

摩托车深度系列第四篇： 全球动力运动龙头的成长之路 ——春风动力复盘与展望

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2025年8月6日

- 本篇报告为摩托车深度系列第四篇，此前我们已经发布第一篇《摩托车行业深度：内销与出口共振，大排量引领向上》、第二篇《摩托车出海专题：万亿市场重塑中国品牌成长空间》、第三篇《隆鑫通用：无极品牌加速成长，聚焦主业再出发》，本篇报告我们以春风动力为例，复盘和展望国内动力运动龙头成长为全球龙头的路径。
- 春风动力包含全地形车/摩托车/电动两轮车三大业务，24年分别贡献收入的48%/40%/3%，三大业务共同驱动公司发展。春风自2017年上市以来，总市值翻13.3倍，对应年化收益率38%。
- 股价驱动因素来看：春风股价是自身产品周期&外部关税+海运+汇率周期的叠加，长期的市值增长来自业务扩张（两轮-四轮-电摩）及产品周期向上，短期受库存周期影响，外部因素中关税是短期股价的最主要变量，此外海运费+汇率波动通过影响短期盈利影响股价。
- **全地形车：高端化打开空间**
- 全地形车行业总规模约95-100万，其中北美约80万，为全球第一大市场。春风2005年进入全地形车市场，为行业后发者，春风凭借性价比优势率先打开中低端市场，2018年成为欧洲龙一。2019-2024年，春风全地形车业务收入从18.3亿元增长至72.1亿元，5年CAGR 32%。
- 2020年，疫情期间全地形车市场需求爆发，同时海外厂商缺芯导致库存严重不足，在此机遇下，春风美国市占率大幅提升，2020-2022年全球市占率从5.8%提升至17.6%。
- 2023年春风美国开启去库周期，全年四轮车销量及收入下滑，期间叠加国内摩托车行业量价齐跌，春风市值也跌至低位，PE一度下跌至12倍。
- 2024年，春风美国全地形车去库结束，同时开启高端化新叙事：24年上市X8/X10新品，8月发布高端化新平台产品U10pro，ASP与单车利润翻倍式增长，突破1000cc及以上UTV/SSV高端市场，U10pro的畅销验证了春风产品力的实质性提升，同时真正打开了春风全地形车业务可触达市场空间。

- 展望未来，春风将于25年发布新平台新品Z10，后续或有其他新品继续推出，且ATV平台即将换代，高端全地形车市场空间广阔，对标北极星/庞巴迪，其销量为春风的1.5-2倍，收入为春风的5-6倍，我们预计，2030年之前春风全地形车收入可实现翻倍增长，利润增幅更高。
- **摩托车：广阔市场孕育自主龙头**
- 2019-2024年，春风两轮车收入从11.5亿元增长至60.4亿元，5年CAGR 39%，且增长点逐渐从内销变为出口+高端化。
- 2020年起国内玩乐型摩托车市场崛起，2020-2024年销量由14万增长至40万，且随着国内玩家的水平进阶，排量在持续上移，当前国内大排量渗透率依旧处于较低水平，对标海外仍有翻倍空间。20年春风于空白市场推出爆品250SR，全年销量达4.6万辆，拉动春风20年内销同比+84%；继20年的爆发之后，250cc市场竞争加剧+新品周期弱势导致春风内销21-22年持续处于增长降速、市占率下滑状态；23年起，春风450平台开始发力，开启强势产品周期，24-25年，675/750新平台推出，且700/800平台新品频出，产品周期持续强劲。
- 250-450-675-750的平台升级，体现过去4年春风的技术水平有本质提升，20-22年为春风研发扩张期，在2-3年的平台研发周期后兑现为产品力的提升。
- 海外摩托车市场空间4000-5000万，其中大排量约350万，大排量+高端小排量近500万，市场空间广阔。2021年春风出口爆发，2020-2024年从1.2万增长至29.4万，4年CAGR 124%，成为当前摩托车最主要增长点，当前春风海外摩托车铺设渠道2000+家，在核心市场绑定优质经销商，凭借产品力+渠道资源逐步打开市场。对标海外龙头，春风仍在出口早期，2024年本田/雅马哈摩托车收入分别2176/943亿元，为春风的36/15.6倍，春风摩托车出口仍大有空间。

- **极核：远期有望再造一个春风**
- 公司2020年推出全新电摩子品牌ZEEHO极核，2024年销量10.6万台，我们预计25年有望达60-70万台，截至24年6月，极核渠道数量约1000家，类似20-21年的九号，未来产品数量/渠道数量/单店效率都有大幅提升空间，参考九号20-24年电动两轮车业务销量从11万辆增长至260万辆，收入从4亿元增长至72亿元，我们认为极核有望对标九号，在未来3-5年实现300万销量规模，近100亿收入规模，再造一个春风摩托车业务。
- 盈利预测与投资建议：全地形车+摩托车+极核三大业务共振向上，鉴于公司龙头地位显著，三大业务均在高速成长期，我们认为公司应该享受更高估值，维持【春风动力】“买入”评级。
- 风险提示：全球贸易环境恶化；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。



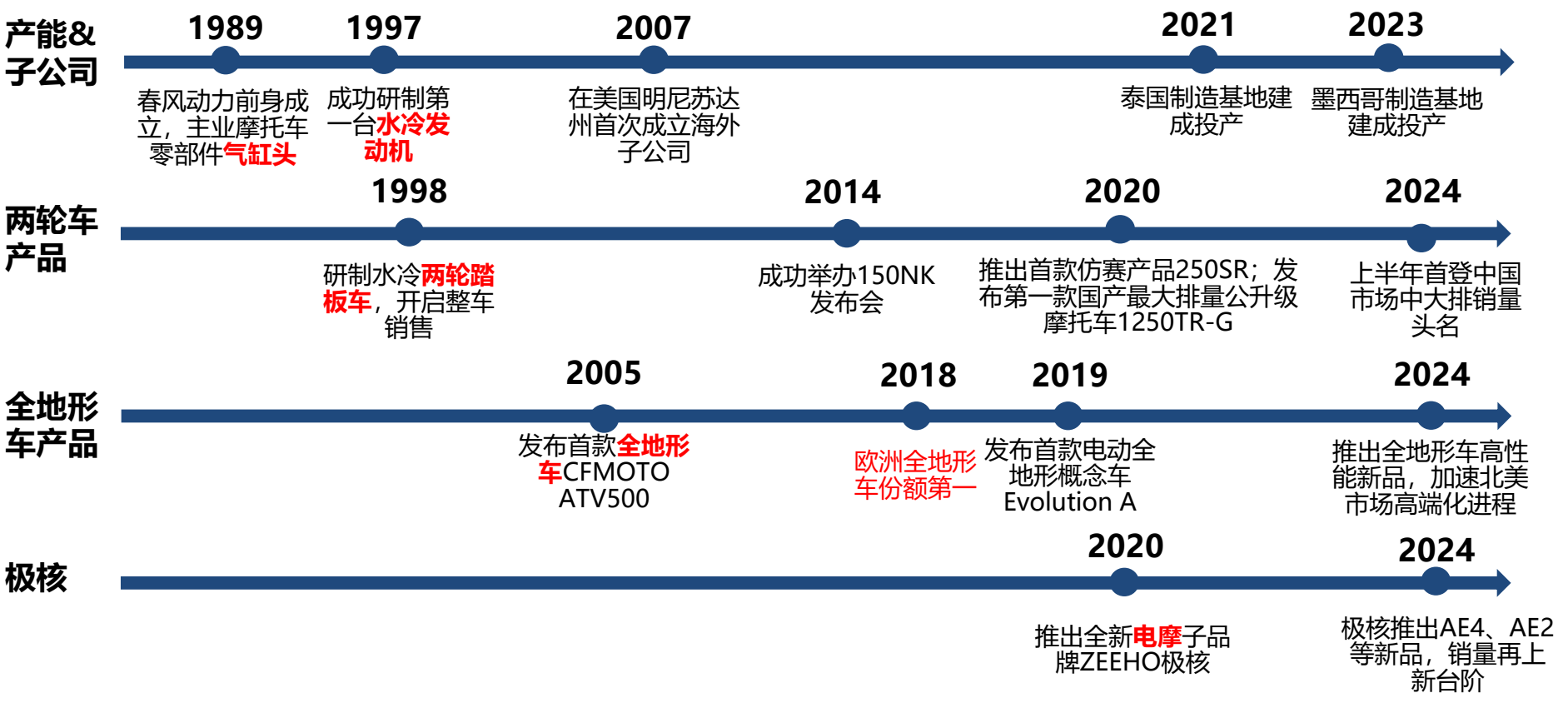
- 一、公司基本介绍
- 二、股价复盘：经营周期和外部扰动的叠加
- 三、全地形车：高端化打开市场空间
- 四、摩托车：广阔市场孕育自主龙头
- 五、极核：远期有望再造一个春风
- 六、盈利预测与风险提示

公司基本介绍

发展历程：零部件-两轮-四轮-电摩的业务扩张+各业务的产品周期向上

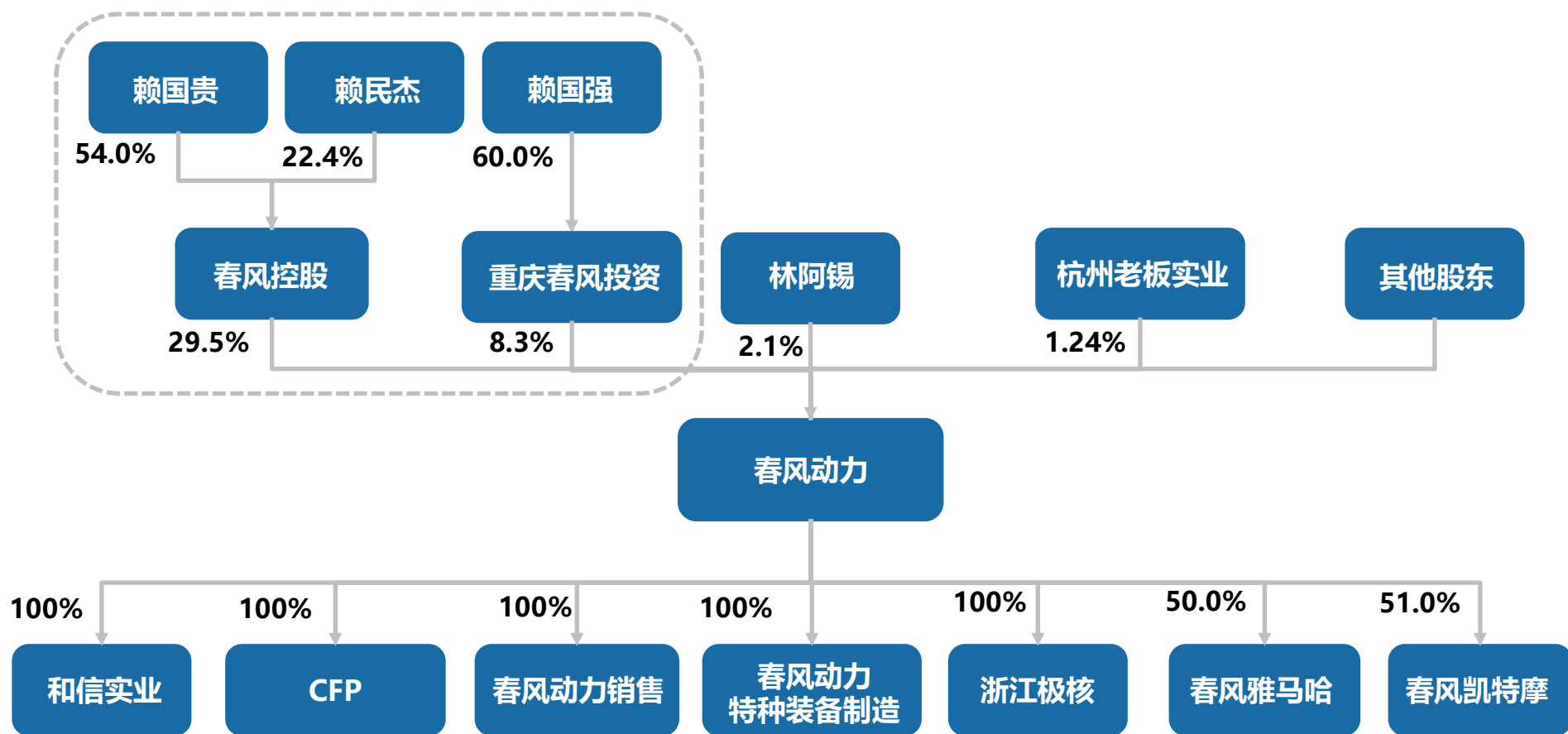
■ 公司的发展历程是从零部件到整车并持续扩张产品线的过程，几大关键时点：零部件气缸头生产厂起家，1998年，拓展至两轮车赛道；2005年，切入全地形车赛道，2018年做到全地形车欧洲市占率第一，2020年，两轮车出海，切入电摩赛道，推出电摩子品牌ZEEHO，2024年，全地形车高端化周期开始。

图：公司发展历程



- 公司为家族企业，截至2025年3月31日，实际控制人家族直接或间接合计持有公司37.8%的股权。同时，总经理等高管也系家族人士担任。

图：公司股权结构（截至2025年3月31日）



- **公司自上市之后进行多次股权激励，覆盖多数员工。**公司自2018年起累计实行6次股权激励计划。2024年8月推出的股权激励计划向1310名公司核心管理人员、核心技术（业务）人员授予股票期权355万份，行权价格106元（截至2025年8月6日收盘，公司股价为244.01元）。
- **过往股权激励目标均已达成。**最近一期股权激励目标为：1) 2024年营业收入不低于140亿元；2) 2024-2025年两年累计营业收入不低于305亿元；3) 2024-2026年三年累计营业收入不低于505亿元。

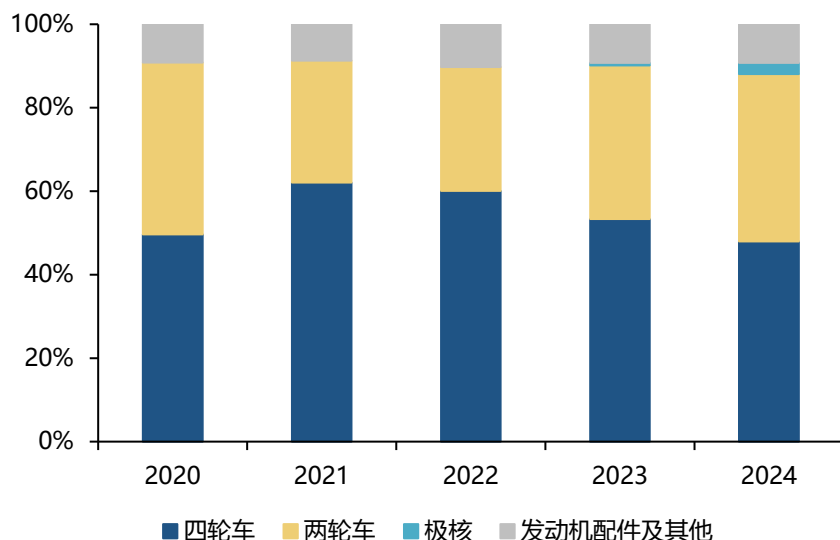
图：公司股权激励计划

方案名称	推出时间	行权价格	数量	覆盖人数
2018年限制性股票激励计划	2018年2月	11.9元/股	131.6万股	227人
2019年股票期权激励计划	2019年4月	23.3元/份	350.0万份	325人
2019年第二期股票期权激励计划	2019年11月	28.0元/份	50.1万份	68人
2021年股票期权激励计划	2021年10月	121.1元/股	253.2万股	756人
2022年股票期权激励计划	2022年11月	112.9元/份	106.4万份	547人
2024年股票期权激励计划	2024年8月	106.0元/份	355.0万份	1310人

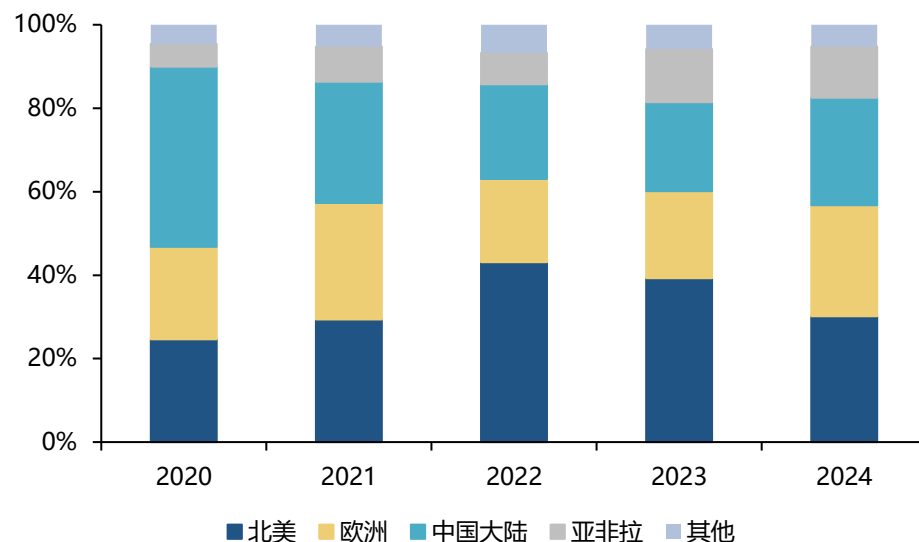
收入结构：四轮两轮并重，欧美占比56%

- **分产品：全地形车和两轮车为主。**近5年公司收入结构较为稳定，24年四轮车/两轮车/极核占比分别为48%/40%/3%，四轮车+两轮车主导，极核快速增长。
- **分区域：北美+欧洲+中国大陆为主要收入区域。**24年北美/欧洲/中国大陆/亚非拉收入占比分别为30%/27%/26%/12%。

图：2020-2024分产品收入结构



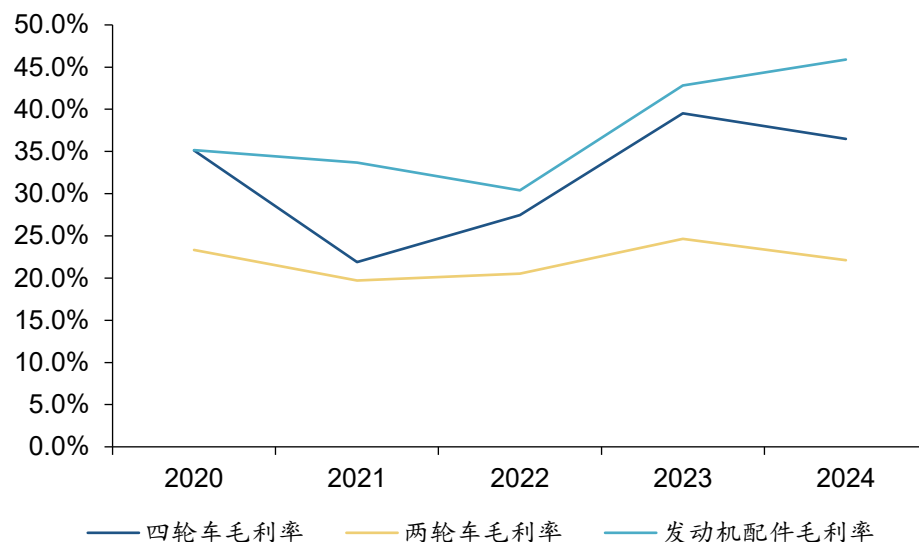
图：2020-2024分区域收入结构



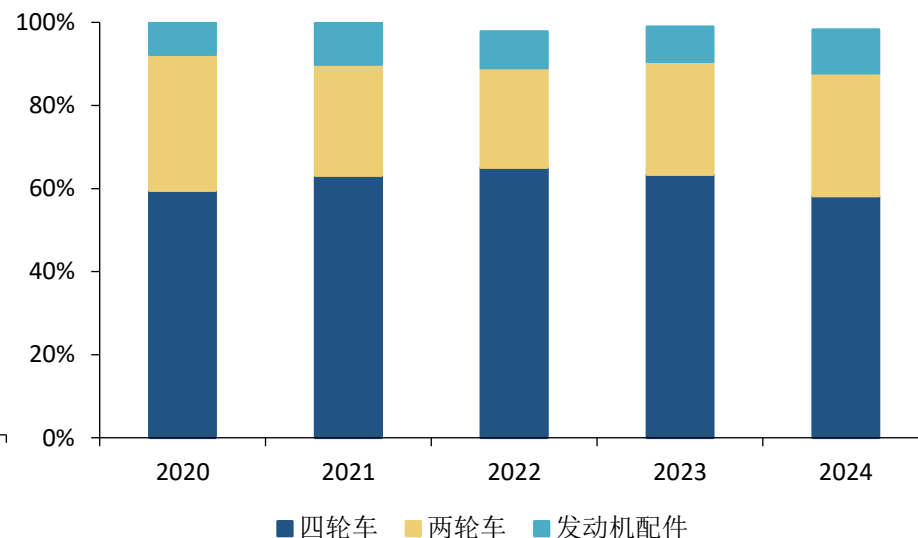
利润结构：四轮车贡献毛利的58%

- **利润结构：四轮车贡献主要毛利。** 24年四轮车/两轮车/发动机及配件分别贡献毛利的58.3%/29.5%/10.5%。
- **毛利率：四轮车毛利率高于两轮车，四轮车随产品结构优化毛利率持续提升。** 24年四轮车/两轮车/配件毛利率分别为36.5%/22%/46%，四轮车毛利率高于两轮车，两轮车毛利率较四轮车更稳定，21年受关税影响，四轮车毛利率同比-13.2pct，22年起随UZ系列占比提升+泰国工厂投产，四轮车毛利率逐渐改善至20年水平以上，24年受北美促销影响再次下滑。

图：2020-2024分产品毛利率



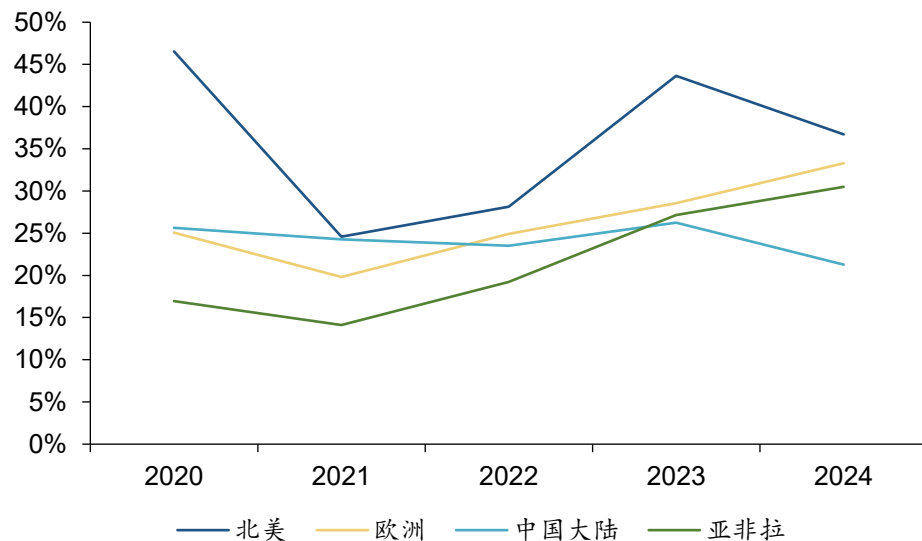
图：2020-2024分产品毛利结构



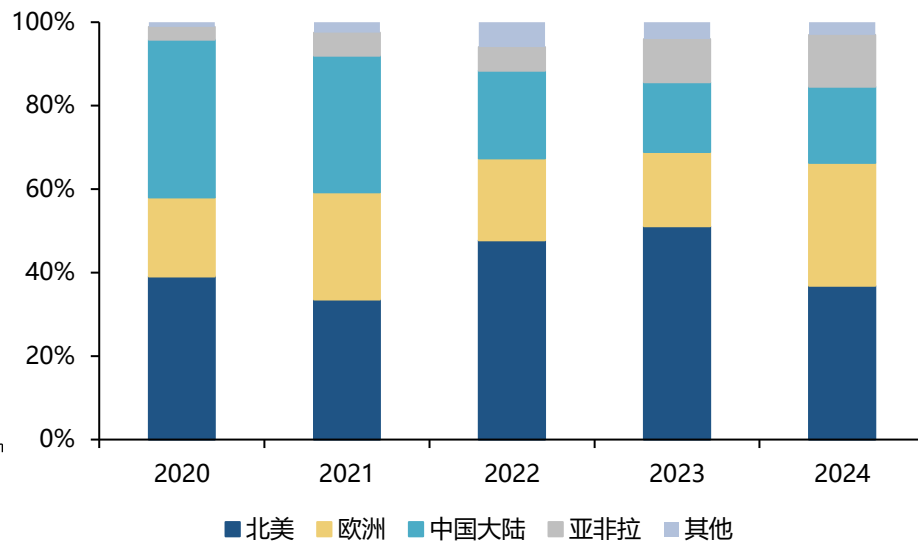
利润结构：北美贡献主要毛利，也是利润波动的主要来源

- **利润结构：北美+欧洲+中国大陆贡献主要毛利。** 24年北美/欧洲/中国大陆/亚非拉分别占公司毛利的37%/29%/18%/12%。
- **毛利率：北美毛利率较高且波动较大，欧洲+亚非拉毛利率持续提升。** 24年北美/欧洲/中国大陆/亚非拉毛利率分别为37%/33%/21%/30%，其中北美毛利率持续领先，但受美国关税+市场促销行为等影响，毛利率较为波动，欧洲+亚非拉毛利率持续提升。

