

供给持续驱动 春风优于行业

摩托车行业系列点评之二十三

事件概述：

据中国摩托车商会数据，2023年5月国内250cc+中大排量摩托车销售4.89万辆，同比-11.7%，环比-9.5%。2023年1-5月累计销售21.21万辆，同比+12.6%。

分析与判断：

► 行业：短期放缓不改长期趋势 预计23年约30%增速

据中国摩托车商会数据，2023年5月国内250cc+中大排量摩托车销售4.89万辆，同比-11.7%，环比-9.5%，同环比均出现下滑，预计主因5月下旬北京摩展大量新车推出带来的消费者观望情绪加重，致使部分需求延后，后续伴随新车型陆续上市及6-9月传统销售旺季来临，前期部分观望需求有望迎来释放。5月终端库存环比提升23.3%至2.15万辆，对应当月库存/销量比0.44，相对稳健。2023年1-5月行业累计销售21.21万辆，同比+12.6%，累计增速有所放缓，主要源于二三线品牌拖累，若分拆五大品牌（春风、钱江、隆鑫、五本、新本）及其他，1-5月累计增速分别+22.7%和-0.4%，侧面体现消费者成熟化及对产品品控等内在关注，头部品牌相对占优。

2023年1月起，摩托车商会对250cc+销量进一步拆分为250-400(含)cc、400-500(含)cc、500-800(含)cc以及800cc以上四大排量，明晰入门、中、大、超大排产品定位。在1-5月250cc+合计21.21万辆销售中，上述四排量段销量分别15.12、3.49、2.57、0.03万辆，入门级排量段仍为销售主力。对比海外中大排摩托车保有量及行业发展历程，我们认为现阶段中国中大排行业仍处于高速增长期，同时考虑摩托车文化的进一步形成、新兴消费群体升级置换需求释放以及禁限摩政策的边际改善，我们预计2023年行业增速约30%，持续推荐中大排摩托车赛道。

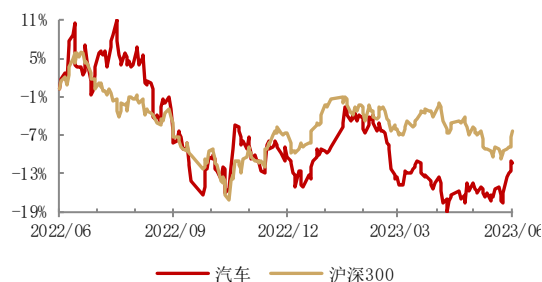
► 春风：两轮产品大年开启 四轮需求相对稳健

两轮摩托车：据中国摩托车商会数据，5月春风250cc+销售0.80万辆，同比+128.4%，环比+43.2%，1-5月累计市占率14.2%，同比提升2.6pct，且在400-500(含)cc、500-800(含)cc以及800cc以上三个排量均处销量前列，体现强品牌力以及2022年下半年以来的产品结构升级。1-5月累计销售3.01万辆，同比+56.3%。若考虑250cc，5月春风250cc(含)及以上销量1.37万辆，同比+69.0%，环比+19.3%，1-5月累计销售5.15万辆，同比+37.6%，明显跑赢行业。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

展望后续，建议关注内销、出口的双重增长以及排量升级所带来的产品结构调优：

1) 内销：仿赛新车 450SR 对标川崎 Ninja400，2022 年 6 月开启交付（据商会数据，1-5 月内外销合计出货分别 0.11、0.37、0.37、0.28、0.32 万辆）；2023 年公司迎来产品大年，800NK、XO 狒狒已于春季发布会发布并开启交付，5 月北京摩展 6 款新车重磅发布/亮相，发布 2023 款 1250TR-G、800MT 探险版、单摇臂 450SR S、XO 狒狒 冒险家，同时亮相 450NK 及旗下首款巡航太子车型 450CL-G，主要供给集中于 450cc，建议关注对于后续销量拉动及产品结构调优；

2) 出口：2021 年、2022 年、2023 年 1-5 月 250cc(含)及以上出口分别 2.33、4.35、3.03 万辆，同比分别+227%、+87%、+73%，2023 全年我们预计 50+%增长。

四轮沙滩车：据中国摩托车商会数据，5 月春风四轮出口 0.88 万辆，同比-16.6%，环比-34.2%，我们预计主要源于欧洲区出口量有所缩减，但预计为短期波动，后续 1-2 月将回归正常，1-5 月累计出口 6.19 万辆，同比+4.2%，体现海外四轮需求仍然稳健（据行业龙头北极星 23Q1 季报预计，2023 年四轮车行业将同 2022 年持平）。利润层面，客观扰动改善促进下，2022 年、23Q1 公司盈利能力明显向好，我们预计 2023 年将全年受益产品结构升级（U/Z 占比提升）、海运费下降及海外建厂带来的关税节约，建议重点关注盈利能力兑现。

