

证券研究报告

2021年08月16日

行业报告 | 行业深度研究

机械设备

——消费新升级，大排风已起

作者：

分析师 李鲁靖 SAC执业证书编号：S1110519050003

联系人 朱晔

联系人 张钰莹



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

核心观点

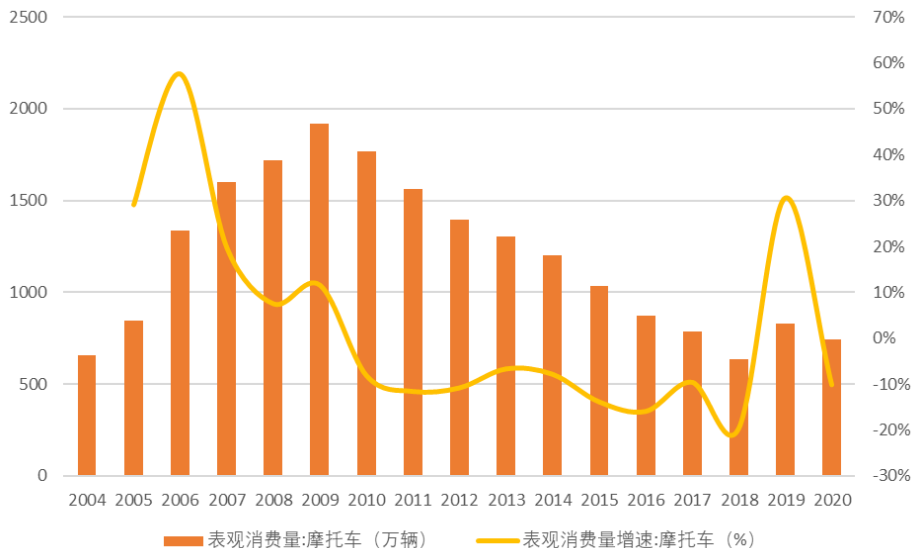
- **大排量摩托车行业进入成长期。**近7年我国250cc+摩托车销量从1.9万增至20.1万，CAGR \approx 48%。占摩托车表观消费量渗透率从0.17%提高到2.70%。
- **国内大排量摩托车市场空间广阔。**通过自下而上测算与海外对比，行业5年成长空间4-5倍。
- **行业具备“工业品+消费品”双重属性，核心竞争要素：产品力+品牌力+渠道力。**目前国内250cc+大排量摩托车**竞争格局**：钱江一家独大（26%），春风份额居前（8%），国际品牌跑马圈地（29%），国内其他小品牌竞争力持续走弱。未来国内大排量摩托车趋势为短期趋于分散，中长期内资头部有望抢占更多市场份额。
- **建议关注**：1) 春风动力（大排量行业**国内最具潜力品牌**，每一款推出的车型都成为行业热销）；2) 钱江摩托（大排量摩托目前**国内市占率第一**，产品矩阵齐全）。
- **风险提示**：海外市场开拓不达预期、市场竞争加剧、新产品拓展不及预期、贸易政策风险、测算具有一定主观性，仅供参考

1. 大排量摩托车：进入“消费升级+细分赛道崛起”阶段

1.1. 行业趋势：摩托车真的是“夕阳产业”吗？

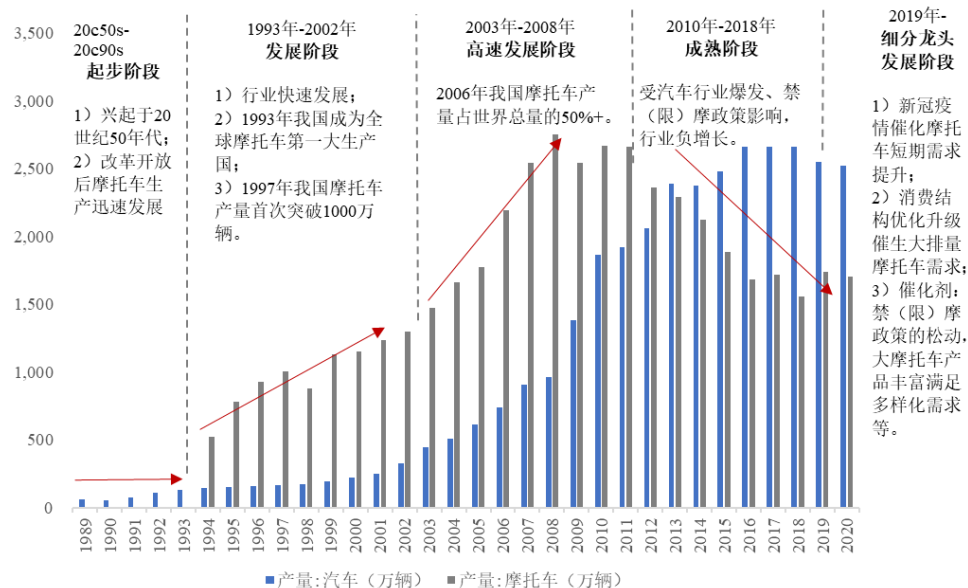
- **表象：摩托车进入“衰退周期”。** 2009年摩托车表观消费量达到峰值，之后整体下滑。**但目前行业每年新车消费量仍维持在800万台左右，消费结构发生重要变化。**
- **复盘：中国摩托车行业经历4个阶段。** 交通工具变迁的核心是消费结构升级拉动的新需求，本质上仍为需求创造供给。

图：中国摩托车表观消费量及增速（万辆，%）



资料来源：wind，中国摩托车商会，天风证券研究所

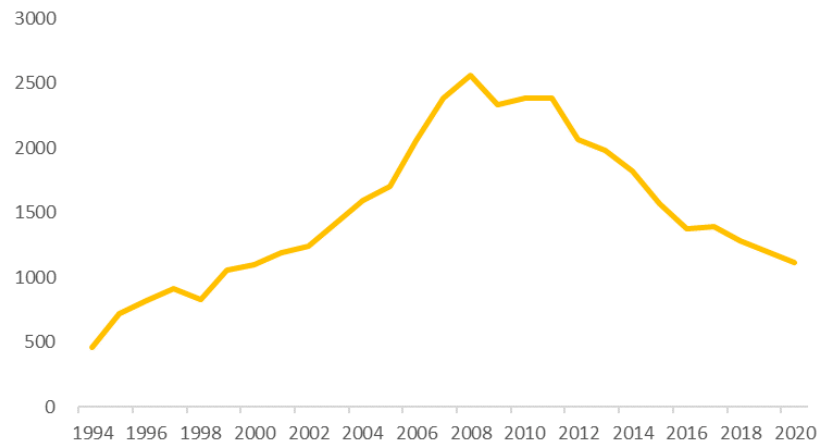
图：中国摩托车行业经历4个阶段（与汽车的对比）



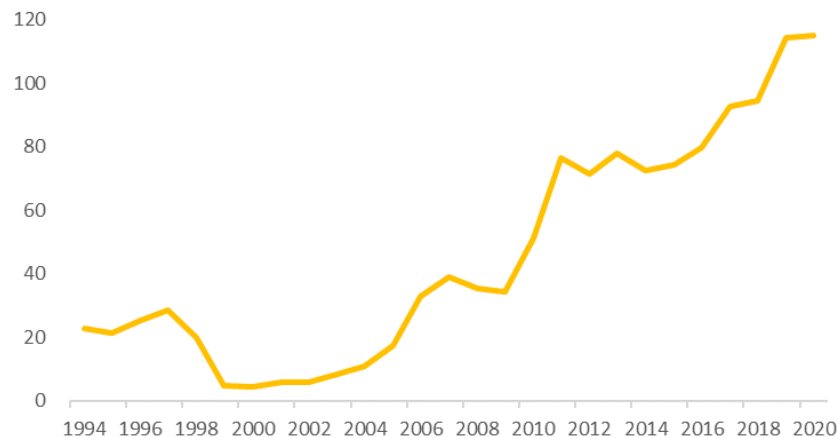
资料来源：CNKI王亮《中国摩托车行业历史、现状及发展趋势》，CNKI《我国摩托车生产情况分析》，wind，新华网，天风证券研究所

1.2. 行业趋势：摩托车真的是“夕阳产业”吗？

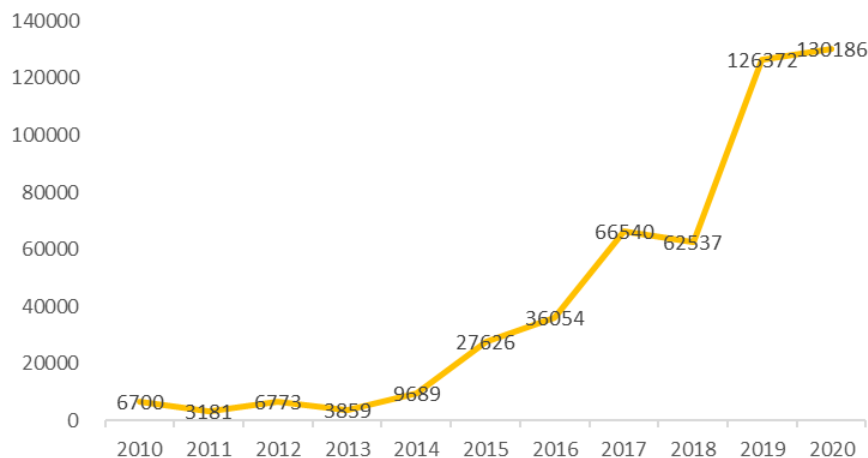
销量:二轮摩托车:<150cc (万辆)



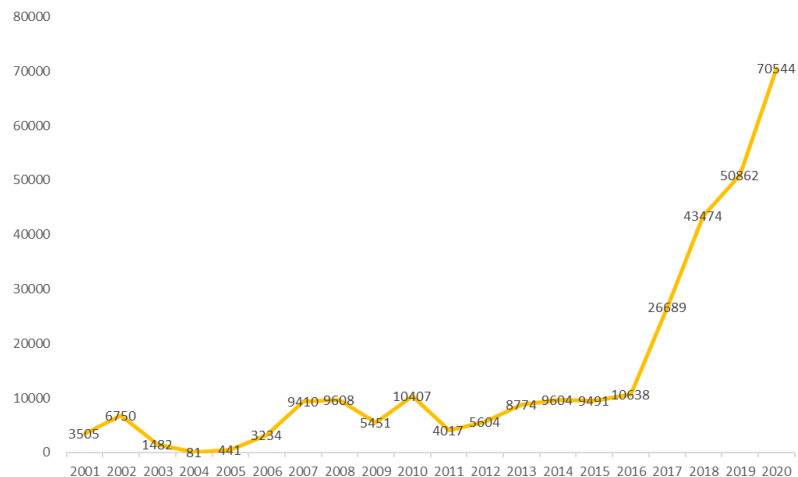
销量:二轮摩托车:150-250cc (万辆)



销量:二轮摩托车:250-400cc (辆)



销量:二轮摩托车:400-750cc (辆)

