



仅供机构投资者使用
证券研究报告/深度研究报告

摩托车：消费升级新方向

摩托车系列报告一

崔琰 (SAC NO:S1120519080006) / 刘静远 / 周沐 / 郑青青

2020年6月2日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

引言 | 关于摩托车行业，本篇报告将解答哪些问题？

得益于我国居民消费水平的提升，摩托车的主要用途正逐步由代步工具/生产资料向休闲、娱乐功能转变，产品升级快速推进，自主、合资品牌精品车型不断涌现，ASP显著提升，本篇报告作为摩托车系列报告一，将主要聚焦以下问题：

- 近年来我国摩托车销量的总体走势？
- 销量结构发生了哪些变化？
- 导致销量和销量结构发生变化的主要原因？
- 中大排量摩托车消费缘何兴起？
- 中大排量摩托车市场空间几何？
- 中大排量摩托车市场竞争格局将如何演绎？
- 摩托车板块投资应关注哪些标的？

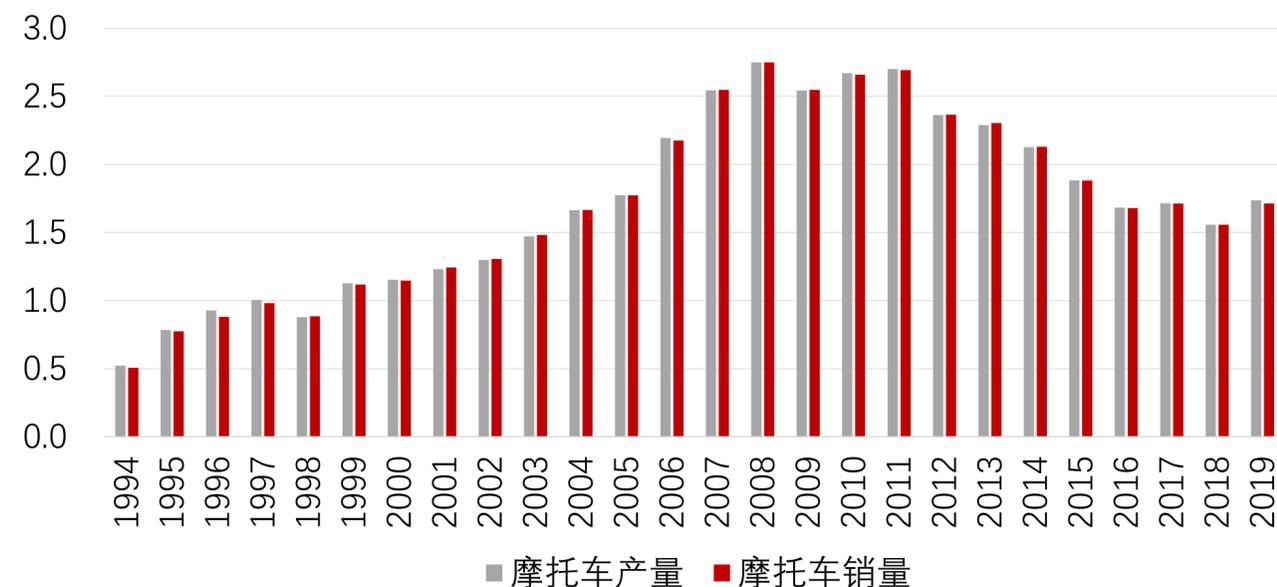


目录

- **摩托车行业：总销量萎缩，但中大排量需求快速增长，仍有10倍空间**
- **中大排量格局：钱江一家独大，春风份额居前**
- **投资建议：顺应消费升级，关注龙头车企**
- **风险提示**

产销量 | 产销量总体萎缩，出口占六成，进口规模小

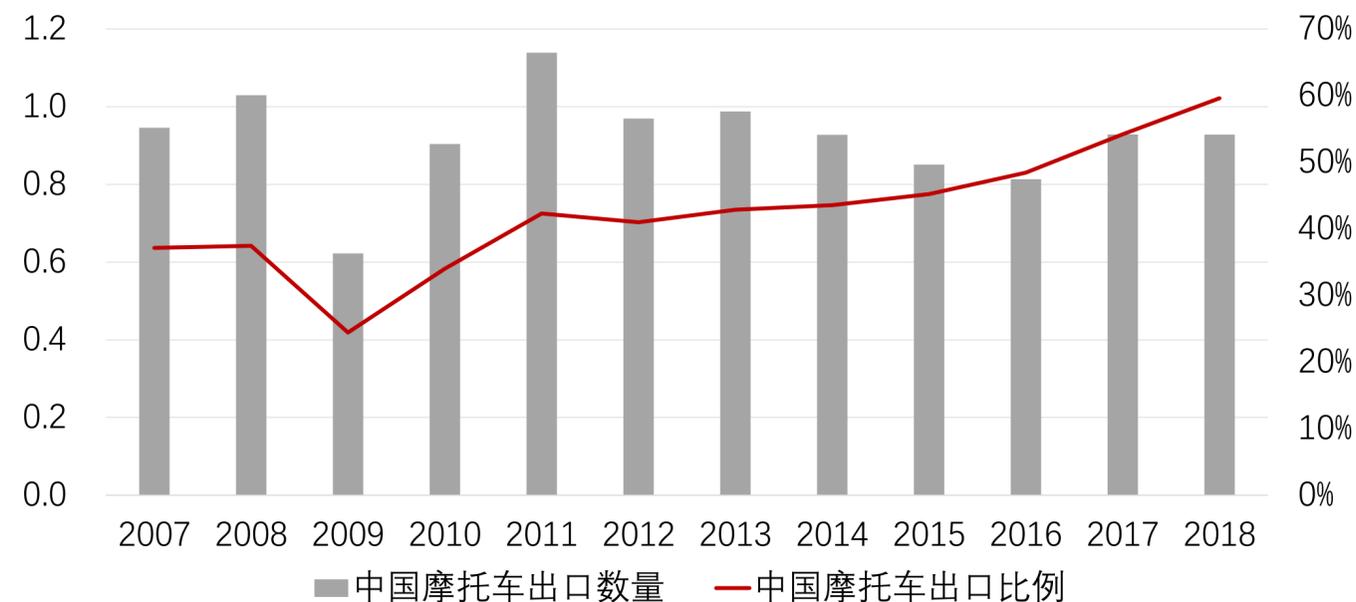
图：中国摩托车年产销量（千万辆）



资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

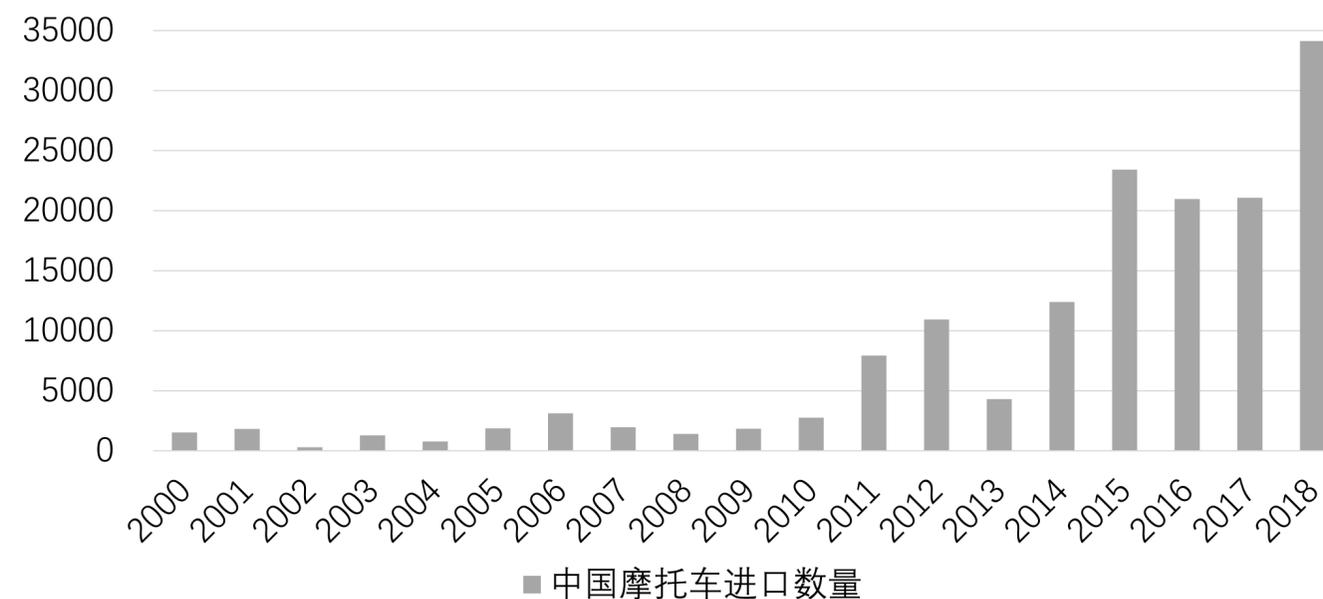
- 我国摩托车产/销量在2008年见顶后总体呈萎缩态势，2018年销量1,557万辆，较2008年下滑43%；受排放切换国四等因素影响，2019年摩托车销量增长10%至1713万辆；
- 2009年至今，我国摩托车出口占比逐年上升，2018年达到928万辆，占比60%；
- 我国摩托车进口规模较小，2018年为3.41万辆，多数为250cc以上中大排量车型，其中500cc以上大排量车型1.77万辆，占比52%。

