

供给驱动 高成长加速

摩托车行业系列点评之十一

事件概述：

据中汽协数据，2022 年 5 月国内 250cc+中大排量摩托车销售 4.72 万辆，同比+60.3%，环比+25.9%。2022 年 1-5 月累计销售 16.62 万辆，同比+43.2%。

分析与判断：

► 行业：疫情影响趋缓 5 月中大排同比劲增 60%

疫情影响趋缓，5 月摩托车行业产销修复。2022 年 5 月全行业摩托车产销分别完成 184.30 和 186.23 万辆，同比分别-10.4%和-8.8%，降幅较 4 月收窄，环比分别+6.3%和+4.9%，从 4 月疫情影响中逐步修复。

5 月中大排同比劲增 60%，优于预期。据中汽协数据，2022 年 5 月国内 250cc+中大排量摩托车产销分别完成 4.52 和 4.72 万辆，同比分别+45.4%和+60.3%，环比分别+55.0%和+25.9%，产量端同环比提升明显，销量端逼近 5 万大关，超出此前预期，体现强劲的中大排终端需求，结合现有趋势，6-9 月间月销水平有望突破 5 万。

预计 2022 年中大排增速 40%左右，全年达到 40 万+辆销量。结构上看，250cc(不含)-400cc 仍为 250cc+销售主力，但 400cc(不含)-750cc 排量段增长迅速，成为拉动 250cc 以上销售的主要动力，部分体现摩托车玩家排量向上升级需求。伴随国内摩托车文化的进一步形成、新兴消费群体升级置换需求释放以及禁限摩政策的边际改善，我们维持 2022 年行业 40%左右增速预计，全年销量达到 40 万+辆，持续推荐中大排量摩托车赛道。

► 春风：450SR 逐步开启交付 扰动改善利润弹性充裕

两轮摩托车：据中汽协数据，5 月春风 250cc 以上销量 0.35 万辆，同比+86.4%，环比+61.2%，1-5 月累计销售 1.93 万辆，同比+110.0%。由于春风 250cc 为销售主力，若拓宽至 250cc(含)及以上口径，5 月销量 0.81 万辆，同比+2.1%，环比+33.9%，1-5 月累计销售 3.75 万辆，同比+8.4%。

内销爆款开启交付叠加海外出口增量，6 月起公司两轮销量有望呈现逐月提升趋势：

1) 内销：仿赛新车 450SR 对标川崎 Ninja400，预售订单火爆，6 月中旬开启首批交付，我们预计 2022H2 有望拉动销量约 2 万辆，对应 2021H2 250cc(含)及以上销量弹性 46.7%；

2) 出口：2021 年、2022 年 1-5 月 250cc(含)及以上出口分

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

别 2.33、1.75 万辆，同比分别+227%、+166%，2022 年保守估计翻倍以上增长。

四轮沙滩车：据中汽协数据，5 月春风四轮出口 1.06 万辆，同比-19.5%，环比-2.7%，1-5 月累计出口 5.94 万辆，同比+4.8%。考虑到 2021 年公司泰国工厂投产，但未计入中汽协销量，预计 5 月公司四轮实际出口约 1.20 万辆，同环比下滑仍主要受供给影响，6 月起随供给修复有望逐步回归正常水平。

扰动因素 2022Q2 起明显改善，叠加终端调价拉动，潜在利润弹性充裕：

1) 关税：近期美国政府频繁表示后续可能取消对中国进口商品征收的部分关税，关税豁免预期提升；

2) 汇率：5 月中旬起人民币兑美元汇率维持 6.7 上下，对比 2021 年全年平均提升 0.25，公司海外业务多以美元结算，美元升值有望自 2022Q2 起增厚公司业绩；

3) 运费：全球新冠疫情影响趋缓，港口周转效率提升，2022 年 2 月中旬起海运费呈现回落趋势。2021H2 至今，公司针对北美四轮车型已进行三轮终端调价，但 2021H2 受海运费持续上涨影响并未在利润中体现，现随海运费下探，调价对利润的拉动作用有望逐步体现。

► 钱江：强势产品周期开启 爆款车型放量

强势产品周期开启，5 月销量表现明显优于行业。据中汽协数据，5 月钱江 250cc 以上销量 1.71 万辆，同比+150.7%，环比+41.2%，1-5 月累计销售 4.80 万辆，同比+63.2%，表现明显优于行业，我们判断销量端的高速增长主要受强势产品周期拉动，5 月爆款车型闪 300S、赛 600 预计合计贡献约 1.0 万辆销量。2022 年公司产品定义能力提升明显，闪 300S 及赛 600 较好契合消费者车型偏好变化及仿赛排量升级趋势，同级别核心竞品车型较少，需求延续确定性强。2022 年下半年，预计公司还将推出 150-350cc 排量区间踏板产品，参考国内消费者车型偏好变化，亦存较高爆款潜质，有望进一步抬升销量。