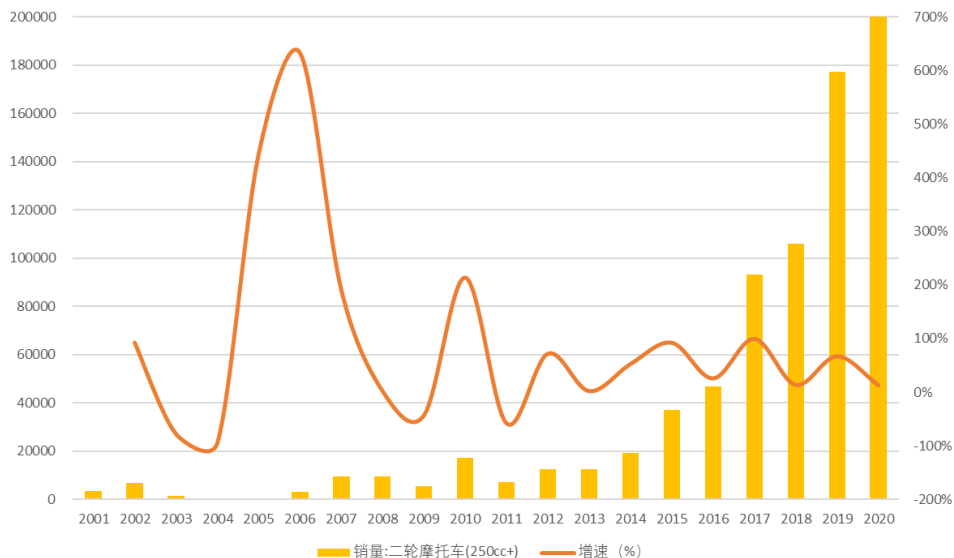


资料来源: wind, 中汽协摩托车分会, 天风证券研究所

1.2. 行业趋势：摩托车真的是“夕阳产业”吗？

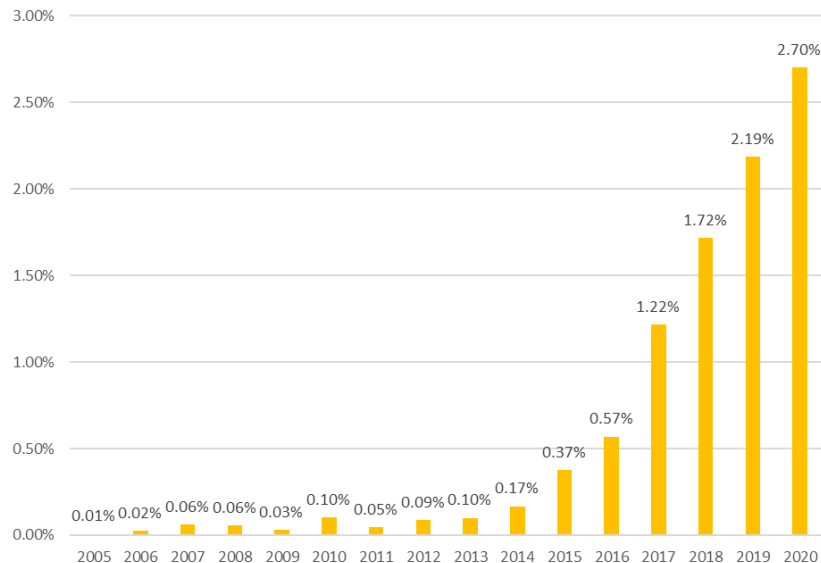
- **本质1：250cc+排量摩托车基数小。** 2020年，250cc+摩托车销量为20.1万，摩托车行业销量为1706.7万，占比仅为1.2%。此外，2020年表观消费量渗透率仅为**2.70%**。
- **本质2：250cc+排量摩托车处于加速成长期。** 2014-2020年，250cc+摩托车销量从1.9万增至20.1万，**CAGR ≈48%**。

图：我国250cc+摩托车销量及增速（辆，%）



资料来源：wind，中汽协摩托车分会，天风证券研究所

图：我国250cc+两轮摩托车表观消费量渗透率（%）

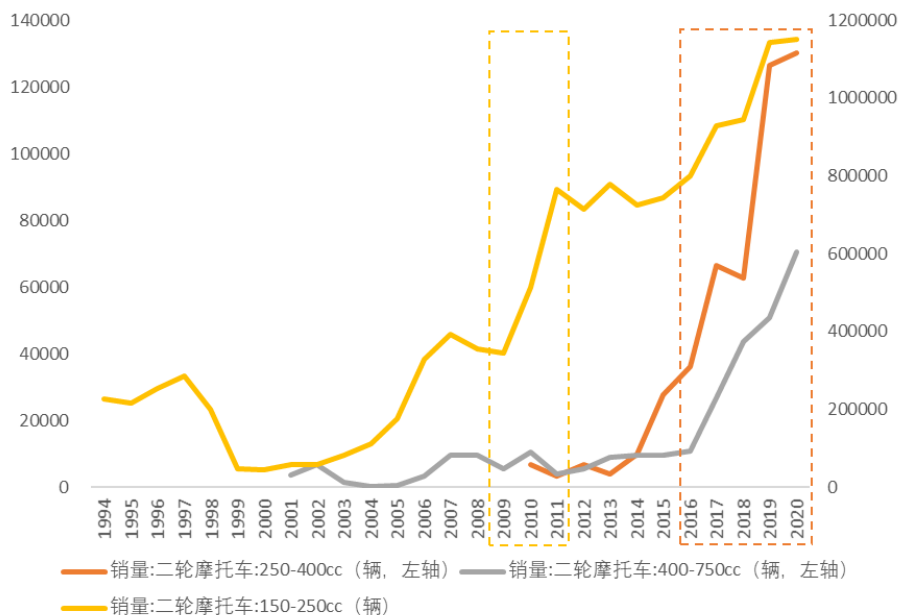


资料来源：CEIE，wind，天风证券研究所

1.3. 大排量逆势上扬：基数虽低，但高景气依旧持续

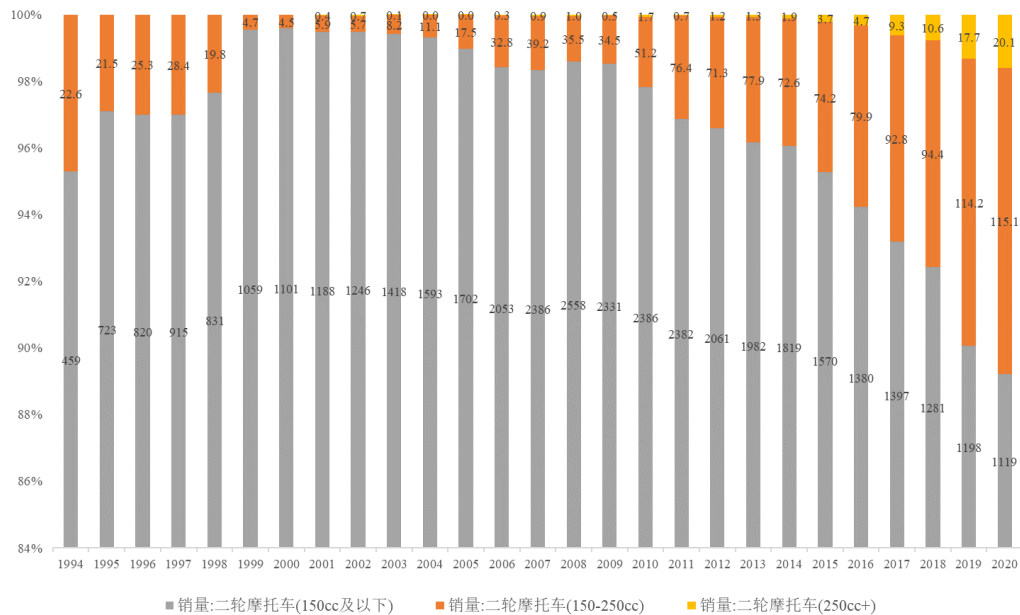
- **小排量逐渐向大排量转换。**直观看，2009-2011年150-250cc摩托车迅猛发力，2016-2020年250-400cc摩托车加速爬坡，未来有望向400cc以上的更大排量摩托车转换。
- **从销量数据看，**2010-2020年，<150cc摩托车CAGR为-7.3%，150-250cc摩托车CAGR为8.4%，250-400cc摩托车CAGR为34.5%。

图：我国二轮摩托车逐渐往大排量方向发展



资料来源：wind，中汽协摩托车分会，天风证券研究所

图：我国二轮摩托车销量结构（万辆）



资料来源：wind，中汽协摩托车分会，天风证券研究所

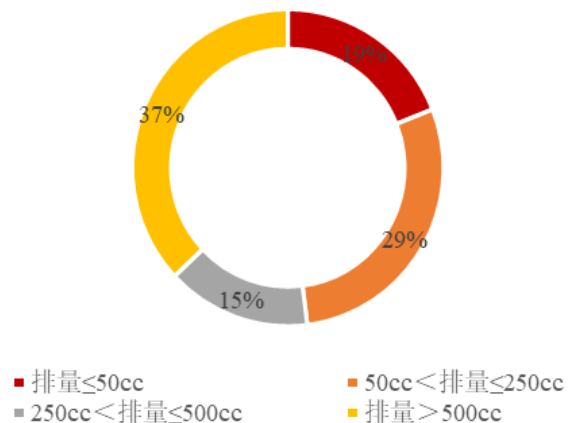
2. 赛道优质：市场发展潜力优质， 5年成长空间4-5倍

2.1. 大排量摩托车市场空间潜力优质

□ 从2019年250cc+摩托车销量占比看，中国 ≈ 1.3%，美国 ≈ 94%，欧洲 ≈ 52%。

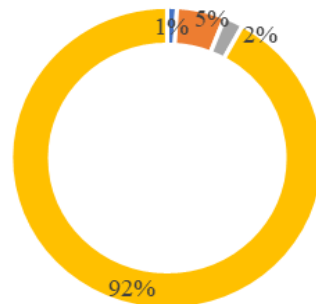
□ 从2019年每万人250cc+摩托车销量看，美国 ≈ 22.2辆/万人，欧洲 ≈ 8.7辆/万人，日本 ≈ 5.3辆/万人，中国 ≈ 1.3辆/万人。

图：欧洲二轮摩托车销量占比（%）



资料来源：IMMA，天风证券研究所

图：美国&加拿大二轮摩托车销量占比（%）



■ 排量 ≤ 50cc
■ 50cc < 排量 ≤ 250cc
■ 250cc < 排量 ≤ 500cc
■ 排量 > 500cc

资料来源：IMMA，天风证券研究所

表：主要国家或地区每万人250cc+摩托车销量

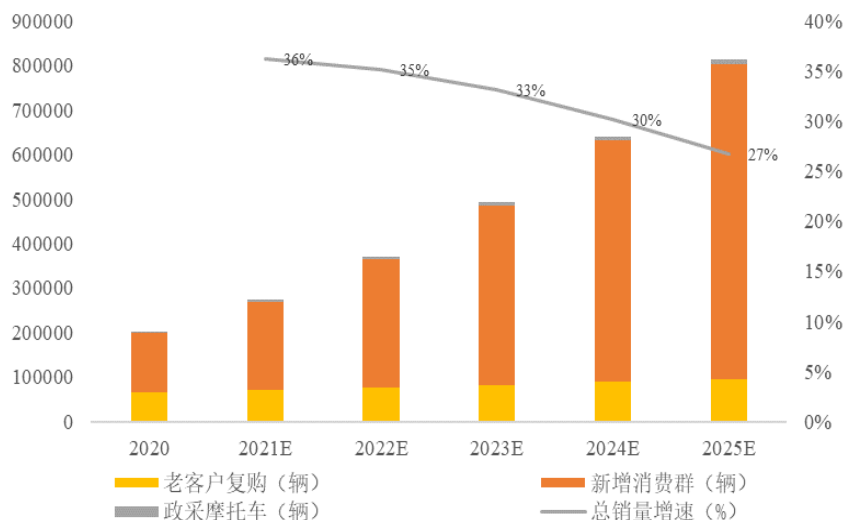
	250cc+摩托车国内销量	人口数量	人均年销量
美国	约73万辆	约3.28亿	22.2辆/万人
日本	约6.65万辆	约1.26亿	5.3辆/万人
欧洲	约64.45万辆	约7.4亿	8.7辆/万人
中国	约17.7万辆	约14.00亿	1.3辆/万人

