| 图表 13: 1942 年二战军用哈雷摩托 | 10 |
| 图表 14: AMA Pro 越野摩托车锦标赛延续至今 | 10 |
| 图表 15: 1953 年上映的反映美国非法机车团伙的电影 | 11 |
| 图表 16: 1977 年歌手 Meat Loaf 将摩托车音效纳入专辑 | 11 |
| 图表 17: 中国中大排量车型销量快速提升 (万辆) | 11 |
| 图表 18: 中国中大排量市场保有量较低 | 11 |
| 图表 19: 各品牌抖音官方号 2020 年起点赞量明显提升 | 12 |
| 图表 20: 疫情期间春风动力 250cc 车型销量暴涨 (辆/月) | 12 |
| 图表 21: 各排量摩托车销量下滑伴随着更大排量的崛起 | 12 |
| 图表 22: 250cc 比 250cc+ 早一年开始爆发 | 12 |
| 图表 23: 中性情况下 2026 年市场销量约 160 万辆 | 13 |
| 图表 24: 中性情况下 2026 年市场空间约 625 亿元 | 13 |
| 图表 25: 换购比率 40%-90% 时, 26 年销量约 136-177 万辆 | 13 |
| 图表 26: 换购比率 40%-90% 时, 26 年空间约 454-736 亿元 | 13 |
| 图表 27: 广州、西安、汕头、呼和浩特等城市的禁摩令放松 | 13 |
| 图表 28: 近 1 年内北京、西安、广州等对摩托车百度搜索指数排名靠前 | 14 |
| 图表 29: 西安解禁后摩托车注册量快速提升 | 14 |
| 图表 30: 摩托车免检和全国通检政策利于产销量持续提升 | 15 |
| 图表 31: 日本收入提高伴随大排量销量占比提升 | 15 |
| 图表 32: 中国收入提高伴随摩托车排量提升 | 15 |
| 图表 33: 骑手典型的消费升级路径 | 16 |
| 图表 34: 2021 年-2022 年中大排量以国内厂商为主, CR3 在 50% 以上 | 16 |
| 图表 35: 2023 年一季度中大排量摩托车增速: 钱江>春风>行业 | 16 |
| 图表 36: 目前 250cc 以上摩托车市场以内销为主 | 17 |
| 图表 37: 产品力、品牌力、渠道力影响国内竞争格局 | 17 |
| 图表 38: 爆款车型以 250cc-300cc 入门级为主, 消费者多看重外观、动力表现及品控, 进阶版看重操控性及改装空间 | 17 |
| 图表 39: 春风 250SR (左) 于 2020 年 3 月推出, 售价 1.7-2 万元; 金吉拉 (右) 同月推出, 售价 2-2.3 万元 | 18 |
| 图表 40: 换购车型考虑的首要因素是排量和发动机型号 | 19 |
| 图表 41: 春风动力车型布局 | 19 |
| 图表 42: 隆鑫通用车型布局 | 19 |

| | | |
|--------|-------------------------------------|----|
| 图表 43: | 钱江摩托产品矩阵丰富有助于打造爆款车型 | 20 |
| 图表 44: | 更齐全的自研发动机型为各制造商打造竞争壁垒 | 20 |
| 图表 45: | 国内摩托企业发展路径分车海策略和精品研发两类 | 20 |
| 图表 46: | 进口车的二手出售价格仍然比同排量段位的国产新车上浮两千到一万元 | 21 |
| 图表 47: | 目前国内制造商多以粗放型渠道布局为主 | 21 |
| 图表 48: | 国内厂商网点尚未完全覆盖三、四线城市,下沉为未来渠道布局方向 | 22 |
| 图表 49: | 中大排量摩托销售渠道由分级多层向直营迈进 | 22 |
| 图表 50: | 哈雷定制改装摩托车 | 23 |
| 图表 51: | 23 年哈雷 H. O. G 俱乐部在本地举办 13 个活动 | 23 |
| 图表 52: | 世界知名摩托车一览 | 23 |
| 图表 53: | 国内品牌通过与世界知名品牌合作提升品牌力 | 24 |
| 图表 54: | 哈雷通过多渠道提升品牌力 | 25 |
| 图表 55: | 春风动力 2016 年参加曼岛 TT 赛事并获得第四名 | 25 |
| 图表 56: | 2022 年国内头部厂商大排量出口销量增速高于内销 | 25 |
| 图表 57: | 春风动力采取在美建设子公司的方式拓展市场,钱江摩托发力建设自主贸易团队 | 26 |
| 图表 58: | 大部分城市仅需 1 天即可拿到摩托车驾照 | 27 |
| 图表 59: | 一线城市禁摩政策有待放松 | 27 |
| 图表 60: | 摩托车停车位逐步纳入城市管理规定范围 | 27 |
| 图表 61: | 一线城市城镇人均 GDP 达 15 万元/人 | 28 |
| 图表 62: | 2022 年 12 月社会消费触底反弹 | 28 |
| 图表 63: | 2021 年 10 月通过国际汽联认证的国内赛车场名录仅有 15 个 | 28 |
| 图表 64: | 2023 年全国春节人口流动性已恢复至比 19 年更高水平 | 29 |
| 图表 65: | 疫情放松管制后抖音摩旅相关作品获赞数与日俱增 | 29 |
| 图表 66: | 国内外拉力车配置相差较小,国产车更具性价比 | 29 |
| 图表 67: | 同价位国产排量为进口 2 倍,同排量进口为国产价格的 1.5-2 倍 | 30 |
| 图表 68: | 2021 年国内大排量出口 CR3 为 72% | 30 |
| 图表 69: | 2022 年国内大排量出口 CR3 为 72% | 30 |
| 图表 70: | 2022 年本田占据欧洲摩托车市场榜首 | 31 |
| 图表 71: | 2022 年第三季度哈雷在美国市场销量第一 | 31 |
| 图表 72: | 国务院办公厅目标是 2025 年体育竞赛表演产业规模达 2 万亿元 | 32 |
| 图表 73: | 2020 年摩托车类赛事赛历一览 | 32 |
| 图表 74: | 各车企的电动化和智能化布局 | 33 |

一、复盘海外市场：历经完整周期，强娱乐属性刺激行业阶段性反弹

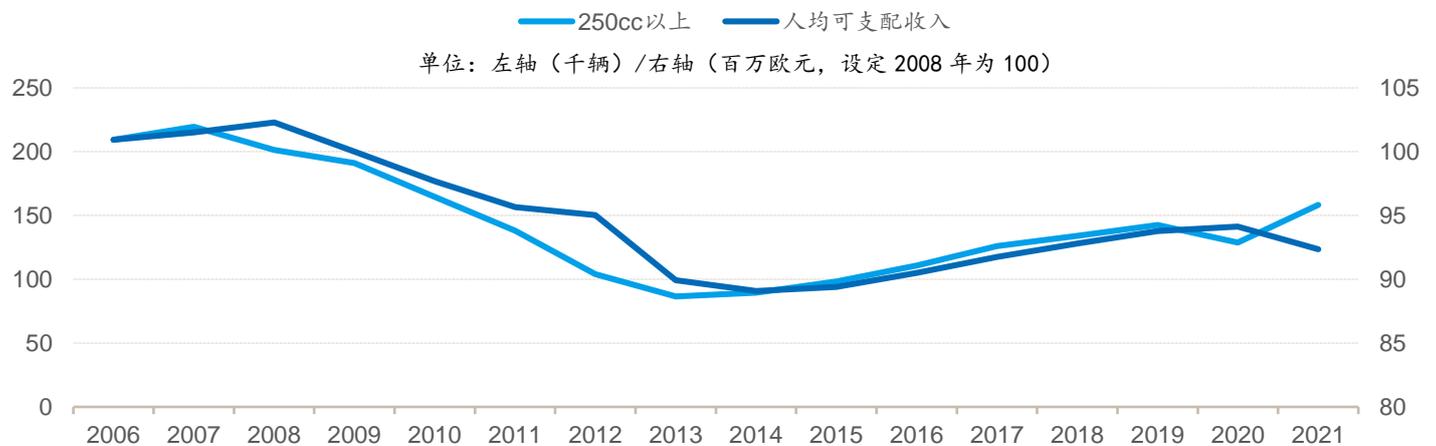
国内大排量摩托车正处于成长期，而欧美日等发达国家和地区大排量行业已进入成熟期，尤其在中国车市受日系摩托车影响深远的背景下，借鉴海外历史对理解大排摩托车发展节奏具有重大意义。摩托车赛事及娱乐的发展、政策扶持、居民消费能力提升、技术更迭是促进中大排量摩托车行业发展的四大驱动力。

原因 1：摩托车赛事兴起，排量等级不断细化。中大排量的发展离不开曼岛 TT 等顶级赛事的举办。250cc 及以上的组别对摩托车的性能要求远高于小排量摩托，各摩托车制造商历年来通过帮助赛车手获得更高的比赛名次来宣告自己的摩托车品质和实力，提高品牌国际知名度拓展市场。赛事的兴起对吸引更多消费者进入摩托车市场以及培养玩摩文化具有深远影响。

原因 2：政策扶持，经济低迷时政策补贴刺激消费，进口关税保护本土摩托车发展。在经济低迷时欧洲政府往往会发放摩托车消费补贴刺激市场；高昂的进口关税政策也为各国本土中大排量摩托发展撑起保护伞。

原因 3：居民消费水平提升，消费欲望增强。各国历史数据显示，中大排量摩托车销量和当地年轻群体的结构及人均可支配收入高度相关，人均收入的增长会带动中大排量摩托车的销量上涨。

图表 1：意大利人均可支配收入与中大排量注册量高度相关



来源：Trading Economics, ANCM, 国金证券研究所

原因 4：技术迭代，工艺创新。摩托车核心的性能部件是发动机，自第一台摩托车问世以来，发动机的工艺在不断迭代，最开始的单缸摩托车扭矩大提速快，但存在功率上限，因此全球制造商逐步研发出双缸、三缸、四缸、六缸的发动机，适用于不同排量的车型要求，为降低摩托车驾驶过程中的震动感、延长发动机使用寿命，按多个气缸之间的排列方式又分为并列、V 型、直列等。工艺的创新带来一次又一次摩托车性能的突破和超越性的驾驶体验，大排量摩托车行业不断推陈出新，吸引着摩托车爱好者不断升级自己的爱车。

图表2：目前摩托车发动机以双缸、四缸为主要配置

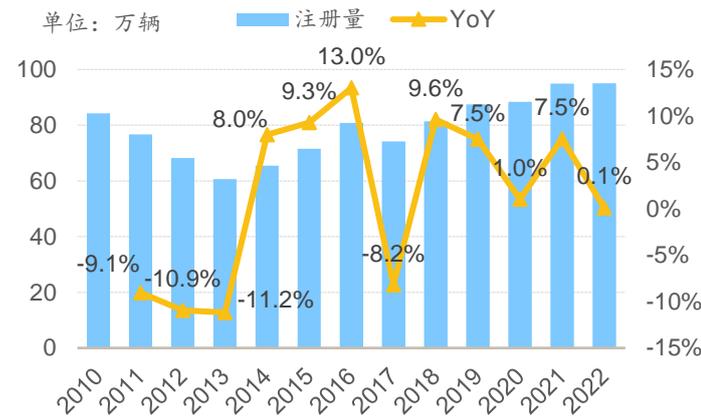
| 发动机类型 | 图片 | 特征 | 适用车型 |
|-------|---|---|------------------|
| 单缸 |  | 优点：结构简单、体积小、造价低廉、低扭强劲 缺点：震动大、噪音大、声浪体验差 | 50cc-400cc，入门款为主 |
| 并列双缸 |  | 优点：高性价比，降低震动与噪音同时造价低 | 入门款、进阶款摩托车 |
| V型双缸 |  | 优点：降低车辆重心，低扭更强震动更小 缺点：造价及结构复杂程度高于并列双缸 | |
| 对置双缸 |  | 特点：稀少，有个性，带有奢侈属性，适用于宝马独有车型 缺点：研发成本高、压弯需要考虑缸盖、维修保养成本高 | 特殊车型 |
| 三缸 |  | 优点：相对四缸重量轻，体积小，成本低但性能相差不多 缺点：不能像四缸或者六缸发动机通过不同活塞的相互往返运动来抵消多余的惯性力矩和振动，从而导致其抖动、噪音更大 | 入门款、进阶款摩托车 |
| 直列四缸 |  | 优点：动力输出线性、运行平稳、动力储备充足，声浪同样低沉有力 | 仿赛车型、运动型车型 |
| V型四缸 |  | 优点：相对直列四缸体积更小，有利于车身布局，重心更低 缺点：结构复杂，制造研发成本高 | 高性能赛车 |
| 六缸 |  | 优点：动力足，极速高 缺点：体积大，研发成本高 | 高性能赛车 |

来源：摩托范，汽车之家，国金证券研究所

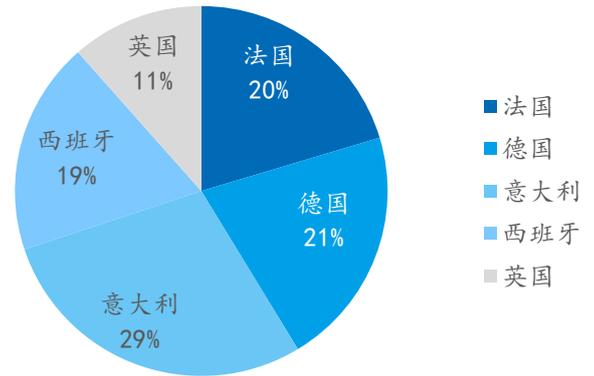
1.1 意大利：摩托生产重要发源地，历经完整中大排量市场周期

技术驱动意大利摩托车工业的兴起，中大排量市场于1997年爆发式增长，8年后进入成熟阶段。1960年以来，意大利始终是欧洲最大的摩托车市场。以汽油机为动力的摩托车是于1885年由德国人戴姆勒创造的，1893年，意大利人埃里克·拜那特设计出世界上第一台装有四冲程单缸汽油机的摩托车。

图表3: 近 10 年欧洲摩托车新增注册量保持稳定



图表4: 2022 年欧洲主要国家摩托车注册量分布



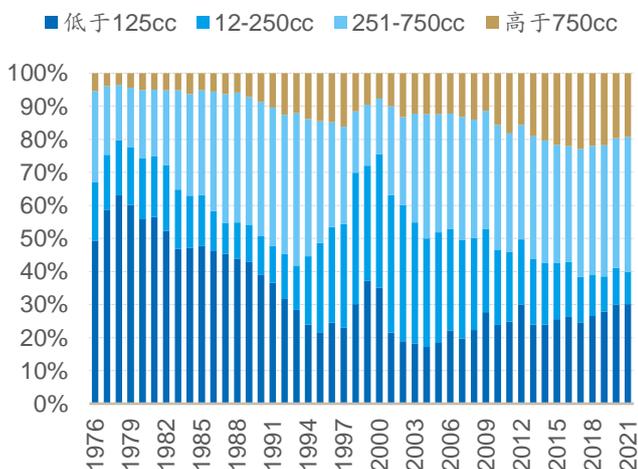
来源: ACEM, 国金证券研究所

来源: ACEM, 国金证券研究所

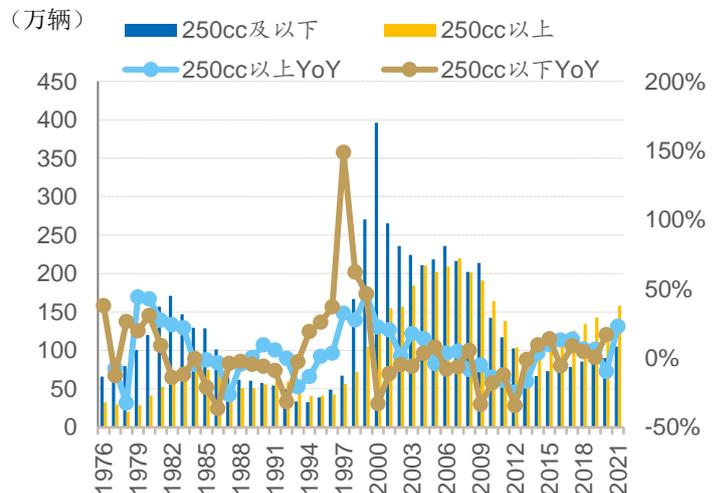
250cc 及以上的中大排量摩托车在意大利的发展分为 4 个阶段:

- 1) 1949-1989 年: 世界级赛事设置细分中大排量组别, 行业进入萌芽期。1949 年, 摩托车大奖赛世界锦标赛首次举行, 依据赛车排量分为五个不同的组别: 125cc、250cc、350cc、500cc 和边车。1949 年之前, 摩托车赛事只有个人全国大奖赛和欧洲锦标赛, 但世界锦标赛意味着摩托车厂商可以借此机会由欧洲市场向全球市场渗透。自此, 250cc 排量及以上的中大排量摩托市场进入萌芽发展阶段。
- 2) 1990-1996 年: 人口结构红利及进口车的高成本双重刺激意大利摩托车行业重启成长。二战结束后出生的“婴儿潮”一代们成长为消费主力军, 意大利经济的稳步发展促使 1990 年中大排量摩托增速重回 10%, 销量首次超过小排量摩托。受 93 年欧盟成立的影响, 摩托车市场趋向整合统一, 占据欧洲 70%-80% 市场份额的日本摩托进口规定得以进一步放宽; 与此同时, 受 92 年日元升值影响, 进口的日本摩托车价格不再低廉, 意大利摩托车制造行业抓住机遇, 凭借对本土消费者更深入的了解设计出较日本摩托更受欢迎的车型, 推动行业重启成长。市场陷入激烈竞争, 行业增速波动较大。
- 3) 1997-2004 年: 宽松的驾照政策推动行业爆发期到来。1997 年, 中大排量销量同比增长 32.3%, 实现突破性增长, 远高于此前 10 年的销量增速, 于 1999 年达到增速顶峰, 同比新增注册 45%。高增速维持 8 年后, 至 2005 年开始下滑。1997 年摩托车销量暴增主要由于新的驾照政策颁布, 意大利允许用汽车驾驶执照驾驶排气量 150cc 以下的摩托车, 而小排量摩托的动力限制较高, 为获得更好的驾驶体验, 中大排量摩托的销量随摩托车行业的焕发高速增长。
- 4) 2005 年及之后: 交通拥挤造成市场趋于饱和, 经济低迷遏制消费支出。2005 年市场进入饱和状态, 2008 年全球爆发金融危机, 油价节节攀升、美元贬值、交通拥挤和缺少停车的情况导致大排量摩托车销量始终低迷。此后行业增速在 2014 年曾再一次提升, 但整体稳定在 10% 左右, 中大排量市场销量规模占据摩托车市场主导地位, 出口比例随市场的稳定发展逐步提升。除了经济低迷影响居民的消费支出外, 国家对摩托车行业消费补贴的减少以及人们环保意识的增强, 促使消费者对摩托车产品提出了经济实用方面的要求。

图表5: 2021 年意大利中大排量摩托占市场 60%



图表6: 1997-2004 年意大利中大排量市场爆发



来源: ANCM, 国金证券研究所

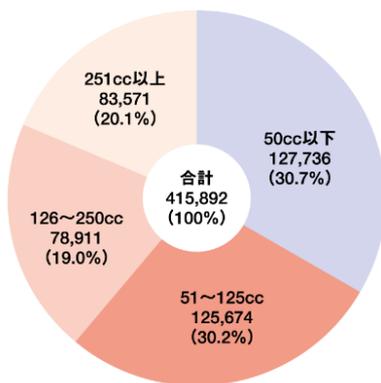
来源: ANCM, 国金证券研究所

1.2 日本：高成本推动仿制研发，强创新成就世界日摩

从学习到超越，日本摩托车凭高性能和性价比扩张至全球市场。1896年，日本从德国进口机动自行车，随即开始仿制、生产机动自行车零部件，以降低成本满足国内消费者需求。二战结束后，20世纪50年代末，随摩托车比赛的兴起，日本东发公司开始研究二冲程技术，设计比赛用车。本田公司紧随其后，推出 Super Cub C100 型系列轻便摩托车受到热烈反响，市占率迅速提升。1959年本田开始迈向海外市场，在世界闻名的曼岛TT赛事125cc组别中帮助日本车手夺得第六名的好成绩，凭借优异的性能打入欧洲市场，同年在洛杉矶成立当地子公司。到1961年，本田公司已成为世界上最大的摩托车生产公司，巅峰时期的日本摩托占据英国超过90%的市场份额。

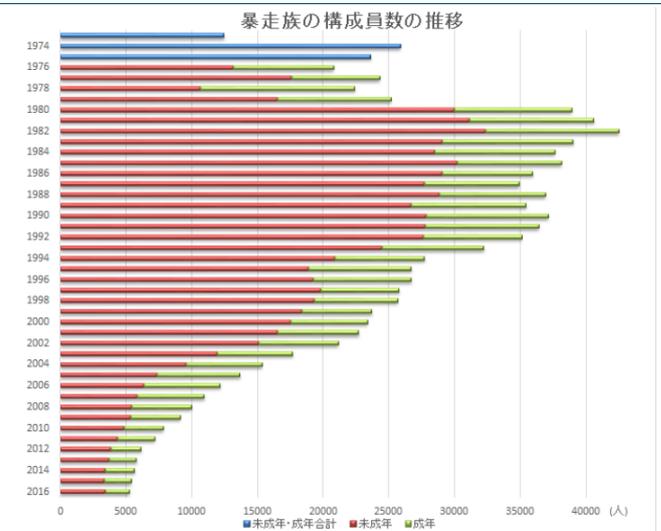
年轻人玩车帮派“暴走族”兴起，另类摩托文化威胁社会治安。20世纪50年代到60年代左右开始，稍微有一点钱、爱开着摩托车的年轻人群体出现，Kaminari部落（暴走族前身）聚集了许多热衷于改装摩托车的年轻人，起初他们只是喜欢拆掉排气管散播噪音，后来骑摩托的年轻人演变成与社会黑恶势力勾结的暴徒。出于对社会安全、文化及环境的保护，日本出台了一系列摩托车限制政策，自愿保险增加、噪音法规、强制使用头盔、设置大型摩托车执照等围绕摩托车的法规和制度逐渐加强。

图表7：2021年日本摩托销售结构（台）



来源：JAMA，国金证券研究所

图表8：日本暴走族成员数在1983年达到顶峰

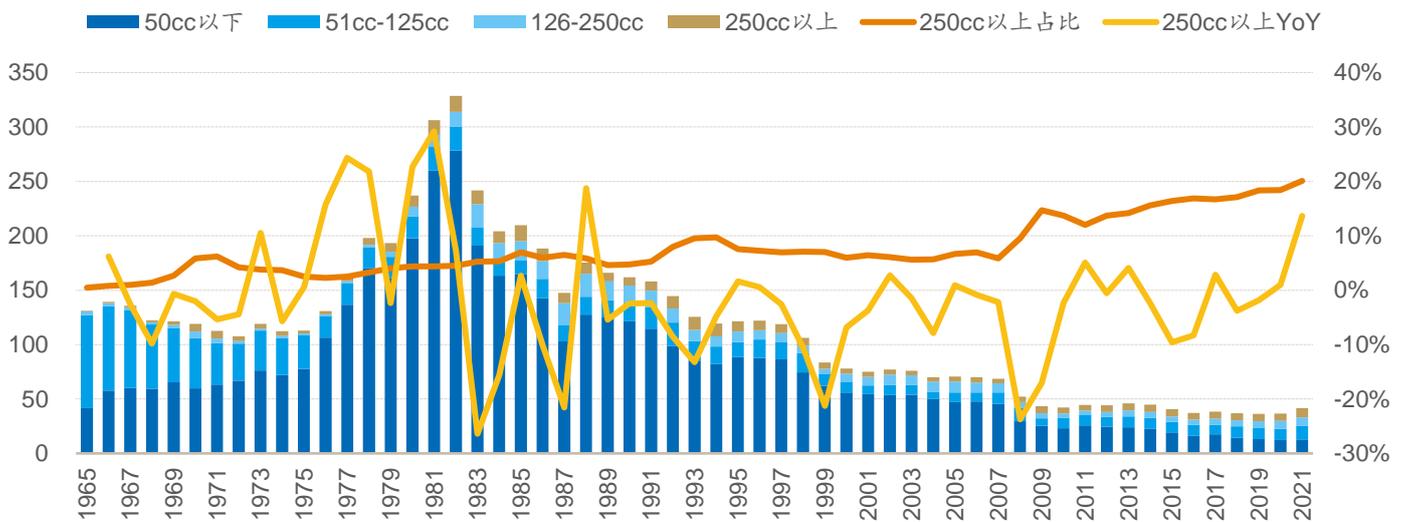


来源：JAF Media Works，国金证券研究所

中大排量1976年进入行业爆发期，直至1983年行业衰退。1980年代，日本摩托以390万辆达到产量峰值，之后逐步下降，2010年以来，日本摩托产量维持在40万-50万辆，中大排量摩托增速在-10%~+10%区间波动。强代步工具属性及老龄化进程影响下，日本国内摩托市场于1980年后陷入萎缩。中大排量摩托车市场萎缩的主要原因有二，一是20世纪六七十年代暴走族的不良影响引起社会恐慌，日本全国高等学校PTA联合会针对高中教育发起“三不运动”，即不考取驾照、不骑乘摩托车、不购买摩托车，摩托在日本的作用逐渐变成单一的上班、上学的代步工具，而随着汽车消费的普及，摩托的工具价值被四轮汽车取代；二是日本人口年龄结构变化，年轻一代的比例逐渐缩小，造成国内市场空间萎缩。

疫情后时代释放的出行欲望提振市场士气。2019年的新冠肺炎疫情爆发后，政府的限行令抑制了民众出行的脚步，随疫情管控的解除，居民出行消费的欲望得到释放，从而带动中大排量摩托销量激增，250cc排量及以上的摩托车凭借娱乐、休闲出行的极佳助力再次赢得市场关注，2021年行业增速达到13%。从海外市场看，2021年日本的中大排量摩托出口占据了其生产量的82%，海外是支撑日本摩企发展至关重要的市场组成部分，国内市场仍存有发展空间。

图表9：1965-2021年日本中大排量摩托销售数据（万辆）



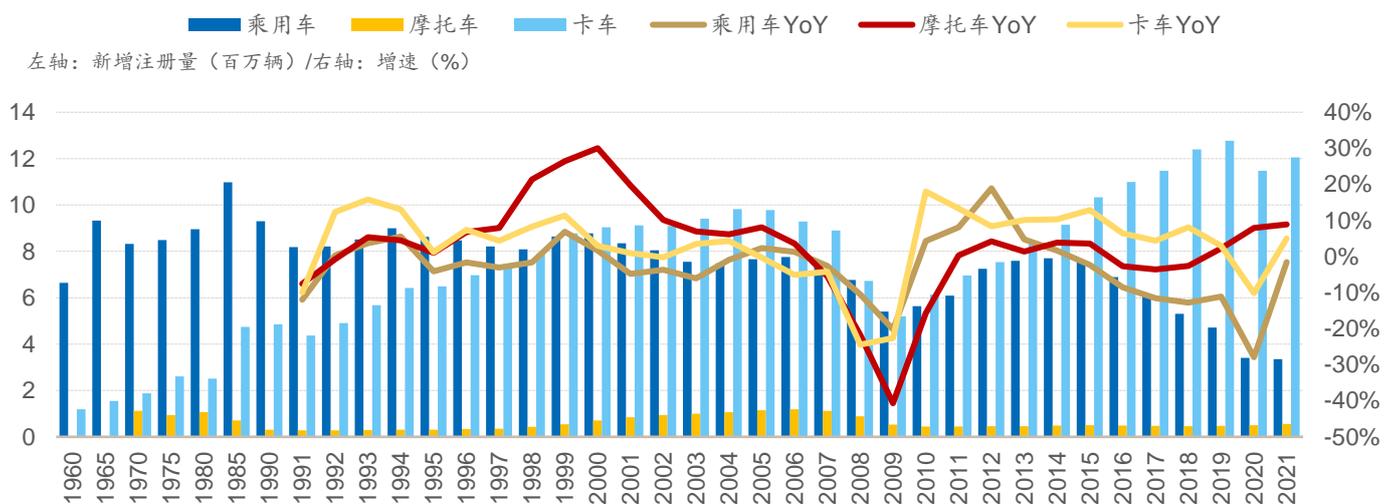
来源：Wind、国金证券研究所

1.3 美国：机车文化发源地，人口红利带动二次“十年繁荣”

经济繁荣和婴儿潮带动美国摩托车市场两轮增长。

- 1) 1970-1985年第一次“十年繁荣”：美国摩托车自1970年代经历了15年的相对稳定发展后，于1985年年销126万辆达到爆发期巅峰。20世纪70年代美国房地产市场高度繁荣，人口大量增加带来的增购、换购需求和房地产带来的资产净值升高两大因素叠加带领美国摩托车行业进入鼎盛时期。
- 2) 1986-1992年第一次行业衰退：1986年国际石油市场的震荡和1987年纽约股市“黑色星期一”等一系列突发事件的影响下，房地产泡沫破碎，美联储为对抗通货膨胀而采取限制性货币政策经济，失业率上升限制消费信心，摩托车市场也陷入长达13年的低迷状态，截至1992年销量下滑78%。
- 3) 1993-2003年第二次“十年繁荣”：1993年，随上世纪美国婴儿潮（1946-1964年出生）一代的人进入中年时期重回摩托车消费市场，及X世代（1965-1980年出生）成为消费市场主力军，行业进入反弹周期。
- 4) 2004年后进入成熟期：2004年增速下滑至10%以下，行业进入成熟期。

图表10：美国摩托车市场1998年进入反弹周期



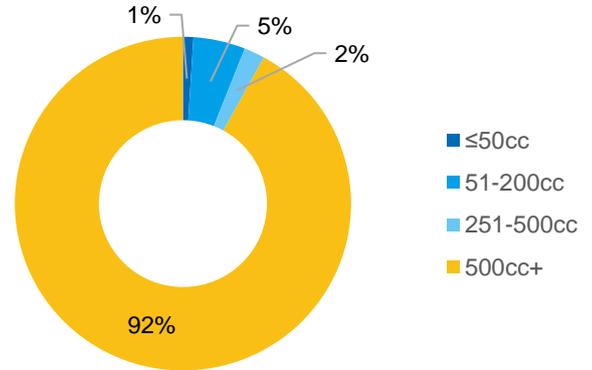
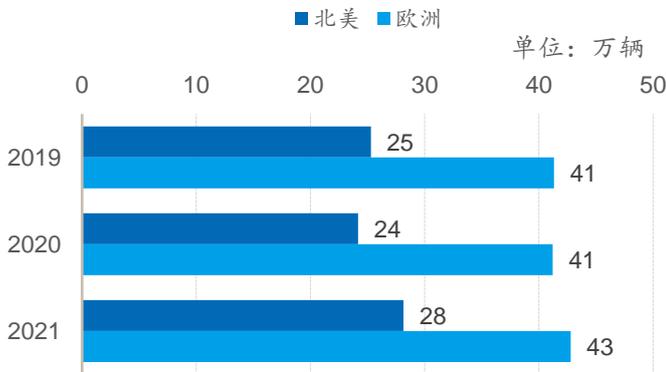
来源：MIC，国金证券研究所

美国大排量摩托车占据摩托车市场主导地位，小排量出行代步品类占比低。美国大排量摩托车功能以娱乐作用为主，出行用途占比下降。近3年美国600cc以上摩托车注册数稳定在25万辆~30万辆，占比超过80%，其中巡航型和旅游型注册数约为20万辆，占比超过2/3；欧洲600cc以上摩托车注册数约为40万辆，其中巡航型和旅游型注册数约为

20 万辆，占比约为 50%，运动型摩托车占比 35%。2014 年欧洲 600cc 以上大排量摩托车注册数超过美国，并且差距逐年拉大。

图表11: 2021 年北美 600cc 以上摩托年销 28 万辆

图表12: 北美 500cc 以上大排量市场占比 92%



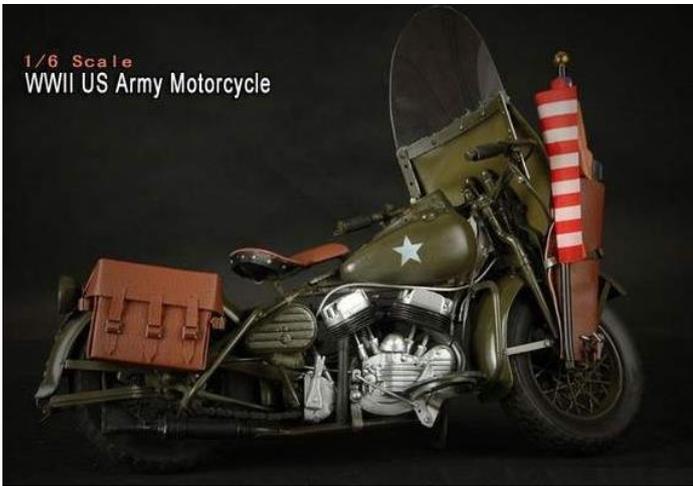
来源: 哈雷戴维森公司年报, 国金证券研究所

来源: 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

战后老兵催生美国机车文化诞生。一战和二战将摩托车推到了相当重要的位置，原因是高效的二轮燃气摩托车，取代了马匹确保了战争信息的有效传递，被公认为最可靠的交通工具。二战结束后，美国退伍军人在曾经伴随他们在生死边缘的摩托车中找到了灵感，摩托车不但是他们很有用的战争工具，而且是延续骑士情感的一条纽带，美国第一批由退伍军人为主体的摩托车俱乐部由此诞生。1939 年，杜邦汽车公司总裁 E·保罗·杜·庞特，投资了印度摩托车公司，与哈雷戴维森合作赞助美国摩托车协会 (AMA)，组织比赛将摩托车运动带入了聚光灯下，工人阶级开始参与这种摩托车运动，摩托赛事逐渐成为一种和平的消遣活动。