图：2020-2024分地区毛利率

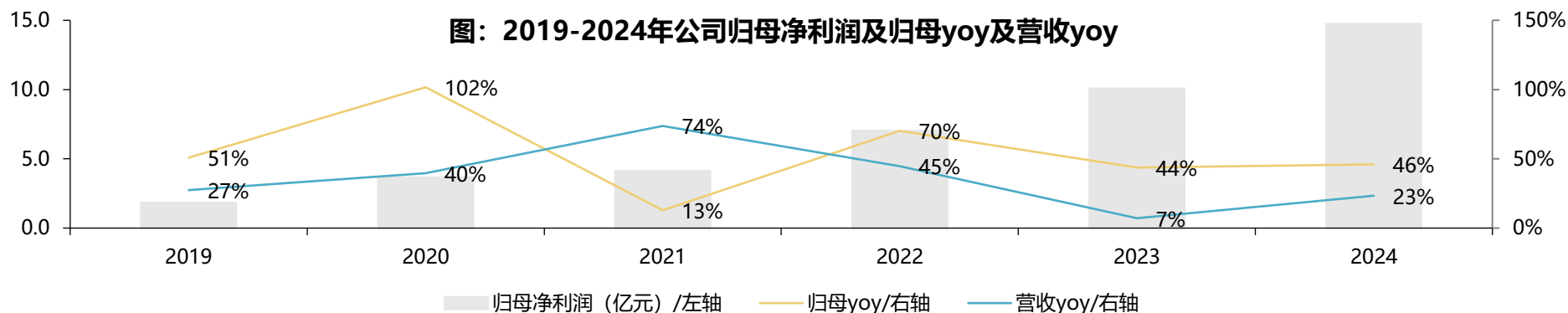


图：2020-2024分地区毛利结构



股价复盘：经营周期和外部扰动的叠加

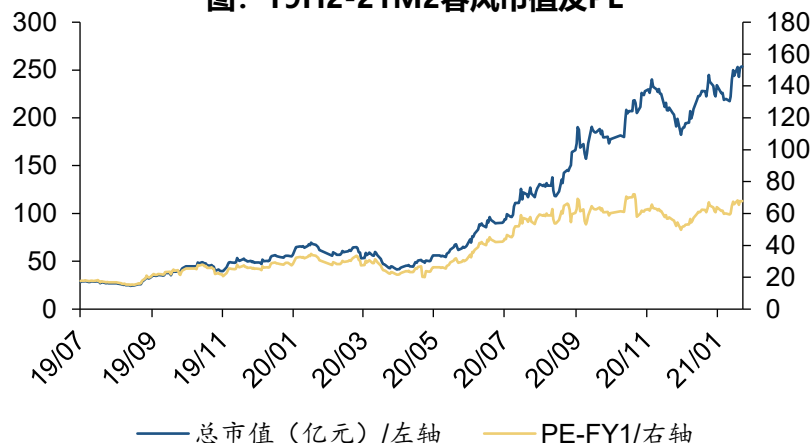
- **股价走势：**春风自2017年上市以至今市值翻13.3倍，年化收益率38%，上市至今第一轮主要行情启动在19H2，19H2至今年化收益率53%。
- **股价驱动变量：**春风股价是自身产品周期&外部关税+海运+汇率周期的叠加，长期的市值增长来自业务扩张（两轮-四轮-电摩）及产品周期向上，短期受库存周期影响，外部因素中关税是短期股价的最主要变量，此外海运费+汇率波动通过影响短期盈利影响股价；驱动因素上，**产品周期 > 关税 > 其他变量。**



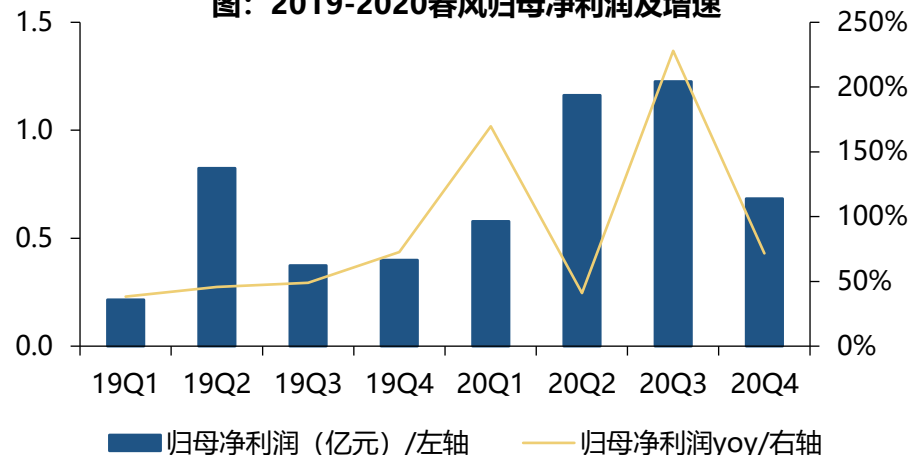
阶段一：2019-2020，估值与业绩共振，两轮车内销+四轮车出口先后爆发

- **2019H2-2020：春风实现估值（17倍到70倍）+利润的双击，19H2股价第一波启动来自入选大阅兵国宾车。**
- **20年的持续上涨来自两轮车产品周期向上+业绩高增：20年春风推出250SR，上市即为爆品，20年两轮车增速逐季度向上，全年同比+75%，持续至21H2才开始降速；20H2全地形车出口开始爆发，20H2出口销量同环比+75%/+103%，且21年继续爆发。**

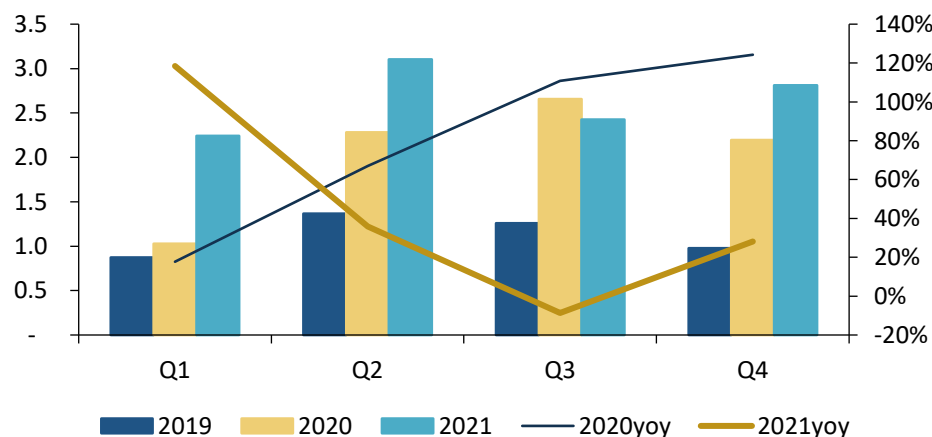
图：19H2-21M2春风市值及PE



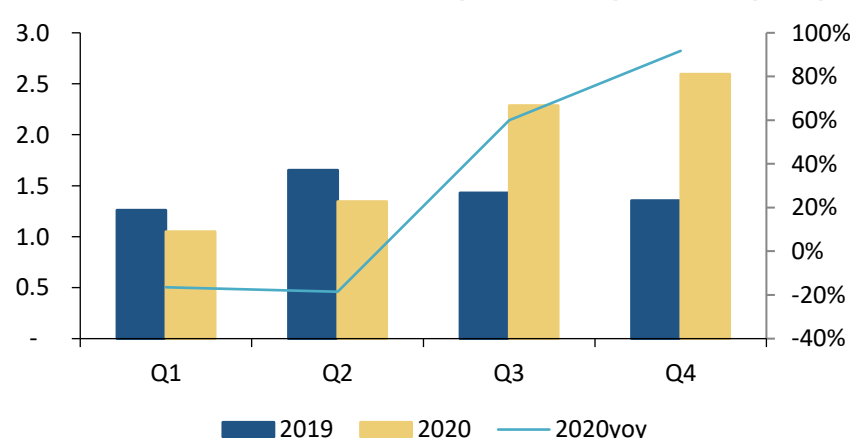
图：2019-2020春风归母净利润及增速



图：2019-2021春风两轮车销量（万辆，左轴）及增速（右轴）



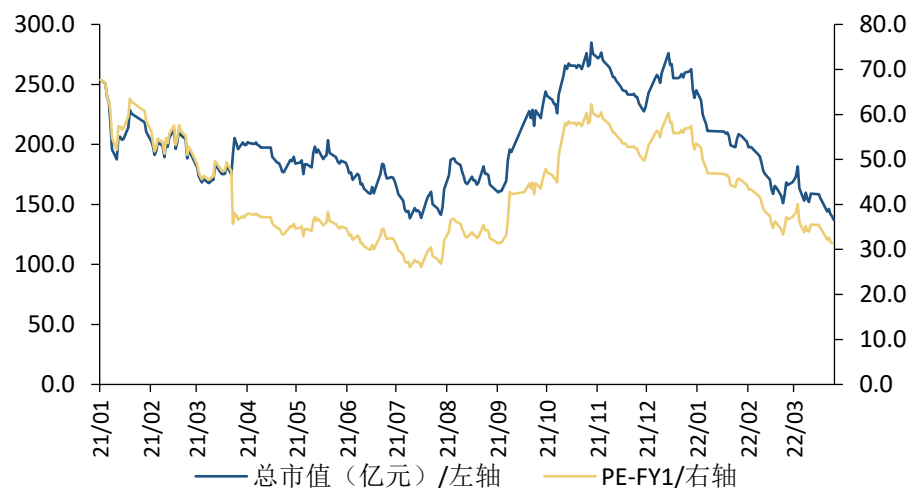
图：2019-2020春风四轮车出口量（万辆，左轴）及增速（右轴）



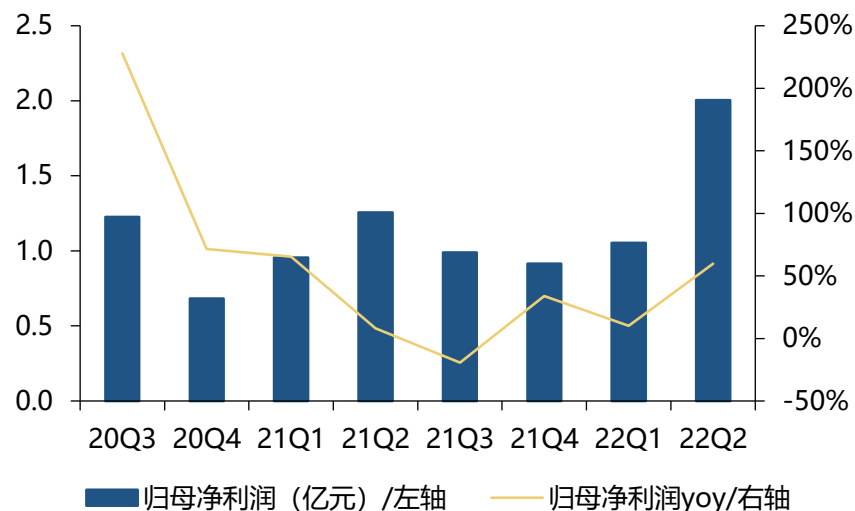
阶段二：2021-2022M4，四轮车出口爆发，但关税+海运费导致业绩增长降速，估值持续消化，关税预期驱动股价涨跌

- **2021-2022M4**：业绩降速、估值从70倍下杀至25-30倍，市值从254亿下跌至140亿。
- 2021年全地形车出口爆发，全年销量同比+126%，收入同比+117%，同时两轮车收入全年同比+28%，保持增长，**21年全年春风单季度收入持续环比上行，但净利率下降拖累全年利润。**
- **关税预期驱动股价涨跌**：21/8-21/11股价大涨，21年10月公布关税拟豁免清单，纳入全地形车，且中美高层频频会晤；21/11-22/4股价回落，22年3月公布正式关税豁免清单未纳入全地形车。

图：2021-22M4春风市值及PE



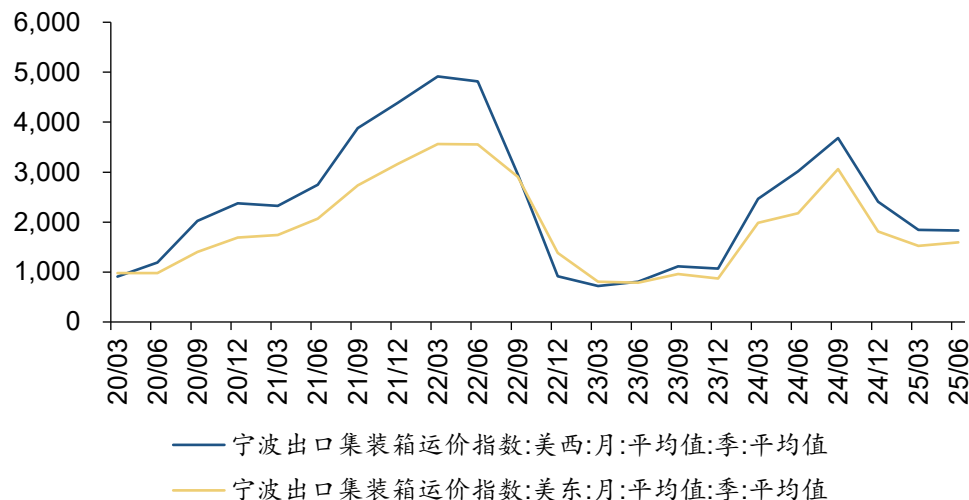
图：201Q3-22Q2春风归母净利润及增速



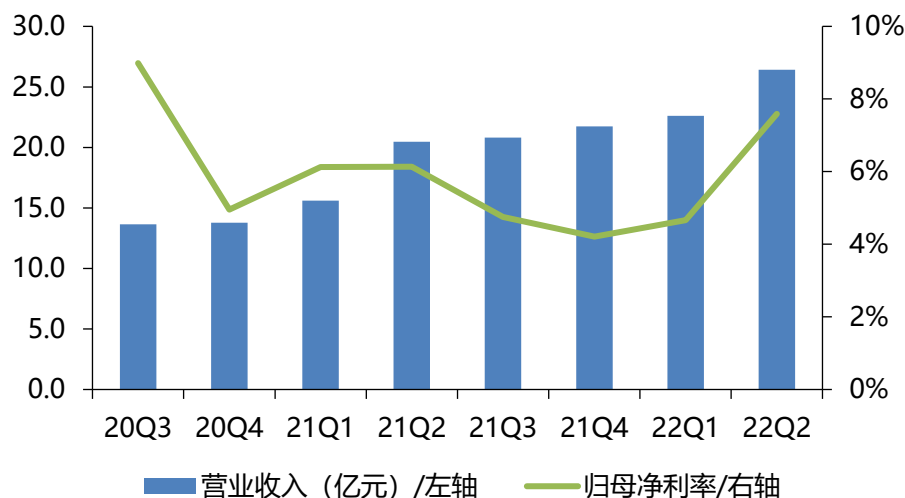
阶段二：2021-2022M4，四轮车出口爆发，但关税+海运费导致业绩增长降速，估值持续消化，关税预期驱动股价涨跌

■ **2021年关税+运费拖累净利率下降，全年业绩增长降速：**1) 关税：2021年起，ATV关税豁免结束，税率从2.5%提升到27.5%；2) 2021年全年，海运费持续大幅上行，宁波集装箱运价指数（美西航线）从2376点增长至4387点；全年运输费+关税5.7亿元，同比拖累利润4.3亿元。

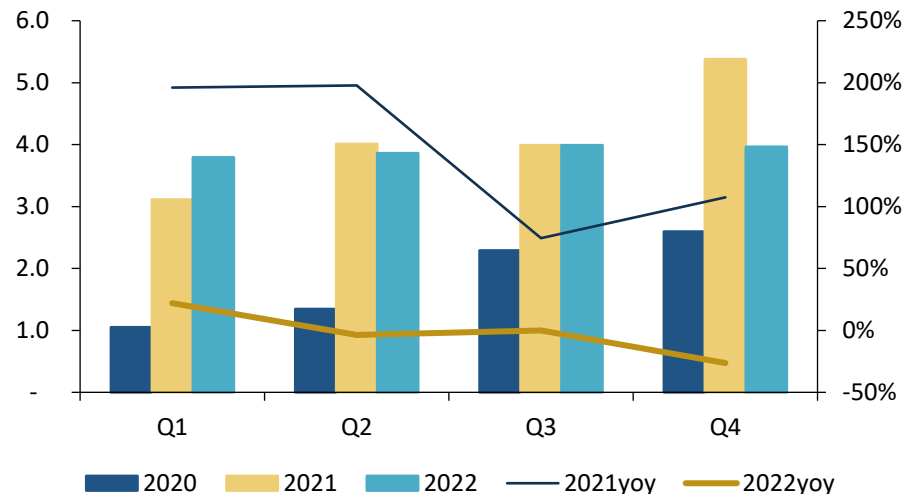
图：20年至今宁波集装箱运价指数（美东/美西航线）



图：20Q3-22Q2春风收入及归母净利率



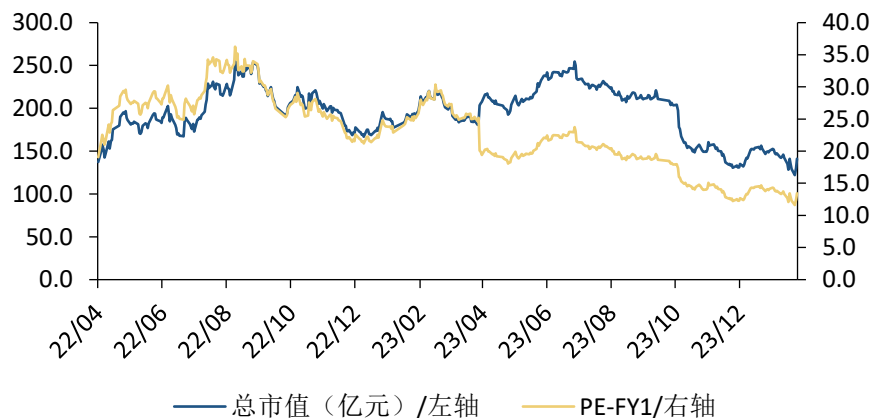
图：2020-2022年春风四轮车出口销量（万辆，左轴）及增速（右轴）



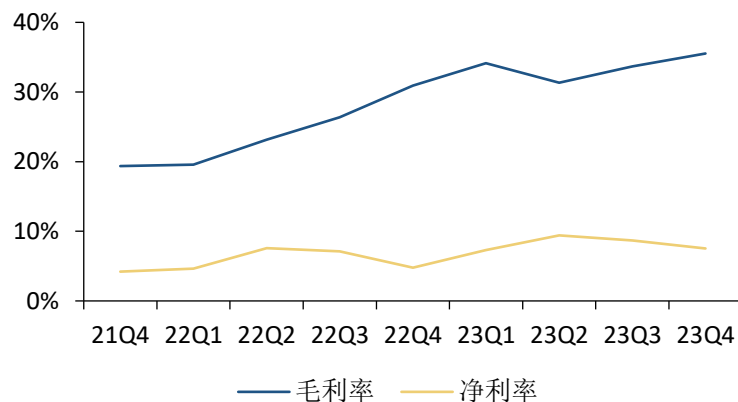
阶段三：2022-2023，产品周期+库存周期双重驱动

- 2022M4-2024M2，春风经历两轮涨跌，市值在150-250亿震荡，23H1开始下行至130亿，PE跌到12倍。
- 22M4-22M9：业绩改善驱动股价上涨83%。22年全地形车产品升级+盈利修复，22年全地形车UZ系列占比提升，ASP从3.2万提升至4.1万，同时ATV泰国工厂投产，22年全地形车毛利率恢复至27.5%，同比+5.6pct，同时22年美元大幅上涨，全年汇兑收益贡献2.4亿，22Q1-22Q3业绩持续同环比增长。

图：22M4-24M2春风总市值及PE



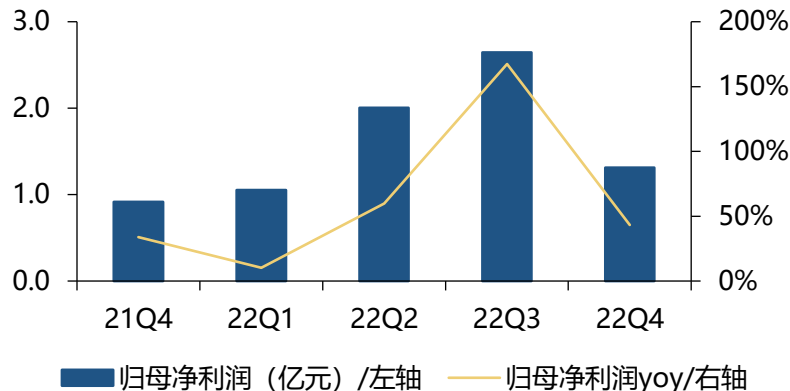
图：21Q4-23Q4春风毛利率与净利率



图：20H1-24H2春风汇兑损益（亿元，负值代表收益）



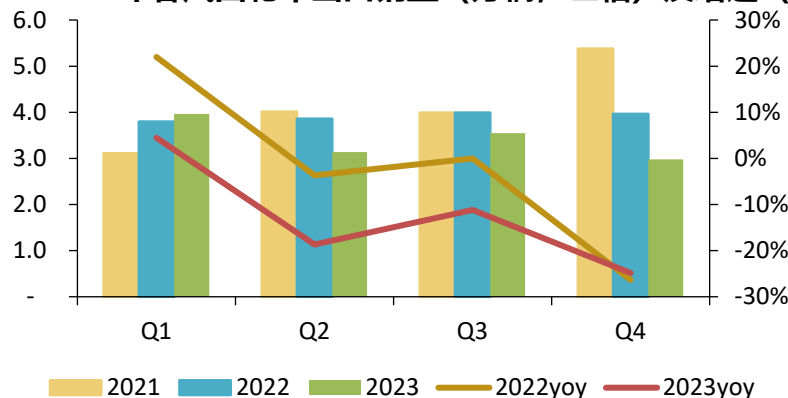
图：21Q4-22Q4春风归母净利润及增速



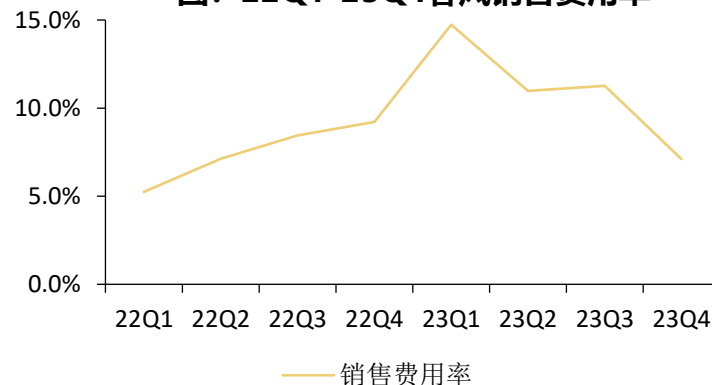
阶段三：2022-2023，产品周期+库存周期双重驱动

- **22H2与23H2下跌均对应业绩不及预期：**
- **22M9-22年底下跌：**四轮车同比下滑+两轮车土耳其清关影响发货+22Q3大幅结汇影响22Q4财务费用，导致22Q4业绩环比下滑，不及预期。
- **23H2下跌：**1) 收入受库存周期影响首次出现同环比大幅下滑：22Q4-24Q1，春风开启全地形车去库周期，发货量同环比下滑，同时Q3泰国工厂转产墨西哥导致阶段性停产，**23Q3-Q4收入同环比下滑**；2) 利润：美国促销导致销售费用率大幅提升，同时23H2汇兑贡献收窄，泰国工厂关停导致减值，极核亏损扩大等多重影响。