资料来源：wind、联合国统计局，IMMA，eurostat，各政府官网，天风证券研究所

2.2. 国内市场空间有多大? ——自下而上

- 根据模型测算，假设我国250cc+摩托车销量CAGR为35%，按4万元/辆计算，2024年我国250cc+摩托车市场空间约为312.2亿元，是2019年的4-5倍。

表：中国250cc+排量摩托车销量（辆）



资料来源：wind，天风证券研究所

表：中国250cc+排量摩托车销量与市场空间测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
老客户复购 (辆)	66625	71755	77280	83231	89640	96542
新增消费群 (辆)	132088	198131	287290	402206	542979	705872
政采摩托车 (辆)	2250	3750	5250	6750	8250	9750
合计 (辆)	200963	273636	369820	492187	640869	812164
总销量增速 (%)		36%	35%	33%	30%	27%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
中国二轮摩托车销量 (万辆)	1648.3	1464.5	1498.9	1385.7	1329.5	1288.5	1225.4	1176.2	1129.1	1080.5
中国二轮摩托车销量增速 (%)		-11.2%	2.3%	-7.6%	-4.1%	-3.1%	-4.9%	-4.0%	-4.0%	-4.3%
250cc+二轮摩托车销量 (万辆)	3.7	4.7	9.3	10.6	17.7	29.7	41.7	53.8	65.9	78.0
250cc+二轮摩托车销量增速 (%)		27.0%	97.9%	14.0%	67.0%	67.7%	40.5%	28.9%	22.5%	18.4%
渗透率	0.22%	0.32%	0.62%	0.76%	1.33%	2.30%	3.40%	4.57%	5.84%	7.22%
250cc+二轮摩托车均价 (万元)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
250cc+二轮摩托车市场空间 (亿元)	14.8	18.8	37.2	42.4	70.8	118.8	166.9	215.1	263.6	312.2

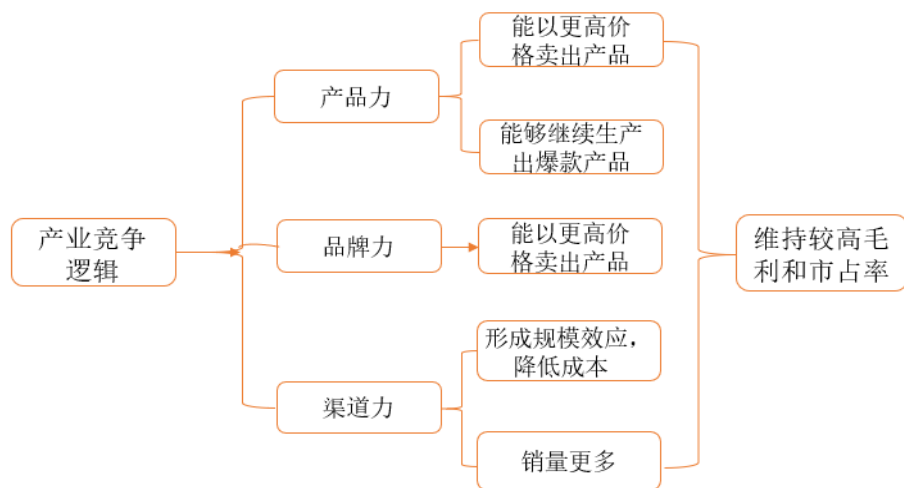
资料来源：政府采购信息报，长城号，天风证券研究所

3. 行业竞争逻辑：产品力+品牌力+渠道力

3.1. 行业核心竞争逻辑

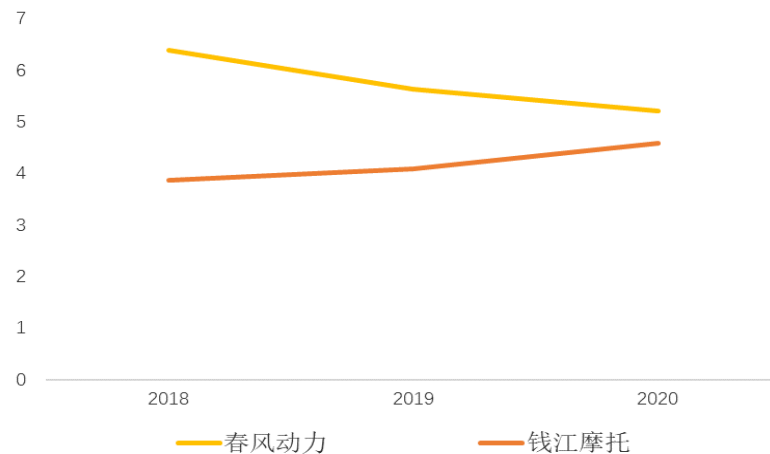
- 行业竞争逻辑是由行业属性决定的。大排量摩托车具有“工业品+消费品”双重属性。
- 工业品：制造端要求精益管理和生产，行业进入门槛较高。
- 消费品：1) 工业生产与流程制造能力是前提，溢价更多体现在产品、品牌与渠道上。2) 产品吸引消费者是关键。

图：大排量摩托车行业三大竞争逻辑



资料来源：天风证券研究所

图：春风、钱江研发费用率（%）

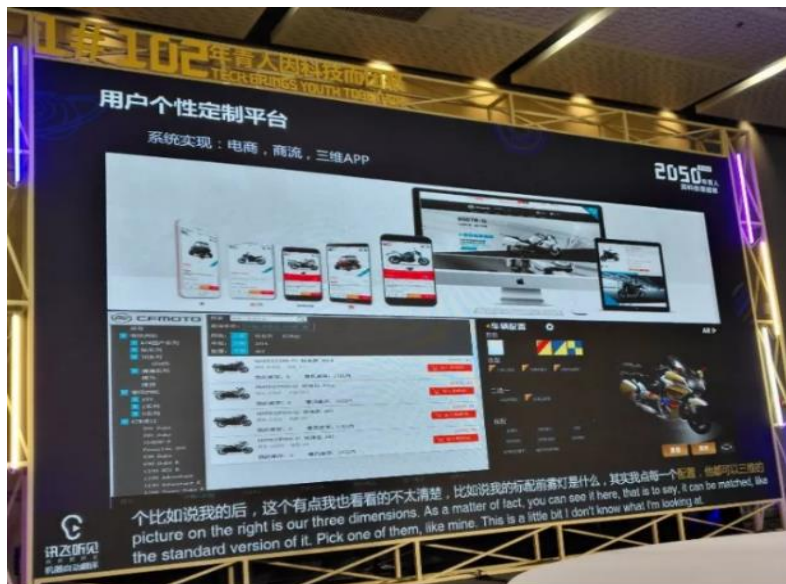


资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 行业竞争逻辑之一：产品力

- **第一要定义产品力：操控力强、品控好、外观炫酷、性价比高。**
- **第二要证明产品力的存在。** 1) 用户对摩托车操控力、品控、外观炫酷、性价比等有较高要求。2) 拥有产品力的厂商能够不断推出热销车型、完善产品，使其能够长期维持产品力。3) 产品力带来品牌与渠道优势，进一步巩固产品力。

图：春风动力用户个性化定制平台



资料来源：浙大智能工厂学生创新实验室，天风证券研究所

表：国际大排量摩托车品牌热销产品

品牌	热销车型
哈雷	美式重型巡航车、马蹄音、66号公路、软尾、大滑翔、Pan America 1250等
川崎	Z1、ZX-6R、NINJA H2、GPZ900R、H2 Mach IV等
铃木	GSX-S1000S KATANA(刀)、GSX-1300R HAYABUSA(隼)、GSX-1400等
本田	CB400SF、NSR250、Super Cub、CBR400RR等
雅马哈	R1-Z、SRV250 Renaissance、SDR200、RZV500R等

表：春风动力热销产品

时间	标志性事件
2015年	公路旅行车650TR-G等已成为引领休闲类大排量水冷摩托车的行业标杆
2016年	650NK作为曼岛TT赛中唯一一款中国品牌的摩托车，与来自世界各地的顶尖机车同台竞技，在轻量级组别揽货奖牌
2018年	250NK成为2018年最受关注的十大跨骑车TOP1
2020-2021年	700CL-X复古车、800MT进一步拓展大排量产品矩阵

资料来源：公司官网，牛摩网，天风证券研究所

3.2. 行业竞争逻辑之二：品牌力

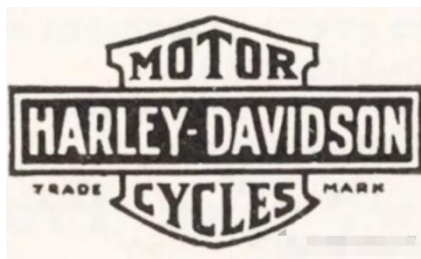
- **品牌力的体现**：1) 用户通常追求炫酷、炫耀的消费心理，使其有意愿承担品牌溢价；2) 厂商不断推出品牌系列、热销产品等，完善已有序列，增加产品附加值，使得品牌厂商能够长期维持溢价；3) 品牌粘性的存在使得用户形成较为稳定的品牌圈子文化，为提升品牌附加值提供广阔空间；4) 品牌效应带来渠道优势，进一步巩固品牌力。

表：各大品牌大排量摩托车订价

产品型号	中国订价	美国订价
BMW F800GS	12.64万	1.23万(约合人民币7.58万)
BMW K1600GT	34.5万	2.40万(约合人民币15.12万)
BMW F700GS	12.24万	0.99万(约合人民币6.19万)
春风动力400NK	2.99万	—
春风动力650NK	3.98万	—
春风动力650MT	4.38万	—
春风动力650TR-G	5.99万	—
春风动力700CL-X	4.58万	—
钱江摩托 追350	2.6万	—
钱江摩托 追600	4.7万	—
钱江摩托 骁500	3.8/4.3万	—
钱江摩托 赛600	5.0万	—
钱江摩托 逸250	1.6万	—
钱江摩托 闪500	3.7万	—