图表13: 1942 年二战军用哈雷摩托

图表14: AMA Pro 越野摩托车锦标赛延续至今



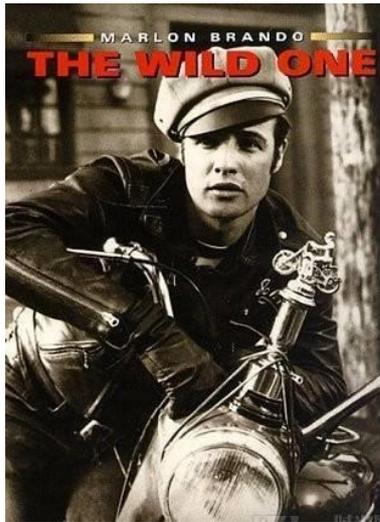
来源: 摩托范, 国金证券研究所

| SERIES | RND | DATE | VENUE |
|------------|-----|--------|--|
| SUPERCROSS | 01 | JAN 07 | ANGEL STADIUM ANAHEIM, CA |
| | 02 | JAN 14 | RINGCENTRAL COLISEUM OAKLAND, CA |
| | 03 | JAN 21 | SNAPDRAGON STADIUM SAN DIEGO, CA |
| | 04 | JAN 28 | ANGEL STADIUM ANAHEIM, CA |
| | 05 | FEB 04 | NRG STADIUM HOUSTON, TX |
| | 06 | FEB 11 | RAYMOND JAMES STADIUM TAMPA, FL |
| | 07 | FEB 25 | AT&T STADIUM ARLINGTON, TX |
| | 08 | MAR 04 | DAYTONA INT'L SPEEDWAY DAYTONA BEACH, FL |
| | 09 | MAR 11 | LUCAS OIL STADIUM INDIANAPOLIS, IN |
| | 10 | MAR 18 | FORD FIELD DETROIT, MI |
| | 11 | MAR 25 | LUMEN FIELD SEATTLE, WA |
| | 12 | APR 08 | STATE FARM STADIUM GLENDALE, AZ |
| | 13 | APR 15 | ATLANTA MOTOR SPEEDWAY ATLANTA, GA |
| | 14 | APR 22 | METLIFE STADIUM EAST RUTHERFORD, NJ |
| | 15 | APR 29 | NISSAN STADIUM NASHVILLE, TN |
| | 16 | MAY 06 | EMPOWER FIELD AT MILE HIGH DENVER, CO |
| | 17 | MAY 13 | RICE-ECCLES STADIUM SALT LAKE CITY, UT |

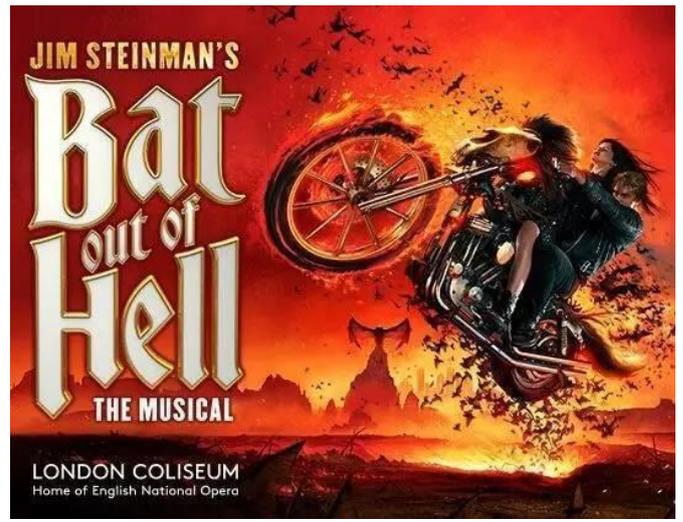
来源: Moto America, 国金证券研究所

美式机车文化围绕着发动机带来的力量感构建，最终演变成如今的重机改装文化。1947 年 7 月 3 日至 6 日，美国爆发霍利斯特骚乱 (Hollister Riot)，摩托车骑手聚众酒后闹事引起骚乱，此后带有暴力性质的俱乐部犹如雨后春笋般冒出，摩托车成为了一个热门话题，掀起了一波又一波机车文化浪潮。由于美国政府对黑帮的打击整顿，美国机车文化逐渐脱离了暴力性质，而是登上电影舞台，围绕摩托车主题的小说、电影、纪录片、音乐、服装等等商业文化迅速发展，皮夹克成为了整个机车文化的象征。随着市场的发展，美式机车的厂家最终只剩下印第安、哈雷、胜利三家，美式机车文化演变成机车改装伴随的个性化彰显，和美式机车品牌紧密联系在一起。

图表15: 1953 年上映的反映美国非法机车团伙的电影



图表16: 1977 年歌手 Meat Loaf 将摩托车音效纳入专辑



来源: 豆瓣, 国金证券研究所

来源: 豆瓣, 国金证券研究所

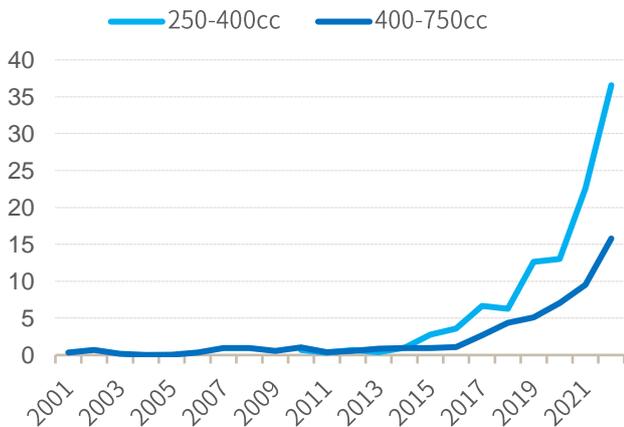
回顾海外摩托文化发展, 英式机车文化追求速度, 日式和美式文化的发展起源均和暴力相关, 而这些特性都与摩托车驾驶体验紧密相关, 发动机的轰鸣声、自由驰骋的感受、超凡脱俗的速度使人们赋予了驾驶摩托更多的情感, 由速度带来的激情在文化发展往往容易偏离主流价值导向, 最终文化的落脚点会依据各国经济发展阶段、摩托市场格局的变化、本土文化娱乐发展阶段和驾驶人群的年龄特征走向不同的结局。

二、国内需求爆发: 国内行业需求方兴未艾, 核心要求性能和多样化

2.1 大排量行业需求方兴未艾

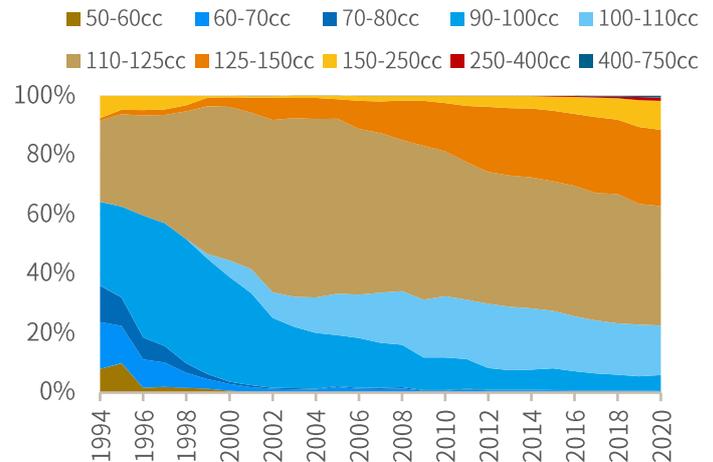
大排量摩托车快速增长, 但摩托车行业销量中仅有 2.3% 排量大于 250cc。一般把 250cc 以下归为小排量, 250 至 400cc 为中排量, 400cc 以上为大排量。据《中国摩托车工业产销快讯》数据显示, 2010-2021 年 250cc 以上中大排量摩托车销量由 2010 年的 1.71 万辆增长至 2021 年的 33.30 万辆, 年复合增速达 30.98%。22 年 1-6 月大于 250cc 二轮摩托车累计销售 22.2 万辆, 同比+46.6%。渗透率来看, 1-6 月, 全行业完成二轮摩托车销售 959.45 万辆, 同比下降 14.88%, 250c 以上的摩托车渗透率仅有 2.3%。据 Statistica、IMMA 等数据显示, 目前我国中大排量摩托车人均消费量仅为 1.3 辆/万人, 远低于欧美 9-22 辆/万人, 日本 5.3 辆/万人左右。摩托车由代步工具向中大排量娱乐车型转变, 具有较高的增长潜力。

图表17: 中国中大排量车型销量快速提升 (万辆)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 中国中大排量市场保有量较低



来源: Wind, 国金证券研究所

疫情期间抖音传播、禁摩令放松、摩托车车检上路政策简化、收入增长共同促进中大排量市场在 2020 年起开启爆发式增长。

原因 1: 摩托车文化渗透已培育优质客户, 后续将有多轮换购需求。2020 年疫情期间居家刷手机频率增加, 而大排量摩托车消费者以 18-45 岁为主, 容易被抖音、小红书等社交平台吸引和接受推广。春风、贝纳利等靠抖音培养了一

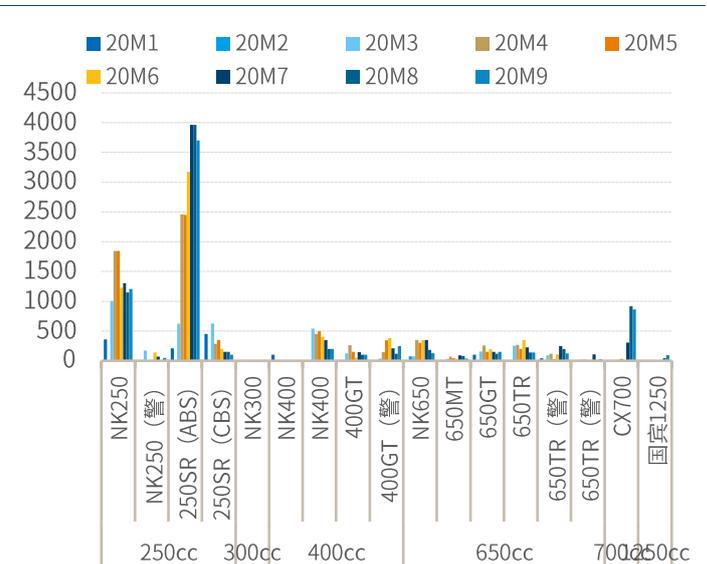
大批优质入门级用户。各品牌抖音官方号 2020 年起点赞量明显提升，疫情期间春风动力 250cc 段位 250SR 销量也由 210 辆/月提升至近 3700 辆/月。可见 2020 年疫情期间主要培育的是 250cc 入门级消费者，对于 250cc 以上更大排量的需求未见大幅上涨。

图表19: 各品牌抖音官方号 2020 年起点赞量明显提升

| 抖音名称 | 摩托车品牌 | | | | 专业测评 | |
|------------------|----------|----------|----------|-----------|----------|-----|
| | QJmotor | Benelli | 春风动力 | VOGE 无极机车 | 摩托范 | |
| 粉丝数(万) | 44.7 | 29 | 46.4 | 23.3 | 107 | |
| 创号日期 | 2020/5/2 | 2018/7/2 | 2018/3/2 | 2019/1/3 | 2019/3/2 | |
| 超 5000 条赞的作品数(条) | 2018 | 3 | 7 | | | |
| | 2019 | 0 | 5 | 11 | 36 | |
| | 2020 | 21 | 16 | 28 | 1 | 134 |
| | 2021 | 52 | 12 | 93 | 8 | 197 |
| | 2022 | 27 | 9 | 62 | 22 | 25 |

来源: 抖音, 国金证券研究所

图表20: 疫情期间春风动力 250cc 车型销量暴涨(辆/月)

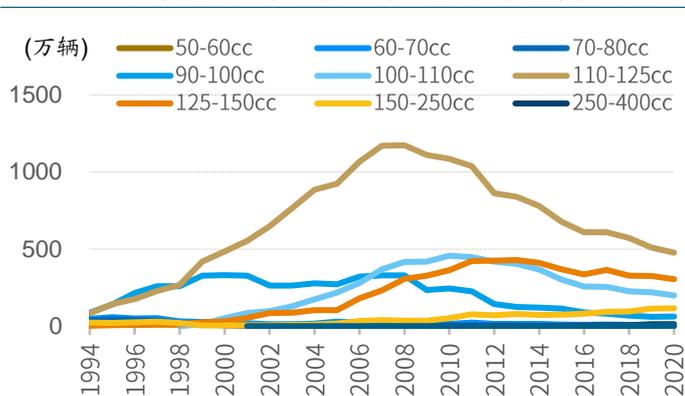


来源: 中国汽车协会摩托车分会, 国金证券研究所

换购更大排量是未来增长方向。升级方向是排量和发动机型号，更大排量摩托是下一轮增长的方向，历史中小各排量的销量登顶后下滑伴随更大排量的兴起，并且从行业同比增速看，250cc 也比 250cc+ 的增长更快一步。

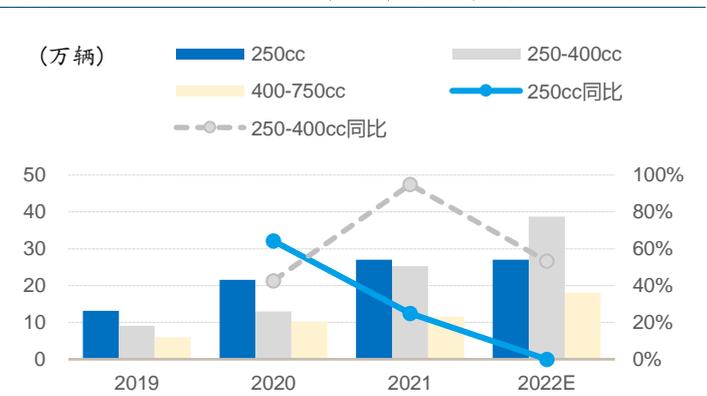
大排量摩托车用户黏性强，80% 以上的用户还会复购，20-22 年购买的入门款后续会换购成更大排量。在疫情期间已经培育出的 250cc-400cc 的摩托车友，后续将逐步释放对 400-750cc 的需求，而后是 750cc 以上。但是国内客户对品牌的忠诚度不高，对摩托车品牌偏好程度没有海外强烈，因此主要靠硬实力比拼。

图表21: 各排量摩托车销量下滑伴随着更大排量的崛起



来源: 中国汽车协会摩托车分会, 国金证券研究所

图表22: 250cc 比 250cc+ 早一年开始爆发



来源: 中国汽车协会摩托车分会, 国金证券研究所

车手换购节点来临，对更大排量摩托车需求将持续提升。由于排量越大对骑车技术的要求越高，新手一般从 250-400cc 开始入门，2 年内换购到进阶排量段 (400-750cc) 的比例较高，后续受成瘾性影响再往更大排量上迭代。(1) 第一辆车：用于入门，2020 年左右市场主要由入门车型驱动，受疫情期间摩托车文化通过抖音快速传播影响，250-400cc 段增速较高，疫情期间基本已经将目标群体进行了教育，且 18-45 岁人口数量下滑，预计后续入门车型增速将由 21 年的 51% 逐步降低至 10% 左右。(2) 第二辆车：假设 70% 的车主会选择更换至更高排量的第二辆摩托车，而其中有 40% 左右的人购买二手车，因此新增第三辆车销量 = 1/2 * (两年前销量 + 一年前销量) * 70% * (1 - 40%)。(3) 第三辆车：飙车和赛车的成瘾性较高，为追求更刺激的感官体验，预计 3-4 年后还会从进阶排量段换到更大排量段 (750cc+) 的车型，假设换购比例为 80%。经测算，大排量销量规模将由 2022 年约 88 万辆提升至 2026 年的 160 万辆，其中 400cc 以上销量占比会由 46% 提升至 53%。

经测算，大排量摩托车总体市场规模将由 2022 年的约 300 亿提升至 2026 年的 625 亿元，4 年 CAGR 为 19%。其中假设 250cc 单价 2022-2026 年由 2.0 万元/辆下滑至 1.9 万元/辆，主要由于竞争增加导致价格更优惠；大排量的占比提升带动整体均价持续提高，250-400cc/400-750cc/750cc+ 价格由 2.6/6/8 万元/辆提升至 2.7/6.1/8.1 万元/辆。

图表23: 中性情况下2026年市场销量约160万辆

| 销量(万台) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 250-400cc(含250) | 22.2 | 34.6 | 52.3 | 65.7 | 78.9 | 90.7 | 99.8 | 109.8 |
| YoY | | 55% | 51% | 26% | 20% | 15% | 10% | 10% |
| 入门排量占比 | 75% | 73% | 77% | 75% | 72% | 71% | 69% | 69% |
| 400-750cc | 5.9 | 10.2 | 11.6 | 18.1 | 24.8 | 29.9 | 34.4 | 38.0 |
| YoY | | 72% | 14% | 55% | 37% | 21% | 15% | 10% |
| 第二阶段占比 | 20% | 21% | 17% | 21% | 23% | 23% | 24% | 24% |
| 750cc+ | 1.7 | 2.8 | 4.0 | 4.1 | 5.2 | 7.0 | 9.9 | 12.5 |
| YoY | | 69% | 44% | 2% | 27% | 34% | 42% | 25% |
| 第三阶段占比 | 6% | 6% | 6% | 5% | 5% | 5% | 7% | 8% |
| 合计 | 29.8 | 47.5 | 67.9 | 87.9 | 108.9 | 127.6 | 144.2 | 160.3 |
| YoY | | 59% | 43% | 29% | 24% | 17% | 13% | 11% |
| 二手车比重 | | | | | 40% | 41% | 42% | 43% |

图表24: 中性情况下2026年市场空间约625亿元

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 250-400cc(含250) | 54 | 82 | 130 | 170 | 206 | 239 | 264 | 293 |
| YoY | | 53% | 57% | 31% | 21% | 16% | 11% | 11% |
| 入门排量占比 | 53% | 50% | 56% | 55% | 52% | 50% | 48% | 47% |
| 400-750cc | 35 | 61 | 69 | 108 | 149 | 180 | 209 | 231 |
| YoY | | 72% | 15% | 56% | 38% | 21% | 16% | 11% |
| 第二阶段占比 | 34% | 37% | 30% | 35% | 38% | 38% | 38% | 37% |
| 750cc+ | 13 | 22 | 32 | 33 | 42 | 56 | 80 | 101 |
| YoY | | 70% | 45% | 2% | 27% | 34% | 42% | 26% |
| 第三阶段占比 | 13% | 13% | 14% | 11% | 11% | 12% | 14% | 16% |
| 合计 | 102 | 165 | 232 | 312 | 397 | 475 | 553 | 625 |