图：中国摩托车出口销量及占比（千万辆；%）



资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

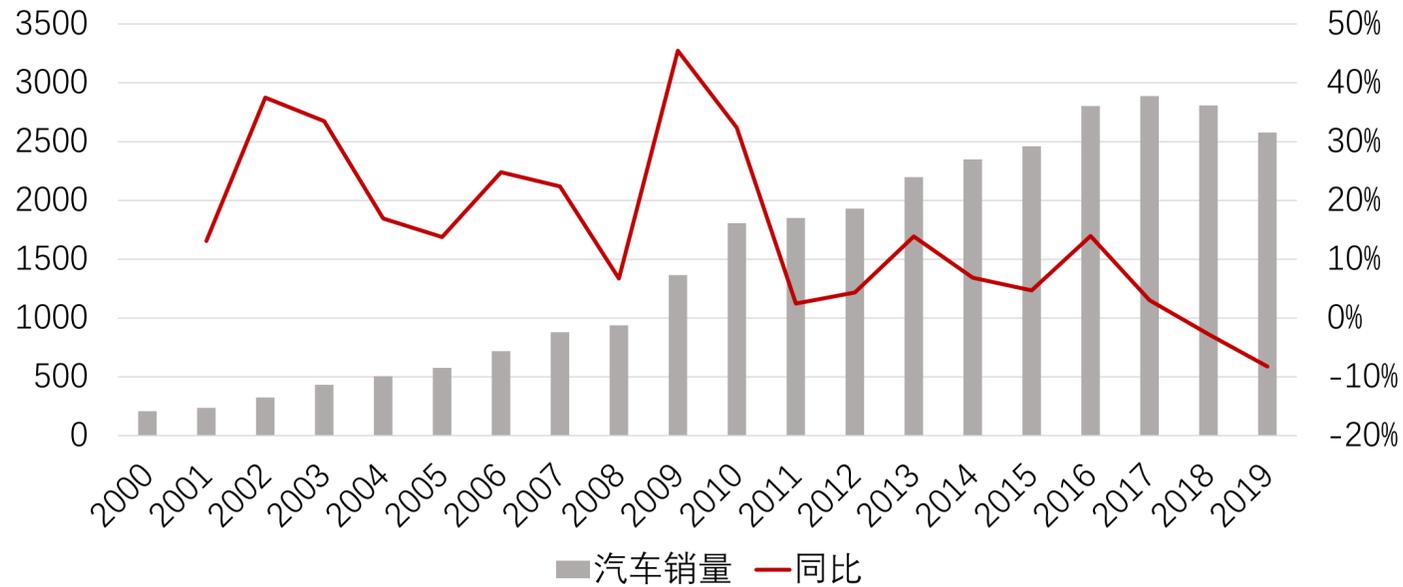
图：中国摩托车进口数量（辆）



资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

H 阻碍1&2 | 汽车、电动自行车产销量快速增长，挤压摩托车消费

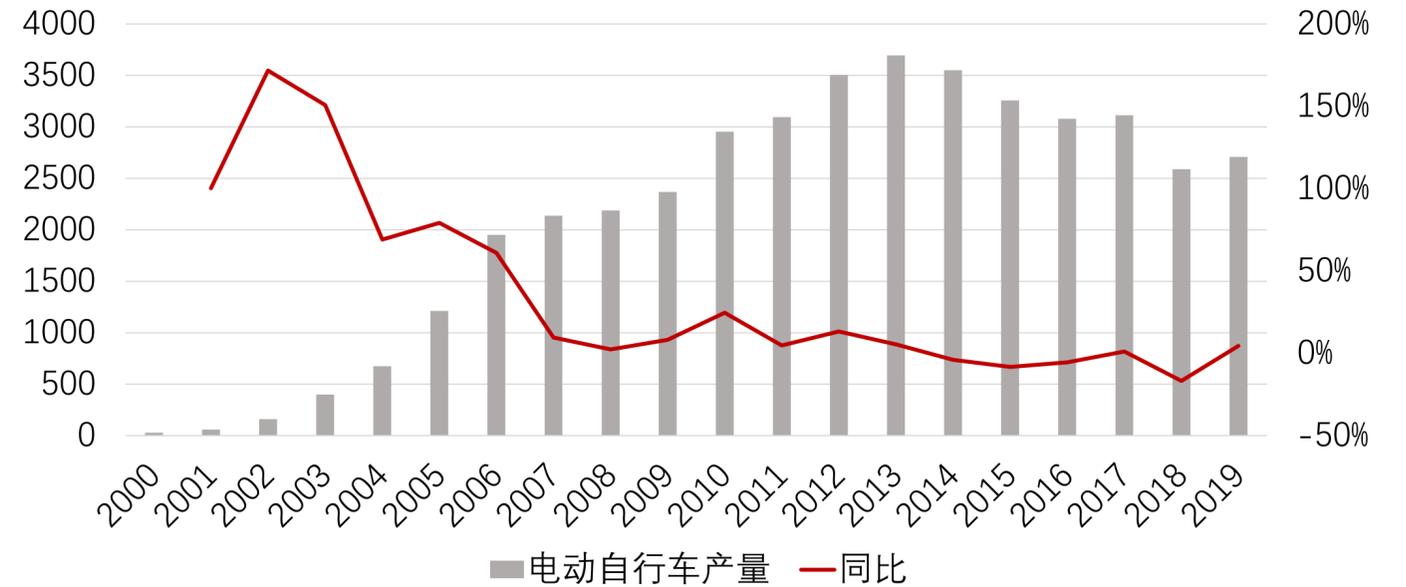
图：中国汽车销量及同比增速（万辆；%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

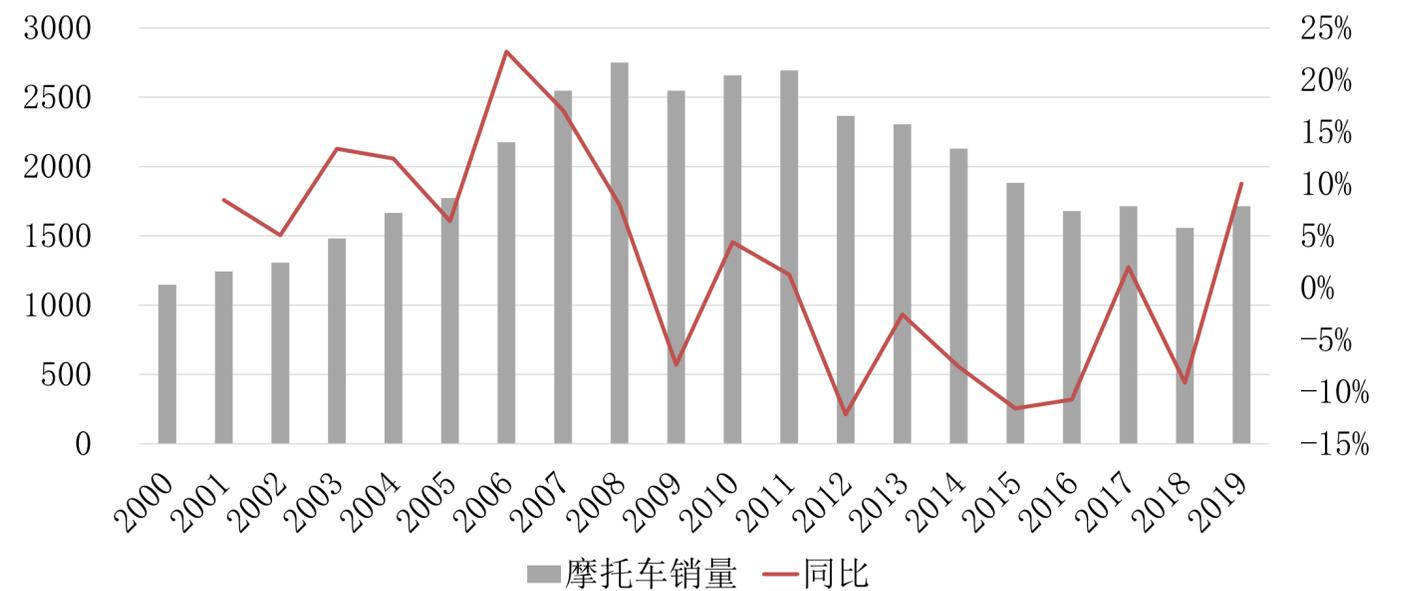
- 2000年以来，汽车和电动自行车产销规模快速增长，成为重要的出行工具，摩托车消费受到挤压：
- 汽车：2019年销量达到2576.9万辆，其中乘用车销量2144.4万辆，相比2008年增长175%；
- 电动自行车：2019年产量达到2707.7万辆，是同期摩托车产量的1.6倍，相比2008年增长23.7%