资料来源：各公司官网及商城，牛摩网，天风证券研究所

图：哈雷戴维森logo文化



图：春风日活动与贝纳利文化节



3.2. 行业竞争逻辑之三：渠道力

- **渠道力的体现**：1) 销售网络的规模化和广泛的渠道网络，有利于培养下游客户。2) 强大的渠道管控能力，有利于建设更完善的渠道网络。

表：大排量摩托车线下经销商网点

	春风动力	钱江benelli	鑫源摩托	川崎中国	豪马哈中国	铃木中国	本田Dreamwing	哈雷中国
广东	37	49	2	2	88	1	1	3
山东	31	16	20	2	29	3	1	4
湖南	23	26	2	1	14	1	0	1
云南	22	24	13	1	23	1	1	1
浙江	21	16	2	3	7	2	1	4
贵州	20	28	8	1	10	1	0	2
河南	20	28	13	2	49	1	1	1
陕西	20	15	4	1	2	1	1	1
江苏	18	10	2	2	41	2	1	3
安徽	17	26	2	1	29	1	0	1
江西	17	15	3	1	17	2	0	1
山西	15	6	2	2	11	2	0	2
广西	13	19	4	1	44	1	0	1
湖北	13	12	3	1	19	0	0	2
四川	13	10	14	2	29	1	1	2
福建	12	5	2	1	26	0	0	3
北京	11	43	18	2	18	2	1	2
辽宁	11	20	1	1	14	1	0	2
河北	10	38	7	1	32	1	0	0
内蒙古	6	3	5	1	8	1	0	0
甘肃	4	0	1	1	9	1	0	1
新疆	4	15	2	1	29	1	0	0
重庆	4	6	0	1	8	1	0	1
海南	3	1	2	1	0	0	0	1
黑龙江	3	0	1	0	3	0	0	0
吉林	3	1	1	0	1	0	0	1
青海	3	0	7	0	0	0	0	0
宁夏	2	0	1	0	2	0	0	1
上海	2	2	2	2	16	3	1	2
天津	1	2	0	0	0	0	0	1
西藏	1	1	1	1	0	0	0	1
合计	380	437	145	36	578	31	10	45

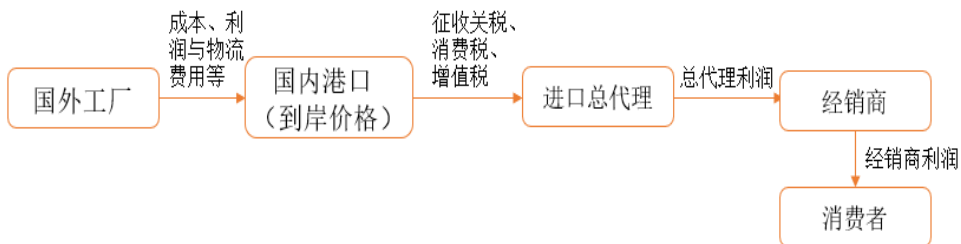
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

图：春风动力3.0旗舰店与哈雷旗舰店



资料来源：CFMOTO春风动力，Xcar 爱卡汽车网、天风证券研究所

图：进口摩托车流程图

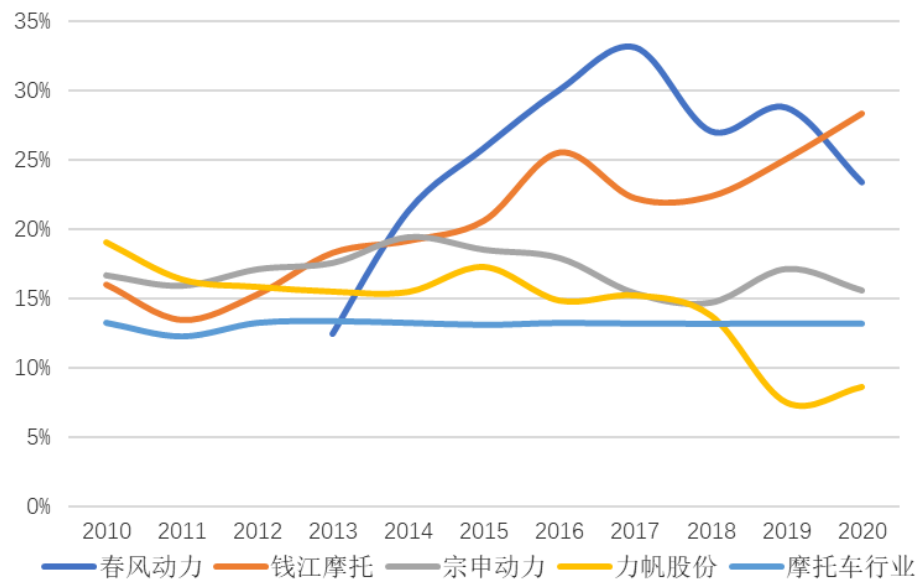


资料来源：牛摩网，天风证券研究所

3.3. 行业核心竞争要素带来：高毛利率+高市占率

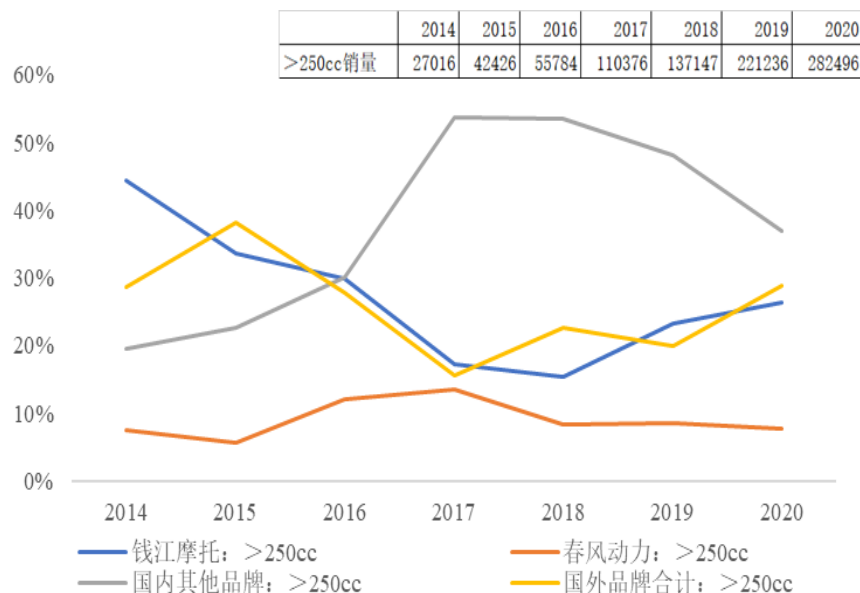
- 从盈利水平看，春风、钱江的毛利率领先于其他企业与行业平均水平。
- 从市场份额看，国内品牌钱江和春风占据领先地位，国外品牌份额相对保持稳定。

图：中国摩托车企业毛利率对比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：国内250cc以上排量摩托车市占率（%）



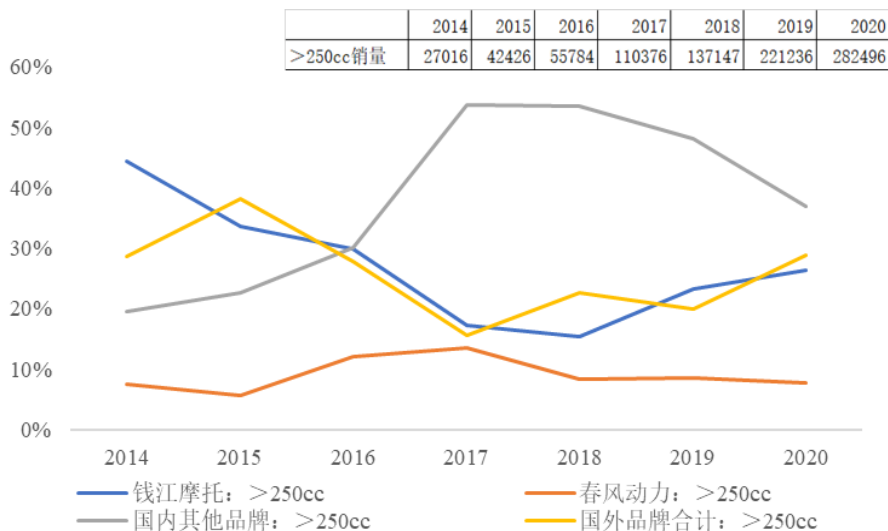
资料来源：wind，CEIC，公司年报，天风证券研究所

3.4. 大排量摩托车：钱江一家独大，春风份额居前

□ 针对250cc+摩托车市场：

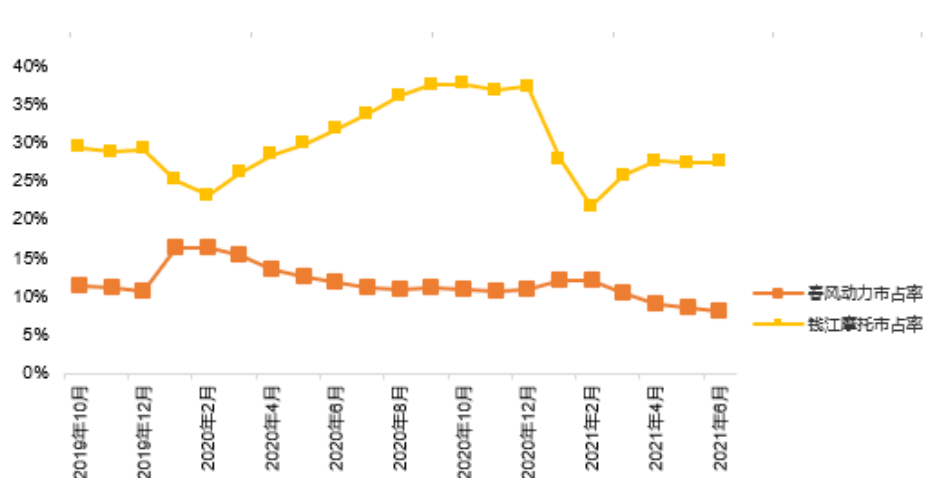
- 1) 国外品牌跑马圈地（29%）：国外品牌力求分得更多红利，近年来有走弱迹象。
- 2) 钱江摩托市占率最高（26%）：主要是产品矩阵丰富，250cc+有超过70款车型。
- 3) 春风动力份额居前（8%）：2018-2020年公司主推250NK，250SR。250cc+推出新车型较少，但市占率依旧能够维持稳定。
- 4) 国内其他小品牌竞争力持续走弱：传统品牌大长江、宗申、隆鑫大排量摩托车效果不算理想。