来源: 中国汽车协会摩托车分会, 国金证券研究所测算

来源: 中国汽车协会摩托车分会, 国金证券研究所测算

市场空间受换购比率影响较大, 因此我们通过变动换购比例对市场空间进行敏感性分析, 假设消费者有两次可能会换购车, 分别为入门到进阶、进阶到资深, 当换购比率为40%时, 对应2026年中大排量市场销量为135万辆, 市场空间约454亿元; 当换购比率均为90%时, 中大排量市场销量为177万辆, 对应市场空间736亿元。

图表25: 换购比率40%-90%时, 26年销量约136-177万辆

图表26: 换购比率40%-90%时, 26年空间约454-736亿元

| | 入门-进阶: 2年内换购比例 | | | | | | |
|----------------|----------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | 160 | 90% | 80% | 70% | 60% | 50% | 40% |
| 进阶到资深: 3年内换购比例 | 90% | 177 | 169 | 162 | 154 | 147 | 140 |
| | 80% | 175 | 167 | 160 | 153 | 146 | 139 |
| | 70% | 173 | 166 | 159 | 152 | 145 | 138 |
| | 60% | 171 | 164 | 157 | 150 | 144 | 137 |
| | 50% | 169 | 162 | 156 | 149 | 142 | 136 |
| | 40% | 167 | 160 | 154 | 148 | 141 | 135 |

| | 入门-进阶: 2年内换购比例 | | | | | | |
|----------------|----------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | 625 | 90% | 80% | 70% | 60% | 50% | 40% |
| 进阶到资深: 3年内换购比例 | 90% | 736 | 687 | 637 | 588 | 539 | 490 |
| | 80% | 720 | 672 | 625 | 577 | 530 | 483 |
| | 70% | 703 | 658 | 612 | 567 | 521 | 475 |
| | 60% | 687 | 643 | 600 | 556 | 512 | 468 |
| | 50% | 671 | 629 | 587 | 545 | 503 | 461 |
| | 40% | 655 | 615 | 575 | 534 | 494 | 454 |

来源: 中国汽车协会摩托车分会, 国金证券研究所测算

来源: 中国汽车协会摩托车分会, 国金证券研究所测算

原因2: 禁摩令放松, 释放摩托车需求。北京自1985年开始禁摩并逐步推广, 但近年多地开始解禁, 广州、西安、汕头、呼和浩特等城市均推出政策放松禁摩令, 而这些地方与“摩托车”百度搜索指数分布重合度较高, 对摩托车需求高的地方禁摩政策松动, 将对拉动销量增长有较明显作用。

图表27: 广州、西安、汕头、呼和浩特等城市的禁摩令放松

| 发布日期 | 发布主体 | 文件名称 | 具体内容 |
|------------|----------|--------------------------|---|
| 2017/3/29 | 广州市人大 | 《广州市非机动车和摩托车管理规定(草案修改稿)》 | 外地车特定时间划定区域内可通行。解除禁售、解除高额罚款。 |
| 2017/11/28 | 西安市政府办公厅 | 《西安市人民政府关于规范性文件清理结果的决定》 | 宣布《西安市人民政府关于加强道路交通秩序综合治理的通告》文件中关于“严禁电动三轮车在绕城高速公路以内通行; 严禁轻便摩托车、摩托车在二环路(含二环路)以内通行; 严禁外埠及本市阎良区、临潼区、长安区和市辖县的轻便摩托车、摩托车在三环路(含三环路)以内通行”失效。 |

在机动车保有量、密度及道路通行条件允许并支持的情况下, 可以适当关于《深圳市公安局交通警察局放开, 但暂时无法做到全面放开。参考北京、上海、香港等城市的管理于禁止摩托车在我市部分道路行模式, 研究摩托车指标竞拍、车辆上牌、人员考试、车辆准入、通行管驶的通告》征求意见及采纳情况的理、停车管理、违法处罚等管理措施, 结合深圳市道路通行实际情况, 做好调研论证、拟定管理政策, 按规范性文件要求征求相关群体意见后, 报市政府审定通过后, 修改相关政府规章及管理通告。

2018/10/10 深圳市公安局

| 发布日期 | 发布主体 | 文件名称 | 具体内容 |
|------------|------------|---|--|
| 2018/12/18 | 广东省公安厅 | 《关于开展摩托车带牌销售试点（区）作为试点，并逐步扩大试点范围。明确摩托车“带牌销售”的业务流程、工作职责和违约责任，完善摩托车新车注册的查验、检测工作。规范“带牌销售”摩托车业务代办，优化“带牌销售”摩托车注册登记程序，加强摩托车销售监管。 | 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，除依法不予摩托车注册登记的地区外，每个地区至少应确定一个县 |
| 2020/2/7 | 汕头市公安局 | 《汕头经济特区道路交通安全条例（修订征求意见稿）》 | 二轮摩托车准予注册登记。 |
| 2020/6/29 | 哈尔滨市人大 | 《哈尔滨市摩托车管理规定（草案）》 | 对摩托车登记实行总量控制，有限度地放开一定数量的黑A牌照登记指标。个人使用的两轮摩托车牌照通过摇号的方式进行登记申请。 |
| 2021/3/26 | 广州市安全生产委员会 | 《广州市安全生产委员会关于印发4月完成“限摩限电”政策调整优化方案、市层面推进电动自行车备案管理工作，在政策允许摩托电注册登记上牌的前提下，简化摩托电注册登记手续风险工作方案的通知》 | 续，推行“带牌销售”。 |
| 2022/3/31 | 呼和浩特市公安局 | 《关于调整呼和浩特市摩托车禁限行区域的征求意见稿》 | 根据当前交通运行状况和摩托车出行特点，拟适当调整放宽呼和浩特市摩托车禁限行区域，并提出两套调整方案。 |
| 2022/5/27 | 福州市公安局 | 《福州市公安局关于城区外卖寄递行业配送摩托车通行管理的通告》 | 新104国道主线道路、南二环主路以及西、北二环和连江路主线高架桥外）允许从事外卖寄递行业配送摩托车通行。 |

来源：各政府官方网站、国金证券研究所

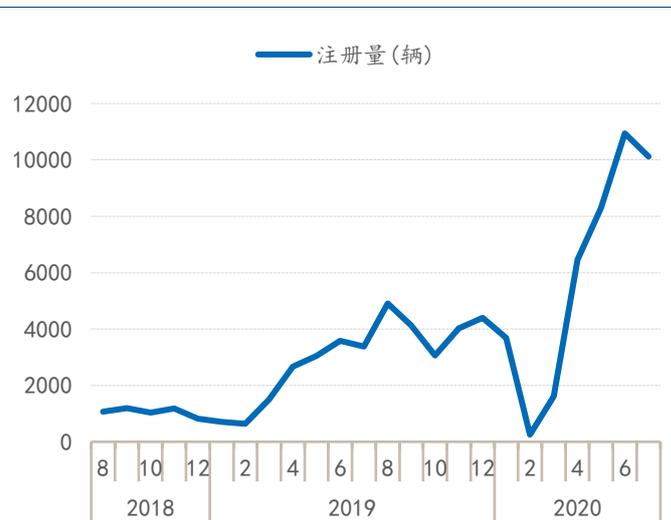
禁摩逐步解封，带动摩托车销量复苏。以西安为例，2017年的11月28日，西安市政府宣布在2009年颁布的《西安市人民政府关于加强道路交通秩序综合治理的通告》失效，禁摩令解除后摩托车销量迎来快速增长。此外，自2022年5月1日起实施的《机动车登记规定》简化了摩托车登记上牌流程，为购车提供了便利。

图表28：近1年内北京、西安、广州等对摩托车百度搜索指数排名靠前

| 排名 | 城市 | 排名 | 省份 |
|----|----|----|----|
| 1 | 北京 | 1 | 广东 |
| 2 | 杭州 | 2 | 山东 |
| 3 | 西安 | 3 | 浙江 |
| 4 | 成都 | 4 | 江苏 |
| 5 | 上海 | 5 | 河北 |
| 6 | 重庆 | 6 | 北京 |
| 7 | 深圳 | 7 | 河南 |
| 8 | 济南 | 8 | 四川 |
| 9 | 郑州 | 9 | 陕西 |
| 10 | 广州 | 10 | 湖南 |

来源：百度指数，国金证券研究所

图表29：西安解禁后摩托车注册量快速提升



来源：西安市人民政府，国金证券研究所

原因3：摩托车新车6年免检政策落地，驾驶证全国统考。2019年6月1日起，注册登记6年以内的摩托车免检（免上检测线），摩托车检验“全国通检”，车主仅需在第2年、第4年、第5年，分别按期领取一次检验标志，免于到检验机构上线检验。2020年11月20日起推行摩托车驾驶证全国“一证通考”，在实现小型汽车驾驶证“全国通考”的基础上，推行摩托车驾驶证全国“一证通考”，申请人可以凭居民身份证在全国范围内任一地申领摩托车驾驶证，无需再提交居住证或者居住登记凭证，每年将惠及30万异地考领摩托车驾驶证的群众。

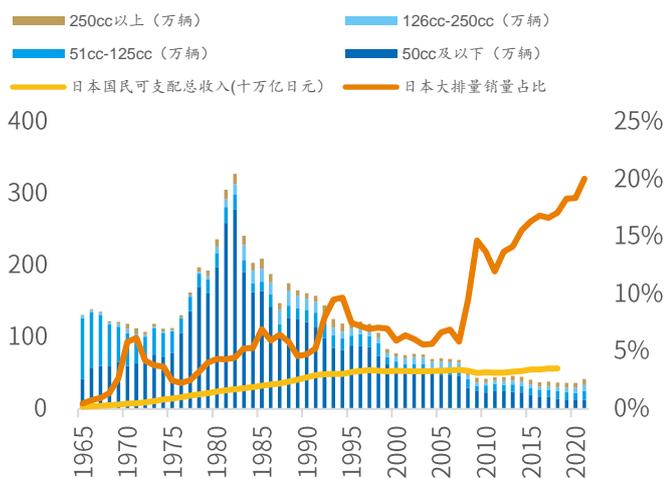
图表30：摩托车免检和全国通检政策利于产销量持续提升

| 发布日期 | 发布主体 | 发布会主题 | 备注 |
|-------------|----------|-------------------|--|
| 2019年4月10日 | 公安部交通管理局 | 10项公安交管“放管服”改革新举措 | 申请人可以在全国范围内任一地直接检验摩托车，申领检验合格标志，无需办理委托检验手续。注册登记6年以内的摩托车免于到检验机构检验，需要定期检验时机动车所有人可以直接到公安交管部门申领检验标志。 |
| 2020年11月20日 | 公安部交通管理局 | 12项改革新措施 | (1) 推进异地通办：推出摩托车驾驶证全国“一证通考”、推行摩托车转籍异地通办、试行私家车登记持身份证全省通办、推行二手车出口临牌异地通办等4项措施。(2) 推进简政放权：推出扩大私家车免检范围、优化检验周期，放宽小型汽车驾驶证申请年龄，优化大中型客货车驾驶证申请条件，扩大驾驶人体检医疗机构范围，便利残疾人家庭共用车辆等5项措施。(3) 深化网上服务：推出道路运输企业信息查询提示服务、驾驶人交通安全记录网上查询服务、试点机动车交强险信息在线核查服务等3项措施。 |

来源：公安部，国金证券研究所

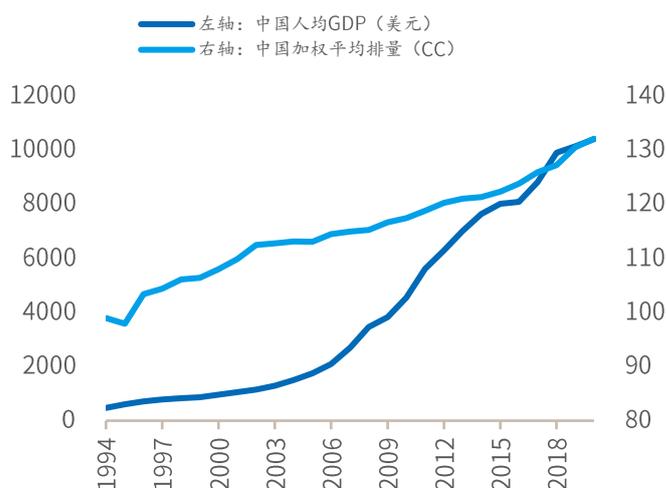
原因4：收入提升导致可选消费增加，玩乐摩托车需求提升。以娱乐为主要目的的大排量摩托车兴起，根源是消费升级，收入提升会促进中大排量销量的占比的提升。以日本为例，250cc+摩托车销售占比随居民可支配收入持续提升，中国人均GDP也与摩托车加权排量呈正相关关系。

图表31：日本收入提高伴随大排量销量占比提升



来源：日本自动车工业协会，国金证券研究所

图表32：中国收入提高伴随摩托车排量提升



来源：Wind，国金证券研究所

2.2 摩托车是一种成瘾性消费

成瘾的根源：主要源于多巴胺与内啡肽。当我们骑车时，大脑会产生两种容易上瘾的物质——多巴胺（来自刺激）和内啡肽（骑车时需高度专注），从而使我们感到愉快；与此同时，血清素的分泌有助于缓解压力，让我们感受到自由。具体表现如下：1) 在经历多次事故或折断腿的情况下，摩托车爱好者会暂时反思生命的脆弱性并想要对家庭承担责任，但一旦伤势痊愈，他们骑车的渴望每天都在增长，甚至梦中也想着骑车和购买新车；2) 即使没有足够的钱用餐，也仍然想要更换摩托车和购买相关装备；3) 一个人痴迷摩托车，逐渐引导伴侣和朋友也投入这个兴趣圈。

上瘾的四阶段模型：1) 触发：来自于短视频、摩托车爱好者活动等不断的外部刺激；长期以来，这些刺激可形成内部压力，使人在压力较大或想要快乐时选择骑车；2) 行动：初始门槛较高，至少需要花费2万元购买摩托车和考取驾照，但一旦进入，门槛就变得很低，一个人可以随时随地去骑车；3) 多样的奖励：骑行时的愉悦感、欣赏各种美景、技能提升带来的成就感（自我奖励），以及获得摩托车圈子认可、在社交媒体上分享照片和视频、展示魅力吸引他人（社交奖励）；4) 投入：购车和装备的金钱成本，提高技能的时间成本，许多摩托车爱好者为骑行里程感到自豪，这些因素使得资深骑手更难放弃这个爱好。

图表33: 骑手典型的消费升级路径

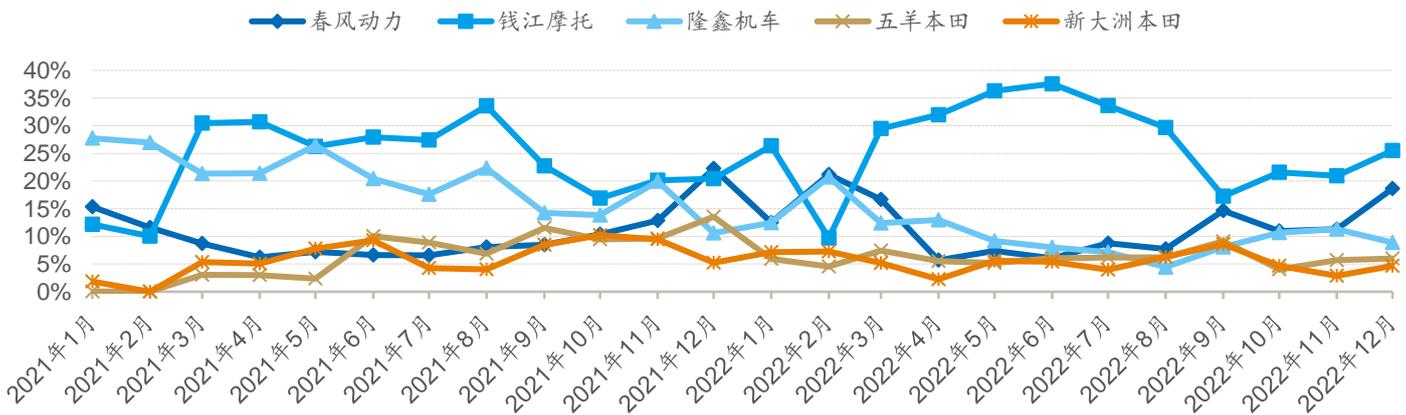


来源: 国金证券研究所

三、深剖市场格局：市场集中度较高，产品品牌渠道打造竞争核心壁垒

当前行业 CR3 逐渐降低，竞争格局多元化。随着大排量摩托近年来市场空间不断扩大，更大厂家涌入赛道，竞争格局多元化，CR3 逐渐降低，从 2019 年 70% 左右降至 2022 年 60% 以下。老牌龙头钱江摩托依然稳占市占率第一地位，春风动力近年来市占率较为稳定，保持在 10% 上下；隆鑫产品矩阵较为单一，市场份额下滑最为明显。

图表34: 2021年-2022年中大排量以国内厂商为主, CR3在50%以上



来源: 中国汽车工业协会摩托车分会, 国金证券研究所

钱江摩托、春风动力 23 年市占率有望持续提升。摩托车具有较强的新车型周期，而钱江 2023 年的新车规划达 20-30 款，大幅领先同行，因此在 2023 年钱江摩托市占率有望持续回升。从 2023 年一季度数据看来，钱江 250cc+销量达 2.91 万辆，同比增加 26.81%；春风动力销量 1.66 万辆，同比增长 21.30%；均高于行业增速 21.26%。