图：中国电动自行车产量及同比增速（万辆；%）



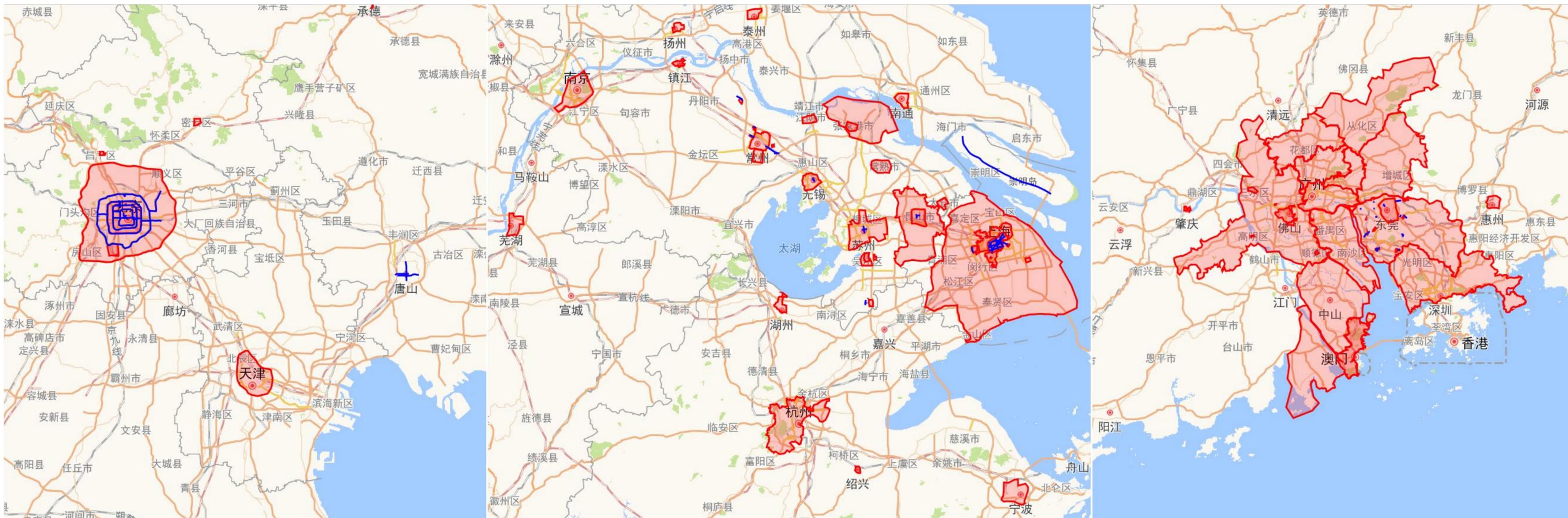
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图：中国摩托车销量及同比增速（万辆；%）



资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

图：京津冀、长三角及珠三角摩托车禁限行区域

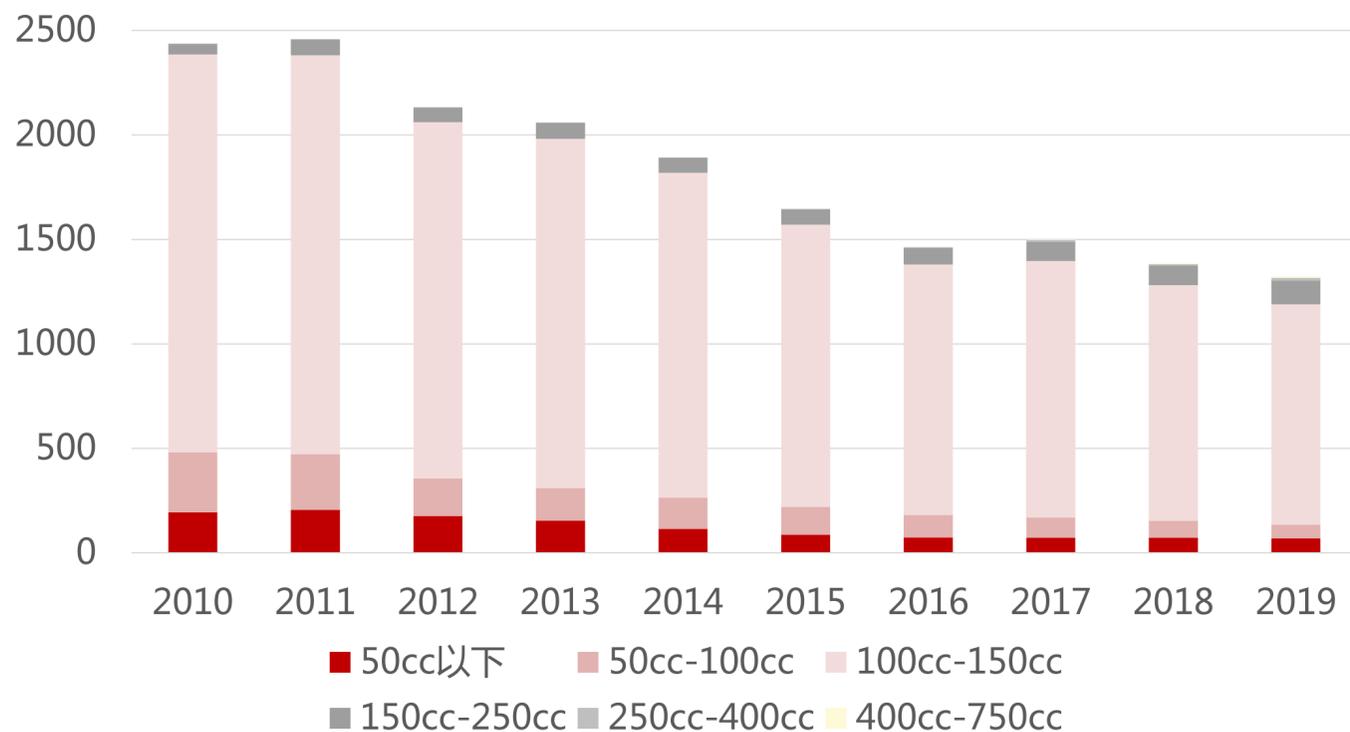


资料来源：摩途，华西证券研究所

- 根据摩途统计，全国共有93个城市出台了摩托车禁限行政策。以北京为例，所有摩托车不得驶入二环、三环、四环、五环主路、机场高速等，京A牌照摩托车在长安街等路段分时段限行，京B牌照摩托车不得驶入四环以内道路。

H 分排量销量 | 中大排量需求快速增长，但基数仍然极低

图：中国两轮摩托车销量组成分排量（万辆）

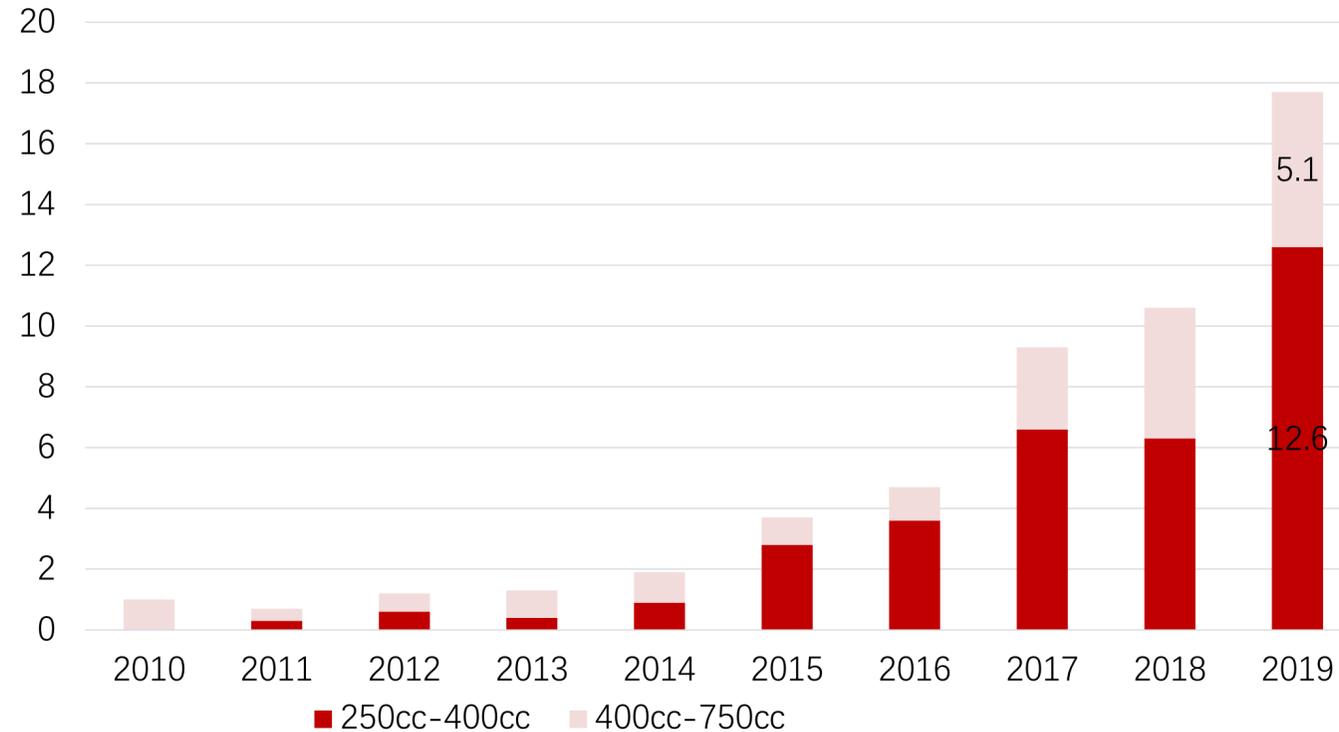


资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

小排量仍是主流

- 我国摩托车分排量销量结构向中大排量演变的趋势确定，150cc以上车型销量占比逐年提升；
- 100~150cc仍是目前最主流的排量段，以两轮车为例，2019年销量1054.8万辆，占比78.8%；250cc以下销量1303.4万辆，占比98.7%，说明摩托车仍以工具属性为主。