► **钱江：产品定义提升明显 渠道研发合作全面升级**

产品定义能力提升明显。据中国摩托车商会数据，5 月钱江 250cc+销售 1.02 万辆，同比-40.5%，环比-30.3%，同环比下滑除上述行业影响因素外，亦源于公司 2022 年 5 月开始强势产品周期带来的基数压力增大。1-5 月累计销售 5.39 万辆，同比+12.3%，出口相对有所拖累，1-5 月 250cc+累计出口 1.04 万辆，同比-33.6%。2022 年公司产品定义能力提升明显，闪 300S 及赛 600 较好契合消费者车型偏好变化及仿赛排量升级趋势，需求延续确定性强，展望 2023 年，赛 450、闪 350、鸿 150（分别对应仿赛、巡航及踏板）等均存一定爆款潜质，有望接棒产品周期。

治理结构改善，渠道、研发、合作全面升级。1) 管理：从国企到民企，2022 年 5 月发布实控人增持+股权激励计划，其中增持 2022 年 11 月获批、2023 年 1 月发行完成，股权激励（草案）覆盖全部 5 名核心高管；2) 渠道：深化实施 Benelli 及 QJiang 渠道直营模式改革；3) 研发：2021 年 11 月底钱江摩托上海公司正式开业，设立新能源研发、工业设计、国际外贸三大中心；4) 合作：2021 年底同哈雷合资公司完成注册登记，2023 年 3 月首款量产车型 X350 正式上市。

► **其他：隆鑫通用紧随本田份额相对稳定**

隆鑫通用：据中国摩托车商会数据，5 月隆鑫 250cc+销售 0.59 万辆，同比+36.8%，环比+-10.0%，1-5 月累计销售 2.59 万辆，同比+20.9%。无极品牌 2023 年多款新车推出，SR4 MAX

(350cc 大踏板)、RR525 (仿赛)、CU525 (巡航太子) 等车型丰富产品矩阵，均具有一定爆款潜质；电动品牌茵未旗下首款车型 Real 5T (高端电动踏板) 亦于 2022 年底首批量产下线。

五本&新本：据中国摩托车商会数据，五本 5 月 250cc+销售 0.18 万辆，同比-28.1%，环比-19.8%，1-5 月累计销售 0.88 万辆，同比-4.5%；新本 5 月 250cc+销售 0.26 万辆，同比-3.0%，环比-21.7%，1-5 月累计销售 1.14 万辆，同比+40.2%。自 2021 年 5 月稳定出货以来，本田份额基本维持 10-15% 区间。对于本田国产影响，我们仍延续此前判断，即对自主品牌短期影响相对有限，主因两者售价、定位尚存差异。

投资建议

中大排量摩托车市场快速扩容，供给端头部车企新车型、新品牌投放加速提供行业发展的核心驱动力，同步助长摩托车文化逐步形成，我们预计 2023 年行业增速约 30%，持续推荐中大排摩托车赛道。参考国内汽车发展历史及海外摩托车市场竞争格局，自主品牌有望成为中大排量摩托车需求崛起最大受益者，推荐【春风动力、钱江摩托】，相关受益标的【隆鑫通用】。

风险提示

禁、限摩政策收紧导致国内摩托车需求下滑；外资品牌新车型大量引入导致市场竞争加剧。

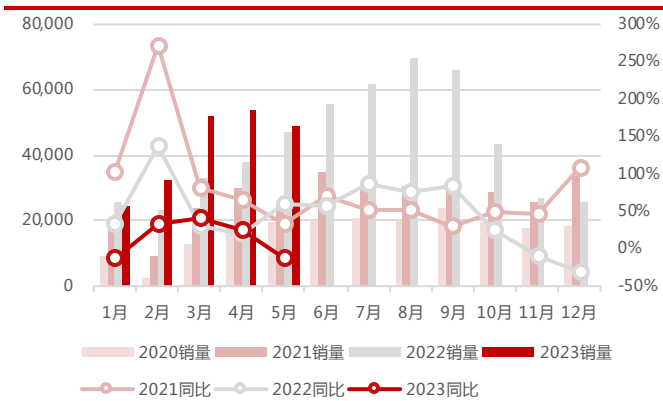
盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	重点公司 EPS (元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603129.SH	春风动力	155.21	买入	4.66	7.47	10.26	13.60	33.31	20.78	15.13	11.41
000913.SZ	钱江摩托	18.94	买入	0.79	1.16	1.61	2.23	23.97	16.33	11.76	8.49