图表35: 2023年一季度中大排量摩托车增速: 钱江>春风>行业

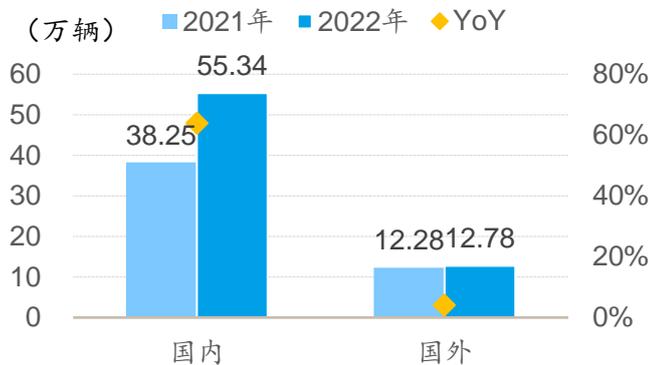
| 250 以上销量分析 | | 销量 (辆) | 市占率 | 国内 (辆) | 市占率 | 国外 (辆) | 市占率 |
|------------|------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 春风 | 2022 | 13,676 | 15.27% | 2,191 | 4.07% | 11,485 | 32.09% |
| | 2023 | 16,589 | 15.27% | 5,331 | 7.68% | 11,258 | 28.70% |
| | 同比 | 21.30% | 0.01% | 143.31% | 3.61% | -1.98% | -3.39% |
| 钱江 | 2022 | 18,780 | 20.97% | 9,520 | 17.70% | 9,260 | 25.87% |
| | 2023 | 29,122 | 26.81% | 23,742 | 34.21% | 5,380 | 13.72% |
| | 同比 | 55.07% | 5.85% | 149.39% | 16.51% | -41.90% | -12.16% |
| 行业 | 2022 | 89,575 | | 53,787 | | 35,788 | |
| | 2023 | 108,615 | | 69,392 | | 39,223 | |
| | 同比 | 21.26% | | 29.01% | | 9.60% | |

来源: 中国汽车工业协会摩托车分会, 国金证券研究所

国内大排量增速远高于海外市场。国内销售模式主要以分级渠道代理经销为主，厂家的渠道数量通常意味着其潜在消费者基数，而摩托车产品力和品牌力则直接影响消费者的最终购买意愿及复购可能。强劲的产品力和品牌力赋予厂商

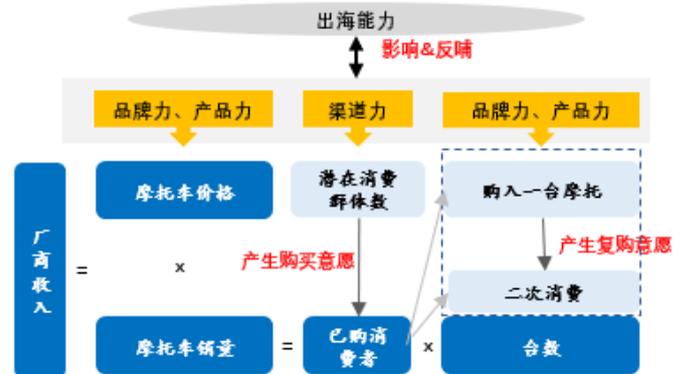
更高的产品定价空间，助力厂商出海拓展市场；而出海为厂商带来新现金流的同时，也有助于拉升品牌国际化形象，反哺国内市场。

图表36：目前 250cc 以上摩托车市场以内销为主



来源：中国汽车工业协会摩托车分会，国金证券研究所

图表37：产品力、品牌力、渠道力影响国内竞争格局



来源：国金证券研究所

3.1 产品力：厂商盈利核心能力要求，取决于产品矩阵丰富度、研发能力、摩托车品控稳定性和性能表现

入门级车手看重颜值和噱头，大排量更看重品控和性能。入门级摩托车在近年来随行业爆发迅速走入大众，单车售价通常在 2 万元上下，排量集中在 250cc~300cc，入门级车型消费者多看重车的外形美观度、操控难易程度、车型保有量，主要由于入门级消费者对车型了解程度较低，易产生跟风效应。车手进阶换购时，已形成对车市的完善认知，从而对品牌口碑的要求更高，同时换购一般追求更刺激的感官体验，因此对车的性能要求更高，具体体现在排量和缸型升级。赛 600 崛起两年前，春风 250SR、金吉拉等吸引了大量入门级车手，赛 600 推出时，这些车手正面临换购需求，赛 600 同时具备好品牌+国内唯一四缸发动机+高性能，因此成为了进阶车型中的爆款。

图表38：爆款车型以 250cc-300cc 入门级为主，消费者多看重外观、动力表现及品控，进阶版看重操控性及改装空间

| 品牌 | 车型 | 图片 | 价格 | 级别 | 排量 | 销量 | 优点 | 缺点 |
|------|---------------|----|---------------------|-----|-------|---------------------|-------------------------------|--|
| 春风动力 | 春风 250SR | | 19980 - 22980 | 入门款 | 250cc | 2021 年单月销量可达 5000 台 | 性价比高，新手友好，同排量级别外观评价最高 | 1. 单缸发动机震动大 2. 品控一般：如油表显示不准，塑料组件多容易有异响 3. 同 250cc 车品控/外观表现更加突出 |
| 钱江摩托 | QJMOTOR 赛 600 | | 49999 - 50999 | 进阶款 | 600cc | - | 4 缸发动机，国潮机车，动力强劲，声浪浑厚，炫酷、回头率高 | 1. 对新手来说有一点难以驾驭，车身过重 2. 操控一般 3. 刹车盘异响，后刹有问题 |
| 春风动力 | 春风 450SR | | 32580 | 进阶款 | 450cc | - | 比 250 更灵活，各场景动力均衡，外观好 | 1. 油耗同级别偏高，不适合作为代步 2. 低挡位换挡有顿挫感 3. 油箱等护板漆面易磨损 |

| 品牌 | 车型 | 图片 | 价格 | 级别 | 排量 | 销量 | 优点 | 缺点 |
|------|--------------|---|---------------------|-----|-------|----|-----------------------------------|--|
| 无极 | 无极 250RR |  | 19980 - 20980 | 入门款 | 250cc | - | 车身小，轻量化设置，同级别最轻，女性友好，做工比春风250SR精细 | 1. 单缸震动大 2. 离合器易熄火，需要升级ECU 3. 改装件少 4. 仪表延时等 |
| 豪爵铃木 | 豪爵铃木 GSX250R |  | 26680 | 入门款 | 250cc | - | 性价比高，动力足，品控好，二手市场中销量高，同级别仿赛标杆 | 速度和马力略逊，不适合有跨骑经验的人 |
| 钱江摩托 | |  | 35999 | 进阶款 | 550cc | - | 提速快，配置高，驾驶坐姿舒服，跑车 | 1. 坐垫矮 2. 智能化设备不流畅 3. 颜色款式少 |
| 川崎 | Ninja 400 |  | 49800 - 50800 | 进阶款 | 400cc | - | 动力反馈及时，外观帅气，换挡丝滑，进口车中的高性价比，操控轻巧 | 1. 进口多为泰国生产，做工有待改进 2. 维修服务店少 3. 无法连接蓝牙和导航，智能化程度低 4. 刹车软，操控与制动不成正比 |

来源：摩托范，各公司官网，国金证券研究所

通过分析爆款车型也可发现换购的主要方向是排量和发动机型号。

2020年先爆发的车型是春风250SR和金吉拉，作为入门车型具备高颜值、高噱头。一般400cc是个分水岭，超过400cc的车型动力更强悍、整备质量更重，对重心掌控及油门操作都有更高的要求，容错率较低，稍微不慎就容易出意外，因此新手从购买质量更轻、动力更小的250-400cc入手。新手入门首要考虑要素是颜值、噱头，由于小白对摩托车专业知识了解不深，购买时从众心理更强。高颜值车型更能获得他们的青睐，而高噱头产品可以让他们快速找到有共同话题的车友圈并入圈。春风250SR和金吉拉均在2020年初推出，车型拥有高颜值，通过抖音、小红书等社交媒体制造了高噱头，排量和重量够小从而利于小白上手。

图表39：春风250SR（左）于2020年3月推出，售价1.7-2万元；金吉拉（右）同月推出，售价2-2.3万元



入门车型考虑要素：

- ✓ 颜值高
- ✓ 话题量大
- ✓ 背靠大品牌
- ✓ 较小排量，轻量化，好上手

来源：摩托范，国金证券研究所

换购车型首要考虑因素是排量和发动机型号，对车型的品控和性能要求提升。典型换购车型为赛600、春风250SR、

川崎Ninja，均位于业内关注度最高的专业网站——摩托范询价榜前十，这些爆款共同点为（1）排量大带来激情驾驭的体验，因为消费者购买时已熟知机车且想拥有更爽的骑行体验，因此更大排量具有必要性；（2）震动小、四缸带来的跑车哨声等带来更享受的骑行的感官体验，典型如赛600拥有国内唯一四缸发动机大批量量产车型；（3）更好体现自己特色，大排量车型的购买集中度更小，对于排量段、发动机型号、车型类别等需求具有较大选择差异性。

图表40：换购车型考虑的首要因素是排量和发动机型号



来源：摩托范，国金证券研究所

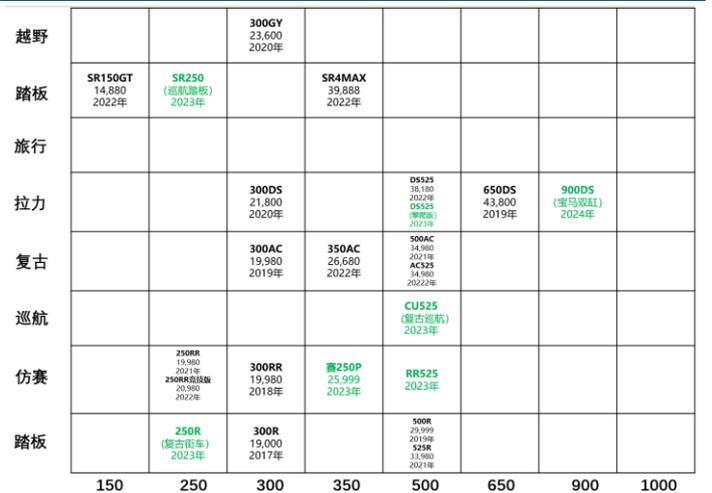
国产车系争先研发新款车型，产品矩阵不断丰富。国内三家摩托车龙头企业均已实现 250-400cc、500-750cc，以及 750cc 以上全排量车型覆盖，其中钱江摩托大排量产品布局最多，首创国内四缸 600cc 排量发动机，新车型推出速度极快，每年可推出 20-30 款新车型，形成了较为完整的车型布局；春风动力平均新款车型推出周期为 2-3 年，已于 2019 年和 KTM 达成协议在国内合资建厂，掌握大排量水冷发动机自主研发与生产能力，V 型四缸发动机搭载的新款车型有望迅速上市；隆鑫通用长为宝马代工，发动机精准度对标进口发动机，性能优异，但研发进度相对缓慢。

图表41：春风动力车型布局



来源：摩托范，春风动力公司公告，国金证券研究所

图表42：隆鑫通用车型布局



来源：摩托范，隆鑫通用公司公告，国金证券研究所

图表43: 钱江摩托产品矩阵丰富有助于打造爆款车型

| | | | | | | | | | | | | | | |
|----|---|---|--|--|--------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|--|-------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------|---------------------|
| 踏板 | 菲诺125 2020年 鸿125 9,299 2023年 OMO 07 45,999 2023年 | 睿米150 2021年 鸿150ADV 16,999 2022年 鸿150ADV 青春版 2023年 | 鸿250 23,999 2023年 | | 鸿350 36,999 2022年 | | | | | | | | | |
| 旅行 | | | | | | | | | | | | | | |
| 拉力 | | | | | | | 骠500 38,999 2020年 | 拉力车 550 2023年 | 骠600 56,999 2022年 | 骠700 43,999 2023年 | 骠750 53,999 2023年 | 骠800 56,999 2023年 | 拉力车 900 2023年 | 拉力车 800 2023年 |
| 复古 | | | 逸250 15,999 2020年 | | | | 逸500 23,999 2021年 | 逸550 33,999 2021年 | | | | | | |
| 巡航 | | 闪150 13,999 2023年 SRV150 12,999 2023年 | 闪250 17,999 2023年 | 闪300S 23,999 2021年 闪300S TCS 2023年 | 闪300P 26,999 2022年 | | 闪500S 34,999 2020年 | 闪550 2023年 | 闪V4 600 2023年 | 闪650 2023年 | 闪700 2023年 | | | |
| 仿赛 | 赛50 2023年 | | 赛250 19,999 2021年 赛250 2023年 | 赛250P 25,999 2023年 | 赛350 28,999 2021年 | 赛400 29,999 2022年 | 赛450 31,999 2023年 | 赛550 35,999 2022年 | 赛600 49,999 2021年 赛600 2023年 | 赛650 2023年 | 赛700 2023年 | 赛800 2023年 | | 赛1000 2023年 |
| 街车 | | 追150 12,999 2023年 | | | 追350 26,999 2020年 | | | | 追600 49,999 2020年 | 追700 39,999 2021年 | | | 街车900 2023年 | 街车 1000 2023年 |
| | 50 | 125 | 150 | 250 | 300 | 350 | 400 | 500 | 550 | 600 | 700 | 800 | 900 | 1000 |

来源: 摩托范, 钱江摩托公司公告, 国金证券研究所 (注: 数据截止至 2022 年底, 具体数字可能因新车型推出而改变)

图表44: 更齐全自研发动机型为各制造商打造竞争壁垒

| | 春风动力 | 钱江摩托 | 隆鑫通用 |
|--------|--------------------------------------|--|---|
| 动力平台 | 125、150、250、400、450、650、700、800、1250 | 125、150、250、300、350、400、500、550、600、700、750、800、900、1200 | 125、150、200、250、300、350、400(宝马代工)、500、650、850 |
| 平台数量 | 9 | 14 | 10 |
| 发动机型 | V 型缸 (在研)、直列缸单缸, 双缸, 四缸 (在研) | V 型缸、直列缸、单缸、两缸、三缸、四缸 | 直列缸、单缸, 双缸, 四缸 |
| 推出车型数量 | 中 | 高 | 低 |

来源: 各公司公告, 各公司官网, 摩托范, 国金证券研究所

新品认可度与研发速度难以兼得。国内摩托企业的发展路径分为 2 种, 一种是以钱江摩托为代表的车海策略, 车型推出速度快, 动力平台数量多; 另一种是以春风动力为代表的精品研发策略, 新车型推出速度较慢, 且以升级更新现有车型为主。车海策略的优势为品牌出爆品的概率提升, 在行业爆发期有品牌可以凭借爆款迅速拉升品牌知名度及市场份额; 弱点是过多的产品形成内卷, 差异化较小, 用户对品牌的新款车型难以形成深刻印象, 一旦单一车型品控出现问题, 对品牌的负面影响易由点及面迅速延伸。精品研发策略的优势在于消费者对厂商的车型有清晰的认知, 在品控稳定的情况下将帮助厂商形成天然口碑; 缺点在于研发周期过长, 反复延迟交付导致消费者取消订单。

图表45: 国内摩托企业发展路径分车海策略和精品研发两类

| 发展策略 | 优点 | 缺点 | 代表企业 | 研发基因 |
|------|-----------------------------|--------------------------------|------------------------|---|
| 车海策略 | 出爆品的概率大, 一旦出爆品可迅速拉升品牌形象及市占率 | 产品内卷, 差异化小, 单一车辆品控出问题易渲染至整体品控差 | 钱江摩托 (国企转民企) | 21 年研发费用率 5.01%, 通过收购掌握大排量发动机及整车的协同研发 |
| 精品研发 | 对品牌的产品定位认知清晰, 容易塑造品牌文化 | 研发周期过长, 市场检验周期较长, 容易功亏一篑 | 春风动力 (民企) 隆鑫通用 (民企) | 21 年研发费用率 4.82%, 坚持水冷大排量发动机为核心的自主研发 21 年研发费用率 3.27%, 坚持以发动机为核心的自主研发, 为宝马摩托代工 |

来源: 各公司公告, 摩托范, 国金证券研究所

国内性能较全球领先水平仍存在较大差距,2022年12月新大洲本田&五羊本田合计市占率10.67%,超过隆鑫通用2%,仅次于钱江摩托及春风动力。然而,目前日系厂商的中大排量车型局限在300cc-400cc,从发动机排量看不占优势,却可以迅速抢占一定的市场份额。究其原因,国内龙头厂商的产品在技术规格、组装工艺、调校水平以及品控稳定性上仍距进口车存在较大差距,极大影响消费者的驾车体验,进口车的二手出售价格仍然比同排量段位的国产新车上浮两千到一万元。

图表46: 进口车的二手出售价格仍然比同排量段位的国产新车上浮两千到一万元

| 制造商 | 车型 | 品类 | 排量 | 发动机 | 售价(元) | 原价(元) | 折旧率 | 行驶里程(km) | 距报废剩余年限(年) |
|------|--------------|------|-------|-------------|-------|-------|--------|----------|------------|
| 本田 | WING CM300 | 巡航太子 | 300cc | 单缸四冲程, 水冷 | 30800 | 34500 | 10.72% | 2600 | 11 |
| 奔达 | 金吉拉 | 巡航太子 | 300cc | V型双缸四冲程, 水冷 | 17800 | 22980 | 22.54% | 7100 | 11 |
| KTM | RC390 | 跑车 | 390cc | 单缸四冲程, 水冷 | 34500 | 50980 | 32.33% | 9500 | 10 |
| 春风动力 | 春风 450SR | 跑车 | 450cc | 直列双缸四冲程, 水冷 | - | 32580 | - | 8000 | - |
| 川崎 | Z650 | 街车 | 650cc | 直列双缸四冲程, 水冷 | 60000 | 77600 | 22.68% | 1400 | 12 |
| 钱江摩托 | QJMOTOR 赛600 | 跑车 | 600cc | 直列四缸四冲程, 水冷 | 43800 | 50999 | 14.12% | 6300 | 12 |