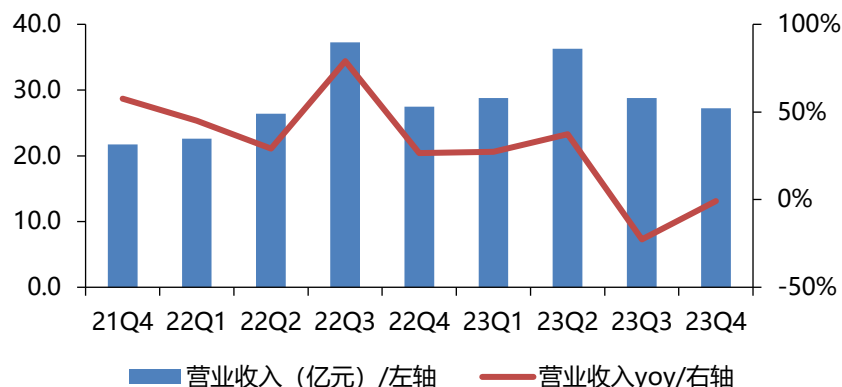
图：21-23年春风四轮车出口销量（万辆，左轴）及增速（右轴）



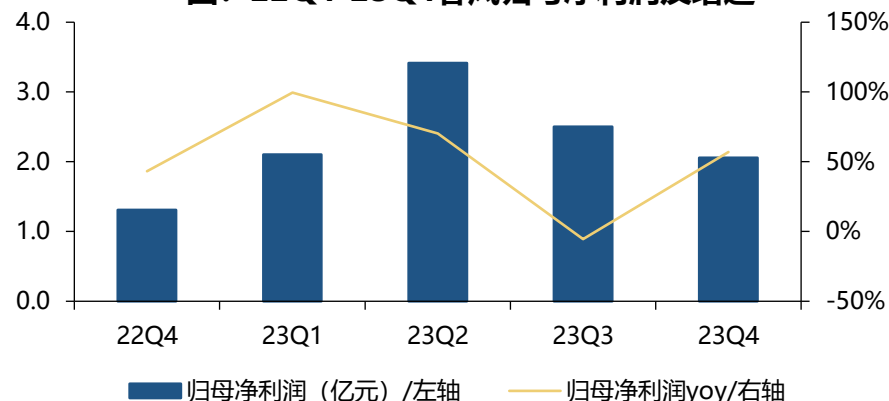
图：22Q1-23Q4春风销售费用率



图：21Q4-23Q4春风营收及增速



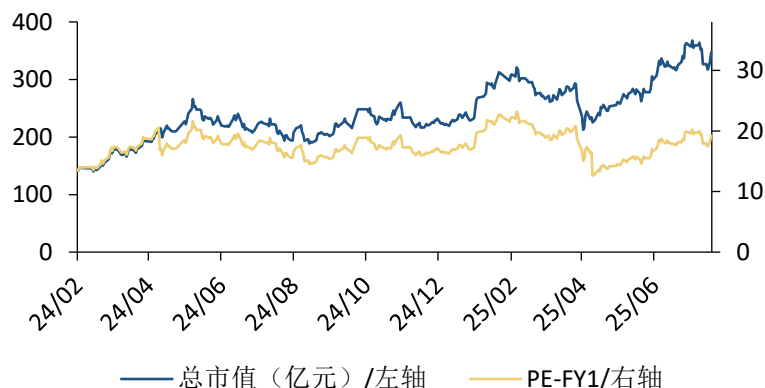
图：22Q4-23Q4春风归母净利润及增速



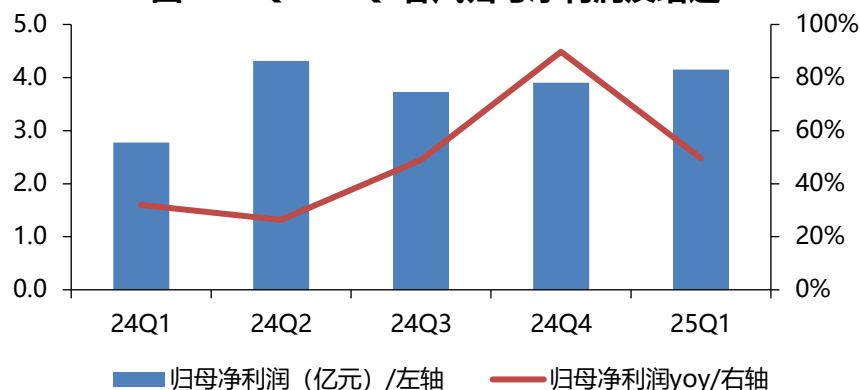
阶段四：2024-至今，全新产品周期驱动上涨，三大业务共振向上开启新一轮大周期

- **24M2-至今**：业绩驱动市值翻倍增长，市值从140亿上涨至340亿，PE从12倍恢复后维持在17-20倍区间。
- 24年至今的上涨先后来自三大业务的产品周期向上和销量到业绩的超预期：
- **24H1**：1) 两轮车450平台爆发，同时出口超预期增长；2) 全地形车去库结束，X8/X10新品推出拉动销量。
- **24H2**：1) 两轮车出口土耳其回落引发担忧，股价震荡；2) 全地形车高端新品U10pro产品发布，订单反馈良好，中美高层通话关税预期好转，股价再次启动。
- **25H1**：1) 关税风险落地，美墨加认定持续推进；2) 极核销量超预期，全年销量目标上调。

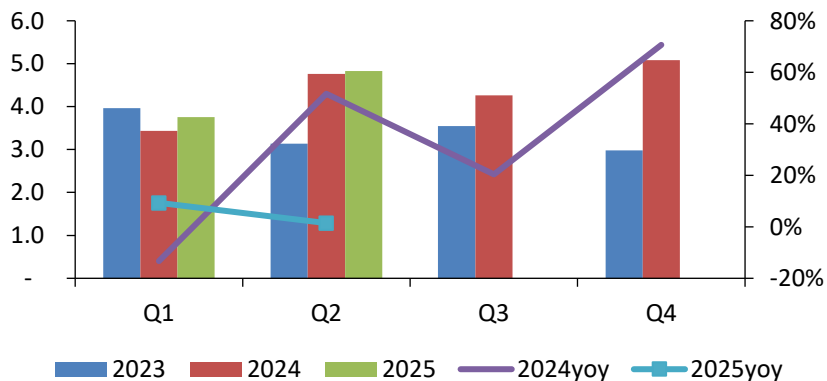
图：24M2年至今春风总市值及PE



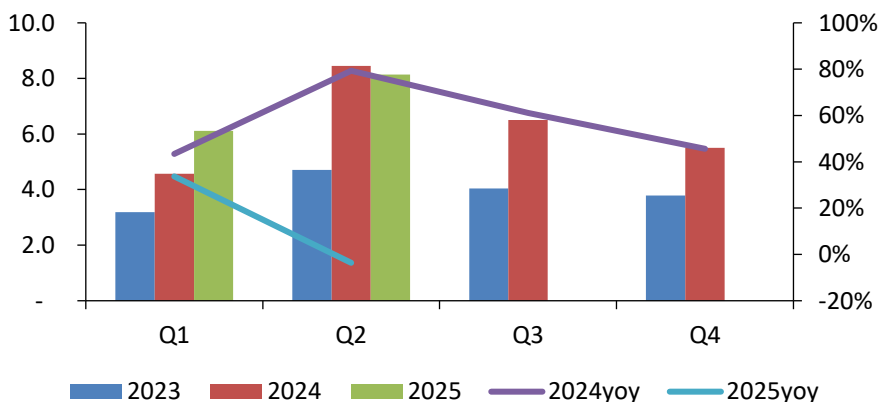
图：21Q4-22Q4春风归母净利润及增速



图：23Q1-25Q2春风四轮车出口量（万辆，左轴）及增速（右轴）



图：23Q1-25Q2春风摩托车销量（万辆，左轴）及增速（右轴）



全地形车：高端化打开成长空间

产品定义：适应复杂地形的多用途越野交通工具

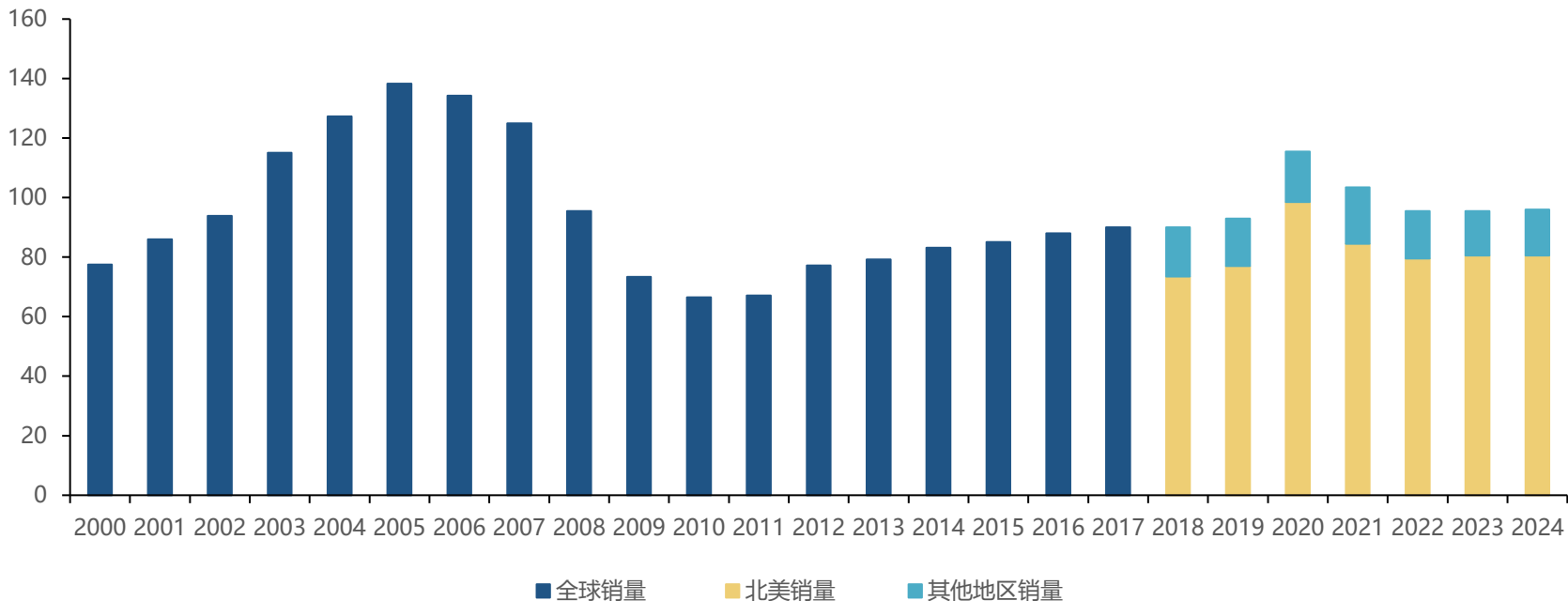
◆ 全地形车是一种被设计用于非高速公路行驶的、具有4个或以上低压轮胎且可用在非道路上行驶的轻型车辆；其轮胎宽大并且胎纹独特以增加接地面积、产生更大的摩擦力并降低接地压力，使其能轻松穿越沙滩、河床、林道、溪流等恶劣地形，同时可载送人员或运输物品；目前应用场景包括特殊场地竞赛、户外休闲娱乐、农牧、野外探险、高尔夫、军事行动、救援和应急等。

表：全地形车分类

车型类别	ATV	UTV	SSV
形式	车架式	底盘式	底盘式
转向系统	方向把控制	方向盘控制	方向盘控制
座椅类型	跨骑型座椅	向前乘坐的凹背式座椅	向前乘坐的凹背式座椅
驾驶室	开放	全封闭或半封闭	全封闭或半封闭
驾乘人数	1-2人	2-6人	2-6人
春风	CFORCE 系列	UForce 系列	ZForce 系列
代表车型	CFORCE 1000 TOURING	U10 PRO	ZFORCE 950 SPORT
车型图片			
特性	第三代旗舰 ATV，V 型水冷双缸发动机，963cc 排量，带来 90 匹马力，全转速范围内性能更强	全新 UFORCE 车型首次搭载三缸平台发动机，功能全面，配置丰富	ZFORCE 950 SPORT 搭载 963cc 水冷四冲程发动机，并配备无级变速器 CVT，输出 85 匹马力和 87Nm 扭矩
应用场景	农牧、狩猎、垂钓、娱乐	农林、畜牧场、石油勘探、建筑工地、搜救、户外工作者	户外休闲、郊游、野外竞技运动

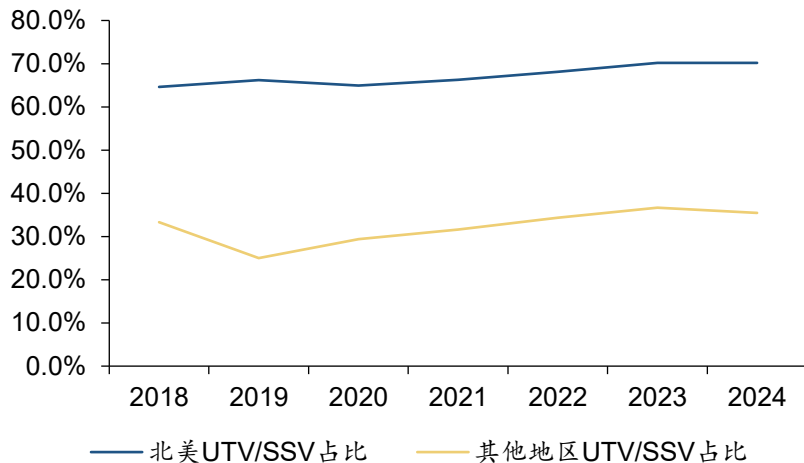
- **行业总规模**：2014-2024年，全地形车行业总规模从83万辆增长至96万辆，10年CAGR 1.4%，近3年稳定在95-100万辆水平，市场规模较为稳定。
- **区域分布**：北美占主导，24年北美市场销量80.5万辆，占全球的84%，2018年至今维持在80%+水平；欧洲为第二大市场，根据春风年报，23年北美占73%，欧洲占16%。

图：2000-2024全球全地形车销量（万辆）

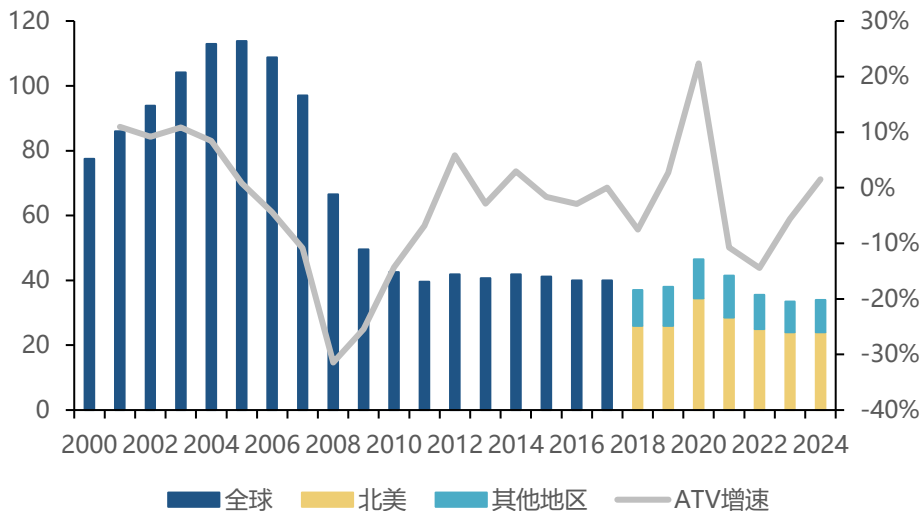


- **ATV销量萎缩：**受UTV替代+经济冲击，ATV市场规模自2005年见顶后回落，近3年销量维持在35万辆左右。
- **UTV/SSV持续增长：**2003年至今，UTV/SSV呈持续增长态势，近3年销量维持在60万辆以上，2014-2024年销量从41.3万辆增长至62万辆，10年CAGR4.1%，24年在全球销量中占比提升至65%。
- **区域结构：**北美是偏高端的市场，2024年UT/SSVV占比达70%；其余市场2024年UTV/SSV占比35.5%。

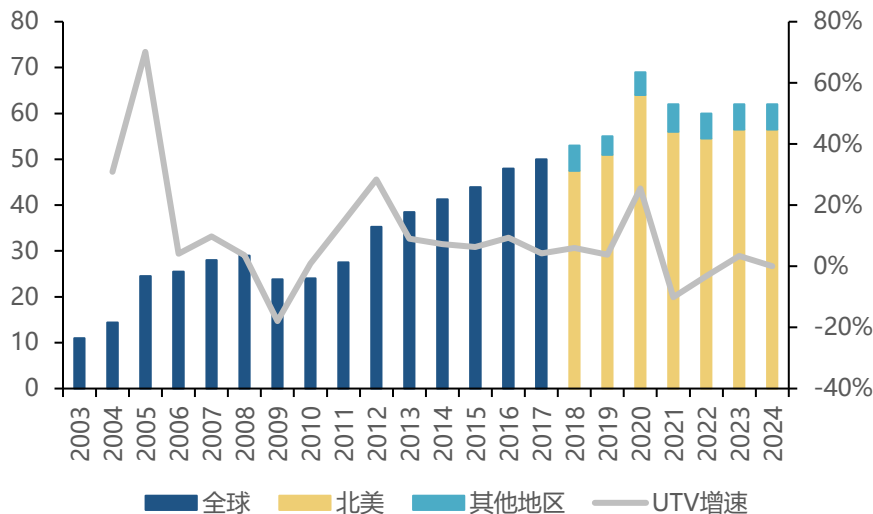
图：2018-2024年北美及其他市场中UTV/SSV占比



图：2000-2024年ATV销量（万辆）及增速

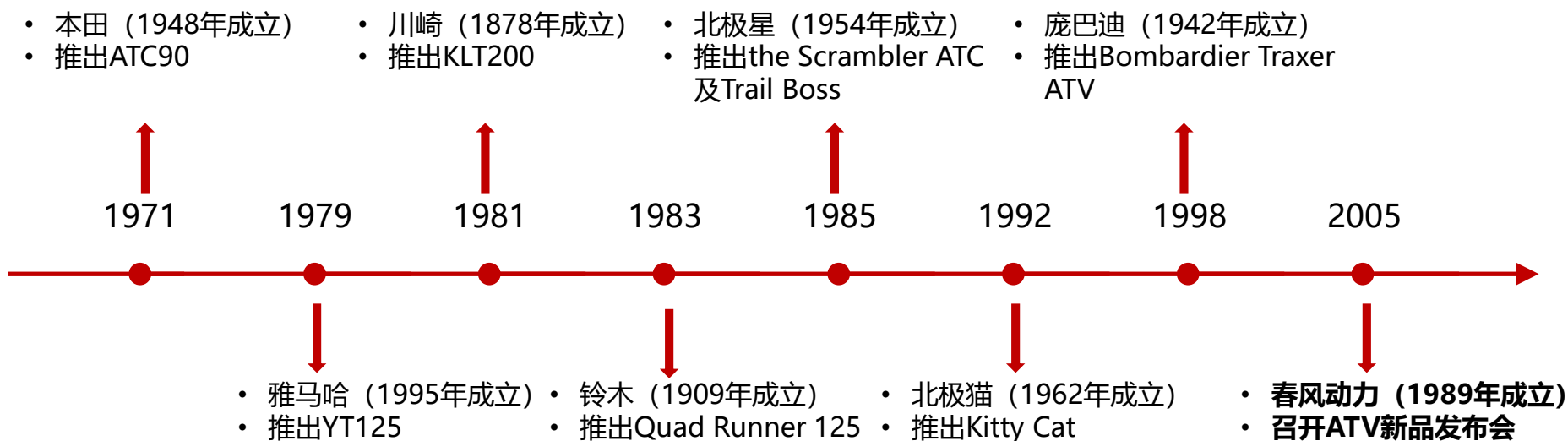


图：2003-2024年UTV/SSV销量（万辆）及增速



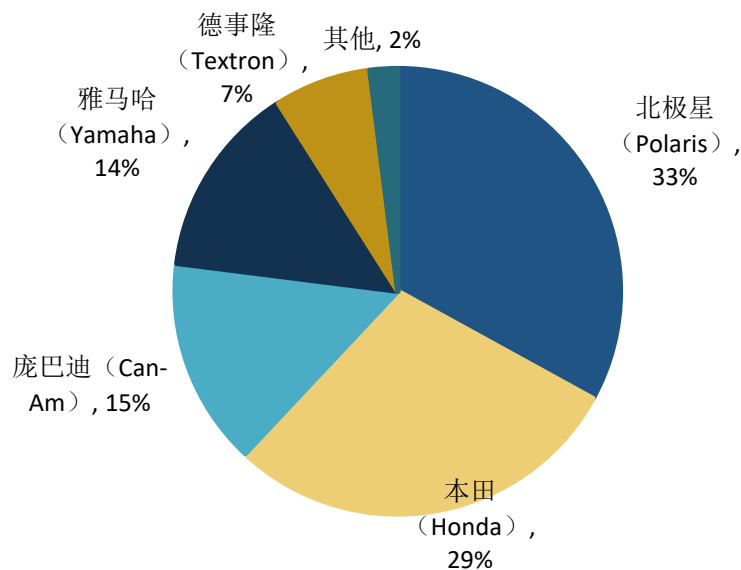
- ◆ **全地形车行业发展历史相对较短，初始参与者为日美厂商。** 1970年本田在美国推出首款ATV；1979年至1983年雅马哈、川崎、铃木等日本生产商先后进入北美ATV市场，抢占市场份额；1985年起北极星、北极猫、庞巴迪等北美生产商也陆续进入全地形车行业；全地形车于1985年至1987年风靡美国，并经历了由三轮向四轮的转变，众多车企的竞争也推动全地形车行业进入快速发展阶段。

图：全球主要生产企业首款全地形车推出时间

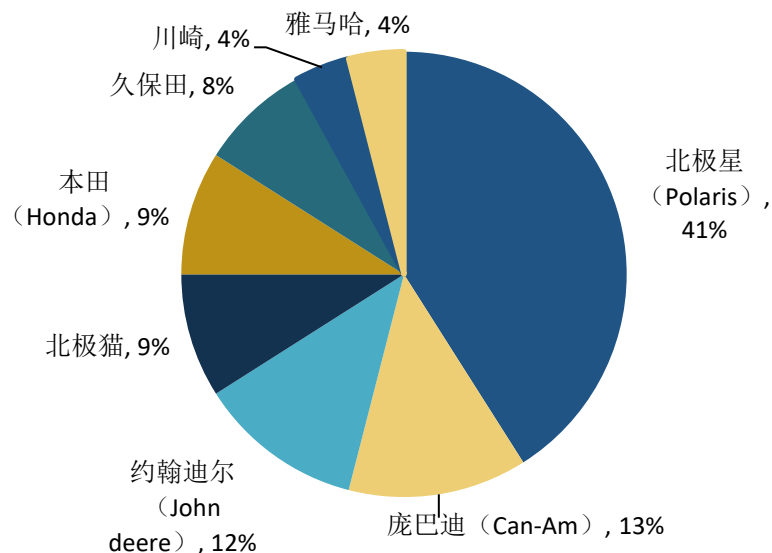


- ◆ 北美及日本等国家的厂商凭借销售渠道、技术、品牌、资金等优势，在国际竞争格局中占据一定的有利地位。2018年北极星占全球UTV市场份额的41%，占ATV市场份额的33%；ATV市场主要玩家为北极星、本田、庞巴迪等，市场集中度CR3为77%；UTV市场主要玩家为北极星、庞巴迪、约翰迪尔等，市场集中度CR3为66%。

图：2018年全球ATV市场份额

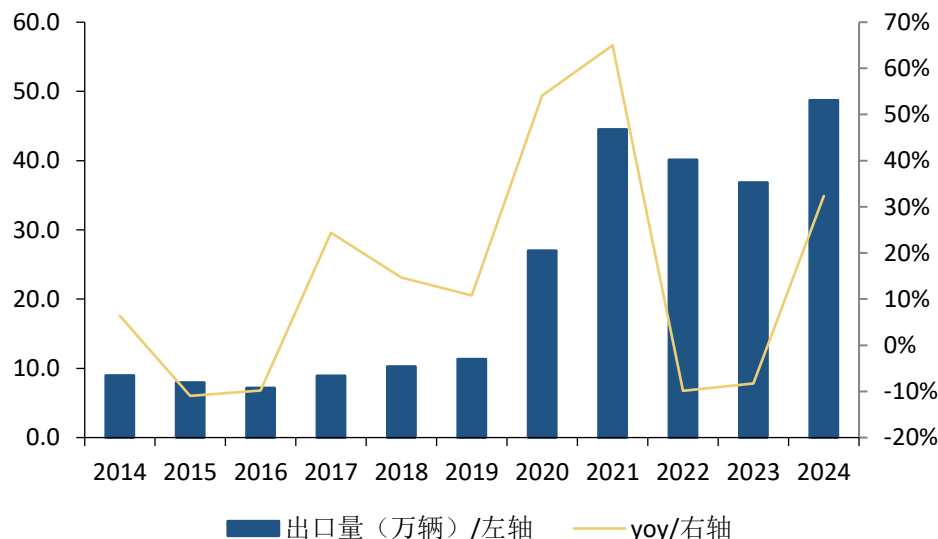


图：2018年全球UTV市场份额

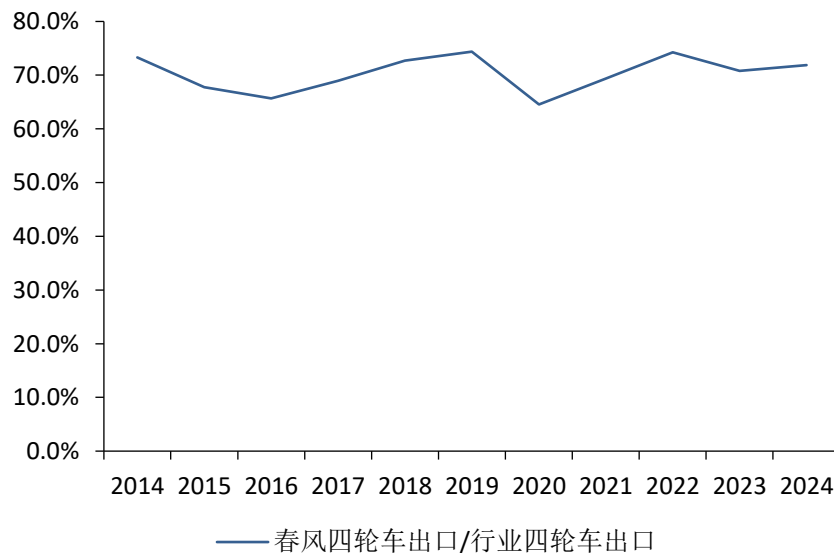


- ◆ **我国全地形车行业起步较晚，出口导向显著且保持高增速扩张，国内市场需求尚待开发。**中国全地形车行业超90%均以出口形式销售；2024年，我国全地形车销量41.44万台，其中内销仅约3千台，国内需求对比发达国家仍较小众。
- ◆ **国内厂商中，春风动力有统治地位。**春风动力2014-2024年全地形车出口额占国内同类产品出口额之比维持在70%左右，多年蝉联出口金额排名第一。