治理结构改善，渠道、研发、合作全面升级。1) 管理：从国企到民企，2022 年 5 月发布实控人增持+股权激励计划，按发行上限完成后吉利方面股权占比将提升至 37.7%，股权激励覆盖全部 5 名核心高管；2) 渠道：深化实施 Benelli 及 QJiang 渠道直营模式改革；3) 研发：2021 年 11 月底钱江摩托上海公司正式开业，设立新能源研发、工业设计、国际外贸三大中心；4) 合作：2021 年底同哈雷合资公司正式完成注册登记，加速目标摩托车量产落地。

► 其他：隆鑫通用紧随 本田份额相对稳定

隆鑫通用：据中汽协数据，5 月隆鑫 250cc 以上销量 0.43 万辆，同比-37.2%，环比-12.3%，1-5 月累计销售 2.14 万辆，同比-10.2%。2022 年 3 月 18 日，无极品牌豪华旗舰踏板 SR4 MAX 正式迎来上市（350cc 大踏板），同时推出 300AC 升级款 350AC，现

阶段看均存较高爆款潜质。

2021 年起伴随海外渠道开拓，隆鑫 250cc+跨骑式车型出口迎来快速增长，中汽协数据显示 2021 年、2022 年 1-5 月隆鑫 250cc 以上跨骑式车型出口销量分别 2.37、1.04 万辆，同比分别达+435.5%、+29.5%。

五本&新本：据中汽协数据，五本 5 月 250cc 以上销量 0.25 万辆，环比+47.8%，1-5 月累计销售 0.92 万辆；新本 5 月 250cc 以上销量 0.26 万辆，环比+208.8%，1-5 月累计销售 0.81 万辆。自 2021 年 5 月稳定出货以来，本田份额基本维持 10-20%区间。对于本田国产影响，我们仍延续此前判断，即对自主品牌短期影响相对有限，主因两者售价、定位尚存差异，但中长期看自主品牌能否提升品牌、品控将成为竞争关键。

投资建议

中大排量摩托车当前发展阶段类似 2013-2014 年的 SUV 板块，供给端头部车企新车型、新品牌投放加速提供行业发展的核心驱动力，市场快速扩容。参考国内汽车发展历史及海外摩托车市场竞争格局，自主品牌有望成为中大排量摩托车需求崛起最大受益者，推荐【春风动力、钱江摩托】，相关受益标的【隆鑫通用】。

风险提示

禁、限摩政策收紧导致国内摩托车需求下滑；外资品牌新车型大量引入导致市场竞争加剧；新冠疫情爆发短期影响供给。

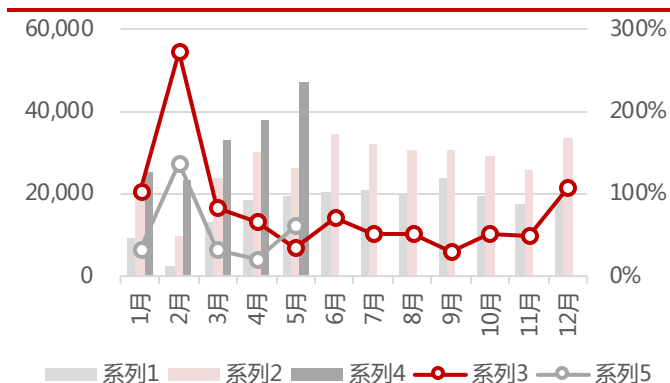
盈利预测与估值

重点公司											
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603129.SH	春风动力	128.78	买入	2.74	4.81	6.91	9.61	47.00	26.77	18.64	13.40
000913.SZ	钱江摩托	20.16	买入	0.52	0.71	0.93	1.25	38.77	28.39	21.68	16.13