图：中国中大排量两轮摩托车销量（含出口）（万辆）



资料来源：中国汽车工业产销快讯，华西证券研究所

中大排量需求快速释放

- 250cc以上中大排量摩托车销量快速增长；
- 2019年，两轮摩托车中，250~400cc销量12.6万辆，400cc以上5.1万辆，合计17.7万辆，同比增长67.3%，主要由供给端驱动。

H 核心卖点 | 大排量摩托车售价相对低廉，性能媲美超跑

宝马S1000rr



- 排量：999cc
- 功率：146kw/13500rpm
- 扭矩：113Nm/10500rpm
- 电喷，水油冷，四缸
- 整备质量：204kg
- 功率/质量：0.97ps/kg
- 零百：2.9s (2.3s*)
- 极速：300km/h+
- 价格：25.85万

川崎ZX-10R



- 排量：998cc
- 功率：147.1kw/13000rpm
- 扭矩：113.5Nm/11500rpm
- 电喷，水冷，四缸
- 整备质量：206kg
- 功率/质量：0.97ps/kg
- 零百：2.9s
- 极速：299km/h
- 价格：24.19万

迈凯伦720S



- 排量：3994cc
- 功率：530kw/7500rpm
- 扭矩：770Nm/5500~6500rpm
- 4.0T V8+7DCT
- 整备质量：1283kg
- 功率/质量：0.56ps/kg
- 零百：2.9s
- 极速：341km/h
- 价格：339.8万

法拉利F8

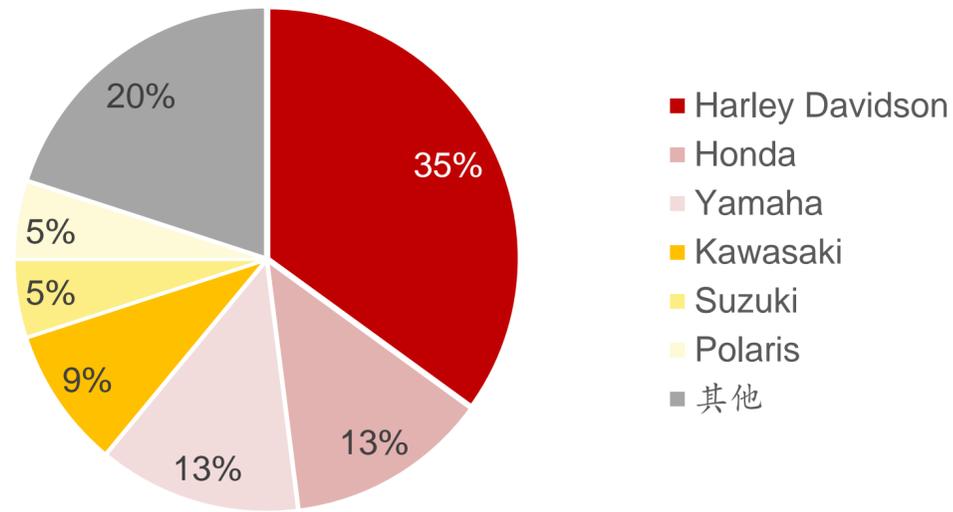


- 排量：3902cc
- 功率：530kw/8000rpm
- 扭矩：770Nm/3250rpm
- 3.9T V8+7DCT
- 整备质量：1435kg
- 功率/质量：0.50ps/kg
- 零百：2.9s
- 极速：340km/h
- 价格：298.8万