图：2014-2024年中国全地形车出口量及增速情况



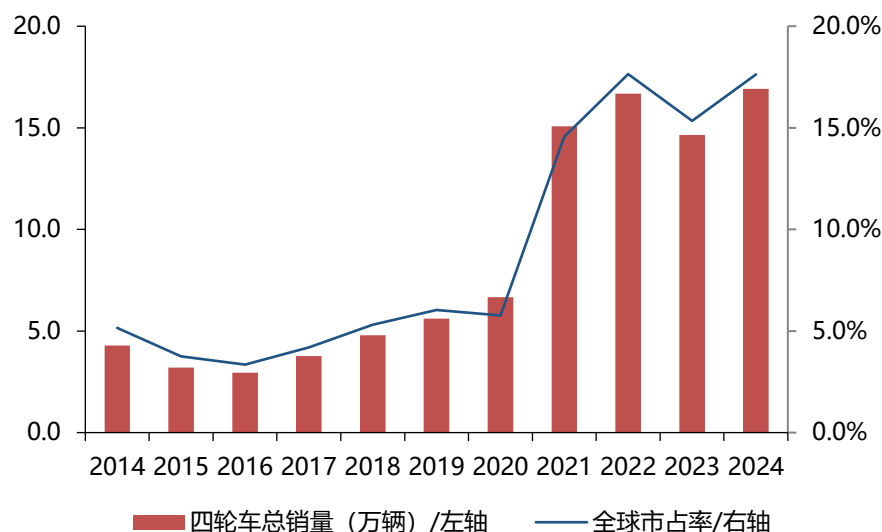
图：2015-2024年春风四轮车出口金额占行业比



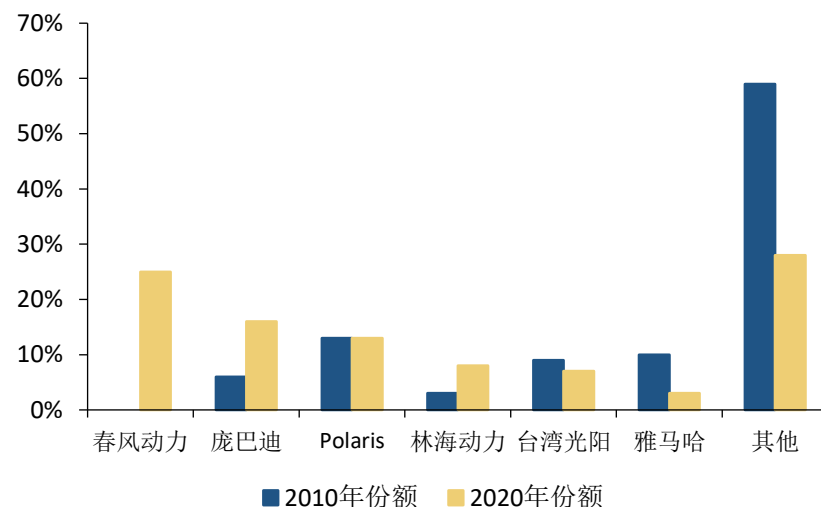
格局复盘：21年起春风全球份额快速提升

- **全球来看，春风动力市占率快速提升。**2014-2020年，春风全地形车全球市占率由4%小幅提升至6%；2021年开始，春风动力销量跃迁式提升，全球份额提升至15%。
- **欧洲：**2018年春风成为欧洲市占率第一，2020年春风动力市占率25%，较庞巴迪/北极星领先优势明显，2024年春风市占率进一步提升至40%左右。
- **美国：**2021年，受缺芯影响，美国市场庞巴迪/北极星供应短缺，春风在此窗口期快速突破市场，2020-2022年，于美国份额由3%提升至8%。

图：2014-2024春风动力全地形车销量及市占率



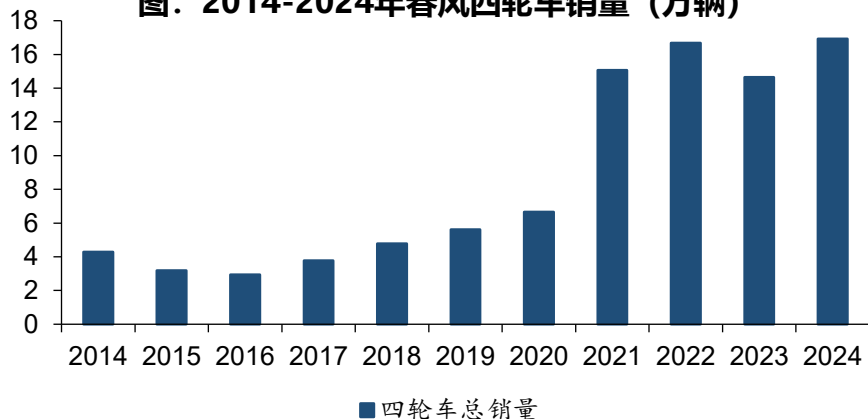
图：2010/2020年欧洲全地形车格局



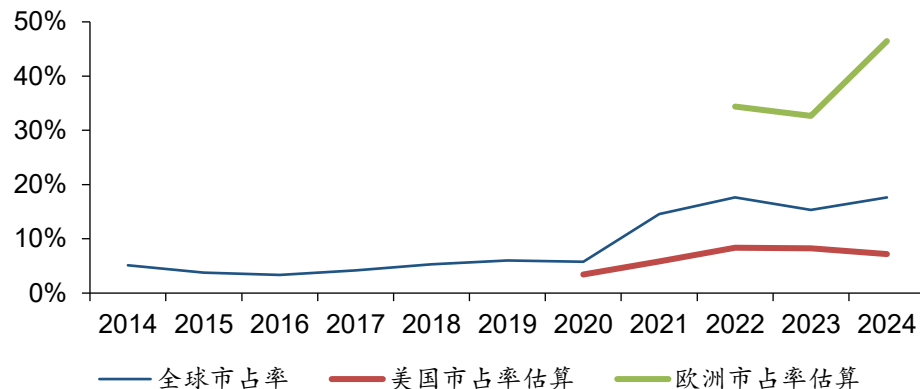
春风全地形车复盘：21年起美国市场带动销量陡增，ASP受产品结构优化+库存周期+外部竞争影响

◆ 销量：2014-2024年从4.3万辆提升至16.9万辆，全球市占率从5.2%提升到17.6%。

图：2014-2024年春风四轮车销量（万辆）



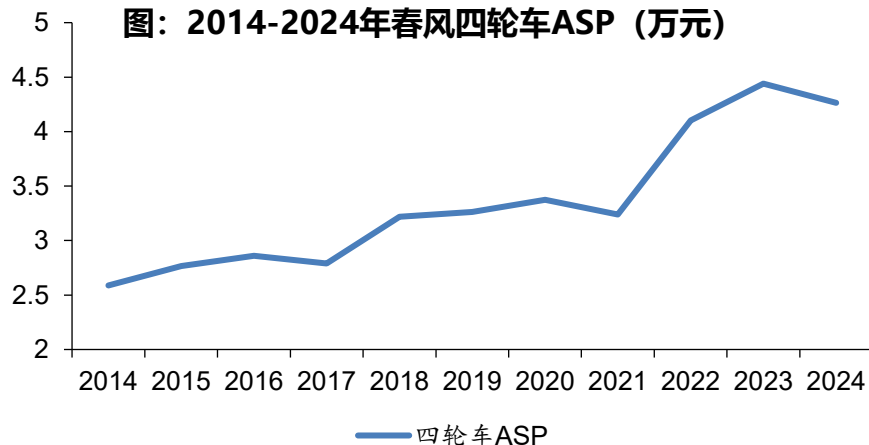
图：2014-2024年春风全球/美国/欧洲四轮市占率



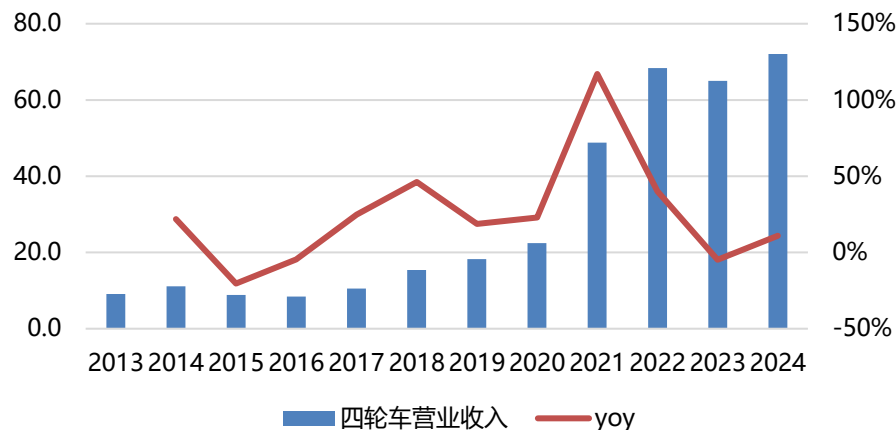
◆ ASP：结构优化ASP持续提升，2014-2024年从2.6提升到4.3万元。

◆ 阶段性扰动：23年因为去库导致量/收入下滑，24年因为竞对促销导致行业降价ASP下行。

图：2014-2024年春风四轮车ASP（万元）



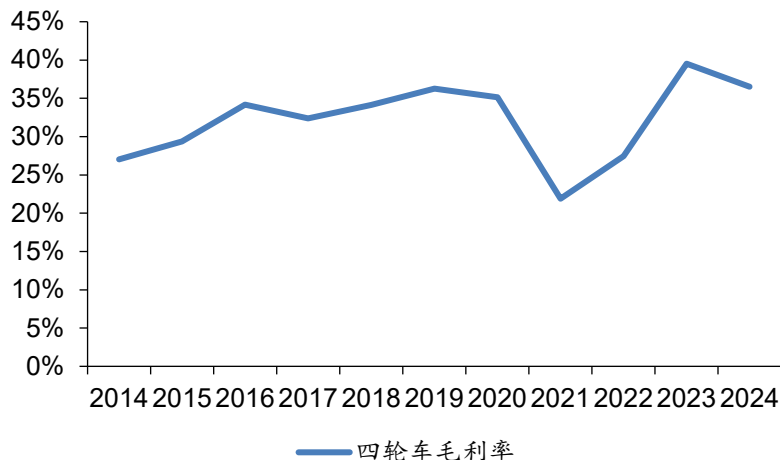
图：2013-2024年春风四轮车收入（亿元，左轴）及增速（右轴）



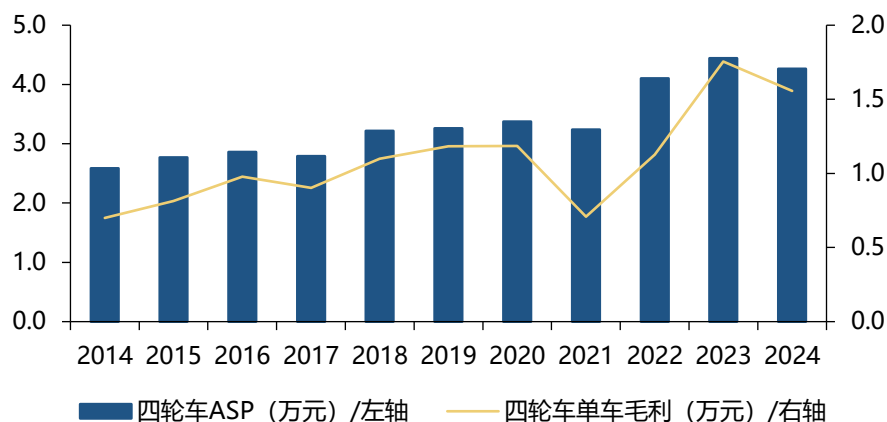
春风全地形车复盘：结构优化提振利润，关税+运费短期扰动

- ◆ **利润：受到关税+运费+产品结构的多重影响，未来的驱动在于产品结构优化和UZ系列产能转移。**
- ◆ **阶段性扰动：21年毛利率大幅下滑主因运费上涨+ATV关税，21年底泰国工厂投产后关税影响减弱，22年毛利率回升，但仍受到运费影响，24年毛利率下滑主因北美竞争激烈、促销降价较多。**

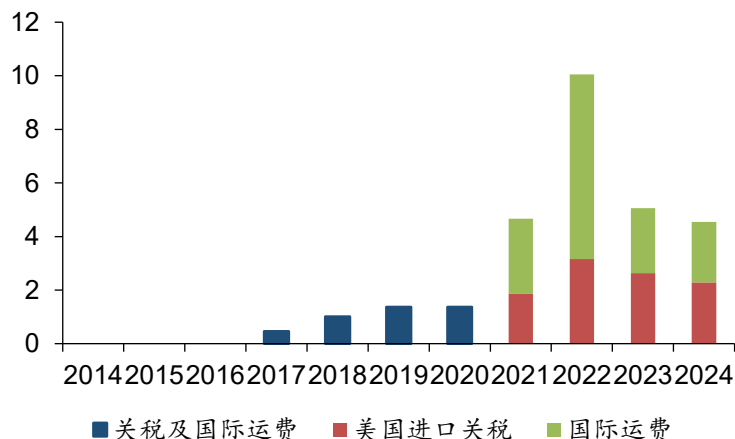
图：2014-2024年春风四轮车毛利率



图：2014-2024年春风四轮车ASP与单车毛利



图：2014-2024年春风运费及关税 (亿元)



图：2017年至今中国出口至美国四轮车关税税率

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25.5.11起 90天	2025.8.1
中国出口ATV	2.5%	2.5%/27.5%	27.5%/2.5%	2.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	57.5%	
泰国出口ATV	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	12.5%	38.5%
中国出口UZ	2.5%	2.5%	2.5%/17.5%	17.5%/10%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	40.0%	
墨西哥出口UZ	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	27.5%	32.5%

美国周期复盘：20-25年美国市场经历供不应求-促销去库两大阶段

需求：市场爆发，北美市场同比+28%
供给：供应链短缺

需求：北美市场同比-14%，但较疫情前水平仍更景气
供给：供应链问题进一步加剧、物流问题

需求：北美同比-7%，需求恢复至疫情前水平
供给：Q4开始供给恢复

需求：北美同比+3%，需求稳定
供给：持续恢复至正常水平

需求：需求稳定
供给：完全正常

北极星：
库存：快速去化
价格：减少促销，提价1%

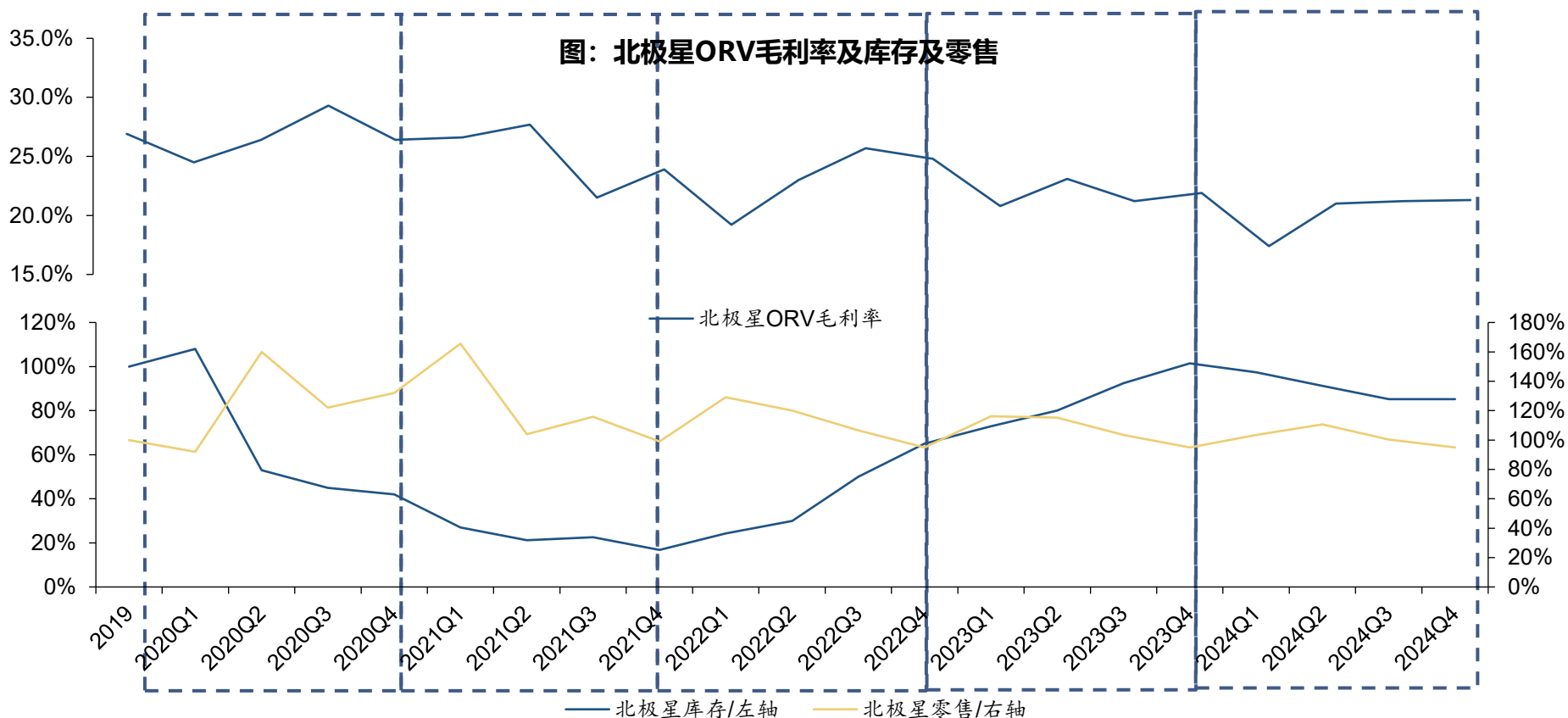
北极星：
库存：继续去化至极低水平
价格：促销极少，提价9%，利润率提升

北极星：
库存：逐步恢复，Q4恢复至正常水平
价格：促销恢复，大宗通胀下价格仍有提升

北极星：
库存：恢复正常
价格：降价促销，促销力度持续加大，Q4达到峰值

北极星：
库存：主动去库
价格：促销力度持续高位

图：北极星ORV毛利率及库存及零售

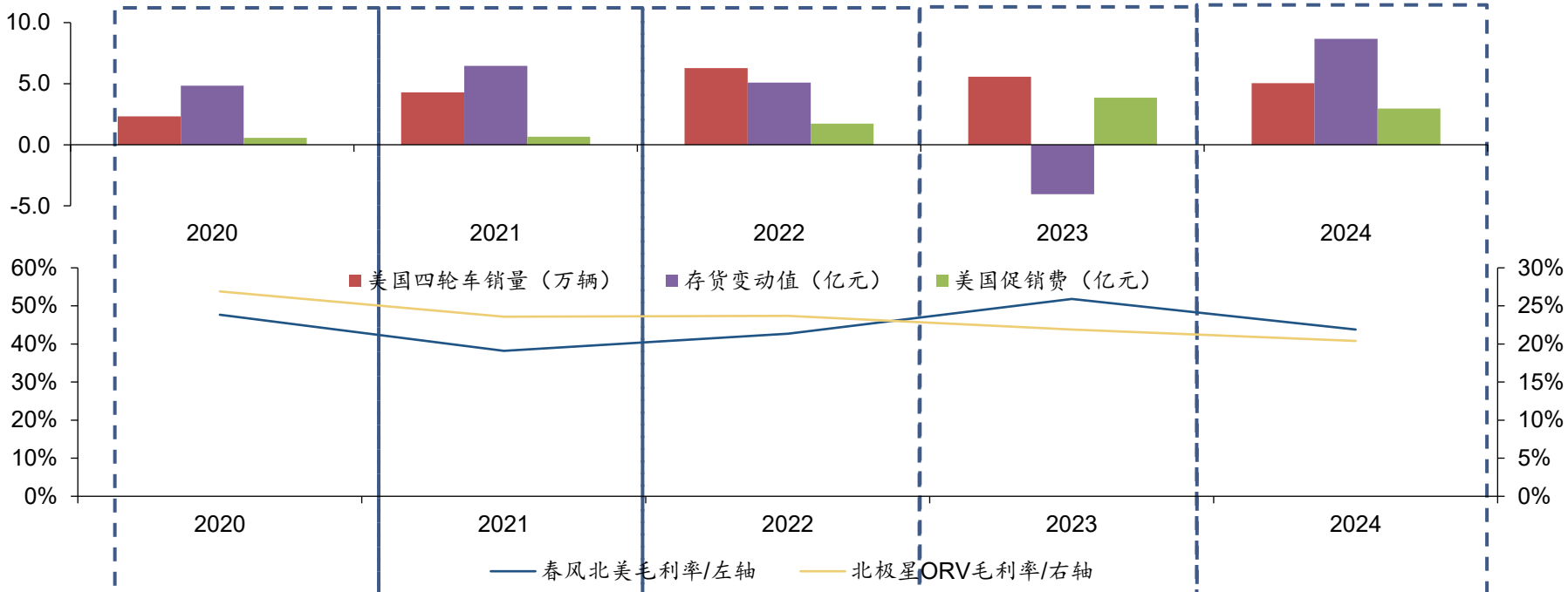


美国周期复盘：20-25年公司美国业务经历爆发-去库-促销竞争-高端化新品周期四个阶段

- ◆ 2022年为春风美国四轮车强势年份，当年泰国工厂ATV投产，关税问题缓解，友商尚处于供给不足+提价低促销阶段，春风市占率进一步提升至高位，且没有库存问题，当年产品升级，ASP和利润率也有优化。
- ◆ 23年为春风四轮车较差年份，全年去库，友商恢复供给+降价促销，为保份额春风开始大力促销，23H2去库造成公司收入同环比下滑；24年在竞争对手持续大力促销背景下，公司不得不保持大额促销，造成北美毛利率下滑。

春风： 销量：四轮车美国市占率3.4% 存货：同比+4.8亿元	春风： 销量：对手供给问题，春风四轮车美国市占率提升至5.8% 存货：同比+6.5亿元	春风： 销量：四轮车美国市占率提升至8.4% 存货：同比+5.1亿元，22Q4开始去库存 促销：开始发力，全年美国促销费1.7亿元，去年同期0.65亿元	春风： 销量：四轮车美国市占率8.2% 存货：23年全年持续去库存，年末库存同比-4.0亿元 促销：加大促销力度，全年美国促销费3.8亿元	春风： 销量：四轮车美国市占率7.2%，略有下滑 存货：Q1去库结束，Q4开始为预备关税问题主动加库 促销：同比持平，维持高位
---------------------------------------	---	---	--	--

图：春风美国四轮车销售情况及毛利率



数据来源：春风年报，北极星年报，东吴证券研究所

产品：产品矩阵不断完善，25年开始突破高端市场

- **2024：1)** 推出ATV升级版本X8/X10（CFORCE 800 TOURING/CFORCE 1000 TOURING），X8/X10提振非美地区销量，改善全地形车盈利水平；**2)** 推出高端UTV产品 U10 pro，提供U10 pro/U10 pro XL/U10 pro highland/U10 pro XL highland四个版本，对标北极星RANGER系列，2024年底正式发货销售。
- **2025：1)** 25H2预计经销商大会正式发布高端SSV新品Z10/Z10-4，对标北极星RZR系列；**2)** 全地形车三缸新品台有望推出更多高端产品。
- **2026：** 原有ATV平台预计将迎来升级换代。

图：春风动力全地形车产品推出时间线

	1000cc							1000 TOURING	1000 TOURING
								1000 OVERLAND	1000 OVERLAND
ATV CFORCE	800cc	800 XC	800 XC	800 XC	800 XC	800 XC	800 XC	800 TOURING	800 TOURING
	600cc			600 TOURING	600 TOURING	600 TOURING	600 TOURING	600 TOURING	600 TOURING
	500cc	500	500	500	500	500	500	500	500
	400cc	400	400	400	400	400	400	400	400
	1000cc								U10 Pro Highland U10 Pro
UTV UFORCE	800cc	800	800	800	800	800			800 XL
	600cc					600	600	600	600
	500cc	500	500	500					
	1000cc	1000	1000						Z10/Z 10-4
	950cc						950 SPORT TRAIL	950 SPORT TRAIL	950 SPORT TRAIL
	800cc	800 TRAIL 800 EX	800 TRAIL 800 EX	800 TRAIL 800 EX	800 TRAIL 800 EX	800 TRAIL 800 EX	800 TRAIL	800 TRAIL	800 TRAIL
	500cc	500 TRAIL	500 TRAIL	500 TRAIL	500 TRAIL	500 TRAIL			
	1000cc	1000	1000						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025

数据来源：春风官网，摩托范，东吴证券研究所

产品：春风当前产品矩阵初步覆盖110-1000cc各类车型

- 产品方面，春风已经初步覆盖了主要的全地形车品类，包括110cc到1000cc，横跨ATV、UTV和SSV的16款车型。

图：春风动力全地形车产品矩阵（截至2025年6月30日）

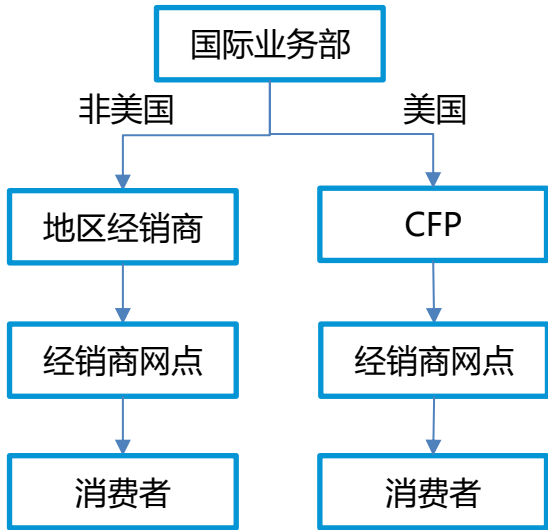
类型/排量	110CC	400CC	500CC	600CC	800CC	950CC	1000CC
YOUTH	CFORCE 110 7千 						
ATV		CFORCE 450 L 3.2万 	CFORCE 520 L 3.4万 	CFORCE 625 TOURING 4.7万 	CFORCE 850 TOURING 7万 		CFORCE 1000 MV 8.6万 
							CFORCE 1000 TOURING 7.6万 
UTV				UFORCE 600 6.3万 			U10 PRO HIGHLAND 14.7万 
							UFORCE 1000 9.5万 
							UFORCE 1000 XL 10万 
SSV			ZFORCE 550 EX 5万 			ZFORCE 950 SPORT-4 10万 	ZFORCE 1000 SPORT R 9.7万 
						ZFORCE 950 SPORT 9.4万 	