来源: 摩托范, 国金证券研究所

3.2 渠道力: 强渠道为品牌市场渗透提供有力抓手

厂商转型精细化渠道管理升级优化渠道质量, 加速市场渗透。当前各公司仍处于大力投入研发、提升产品力形成竞争壁垒的上升阶段, 对于具有强消费属性的中大排量摩托, 如何让消费者了解品牌的产品并产生购买意愿是抢占市场份额的落地关键。粗犷型布局即厂商多以扩张渠道为目的, 优势在于速度和渠道数, 但对经销商的质量管理较为松散, 难以及时得到市场反馈的信息优化生产和营销; 精细化渠道布局通过找到优质、经验丰富的省级代理商, 由其发展对应地区的经销商门店, 在各层级渠道进行上下统一的管理, 同时市场拓展至一定程度后设立直营门店, 严格把控终端的服务并形成数据回收, 有助于提升品牌服务水平和产品精准研发能力。

目前国内制造商多渠道多处于精细化管理升级阶段, 下沉及线上线下、直营经销结合的新型渠道模式为布局方向。

图表47: 目前国内制造商多以粗犷型渠道布局为主

| 品牌 | 国内销售模式 | 2021年国内经销商数量(家) | 出口模式 |
|------|--------------------------|-----------------|--|
| 春风动力 | 经销+直销 线上&线下 | 650+ | 在美国设立 CFMOTO Powersports(GFP)、CFMOTO Finance(GFF) 销售和财务子公司, 负责美国市场拓展; 除美国外的市场多与当地经销商合作 |
| 钱江摩托 | 省代+经销为主, 深化直营改革 线上&线下 | 5000+ | QJMOTOR 尚未在海外布局渠道, 贝纳利以原有渠道为主升级扩张 |
| 隆鑫机车 | 区域代理+经销 线下&线上 | 335+ | 通过进口国区域代理商销售 |
| 豪爵 | 授权经销商 线下&线上 | 180+ | - |

来源: 各公司官网, 各公司年报, 国金证券研究所

国内厂商网点尚未完全覆盖三、四线城市, 下沉为未来渠道布局方向。渠道数量意味着品牌的市场渗透能力。钱江渠道模式为省代+经销, 网点全面覆盖省会、地级市及区县, 平均每个省有1-2个省级代理商, 开设条件对押金、店面面积、能力都有严格要求。渠道的盈利来自向下级经销商售卖摩托车, 单车盈利上千元, 因此有极大动力推动下游销售并赚取规模化销量的利润, 省代负责拓展渠道、高频收集反馈市场信息, 帮助公司对摩托车进行改款, 历史上闪300s和赛600的成功中, 省级代理商功不可没。而春风动力和隆鑫通用渠道尚未覆盖至区县, 仍有下沉空间。

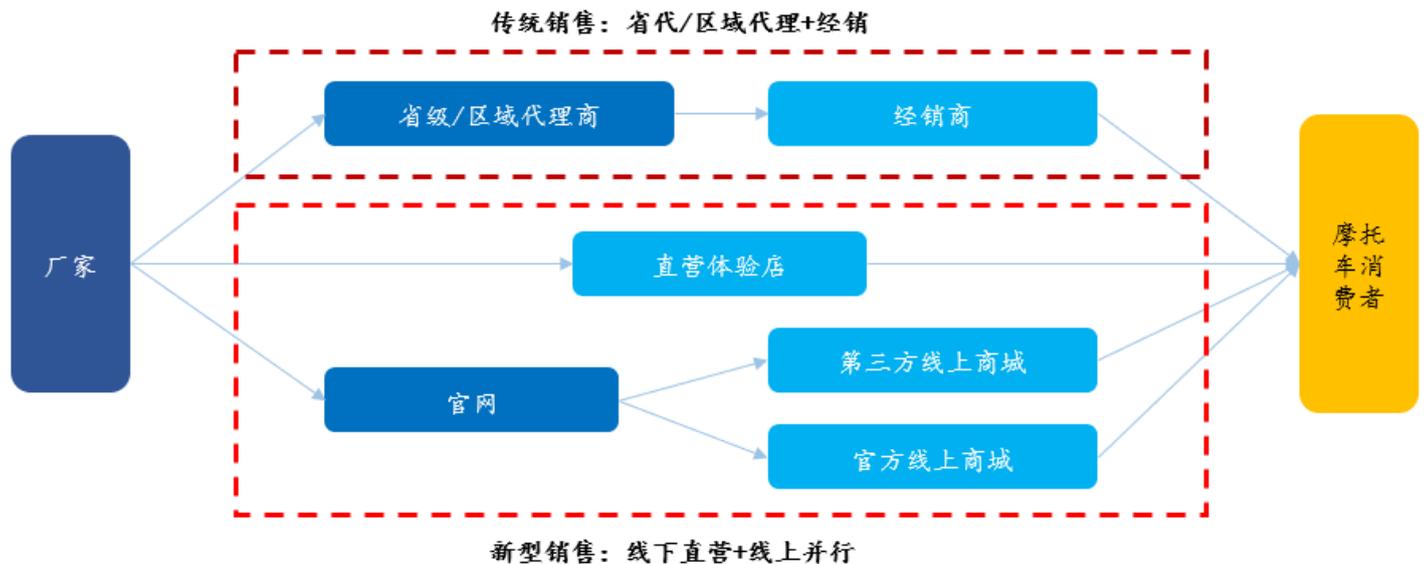
图表48：国内厂商网点尚未完全覆盖三、四线城市，下沉为未来渠道布局方向

| | 钱江摩托 | 春风动力 | 隆鑫通用 |
|-------|-----------|-----------------------|-----------------------------|
| 渠道模式 | 省代+经销 | 直营+经销 | 区域代理+经销 |
| 网点数量 | 5000+ | 650+ | 335+ |
| 省会旗舰店 | 200+ | 100%覆盖率 | 335家形象店，以直辖市/省会城市为核心的经销渠道网络 |
| 地级专卖店 | 2600+ | 92%覆盖率，由一、二线城市向三、四线下沉 | - |
| 县级体验店 | 3000+ | - | - |
| 全球 | 130+国家和地区 | 100+国家和地区，3000+零售网点 | 90+国家和地区，567家网点 |
| 全渠道利润 | 较高 | 中等 | 较低 |

来源：各公司公告，国金证券研究所

精细化渠道模式有助于厂商在行业爆发期形成良好的品牌形象，更快获得市场信息反馈。中大排量摩托的娱乐属性强于小排量摩托，价格集中在万元以上，传统经销渠道模式多为大卖场形式，难以在消费者心中形成中高端形象。对比同样兼具工业和消费属性的新能源汽车渠道铺设，目前新能源汽车品牌多以建立直营体验店替代传统经销商模式，增强消费体验，提升品牌服务水平同时快速获取用户反馈，助力品牌产品升级改造，同时建立优质高效的售后服务网络。国内摩托车厂商也纷纷拓展直营渠道，打造品牌专业形象、建设摩托休闲娱乐社交网络，如隆鑫无极在欧洲已建立旗舰店，标志着公司在欧洲老牌市场获得认可。

图表49：中大排量摩托销售渠道由分级多层向直营迈进



来源：各公司年报、各公司官网、国金证券研究所

3.3 品牌力：提升消费者忠诚度，专属品牌文化助力厂商打造不可替代性

品牌形象是品牌和消费者之间隐匿的情感联结，在公司发展的中后期往往起到极大的作用。回顾始创于1903年的世界顶级的休闲摩托车品牌哈雷戴维森的发展历程，品牌文化为其在百年市场竞争中屹立不倒打造了厚厚的城墙。1909年哈雷推出了第一款量产V缸发动机，代表了当时摩托车发动机的最高水准；而1959年本田以极佳的性价比迅速进入并抢占美国市场，哈雷进入巨额亏损阶段。1983年，在美国国际贸易委员会的关税保护政策下，哈雷在三年内凭借宝贵的“美国制造”品牌形象重新赢得市场关注，重振市场地位，并打造了独属于哈雷的机车改装文化和哈雷俱乐部，改装一辆属于自己的哈雷机车成为人们“独立、自由、个性”的情感宣泄和个人表达。

图表50: 哈雷定制改装摩托车



来源: Black Gold Harley-Davidson Team, 国金证券研究所

图表51: 23年哈雷H.O.G俱乐部在本土举办13个活动



来源: Harley Davidson Club, 国金证券研究所

国内厂商品牌力建设不足, 产品毛利相较国际一线品牌差距较大。品牌力长远将对摩托车形成品牌溢价, 在拓展市场的过程中沉淀深厚的品牌价值, 是公司获得持久盈利的源泉。出于当前国产水平仍处于上升期的市场现状, 国内休闲娱乐摩托市场消费者当下更注重车的性能及品控稳定性, 机车的定价多以打动消费者购买为目的, 国内厂商毛利率集中在20%左右; 而中大排量摩托具有强消费属性, 长远来看, 成熟阶段的市场势必会出现优质龙头品牌, 以哈雷戴维森和雅马哈为参考, 国际一线品牌的整体摩托车业务毛利率在28%左右, 国内厂商在品牌力建设上有极大提升空间。

图表52: 世界知名摩托车一览

| 品牌等级 | 制造商 | 备注 | 主要市场 | 品牌调性 | 毛利率(2021) |
|------|-------|---|-----------------------------------|--|-----------|
| 一线品牌 | 本田 | 日本品牌, 1949年成立, 在21个国家拥有35家制造工厂, 2021年全球销量1680万辆 | 日本、北美、中国、南美、大洋、欧洲、中东 | 成熟耐看, 精致收敛, 发动机造工精良、结构紧凑, 输出均匀随和, 可靠、经济、耐用 | 12.6%* |
| | 川崎 | 日本品牌, 川崎在10个国家拥有12家生产和销售子公司, 拥有约5000名员工, 摩托车价格从2300美元到55万美元不等。2021年全球销量约56.4万辆。 | 日本、中国、美国、英国、巴西、东南亚、澳大利亚、德国、荷兰、俄罗斯 | 强劲、速度、耀眼、炫酷、纯粹、浪声雄厚 | 8.3%* |
| | 雅马哈 | 日本品牌, 2021年全球销售约410万辆摩托车, 在200多个国家和地区销售 | 日本、中国、北美、欧洲 | 外型锐利时尚, 前卫的造型, 注重运动性能和驾驶乐趣, 具有YAMAHA标榜的激情机车精神 | 27.96% |
| | 宝马 | 德国品牌, 2021年全球销量19.4万辆, 中国800cc以上细分市场的翘楚品牌 | 德国、法国、意大利、西班牙、英国、美国、中国、巴西 | 创新, 流线型设计、安全和排放技术创新引领行业标准, 世界尖端品质, 极致驾驶激情 | 17.8% |
| | 哈雷戴维森 | 美国品牌, 全球1379家经销商网络, 2021年全球销量19.3万辆 | 美国、欧洲、亚太 | 世界顶级休闲摩托车品牌, 狂热忠诚于V型双缸驱动的摩托车以及经典的橙色条盾形徽标。激情、自由、勇敢、个性 | 28.56% |

| 品牌等级 | 制造商 | 备注 | 主要市场 | 品牌调性 | 毛利率 (2021) |
|------|-----------------|---|------------------------------------|---|------------|
| | KTM | 成立于1992年，奥地利品牌，2021年全球售出33万辆摩托车，和春风动力在国内合资建厂 | 奥地利、北美、日本、南非、印度、巴西、澳大利亚、新西兰、菲律宾、中国 | 超轻量、超刚性、车身灵活、易于控制、动力输出强调超低转速、超高扭矩、减震性优良 | - |
| 二线品牌 | 贝纳利 | 成立于1911年，意大利品牌，在250cc-500cc领域较为突出，TRK 502 2021年销量6543辆，本土2021年销量增加57%，被钱江摩托收购 | 欧洲、中国、北美 | 欧洲老牌，中型排量表现突出，超级运动摩托和TNT系列风靡全球，声浪动人 | - |
| | 钱江摩托 QJMOTOR | 国内自主品牌，2021年摩托车全球销量39.5万辆，中大排量出口5.22万辆 | 中国、欧洲、越南、美洲 | 高端新锐品牌，速度，智能和人性化 | 25.62% |
| 三线品牌 | 春风动力 | 国内自主品牌，2021年摩托车全球销量11万辆，中大排量出口1.78万辆 | 中国、美国、欧洲 | 专注运动玩乐，主打高端出行，速充智能，潮酷出行 | 19.71% |

来源：各公司年报，各公司官网，摩托范，懂车帝，Motorcycles，国金证券研究所（注：*毛利率对应年报 operating profit）

国内品牌可以通过与世界知名品牌合作、打造专属机车文化提升品牌力。强劲的品牌力将增强用户忠诚度并提升产品边际效益，有助于厂商维持强定价权及打造独家机车文化内涵，保证持久盈利能力。日资品牌及欧系品牌的国内市场拓展，将对国产大排量产生较大影响；国内品牌可以借势通过收购老牌机车（如钱江摩托和贝纳利）和全球知名品牌合资建厂（如春风动力和KTM）或代工（如隆鑫通用和宝马）来提升自己的品牌价值。此外，厂商应当加深对消费者的调研，大排量摩托车的在国内的消费人群集中在18-35岁，通过调研设计研发符合消费者心理需求的新款车型或举办系列活动，可以有效增强消费者忠诚度，在消费者心中形成品牌感知。

图表53：国内品牌通过与世界知名品牌合作提升品牌力



来源：摩托范，钱江摩托公司官网，国金证券研究所

头部公司积极投身参与国际顶尖赛事、灵活运用多元推广渠道提升品牌力。哈雷为培养、吸引和留住忠实骑手，持续参与并赞助摩托车集会、赛车活动、音乐节和其他特别活动。春风动力2022年成为登陆MOTOGP Moto3 250cc级别比赛首家中国主机厂，以赛事拉动品牌建设，提升公司全球市场品牌力。钱江摩托在抖音、小红书、快手及一些摩托媒体上全方位为品牌产品宣传造势，同时聘请中国女足门将赵丽娜作为品牌代言人。

图表54: 哈雷通过多渠道提升品牌力



来源: 摩托范, 国金证券研究所

图表55: 春风动力2016年参加曼岛TT赛事并获得第四名



来源: 摩信网, 国金证券研究所

3.4 出海能力: 创造海外营收, 打造国际形象反哺国内市场

海外扩张降低营收波动性, 打入传统市场打造国际品牌形象。中国和日本的文化背景相较欧美共同处更多, 回顾日本中大排量发展历程, 即使在行业爆发期, 中大排量摩托车在整个市场渗透率也不曾逾越 20%, 远低于欧美渗透率。除日本停车位数量不足、摩托骑行具有严格的法律规则限制外, 文化差异为重要原因, 中国摩托娱乐文化的社会接受度同样或难以与欧美趋同。因此 1) 出口海外可以为国内厂商提供相对稳健的盈利机会; 2) 同时打入成熟大排量市场也有助于厂商提升品牌国际知名度, 联动海内外市场形成品牌背书。

2021 年全国出口大排量二轮摩托车 12.02 万辆, 占二轮摩托车出口业务 1.34%, 国内摩托车出口仍以 125 系列 (110cc<排量≤125cc)、150 系列 (125cc<排量≤150cc) 为主, 全国大排量摩托出口业务增速较快, 同比增长 96% 高于内销, 未来出口业务有望进一步得到拓展。

图表56: 2022 年国内头部厂商大排量出口销量增速高于内销

| 厂商 | 外销 | | | 内销 | | | 毛利率对比 | | |
|------|---------------|-------------|-----------|-------------|----------------|-----------|-------------|---------|---------|
| | 二轮大排量出口情况 (辆) | 二轮大排量出口 YoY | 二轮摩托车出口情况 | 大排量占比出口业务比重 | 大排量出口地区 | 二轮大排量内销情况 | 二轮大排量内销 YoY | 国外销售毛利率 | 国内销售毛利率 |
| 钱江摩托 | 36014 | 1.96% | 180669 | 19.93% | 欧洲, 非洲, 亚太 | 104536 | 123.29% | 22.62% | 28.99% |
| 春风动力 | 31852 | 78.62% | 46193 | 68.95% | 美国, 加拿大, 澳大利亚等 | 24961 | 62.01% | 21.06% | 24.26% |
| 隆鑫通用 | 27622 | -24.6 | 1010687 | 2.73% | | 21365 | -18.01% | 11.70% | 16.93% |
| 全国 | 127826 | -3.90% | 7218131 | 1.77% | 东南亚, 印度 | 425608 | 63.88% | - | - |

来源: 中国汽车协会摩托车分会, 公司年报, 国金证券研究所

加强渠道建设、海外建厂有利于改善出海成本结构, 提升国外销售毛利率。当前国内大排量摩托车的出海毛利率相对

内销毛利率较低, 运费和渠道拓展占据出海销售的主要成本。业务拓展初期, 公司多采用间接贸易的方式出口摩托车, 这种模式中制造商对国外市场的感知力不足, 同时无法积累国际营销经验持续开拓市场。海外渠道建设难度较大, 春风动力具备较强的渠道建设能力, 采取在美建设子公司的方式拓展市场。