资料来源：牛摩网，川崎官网，汽车之家，华西证券研究所

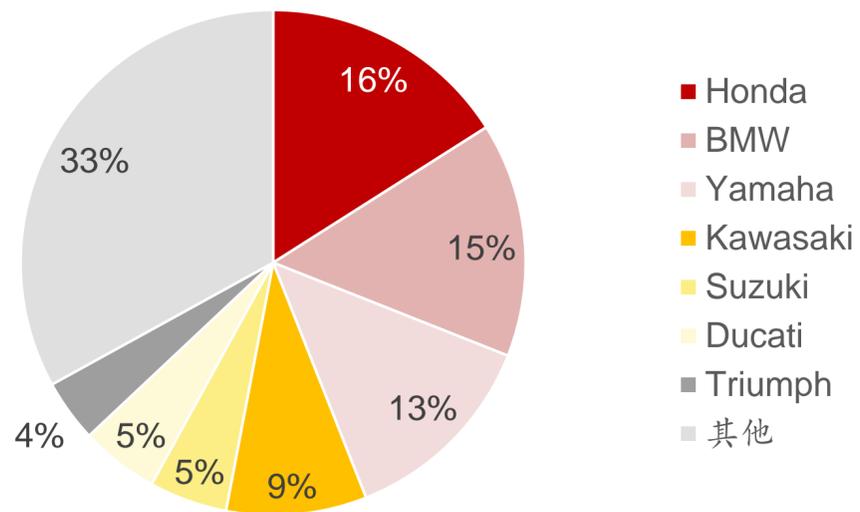
H 美国&欧洲 | 日系和本土品牌瓜分市场，中大排量占比过半

图：美国摩托车销量组成成分品牌（%）



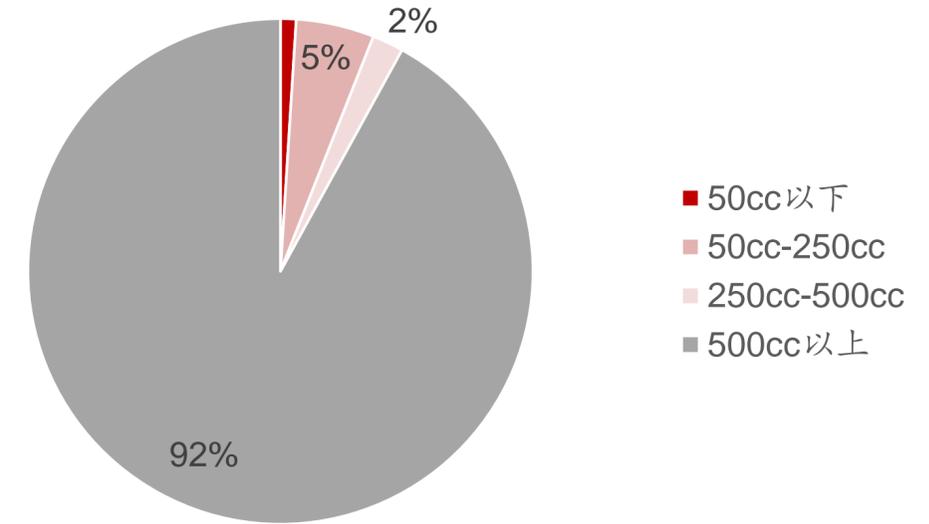
资料来源：牛摩网，华西证券研究所

图：欧洲摩托车销量组成成分品牌（%）



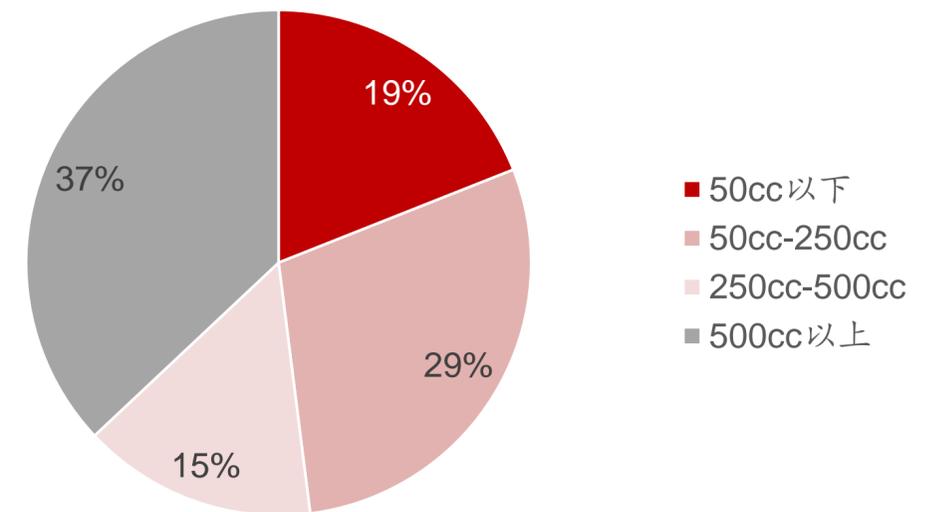
资料来源：牛摩网，华西证券研究所

图：北美摩托车销量组成成分排量（%）



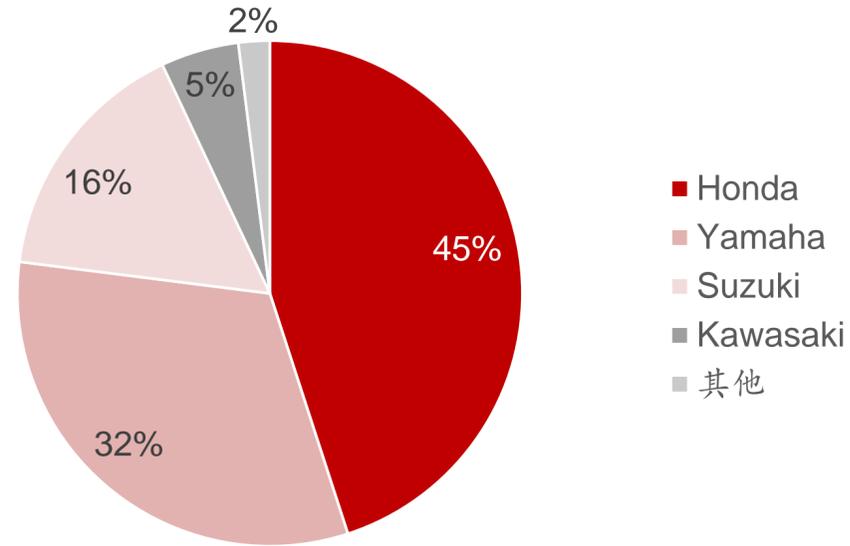
资料来源：IMMA，华西证券研究所

图：欧洲摩托车销量组成成分排量（%）



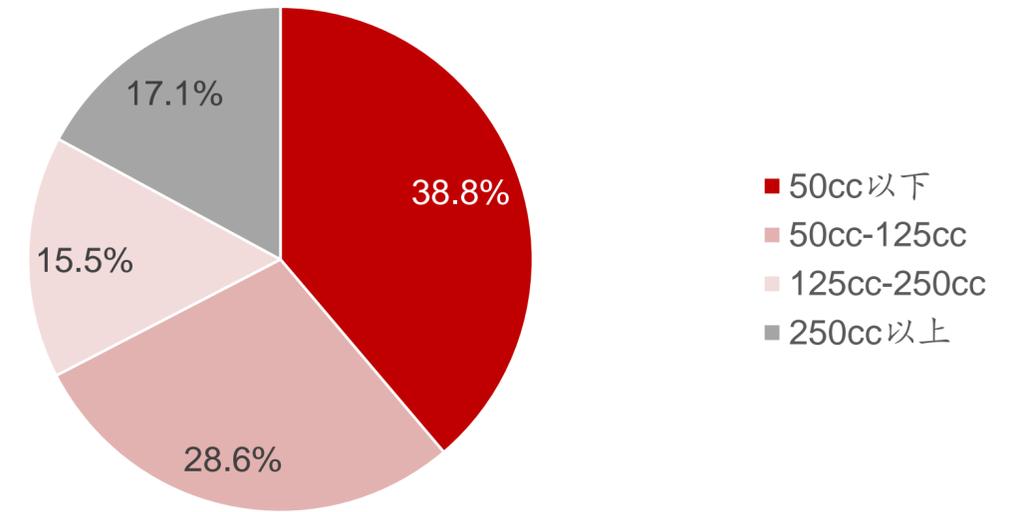
资料来源：IMMA，华西证券研究所

图：日本摩托车销量组成成分品牌（%）



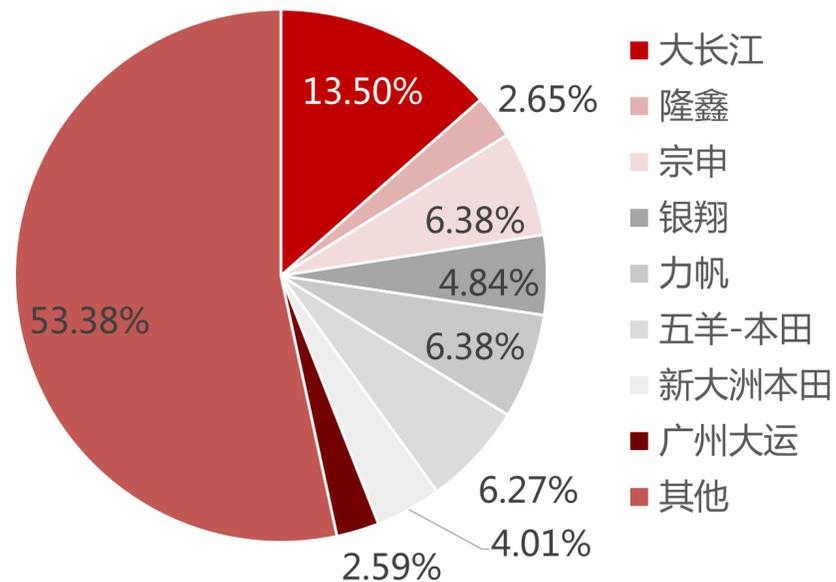
资料来源：牛摩网，华西证券研究所

图：日本摩托车销量组成成分排量（%）



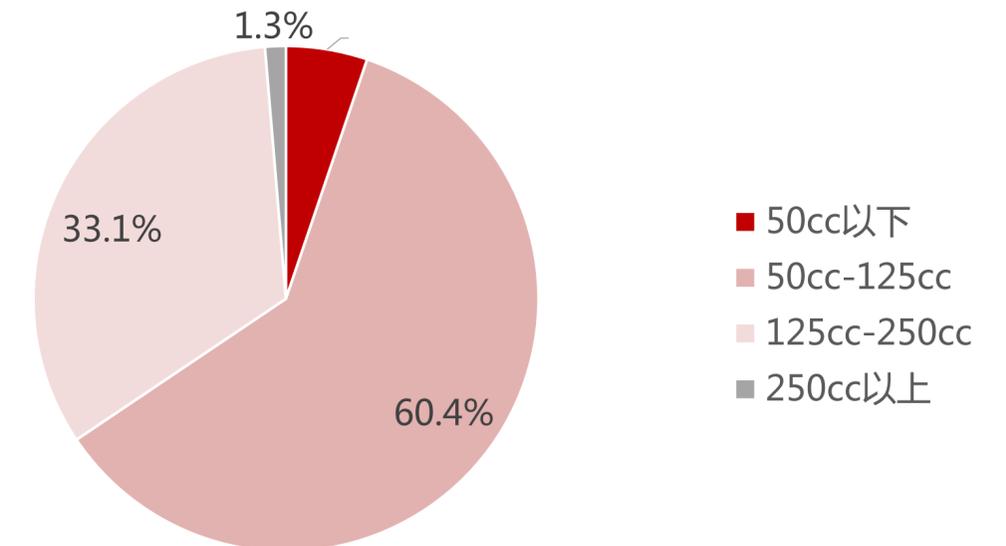
资料来源：日本自动车工业协会，华西证券研究所

图：2019中国摩托车国内销量分车企（%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图：2019中国两轮摩托车销量分排量（含出口）（%）



资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

表：主要发达国家和地区中大排量摩托车消费情况

	中大排量摩托车年销量	人口	人均
美国	约37万辆	约3.30亿	11.2辆/万人
日本	约9.3万辆	约1.25亿	7.4辆/万人
欧洲	约59万辆	约7.40亿	8.0辆/万人
中国	约13万辆	约14.00亿	0.9辆/万人

资料来源：哈雷戴维森年报等，华西证券研究所

- 假设到2030年，我国中大排量摩托车人均销量达到8辆/万人，对应年销量112万辆；
- 预计未来10年中大排量摩托车销量CAGR 20%以上。

H 政策利好1 | 禁、限摩政策总体趋于宽松

表：禁、限摩政策解禁地区梳理

时间	发布主体	文件名称	主要内容
2017年3月29日	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）》	1. 外地车特定时间划定区域内可通行；2. 解除禁售、解除高额罚款；3. 新增广州火车南站为禁行区域。
2018年10月10日	深圳市公安局	关于《深圳市公安局交通警察局关于禁止摩托车在我市部分道路行驶的通告》征求意见及采纳情况的说明	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，按规定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年12月28日	广东省公安厅	关于开展摩托车带牌销售试点工作的通知（征求意见稿）	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市外，每个地市至少应确定一个县（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。
2017年11月28日	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》在内的91件市政府及市政府办公厅规范性文件目失效。
2020年2月7日	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。排气量大于125毫升的摩托车及非本市号牌的摩托车、电动自行车不得进入城市中心区域行驶。