- **渠道方面：**1) **美国仍有差距：**2017-2023年，春风北美全地形车经销商由250家扩张至600+家，与北极星1400+家仍有差距，但差距已经相对收窄；2) **非美领先：**2024年，春风非美地区全地形车经销商2000+家，已领先于北极星1100家。

图：2017-2024春风动力vs北极星全地形车经销商数量（家）

春风动力	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
北美经销商	220+	-	-	-	-	554	600+	600+
其他地区ORV							2000+	2000+
全球ORV							2600+	2600+
北极星	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
北极星ORV经销商								
北美ORV	1500+	约1450	1400+	1400+	1400+	1400+	约1400	约1400
其他地区ORV		未披露		1000+	1100+	1100+	1100	1100
全球ORV		未披露		2400+	2500+	2500+	2500	2500

图：春风动力境外销售管理体制



■ **产品完备度还有提升空间：**春风动力将产品分为CFORCE (ATV)、UFORCE (UTV)、ZFORCE (SSV) 三大系列，官网共展示19款车型（7款ATV+12款UTV/SSV）。**北极星则按场景深度细分：**SSV产品就分为RZR（高性能）、GENERAL（家庭出行）、XPEDITION（偏远探险）三大产品序列，价格带跨度从1.5万美金到4万美金以上；**2024年底，北极星全地形车产品共有111个款型，产品多样性和高端车数量显著领先。**

图：北极星产品矩阵

产品定位	产品系列	特性	车型	排量	价格带（美金）
中低价格带	SPORTSMAN	运动+功能性ATV 运动和工具性兼具 性能+舒适性+耐用性	Touring 570	567CC	1-1.5万
			Touring 850	850CC	
			Scrambler 850	850CC	
			Touring XP 1000 Trail	952CC	1.5-2万
			XP 1000 S	952CC	
			Scrambler XP 1000 S	952CC	
中端价格带	GENERAL	跨界通用型SSV 家庭出游近郊场景	1000	999cc	1.5-2万
			XP 1000	999cc	2.5-3万
价格跨度大	RANGER	功能性UTV 工具属性，为牧场/工地/丛林狩猎设计 性能+舒适性+耐用性	SP 570	567CC	1-1.5万
			570 Full-Size	567CC	
			SP 570 NorthStar Edition	567CC	1.5-2万
			1000	999CC	
			XP 1000	999CC	2-2.5万
			XP 1000 NorthStar Edition	999CC	2.5-3万
			XD 1500	1500CC	
			XD 1500 NorthStar Edition	1500CC	4-5万
价格跨度大	RZR	运动型SSV 各类越野场景 性能强+运动设计+操控好	Trail	875cc	1.5-2万
			Trail S 900 Sport	875cc	
			Trail S 1000 Ultimate	1000cc	2-2.5万
			XP 1000	999cc	
			Pro XP	925cc	2.5-3万
			Pro S	925cc	
			Pro R	1997cc	
高端产品	XPEDITION	高性能娱乐SSV 亲友出行，偏远越野场景	XP	999cc	3-4万
			ADV	999cc	

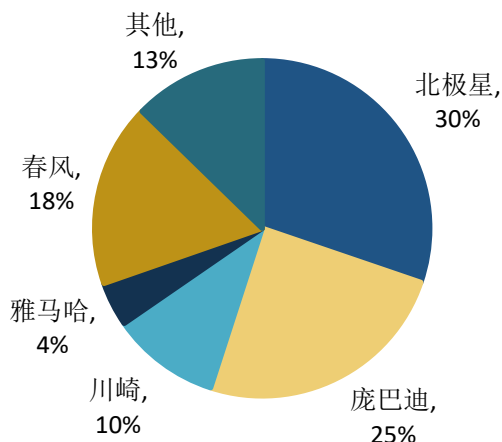
- **产品布局：**900cc以上排量+1.5万美金以上高端全地形车市场来看，竞品供给充足，春风产品相对空缺，目前处于刚开始推产品阶段。
- 从该市场竞品布局来看，北极星+庞巴迪+川崎+本田在该市场产品共有42个车型（每个车型分座位数等配置，还有多个细分款型），而春风此前只有U10 XL/950 sport两款产品，24-25年上市U10pro/Z10两款新品，产品丰富度还有广阔空间。

图：全地形车高端市场产品供给（900cc以上/1.5万美金以上）

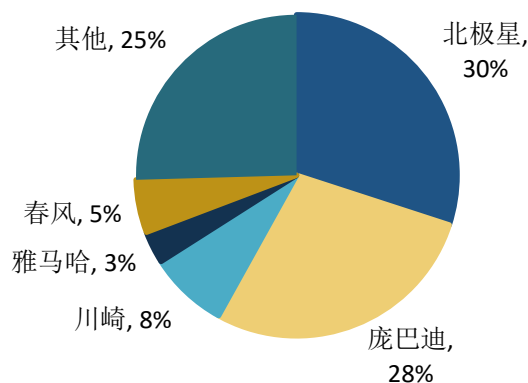
		1.5-2万	2-2.5万	2.5-3万	3-4万	4万以上
SSV	2000cc				北极星RZR pro R	
	1000cc	北极星GENERAL 1000 春风950 sport/sport-4	北极星RZR trail S 1000 ultimate 本田Talon 1000 R/RS/X/X-4/XS/XS-4（6款） 川崎TERYX KRX 1000 庞巴迪Maverick SPORT 春风Z10/Z10-4	北极星GENERAL XP 1000 本田Talon 1000R-4 FOX Live Valve 川崎TERYX KRX4 1000	北极星Xpedition ADV/XP	庞巴迪Maverick X 庞巴迪Maverick R MAX
	900cc	北极星RZR trail 北极星RZR trail S 900 sport 庞巴迪Maverick trail		北极星RZR pro XP 庞巴迪Maverick X3 DS	北极星RZR pro S 庞巴迪Maverick X3 MAX/MAX X/RS/X（4款）	
UTV	1500cc			北极星 RANGER XD 1000		北极星 RANGER XD 1000 NorthStar Edition
	1000cc	北极星 RANGER 1000 本田Pioneer 1000 川崎MULE PRO-DXT 川崎MULE PRO-FX 1000/PRO-FXR 1000 春风CFORCE 1000XL 春风U10pro/U10 XL pro	北极星 RANGER XP 1000 庞巴迪Defender DPS CAB 春风U10pro highland	北极星 RANGER XP 1000 NorthStar Edition 川崎MULE RIDGE 庞巴迪Commander XT-P/X MR/XT（3款） 庞巴迪Defender/X MR/GXG（3款） 春风U10 XL pro highland	庞巴迪Defender XT/MAX/PRO（3款）	
ATV	1000cc	北极星sportsman scrambler XP 1000S 北极星sportsman touring XP trail 北极星sportsman XP 1000S 庞巴迪Renegade 1000R/X MR 庞巴迪OUTLANDER 1000R				

- **销量份额**：据我们估算，2024年春风全球ORV销量市占率18%，已超过日系二线品牌。
- **收入份额**：据我们估算，2024年春风全球ORV收入市占率仅5%，与北极星/庞巴迪相比仍有较大差距。
- **收入比较**：2024年，北极星/庞巴迪ORV业务收入规模分别为406/380亿元，川崎/雅马哈分别为107/44亿元，春风为72亿元，对标全球龙头还有5-6倍差距。

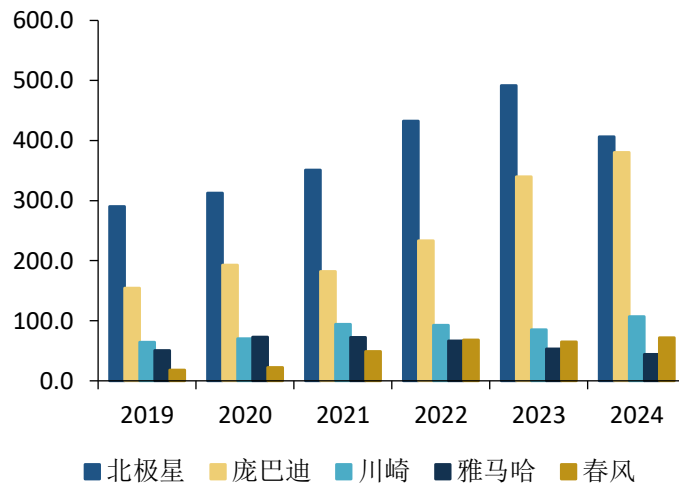
图：2024年全球全地形车格局
(销量口径, 估算值)



图：2024年全球全地形车格局
(收入口径, 估算值)



图：2019-2024年各车企全地形车收入 (亿元)



- 公司新平台首款产品U10pro北美订单火爆，验证公司产品力。
- 动力性领先：春风采用三缸发动机，竞品为双缸发动机，同样排量段下，春风马力/扭矩分别达到90hp/94.5Nm，竞品马力/扭矩分别为82hp/80Nm。
- 内饰/智能化领先：内饰好于竞品，仪表方面，采用8-10寸高清触控屏，尺寸更大且支持智能化功能。
- 性价比优势：U10 pro Highland版本售价2.4万美金，而竞品价格2.9-3万美金。

图：春风动力U10pro竞品分析

车型维度	春风 U10 PRO highland	北极星Ranger XP 1000 NorthStar Edition	庞巴迪Defender Limited
价格 (美元)	23,999	28999	30199
车厢形式	全封闭	全封闭	全封闭
车载空调	有	有	有
马力	90 hp	82 hp	82 hp
扭矩	94.5 N·m	80 N·m	80 N·m
仪表配置	10 英寸高清触控屏，支持 Apple CarPlay/Android Auto	7 英寸 LCD 仪表	7.6 英寸数字显示仪表
发动机类型	998cc 三缸自然吸气，带 VVT	999cc 双缸，ProStar四冲程DOHC	976cc V 型双缸水冷
排量 (cc)	998	999	976
货箱载重 (kg)	500	454	454
拖拽能力 (kg)	1200	1134	1134
离地间隙 (mm)	350	360	254
特色配置	电动货箱倾斜、EPB、自动驻车、OTA 高性能适时四驱 / 两驱、Pro Shield驾驶升级、氮气减震		智能 LinQ 附件系统

展望-新品周期：Z10定位性能SSV，对标Polaris RZR XP及Can-Am Maverick X3

- **Z10/Z10-4**：定位性能SSV，对标Polaris RZR XP及Can-Am Maverick X3，具备性价比。
- **Z10对标RZR XP**：同价高配，25款价格相同（RZR XP26款价格高于Z10），Z10发动机带涡轮，马力显著强于RZR XP，仪表盘配置更高。

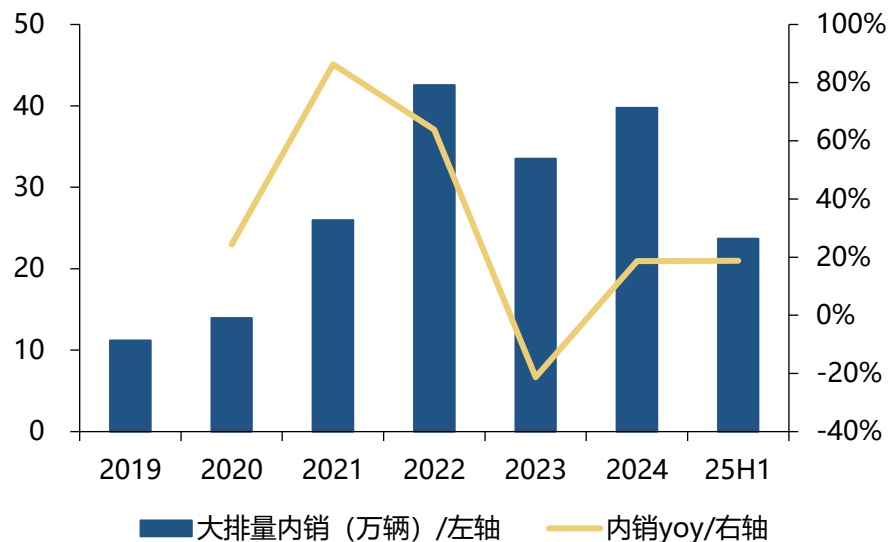
图：春风动力Z10竞品分析（所选车型为25款，北极星26款产品有涨价）

	CFMOTO ZFORCE Z10	Polaris RZR XP 1000 Sport	Polaris RZR PRO XP	CFMOTO ZFORCE Z10-4	Polaris RZR XP 4 1000 Sport	Polaris RZR PRO XP 4
图片						
售价 (US MSRP \$)	19999	19999	23999-33999	22999	22999	26999-33999
座位数	2座	2座	2座	4座	4座	4座
长×宽×高 (in)	129×64×68.5	119.5×64×71.1	126.1×64×71.7	159×64×68.5	147.8×64×75	155×64×73.6
整备质量 (lb)	1863	1567	1913	2105	1921	2066
离地间隙 (in)	14	14	14.5	14	14.5	14.5
油箱 (gal)	9.9	9.5	12	9.9	9.5	13
发动机 (缸/冲程/涡轮/DOHC)	3缸/4冲程/涡轮/DOHC	2缸/4冲程/自然吸气/DOHC	2缸/4冲程/涡轮/DOHC	3缸/4冲程/涡轮/DOHC	2缸/4冲程/自然吸气/DOHC	2缸/4冲程/涡轮/DOHC
排量 (cc)	998	999	925	998	999	925
最大功率	143 hp	114 hp	181 hp	143 hp	114 hp	181 hp
最大扭矩	136 N·m	—	—	136 N·m	—	—
最大功率转速	7,750 rpm	—	—	—	—	—
减震器	FOX QSE 可调，方向盘三挡（软/中/硬）	Walker Evans 2.0（前）/2.5（后）针阀，16段可调	Walker Evans 2.0（前）/2.5（后）针阀，16段可调	FOX QSE 可调，三挡	Walker Evans 2.0（前）/2.5（后）针阀，16段可调	Walker Evans 2.0（前）/2.5（后）针阀，16段可调
仪表盘/显示	12.3" MMI 触屏，支持 Apple CarPlay	双指针+4" LCD 信息中心	双指针+4" LCD 信息中心	12.3" MMI 触屏，支持 Apple CarPlay	7" RIDE COMMAND 显示（带倒车影像/GPS）	双指针+4" LCD 信息中心

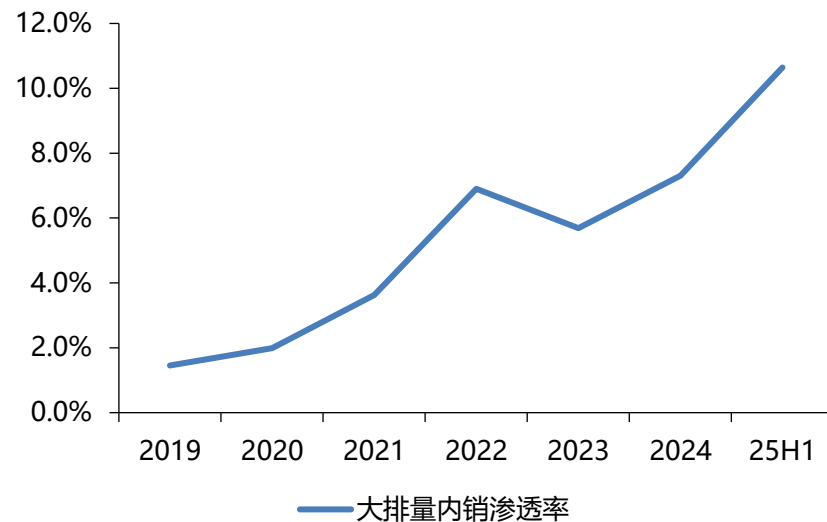
摩托车：广阔市场孕育自主龙头

- **2020年开始国内玩乐型摩托车销量崛起。**2020-2022年，内销大排量销量迅速从14万辆攀升至43万辆，2年CAGR 74.7%，2023年疫情放开后需求短暂下滑，2024年恢复增长至40万辆，25H1销量24万，延续增长趋势，同比+18.7%。
- **渗透率维度：**2019-2025H1，内销大排量渗透率从1.5%提升至10.6%。

图：2019-2025H1大排量内销销量及同比



图：大排量摩托车内销渗透率 (%)

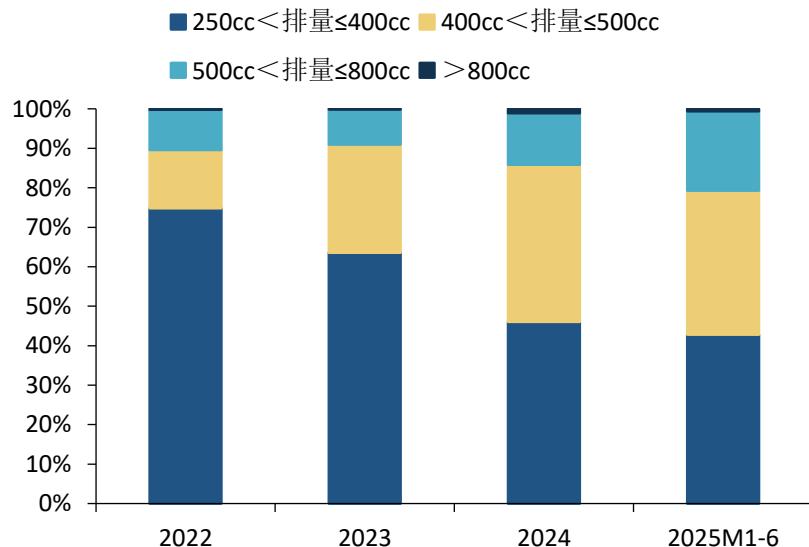


内销-行业趋势：国内玩乐型摩托车市场仍在快速发展阶段，圈层规模扩大，排量段升级迭代，消费趋势多变

- **圈层规模扩大，消费者基盘增加：**玩乐型摩托车受众有限，具有圈层文化特点，20年起随着移动互联网发展有明显破圈，当前圈层规模仍在持续扩张，根据秒针研究院统计，25Q1摩托车圈是规模和声量同环比增速最快圈层（对比说唱圈等），潜在玩家持续增加。
- **排量段升级：**从摩托车玩家升级路径来看，新手入门通常选择250cc左右中等排量车型，单价1.5-2万，据调研，80%以上玩家会在2-4年更换400cc以上排量更大车型，而资深高水平玩家则可能选择800cc以上产品。2022-2025H1，大排量产品中400cc以上占比从25%提升至57%。
- **消费趋势多变：**国内摩托车市场仍在快速发展期，消费者尚不成熟，消费趋势多变，要求车企具备快速响应+驾驭多种车型的能力。趋势上，20年仿赛车型爆发，22年起巡航车型崛起，当前国内市场形成仿赛+巡航为主的格局。随国内摩托车消费者成熟，个人需求明确，会根据需求场景选择不同车型，如仿赛适用于赛道/跑山，拉力则更适合摩旅，参考海外成熟市场，未来国内消费者需求偏好或更为稳定。

图：2022-25H1大排量内销销量结构

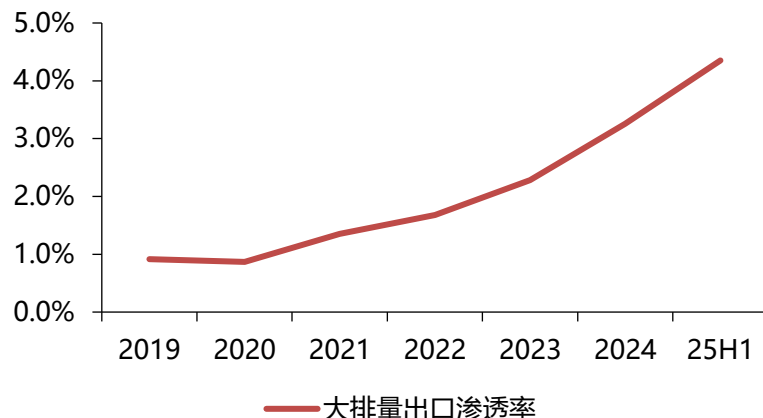
图：国内消费者升级迭代趋势



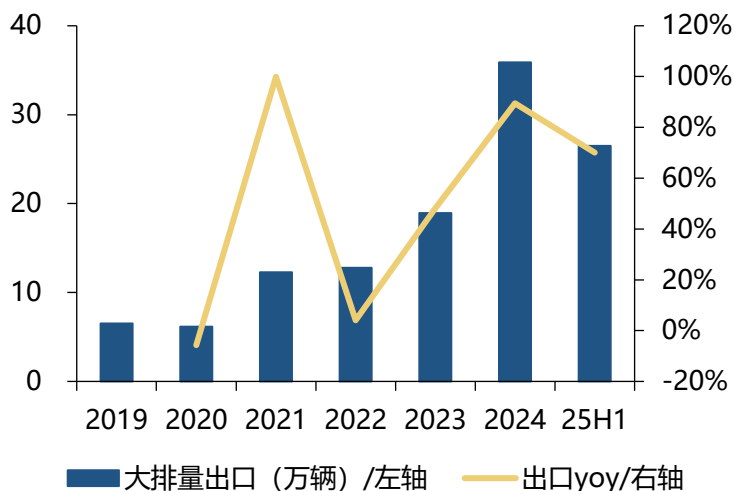
出口-行业趋势：21年起大排量摩托车出口爆发

- **2021年起大排量摩托车出口爆发**：2019-2024年大排量出口从6.5万辆增长至36万辆，5年CAGR 40.7%，25H1大排量出口27万辆，同比+70%，维持高速增长。2019-2025H1，大排量出口渗透率从0.9%提升至4.4%，中国摩托车出口从拼制造成本的低价小排量车型出口逐步转型拼产品力的大排量车型出口。
- **出口流向**：当前大排量出口最主要市场为拉美+欧洲+独联体（合计占90%），其中拉美部分为代工出口，欧洲为含金量最高市场，25H1三大市场保持高增速。

图：大排量摩托车出口渗透率（%）



图：2019-2025H1大排量出口销量及同比

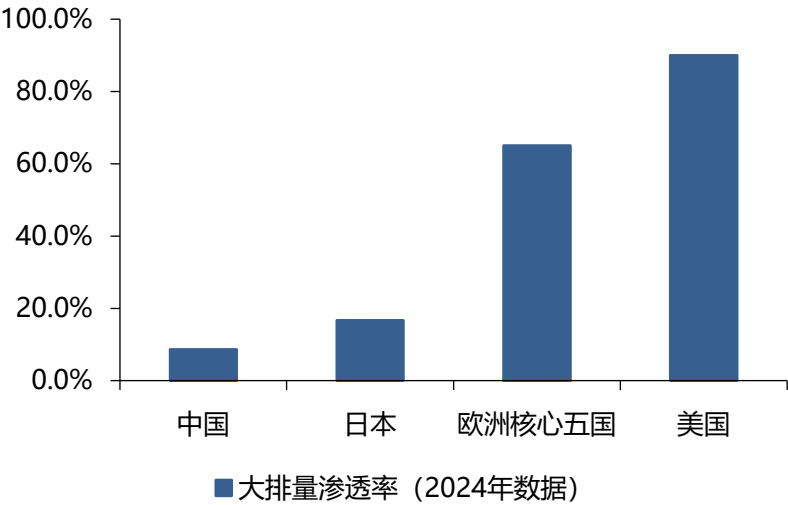


图：2020-2025H1大排量出口流向

大排量出口 (万辆)	2020	2021	2022	2023	2024	25H1	25H1占比	25H1yoy
拉美	3	6	6	12	27	16	35%	59%
欧洲	3	6	9	10	13	12	27%	60%
独联体	0	1	1	3	11	13	28%	184%
亚洲	1	2	2	2	3	2	4%	92%
非洲	0	0	0	0	1	1	1%	257%
中东	0	0	1	1	2	1	2%	-31%
北美洲	0	0	1	1	1	1	3%	95%
大洋洲	0	0	0	0	1	0	1%	17%
大排量摩托车	8	15	20	30	58	47		81%

- 大排量+出口空间广阔，产业趋势尚在早期。
- 大排量内销中长期展望翻倍空间。2024年，日本大排量渗透率16.7%，且自2011年起持续提升，而欧洲/美国大排量渗透率约为65%/90%。对标海外，我们认为，中国大排量摩托车中长期可看翻倍空间。
- 大排量海外为国内8-9倍空间。根据statista及调研数据，我们估算2025年海外摩托车市场规模4806万台，其中大排量规模347万台，海外市场整体为国内市场10-11倍，海外大排量市场为国内市场8-9倍。