图：中国摩托车企业市占率对比（%）



资料来源：wind，CEIC，公司年报，天风证券研究所

图：国内250cc+排量摩托车竞争格局（%）



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

3.4. 大排量摩托车：钱江一家独大，春风份额居前

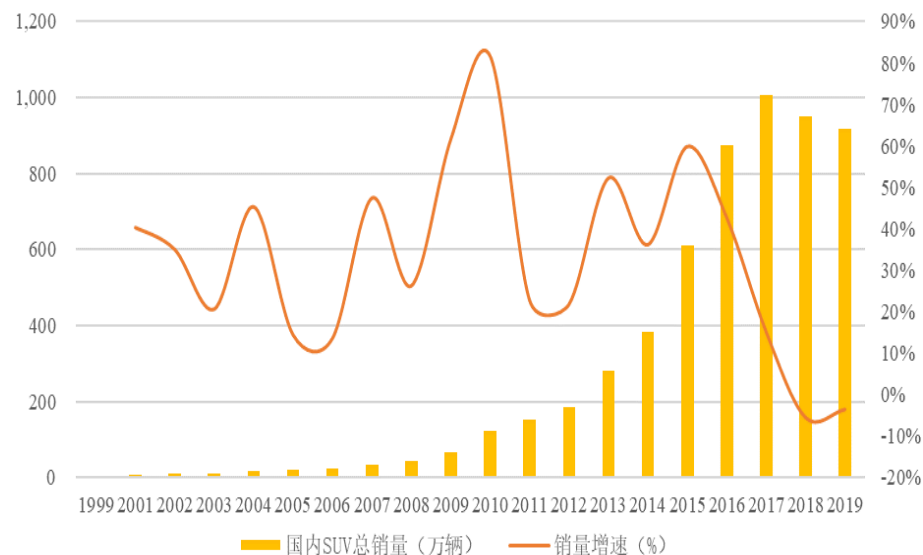
- **针对250cc+摩托车市场，预测未来：国内大排量摩托车短期趋于分散，中长期内资头部有望抢占更多市场份额。**
- 1) 对标海外市场，向头部集中大势所趋。
- 2) 国产大排量产品逐渐发力，将凭借本土优势和后发优势抢占更多市场。
- 3) 内资头部企业市占率会更高，而中小企业难以突出重围。a.行业具备进入壁垒，致使少有新进入者。b.国内传统小排量摩企转换到大排量赛道难度大。
- 4) 未来国产大排量摩托车将逐步发力海外市场。

4. 行业成长逻辑：从1到 $+\infty$

4.1. 复盘SUV：如何理解大排量摩托车板块的发展趋势？

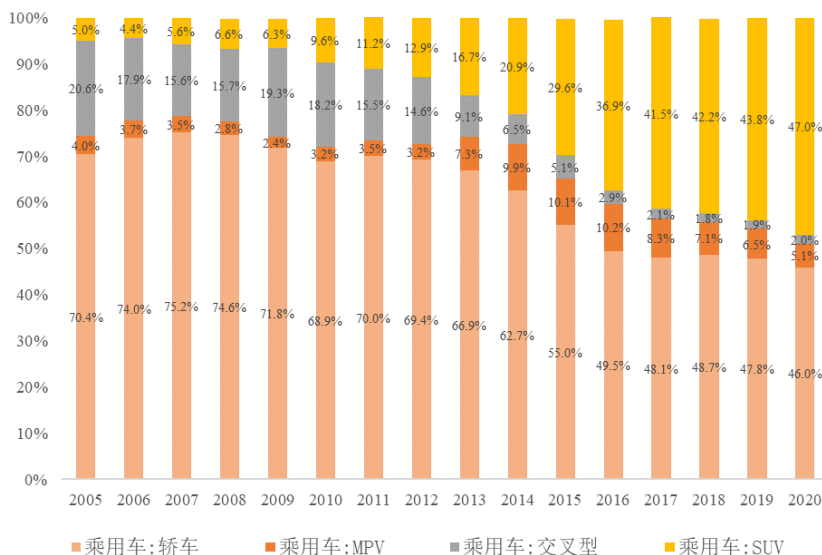
- 作为乘用车市场细分车型SUV，业界普遍认为1998年SUV的概念才开始在我国铺开。
- 2005年开始，我国乘用车市场步入飞速发展阶段。
- 2005-2019年，我国乘用车销量从397万辆增至2144万辆，增长近5倍。其中，SUV细分赛道表现最为突出，由2005年的20万辆增至2019年的919万辆，市场扩容近45倍多，在乘用车领域的市占率也由5%提升至44%，不断抢占着传统轿车和交叉型乘用车的市场份额。

图：我国SUV销量及增速（万辆，%）



资料来源：wind，CNKI孙建斌《SUV市场发展趋势探索》，CNKI徐向华《全面透析中国SUV市场》，天风证券研究所

图：我国乘用车结构演变（%）

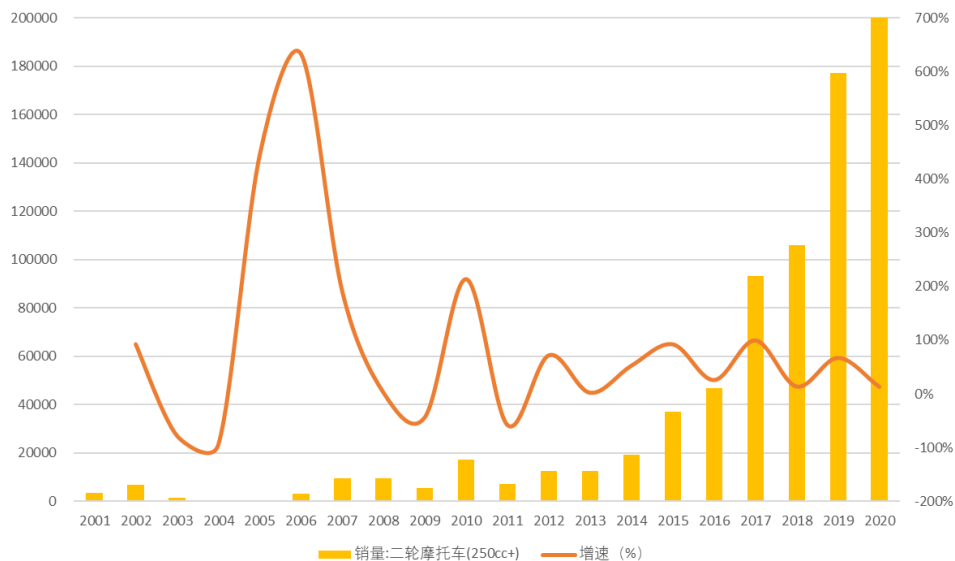


资料来源：wind，天风证券研究所

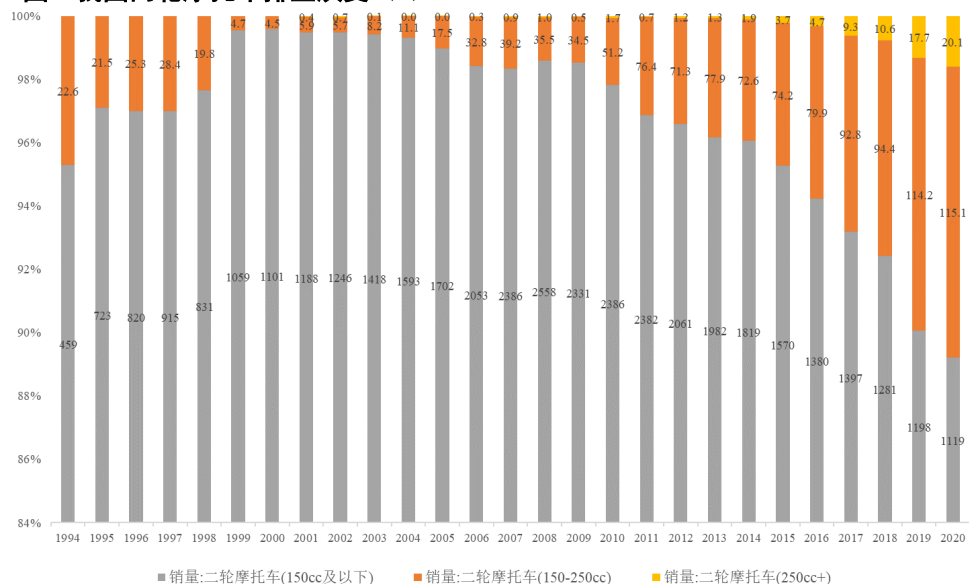
4.1. 复盘SUV：如何理解大排量摩托车板块的发展趋势？

- 国内乘用车见证三个阶段变迁：1) 2000-2010年：从无到有，定位为代步工具，轿车市场兴起。2) 2011-2016年：从有到更好，象征社会地位，SUV市场兴起。3) 2017-未来：从更好到环保，回归实用主义，新能源汽车兴起。
- 1) 居民财富效应增长速度快慢+主力消费人群(70s-80s-90s)+新能源变革共同驱动乘用车消费特征的变迁。2) 我们认为摩托车市场亦将重复类似的轨迹：从替换自行车的代步工具，到追求炫酷玩乐的大排量摩托车崛起。诚然，我们不可忽视电动化势力，行业有望在较长时间内保持“更大排量+小排量电动化”的趋势。

图：我国250cc+大排量摩托车销量及增速（万辆，%）



图：我国两轮摩托车排量演变（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

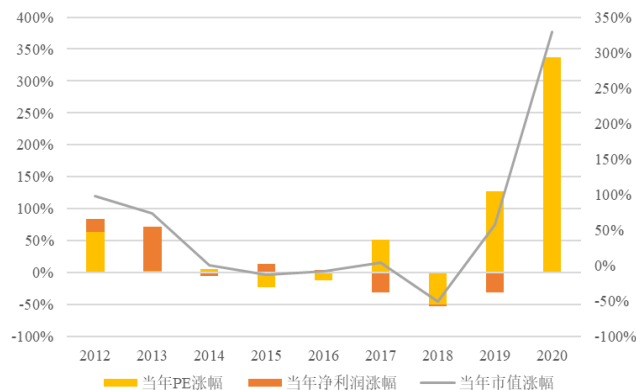
资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 龙头对标：如何理解大排量摩托车板块的估值？

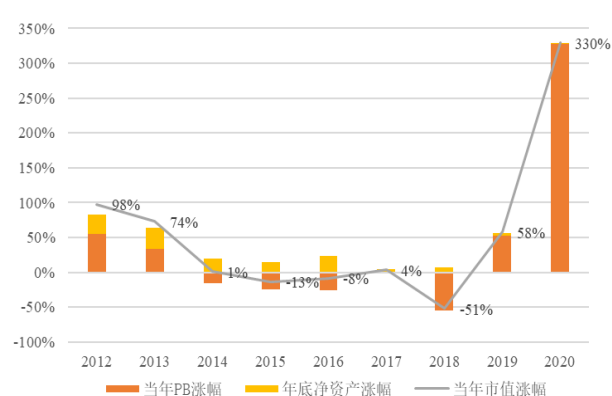
□ 延续上述逻辑进行龙头对标，选取SUV板块的长城汽车与中大排量摩托板块的春风动力对标。SUV和大排量摩托车兼具可选消费品和制造业的属性，因此我们选择P/E和P/B两种估值方法看当前时点的估值。

□ 复盘SUV龙头：无论从P/E还是P/B角度看，2012-2017年为SUV快速渗透期，这一阶段长城汽车市值受到“业绩+估值”的戴维斯双击，但估值的溢价相对更高一些。2018-2019年公司业绩相对平稳，但受到整个乘用车板块估值抬升的影响，公司市值快速上扬。