图表57: 春风动力采取在美建设子公司的方式拓展市场, 钱江摩托发力建设自主贸易团队

| | 春风动力 | 钱江摩托 | 隆鑫通用 |
|--------|---------------------------------------|----------------------------|-------------------|
| 主要出口地区 | 欧洲、北美 | 欧洲、亚太、非洲 | 欧洲、南美、北美等 |
| 出海方式 | 自主品牌 | 收购海外品牌, 借助品牌原有渠道优化升级 | OEM 代工 |
| 渠道布局 | 代理商或子公司 | Qjmotor 海外尚在布局, 以贝纳利原有渠道为主 | 国外区域代理商 |
| 运费成本 | 高, 美国市场需出口至客户指定地点确认相关收入, 其余为 FOB 方式结算 | 中, FOB 方式结算 | 中, FOB 方式结算 |
| 海外渠道布局 | 130+国家地区 | 100+国家和地区, 3000+零售网点 | 90+国家和地区, 567 家网点 |

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

海外成熟市场难以进入, 和国际品牌合作成为切入点。国内三大中大排量厂商近年出口收入均有大幅提升, 其中钱江摩托 2021 年出口金额约 10 亿元, 销量共计 5.22 万辆, 同比增长约 34.85%, 其中欧洲超过 5 万台。出于海外摩托文化成熟已久且对日欧品牌较为认同, 国产品牌难以自主打入成熟市场, 各厂商出海途径多借力与海外品牌的合作。隆鑫通过帮助宝马代工获取出口海外的有效渠道; 钱江通过收购贝纳利进入欧洲大排量市场, 同时有望通过和哈雷机车的合作形成打入美国市场的有效抓手。

四、行业发展趋势: 当前市场渗透较低, 未来持续成长

目前国内中大排量摩托车销量仅占摩托车整体市场的 5% 左右, 相较文化相似的日本的 20% 仍有较大发展空间。

4.1 政策扶持稳定行业增长态势

新购摩托车手续简化, 禁摩令政策放松, 中大排量摩托消费门槛持续降低。北京交通发展研究院的《2021 北京市交通发展年度报告》显示, 北京市普通摩托车 2020 年的数量较上一年增加了 10.7 万辆, 增幅高达 71.8%。而同期私人小型微型客车较 2019 年增加 6 万辆, 增长率仅为 1.3%。连续出台摩托车新车 6 年减免政策落地、驾驶证全国通考为尚在观望的消费者消除部分忧患, 各地禁摩令的宽松政策、对摩托车驾驶的培训引导加强以及摩托车车位的更新计划将对拉动销量增长产生较明显的促进作用。

图表58: 大部分城市仅需1天即可拿到摩托车驾照

| 省 | 市 | 驾照类型 | 最快获取时间(理论考试到科四结束)/天 |
|-----|-----|------|---------------------|
| 浙江省 | 杭州市 | 全部 | 1 |
| | 宁波市 | 全部 | 1 |
| 北京市 | 北京市 | 全部 | 10 |
| 上海市 | 上海市 | 全部 | 1 |
| 广东省 | 广州市 | 全部 | 1 |
| | 深圳市 | 全部 | 1 |
| | 佛山市 | 全部 | 1 |
| | 东莞市 | 全部 | 1 |
| 江苏省 | 苏州市 | 全部 | 1 |
| | 无锡市 | 全部 | 1 |
| | 南通市 | 全部 | 1 |
| 重庆市 | 重庆市 | 全部 | 1 |
| 四川省 | 成都市 | 全部 | 1 |
| 陕西省 | 西安市 | 全部 | 1 |
| 山东省 | 济南市 | 全部 | 1 |
| | 青岛市 | 全部 | 1 |
| 河南省 | 郑州市 | 全部 | 1 |

来源: 各市交通运输局官网, 国金证券研究所

图表59: 一线城市禁摩政策有待放松

| 城市 | 文件 | 实施时间 | 备注 |
|----|---------------------------------|-----------------------|--|
| 北京 | 《北京市公安局通告》 | 2021年5月9日 | 京A除二至五环主路、长安街及限行标志路段均可骑行; 京B不能进4环, 外埠禁6环 |
| 天津 | 《天津市公安局关于确定摩托车禁止通行区域的通告(征求意见稿)》 | 2021年12月27日(有效期5年) | 外环线以内禁摩 |
| 上海 | 《关于本市道路禁止通行、限制通行措施的公告》 | 2017年4月26日 | 分牌照按区域限摩, 任何地方外牌摩托车都不能进入 |
| 重庆 | - | - | 仅内环快速路、机场路、双龙大道禁摩 |
| 深圳 | 《我市发布新一期禁摩通告(征求意见稿)》 | 2022年1月1日至2024年12月31日 | 全市除107国道、坪山大道以外禁摩 |
| 广州 | 《广州市人民政府关于继续实施限制摩托车行驶措施的公告》 | 2022年1月22日(有效期5年) | 市中心区、大学城、广州南站部分区域禁摩, 外地牌照禁摩 |

来源: 各市公安局官网, 市人民政府官网, 国金证券研究所

图表60: 摩托车停车位逐步纳入城市管理规划范围

| 城市 | 政策 | 实施时间 | 备注 |
|-----|----------------------|------------|-------------------------------------|
| 汕头市 | 《关于进一步规范内街小巷停车秩序的建议》 | 2022年3月28日 | 2022年计划增设摩托车、汽车车位13401个 |
| 重庆市 | 两江新区城市管理局停车办颁布政策 | 2019年9月10日 | 两江新区在火车北站、小区门口、商圈等区域门口划定摩托车停车位约700个 |

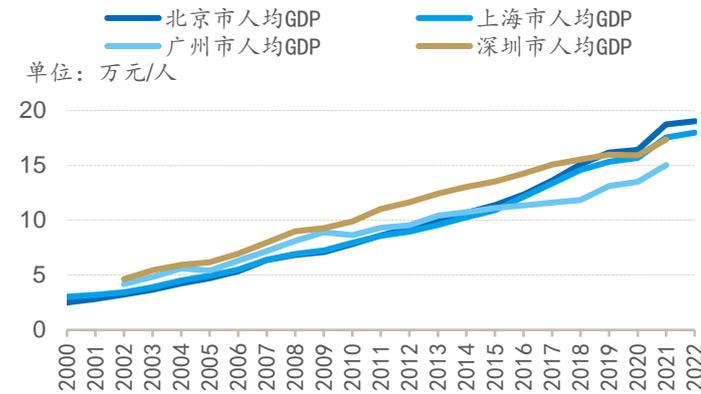
来源: 汕头市政府官网, 重庆市政府官网, 国金证券研究所

4.2 需求端: 疫情后消费复苏, 休闲摩旅有望成为创新出行模式

一线城市中大排量需求有望集中爆发。一线城市居民消费水平较高, 整体人口年龄结构偏年轻化, 中大排量摩托消费群体相对集中。另外, 除了以休闲娱乐为目的, 城市道路交通拥挤和摇号挂牌购车带来的通勤难也迫使部分人转向摩托车通勤, 而中大排量由于外观酷炫、可彰显个性, 也会吸引具有一定消费能力的通勤需求用户。因此, 除了娱乐属

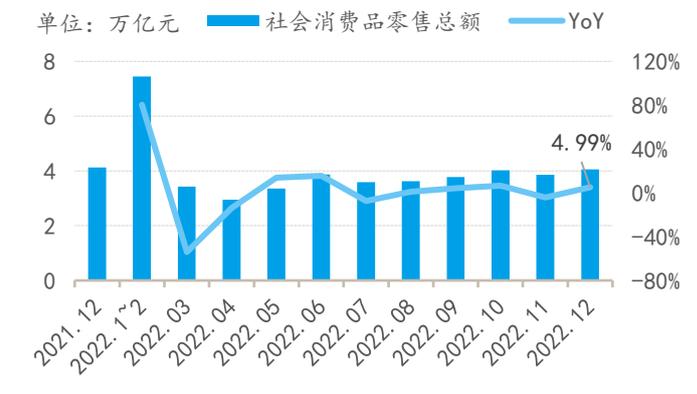
性，大排量摩托车同样也可凭借代步属性赢得一线城市消费者的青睐。

图表61：一线城市城镇人均GDP达15万元/人



来源：iFinD，国金证券研究所

图表62：2022年12月社会消费触底反弹



来源：iFinD，国家统计局，国金证券研究所

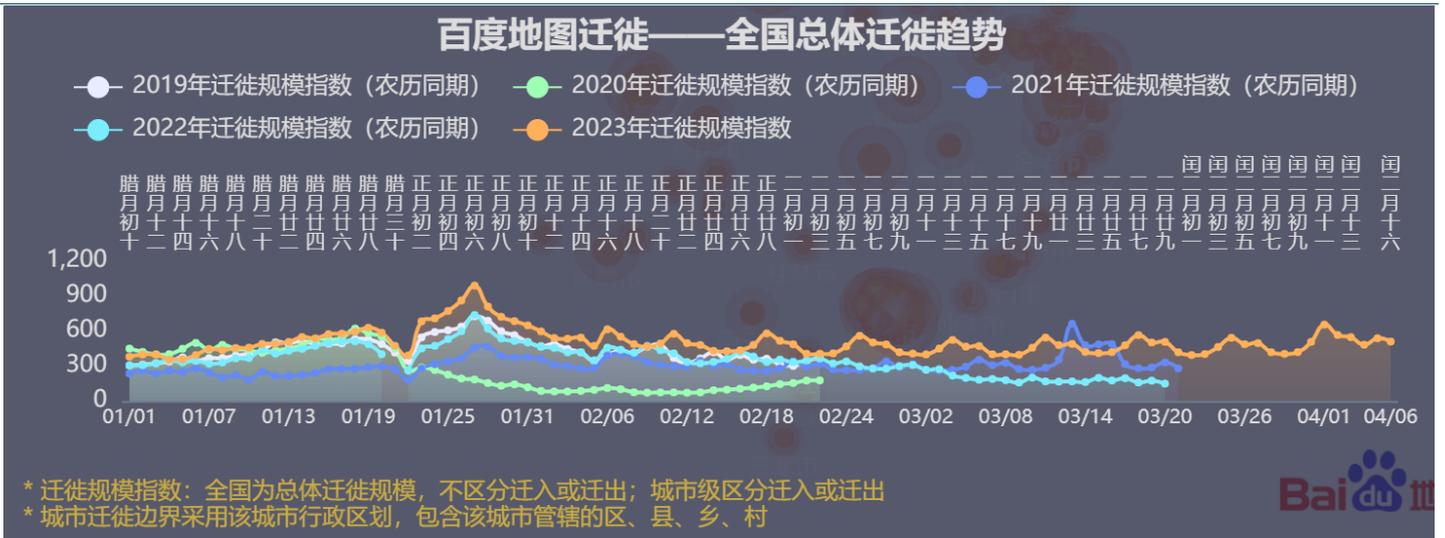
休闲摩旅有望成为新的娱乐消费方式。除了参加官方举办的赛事，平时摩托车爱好者玩摩托的欲望受场地局限极大影响，截至2021年10月26日，国内通过国际汽联官方认证的赛车场地只有15个，业余室内摩托车赛大多只能借地举办，个人自费的价格昂贵，大部分摩托车爱好者只能在城市郊区或夜晚聚集骑行娱乐。随疫情政策的放开，各地之间的流通恢复正常，长途摩托旅行或成为新的旅游自驾方式。

图表63：2021年10月通过国际汽联认证的国内赛车场名录仅有15个

| 序号 | 场地名称 | 级别 | 场地性质 | 所在城市 |
|----|--------------|----|------|------|
| 1 | 上海国际赛车场 | 一级 | 永久性 | 上海 |
| 2 | 天津V1国际赛道 | 二级 | 永久性 | 天津 |
| 3 | 鄂尔多斯国际赛车场 | | 永久性 | 鄂尔多斯 |
| 4 | 宁波国际赛道 | | 永久性 | 宁波 |
| 5 | 浙江国际赛车场 | | 永久性 | 绍兴 |
| 6 | 珠海国际赛车场 | | 永久性 | 珠海 |
| 7 | 株洲国际赛车场 | | 永久性 | 株洲 |
| 8 | 秦皇岛首钢国际街道赛赛道 | | 临时性 | 秦皇岛 |
| 9 | 北京金港国际赛车场 | 三级 | 永久性 | 北京 |
| 10 | 广东国际赛车场 | | 永久性 | 肇庆 |
| 11 | 三亚街道赛赛道(FE) | | 临时性 | 三亚 |
| 12 | 南京万驰国际赛车场 | 四级 | 永久性 | 南京 |
| 13 | 上海天马山赛车场 | | 永久性 | 上海 |
| 14 | 贵州骏驰赛车场 | | 永久性 | 贵阳 |
| 15 | 厦门国际赛车场 | | 永久性 | 厦门 |

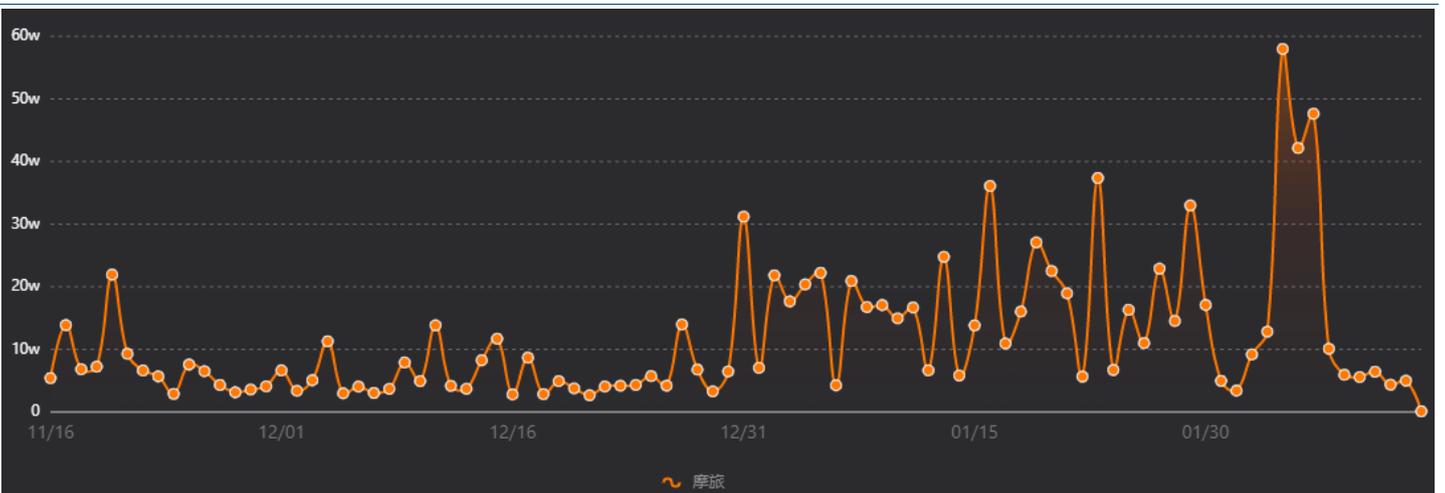
来源：中汽摩联官网，国金证券研究所

图表64：2023年全国春节人口流动性已恢复至比19年更高水平



来源：百度地图慧眼，国金证券研究所

图表65：疫情放松管制后抖音摩托相关作品获赞数与日俱增



来源：新抖，国金证券研究所

摩托有望带动拉力车市场迅速增长。狭义的拉力车为比赛用车，市面上拉力车主要指代 ADV 车型，可用于长途旅行。介于越野车和街车之间，既可以在公路上行驶，也可以在泥土上穿梭。世界上第一款 ADV 由宝马于 1980 年研发问世，当时日本厂商大举进入欧洲市场，宝马试图在细分领域创造出自己的优势，ADV 应运而生，并在拉力赛中一举成名。它抓住了长途旅行的人们对于渴望冒险的想法，但又异于越野车可以上牌骑上公路。ADV 车型是在市场成熟后被发掘的一个非常新的利基市场，哈雷摩托 2021 年才推出旗下唯一一款 ADV 车型；国内厂商有望同步研发出更多 ADV，解决长途摩托中的坐骑舒适度、安全性和各种地形穿梭的可行性，配合消费反弹复苏、摩托兴起的趋势打开拉力车市场。

图表66：国内外拉力车配置相差较小，国产车更具性价比

| 制造商 | 款型 | 类型 | 排量 | 售价(元) | 在售款上市时间 | 重量(kg) | 油箱容量(L) | 座高(mm) | 平均油耗(L/100km) |
|------|-------------------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|---------------|
| 本田 | 非洲双缸 CRF 1100L | 拉力/ADV | 1100cc | 178200 | 2022 | 250 | 24.8 | 810/830 | 4.53 |
| 宝马 | F 850 GS | 拉力/ADV | 850cc | 138900 | 2021 | 233 | 15 | 860 | 4.1 |
| 春风动力 | 800MT | 拉力/ADV | 800cc | 69800 | 2022 | 248 | 19 | 825 | 4.9 |

来源：摩托范，国金证券研究所

4.3 供给端：国内厂商工艺技术不断突破，结构性升级有望带来均价提升

当前国产车价格和进口车相比，同价位的国产车排量往往是进口车的二倍，国产车的定价依然以进口车锚定为准。随着国内厂商在研发上的不断投入突破和国际一线品牌的合作进一步加深，公升级摩托的制造能力将日益加强，产品矩