图：2024年中国与海外部分国家大排量渗透率



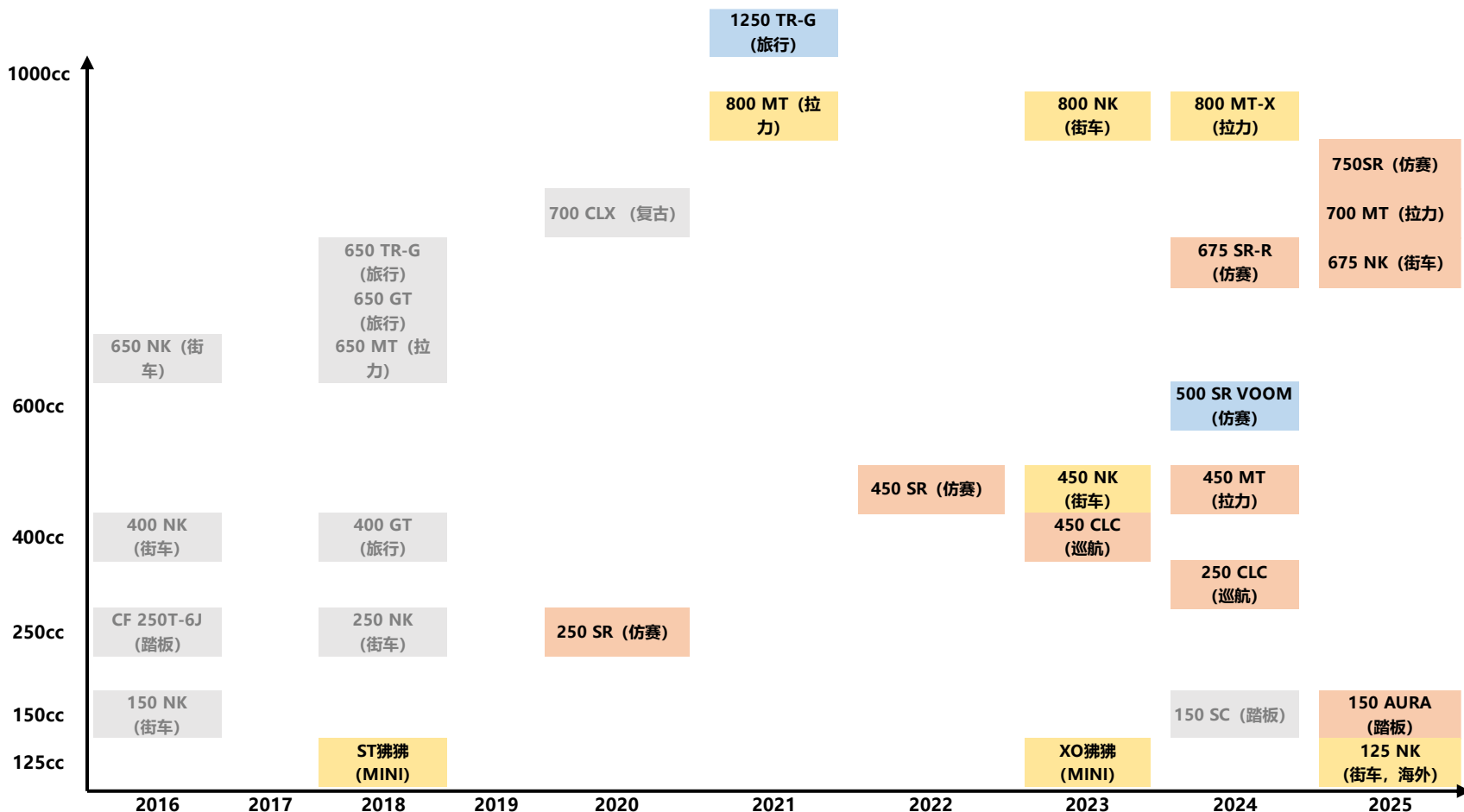
图：2025E海外摩托车市场规模

区域	销量 (万辆)	大排量 占比	大排量销量 (万辆)
欧洲	200	65%	130
核心五国	120	65%	78
拉美	500	10%	50
亚洲	3500	2%	80
东南亚	1300	2%	26
南亚	1800	2%	36
日韩	50	20%	10
非洲	229	2%	5
土耳其	100	10%	10
北美	65	90%	59
中东	200	2%	4
大洋洲	12	80%	10
海外合计	4806	7%	347

春风两轮车复盘：20年推出250平台，22年推出450平台，24年推出675平台，23年起开启强势产品周期

- 春风历史上主要的新品包括，20年推出250平台，22年推出450平台，23-24年在250/450/800平台上均推出重点新品，24年推出675平台和150踏板车，25年推出750平台。

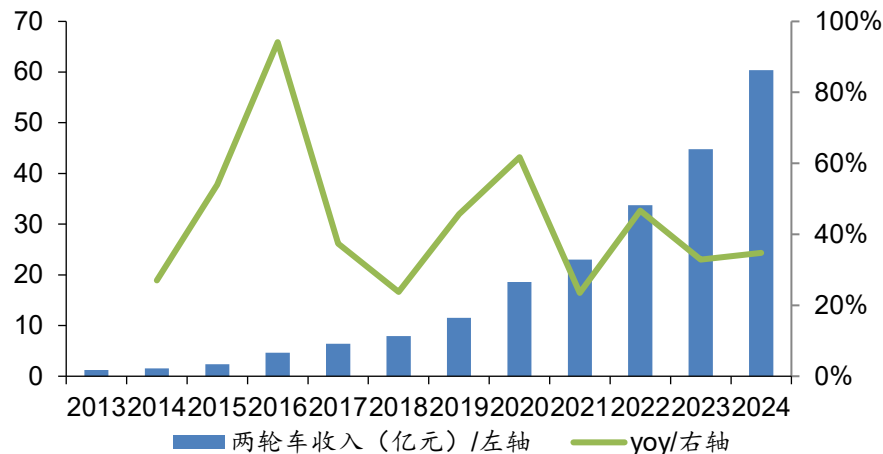
图：春风动力2016-2025年历年新推产品线



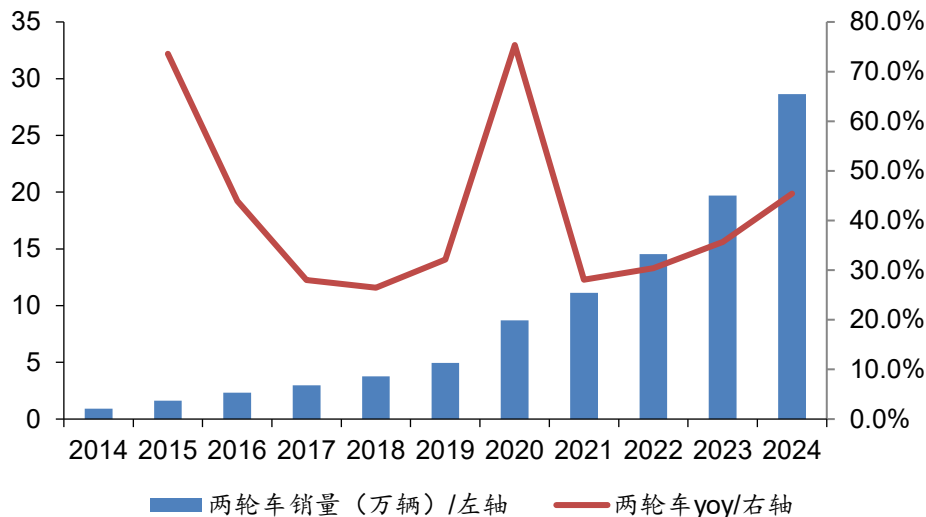
春风两轮车复盘：销量/收入持续增长，出口逐渐成为核心增长点

- ◆ 量：2019-2024年，两轮车销量从5万提升至28.7万，5年CAGR 42%。
- ◆ 收入：2019-2024年，两轮车收入从11.5亿元提升至60.4亿元，5年CAGR 39%。
- ◆ 收入结构：2022年起，两轮出口爆发，在收入中占比快速提升，2024年占比49%，逐渐成为核心增长点。

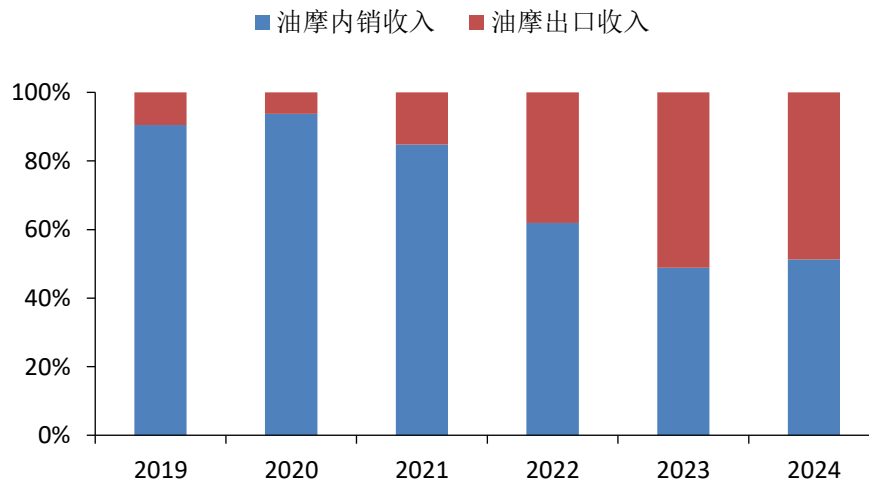
图：春风动力2014-2024两轮车收入及增速



图：春风动力2014-2024两轮车销量及增速



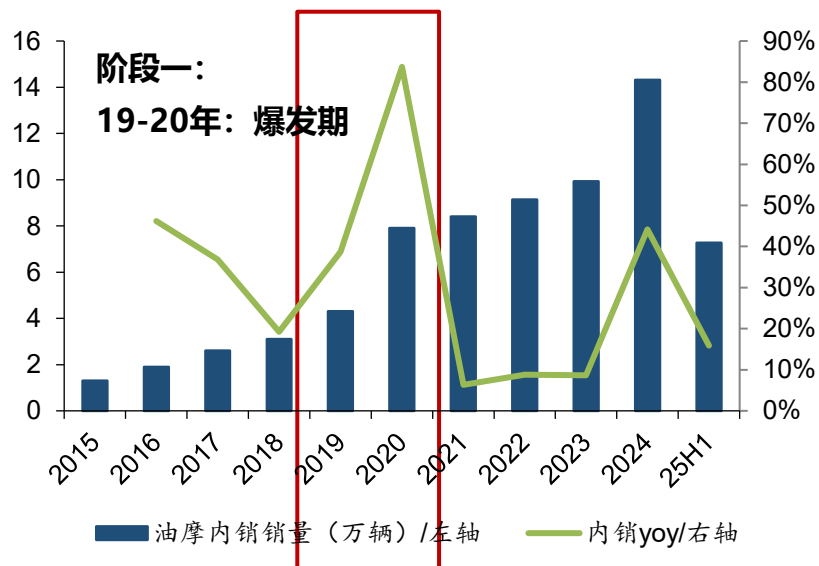
图：春风动力油摩出口和内销收入占比



春风两轮车内销复盘：20年行业β向上+推出250SR爆品驱动内销爆发

- **阶段一：19-20年爆发期，国内β向上+推出250SR爆品**
- 19-20年，春风摩托车内销同比分别+39%/+84%。20年春风推出爆品250SR，20年全年内销销量达4.6万台，单一车型贡献了3万增量。
- 250SR推出之前，国内250cc排量段仿赛市场国产供给非常匮乏，主要产品为合资的豪爵铃木 GSX250R、新大洲本田 CBR300R、进口川崎Ninja250、本田DREAMWING CBR 250R，国产供给产品力不足，春风250SR的推出通过产品力+性价比带动了整个细分市场的销量爆发。
- 250SR价格比豪爵铃木GSX250R低30%-40%，在发动机最大功率、扭矩、转速上高于GSX250R；动力参数虽然不及ninja250，但价格比ninja250低60%。

图：2015-25H1两轮车内销销量及增速



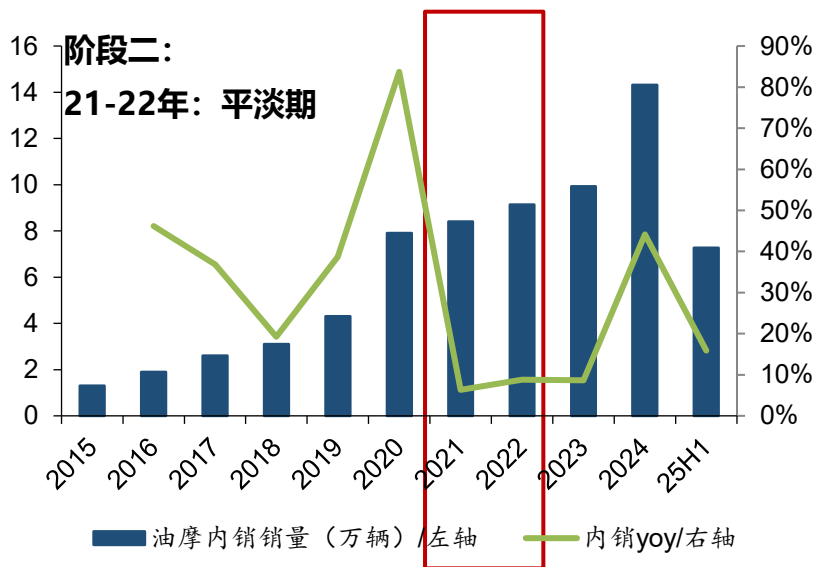
图：春风250SR竞品分析

车型	春风250SR	豪爵铃木GSX250R	川崎Ninja250
价格	16880-19980	26680-30680	43900
发动机	单缸水冷DOHC 缸径×行程72×61.2mm	并列双缸水冷DOHC 缸径×行程53.5×55.2mm	平行双缸水冷DOHC 缸径×行程62×41.2mm
最大功率	20.5kW	18.4kW	26kW
最大扭矩	22N·m	23.4N·m	22N·m
峰值转速	9750rpm	8000rpm	12500rpm
最高车速	128km/h	140km/h	160km/h

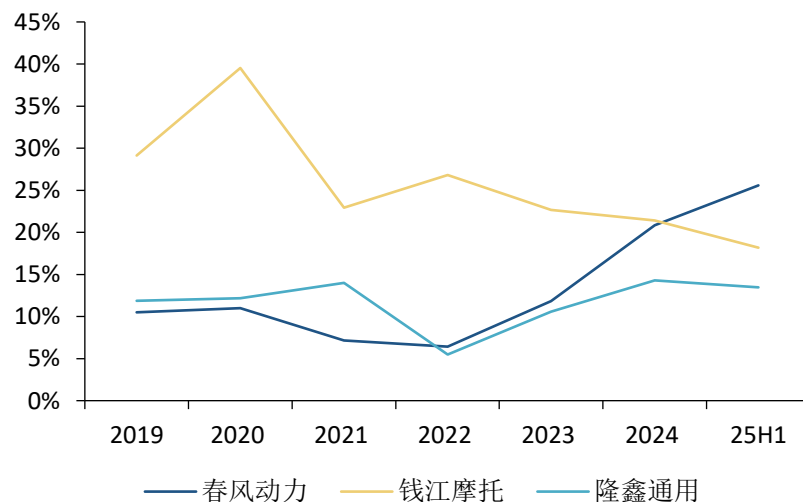
春风两轮车内销复盘：竞争加剧+消费趋势变化+新品空缺导致增速放缓

- **阶段二：21-22年平淡期，增长降速**
- **250cc市场竞争加剧，春风份额下滑：**春风成功后250cc仿赛市场竞争加剧，国产竞对自20H2开始在250cc排量段推出同价位仿赛竞品，如20H2上市的无极300RR、21年上市的钱江赛250、无极250RR等，入门价格均下探至2万以下，19年国内新上市200-300cc仿赛车仅5款，21-23年上市新品年均25款。此外，400/650平台产品销量和份额也持续下滑。
- **700CLX销量表现平淡：**新品700CLX 20年销量平淡，一是20年国内的600cc+排量受众不足，二是定位复古车型本身较为小众，三是当时春风自身在700cc排量段技术储备不足。
- **需求变迁和相应供给不足：**巡航车兴起，但春风当时缺乏较有竞争力的巡航产品。

图：2015-25H1两轮车内销销量及增速



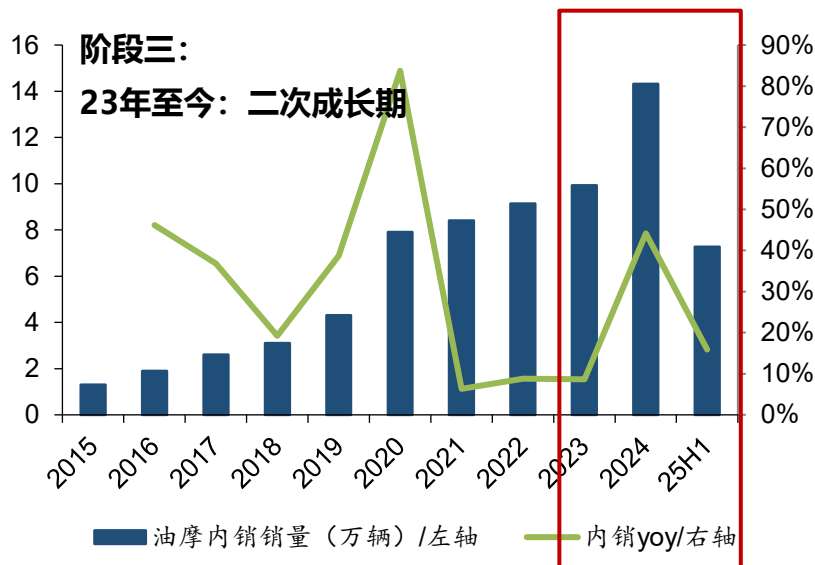
图：春风/钱江/隆鑫市占率



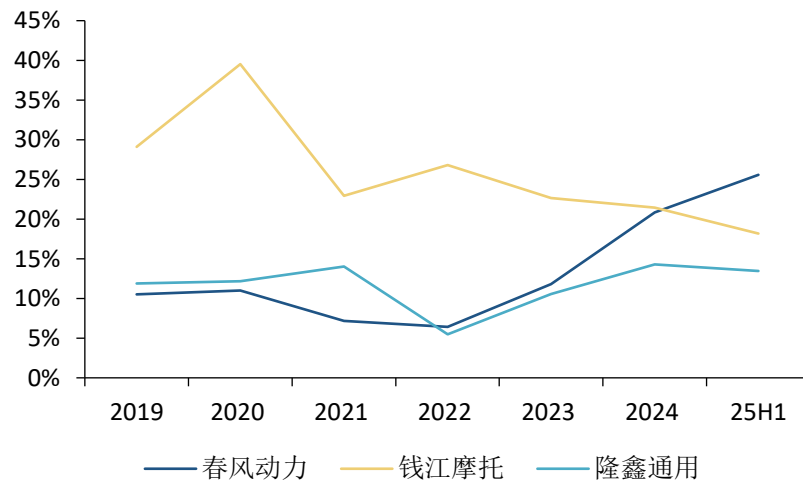
春风两轮车内销复盘：450平台再次成功，开启强势新品周期，25年开始向600cc+升级

- **阶段三：23年至今二次成长期，23年起份额回升**
- **推出450新平台**：22年推出450平台首款产品450SR；2023年推出450SR-S（单摇臂版本），同年推出450CLC/450NK/800NK/XO狒狒，迎来强势新品周期。
- **产品补齐**：23-24年先后推出450CLC和250CLC，在巡航车市场补齐产品供给。
- 23年国内行业下行，春风内销250cc+份额从6%回升至12%，内销销量逆势同比+9%。

图：2015-25H1两轮车内销销量及增速



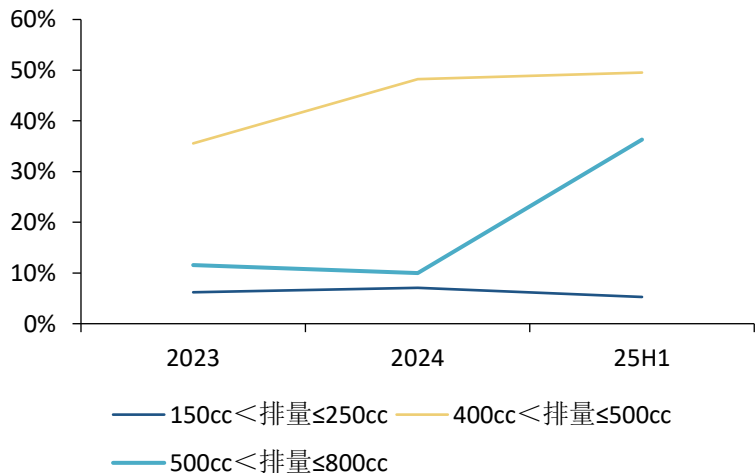
图：春风/钱江/隆鑫市占率



春风两轮车内销复盘：450平台再次成功，开启强势新品周期，25年开始向600cc+升级

- **阶段三：23年至今二次成长期，24年起春风迎来 α 与 β 的共振**
- **行业回暖：**经历23年短暂冲击，24年/25H1国内大排量市场同比+18.6%/+18.7%，恢复增长。
- **24年：450平台爆发。**450平台车型丰富度大幅提升，24年450平台仿赛/巡航/拉力/街车四类车型全部推出，且24款450SR给出3k官降，性价比提升，400-500cc市占率从36%进一步提升至48%。
- **24年：补齐巡航车产品。**250平台推出CLC车型，补齐巡航车产品供给。
- **25年发力点1：600-800cc产品。**25年春风新品主要集中在600cc+排量段，675平台的推出标志着春风平台的再度升级，450承接了250升级需求，675承接450升级需求。24年9月春风发布675SR/800MTX，25H1又发布675NK/700MT/25款800MT，600cc+新品的推出带动春风在500-800cc排量段市占率从10%提升至36%。
- **25年发力点2：小排量踏板车。**25年6月发布复古踏板车150AURA，采用全自主研发发动机+复古造型。

图：2023-25H1春风在国内分排量段市场市占率



图：2023-25H1春风分排量内销销量同比变动值

内销销量同比变动值 (辆)	2023	2024	25H1
150cc≤	905	-5675	-888
150cc < 排量≤250cc	-11799	7780	-5636
250cc < 排量≤400cc	-1812	-392	-108
400cc < 排量≤500cc	16166	43249	-527
500cc < 排量≤800cc	-532	1713	16797
销量变化	2731	46299	9944

图：2024款春风450SR及675SR-R竞品分析

产品	春风 450SR	QJMOTOR 赛450	赛科龙 RC401	凯越 450RR	川崎 Ninja 400
款式	2024款 450SR	2024款 赛450	2024款 RC401 电子离合版	2024款 450RR 新玩家	2024款 Ninja 400 KRT版
价位(元)	28580	23999	23988	29980	42800
排量(cc)	450	450	400	450	400
长x宽x高(mm)	1990x735x1130	2030x750x1150	2010x760x1180	2015x740x1090	1990x710x1120
座高(mm)	795	785	785	785	785
轴距(mm)	1365	1380	1400	1385	1370
整备质量(kg)	168	173	178	165	168
发动机气缸数	双缸	双缸	双缸	四缸	双缸
最大功率(kW)	37	39	33	52	35
最大扭矩(N·m)	39	43	37	39	37
最高车速(km/h)	190	190	155	220	-
电控/智能化要点	ABS、TCS、5寸曲面屏TFT, 支持MotoPlay、手机互联	ABS、TCS、TFT5寸宽屏、手机互联	ABS、电子离合、TFT仪表、手机互联	ABS、TCS、液晶仪表	ABS、指针+数码负显LCD

产品	春风 675SR-R	无极 RR660S	QJMOTOR 赛600	川崎 Ninja 650	雅马哈 YZF-R7
款式	2024款 675SR-R	2024款 RR660S	2024款 赛600RS	2023款 Ninja 650	2024款 YZF-R7
参考价	41580	35999	38999	69300	109800
最高车速(km/h)	230	235	220	-	-
排量(cc)	675	660	680	650	700
进气形式	自然吸气	冲压进气	冲压进气	自然吸气	自然吸气
发动机气缸数	三缸	四缸	四缸	双缸	双缸
长x宽x高(mm)	2020x728x1105	2090x750x1210	2085x770x1150	2115x740x1145	2070x705x1160
最大马力(ps)	95.2	100.6	101.3	61.9	73.4
最大功率转速(rpm)	11000	11500	11500	7200	8750
最大扭矩(N·m)	70	64	68	62.1	67
座高(mm)	810	810	815	790	835
仪表盘	5英寸曲面屏TFT仪表,支持MotoPlay	TFT仪表	TFT仪表	TFT彩色液晶仪表	LCD多功能液晶仪表盘
手机连接功能(蓝牙/WIFI等)	标配	标配	标配	标配	-
导航投屏功能	标配	标配	标配	无	-
USB充电口	标配 USB	标配 USB	标配 USB	无	无

- ◆**品牌**：在摩托范品牌榜单中，春风动力人气位居所有品牌首位，且人气指数大幅领先第二名。
- ◆**渠道**：2020-2024年，春风持续进行渠道建设，国内CFMOTO渠道数量从500+家增长至600+家，截至24H1，CFMOTO网点数量近1000家，在国内玩乐品牌中属于领先水平，25年起春风渠道建设预计将稳健进行，更注重渠道质量优化。

图：摩托范榜单（截至25年8月2日）



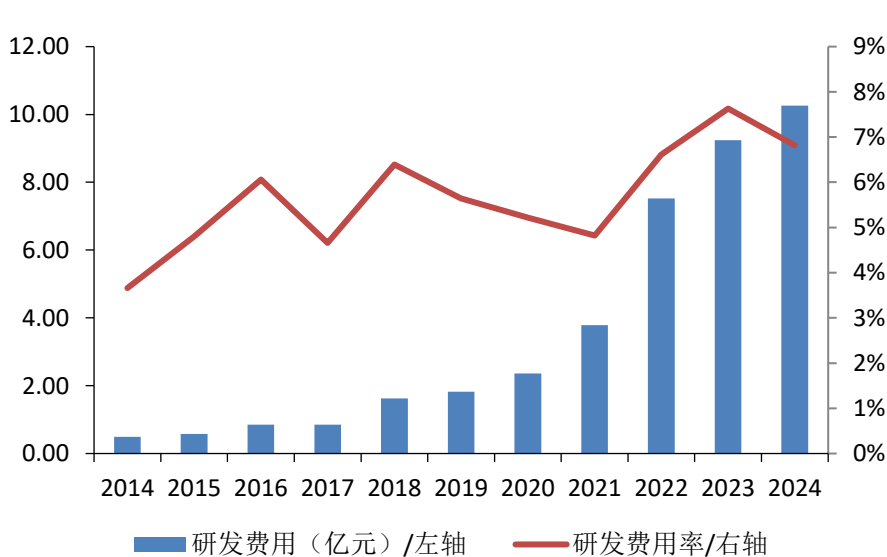
图：春风及其他国产品牌国内网点对比（家）

	2020	2021	2022	2023	2024
CFMOTO国内渠道	估算500+	600+	600+	600+	600+
无极国内网点	282	335	433	470	990 (472形象店)
QJMOTOR门店	-	约390	890+	1300+	-
凯越	600+	-	-	-	-

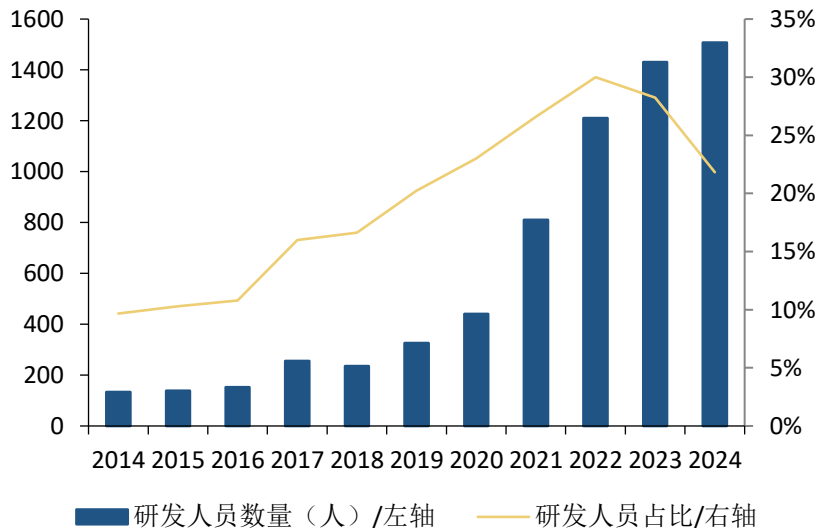
技术：20年起国产车企开始加大投入，2-3年后体现为国产车技术水平上台阶

- 20年起国内大排量市场的爆发，让国产车企更有能力+有意愿投研发，带动了国产车企的技术进步。春风研发费用一直保持较高水平，但研发费用额直到20年之后才出现爆发式增长，研发人员数量也在21-23年快速扩张，在总人数中占比也逐步提升。
- 玩乐型摩托车是需要技术的产品，发动机是最具核心壁垒环节。自主研发发动机平台需要2-3年时间，在既有平台上研发新车需要1年左右，同排量不同车型一般基于同一发动机平台开发，差异主要体现在参数调教的不同。
- 20年起市场爆发，国产车企盈利改善，同时开始重视大排量市场，研发投入显著增加，经过2-3年的周期后，技术水平提升一个台阶。

图：春风研发费用及研发费用率

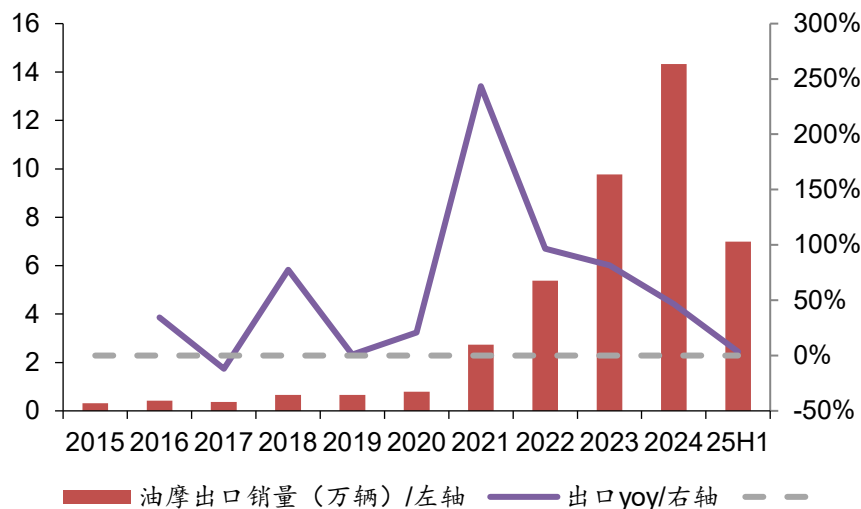


图：研发人员数量及占比

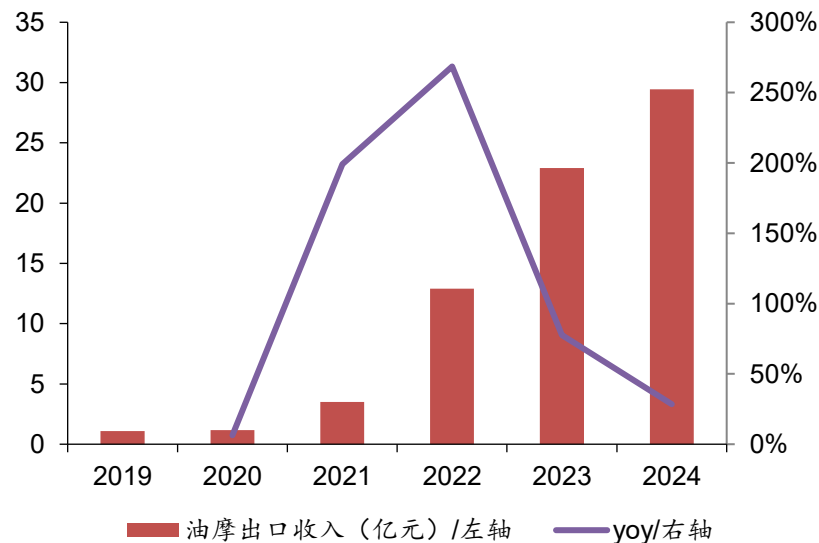


- ◆ **销量**：出口从21年开始爆发，2020-2024年春风摩托车出口销量从0.8万辆快速增长至14.3万辆，4年CAGR 106%。
- ◆ **收入**：2020-2024年，春风摩托车出口收入从1.2亿元增长至29.4亿元，4年CAGR 124%。

图：春风油摩出口销量及增速



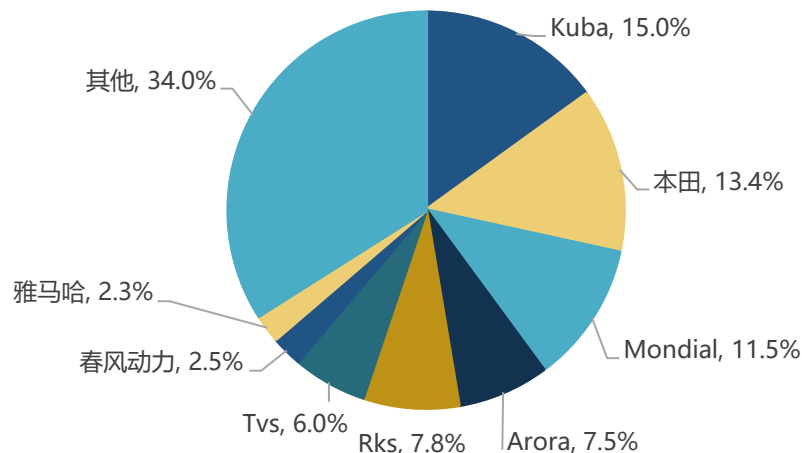
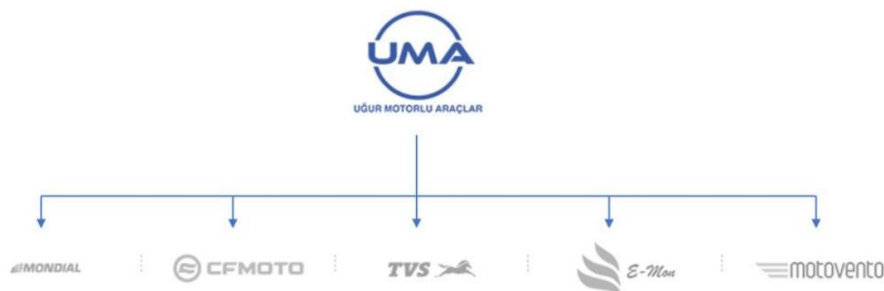
图：春风油摩出口收入及增速



- **摩托车出口与内销的竞争要素有所不同。**国内的竞争是产品力（外观/性能/品控/价格）+渠道+营销的综合竞争，海外的竞争是产品力（更看性能/品控）+代理商资源的竞争。
- **渠道方面：**国内渠道可控性强，核心在于门店铺设数量与管理效率；出口目前除美国外均采用代理商模式，代理商在当地有深厚的渠道和资源积累，且更清楚当地市场需求，能帮助中国品牌快速打开市场，出口更依赖优质代理商资源的抢占和合作关系培养。
- **绑定海外头部代理商打开市场。**以土耳其为例，土耳其摩托车市场中，优质经销资源高度集中于UMA与MJ Group两大头部代理集团，春风自15年与UMA开始合作，关系深厚。24年春风土耳其市场份额达到2.5%，为当地销量最高的中国品牌。

图：2024年土耳其市场摩托车市场格局（销量口径）

图：土耳其UMA集团经销品牌



春风两轮车出口复盘-渠道：海外渠道持续开拓，对标海外龙头仍有差距，当前仍是渠道红利期

- 春风摩托车全球渠道持续开拓，截至2024年已有2000+海外渠道，四轮+两轮合计国际渠道5000+，24年海外销量在中国品牌中领先。
- **对标海外龙头来看：**1) **网点数量：**本田全球经销商网点约3万家，铃木约0.6万家，春风相比仍有较大差距；2) **渠道模式：**日系车企以海外销售子公司+授权经销商为主（春风美国模式），而印度系车企以代理商模式为主，且部分代理商负责海外本地装配，和中国出口模式类似。
- 从海外渠道铺设节奏来看，16-20年，春风全球渠道从1900+家增长至3000+家，前期的渠道铺设为21年起出口爆发提供支撑。

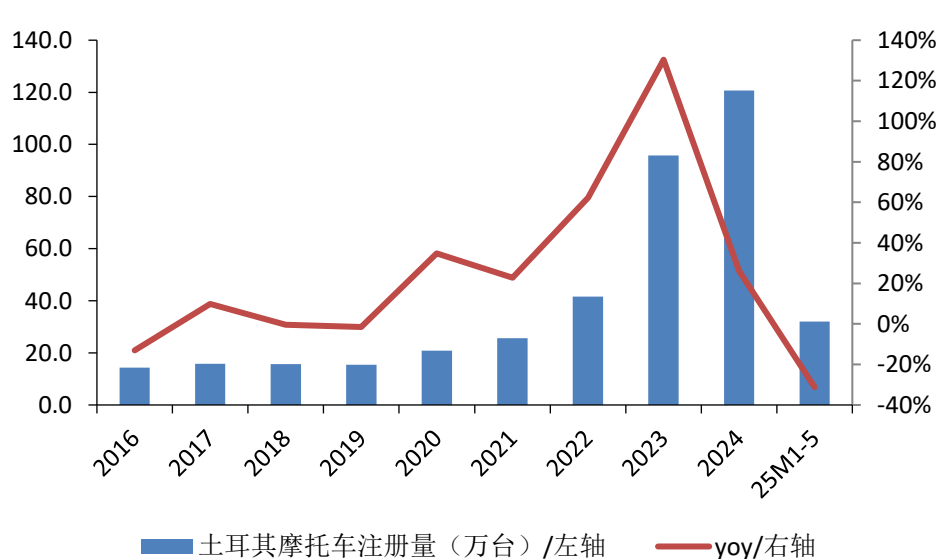
图：春风及海外摩托车龙头渠道梳理

	2016	2020	2021	2022	2023	2024	全球渠道模式
春风摩托车全球渠道	-	-	-	1300+	1700+	2000+	美国为销售子公司，其余国家代理商模式
春风全球渠道合计	1900+	3000+	3000+	3000+	4000+	5000+	部分四轮/两轮渠道共用
无极海外网点	206	206	567	707	864	1165	代理商模式
本田全球渠道	105个海外销售基地，全球经销商约30000家						大部分国家为海外销售子公司+授权经销商，部分特殊国家代理商模式
铃木全球渠道	全球经销商约6000家						海外销售子公司+授权经销商为主
Bajaj	全球代理商66家，网点数量未知						代理商模式，部分代理商也负责CKD/SKD 本地装配与售后网络，设立海外销售子公司辅助市场营销

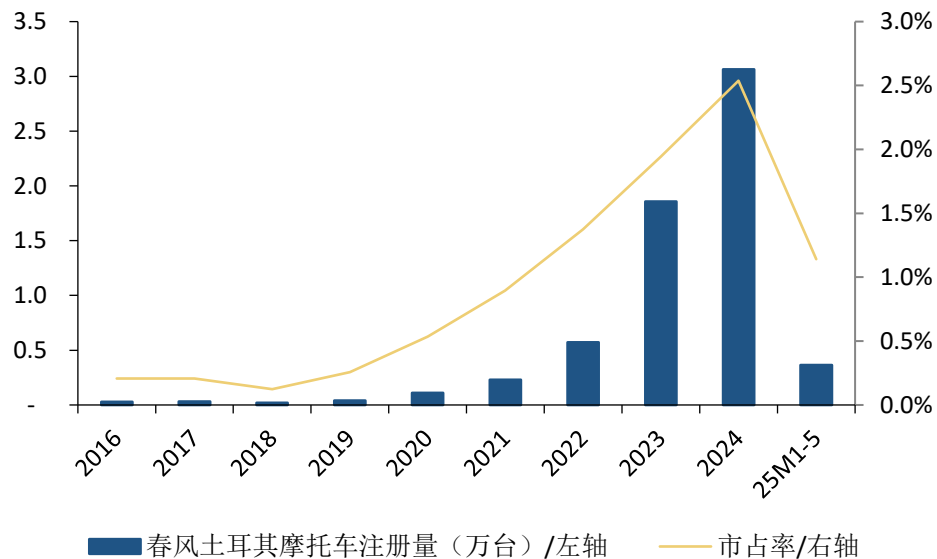
春风两轮车出口复盘：25H1面临土耳其下滑+代理商切换双重压力，25H1出口仍实现增长

- **土耳其市场23-24年爆发。**23-24年，土耳其里拉大幅贬值、国内通胀率飙升，消费降级趋势下摩托车对乘用车的替代效应凸显，叠加25年欧5+切换带来的抢装效应，土耳其摩托车市场迅速扩容至100-120万。
- **排放标准切换导致透支和库存积压，土耳其市场25年回落。**欧5+抢装透支销量且造成库存积压，同时25年禁止欧5车型销售，导致欧5库存去化慢，土耳其市场25M1-5销量同比-31%。**25H1春风土耳其出口承压。**25M1-5，春风土耳其市场实销0.4万辆，同比-73%。
- **KTM破产导致25H1春风欧洲部分国家代理商切换，阶段性影响发货。**
- **双重压力下，25H1春风出口仍实现同比+3.6%的增长，主要由欧洲+拉美拉动。**

图：2016年至今土耳其市场摩托车总销量及同比增速



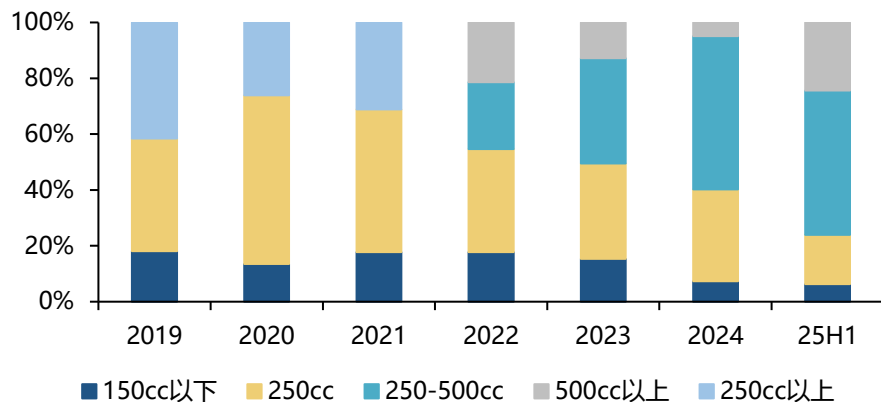
图：2016年至今春风土耳其市场销量及市占率



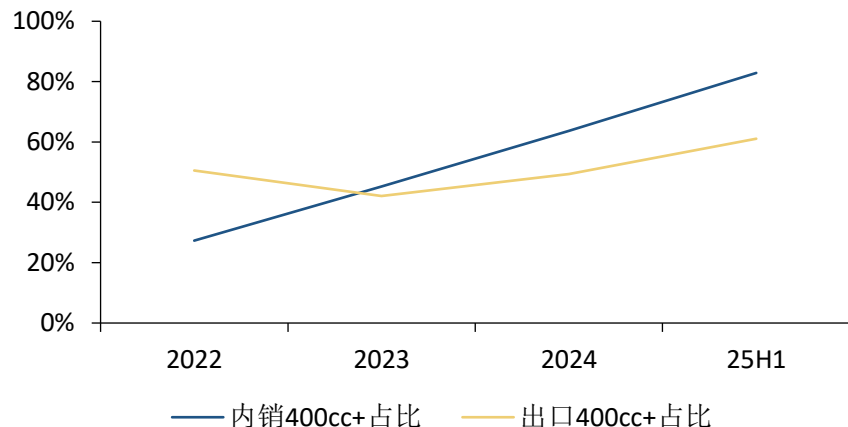
春风两轮车复盘与展望：价格/利润受产品结构+竞争环境影响，排量升级下预计稳中有升

- ◆ 销量结构：春风两轮车销量结构持续升级，400cc+ 占比持续提升。
- ◆ 价格：受产品结构优化+内销价格战影响，2019年起稳定在2.1-2.3万元；内销来看，产品结构持续升级，但23年起受价格战影响价格略有下滑，出口来看，23-24年受土耳其250cc产品发货较多影响，价格略有下降，价格走势整体和产品结构高度相关；25H1公司500cc以上产品占比大幅提升，预计价利有所提升。

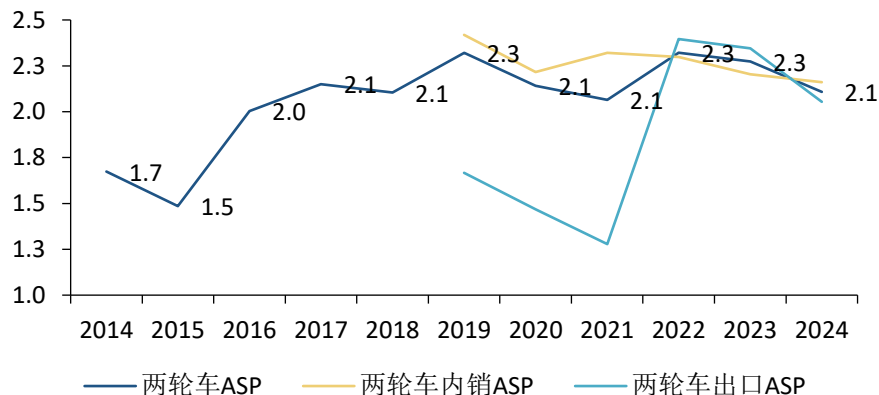
图：春风总销量结构



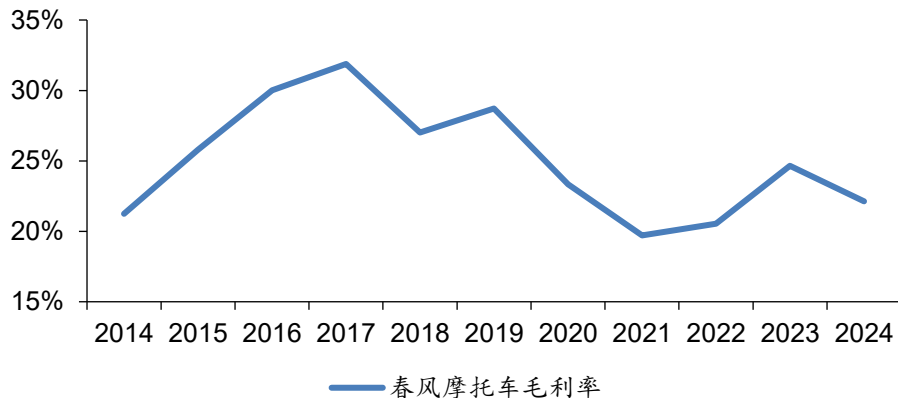
图：春风内外销中400cc+ 占比



图：春风两轮车ASP (万元)



图：春风摩托车毛利率



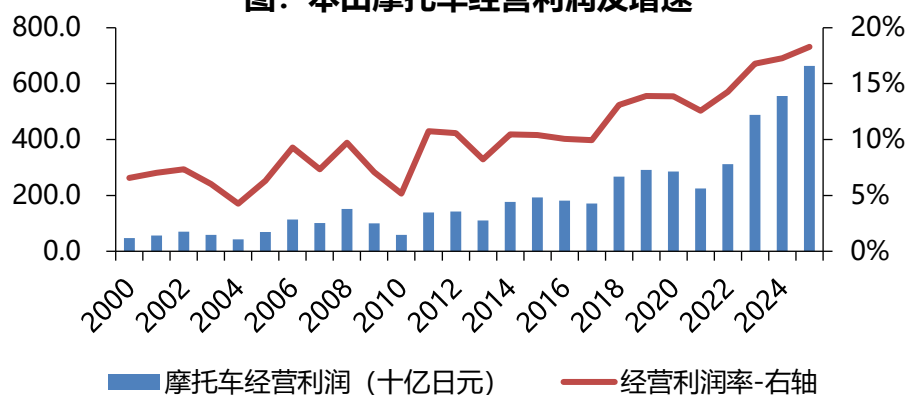
摩托车出口远期展望：对标日企，自主摩托车企收入利润大有空间，广阔市场有望孕育自主龙头

- **对标本田：2024年本田摩托车销量1368万辆，收入2176亿元，ASP1.6万元，经营利润398亿元，对应经营利润率18%，净利率15%，对应摩托车净利润约300亿元；收入/利润为春风的36/55倍。**

图：本田摩托车收入及增速

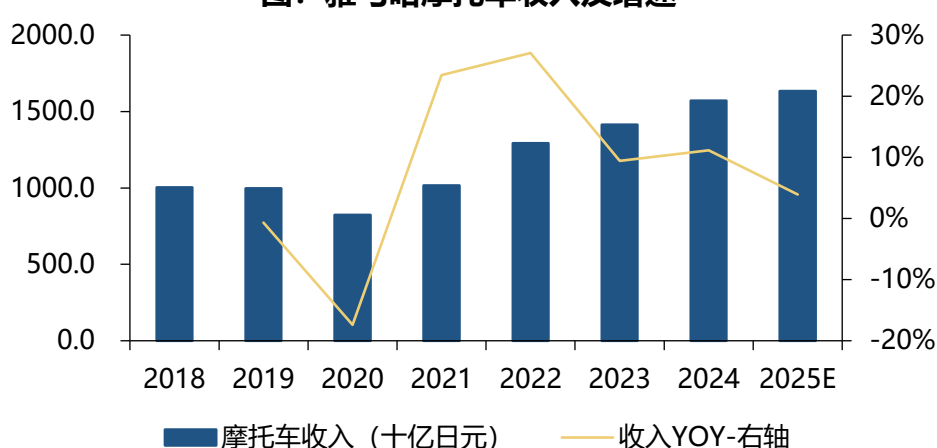


图：本田摩托车经营利润及增速

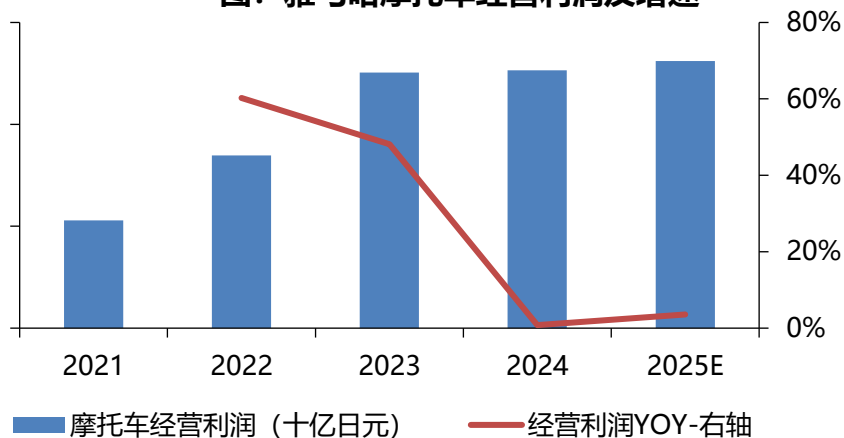


- **对标雅马哈：2024年雅马哈摩托车销量496万辆，收入943亿元，ASP1.9万元，经营利润76亿元，对应经营利润率8%，估算摩托车净利润约60亿元；收入/利润为春风15.6/11倍。**

图：雅马哈摩托车收入及增速



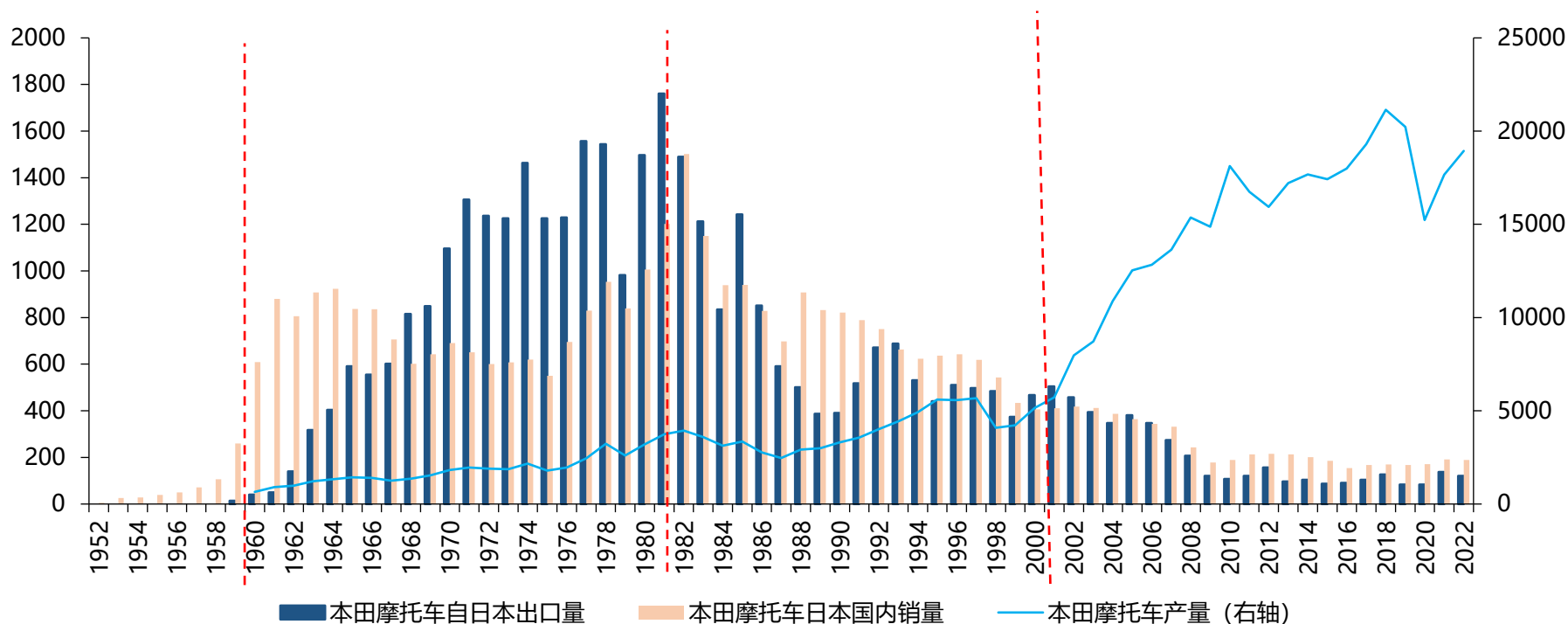
图：雅马哈摩托车经营利润及增速



摩托车出口远期展望：春风还在本田1960-1980年代产品出海阶段，产业发展尚在早期

- **回顾历史，本田摩托车业务采取“本地产销→产品出海→产能出海”的渐进发展模式。**
- **1960年之前：**本田聚焦国内市场。
- **1960-1980年：产品出海时代。**1968年，本田摩托出口首次超过内销，出海策略上，前期将国内畅销产品销往海外（如supercub小排量车型），后期因地制宜开发大排量产品。
- **1980年以后：产能出海阶段。**本田推动全球产能布局，本国出口量下降但全球产量持续增长，当前本田建有58个海外生产基地，在核心出口市场均实现本地化生产。

图：本田摩托车产销情况（千辆）

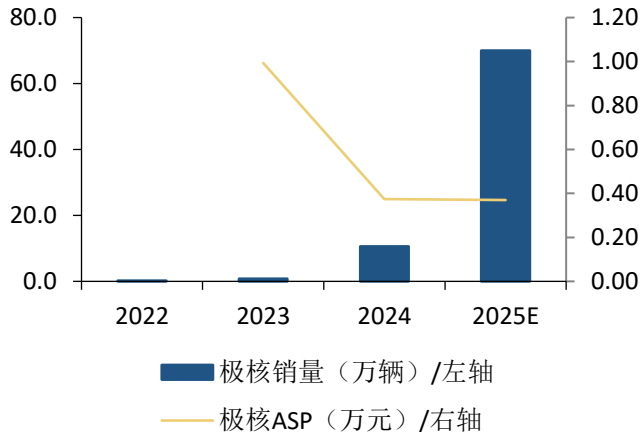


极核：远期有望再造一个春风

极核：定位高端电摩电自品牌，处于快速发展期

- 公司2020年推出全新品牌ZEEHO极核。ZEEHO发布之初定位高端电摩，主要用户群为新生代，品牌定位年轻、时尚、科技、潮流，核心价值观是“大胆、共创、影响”。
- **产品序列**：AE、EZ、MO三大系列，针对不同客群。
- **销量**：2024年，极核销量大幅增长至10.6万台，我们预计25年有望达60-70万台。
- **产品结构**：早期极核只有电摩产品，2024年推出高端电自产品，我们估算24年电自占比达45%，25年进一步提升至70%；**ASP**：随电自占比提升，ASP从1万元下降至3-4千元。

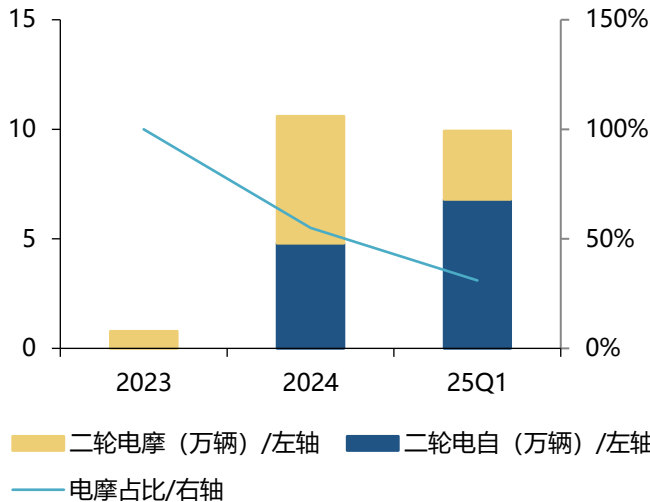
图：极核销量及ASP



图：极核产品序列

产品线	AE 系列	EZ 系列	MO 系列
代表车型	AE8、AE6、AE5、AE4、AE2	EZ3	MO1
车型图片			
特性	高端配置、卓越性能，极清视效体验，游戏、导航、电话、音乐丝滑切换	实用可靠、超大空间、操控灵活、简约时尚	可爱潮流的外观设计、有趣的交互设计，时尚好玩的衍生品，舒适的骑行体验
客群	性能玩家、城市青年、新中产	在校学生、职场新人、通勤族	潮流独立女性、时尚宝妈

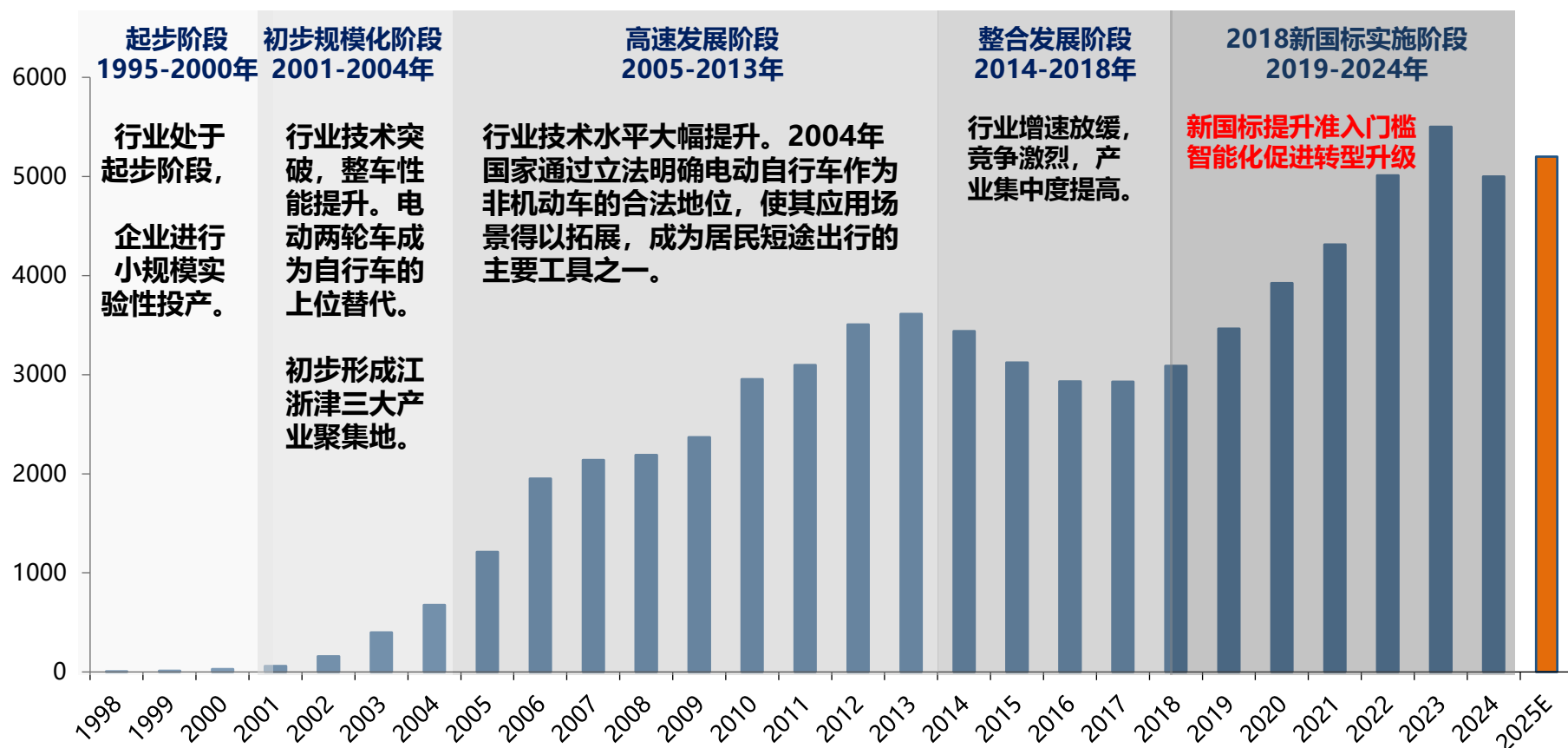
图：二轮电自/电摩及电摩占比



行业总量：电动两轮车行业稳态规模约5000万

- 我国电动两轮车行业经历2005-2013年高速发展期，2014-2018年进入下滑期，2019年起受上一轮新国标驱动，行业销量+集中度提升，我们测算当前行业自然需求稳定在约5000万，2025年行业销量受益于以旧换新政策驱动增长。

图：我国电动两轮车销量（万辆）及各发展阶段



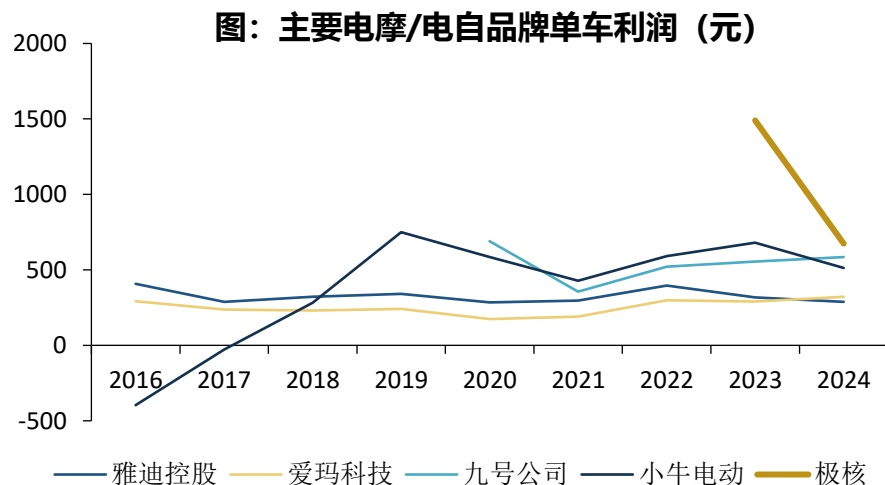
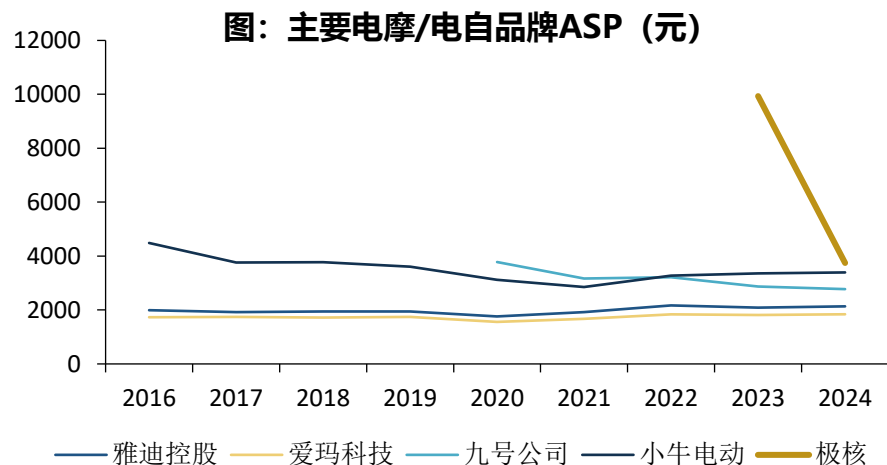
- ◆2025年行业新国标发布，相比原有国标主要变化包括：**1) 防火要求提升**：塑料质量 $\leq$ 整车质量的5.5%；**2) 防篡改要求提升**：电池/电机/电控互认，增北斗动态监测；**3) 部分标准放宽**：铅酸车限重放宽至63kg，取消强制脚踏。
- ◆参考上一轮新国标对行业格局产生重大影响，本轮新国标塑料件等要求对产品形态影响较大，或将再次深度影响行业格局，极核作为新势力或将迎来后发机遇。

图：GB17761-2018和GB17761-2024的内容对比

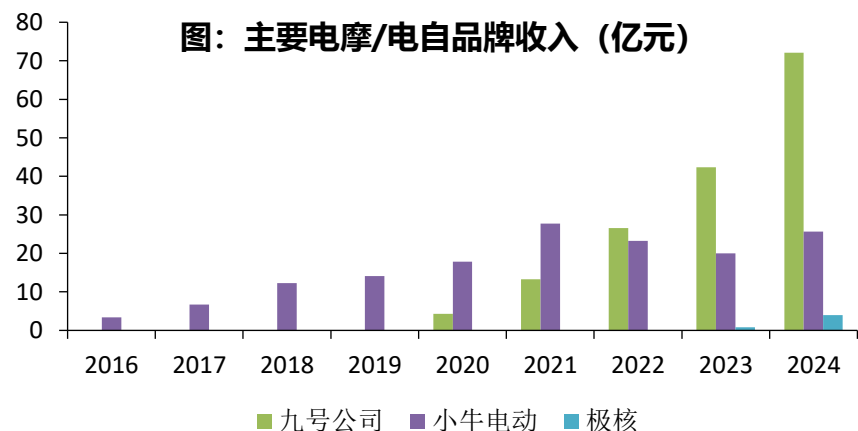
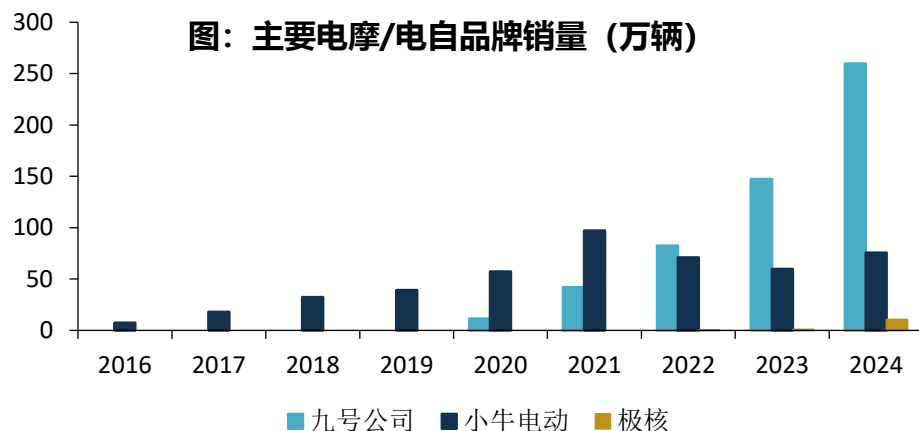
内容	2019新国标	2025新国标
整车质量	不大于55kg	铅酸蓄电池车不大于63kg ，其他类型车不大于55kg
脚踏行驶能力	30min的脚踏行驶距离应不小于5km	删去对脚踏行驶能力的硬性要求 ，允许车企自主决定是否保留该功能
最高车速和提示音	不大于25km/h，超过15km/h时发出提示音	不大于25km/h，超过22km/h时发出提示音
整车标志	规定铭牌应当用中文标明产品名称、型号、制造商名称或商标、制造年月等信息。	新增电池类型、建议使用年限、整车编码、电动机编码等信息，商用车应标明“商用”字样。整车编码必须能耐受 950℃高温 0.5 小时而不消失，确保产品全生命周期可追溯。
通信和定位功能	无	要求电动自行车具备 北斗定位、通信与动态安全监测功能 ，非经营性用途车辆销售时消费者可选择是否保留北斗定位模块。
塑料件比例	无	电动自行车使用的塑料的总质量不应超过整车质量的5.5% 。部分部件如北斗模块、电子元器件、导线绝缘材料等不计入塑料质量。
生产厂家资质条件	无	明确生产企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的整车及车架等主要零部件的生产能力、检测能力和质量控制能力。

对比：极核产品定位高端，ASP为业内最高，规模相比九号/小牛差距仍大

- 极核定位高端电摩/电自品牌，ASP与单车毛利领先同行。ASP：24年极核ASP约0.37万元，同样定位高端的九号/小牛ASP约0.28/0.34万元；单车毛利：我们估算24年极核单车毛利674元，九号/小牛约500-600元。

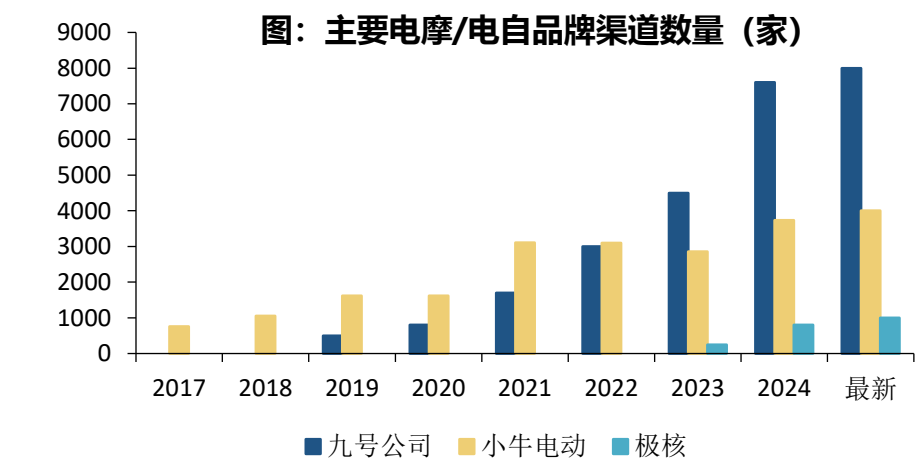


- 规模相比同行差距较大。销量：24年九号/小牛/极核电动两轮车销量分别260/76/10.6万辆；收入：24年九号/小牛/极核电动两轮车收入分别72/26/4亿元，对标九号来看，极核还有近20倍空间。



对比：极核渠道在高速扩张期，有望迎来渠道数量+单店效率的双重提升

- 截至2024年底，极核国内门店数量约800家，截至2025年6月约1000家，当前渠道数量接近20-21年的九号，18年左右的小牛，渠道铺设还有广阔空间。
- 渠道和产品是相辅相成关系，产品丰富带动渠道周转提升，渠道的数量/质量的提升又将推动产品销量，形成正循环后逐步构建品牌力。复盘九号的渠道拓展历程，我们发现，单店效率在渠道铺设之后一段时间持续提升，行业内平均稳态点销量约为350辆，收入根据产品定位而有不同，24年极核门店单店销量133辆，单店收入50万元，对标九号，20-25年单店销量从143辆提升至342辆，单店收入从54万元提升至95万元。我们预计，随极核电摩/电自产品矩阵完善，极核单店效能有望大幅提升。



图：主要电摩/电自品牌单店年销量（辆）

单店年销量（辆）	2020	2021	2022	2023	2024
雅迪控股	635	493	438	413	310
爱玛科技		418	328	322	310
九号公司	143	247	275	327	342
小牛电动	354	313	229	209	202
极核				31	133

图：主要电摩/电自品牌单店年收入（万元）

单店年收入（万元）	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
雅迪控股	85	109	99	112	95	95	86	66
爱玛科技					70	60	58	57
九号公司				54	78	89	94	95
小牛电动	89	117	88	111	89	75	70	69
极核							31	50

产品：25年密集推出新品，销量超预期



- 2025年极核密集推出新品，新品数量大幅提升，25年推出重磅新品包括：高性能电摩系列25款AE8/AE7，高性能实用电摩EZ4，电轻摩系列AE7/EZ4，定位女性群体的电轻摩/电自产品MO1/MO1i，6月9日，极核召开技术发布会，并上调全年销量目标至60万。
- 根据我们统计，截至25年4月底，极核/九号/小牛在售款型数量分别35/93/63款，极核产品矩阵仍有较大完善空间。

图：极核车型上市情况梳理

极核	系列名	车型	款型	最早上市时间	极核	系列名	车型	款型	最早上市时间
电摩	AE系列	AE8 S+	AE8 S+ MY25	2025	电轻摩	AE系列	AE7	AE7 电轻摩 7445	2025
			AE8 S+ MY24	2024				AE7 Pro 电轻摩 7445	2025
		AE7	AE7 电摩 7445	2025			AE5i	AE5i Pro 7223	2024
			AE7 Pro 电摩 7445	2025				AE5i Pro 7238	2024
		AE6	AE6 电摩	2023		EZ系列	EZ4	EZ4 电轻摩版 6023	2025
			AE4 SE 7223铅酸	2024				EZ4 Max 电轻摩版 7223	2025
		AE4	AE4 SE 7232铅酸	2024			EZ3	EZ3 电轻摩 6023	2024
			AE4 电摩	2025				EZ3 电轻摩 7223	2024
			AE4 Pro	2025		CITY系列	CITY	CITY SPORT	2024
			AE4 Max	2025		MO系列	MO1	MO1 6020铅酸版电轻摩	2025
			AE4 锂电版	2025				MO1 4830锂电版电轻摩	2025
			AE4 MY25	2025	电自	AE系列	AE2	AE2 SE	2024
			AE4 Pro MY25	2025				AE2	2024
			AE4 Max MY25	2025				AE2 Pro	2024
		EZ4	EZ4 电摩	2025			AE4i	AE4i	2024
			EZ4 Pro 电摩	2025				AE4i Pro	2024
			EZ4 Max 电摩	2025			AE5i	AE5i	2024
			EZ4 Max Li 电摩版	2025				AE5i Pro	2024
			EZ3 电摩 6023版	2024		EZ系列	EZ3i	EZ3i 4812铅酸	2024
	CITY系列	CITY	CITY SPORT	2024				EZ3i 4824锂电	2024
	MO系列	MO1	MO1 7223铅酸版	2025		CITY系列	CITY	CITY FUN	2023
	概念车		Magent			MO系列	MO1i	MO1i 电自 4812铅酸版	2025
			Cyber					MO1i 电自 4824锂电版	2025

盈利预测与风险提示

- ◆ 基于以下核心假设，我们对春风动力2025-2027年盈利进行预测。
- 销量：假设春风2025-2027年全地形车销量分别为18.6/21.4/22万辆，摩托车销量分别为33.4/41/47万辆，极核销量分别为70/110/200万辆。
- 收入：假设春风2025-2027年收入分别205.2/257.5/293.1亿元；毛利率：假设春风2025-2027年毛利率分别30%/30%/29%。
- 归母净利润：春风2025-2027年归母净利润分别18.7/24.7/27.4亿元。

图：春风动力盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	113.8	121.9	150.4	205.2	257.5	293.1
毛利 (亿元)	28.9	37.2	45.2	61.5	78.5	84.2
毛利率	25%	31%	30%	30%	30%	29%
全地形车业务						
全地形车收入 (亿元)	68.4	65	72.1	85.9	106.2	113.7
全地形车销量 (万辆)	16.7	14.6	16.9	18.6	21.4	22
全地形车ASP (万元)	4.1	4.4	4.3	4.6	5	5.2
全地形车毛利率	27%	40%	37%	37%	39%	40%
两轮车业务						
两轮车收入 (亿元)	33.7	44.8	60.4	77.7	95.2	109.4
两轮车销量 (万辆)	14.5	19.7	28.7	33.4	41	47
两轮车ASP (万元)	2.3	2.3	2.1	2.3	2.3	2.3
两轮车毛利率	21%	25%	22%	24%	24%	24%
极核业务						
极核收入 (亿元)		0.8	4	25.9	38.5	70
极核销量 (万辆)			10.6	70	110	200
极核ASP (万元)			0.4	0.4	0.4	0.4
极核毛利率			15%	16%	17%	18%
销售费用率	8%	11%	7%	7%	7%	7%
管理费用率	4%	5%	5%	5%	5%	4%
研发费用率	7%	8%	7%	7%	7%	6%
财务费用率	-3%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%
归母净利润 (亿元)	7	10.1	14.7	18.7	24.7	27.4
yoy	70%	44%	46%	27%	32%	11%

- ◆ **全球贸易环境恶化风险。** 公司出口业务占比较高，若全球贸易环境恶化，如加征关税等，将影响公司业务开展。
- ◆ **新车型上量不及预期。** 公司全地形车、摩托车、电摩三大业务均以新车驱动销量持续向上，若新车上市后上量不及预期将影响公司盈利情况。
- ◆ **运价/汇率等波动风险。** 公司出口业务占比较高，因此汇率波动、海运费波动等均会对公司盈利能力产生显著影响。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园