资料来源：华西证券研究所

表：电动自行车新老技术规范对比

项目名称	GB17761-2018电动自行车安全技术规范	GB17761-1999电动自行车通用技术条件
脚踏骑行	具有脚踏骑行功能（必须具备）	非否决项
最高车速	电驱动行驶时，最高设计车速不超过25km/h； 电助力行驶时，车速超过25km/h，电动机不得提供动力输出	不大于20km/h，电动自行车应装有制动断电装置，在制动时应能自动切断电源
整车质量	装配完整的电动自行车整车质量应当小于或等于55kg	电动自行车的整车质量（重量）应不大于40kg
蓄电池的标称电压	小于或等于48v	电动自行车的蓄电池应有良好的密封性，在正常安装位置条件下，充放电时不应有渗漏现象；标称电压应不大于48v
电动机额定连续输出功率	小于或等于400w	不大于240w
防篡改设计	电动自行车的软硬件均应具有防止擅自改装或改动最高时速、功率、电压、脚踏骑行的设计	无

表：电动自行车与电动摩托车标准差异

分类	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
主要标准	最高时速不超过25km，整车质量（含电池）不超过55公斤，需要有脚踏骑行能力，电功率不超过400瓦，蓄电池标准电压不超过48v。	最高时速不超过50km； 对应驾驶证准驾车型代码F。	最高时速超过50km； 对应驾驶证准驾车型代码E。

资料来源：华西证券研究所



目录

- 摩托车行业：总销量萎缩，但中大排量需求快速增长，仍有10倍空间
- **中大排量格局：钱江一家独大，春风份额居前**
- 投资建议：顺应消费升级，关注龙头车企
- 风险提示

H 中大排量格局 | 钱江一家独大，春风份额居前

表：主要上市摩托车企销量及市占率

		2019	2018	2017	2016	2015	2014
总销量（万辆）	行业	1519.4	1395.5	1508.7	1680.0	1882.3	2129.4
	钱江摩托	44.28	41.53	40.04	33.36	41.02	47.68
	市占率	2.9%	3.0%	2.7%	2.0%	2.2%	2.2%
	春风动力	4.96	3.75	2.97	2.32	1.61	0.93
	市占率	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
	隆鑫通用	109.18	104.11	112.02	94.37	93.51	79.00
	市占率	7.2%	7.5%	7.4%	5.6%	5.0%	3.7%
250cc以上（万辆）	行业	17.7	10.6	9.3	4.7	3.7	1.9
	钱江摩托	8.5	6.12	5.20	2.14	1.93	1.42
	市占率	48.0%	57.7%	55.9%	45.5%	52.3%	73.7%
	春风动力	1.89	1.48	1.48	0.68	0.24	0.20
	市占率	10.7%	13.9%	15.9%	14.4%	6.5%	10.6%
	隆鑫通用	无极营收同比+4.5倍，宝马摩托车营收同比+196%		无极0.33万辆，宝马C400 0.51万辆			

资料来源：公司公告等，华西证券研究所

- 主要的上市摩托车企中，钱江摩托在250cc以上中大排量摩托车领域一家独大，市场份额在5成左右；春风动力市场份额居前，2019年达到10.7%；
- 目前国产250cc以上摩托车出口占比较高，但内销比例快速增加。以钱江为例，2017/18/19年出口占比分别达到62%/65%/41%；我们估算国内中大排量摩托车2019年的市场需求在**13万辆左右**。

H 车型覆盖 | 自主品牌从街车切入，车型逐步分化，与合资品牌错位竞争

图：摩托车车型分类



资料来源：Motorcycle Legal Foundation，华西证券研究所

目前在售的国产中高端摩托车型中：

1) 自主品牌：主要覆盖1~5万元价格区间，均从**街车**切入，但衍生车型存在差异，如钱江贝纳利-探险/复古街车，春风动力-旅行车/仿赛，隆鑫无极-探险/复古街车。

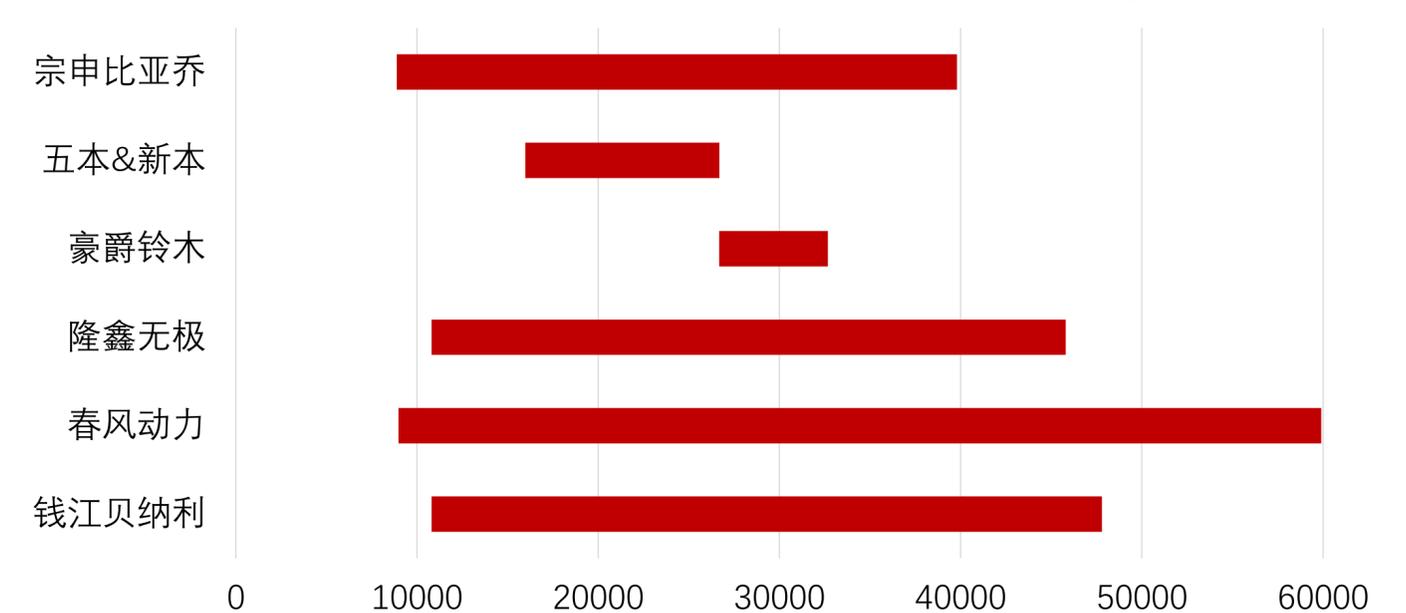
2) 合资品牌：目前引入国产的主要是150~300cc车型，售价明显高于同排量段的自主品牌车型。

图：国内主要中高端摩托车生产企业车型覆盖情况

	钱江贝纳利	春风动力	隆鑫无极	豪爵铃木	五本&新本	宗申比亚乔
街车	√	√	√	√	√	√
仿赛		√	√	√		√
运动旅行		√				
旅行		√				
探险	√		√	√	√	√
复古街车	√		√		√	√
踏板			√		√	√
巡航						
越野						

资料来源：华西证券研究所

图：国内主要中高端摩托车生产企业产品价格区间（元）



资料来源：华西证券研究所

钱江贝纳利 | 动力总成/车型谱系最丰富的，仿赛短板有望补足

QJ600GS-3B



排量：600cc

最大功率/扭矩：60kw，52Nm

发动机形式：电喷，水冷，**四缸**

排量：500cc

最大功率/扭矩：35kw，45~46Nm

发动机形式：电喷，水冷，**双缸**

752S



TNT600



TRK502



502C



幼狮500



帝国400



302R



302S



TRK251



TNT25



幼狮250



银韧



排量：300cc

最大功率/扭矩：26~28kw，25.6~27Nm

发动机形式：电喷，水冷，**双缸**

排量：249cc

最大功率/扭矩：18~20kw，20.5~21Nm

发动机形式：电喷，水冷，**单缸**

资料来源：天猫等，华西证券研究所

H 春风动力 | 街车和旅行车见长，排量段逐步完善，KTM技术加持

排量：649.3cc
最大功率/扭矩：45~52kw，56~62Nm
发动机形式：电喷，水冷，双缸

650NK



650GT



650MT



650国宾



400NK



400GT



250NK



250SR



排量：400.4cc
最大功率/扭矩：30.5kw，34.4Nm
发动机形式：电喷，水冷，双缸

排量：249.2cc
最大功率/扭矩：19.5~20.5kw，22Nm
发动机形式：电喷，水冷，单缸

CF1250J



排量：1278.8cc
最大功率：105kw
最大扭矩：120Nm
发动机：水冷，V型双缸
首款国产**公升级**重机
民用版有望2021年发布

H 春风动力 | 仿赛体现功力，有望推出更多车型

250NK



- 排量：249.2cc
- 功率：19.5kw
- 扭矩：22Nm
- 电喷，水冷，单缸
- 整备质量：151kg
- 坐高：795mm
- 零百：7.9s
- 极速：139.5km/h
- 价格：1.89万

250SR



- 排量：249.2cc
- 功率：20.5kw
- 扭矩：22Nm
- 电喷，水冷，单缸
- 整备质量：165kg
- 坐高：780mm
- **零百：7.5s**
- **极速：144.6km/h**
- **价格：2.168万**