资料来源：Wind，华西证券研究所

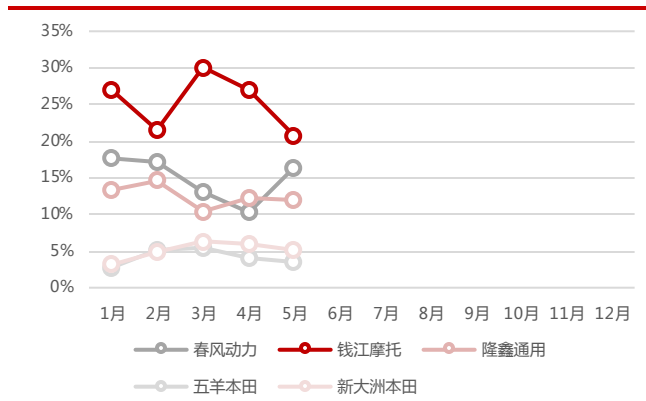
注：收盘价截至 2023/6/16

图1 中大排 250cc+行业月度销量及同比 (辆; %)



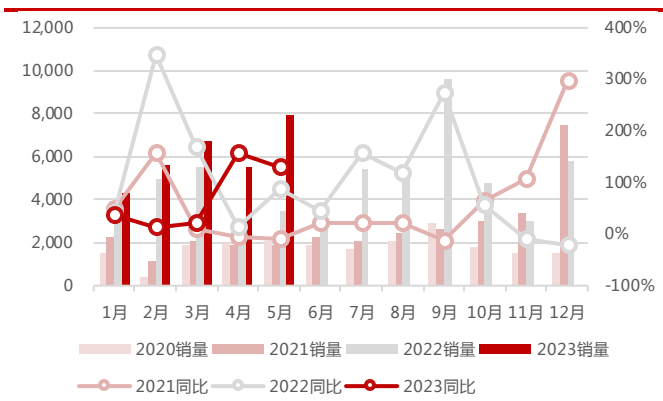
资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图2 中大排 250cc+重点摩企月度市占率 (%)



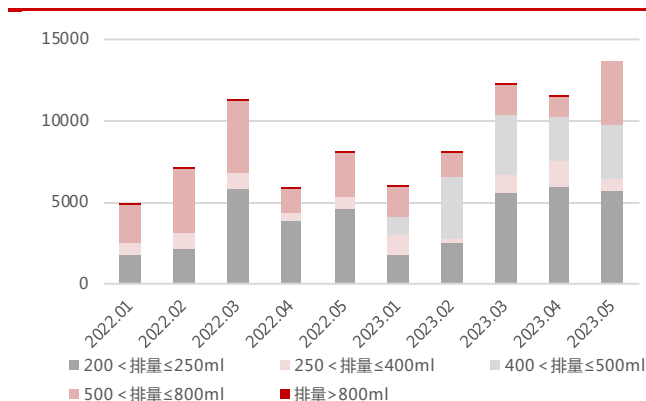
资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图3 中大排 250cc+春风月度销量及同比 (辆; %)



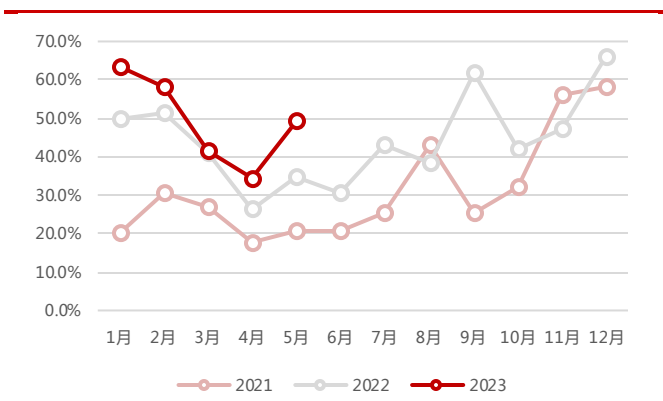
资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图4 春风 250cc(含)及以上分排量销量构成 (辆)