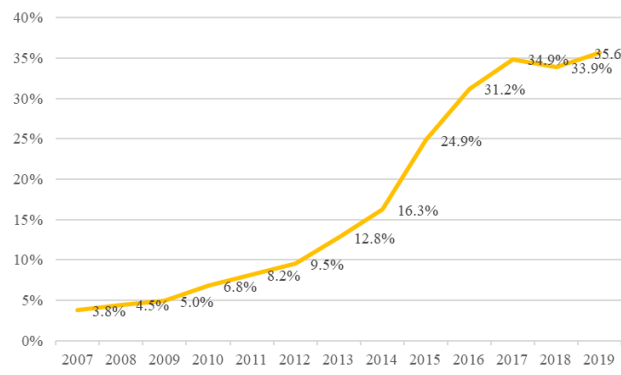
图：长城汽车市值驱动因素（P/E角度）



图：长城汽车市值驱动因素（P/B角度）



图：中国SUV销量占汽车销量比重（%）



图：SW乘用车P/E（TTM）估值



资料来源：wind，CNKI孙建斌《SUV市场发展趋势探索》，CNKI徐向华《全面透析中国SUV市场》，天风证券研究所

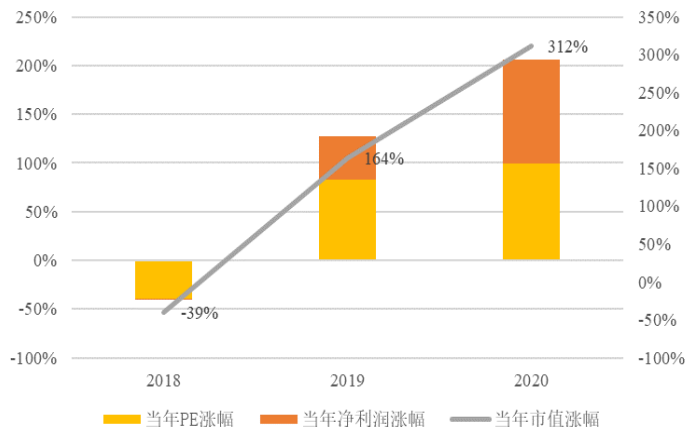
资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 龙头对标：如何理解大排量摩托车板块的估值？

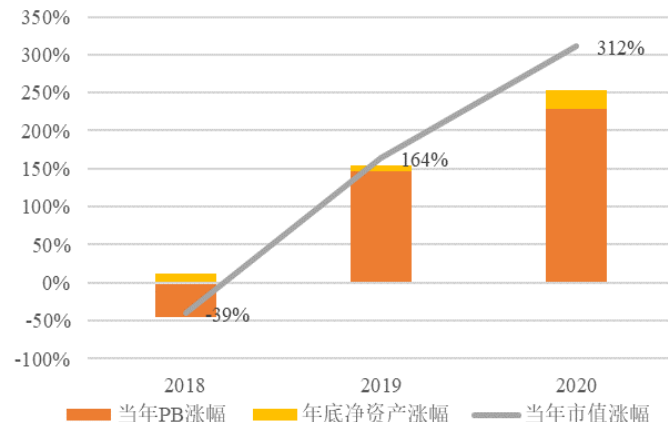
□ **解密大排量摩托车板**：无论从P/E还是P/B角度看，2018-2025年为大排量摩托车快速渗透期，类似于2012-2017年的SUV，春风动力的市值受摩托车板块估值影响较小，受“业绩+估值”的戴维斯双击影响较大，估值的溢价能力相对更高。

□ 目前大排量摩托车尚处于**快速成长渗透期**，未来几年大排量摩托车板块有望继续业绩释放、渗透率提升、PE提升的整体趋势。

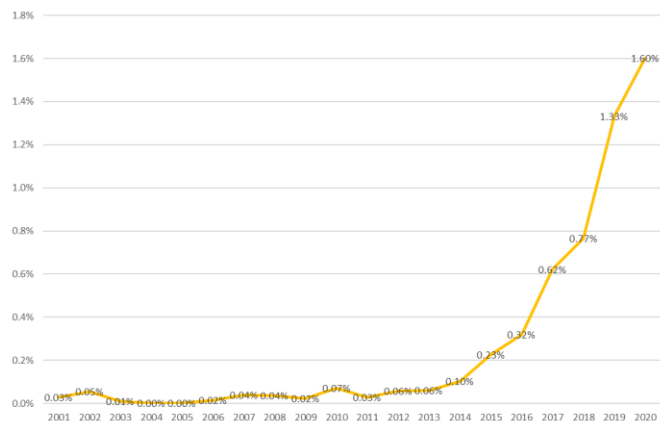
图：春风动力市值驱动因素（P/E角度）



图：春风动力市值驱动因素（P/B角度）



图：中国250cc+摩托车销量占行业总销量比重（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：摩托车指数P/E（TTM）估值



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 投资建议

5.1. 春风动力：国内大排量摩托车最具竞争力品牌

- 根据上述行业核心竞争要素与行业发展趋势的分析，在布局和抢占市场份额的过程中，我们看好：中大排量摩托车已在市场确立，“热销车型+品牌建设+渠道铺开”三管齐下，向更大排量+更丰富产品布局的企业。如：春风动力、钱江摩托。
- **公司定位：**公司主打产品是消费级摩托车和全地形车，属于消费升级大背景下一种全新的交通工具。
- **公司业绩持续增长。**1) **摩托车：**逆势增长，两轮车营收从2013年的1.22亿增至2020年的18.61亿，CAGR为47.6%。2020年公司150~250cc摩托车市占率为4.3%，250cc+摩托车市占率为10.8%。2) **全地形车：**公司是国内第一、全球第七大全地形车生产商，在多个欧洲发达国家市占率排名第一。公司近年来集中精力攻克美国市场，设立CFP、CFF子公司，以低价策略、差异化模式攫取更多市场份额。3) **电动车：**公司设立子品牌ZEEHO，预计2021年下半年量产。
- **核心竞争力：第一，具备研发和技术优势，**公司专注于摩托车最核心零部件大排量水冷发动机技术的研发，拥有单缸、V型双缸、直列双缸等大排量水冷发动机的自主研发生产能力。**第二，**打造休闲娱乐更大排量摩托车，**1) 产品：**丰富“车型+排量段”产品矩阵，街车、复古、仿赛、巡航、旅行、拉力等车型逐渐覆盖，且逐渐往更大排量延伸，持续打造热销车型，如250SR、250NK、800MT等带动业绩增长。**2) 品牌：**公司不断强化竞争优势，与KTM合作；入选国宾车，完成国宾护卫任务500余次，增加品牌溢价；**3) 渠道：**a.全球布局，美国、欧洲等设立多家网点，公司产品通过全球经销商及其3000余家经销网点销往100多个国家和地区。b.国内渠道加速推进，目前大概560+家，大力推进3.0旗舰店建设，销售、服务能力也在持续加强。**第三，**推出高端智能电动摩托车“极核”及量产概念电摩，定位为智能短交通的代步功能。

5.1.1 产品矩阵：春风动力

图：春风动力产品矩阵

摩托车产品矩阵	STPAPI0	150NK	250SR赛道版	250SRCBS版	250SRABS版	250NKABS版	250NKCBS版	400NK	400GT	650NK	650GT	650TR-G	650MT	700CL-X	800MT		
排量	125CC	150CC	249CC	250CC	250CC	250CC	250CC	400CC	400CC	650CC	650CC	650CC	650CC	700CC	799CC		
售价	8980	11980	21680	18580	21,680	18,900	15,900	29,900	33800	40,900	43800	59,900	59,900	45,800	57680/62660		
整车	长X宽X高	1724mm×750	2025mm×770	2010×750×1080	2010×750×1080	2010×750×1080	1990×780×1070	1990×780×1070	2114×830×2110	2110×785×1310	2114×830×2110	2100×930×1310	2210×990×1310	2210×990×1310	2107×887×1222	2234×853×1222	
	车辆轴距	1214mm	1360mm	1360mm	1360mm	1360mm	1360mm	1360mm	1415mm	1415mm	1415mm	1415mm	1415mm	1415mm	1435mm	1531mm	
	车辆座高	775mm		780mm	780mm	780mm	795mm	795mm	780mm	795mm	780mm	795mm	780mm	780mm	800mm	825mm	
	最小离地间隙	145mm	150mm				150mm	150mm	150mm	150mm	150mm	150mm	140mm	140mm		190mm	
	整车整备质量	114kg	142kg	165kg			151kg	151kg	206kg	211kg (不含边)	206kg	236kg (含边)	252kg	252kg	196kg	231kg (不含三)	
	最大有效载荷						150kg	150kg		155kg		155kg	150kg	150kg			
	最高时速						128km/h	128km/h					170km/h	170km/h			
	车辆油箱容量	7L	10L	12L	12L	12L	12.5L	12.5L	17L	19L	17L	19L	22L	22L	13L	19L19L19L	
发动机	发动机型式	单缸四冲程风冷	单缸、四冲程风冷	单缸水冷、DOHC	单缸水冷、DOHC	单缸水冷、DOHC	单缸、四冲程风冷	单缸、四冲程风冷	直列双缸、风冷	直列双缸、风冷	直列双缸、风冷	直列双缸、风冷	直列双缸、四冲程风冷	直列双缸、四冲程风冷	直列双缸水冷	直列双缸水冷	
	排量	126cc	149cc	249cc	249.2cc	249.2cc	249.2cc	249.2cc	400.4cc	400.4cc	649.3cc	649.3cc	649.3cc	649.3cc	693cc	799cc/799cc	
	缸径×行程	57.0mm×49.0mm	57.0mm×58.0mm	72mm×61.2mm	72mm×61.2mm	72mm×61.2mm	72mm×61.2mm	72mm×61.2mm	68.4×54.5mm	68.4mm×54.5mm	83.0mm×60.0mm	83×60mm	83.0mm×60.0mm	83.0mm×60.0mm	83×64mm	88.0×65.7mm	
	压缩比	9.0:1	10.5:1	11.3:1					11.3:1	11.3:1	11.1:1	11.3:1	11.3:1	11.3:1	11.3:1	11.6:1	12.7:1
	最大扭矩	8.3N·m/6500r	10.7N·m/7000r	22N·m/7500r	22N·m/7500r	22N·m/7500r	22N·m/7500r	22N·m/7500r	34.4Nm/7650r	34.4Nm/7650r	56Nm/7000r	56Nm/7000r	62N·m/7000r	62N·m/7000r	68N·m/6500r	77N·m/7500r	
	最大功率	7.0kW/8500r	8.8kW/8500r	20.5kW/9750r	20.5kW/9750r	20.5kW/9750r	19.5kW/9000r	19.5kW/9000r	30.5kW/9500r	30.5kW/9500r	45kW/8750r	45kW/8750r	52.0kW/8750r	52.0kW/8750r	55kW/8500r	70kW/9000r	
	点火方式	ECU	ECU				ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECUEGUEGU	
	变速方式	6档变速	6档变速				6档变速	6档变速	6档变速	6档变速	6档变速	6档变速	6档变速	6档变速			
	燃油供给	EFI	EFI				EFI	EFI		EFI		EFI	EFI	EFI			
	节气门形式			机械节气门	机械节气门	机械节气门										电控节气门	
	离合器形式			湿式多片, 滑动离合器	湿式多片, 滑动离合器	滑动离合器			湿式多片		湿式多片					CF-SC滑动离合器	
离合器操纵方式			机械拉索	拉索控制	拉索控制			机械拉索		机械拉索, 滑动离合器					机械拉索		
车辆底盘	悬挂方式	前: 伸缩式后: 悬臂式	前: φ37倒置式	前: φ37倒置式	前: φ37倒置式	前: 伸缩式后: 悬臂式	前: 伸缩式后: 悬臂式	前: 伸缩式后: 悬臂式	前: 伸缩式后: 悬臂式	前: KYB正置式	前: KYB正置式	前: 伸缩式后: 悬臂式	前: 伸缩式后: 悬臂式	前: 伸缩式后: 悬臂式	前: 倒置减震器	前: 倒置减震器	
	制动方式	液压盘式	液压盘式	CBS; 前: φ292mm单碟	CBS; 前: φ292mm单碟	CBS; 前: φ292mm单碟	前: 液盘式后: 液盘式	前: 液盘式后: 液盘式	ABS; 前: 双碟后: 液盘式	ABS; 前: 双碟后: 液盘式	ABS; 前: 双碟后: 液盘式	前: 液盘式后: 液盘式	前: 液盘式后: 液盘式	前: 液盘式后: 液盘式	ABS	前: 320mm双碟	
	轮辋规格	前: 2.75×12后: 2.5×17	铝合金轮辋	铝合金轮辋	铝合金轮辋	前: MT3.50×17后: MT3.50×17	前: MT3.50×17后: MT3.50×17	MT3.5×17, 前: MT3.50×17后: MT3.50×17	前: MT3.50×17后: MT3.50×17	前: MT3.50×17后: MT3.50×17	前: MT3.50×17后: MT3.50×17	前: MT3.50×17后: MT3.50×17	前: MT3.50×17后: MT3.50×17	前: MT3.50×17后: MT3.50×17	前: MT3.50×17后: MT3.50×17	前: 19" 铝轮辋	
	轮胎规格	前: 120/70-12后: 100/80R11	前: 110/70R17	前: 110/70R17	前: 110/70R17	前: 110/70R17	前: 110/70R17	前: 110/70R17	前: 120/70Z前: 120/70ZR	前: 120/70Z前: 120/70ZR	前: 120/70Z前: 120/70ZR	前: 120/70Z前: 120/70ZR	前: 120/70Z前: 120/70ZR	前: 120/70Z前: 120/70ZR	前: 120/70Z前: 120/70ZR	前: 110/80	
	车架		钢管编织车架													钢管焊接	
	方向把		分离把													一体式变径管	
	后平叉			冲压钣金一体式	冲压钣金一体式	冲压钣金一体式										铝合金	
	ABS&CBS			ABS												标配ABS、标配ABS	
	配置状态	车色	星光白、柠檬绿、松石蓝、钛金灰		星光白、星光黑	星光白、星光黑	电镀银、星光黑	星光白、雅黑	星光白、概念白	星光白、雅黑	概念白、星光黑	星光白、星光黑	星光白、星光黑	星光白、星光黑	星光白、星光黑	星光白、星光黑	星光白、星光黑
		仪表			单色液晶仪表	TFT仪表		单色液晶仪表	5 "TFT							LCD液晶仪表	7" TFT车联网
T-BOX				标配	标配		标配	标配							标配		
大灯/尾灯/转向灯				LED	LED		LED	LED							LED	LEDLEDLED	
电池				12v9Ah	12v9Ah		12V10Ah				12V12Ah胶体						
钥匙				普通钥匙	普通钥匙											机械钥匙	
方向把				战斗低把	战斗低把											一体式变径管	
版本						标准版: 无ABS	标准版: 无ABS, 普通仪表	德国大陆ABS									