阵不断丰富完善，行业整体制造水准有望得到整体结构性升级，在进口高关税的保护政策下带动国产中大排量摩托车价格均价整体提升。

图表67：同价位国产排量为进口2倍，同排量进口为国产价格的1.5-2倍

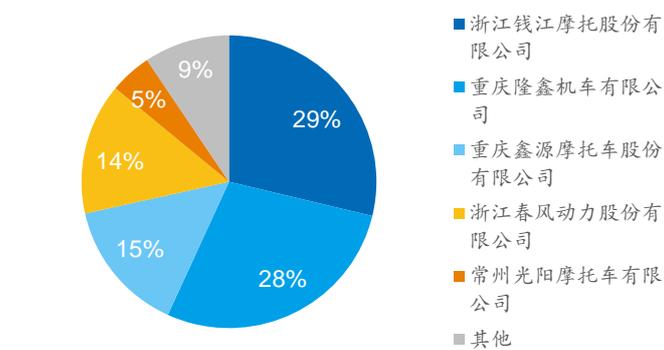
| 制造商 | 车型 | 排量 | 发动机 | 售价(元) |
|------|-------------------|--------|------------|--------|
| 川崎 | Ninja 250SL | 250CC | 单缸四冲程，水冷 | 32800 |
| 春风动力 | 250SR ABS版 | 250CC | 单缸四冲程，水冷 | 19980 |
| 贝纳利 | 龙卷风 252R | 250CC | 直列双缸四冲程，水冷 | 25800 |
| 春风动力 | 春风 450SR | 450CC | 直列双缸四冲程，水冷 | 32580 |
| 川崎 | Ninja 400 | 400CC | 直列双缸四冲程，水冷 | 50800 |
| 本田 | DREAMWING CBR500R | 500CC | 直列双缸四冲程，水冷 | 69800 |
| 钱江摩托 | QJMOTOR 赛 550 | 550CC | 直列双缸四冲程，水冷 | 35999 |
| 钱江摩托 | QJMOTOR 赛 600 | 600CC | 直列四缸四冲程，水冷 | 50999 |
| 本田 | DREAMWING CBR650R | 650CC | 直列四缸四冲程，水冷 | 109800 |
| 阿普利亚 | RS 660 | 660CC | 直列双缸四冲程，水冷 | 119900 |
| 高金 | THOR1000 | 1000CC | v型双缸四冲程，水冷 | 58800 |
| 川崎 | Ninja ZX-10R | 1000CC | 直列四缸四冲程，水冷 | 349800 |

来源：摩托范，国金证券研究所

4.4 出海渠道布局加快，业务进一步扩张

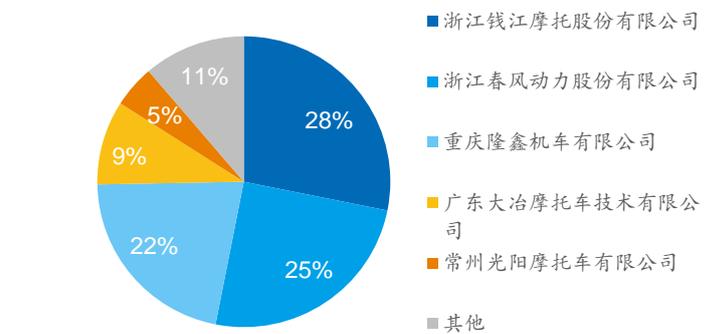
从全国整体情况来看，大排量内销增速大于出口增速，但在整车出口业务中的比重偏低，海外市场处于起步期。全国2022年大排量出口12.78万辆，相比去年同期增长4.08%，稳中有进，占整车出口总收入的1.77%，主要市场为东南亚和印度；内销42.6万辆，相比去年同期增长63.88%。大排量摩托出口辆数排名第一的钱江摩托2022年共计出口3.6万辆，相比去年同期增长1.96%，占整车出口总收入的45.48%；内销10.45万辆，高于外销数量，相比去年同期增长123.29%。

图表68：2021年国内大排量出口CR3为72%



来源：中国汽车协会摩托车分会，国金证券研究所

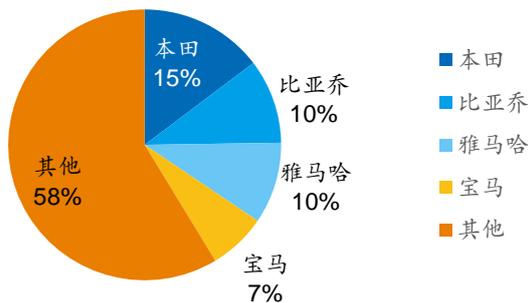
图表69：2022年国内大排量出口CR3为72%



来源：中国汽车协会摩托车分会，国金证券研究所

目前全球主要市场集中在欧洲的意大利、法国、德国、西班牙，北美主要集中在美国、加拿大，澳洲主要为澳大利亚、新西兰，亚洲主要集中在日本。欧美市场在产品安全及环保等准入条件上有较高的门槛，消费者偏爱大排量、酷炫外观的城市运动车、超级跑车、旅行车，且需要高度的本土摩托文化归属感；国内摩托车企业由于技术、设计能力和文化积淀差距，鲜有涉足。随着中国摩托车企业逐渐加大研发投入、注重产品品质及品牌建设，未来有望参与并分享欧美巨大市场。

图表70：2022年本田占据欧洲摩托车市场榜首



来源：MotorCycles Data, 国金证券研究所

图表71：2022年第三季度哈雷在美国市场销量第一

| 排名 | 品牌 | 国家 |
|----|-------|----|
| 1 | 哈雷戴维森 | 美国 |
| 2 | 本田 | 日本 |
| 3 | 雅马哈 | 日本 |
| 4 | 川崎 | 日本 |

来源：MotorCycles Data, 国金证券研究所

从产品角度看，需加强产品研发投入。国内和国外工艺制造水平仍有差距，进入二、三流摩托市场门槛相对更低，进入成熟市场最重要的是找准目标群体。借鉴日本扩张海外市场主打性价比模式的经验来谈，国内厂商若通过自主品牌打入成熟市场，需要提高造型设计能力、性能表现及品控稳定性，同时满足欧美的摩托排放标准，寻找市场格局相对固定的地区切入市场；为知名品牌代工可有助于公司逆向研发，加快实力提升。

从品牌角度看，需加大品牌国际曝光度。国内厂商品牌知名度在国际上较低。回顾摩托车发展历史，每一个曾在全世界掀起销量狂潮的品牌都曾在各大世界顶级摩托车赛事中斩获佳绩，通过组建职业赛车队伍参加世界顶尖赛事对扩大品牌国际影响力并非难事。除参与顶级国际赛事外，参与国际车展、加深与国际一线、二线品牌的合作也有助于提升品牌的国际知名度。

从渠道角度看，需加大渠道布局力度。目前国内品牌的出海形式多为与当地经销商合作，对当地市场的把控精准度不足。未来有望通过和当地知名品牌的合作迅速拓展优质渠道，或设立自营旗舰店加深对海外市场的认知。

4.5 民间摩托车俱乐部有待整合升级，国际赛事引入培养机车文化

中国摩托车文化薄弱，主要体现在1)本土摩托俱乐部的组织形式混乱、以经销商为主；2)摩托竞技赛事的筹办数量少，国际参与度低；3)大众对摩托车的属性认知仍以代步为主，玩乐属性有待进一步普及。从以上三方面元素入手，可以逐渐建立起国潮摩托文化。

■ 元素一：国内摩托车俱乐部发展呈现地方性分散化特征，有待进一步整合升级。据中国汽车摩托车运动联合会不完全统计，2016年国内正规注册的俱乐部不到70家，尚未注册的俱乐部在1000家以上。在国内各地的摩托车俱乐部中，以摩托车经销商、工厂为依托的占到70%~80%，借助资金支持，摩托车代理商和工厂组建俱乐部盘活地方摩托万华。但在早期经营过程中，俱乐部的盈利性和服务性难以得到很好的平衡，没有摩托车文化基础，同时没有类似哈雷、宝马摩托车俱乐部的品牌积淀，导致摩托俱乐部的发展定位始终较为模糊。随着国产中大排量品牌的崛起、国产用户基数的增加，骑手间基于品牌的联系会更加密切，植根于品牌的俱乐部有望得到迅速发展，有助于民间俱乐部进一步整合升级，打造国内的机车文化。

■ 元素二：中汽摩联协会将引入更多高规格国内外赛事打造机车文化。2019年国务院办公厅印发《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》，指出到2025年，国内体育竞赛表演产业总规模要达到2万亿元，将引进国际重大赛事、大力发展职业赛事。中国汽车摩托车运动联合会2019年全年共计完成122场赛事，其中全国性赛事112场，国际赛事10场，越野摩托世锦赛首次登陆中国；摩托车及全地形类车队37支，车手659人，总计204支车队，5508人。国内国家级赛事数量少，但民间地方性赛事可达百场，如每年民间摩托车耐力活动已有三百多场，参赛新手屡创新高。未来官方协会将进一步积极响应民众需求，搭建赛事活动平台，举办更多的国家级摩托赛事，打造国内机车文化。

图表72：国务院办公厅目标是2025年体育竞赛表演产业规模达2万亿元

| 政策 | 备注 |
|------------------------------------|--|
| 2019年国务院办公厅印发《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》 | 发展目标：到2025年，体育竞赛表演产业总规模达到2万亿元，基本形成产品丰富、结构合理、基础扎实、发展均衡的体育竞赛表演产业体系。建设若干具有较大影响力的体育赛事城市和体育竞赛表演产业集聚区，推出100项具有较大知名度的体育精品赛事。 大力发展职业赛事。着力发展足球、篮球、排球、乒乓球、羽毛球、冰球、围棋等职业联赛，鼓励网球、自行车、拳击、赛车等有条件的运动项目举办职业赛事，建立具有独立法人资格的职业联赛理事会，合理构建职业联赛分级制度。遏制非理性投资和无序竞争。积极探索适应中国国情和职业体育特点的职业运动员管理制度，借鉴“名人堂”等国际经验建立职业体育荣誉体系，推动实现俱乐部地域化。 支持引进国际重大赛事。综合评估世界锦标赛、世界杯赛等大型单项国际赛事的影响力和市场价值，引进一批品牌知名度高、市场前景广阔的国际顶级赛事。 |

来源：国务院办公厅，国金证券研究所

图表73：2020年摩托车类赛事赛历一览

| 序号 | 日期 | 赛事名称 | 比赛地点 | 预计参赛车辆(辆) |
|----|-----|------------------|---------|-----------|
| 1 | 4月 | | 浙江宁波 | 80 |
| 2 | 6月 | 中国超级摩托车锦标赛 | 内蒙古鄂尔多斯 | 80 |
| 3 | 8月 | | 河北秦皇岛 | 80 |
| 4 | 10月 | | 湖南株洲 | 80 |
| 5 | 4月 | | 浙江宁波 | 80 |
| 6 | 5月 | 中国公路摩托车锦标赛 | 贵州贵阳 | 80 |
| 7 | 7月 | | 陕西西安 | 80 |
| 8 | 10月 | | 湖南株洲 | 80 |
| 9 | 8月 | | 黑龙江大庆 | 120 |
| 10 | 8月 | 中国摩托车越野锦标赛 | 山西朔州 | 120 |
| 11 | 10月 | | 浙江永康 | 120 |
| 12 | 待定 | | 辽宁阜新 | 120 |
| 13 | 8月 | | 浙江衢州 | 120 |
| 14 | 9月 | 中国摩托车超级耐力大奖赛 | 辽宁阜新 | 120 |
| 15 | 10月 | | 云南安宁 | 120 |
| 16 | 9月 | 世界摩托车越野锦标赛(国际赛事) | 上海 | 80 |

来源：中汽摩联官网，国金证券研究所

■ 元素三：大众对摩托车的属性认知仍以代步为主，玩乐属性有待进一步市场培育普及。日本当前大排量摩托占据全国20%左右的市场份额，以此为参考中国的大排量市场还有相当大的市场空间，玩乐属性有待进一步被大众认知。近年来随着大排量市场的爆发，摩托车休闲娱乐属性逐渐被市场挖掘，这一感知从一线城市逐步向二三线城市下沉。随着大排量市场渗透率的提升，越来越多的大排量摩托会进入人们的视野，炫酷的摩托外观和极速奔驰的声浪将成为大排量摩托的免费广告宣传，扭转大部分城镇人口对于摩托车代步工具属性的刻板印象。

4.6 电动化、智能化是中国大排量摩托车弯道超车机遇

中国有领先的电动化和智能化的基础设施配套，助推国产大排量实现弯道超车。电动化层面，中国有非常完善且高性价比的产业链配套。类似乘用车，国车在发动机和品牌核心能力方面与海外具有难以追赶的差距，但在电动化和智能化阶段，中国凭借完善的产业链配套、工程师红利，快速转型并实现弯道超车。摩托车目前也正处于电动化和智能化的初始阶段。电动化方面，需要等待电池技术的快速提升，目前高性能电动摩托车仍面临续航焦虑和充电时间过长的的问题，而摩托车使用场景常常包括高电耗的山区场景等复杂路段。与乘用车类似，预计当电池能量密度大幅提升或换电技术更完备之时，电动摩托车有望迎来快速增长。目前各家已经在积极布局。

图表74：各车企的电动化和智能化布局

| 摩托车企 | 电动化布局 | | | 智能化布局 | | |
|------|---------------|----------|---|--------------|---------|--|
| | 车型 | 售价 | 续航 | 车型 | 售价 | 智能化功能 |
| 钱江 | 0A0 | 24999 元 | 整备质量 144kg，座椅高度 780mm，最大续航 190km，3.5 小时完成 80%的电量补充。 | 百变小 E | - | (1) 赛轮思领先的人工智能语音识别技术：驾驶者直接使用语音控制出行关键需求；(2) 语音信号增强：确保骑行者在不受道路噪音的影响。(3) 主动式 AI：使骑行者随时了解车内外的情况，并在需要时代替采取行动；(4) 支持 NFC 刷卡解锁。 |
| | 魔灵 | 6499 元 | 能源来自 60V20AH 的 18650 锂电池，支持双电池仓增加续航里程。在 35km/h 的常用时速下，续航可达 110km。 | - | - | - |
| 春风 | PAPI0 NOVA | 25380 元 | 电池能量 69V32Ah*2，续航里程：工况续航 120KM，匀速续航 190KM (20KM/H) | PAPI0 NOVA | 25380 元 | 采用博世 10.1 双通道 ABS、CST 定制低滚阻轮胎等高端配置，帮助用户实现从骑行乐趣到连接乐趣的进阶，实现了整车 OTA、智能防盗及无感进入。 |
| | AE8 | 17999 元 | AE8 搭载 69V32Ah 双锂电池组，具有可换电、快充功能，NEDC 续航里程可达 120km。 | 800NK | 49980 元 | 搭载春风犀灵智能平台，将机械元素与动感外观巧妙结合，高性能 SC 双出排气搭配后轮单摇臂展现出其非凡的运动操控天赋。 |
| | AE6+ | 11980 元 | 最高续航为 100km、工况续航为 65km。 | | | |
| 隆鑫 | Real 5T | 25880 元 | 车辆最高时速 105km/h，具备快充功能，自带 1.84kW 充电设备，可适配电动汽车充电桩。 | Real 5T | 25880 元 | 硬件：采用全球首创的 8 英寸触摸式中控屏；软件：业内首款基于智能域控制平台的车机系统，全面实现在线的车机操控。 |
| KTM | E-DUKE、胡思瓦娜 | - | 主要性能参数包括 10kw 的最大功率输出，48V5.5kWh 的电池组，续航在 100km 左右。 | KTM ADV 拉力车型 | - | 装配 5 英寸 TFT 全彩液晶仪表，支持蓝牙连接，手机互联，可实现导航，音乐，来电提醒等功能，此外还具备六轴 IMU 和多种骑行模式。 |
| 哈雷 | Live Wire One | 29799 美元 | 一次充电可以行驶 146 英里。 | - | - | - |

来源：各公司官网，摩托范，国金证券研究所

五、投资建议

国内中大排量摩托车需求方兴未艾，在电动化、出口化和智能化趋势下，内资民族品牌凭高性价比和完善的产业链配套将迎来历史性的发育契机，建议关注国内中大排量摩托龙头：钱江摩托、春风动力。其中钱江摩托多年持续保持大排量市占率第一，今年新品周期，产品力和渠道能力业内领先，有望持续引领市场。春风动力外观设计能力和宣传能力突出，产品研发具备工程师精神，长期有望持续收益。

我们预计钱江摩托 22-24 年净利润 4.2、6.0、7.9 亿元，PE 分别为 20.7、14.6、11.0 倍，并给予“增持”评级；根据 wind 一致预期，春风动力 23-25 年净利润 10.7、14.5、19.7 亿元，PE 分别为 19.5、14.4、10.6 倍，股价基准日为 2023 年 4 月 24 日。

六、风险提示

1. 市场消费复苏不及预期风险：若疫情重新大范围扩散，或经济阶段性承压影响居民收入预期，将减缓消费需求复

苏，大排量摩托车作为消费品需求将被抑制。

2. 禁摩令管制加强风险：若禁摩令管制再次加强，消费者使用摩托车频率和场地受限将对大排量摩托需求产生一定影响。
3. 中大排量摩托车进口关税降低风险：国内中大排量摩托的研发受益于进口高关税的保护，当前国内大排量摩托品牌力建设不足，国际品牌若因低关税大批进入市场将影响国内厂商的市场拓展。
4. 出海业务拓展不及预期风险：近年来随着国际贸易保护主义抬头，国际市场进出口贸易争端频现，各国政府也针对进出口贸易的不同类别实施相关贸易保护政策，不排除未来相关国家动力运动装备产品的进口贸易政策发生不利变化的可能性，进而直接导致国内厂商关税负担总体上升减少出海贸易。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街26号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 | 新闻大厦8层南侧 | 地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 |
| 紫竹国际大厦7楼 | | 嘉里建设广场T3-2402 |