资料来源：Wind，华西证券研究所

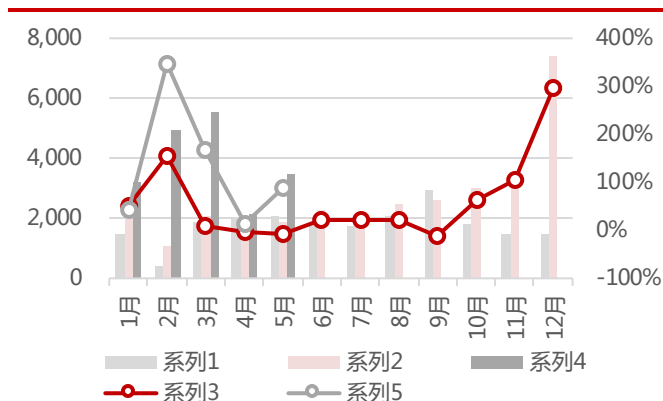
注：收盘价截至 2022/06/17

图1 中大排 250cc+行业月度销量及同比（辆；%）



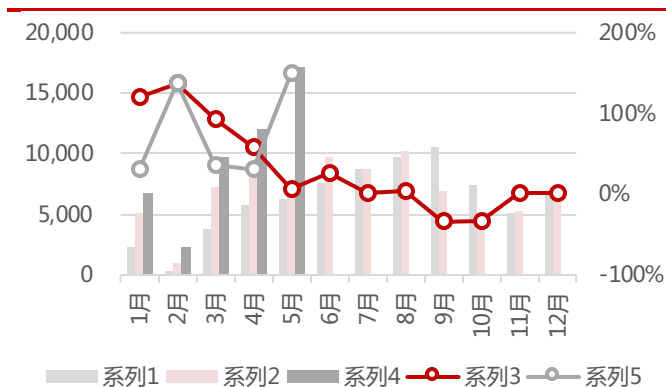
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图2 中大排 250cc+春风月度销量及同比（辆；%）



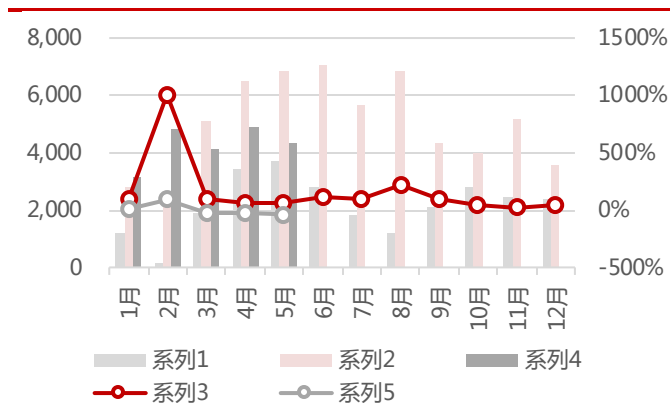
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图3 中大排 250cc+钱江月度销量及同比（辆；%）



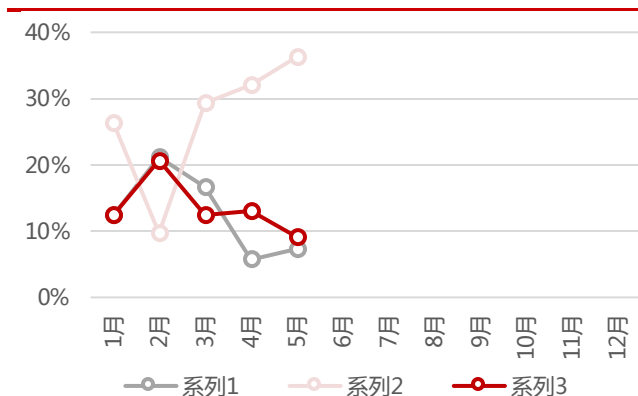
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图4 中大排 250cc+隆鑫月度销量及同比（辆；%）



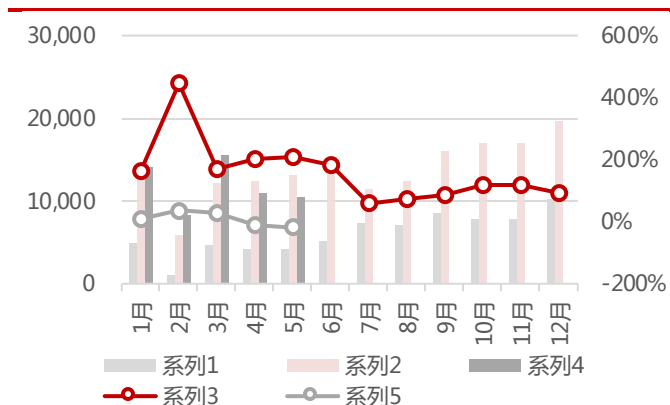
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图5 中大排 250cc+重点摩企月度市占率（%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图6 四轮沙滩车春风月度出口及同比（辆；%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

分析师承诺

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

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

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

华西证券免责声明

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

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

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

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

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