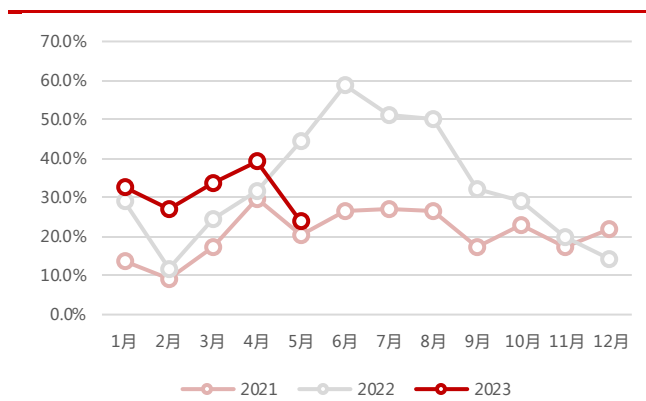
资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图5 春风 250cc+月度销量占比 (%)



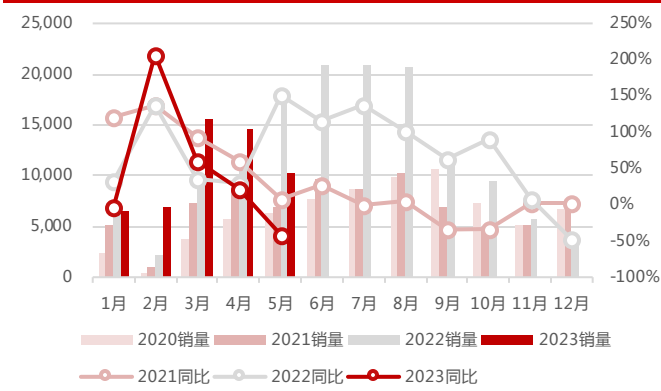
资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图6 钱江 250cc+月度销量占比 (%)



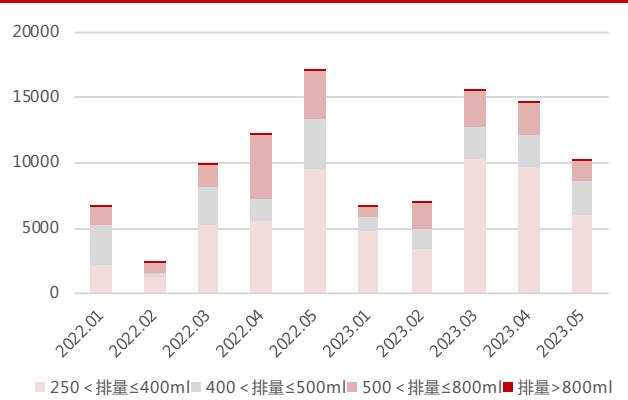
资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图7 中大排 250cc+钱江月度销量及同比 (辆; %)



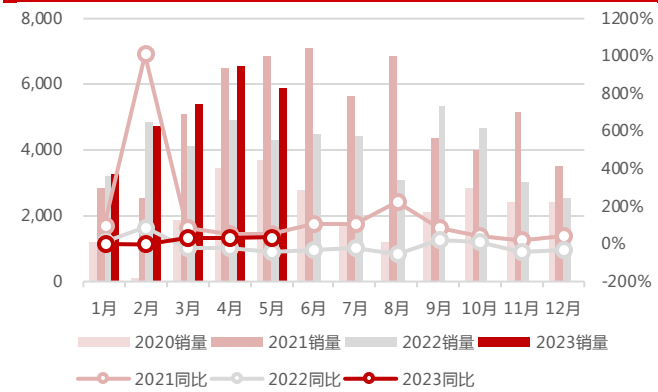
资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图8 钱江 250cc+分排量销量构成 (辆)



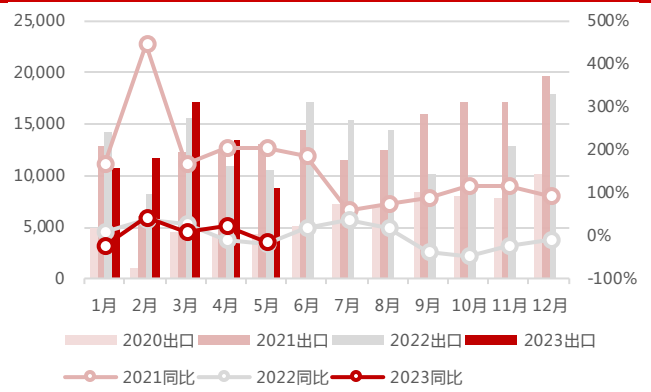
资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图9 中大排 250cc+隆鑫月度销量及同比 (辆; %)



资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图10 四轮沙滩车春风月度出口及同比 (辆; %)



资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。