资料来源：公司官网，天风证券研究所

5.2. 钱江摩托：受益行业发展，业绩加速兑现

- 根据上述行业核心竞争要素与行业发展趋势的分析，在布局和抢占市场份额的过程中，我们看好：中大排量摩托车已在市场确立，“热销车型+品牌建设+渠道铺开”三管齐下，向更大排量+更丰富产品布局的企业。如：春风动力、钱江摩托。
- **公司定位：**钱江摩托1985年成立，2005年全资收购Benelli并开始涉足中大排量摩托业务，目前拥有钱江摩托、Benelli、QJMOTOR三大摩托车品牌，战略定位高中低端清晰；公司产品覆盖50cc-1200cc系列摩托车，其中250cc+市占率全国第一。
- **核心竞争力：****第一**，公司拥有较高的研发优势和技术优势，具备较强的高端机械制造与加工能力。**第二**，打造休闲娱乐更大排量摩托车：**1) 产品：**公司完善品类布局，不断推出新品。自收购贝纳利后开启中大排量摩托车业务，2020年5月，公司顺应国潮推出高端新品牌QJMOTOR，已快速投放5个车系、7个车型，排量覆盖250-750cc，且多数与贝纳利同平台，新一轮产品大周期开启。**2) 品牌：**钱江收购贝纳利，与哈雷合作生产HD350，一定程度上扩展品牌影响力。**3) 渠道：**钱江在全国布局多家线下经销商网点。**第三**，推出高端智能电动摩托车：钱江旗下知名品牌摩灵电动MOLINK X获得小米有品好评榜第一。
- **催化剂：**1) 公司作为国内250cc+排量摩托车龙头，有望受益于中大排量摩托车销量高速增长所带动的销量结构改善。2) 锂电等非摩托车亏损业务剥离，公司将全面聚焦摩托车主业，利于业绩释放。3) 吉利集团入主后带来的管理决策水平和质量控制手段使得公司面貌焕然一新。

5.2.1. 钱江摩托：产品矩阵

图：QJMOTOR产品矩阵

型号	定位	价格	排量	排量分类	发动机	上市时间	品牌
菲诺125 QJ125T-2C	踏板	10999	124	1	单缸四冲程	2019-10	QJMOTOR
闪300 QJ300-12	复古	19999	296	3	双缸	-	QJMOTOR
壹米 QJ150T-27E	踏板	14499	149	1	单缸四冲程	2021-2	QJMOTOR
赛250赛道尊享版 QJ250GS-29E	跑车	19999	249	2	单缸四冲程	2021-5	QJMOTOR
赛250 双摇臂版 QJ250GS-29F	仿赛	19999	249	2	单缸	-	QJMOTOR
圆灯款追350	街车	26999	353	2	双缸四冲程	2021-4	QJMOTOR
追350 QJ350-13	街车	26999	353	3	双缸四冲程	2020-6	QJMOTOR
骁500 QJ500GS-5F	街车	38999	500	4	双缸四冲程	2020-6	QJMOTOR
骁500辐条轮版本 QJ500GS-5B	拉力	42999	500	4	双缸四冲程	2020-6	QJMOTOR
赛350 QJ350GS-F	跑车	28999	353	3	双缸	2021-7	QJMOTOR
闪500 QJ500-11A	太子	36999	500	4	双缸四冲程	2020-7	QJMOTOR
逸500 QJ500-8A	街车	36900	523	4	单缸四冲程	2020-6	QJMOTOR
QJ500-19	复古	-	549	4	双缸	-	QJMOTOR
QJ750-7	拉力	49999	754	5	双缸四冲程	2020-9	QJMOTOR
圆灯款追600	跑车	49999	600	4	四缸四冲程	2021-4	QJMOTOR
追600 QJ600GS-3A	跑车	43999	600	4	四缸四冲程	2020-6	QJMOTOR
赛600 QJ600GS-3B	跑车	50999	600	4	四缸	2020-12	QJMOTOR
QJ600GS-5C	拉力	-	600	4	四缸四冲程	-	QJMOTOR
追700先行版	街车	39999	693	4	双缸四冲程	2021-5	QJMOTOR
骁750 QJ750-7A	拉力	49999	754	5	双缸四冲程	2021-1	QJMOTOR
QJ125T-2D	踏板	-	124	1	单缸	-	QJMOTOR
QJ150T-27H	踏板	-	149	1	单缸四冲程	-	QJMOTOR
QJ150T-23D	踏板	-	149	1	单缸	-	QJMOTOR
QJ650GS-5D	拉力	-	628	4	四缸	-	QJMOTOR
骁800 QJ800-7	-	-	799	5	双缸	-	QJMOTOR
QJ400-8C	复古	-	374		单缸	2020-6	QJMOTOR
骁800(带三箱) QJ800-7A	拉力	-	799	5	双缸		QJMOTOR
QJ700-8A	街车	39999	693	4	-	-	QJMOTOR
逸250 QJ250-9	街车	15999	249	2	双缸四冲程	2020-9	QJMOTOR

资料来源：公司官网，天风证券研究所

5.2.1. 钱江摩托：产品矩阵

图：BENELLI 产品矩阵

型号	定位	价格	排量	排量分类	发动机	上市时间	品牌
Torodo 125	MINI车	10500	124	1	-	-	BENELLI
BJ250GY-2	街车	18800	249	2	单缸四冲程	2016-3	BENELLI
TRK 125	街车	20000	124	1	单缸	2019-3	BENELLI
小暴龙 TNT125 BJ125-3E	MINI车	10800	134.7	1	单缸四冲程	2016-6	BENELLI
TNT135	MINI车	10800	134.7	1	单缸四冲程	2017-9	BENELLI
红宝龙TNT150i BJ150-29B	街车	10800	148	1	单缸四冲程	2017-3	BENELLI
TNT150i BJ150-29	街车	9980	148	1	单缸	2018-5	BENELLI
小迅龙 BN150S	街车	11980	149	1	单缸四冲程	2018-6	BENELLI
BJ150-29A	街车	16187	150	1	单缸四冲程	2019-6	BENELLI
RFS150i BJ150-10E	弯梁车	8960	150	1	单缸四冲程	2017-4	BENELLI
CAFFENERO 150	踏板	-	150	1	单缸四冲程	2014-11	BENELLI
R18i	弯梁车	13125	174	2	单缸	2021-4	BENELLI
BJ250-15A ABS版	街车	18800	249	2	单缸四冲程	2018-8	BENELLI
银刃 BJ250T-8	踏板	19800	249	2	单缸四冲程	2016-5	BENELLI
BJ250-18A	拉力	19813	249	2	-	2019-6	BENELLI
金鹏 TRK251 BJ250-18	拉力	19800	249.2	2	单缸四冲程	2018-11	BENELLI
幼狮250 BJ250	复古	19900	249.4	2	单缸	2019-3	BENELLI
小黄龙TNT25 BJ250-15A	街车	18800	250	2	单缸四冲程	2016-8	BENELLI
BJ250-15E	街车	16988	250	2	-	2018-4	BENELLI
BN302S	街车	29800	300	3	-	2018-12	BENELLI
蓝宝龙 BN 302 S	街车	29800	300	3	双缸四冲程	2019-4	BENELLI
飓风302R BJ300GS-C	跑车	29800	300	3	双缸四冲程	2018-3	BENELLI
BJ300GS-D	拉力	31800	300	3	-	2020-4	BENELLI
BJ300J-5A (警用)	街车	35800	300	3	-	-	BENELLI
蓝宝龙巡航版 BJ300GS-A ABS	拉力	35800	300	3	双缸四冲程	2018-3	BENELLI
BJ300GS-3	街车	-	300	3	-	2018-6	BENELLI
飓风302 2021款 BJ300GS-H	跑车	-	300	3	-	-	BENELLI
Tornado 302	跑车	29800	300	3	双缸四冲程	2021-4	BENELLI
帝国imperiale400 BJ400-8	太子	23800	374	3	单缸四冲程	2019-6	BENELLI
金鹏TRK502X BJ500GS-A	街车	44800	499.6	4	双缸	2018-5	BENELLI
Leoncino幼狮 BJ500-E	复古	34800	499	4	双缸四冲程	2018-5	BENELLI