GSX250R



- 排量：248cc
- 功率：18.4kw
- 扭矩：23.4Nm
- 电喷，水冷，双缸
- 整备质量：178kg
- 坐高：790mm
- 零百：9.8s
- 极速：130km/h
- 价格：3.068万

Ninja250



- 排量：249cc
- 功率：20kw
- 扭矩：19.6Nm
- 电喷，水冷，双缸
- 湿重：174kg
- 坐高：785mm
- 零百：8.7s
- 极速：135km/h
- 价格：4.39万

资料来源：春风动力官网，川崎官网，牛摩网，华西证券研究所

H 进口车税率 | 进口摩托车综合税率整体高于汽车，KTM国产必要性强

表：最惠国进口摩托车税率测算（%）

排量	关税	增值税	消费税	综合税率
排量<250cc	45%	13%	0	63.9%
250cc	45%	13%	3%	68.9%
250cc < 排量≤500cc	45%	13%	10%	77.2%
500cc < 排量≤800cc	40%	13%	10%	71.1%
排量 > 800cc	30%	13%	10%	58.9%
电动摩托车	45%	13%	0	63.9%
摩托车零部件	15%	13%	0	30.0%

资料来源：税务总局，海关总署等，华西证券研究所

表：进口汽车税率测算（%）

排量	关税	增值税	消费税	综合税率
排量≤1.0	15%	13%	1%	31.3%
1.0 < 排量≤1.5	15%	13%	3%	34.0%
1.5 < 排量≤2.0	15%	13%	5%	36.8%
2.0 < 排量≤2.5	15%	13%	9%	42.8%
2.5 < 排量≤3.0	15%	13%	12%	47.7%
3.0 < 排量≤4.0	15%	13%	15%	52.9%
排量 > 4.0	15%	13%	40%	116.6%

资料来源：税务总局，海关总署等，华西证券研究所

表：东盟进口摩托车税率测算（%）

排量	关税	增值税	消费税	综合税率
排量<250cc	0	13%	0	13%
250cc	0	13%	3%	16.5%
250cc < 排量≤500cc	0	13%	10%	25.6%
500cc < 排量≤800cc	0	13%	10%	25.6%
排量 > 800cc	0	13%	10%	25.6%
电动摩托车	0	13%	0	13%

资料来源：税务总局，海关总署等，华西证券研究所

- 进口摩托车整车普通关税税率高达150%，最惠国关税税率为30~45%，日本、德国、意大利、英国、美国等主要摩托车品牌所在地均享受最惠国税率；
- 高关税税率导致进口摩托车综合税率整体高于汽车；
- 从东盟国家进口摩托车享受零关税，综合税率较低，与国产车无差别。

H 春风KTM | 国产后降价空间30%以上，性价比优势凸显

- 2017年10月，春风动力公告与KTM合资成立春风凯特摩。
- 目前KTM 790 DUKE为奥地利生产（关税税率40%），主要日系竞品川崎Z900、本田NC750S均为泰国生产（关税税率0%），790 DUKE售价明显高于竞品。
- 到岸价 $\approx 12.68/1.4/1.11=8.16$ 万，BOM成本 ≈ 4.08 万，假设：
 - CKD：
 $(4.08*1.15+4.08)*1.11=9.7$ 万
 - 50%国产化：
 $(2.04*1.15+6.12)*1.11=9.4$ 万
 - 100%国产化：
 $8.16*1.11=9.1$ 万
 - 零部件降本10%：
 $(4.08*0.9+4.08)*1.11=8.6$ 万

790DUKE



- 排量：799cc
- 功率：77kw
- 扭矩：87Nm
- 电喷，水冷，双缸
- 产地：奥地利
- 价格：12.68万

Z900



- 排量：948cc
- 功率：86.3kw
- 扭矩：95Nm
- 电喷，水冷，四缸
- 产地：泰国
- 价格：10.66万

NC750S



- 排量：745cc
- 功率：40.3kw
- 扭矩：68Nm
- 电喷，水冷，双缸
- 产地：泰国
- 价格：9.5万

资料来源：川崎官网，本田官网，牛摩网，华西证券研究所

H 隆鑫通用 | 代工能力强，整车车系多，存在感较弱

探险

180.8cc
风冷，单缸

223cc
油冷，单缸

292.4cc
水冷，单缸

471cc
水冷，双缸

652cc
水冷，单缸

↓
250cc的动力，
250cc的价格，
300cc的油耗。



C400x & C400GT



街车



宝马852cc双缸



仿赛



MV奥古斯塔800cc三缸



复古



H 大长江-豪爵铃木 | 250cc平台已用至极限，未来寄希望于铃木全面进入中国市场

GW250



GSX250R



DL250



排量：248cc

最大功率/扭矩：18.4kw，23.4Nm

发动机形式：电喷，水冷，双缸

- 2013年推出街车GW250，2017年推出街车GSX250R，2018年推出探险车DL250（海外：V-Strom 250），三款车型均返销日本市场，250cc平台已用至极限；
- 铃木是否全面进入中国市场存在较大不确定性。相比本田、川崎，铃木对中国市场较犹豫：GSX-R1000（大R）、GSX-R600（小R）、隼等车型曾短暂大贸销售，目前已退市；V-Strom 650迟迟未公布售价。

V-Strom 650XT



资料来源：豪爵铃木官网，铃木官网，华西证券研究所

五羊&新大洲本田 | 双车企双渠道战略，国产中高端车型较少

暴风眼



猛鸷



鸮道



PCX



CBF190R



CBF190X



CBF190TR



PCX150



五羊本田

新大洲本田

排量：184.4cc

最大功率/扭矩：11.7~12.4kw，15~16.3Nm

发动机形式：电喷，风冷，单缸

排量：149.3cc

最大功率/扭矩：10.8kw/13.7Nm

发动机形式：电喷，水冷，单缸

资料来源：五羊本田&新大洲本田官网，华西证券研究所

H 本田 | 进口与国产车型分网销售，大排量车型引进国产可能性不大



CBR650FA	RC74E	2017-06-28 16:46:03	泰国本田制造有限公司
CB650FA	RC74E	2017-06-28 16:45:55	泰国本田制造有限公司
CB500XA	PC44E	2017-01-05 00:10:31	泰国本田制造有限公司
CBR500RA	PC44E	2017-01-05 00:09:42	泰国本田制造有限公司
CB500FA	PC44E	2017-01-05 00:10:12	泰国本田制造有限公司

<p>NEW</p> <p>CB400 SUPER FOUR 直列4気筒エンジン搭載のネイキッドロードスポーツ</p> <p>価格: 884,400円~</p> <p>普通二輪</p>	<p>CB400 SUPER BOL D'OR 風と走りを堪能するハーフカウルで快適クルージングへ</p> <p>価格: 1,040,600円~</p> <p>普通二輪</p>	<p>CBR400R 攻めの走りを視覚化した400ccスポーツモデル</p> <p>価格: 808,500円</p> <p>普通二輪</p>
<p>400X 都市から自然まで楽しめるクロスオーバーモデル</p> <p>価格: 826,100円</p> <p>普通二輪</p>	<p>CBR250RR 操る歓びを妥協なく追い求めたフルカウルスポーツ</p> <p>価格: 803,000円~</p> <p>普通二輪</p>	<p>CB250R 日常の移動を遊びに変える“新世代SPORTS ROADSTER”</p> <p>価格: 564,300円</p> <p>普通二輪</p>

- 本田的进口车型在Honda Dreamwing渠道销售，目前已大量引进500~1,800cc排量车型；
- 其中，500cc、650cc车型为泰国生产；750cc及以上车型目前销量规模较小，短期内大排量车型引入国产可能性不大；
- 250~400cc的车型有引入五羊/新大洲生产的可能。

资料来源：本田官网，华西证券研究所

宗申比亚乔&阿普利亚 | 主打踏板车，跨骑衍生新车型能力有限

比亚乔



CITY PARD (BYQ150-5AV)



FLY 150 (BYQ150T-3V)



ZIP (BYQ50QT-V)



SR MOTARD150 (BYQ150T-5F)

阿普利亚



SR MAX250 (APR250T-V)



SR MAX300 (APR300T-V)



RA1 (APR150T-5V)



SR 150 (APR150T-5V)



GPR150 (APR150-V)



TERRA150 ADV (APR150-5AV)



CAFE150 (APR150-2V)



CR150 (APR150-6V)

- 采用双品牌战略，比亚乔品牌主打中端，阿普利亚品牌主打中高端；
- 在售车型以踏板车为主，阿普利亚品牌的中高端踏板车型与Vespa共享155/244/278cc发动机；
- 阿普利亚品牌4款跨骑车型共享149cc单缸水冷发动机，目前该平台已覆盖街车、仿赛、CAFE和探险车，衍生新车型潜力有限。

排量：149cc

最大功率/扭矩：13.3kw，14Nm

发动机形式：电喷，水冷，单缸

资料来源：宗申比亚乔&阿普利亚官网，华西证券研究所

H 比亚乔 | 大踏板和中排量仿赛将是潜在增量车型

比亚乔



Vespa



圣甲虫



吉雷拉



阿普利亚



德比



Moto Guzzi



资料来源：比亚乔官网，华西证券研究所

比亚乔集团旗下4个踏板车品牌，3个跨骑品牌中：

- Vespa主销车型已经在越南生产，圣甲虫200由金城代工（内销版：提拉米苏），吉雷拉（踏板车中的AMG）、德比（拉力车）、Moto Guzzi（V缸CAFE）均专注于小众市场，引入国产可能性不大；
- 比亚乔品牌中Liberty、Medley、Beverly等车系可以满足中高端通勤需求；阿普利亚是Moto GP中小排量组冠军品牌，有望引入更多仿赛车型。

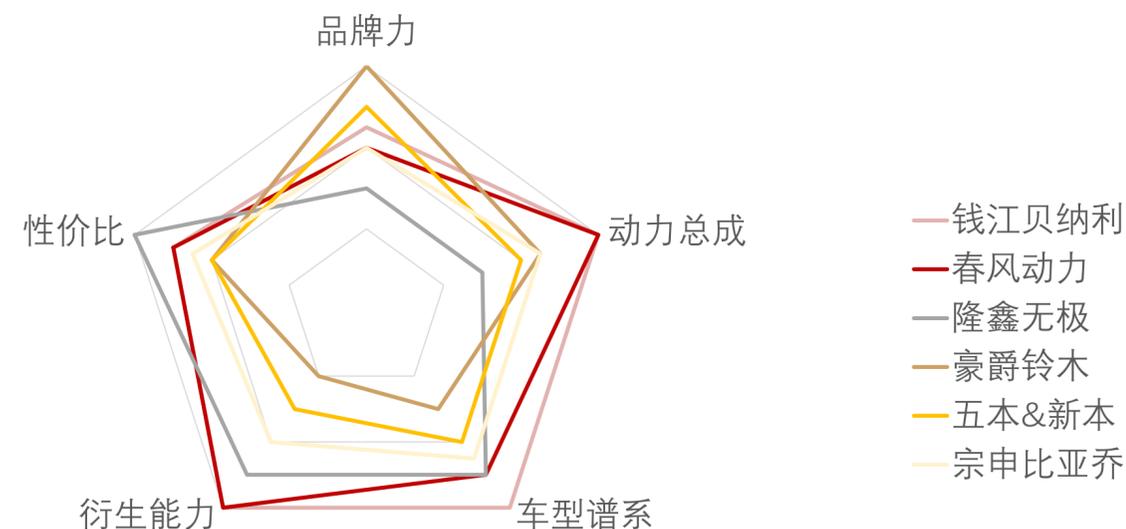
H 竞争力对比与格局展望 | 短期趋于分散，中长期向头部集中

表：国内主要中高端摩托车生产企业品牌力、动力总成技术、整车设计能力比较

	钱江贝纳利	春风动力	隆鑫无极	豪爵铃木	五本&新本	宗申比亚乔
品牌力	2005年收购意大利品牌贝纳利，但目前国内在售车型均为本土开发车型	2014年入选国宾车，自主龙头地位得到认可；2017年与KTM合资	代工能力强：宝马发动机+踏板车、MV奥古斯塔发动机；自有品牌影响力一般	一线日系品牌	一线日系品牌，双车企双渠道战略	目前引入比亚乔（中端）、阿普利亚（中高端）两个品牌
动力总成技术	动力总成最丰富，包括250cc单缸/300cc双缸/400cc单缸/600cc四缸/752cc双缸等	主打250cc单缸/400cc双缸/650cc双缸，2020年推出1279cc公务车-首款国产公升级重机	动力总成多样，无明确技术亮点	250cc双缸平台推出3款车型，均成为爆款，并返销日本	190cc（跨骑）/150cc（踏板）两个平台，缺少中大排量动力总成	中高端踏板车型与Vespa共享155/244/278cc发动机
整车设计能力	擅长街车、复古街车及探险车，有望推出四缸仿赛车型	擅长街车、旅行车，首款仿赛已经成为爆款	擅长街车、复古街车及探险车	250cc平台新车型衍生能力有限	新车型衍生能力有限，有望引入250~400cc中排量车型	合作伙伴产品丰富，有望引入大踏板和中排量仿赛

我们认为中大排量摩托车将复制SUV的发展历程，在市场容量快速扩大的过程中，二线车企有望凭借高性价比阶段性瓜分市场红利，竞争格局短期内趋于分散，但随着市场逐步成熟，份额最终将向**品牌力突出、动力总成技术领先、整车设计能力强**的头部自主、合资品牌集中。

图：国内主要中高端摩托车生产企业竞争力分析





目录

- **摩托车行业：总销量萎缩，但中大排量需求快速增长，仍有10倍空间**
- **中大排量格局：钱江一家独大，春风份额居前**
- **投资建议：顺应消费升级，关注龙头车企**
- **风险提示**

H 投资建议 | 中大排量摩托代表消费升级新方向，建议关注龙头车企

- **我国摩托车销量总体萎缩，但中大排量摩托车消费快速兴起。**受汽车、电动自行车挤压，以及禁、限行政策冲击，我国摩托车产销量在2008年见顶后总体萎缩，2019年销量1713万辆，较2008年下降近四成。2019年两轮摩托车中250cc及以下排量销量占比高达98.7%，说明仍以工具属性为主；但250cc以上中大排量摩托车销量快速增长，2019年达到17.7万辆，同比增长67%，供给端提供主要驱动力。
- **中大排量摩托车符合消费升级方向，同时政策环境利好摩托车消费。**摩托车车身小巧，可以有效缓解拥堵；中大排量摩托车价格相对低廉而动力、操控性能优异，是良好的休闲、娱乐工具，符合消费升级趋势。政策方面：1) 全国范围内禁、限摩政策总体趋于宽松，如广东省要求各城市试点“带牌销售”并逐步扩大范围；2) 电动自行车管理趋于规范，最高设计车速超过25km/h或整车质量超过55kg将被列为机动车，消费有望向摩托车回流。
- **中大排量摩托车市场潜力巨大。**我们估算2019年国内250cc以上中大排量摩托车销量约为13万辆，对应0.93辆/万人，人均消费量仅为发达国家的1/10左右，假设2030年达到8辆/万人，对应年销量112万辆，对应CAGR 21.6%，市场潜力巨大。
- **竞争格局短期趋于分散，但市场最终将向头部自主、合资车企集中。**在市场快速扩容的过程中，二线车企有望凭借高性价比阶段性瓜分市场红利，竞争格局短期内趋于分散，但随着市场逐步成熟，份额最终将向品牌力突出、动力总成技术领先、整车设计能力强的头部自主、合资品牌集中。
- **建议关注中大排量龙头车企。**过去10年国产中大排量摩托车从无到有，产品谱系和排量段不断完善，成熟度快速提升。参考国内汽车发展历史，及海外摩托车市场竞争格局，自主品牌将成为中大排量摩托车需求崛起的最大受益者，推荐【春风动力】，相关受益标的【钱江摩托、隆鑫通用、宗申动力】。

- **深耕动力产业，聚焦全地形车与中大排量摩托车。** 公司专注于以大排量水冷发动机为核心的全地形车及摩托车（2019年营收占比58%、37%）的研发、生产和销售，其中：1）全地形车覆盖400~1000cc排量段，产品以出口为主，2019年市场份额高达74%，是细分领域绝对龙头；2）摩托车专注250cc以上中大排量车型，产品覆盖街车、巡航、摩旅、复古等细分市场，2019年市场份额10.7%，位列第二。
- **全地形车出口龙头地位稳固，美国市场有望打开局面。** 公司是国内第一、全球第七大全地形车生产商，2019年销售全地形车5.60万辆，在德国、英国、瑞士、俄罗斯等多个欧洲国家市场份额第一。公司全球市占率仅2%左右，目前已在美国设立销售、财务公司，有望在全地形车全球最大市场取得突破。
- **自主研发与合资结合，摩托车引领中高端需求。** 公司的摩托车产品全线聚焦中高端，顺应消费升级。目前街车、旅行车产品谱系健全，2018年推出的250NK连续两年成为同级别销量冠军，2020年2月推出同平台仿赛250SR终端供不应求。合资公司春风凯特摩有望引入KTM的800cc等大排量车型，进一步提升公司的市场地位。
- **专注消费升级，中长期成长性确定。** 公司全线摩托车、全地形车产品聚焦消费升级，中长期具备极强的成长性。预计公司2020-2022年的EPS为1.46/2.21/3.11元，当前股价对应PE为35.4/23.4/16.6x。



目录

- **摩托车行业：总销量萎缩，但中大排量需求快速增长，仍有10倍空间**
- **中大排量格局：钱江一家独大，春风份额居前**
- **投资建议：顺应消费升级，关注龙头车企**
- **风险提示**

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；
- 新冠肺炎疫情导致摩托车出口销量下滑。

分析师与团队简介

崔琰/首席分析师

经济学硕士，9年证券从业研究经验，曾任天风证券、国金证券、民生证券汽车行业首席分析师等，获2017年汽车行业最佳分析师新财富入围，水晶球第三名，金翼奖第四名，WIND第一名；2016年水晶球第一名，2014年新财富入围。专注于汽车四化（电动化、智能化、共享化、电商化）研究，在行业变革中深挖投资机会。

周沐/刘静远/郑青青

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楼

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

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。

THANK YOU