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图：BENELLI 产品矩阵

型号	定位	价格	排量	排量分类	发动机	上市时间	品牌
BJ500GS-5A	街车	37130	500	4	-	2018-10	BENELLI
金鹏TRK502 BJ500GS-A	拉力	37800	500	4	双缸四冲程	2016-10	BENELLI
502C BJ500-6A	太子	39800	500	4	双缸四冲程	2018-11	BENELLI
BJ500-6B	街车	40133	500	4	-	2019-9	BENELLI
利刃BJ150T-10C	踏板	-	149	1	单缸四冲程	2015-8	BENELLI
Leoncino幼狮 辐条版 BJ500-E	复古	41800	500	4	双缸	2018-5	BENELLI
BJ500GS-5D	拉力	42300	500	4	双缸	2020-5	BENELLI
BJ500GS-5C	拉力	43100	500	4	双缸	2020-5	BENELLI
幼狮 Leoncino Trail 500	复古	43800	500	4	双缸四冲程	2018-6	BENELLI
BJ500-G	复古	-	500	4	-	-	BENELLI
TNT600i	街车	46800	600	4	单缸四冲程	2020-4	BENELLI
BN 600 GT 大洋洲版	拉力	49800	600	4	四缸四冲程	-	BENELLI
黄龙至尊巡航版 BJ600GS	拉力	58238	600	4	-	2018-3	BENELLI
黄龙 BJ600GS-A巡航至尊版	街车	59800	600	4	四缸四冲程	2014-3	BENELLI
752S BJ750GS	街车	47800	754	5	双缸四冲程	2020-10	BENELLI
BJ750-6	街车	50300	754	5	-	2019-9	BENELLI
BJ750-6A	复古	55200	754	5	-	-	BENELLI
幼狮 Leoncino 800	复古	55575	754	5	双缸四冲程	2020-8	BENELLI
1200GT	太子	99800	1209	5	三缸	2021-5	BENELLI
BJ250T-8E	踏板	22610	-	5	-	2018-5	BENELLI
BJ350GS-3A	街车	29800	-	5	-	2019-9	BENELLI
BJ600GS-3	街车	45099	-	5	-	2018-5	BENELLI
BJ600GS-5B	拉力	59200	-	5	-	2019-6	BENELLI
黄龙TNT600 (ABS)	街车	-	600	4	四缸	2015-8	BENELLI
BJ600J-5A	-	-	600	4	-	2011-1	BENELLI
幼狮800 BJ800-6	-	-	799	5	双缸	2020-10	BENELLI
幼狮500	复古	38800	500	4	双缸四冲程	2017-4	BENELLI
幼狮500 Sport	复古	46800	499.6	4	双缸四冲程	2021-3	BENELLI
BJ300J-3 (警用)	公务车	29800	300	3	-	2011-1	BENELLI
BJ250TJ-8E	-	-	250	2	-	2011-1	BENELLI
LEONCINO 800 TRAIL	-	59800	754	5	双缸	2021-3	BENELLI
BJ1200J (警用)	公务车	-	1209	5	三缸	2020-11	BENELLI

资料来源：公司官网，天风证券研究所

5.2.1. 钱江摩托：产品矩阵

图：钱江产品矩阵

型号	定位	价格	排量	排量分类	发动机	上市时间	品牌
黄龙BJ600GS	街车	39800	600	4	四缸	2011-11	钱江
凯威荣光202 K-Light	太子车	12800	197	2	单缸四冲程	2018-9	钱江
凯威拾光 T-Light250	太子车	16800	250	2	单缸四冲程	2018-10	钱江
QJ200-2H	街车	12073	197	2	-	-	钱江
小飓风150 QJ150-30	街车	-	150	1	单缸四冲程	2018-7	钱江
小飓风150i QJ150-30D	街车	10800	150	1	单缸四冲程	2018-7	钱江
MT150 QJ150T-M	踏板	12800	149	1	单缸	2021-5	钱江
钱江龙QJ150-19A a2-1	街车	7695	149	1	单缸四冲程	2011-1	钱江
凯威极光200	太子车	11800	200	2	单缸四冲程	2011-1	钱江
BG200 QJ200T-A	踏板	16800	189	2	单缸	2021-5	钱江
钱江龙QJ150-19A a1-1	街车	7837	149	1	单缸四冲程	2011-1	钱江
QJ150-9H	街车	7180	149	1	-	-	钱江
QJ150-22T	街车	-	-	-	-	2020-6	钱江
御龙QJ125-26 a1-1	街车	6798	124	1	单缸四冲程	2011-1	钱江
QJ150J-3F	街车	-	149	1	单缸四冲程	2020-4	钱江
QJ150-19N	街车	8380	149	1	-	-	钱江
V悦 QJ110T-11B	踏板	6380	108	1	单缸四冲程	2018-1	钱江
QJ250-E	太子车	-	249	2	-	2018-10	钱江
QJ125T-6C	踏板	-	124	1	-	2021-1	钱江
猛龙QJ150-26H	街车	8800	148	1	单缸四冲程	2018-8	钱江
QJ200-2E	太子车	11800	197	2	-	2011-1	钱江
RS150i	街车	-	150	1	单缸	2018-5	钱江
QJ125-9H	街车	-	124	1	-	-	钱江
QJ110-11F	弯梁车	4900	107	1	-	2018-10	钱江
动悦QJ125T-8F	踏板	-	124	1	单缸四冲程	2019-9	钱江
星悦QJ125T-13B	踏板	7405	124	1	单缸四冲程	2019-9	钱江
QJ150-26M	街车	-	149	1	单缸四冲程	-	钱江
QJ150-16E	街车	-	149	1	单缸	-	钱江
BJ500-8B	复古	-	523	4	单缸四冲程	2020-6	钱江
QJ125-11A	弯梁车	-	125	1	单缸四冲程	2021-1	钱江
跨悦QJ125T-9K	踏板	-	125	1	单缸	2019-9	钱江
新钱江龙QJ150-19M	街车	8900	150	1	单缸四冲程	2018-8	钱江
QJ1200-3	街车	-	1209	5	-	-	钱江
QJ150-16G	街车	-	149	1	-	-	钱江
星悦	踏板	-	125	1	单缸四冲程	2019-7	钱江
飞龙150	街车	-	149	1	单缸四冲程	2019-10	钱江
QJ100T-8G	踏板	-	102	1	单缸	-	钱江
QJ150-9J	街车	-	149	1	单缸	2019-9	钱江
QJ250-3C	街车	-	-	-	-	2019-9	钱江
QJ125-16E	街车	-	124	1	-	-	钱江
新御龙QJ150-26J	街车	8800	148	1	单缸四冲程	2018-8	钱江
宝悦110T-8B	踏板	7500	108	1	单缸四冲程	2011-1	钱江

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图：钱江产品矩阵

型号	定位	价格	排量	排量分类	发动机	上市时间	品牌
VZ125i	踏板	8734	124	1	单缸	2018	钱江
风度E110	-	-	107	1	单缸	-	钱江
QJ110T-8B	踏板	-	108	1	单缸四冲程	2018-4	钱江
QJ200-2G	街车	12800	197	2	单缸四冲程	2016-10	钱江
QJ125T-16E	踏板	-	125	1	单缸四冲程	2016-6	钱江
QJ150-19A n4-1	街车	-	149	1	单缸四冲程	2016-5	钱江
QJ150-26G n4-1	-	-	149	1	单缸四冲程	2016-5	钱江
QJ125T-23	踏板	8800	125	1	单缸四冲程	2015-3	钱江
QJ150T-23	踏板	8980	150	1	单缸四冲程	2015-3	钱江
QJ110-11C	弯梁车	5680	107	1	单缸四冲程	2015-12	钱江
酷悦QJ100T-18D	踏板	-	102	1	单缸	2013-8	钱江
宝悦QJ125T-8D(电喷版)	踏板	-	125	1	单缸	2018-8	钱江
星悦QJ125T-13B	踏板	-	124	1	单缸四冲程	2019-9	钱江
喜悦QJ110T-8G	踏板	5980	108	1	单缸四冲程	2019-9	钱江
巧悦QJ110T-8D	踏板	5980	108	1	单缸四冲程	2019-9	钱江
QJ110T-8C	踏板	5800	108	1	单缸	2019-10	钱江
QJ110T-11G	踏板	6300	108	1	单缸	2018-10	钱江
QJ250J-3B	街车	17800	252	-	-	2019-3	钱江
QJ150J-19N	街车	-	149	1	单缸四冲程	-	钱江
QJ150-26T	街车	-	149	1	单缸四冲程	-	钱江
QJ150-26S	街车	-	149	1	单缸四冲程	-	钱江
QJ150-16F	街车	7880	149	1	单缸四冲程	-	钱江
QJ100T-17B	踏板	-	102	1	单缸	2019-11	钱江
QJ125T-8J	踏板	-	124	1	单缸	2019-10	钱江
QJ110T-8E	踏板	5980	108	1	单缸	2019-10	钱江
QJ110T-8J	踏板	5980	108	1	单缸	-	钱江
QJ150-9D	街车	-	149	1	单缸四冲程	-	钱江
QJ125J-9C	公务车	-	-	-	-	2019-6	钱江
QJ150-9C	街车	8380	-	-	-	2019-6	钱江
QJ125T-9D	踏板	5980	-	-	-	2019-9	钱江
QJ125T-6G	踏板	-	124	1	单缸	-	钱江
QJ250J-3C	公务车	-	-	-	-	2020-6	钱江
QJ150J-26R	公务车	-	149	1	-	2020-6	钱江
QJ125TJ-9P	踏板	-	124	1	单缸四冲程	2020-7	钱江
QJ110-11G	踏板	-	107	1	单缸	-	钱江
QJ125T-8H	踏板	-	124	1	单缸	2019-10	钱江
QJ125T-9P	踏板	-	124	1	单缸	2019-9	钱江
QJ125T-9L	踏板	-	-	-	-	2019-9	钱江
QJ100T-17C	踏板	-	102	1	单缸	2019-11	钱江
QJ110T-8F	踏板	-	108	1	单缸	2019-10	钱江
QJ125T-9R	踏板	-	-	-	-	2019-9	钱江
QJ150-16R	街车	5980	149	1	单缸四冲程	2018-1	钱江
QJ150-18F a3-1	街车	-	149	1	单缸四冲程	2016-8	钱江

资料来源：公司官网，天风证券研究所

风险提示

- 海外市场开拓不达预期：公司海外业务占比较高，出口额占业内龙头，若疫情加重可能对营收造成影响。
- 市场竞争加剧、新产品拓展不及预期：本田、川崎等海外品牌竞争压力下，可能对公司营收造成影响。
- 贸易政策风险：禁摩、限摩政策存在收紧风险，可能对公司业绩造成影响。
- 测算具有一定主观性，仅供参考：本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS