

2024年03月25日
春风动力(603129.SH)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

摩托车及其他 II

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

154元

股价(2024-03-25)

117.80元

交易数据

总市值(百万元) 17,723.50

流通市值(百万元) 17,723.50

总股本(百万股) 150.45

流通股本(百万股) 150.45

12个月价格区间 81.1/169.31元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.1	11.5	8.4
绝对收益	24.1	16.9	-4.0

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

相关报告

布局高端, 走向全球

深耕全地形车与中大排摩托车, 全球化助力公司高成长。公司是国内全地形车和中大排摩托车龙头, 其中: 1) 全地形车主要外销欧美市场, 公司已成为欧洲市占率第一, 并深挖美国市场, U/Z 系列在美国市场的销量快速提升; 2) 中大排摩托车从内销为主转向内外销并重, 公司于 2022 年重返美国市场, 逐步完善海外产品及渠道布局, 有望打造公司全新增长曲线。

公司发力高端全地形车产品, 打开长期成长空间。2023 年, 全球全地形车销量约为 95.5 万台, 其中 UTV & SSV 销量约为 65 万台, 我们预计到 2030 年, 全地形车全球规模有望达 144 亿美元 (其中 UTV & SSV 规模占比约 81%), 2023~2030 年期间的 CAGR 约为 4.7%。全地形车行业的主要参与者包括北极星、庞巴迪、本田等, 行业集中度较高, CR2 超过 60%, 2023 年公司市占率在 9.3% 左右。公司深耕全地形车行业近二十年, 在发动机、车架等领域形成了较强的技术积累, 并持续完善产品、渠道布局。公司 ATV 产品已成为欧洲市占率第一, 未来公司将加速高端产品领域的布局, 并加快新产品的投放速度, 这些新产品与竞品相比, 动力更强、配置更高, 具有很强的竞争优势, 未来高端产品市占率有望持续提升。我们预计到 2030 年, 公司全地形车的全球市占率有望达 15%。

深耕中大排摩托车, 产品出海打造全新增长曲线。过去几年国内中大排摩托车渗透率快速提升, 2023 年销量达 52.4 万台 (内销 32.6 万+出口 19.8 万台)。参考日本摩托车行业成长历史, 我们预计我国中大排摩托车销量 2030 年有望达 150 万台, 其中内销约 80 万台。中大排摩托车行业的主要壁垒在于技术、品牌、设计等综合实力, 目前国内主要参与者是钱江、春风和隆鑫, 三家份额合计超过 50%。公司深耕中大排摩托车多年, 积累深厚, 强大的产品打磨能力是公司的核心特质, 过往推出的新产品成功率很高。2023 年公司中大排内销销量达 3.9 万台, 市占率达 11.8%, 同比提升 6pct。未来, 公司将推出更多有竞争力的车型, 市占率有望持续提升。公司中大排摩托车产品力强, 全球化已取得优异成绩, 2023 年出口销量达 4.1 万台, 同比增长 28.2%。全球中大排摩托车市场空间大, 公司全球市占率相对较低, 仍有较大成长空间, 随着公司逐步完善海外产品与渠道布局, 出口销量有望维持高速增长。

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入-A”评级。公司加速布局高端 U/Z 系列、积极推动中大排摩托出海, 未来有望持续高增长。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 10.3/11.6/15.2 亿元, 对应当前市值, PE 分别为 17.1/15.3/11.6 倍。首次覆盖, 给予“买入-A”评级, 给予 2024 年 20 倍 PE, 对应 6 个月目标价 154 元/股。

风险提示: 新车上市节奏不及预期、汇率及运费等外部环境变化风险、中美贸易环境变化风险、盈利预测及假设不及预期的风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	78.6	113.8	122.7	151.7	187.4
净利润	4.1	7.0	10.3	11.6	15.2
每股收益(元)	2.74	4.66	6.88	7.71	10.14
每股净资产(元)	24.17	28.00	32.75	38.13	45.21

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	43.1	25.3	17.1	15.3	11.6
市净率(倍)	4.9	4.2	3.6	3.1	2.6
净利润率	5.2%	6.2%	8.4%	7.6%	8.1%
净资产收益率	11.3%	16.7%	21.0%	20.2%	22.4%
股息收益率	0.7%	1.2%	1.8%	2.0%	2.6%
ROIC	-75.9%	-61.9%	-152.0%	-215.3%	-245.2%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 录

1. 全地形车及中大排摩托车龙头，全球化助力公司高成长.....	5
1.1. 深耕全地形车及中大排摩托车，积极推进全球化布局.....	5
1.2. 实控人家族持股比例较高，公司多次实施股权激励.....	7
1.3. 盈利能力持续修复，营收有望恢复高增长.....	8
2. 公司发力高端全地形车产品，打开长期成长空间.....	8
2.1. 总量增长+结构升级，2030 年全地形车行业规模有望超千亿.....	8
2.1.1. 全地形车行业结构升级，UTV & SSV 销量占比持续提升.....	8
2.1.2. 全球总量稳中有增，2030 年行业规模有望达 144 亿美元.....	9
2.2. 全地形车行业格局有望进一步向头部集中.....	11
2.3. 多年深耕全地形车行业，实现厚积薄发.....	12
2.3.1. 历史复盘：深耕行业多年，实现全球化布局.....	12
2.3.2. 公司在品牌、技术、渠道领域积累深厚.....	14
2.4. 积极拓展 U/Z 系列，2030 年全球市占率有望达 15%.....	16
2.4.1. 加速布局中高端产品，市占率有望持续提升.....	16
2.4.2. 2024 年新品&改款竞争力强，销量有望迎来拐点.....	20
2.5. 全地形车小结.....	22
3. 深耕中大排摩托车，产品出海打造全新增长曲线.....	22
3.1. 中大排摩托车：以欧美市场为鉴，国内市场正处于快速成长期.....	23
3.1.1. 欧美日：中大排摩托车已成为市场主流.....	23
3.1.2. 国内：中大排摩托车加速渗透，2030 年销量有望达 150 万台.....	23
3.2. 国内中大排摩托车行业格局有望进一步向头部集中.....	25
3.3. 公司摩托车产品竞争力强，市占率有望持续提升.....	27
3.3.1. 公司品牌认可度高，产品打磨能力强.....	27
3.3.2. 持续推出潜力爆款，国内业务有望持续增长.....	30
3.4. 公司积极推动中大排出海，有望打造全新增长曲线.....	32
3.5. 纯电品牌 ZEEHO 极核有望迎来成长拐点.....	34
3.6. 中大排摩托车小结.....	36
4. 盈利预测及估值分析.....	36
5. 风险提示.....	37

目 录

图 1. 公司近五年主营业务收入结构（亿元）.....	5
图 2. 公司近五年主营业务收入占比.....	5
图 3. 春风动力成长历程.....	6
图 4. 春风动力的全球布局.....	6
图 5. 春风动力股权结构图.....	7
图 6. 公司近五年营收及同比增速.....	8
图 7. 公司近五年综合毛利率与净利率.....	8
图 8. 2006~2023 年全球 ATV、UTV & SSV 销量.....	9
图 9. 2006~2023 年全球 UTV & SSV 销量占比持续提升.....	9
图 10. 2006~2023 年全球全地形车总销量.....	10
图 11. 近五年北美全地形车销量占全球的比例超过 80%.....	10
图 12. 2030 年全球全地形车行业规模有望达 144 亿美元.....	10
图 13. 2018 年全球 UTV & SSV 行业格局（销量口径）.....	11



图 14. 2018 年全球 ATV 行业格局（销量口径）	11
图 15. 2018~2023 年部分厂商市占率测算（规模口径）	11
图 16. 春风动力全地形车在全球多地均有布局	13
图 17. 春风动力全地形车总销量及同比增速	14
图 18. 公司及行业内其他竞争对手的研发费用率对比	15
图 19. 公司历年新增专利数量变化	15
图 20. 春风动力及北极星在 UTV 领域的产品布局对比（1000cc 排量段）	19
图 21. 春风动力及北极星在 SSV 领域的布局对比（900~1000cc 排量段）	19
图 22. 公司 2018 年至 2023 年全地形车业务的全球市占率	20
图 23. 欧洲 2016 年 500cc 以上摩托车占比超过 30%	23
图 24. 北美 2019 年 250cc 以上摩托车占比超过 90%	23
图 25. 日本 1980~2022 年摩托车销量结构	23
图 26. 日本 1980~2022 年中大排摩托车销量及渗透率	23
图 27. 中国 2019~2023 年两轮摩托车销量	24
图 28. 中国 2019~2023 年中大排（排量>250cc）摩托车销量	24
图 29. 国内及日本每 1 万 15~64 岁人口对应中大排销量	25
图 30. 国内及日本 15~64 岁人口占比	25
图 31. 2021 年全球摩托车行业市场份额分布（销售规模口径）	26
图 32. 2022 年国内中大排摩托车行业格局	26
图 33. 2023M1-11 国内中大排摩托车行业格局	26
图 34. 公司国内在售及发布的两轮车产品矩阵	31
图 35. 春风动力 2024 年将推出的新车型 500SR	31
图 36. 春风动力 2024 年将推出的新车型 675SR	31
图 37. 公司 2019~2023 年中大排内销销量	32
图 38. 国内 2019~2023 年中大排内销销量	32
图 39. 公司 2019~2023 年中大排出口销量	34
图 40. 国内 2019~2023 年中大排出口销量	34
图 41. 2024 极核品牌战略发布会	34
图 42. 极核品牌在售车型及细分种类	35
图 43. 极核终端门店布局情况	36
表 1: 公司主要产品	5
表 2: 公司 2018 年~2022 年的股权激励计划	7
表 3: ATV、UTV & SSV 的产品介绍及对比	9
表 4: 全地形车行业的主要参与者及相关背景	12
表 5: 公司过往成长历程中的重要事件	13
表 6: 春风动力与北极星、庞巴迪等部分竞品的发动机参数对比	15
表 7: 春风动力与北极星的全地形车经销商数量对比	16
表 8: 公司 2017 年至 2024 年每年在美国市场投放的新产品	16
表 9: 美国市场春风 UFORCE 1000 和北极星 RANGE 1000 部分型号配置对比	17
表 10: 美国市场春风 ZFORCE 950 H.O. EX 和北极星 RZR TRAIL 配置对比	18
表 11: 美国市场春风 ZFORCE 950 SPORT 4 和北极星 RZR XP 4 1000 配置对比	20
表 12: 美国市场春风 CFORCE 1000 TOURING 和北极星 SPORTSMAN TOURING XP 1000 TRAIL 配置对比	21
表 13: UFORCE 1000 XL 2022 款和 2024 款配置信息对比	22



表 14: 国内主要中大排品牌在产品、技术、品牌与渠道的对比.....	27
表 15: 摩托车品牌排行榜榜单 (2024. 2. 6)	27
表 16: 公司历年来的两轮车新品上市时间整理.....	28
表 17: 250cc 排量仿赛代表车型配置对比.....	29
表 18: 400~450cc 排量仿赛代表车型配置对比.....	30
表 19: 公司中大排摩托车内销成长空间测算.....	32
表 20: 春风动力在美国两轮车市场上的主要产品布局及相关参数.....	32
表 21: 春风动力及本田、雅马哈、哈雷戴维森在北美燃油摩托车产品对比.....	33
表 22: 极核品牌在售车型及相关信息.....	35
表 23: 春风动力分产品拆分及预测.....	37
表 24: 春风动力可比公司估值表 (截止 2024 年 3 月 20 日收盘价)	37

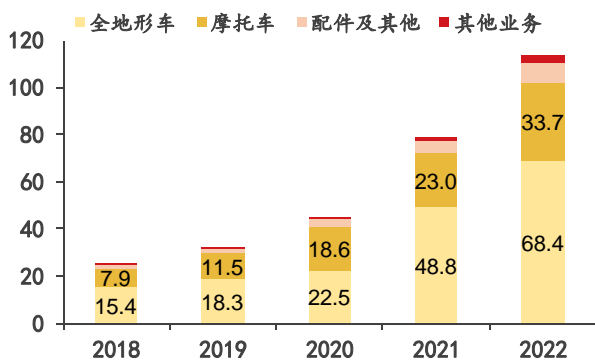
1. 全地形车及中大排摩托车龙头，全球化助力公司高成长

1.1. 深耕全地形车及中大排摩托车，积极推进全球化布局

公司是国内全地形车及中大排摩托车行业龙头，其中：1) 全地形车产品包括 ATV 以及中高端 U/Z 系列，主要外销欧美市场，公司目前在欧洲市场的市占率已成为第一，并深入挖掘美国市场，U/Z 系列在美国市场的销量快速提升；

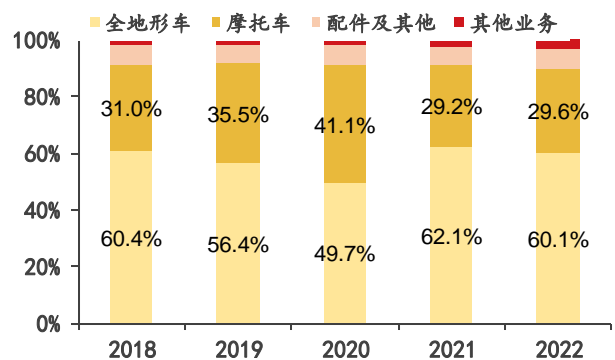
2) 摩托车产品覆盖各排量段及类型，公司主攻 250cc 以上中大排量细分赛道，市占率长期处于国内前三，品牌优势显著。公司持续推出具备爆款潜力的新品，并积极推动中大排摩托车出海，有望打造全新增长曲线。

图1. 公司近五年主营业务收入结构 (亿元)














资料来源：公司公告、国投证券研究中心




图2. 公司近五年主营业务收入占比



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

表1: 公司主要产品

产品种类	细分类型	排量段	部分产品型号	零售价 (元)	图例			
全地形车	ATV	110~1000cc	CFORCE 110、CFORCE 1000 等	6899~79800				
		BEV	CFORCE EV110	18800				
	UTV	550~1000cc	UFORCE 550、UFORCE 1000 等	62800~99800				
	SSV	600~1000cc	ZFORCE 600、ZFORCE 1000 等	49800~96800				
摩托车	仿赛	250~675cc	在售：250SR、450SR 即将上市： 500SR、675SR	15980~33980				
			150~800cc			150NK、450NK、800NK 等	11980~49980	
	街车	BEV	C!TY SPORT、C!TY FUN 等		8980~14299			
			250~450cc	在售：450CL-C 即将上市：250CL-C			27980	
			250~700cc	250CL-X、700CL-X				
	旅行	400~1250cc	400GT、650TR-G、1250TR-G 等	33800~109980				
	拉力	450~800cc	650MT、800MT、450MT	43800~58680				
MINI	125cc	XO 狒狒	6880~10680					

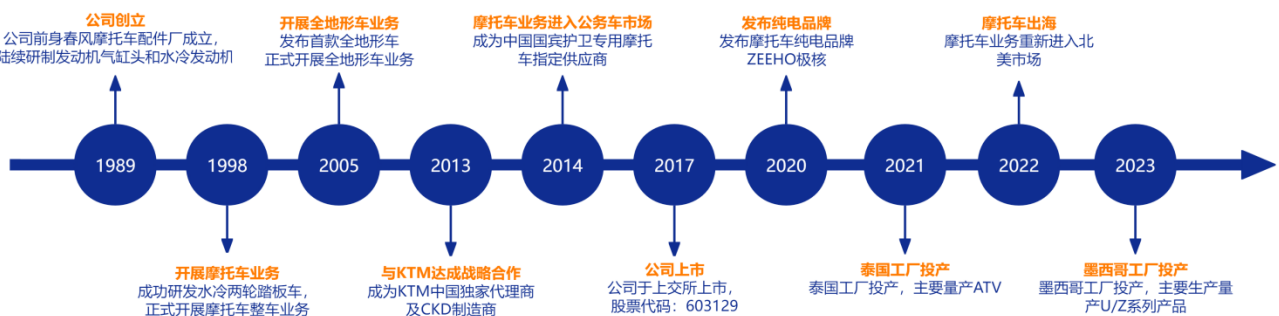
	BEV	Papio Nova	25380~26980	
踏板	150cc	即将上市: 150SC	/	
	BEV	AE6、AE8	4699~22980	

资料来源: 公司官网、国投证券研究中心

深耕摩托车及全地形车业务。1989年,公司前身春风摩托车配件厂正式成立,从发动机核心部件气缸头起步,逐步向下游发动机拓展。公司于1998年成功研发水冷两轮踏板车,正式开启摩托车整车业务;2005年,公司发布首款全地形车 CFMOTO ATV500,正式开启全地形车业务。历经多年耕耘,公司逐步成长为国内全地形车及中大排摩托车行业龙头,并于2017年上市。

公司积极推动全球化布局。公司全球化业务起步较早,2007年便已在美国成立了首个海外子公司。公司积极推动全地形车业务的本地化生产,泰国和墨西哥工厂分别于2021年、2023年投产,有望助力公司进一步拓展国际市场;摩托车业务从内销为主转向深耕国内与拓展海外并重,于2022年重新进入北美市场,目前正逐步完善海外产品矩阵及渠道布局。

图3. 春风动力成长历程



资料来源: 公司官网、国投证券研究中心

图4. 春风动力的全球布局



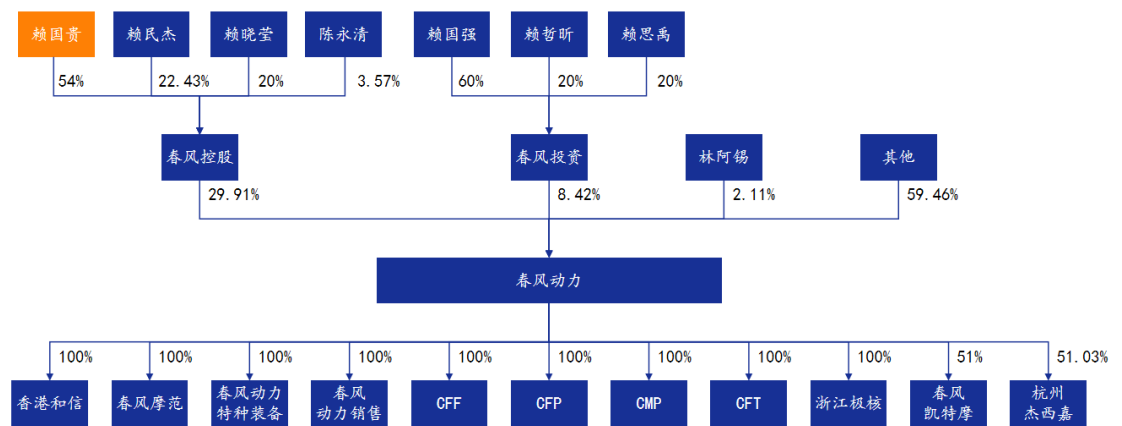
资料来源: 懂车帝、公司公告、国投证券研究中心

1.2. 实控人家族持股比例较高，公司多次实施股权激励

实控人家族持股比例较高。实控人家族直接或间接合计持有公司约 37.4% 的股权，其中：公司控股股东春风控股持有公司 29.91% 的股权，其持股人包括公司董事长赖国贵（实际控制人）、总经理赖民杰（赖国贵之子）、赖晓莹（赖国贵之女）等；第二大股东春风投资持有公司 8.42% 股权，其持股人包括赖国强（赖国贵之弟）、赖哲昕、赖思禹；林阿锡（赖国贵之姐夫）直接持有公司 2.11% 股权。

公司重要子公司包括：1) 春风凯特摩是公司 与奥地利 KTM 的合资公司，公司持股 51%，主要生产并销售“CFMOTO”、“KTM”、“KTMR2R”等多种型号产品；2) CFF 和 CFF 负责北美市场的开拓和运营；3) CFT 负责泰国工厂的生产，主要生产 ATV；4) CMP 负责墨西哥工厂的生产，一期产能 5 万台。

图5. 春风动力股权结构图



资料来源：wind、国投证券研究中心

公司多次实施股权激励计划。公司 2018 年~2022 年期间共实施五次股权激励计划，最近一期的股权激励计划是 2022 年 12 月。公司于 2022 年 12 月 5 日向 544 名核心管理与技术人员授予 106.02 万份股票期权，占授予时总股本的 0.71%，行权价格为 112.90 元/股，第一个行权期的业绩考核目标是 2022 年的营业收入不低于 98.27 亿元，第二个行权期的业绩考核目标是 2022 年及 2023 年两年的营业收入累计不低于 206.75 亿元。

表2：公司 2018 年~2022 年的股权激励计划

授权日	股票期权数量 (万股)	行权价 (元/股)	授予对象	授予 人数	占授予时总股 本的比例
2018 年 5 月 23 日	126.3	11.91	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	215	0.95%
2019 年 5 月 24 日	287.4	23.33	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	322	2.60%
2019 年 11 月 18 日	50.1	28	副总经理杨国春和核心管理及技术（业务）人员	68	0.37%
2021 年 12 月 3 日	251.6	121.09	核心管理及技术（业务）人员	749	1.68%
2022 年 12 月 5 日	106.02	112.9	核心管理及技术（业务）人员	544	0.71%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

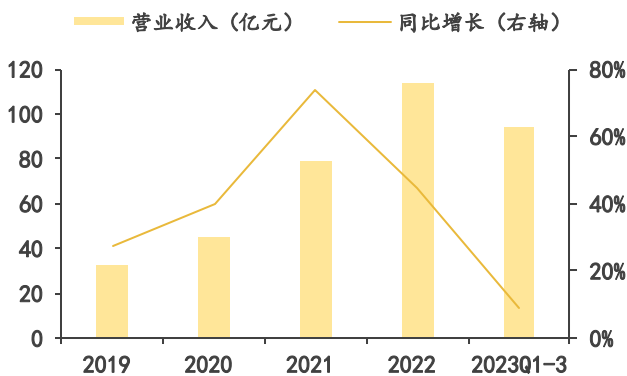
1.3. 盈利能力持续修复，营收有望恢复高增长

公司营收短期承压：公司 2023 年前三季度实现营收 93.9 亿元，同比增长 8.8%，其中第三季度实现营收 28.8 亿，同比减少 22.7%，我们认为主要是由于：1) 北美市场受加息等因素影响，消费意愿走弱；2) 全地形车 24 款车型延迟发布；3) 海外清库存影响。

公司盈利能力持续修复：公司毛利率 2021 年~2023 年期间持续修复，2023 年前三季度实现综合毛利率 32.92%，同比增长 9.31 pct，我们认为主要是由于：1) 汇兑影响，美元兑人民币汇率自 2022 年初以来持续提升，2023 年 10 月美元兑人民币汇率为 7.18，相比 2022 年 1 月提升 13.1%；2) 原材料价格及海运费逐步回落，钢材、铝锭、塑料、橡胶等主要原材料的价格以及海运费自 2022 年疫情缓解后逐步下降；3) 规模效应；4) 产品结构改善，主要是高附加值 UZ 系列及中大排摩托车销量提升。

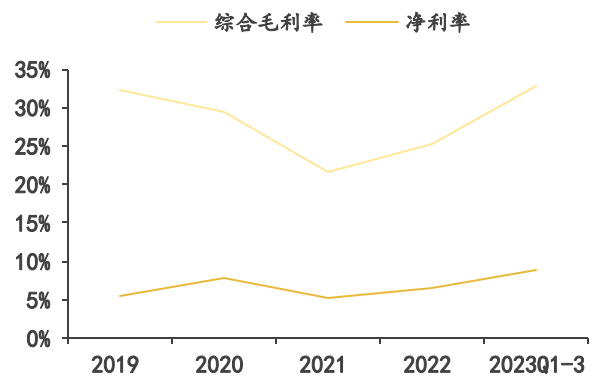
公司营收有望恢复高增长，盈利能力有望保持在较高水平。公司是国内全地形车及中大排摩托车行业龙头，近几年积极推动全地形车 UZ 系列的放量、中大排摩托车产品矩阵的完善与出海。我们认为，未来随着公司产品结构的改善，以及海外工厂产能逐步爬坡，公司营收有望恢复高增长，毛利率有望维持在较高水平。

图6. 公司近五年营收及同比增速



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图7. 公司近五年综合毛利率与净利率



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

2. 公司发力高端全地形车产品，打开长期成长空间

2.1. 总量增长+结构升级，2030 年全地形车行业规模有望超千亿

2.1.1. 全地形车行业结构升级，UTV & SSV 销量占比持续提升




全地形主要分为 ATV、UTV & SSV，其中 UTV & SSV 的舒适性、安全性更好。全地形车是一种用于非高速公路行驶的，适合所有地形的四轮交通用具，越野性能好，集方便实用和休闲娱乐为一体，适合在沙滩、山路、丛林等复杂地形驾驶，可应用于户外作业、运动休闲、抢险救援、地质勘探等众多场景。全地形车主要分为 ATV、UTV & SSV 三类，其中 UTV & SSV 由于搭载防滚架、安全带等防护措施，相较于 ATV 更舒适、更安全，售价也更高：

1) **ATV (All Terrain Vehicle)：**全地形四轮越野机车，ATV 的特点是把式操控，一般没有顶棚和防滚架，小巧轻便，主要应用于越野；

2) **UTV (Utility Vehicle)：**俗称农夫车，其特点是方向盘操控，并且有防滚架、安全带等防护设施，广泛应用于农场、沙滩、矿山、山区等场景；

3) SSV (Side by Side Vehicle)：SSV 源于 UTV，UTV 兼顾载货，SSV 更加偏重户外探险能力，一般拥有更大的引擎排量、更先进的避震，主要应用于越野。

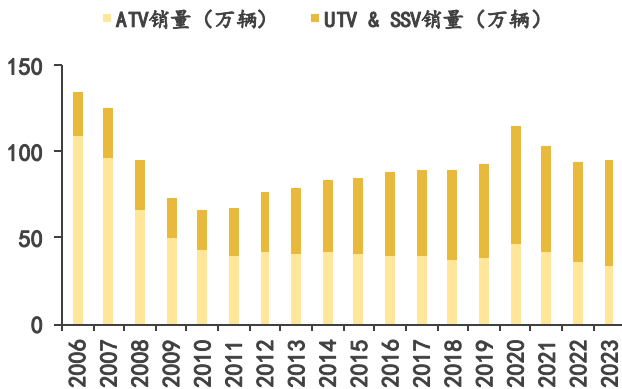
表3: ATV、UTV & SSV 的产品介绍及对比

产品类型	ATV	UTV	SSV
产品样式			
驾驶方式	全开放式结构，使用摩托车的发动机及摩托车方向把手，依靠身体力量驱动转向	半封闭式驾驶室，方向盘操控，后部有开放式车箱	半封闭式驾驶室，方向盘操控，后部无开放式车箱
使用用途	偏重娱乐性	偏重实用性，最初定位是农业和林业生产使用的工具车	娱乐性强
价格带布局	偏低	较高	最高
优势	价格较低	安全性较强，能够进行相关工具运输	安全性较强，越野性能较强
劣势	搭载人数较少；安全性不足	越野性能较弱；价格更高	工具属性较弱；价格更高

资料来源：公司招股说明书、懂车帝、国投证券研究中心

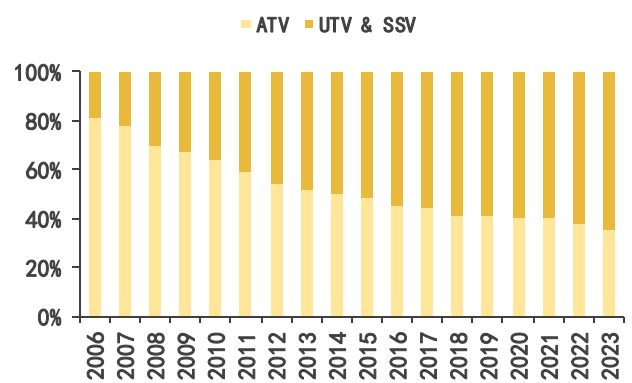
行业结构升级，UTV & SSV 占比持续提升。随着居民收入水平提高、生活方式的转变，以及全地形车行业技术成长，消费者对全地形车的外观设计、整车性能、安全性和舒适性等有了更高的要求，UTV & SSV 的销量占比持续提升。2023 年，全球 UTV & SSV 的销量占比已达 65%，相比 2018 年增加 6 个百分点。我们认为，UTV & SSV 的舒适性与安全性显著优于 ATV，并且 UTV 具备较强的载货属性，未来随消费升级以及技术迭代趋势影响，UTV & SSV 的销量占比有望持续提升。此外，北极星、庞巴迪、春风动力等优秀厂商持续推出 UTV & SSV 新品，优质供给不断增加，有望进一步推动 UTV & SSV 销量占比提升。

图8. 2006~2023 年全球 ATV、UTV & SSV 销量



资料来源：北极星年报、国投证券研究中心

图9. 2006~2023 年全球 UTV & SSV 销量占比持续提升



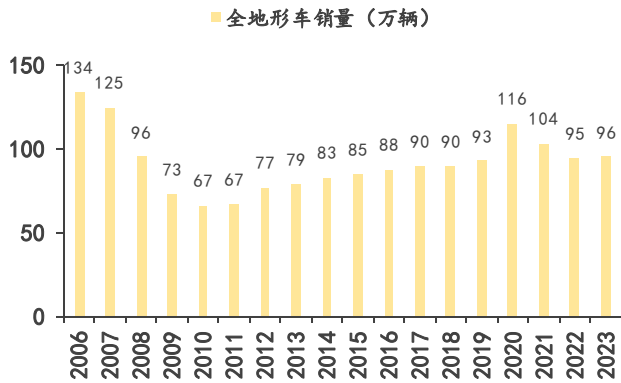
资料来源：北极星年报、国投证券研究中心

2.1.2. 全球总量稳中有增，2030 年行业规模有望达 144 亿美元

全球全地形车销量有望实现稳中有增。全地形车的销售主要集中在北美市场和欧洲市场，尤其是北美市场：2018~2023 年，北美市场全地形车的销量占全球销量的比例超过 80%，此外，北美市场 UTV & SSV 的销量占全球销量的比例甚至超过 90%。从总量来看，全球全地形车销量近十年保持在 90~100 万台左右，2020 年增加较多主要是由于疫情影响，消费者更加偏向于室外相对独立的娱乐活动；2021 年后疫情影响逐步减弱，全地形车销量逐步回落至正常水平，2023 年全球全地形车销量为 95.5 万台，同比增长 1.1%。我们认为，未来全地形车销量有望实现稳中有增，主要在于：1) 海外市场：随着全球经济成长与消费水平提高，消费者对娱乐方式提出了更高需求，越来越多的消费者愿意尝试户外动力运动类项目；2) 国内市场：

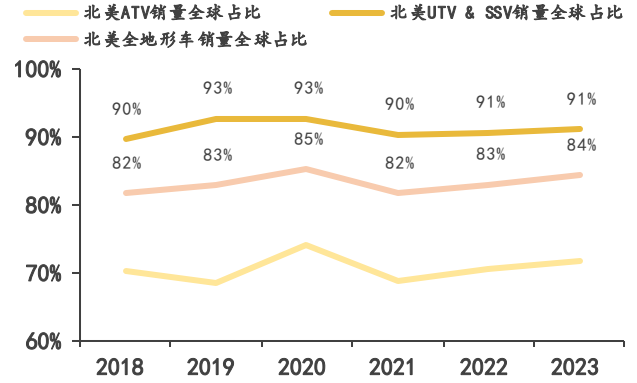
国内全地形车从 2008 年开始起步，随着居民收入水平提高，中产人群不断扩大、其生活方式的逐步升级，预计未来全地形车国内销量有望逐步增长。

图10. 2006~2023 年全球全地形车总销量



资料来源：北极星年报、国投证券研究中心

图11. 近五年北美全地形车销量占全球的比例超过 80%



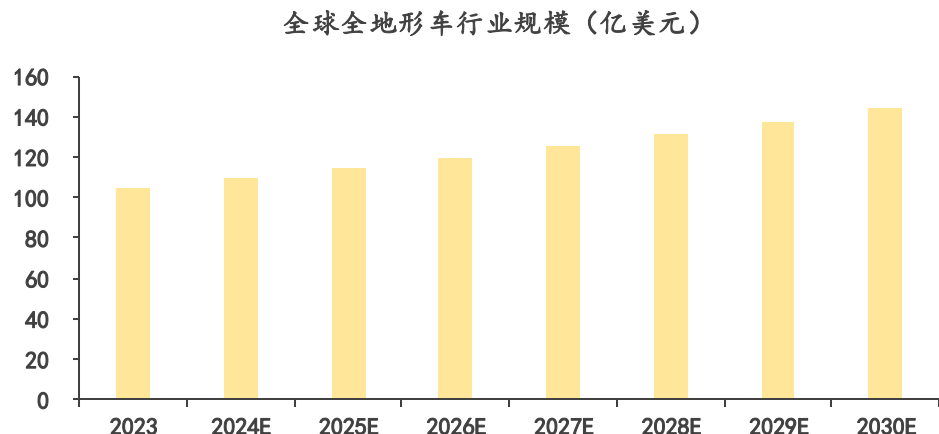
资料来源：北极星年报、国投证券研究中心

我们预计 2030 年全球全地形车行业规模有望达 144 亿美元，2023~2030 年期间的 CAGR 约为 4.7%。随着全球经济成长、居民收入水平提高，以及全地形车行业技术成长，我们预计未来全球全地形车销量有望实现稳中有增（并且还存在着国内市场快速增长的预期），UTV & SSV 的销量占比有望持续提升，具体假设如下：

- 1) 2023 年 ATV 销量约为 33.5 万台，过去五年与过去十年的复合增速均为-2%，我们假设未来 ATV 有望逐步被安全性、舒适性更高的 UTV & SSV 替代，2023~2030 年 ATV 的销量每年降低 2%；
- 2) 2023 年 UTV & SSV 销量约为 62 万台，过去五年的复合增速为 3.2%，过去十年的复合增速为 4.9%，我们假设未来 UTV & SSV 销量仍将继续增长，部分增量来自新消费者，部分增量来自 ATV 的消费升级，2023~2030 年 UTV & SSV 的销量每年增长 3%；
- 3) 参考北极星、庞巴迪、春风动力等厂商在售产品的售价，我们估算 2023 年 ATV 与 UTV & SSV 的平均售价在 8 千和 1.25 万美元左右，近几年各厂商持续推动配置升级，产品售价不断提升，以北极星 RXR XP 1000 为例，2020 款起售价为 18,599 美元，而 2024 款起售价则为 20,999 美元，我们假设 2023~2030 年 ATV 与 UTV & SSV 的平均售价每年提高 200 和 400 美元。

我们估算到 2030 年，全球全地形车销量有望达 105.4 万台，其中 ATV 销量为 29.1 万台，UTV & SSV 的销量为 76.3 万台；行业规模有望达 144 亿美元，其中 ATV 行业规模为 26.7 亿美元，UTV & SSV 的行业规模为 117.2 亿美元。

图12. 2030 年全球全地形车行业规模有望达 144 亿美元

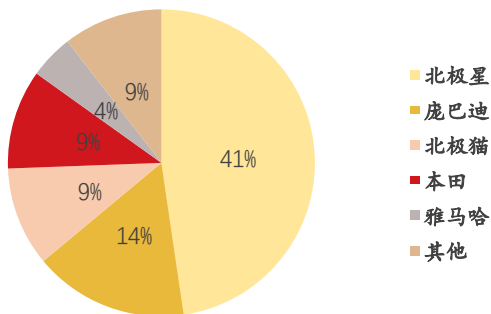


资料来源：北极星年报、北极星官网、春风动力官网、国投证券研究中心测算

2.2. 全地形车行业格局有望进一步向头部集中

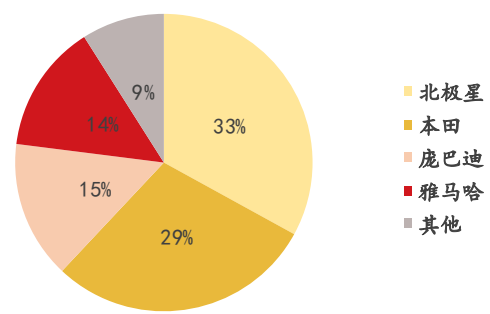
北极星、庞巴迪双足鼎立，全地形车行业市场集中度较高。全地形车行业的主要壁垒在于品牌、技术（发动机、车架、轻量化技术等），渠道（经销商的数量与质量、物流、售后等），环保与安全认证（排放、乘坐人员的安全防护）等。目前全球全地形车行业的主要参与者包括北极星、庞巴迪、本田、雅马哈、春风动力等，根据北极星、庞巴迪、春风动力的历年年报数据，以及 2.1.2 章节中测算的行业规模，我们大致估算出：2023 年北极星的市占率约为 35.4%，庞巴迪的市占率约为 28.9%（2022 年市占率数据，公司尚未披露 2023 年收入），春风动力的市占率约为 9.3%（根据我们对公司 2023 年收入预测）。

图13. 2018 年全球 UTV & SSV 行业格局（销量口径）



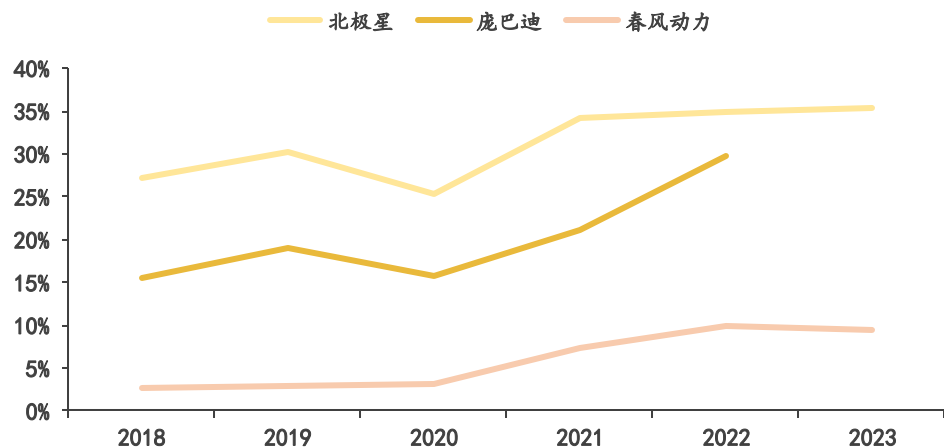
资料来源: statista、国投证券研究中心

图14. 2018 年全球 ATV 行业格局（销量口径）



资料来源: statista、国投证券研究中心

图15. 2018~2023 年部分厂商市占率测算（规模口径）



资料来源: 北极星&庞巴迪&春风动力年报、国投证券研究中心测算

北极星：多年稳居行业龙头，产品、渠道布局完善。北极星于 1954 年成立于美国明尼苏达州，从雪地摩托车领域起家，专注于打造满足消费者户外休闲娱乐的运动车辆，具体产品包括全地形车（包括 ATV 及 UTV）、雪地摩托车、美式巡航摩托车、浮筒和甲板船等。历经多年成长，公司全地形车业务已多年稳居行业龙头：产品矩阵较为丰富，旗下品牌 Outlaw（童车）、Sportsman（运动家）、General（将军）、Ranger（游侠）、RZR（剃刀）覆盖不同的细分市场，车型合计达 107 款，产品售价覆盖 2,999~32,999 美元；渠道布局较为完善，在北美共拥有 1400 多家经销商，在北美之外的国际市场拥有 1100 多家经销商。

庞巴迪：成长势头强劲，近几年市占率持续提升。庞巴迪于1942年成立于加拿大魁北克省，从雪地摩托车领域起家，后陆续拓展摩托车、摩托艇、全地形车等新产品，期间还通过收购成长了航空航天、轨道交通等业务。2003年，原CAN-AM从集团中剥离，成立BRP（庞巴迪动力），专注于动力运动产品，目前旗下品牌包括Can-Am公路摩托车与全地形车、SeaDoo水上摩托艇、Ski-Doo雪地摩托车等。近几年公司成长势头强劲，2022年综合市占率达35%，同比增长10个百分点，其中ATV北美市占率排名第三（市占率同比增加2个百分点），UTV & SSV北美市占率排名第二（市占率同比增加7个百分点）。2022年，公司发布Outlander中排量ATV平台，而中排量ATV占ATV行业总量的近50%，全地形车业务有望迎来进一步成长。

春风动力：积极拓展UTV & SSV高端产品，市占率有望加速增长。春风动力于1989年成立于浙江温州，从摩托车发动机配件起家，后逐步拓展摩托车发动机、摩托车整车业务。2005年，公司发布首款全地形车CFMOTO ATV500，正式开启全地形车业务。公司全地形车业务主要出口北美及欧洲市场，目前已成为欧洲全地形车市占率第一名。公司全地形车产品起初以ATV为主，近几年公司积极拓展UTV & SSV高端产品，并加大美国市场经销网点的铺设，2023年上半年新增渠道31家，累计渠道达585家，未来市占率有望加速提升。

表4：全地形车行业的主要参与者及相关背景

主要参与者	相关介绍	所属国家	成立时间	主要品牌	渠道布局
北极星	北极星生产全地形车及其零件，通过经销商等渠道实现产品销售	美国明尼苏达	1954年	Outlaw是为青少年提供的小排量ATV，General是工作娱乐兼用的UTV产品，Sportsman负责中大排量ATV，Ranger负责工作用UTV产品，RZR负责娱乐竞技类SSV产品	公司全地形车在北美拥有1400多家经销商，在北美之外拥有1100多家经销商
庞巴迪	庞巴迪定位高端市场，主要在加拿大和美国销售全地形车	加拿大	1942年	CAN-AM品牌包括ON-ROAD业和OFF-ROAD业务，其中OFF-ROAD为全地形车	总共2950多个经销商，在北美、欧洲、澳洲等多个国家地区布局工厂
雅马哈	雅马哈是日本最大的机车制造商之一，推出Grizzly系列等全地形车	日本	1955年	Raptor主要是运动型ATV，Grizzly是实用型ATV，YZX负责运动型UTV，Wolverine负责实用型UTV	在200多个国家有布局，海外销售占比高
川崎	川崎是日本最大的重工业制造商，全地形车产品主要有Brute Force系列等	日本	1896年	Brute Force负责中大排量ATV，KFX负责小排量ATV，TERYX偏运动休闲类的UTV & SSV，MULE是兼有实用和休闲用途的UTV	在亚洲14个国家、欧洲35个国家以及北美12个国家均有布局
北极猫	北极猫是一家休闲、公用和专业级雪地车和全地形车制造商	美国明尼苏达	1982年	Alterra品牌主要是ATV产品，MudPro专门负责泥地车产品，HDX系列专注于户外作业用途的UTV	主要在美国进行销售，在加拿大、欧洲、日本等地也有布局经销商
春风动力	国内中大排摩托头部企业，全地形车出口量第一	中国	1989年	具备CFORCE、UFORCE、ZFORCE三类产品线，分别针对ATV、UTV、SSV产品，过往重点成长CFORCE	2023H1全地形车经销商数量新增31家，累计渠道585家

资料来源：wind、各公司官网、各公司公告、国投证券研究中心

2.3. 多年深耕全地形车行业，实现厚积薄发

2.3.1. 历史复盘：深耕行业多年，实现全球化布局

公司深耕全地形车行业近二十年，欧洲市场市占率排名第一，并积极拓展北美市场。公司于2005年开启全地形车业务，至今深耕行业近二十年，产品主要外销欧洲、北美等市场，其中欧洲市场以ATV为主，北美市场以UTV & SSV为主。公司早期将欧洲市场作为发展重点，产品结构以ATV产品为主，目前已成为欧洲市占率第一；近几年，公司积极拓展北美市场，加快UTV & SSV新品发布节奏，UTV & SSV销量持续提升、产品结构改善持续改善。此外，公司在泰国及墨西哥布局海外产能，其中泰国工厂已于2021年投产，主要量产ATV产品；墨西哥工厂于2023年投产，一期产能5万台。

图16. 春风动力全地形车在全球多地均有布局



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

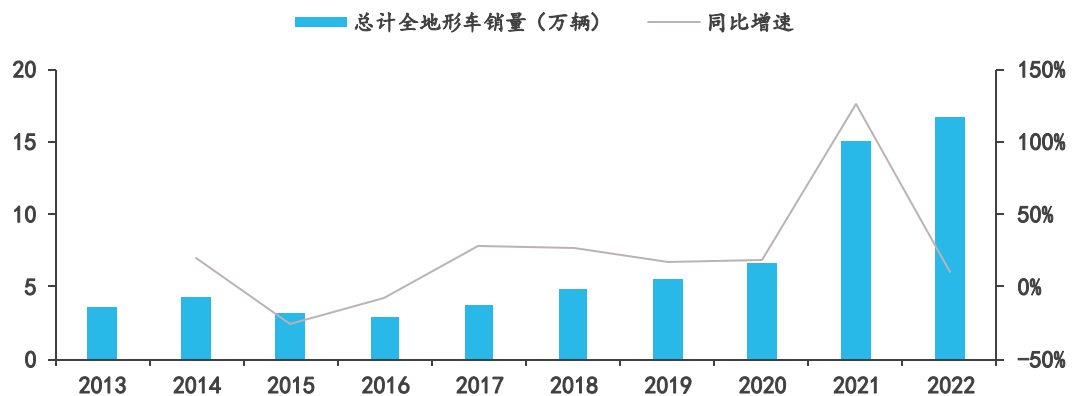
复盘公司全地形车业务的成长历程：1) 2005 年，公司在意大利米兰摩托车及自行车展览会（EICMA）发布首款全地形车产品 ATV500，正式开启全地形车业务；2) 2005~2015 年，公司积极拓展俄罗斯、加拿大、德国、瑞典等市场，市占率持续提升，在俄罗斯市场的市占率曾高达 50%左右；3) 2015 年，受俄罗斯市场受卢布贬值影响，公司下游客户的采购量大幅下滑，全地形车销量下滑至 3.2 万辆，同比下降 25.5%；4) 2015 年~2020 年，公司加大对欧洲、美国、澳大利亚、南美等市场的开拓力度，全地形车销量逐步回升，2020 年提升至 6.7 万辆，2015-2020 年期间 CAGR 为 16%，并于 2018 年成为欧洲市占率第一；5) 2021 年，疫情导致全地形车供应链受损，公司供应链恢复速度较海外竞争对手更快，抢占较多海外竞争对手的市场份额，2021 年全地形车销量提升至 15.1 万辆，同比增长 126.1%；6) 2021 年后，公司加快全球布局，分别在泰国、墨西哥设立工厂，生产更靠近消费市场。

表5：公司过往成长历程中的重要事件

时间	重要事件
2005 年	首次亮相 EICMA 展会并发布首款产品 ATV500
2007 年	在明尼苏达州设立销售子公司，本土化运营全地形车产品
2015 年	公司过往较为依赖俄罗斯市场，卢布贬值等原因导致俄罗斯市场收入下滑，公司加大拓展美国、澳大利亚等发达地区及南美等新兴市场
2018 年	公司在欧洲市占率首次做到第一，成为欧洲 ATV/UTV 最为畅销的品牌
2019 年	公司在 EICMA 展会上展出了首款电动车概念的 ATV 产品 Evolution A，开启电动化进程
2020 年	组建首个官方四轮车战队 CFMOTO 雷霆赛车队（CFMOTO Thunder Racing Team）
2021 年	公司泰国工厂建成投产，这也是公司的第一家海外工厂，标志着全球化战略更进一步
2023 年	公司在墨西哥启动全新工厂，成为开拓北美市场的里程碑

资料来源：公司官网、公司公告、国投证券研究中心

图17. 春风动力全地形车总销量及同比增速



资料来源：公司招股说明书、公司公告、国投证券研究中心

2.3.2. 公司在品牌、技术、渠道领域积累深厚

公司持续深耕全地形车业务，不断完善在产品、品牌、技术、渠道等方面的布局，目前已形成了一定的竞争优势，未来有望进一步抢占竞争对手的份额，公司优势主要包括：

1) 品牌优势：公司坚持发展自有品牌，严格把控品控，产品的可靠性、稳定性较高。目前，公司已成长为欧洲全地形车行业市占率第一的品牌，超越北极星、庞巴迪等国际主流厂商，消费者认可度较高。

2) 技术优势：研发能力是公司核心竞争力的体现，公司多年来持续加大研发投入，逐步缩小与国际主流厂商的技术差距，目前已具备发动机、车架、变速箱、驱动桥、平衡重等多项关键零部件的自主研发与设计能力：

- **车架方面**，公司多年来致力于 400cc 至 1000cc 排量全地形车整车研发、设计和制造，在大排量整车车架平台的设计、制造上积累了丰富经验，所有产品独立自主设计、制造，公司开发的第三代 ATV 及 SSV 车架平台在稳定性、结构强度、轻量化、舒适性等指标上已逐渐接近国外同行先进车架平台的水平。
- **发动机方面**，高动力性、可靠性、一致性和舒适性是发动机追求的目标，技术工艺、设计能力需要长期制造经验及技术积累。公司致力于水冷四冲程发动机研发、制造二十多年，在发动机性能提升途径、制造工艺等方面积累丰富经验，能够较好满足全地形车需求；公司研发的发动机通过水冷系统、电子燃油喷射系统、四气门技术等提升输出功率，动力性能较强，同时具备较高一致性、可靠性，运行过程中噪声低、震动小，NVH 参数优异。

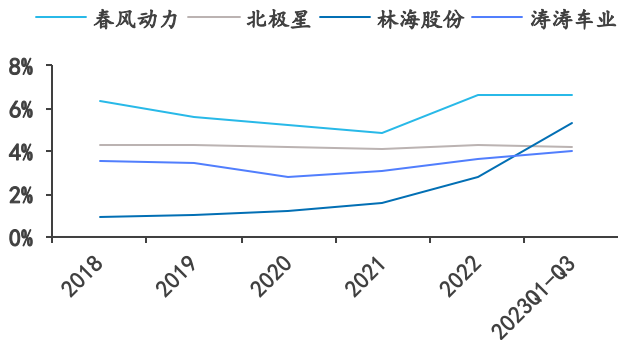
公司 1000cc 以下发动机性能优秀，与北极星、庞巴迪等国际主流厂商差距较小。公司在全地形车领域的发动机类型主要包括单缸、V 型双缸，覆盖 400cc 至 1000cc 排量段。我们选取公司与国际主流厂商同排量段的发动机进行对比：在 1000cc 排量段上，公司与北极星、庞巴迪均采用双缸液冷发动机，公司发动机的最大马力达 90HP，北极星、庞巴迪主流发动机的最大马力分别为 89 和 91HP；在 400cc 和 600cc 排量段上，公司与北极星、庞巴迪均采用单缸液冷发动机，公司发动机的最大马力略低于北极星、庞巴迪的主流发动机。综合来看，公司已具备 1000cc 以下发动机的自主研发与制造能力，并且发动机性能与北极星、庞巴迪等国际主流厂商相比，差距较小。

表6: 春风动力与北极星、庞巴迪等部分竞品的发动机参数对比

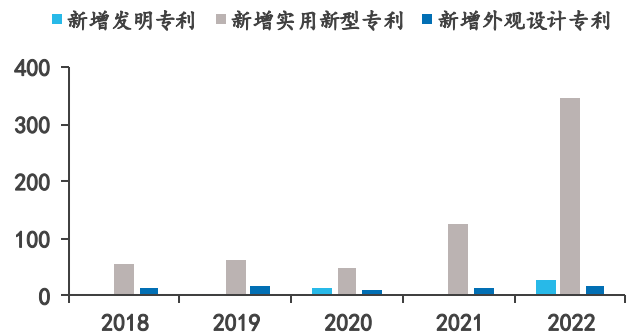
排量段	发动机类型	具体排量	最大功率/相应转速	最大扭矩/相应转速	驱动方式	代表车型
400cc	单缸, 液冷, 4冲程, SOHC, 4阀	400cc	30HP/7200RPM	33N.m/6000RPM	两驱/四驱/四驱锁止	春风动力 CFORCE400
	单缸, 液冷, 4冲程, SOHC	499cc	33HP	-	两驱/适时四驱	北极星 Sportsman 450 H. O.
	单缸, 液冷	427cc	38HP	-	四驱/六驱及前轮自动锁定差速器	庞巴迪 Outlander MAX 6x6 DPS 450
600cc	单缸, 液冷, 4冲程, SOHC, 4阀	580cc	40HP/6250RPM	46N.m/5250RPM	-	春风动力 UFORCE 600
	单缸, 液冷, 4冲程, DOHC	567cc	44HP	-	两驱/适时四驱/涡轮增压模式	北极星 RANGER SP 570
	单缸, 液冷	650cc	40HP	-	两驱	庞巴迪 Outlander 500 2WD
1000cc	V型双缸, 液冷, 4冲程, SOHC, 8阀	963cc	90HP/7500RPM	85N.m/5500RPM	两驱/四驱/四驱锁止	春风动力 CFORCE 1000 TOURING
	双缸, 液冷, 4冲程, SOHC	952cc	89HP	-	两驱/适时四驱	北极星 Scrambler XP 1000 S
	V型双缸, 液冷	976cc	91HP	-	两驱/四驱/四驱锁止加前差速锁	庞巴迪 Renegade X mr 1000R

资料来源: 公司美国官网、北极星官网、庞巴迪官网、国投证券研究中心

公司加大研发投入, 技术实力有望不断提升。公司持续投入技术研发, 研发费用率维持在行业内较高水平, 近年来公司进一步加大研发投入, 2023年前三季度的研发费用率为6.6%, 高于北极星2.4个百分点。此外, 公司近年来每年的专利新增数量也有较大幅度的提升, 2022年公司新增29项发明专利、346项实用新型专利和17项外观设计专利, 新增专利数量创新高。公司近年来持续加大研发投入, 加强新品打磨, 为后续的新产品提供基石。

图18. 公司及行业内其他竞争对手的研发费用率对比


资料来源: 各公司公告、国投证券研究中心

图19. 公司历年新增专利数量变化


资料来源: 公司公告、国投证券研究中心

3) 渠道优势: 公司多年来持续完善海外渠道布局, 公司2017年在美国市场拥有220余家全地形车经销商, 在美国之外的其他海外地区拥有30余家全地形车经销商。经过多年拓展, 公司2022年全地形车经销商数量提升至554家, 并且2023上半年又新增31家, 经销商数量累计达585家, 较2017年提升一倍以上。相比之下, 北极星在全球的全地形车经销商数量基本保持稳定, 在北美的全地形车经销商数量甚至有所下滑。我们预计, 公司与北极星渠道数量的差距将不断缩小。

表7: 春风动力与北极星的全地形车经销商数量对比

公司	经销商数量	2017	2018	2019	2020	2021	2022
春风动力	全球全地形车经销商数量	约 250	-	-	-	-	554
北极星	全球全地形车经销商数量	-	-	-	2400+	2500+	2500+
	北美全地形车经销商数量	1500+	1450+	1400+	1400+	1400+	1400+

资料来源: 公司公告、北极星公告、国投证券研究中心

2.4. 积极拓展 U/Z 系列, 2030 年全球市占率有望达 15%

2.4.1. 加速布局中高端产品, 市占率有望持续提升

持续丰富产品矩阵, 积极拓展高端 U/Z 系列。公司深耕全地形车行业近二十年, 每年持续推出各类型以及各排量段的新产品, 逐步丰富产品矩阵。以美国市场为例, 公司自 2016 年至 2024 年 3 月初合计投放超过 35 款车型: 2016 年在售车型为 8 款, 其中 4 款 ATV+4 款 SSV; 2024 年 3 月初, 公司在售车型为 17 款, 其中 9 款 ATV+3 款 UTV+5 款 SSV。此外, 北美市场 UTV & SSV 的成长空间更大, 近几年公司积极布局高端 U/Z 系列产品, 新产品投放速度明显加快, 2019 年至 2021 年每年 UTV & SSV 的新产品只有 1 款, 而 2022 年、2023 年 UTV & SSV 的新产品均为 3 款, 2024 年截止三月初已发布 1 款 SSV 新产品, 我们预计公司后续还将发布更多的 UTV & SSV 新产品。

表8: 公司 2017 年至 2024 年每年在美国市场投放的新产品

	ATV	UTV	SSV
2017 年	CFORCE 500S EPS	UFORCE 800 EPS UFORCE 500 HO EPS	ZFORCE 500 HO TRAIL EPS
2018 年	CFORCE 800 XC CFORCE 500 HO CFORCE 500S	UFORCE 800 UFORCE 500	ZFORCE 1000
2019 年	CFORCE 600	UFORCE 1000	
2020 年	CFORCE 800 CFORCE 600 TOURING		ZFORCE 950 SPORT
2021 年	CFORCE 1000		
2022 年	CFORCE 1000 OVERLAND CFORCE 500	UFORCE 1000 XL UFORCE 600	ZFORCE 950 HO EX
2023 年	CFORCE 110		ZFORCE 950 HO Sport ZFORCE 950 Sport ZFORCE 950 Trail
2024 年 (截止 3 月初)	CFORCE 1000 TOURING CFORCE 800 TOURING		ZFORCE 950 Sport 4

资料来源: 公司美国官网、国投证券研究中心

公司加速布局高端 U/Z 系列, 市占率有望持续提升。历经多年耕耘, 公司全地形车业务已经形成了较强的技术、品牌、渠道积累, 逐步成长为欧洲市占率第一。公司全地形车业务由于早期主要聚焦欧洲市场, 产品结构以相对低端的 ATV 为主。近几年, UTV & SSV 的市场规模不断增长, 公司加速布局高端 U/Z 系列, 拓宽了成长空间。展望未来, 公司 U/Z 系列产品通过利用公司长期积累的技术、设计能力, 已经具备较强的竞争优势, 销量有望逐步增长, 公司市占率有望持续提升。

■ 现有 UZ 系列产品竞争力强

公司高端 U/Z 系列产品力强，具备较强的竞争优势。我们在公司美国市场的 UTV 和 SSV 在售车型中，分别选取了 UFORCE 1000 和 ZFORCE 950 H.O. EX 这两款重点产品与北极星同排量段、同价格段的产品进行对比，我们发现：

✓ **UFROCE 1000 动力强劲、配置更高。**将 UFORCE 1000 和北极星 RANGE 1000 进行对比，我们发现 UFORCE 1000 在车身尺寸、载货能力、底盘悬架上和 RANGER 1000 较为接近，但是在动力、配置等方面具备较强的竞争优势，具体包括：

1) **动力强劲**，UFROCE 1000 搭载公司全新设计的 963cc、V 型双缸、单顶置凸轮轴、八气门水冷发动机，最大功率为 79 马力，而 RANGER 1000 的 999cc 排量发动机的最大功率只有 61 马力，UFROCE 1000 的发动机性能更优秀；

2) **SKU 精简，入门即高配**，UFORCE 1000 只有三座版和六座版（UFORCE 1000 XL）两款车型，而 RANGER 1000 根据有无电子助力转向（EPS）、座位数、高低配具体分为五款车型，并且 UFORCE 1000 全系标配电子助力转向、LED 大灯、主驾座椅调节、TFT 显示屏、车灯、绞盘、车顶等配置，而这些配置在 RANGER 1000 则需要选装，并且选装价格相对较高；

3) **定价具有诚意**，UFORCE 1000 的实际对比车型应为 RANGER 1000 EPS（由于 RANGER 1000 无电子助力转向），两者价格差超过 3,000 美元，如果考虑绞盘、车顶、车灯等配置差异，我们预计实际价差可能在 4,000~5,000 美元，同理 UFORCE 1000 XL 与 RANGER CREW 1000 PREMIUM 的实际价差可能超过 6,000 美元，已经达 UFORCE 1000 车型售价的 30~40%。

表9：美国市场春风 UFORCE 1000 和北极星 RANGE 1000 部分型号配置对比

厂商	CFMOTO		Polaris			
车型	UFORCE 1000	UFORCE 1000 XL	RANGER 1000	RANGER 1000 EPS	RANGER CREW 1000 PREMIUM	
首次上市时间	2020 年	2022 年	2017 年			
建议零售价(美元)	13,299	14,999	14,799	16,499	19,699	
车身	座位数(个)	3	3		6	
	车身尺寸(mm)	2945×1615×1850	3770×1615×1850	3050×1580×1930		
	轴距(mm)	2050	2850	2060		
	离地间隙(mm)	290		305		
	整车质量(kg)	690	820	652	673.6	814
	油箱(L)	40		43		
	发动机排量(cc)	963		999		
动力	最大功率	79HP@7000RPM		61 HP		
	最大扭矩	60LB-FT@6500RPM		/		
	货斗尺寸(mm)	1420×865×290		933×1378×317.5		
载货/牵引	货斗荷载能力(kg)	454		454		
	挂钩尺寸(cm)	5		5		
	挂钩牵引载荷(kg)	1134		1134		
	绞盘最大载荷(kg)	1600	2040	选装(2040kg 绞盘需\$719.99~929.99)		
其他	电子助力转向	标配		无	标配	
	大灯	LED		卤素		
	尾灯	LED		LED		
	保险杠	选装(\$249.99)		无	标配	
	主驾座椅调节	标配		无		标配
	车顶	标配		选装(\$449.99)		
	显示屏	TFT		LCD		

资料来源：公司美国官网、北极星官网、国投证券研究中心（注：红色部分是 UFORCE 1000 优于竞品车型低配版本的配置信息）

✓ **ZFORCE 950 H.O. EX 的动力性、通过性、操控性均强于竞品车型。**将 ZFORCE 950 H.O. EX 和北极星 RZR TRAIL 进行对比，我们发现 ZFORCE 950 H.O. EX 在动力性、通过性和操控性等方面基本全面超越 RZR TRAIL，具体包括：

- 1) **动力性更强**, ZFORCE 950 H.O. EX 的 963cc 排量发动机采用全新的进排气系统, 输出功率提升至 90 匹马力, 扭矩提升至 87Nm, 并且拥有 Spor 和 Normal 两种动力模式;
 - 2) **通过性更好**, ZFORCE 950 H.O. EX 车高 1.6 米, 离地间隙 34 厘米, 搭配 14 英寸全铝防脱轮毂与 29 英寸的越野轮胎, 能够轻松穿越大部分路况;
 - 3) **操控性更强**, ZFORCE 950 H.O. EX 采用前双 A 臂独立悬挂+后四连杆独立悬挂, 搭配完全可调的气囊减振器, 前悬挂行程达 34cm, 后悬挂行程达 39.6cm, 操控稳定性得到全面提升, 崎岖路面也可如履平地。
- 综上, ZFORCE 950 H.O. EX 的售价为 15,799 美元, 远低于 RZR TRAIL ULTIMATE 的 20,499 美元, 但是在动力性、通过性和操控性等方面实现全面超越, 具备较强的竞争优势。

表10: 美国市场春风 ZFORCE 950 H.O. EX 和北极星 RZR TRAIL 配置对比

厂商		CFMOTO	POLARIS	
车型		ZFORCE 950 H.O. EX	RZR TRAIL SPORT	RZR TRAIL ULTIMATE
首次上市时间		2022 年	2015 年	
建议零售价(美元)		15,799	15,999	20,499
车身	车身尺寸(mm)	3020×1625×1855	2820×1270×1725	
	轴距(mm)	2285	2007	
	离地间隙(mm)	343	279	
	整车质量(kg)	680	561.5	588.3
	油箱(L)	36.3	35.9	
动力	发动机排量(cc)	963	875	
	最大功率	90HP@7750 RPM	75HP	
	最大扭矩	60LB-FT@6200 RPM	/	
底盘	前悬挂	双 A 臂独立悬挂	双 A 臂+稳定杆	
	前悬挂行程(cm)	34	25.4	
	前减振器	可调气体减振	ZF Twin Tube	FOX® 2.0 PODIUM X
	后悬挂	四连杆独立悬挂	双 A 臂+稳定杆	
	后悬挂行程(cm)	39.6	25.4	
	后减振器	可调气体减振	ZF Twin Tube	FOX® 2.0 PODIUM X
轮毂&车轮	前/后轮毂	14 英寸全铝防脱轮毂	冲压钢	铸铝
	前轮胎	29"×9"×R14 CST	26"×8"×12; PXT	
	后轮胎	29"×11"×R14 CST	26"×9"×12; PXT	
其他	绞盘	3500 磅绞盘	无	
	显示屏	TFT	LCD	
	车顶	标配	无	标配

资料来源: 公司美国官网、北极星官网、国投证券研究中心 (注: 红色部分是 ZFORCE 950 H.O. EX 优于竞品车型低配版本的配置信息)

■ 公司高端 U/Z 系列的产品矩阵仍有较大完善空间

公司 U/Z 系列产品相对较少且主要定位中低端市场, 仍有较大完善空间。我们梳理了公司与北极星、庞巴迪在 1000cc 排量段的 UTV & SSV 在售车型, 我们发现: 公司 UTV & SSV 产品较少, 并且覆盖价格带相对较为低端。公司目前 1000cc 排量段的 UTV 仅有 2 款车型, 900~1000cc 排量段的 SSV 仅有 4 款车型, 而北极星游侠品牌 (UTV) 和刀锋品牌 (SSV) 同排量的车型分别为 14 款和 10 款, 并且北极星 UTV 产品还包括将军及远征品牌。此外, 公司 UTV & SSV 覆盖的价格带相对较低, 公司 1000cc 排量段的 UTV 产品的价格带在 15,299 美元之内, 而北极星游侠品牌的价格带为 14,799~37,899 美元; 900~1000cc 排量段的 SSV 产品价格带在 18,299 之内, 而北极星刀锋品牌的价格带为 15,999~29,999 美元。综合来看, 北极星等国际主流厂商可以根据产品的动力、价格为消费者提供更多选择, 而春风可供选择的产品相对较少, 并且随着公司逐步完善高端 U/Z 系列的产品矩阵, 有望实现销量的持续增长。

图20. 春风动力及北极星在 UTV 领域的产品布局对比（1000cc 排量段）

产品/官方 售价(美元)	UFORCE 1000	UFORCE 1000 XL	RANGER 1000	RANGER CREW 1000	RANGER 1000 EPS	RANGER 1000 Premium	RANGER CREW 1000 Premium	RANGER XP 1000 Premium	RANGER CREW XP 1000 Premium	RANGER XP 1000 NorthStar Edition Premium	RANGER CREW XP 1000 NorthStar Edition Premium	RANGER XP 1000 NorthStar Edition Ultimate	RANGER CREW XP 1000 NorthStar Edition Ultimate	RANGER CREW XP 1000 Texas Edition	RANGER XP 1000 NorthStar Edition Trail Boss	RANGER CREW XP 1000 NorthStar Edition Trail Boss
13,299																
14,799																
15,299																
16,399																
16,499																
17,899																
19,699																
20,299																
22,099																
24,299																
27,899																
30,799																
32,199																
34,599																
35,399																
37,899																

资料来源：公司美国官网、北极星官网、国投证券研究中心（红色字体为公司 UTV 在售车型）

图21. 春风动力及北极星在 SSV 领域的布局对比（900~1000cc 排量段）

产品/官方 售价(美元)	ZFORCE 950 TRAIL	ZFORCE 950 SPORT	ZFORCE 950 H.O. EX	ZFORCE 950 Sport 4	RZR Trail Sport	RZR Trail Ultimate	RZR Trail S 900 Sport	RZR Trail S 1000 Ultimate	RZR XP 1000 Sport	RZR XP 4 1000 Sport	RZR XP 1000 Premium	RZR XP 4 1000 Premium	RZR XP 1000 Ultimate	RZR XP 4 1000 Ultimate
14,299														
15,299														
15,799														
15,999														
17,999														
18,299														
20,499														
20,999														
21,999														
22,999														
24,999														
25,999														
26,999														
29,999														

资料来源：公司官网、北极星官网、国投证券研究中心（红色字体为公司 SSV 在售车型）

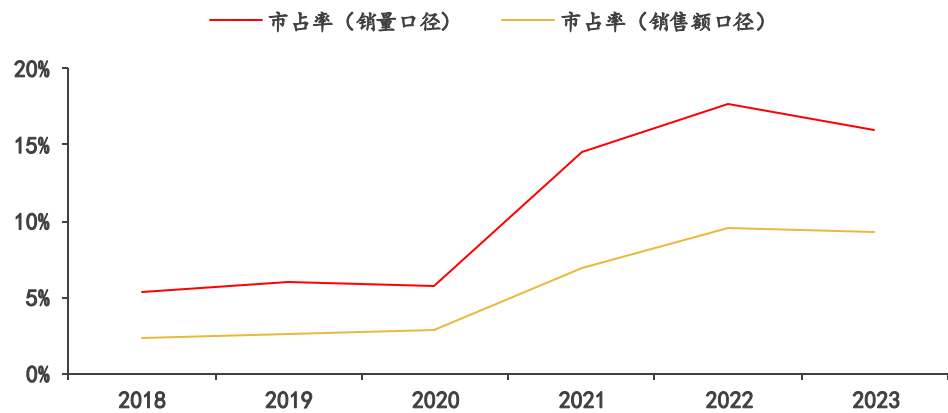
■ 公司 2030 年全地形车全球份额有望提升至 15%，主要增长来自 UTV & SSV

根据我们测算，公司 2023 年车型销量口径的市占率约为 15.9%，同比减少 1.7 个百分点，主要是由于全球 ATV 需求减少，而公司 ATV 销量占比较高；销售额口径的市占率约为 9.3%，同

比减少 0.3 个百分点，销售额口径市占率的降幅小于销量口径市占率的市占率，主要是由于公司产品结构的改善，UTV & SSV 产品逐步放量。我们认为，公司近几年积极布局高端 U/Z 系列，U/Z 系列新产品投放速度明显加快，并且这些新产品通过公司长期积累的技术、设计能力，产品力不断提升，具备较强的竞争优势，未来有望加速放量。此外，公司目前尚未布局 1000cc 以上的 U/Z 系列产品，未来有望进一步补齐产品矩阵。

我们假设公司：1) 2023 年~2030 年期间，ATV 产品的销量与行业走势保持一致，每年减少约 2%，U/Z 系列产品由于公司持续完善产品与渠道布局，销量有望实现 12.6% 的复合增长，2030 年 ATV 与 U/Z 系列产品的销量分别为 8.4 万台和 11.5 万台；2) ATV 与 U/Z 系列产品的平均售价随着产品结构的改善逐步增长，2030 年 ATV 与 U/Z 系列产品的平均售价分别为 0.82 万美元和 1.3 万美元（略低于行业平均售价）。在以上假设基础上，公司 2030 年的全地形车的全球份额有望从 2023 年的 9.3% 提升至 15% 左右。

图22. 公司 2018 年至 2023 年全地形车业务的全球市占率



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

2.4.2. 2024 年新品&改款竞争力强，销量有望迎来拐点

2024 年新品各具特色，有望迎来拐点。近几年是公司的新品大年，尤其是 UTV & SSV 的新品大年，2022 年和 2023 年在美国市场分别发布了 5 款和 4 款新产品，其中 UTV & SSV 每年的新产品均为 3 款。截止 2024 年三月初，公司已发布 3 款新产品，其中包括：

1、UTV & SSV 新产品：ZFORCE 950 SPORT 4。ZFORCE 950 SPORT 4 是公司首款四座 SSV 车型，售价为 18,299 美元，而北极星目前售价最低的四座 SSV 车型为 RZR XP 4 1000 SPORT，售价是 24,999 美元。ZFORCE 950 SPORT 4 的售价远低于竞品车型，虽然在动力等方面略弱于 RZR XP 4 1000 SPORT，但是其底盘后悬挂采用 TTA 悬架（双 A 臂和连接杆），超过了 RZR XP 4 1000 SPORT 低配版的拱形双 A 臂，并且额外附加 2040kg 的绞盘、车顶等配置。综上，ZFORCE 950 SPORT 4 作为一款四座 SSV 的入门车型，价格极具竞争力，甚至部分配置还领先于竞品车型，未来有望逐步扩大公司在这个细分市场的份额。我们认为，公司近几年大力布局高端 U/Z 系列，并且通过长期积累的技术、设计能力不断提升新产品的竞争力，和竞品车型相比具备较强的竞争优势，胜率较高，有望拉动公司 2024 年高端 U/Z 系列销量增长。

表11: 美国市场春风 ZFORCE 950 SPORT 4 和北极星 RZR XP 4 1000 配置对比

厂商		CFMOTO	POLARIS		
车型		ZFORCE 950 SPORT 4	RZR XP 4 1000 SPORT	RZR XP 4 1000 PREMIUM	RZR XP 4 1000 ULTIMATE
首次上市时间		2024 年	2017 年		
建议零售价(美元)		18,299	24,999	26,999	29,999
车身	车身尺寸(mm)	3835×1525×1880	3730×1625×1850	3755×1625×1905	

	轴距(mm)	3050	2972	
	离地间隙(mm)	305	356	368
	整车质量(kg)	795	821.9	860 862.3
	油箱(L)	37	36	
动力	发动机排量(cc)	963	999	
	最大功率	85HP@7750 RPM	114HP	
	最大扭矩	60LB-FT@6200 RPM	/	
底盘	前悬挂	独立拱形双A臂	拱形双A臂	双A臂悬挂带稳定杆
	前悬挂行程(cm)	30.7	22.9	40.6
	前减振器	可调气体减振	2英寸Walker Evans® 针式减震器, 16段阻尼可调	
	后悬挂	TTA悬架(双A臂和连接杆)	拱形双A臂	拖臂式悬挂带稳定杆
	后悬挂行程(cm)	33.3	26	45.7
	后减振器	可调气体减振	2英寸Walker Evans® 针式减震器	
轮毂&车轮	前/后轮毂	14英寸全铝防脱轮毂	14英寸铸铝轮毂	
	前轮胎	29"×9"×R14 CST Stag	29"×9"-14 Radial Tire	Trail Master X/T 2.0, 30×10"-14 Radial Tire
	后轮胎	29"×11"×R14 CST Stag	29"×11"-14 Radial Tire	
其他	绞盘	4500磅绞盘	无	
	车顶	标配	无	标配

资料来源: 公司美国官网、北极星官网、国投证券研究中心 (注: 红色部分是 ZFORCE 950 SPORT 4 优于竞品车型低配版本的配置信息)

2、ATV 新产品: CFORCE 800 TOURING 和 CFORCE 1000 TOURING。CFORCE 1000 TOURING 将 1000cc 排量 ATV 车型的价格拉到了 1 万美元以下, 并且在动力、平稳性方面并不逊于北极星 SPORTSMAN TOURING XP 1000 TRAIL (售价 15,599 美元): **1) 动力更强**, CFORCE 1000 TOURING 搭载全新的 963cc 排量发动机和无极变速器, 最大功率达 90 马力, 最大扭矩提升至 63 磅力; **2) 平稳性更强**, CFORCE 1000 TOURING 搭载完全可调的气体减振器, 可以针对不同的路况设置不同的预紧力, 可确保骑手和乘客的稳定性。我们认为, 公司目前的销量结构还是以 ATV 为主, 虽然 ATV 市场正在萎缩, 但是优秀的产品还是可以获得市场的认可, 公司的两款 ATV 新产品在价格、配置上都有较大诚意, 胜率较高, 有望保障公司 ATV 产品的市占率。

表12: 美国市场春风 CFORCE 1000 TOURING 和北极星 SPORTSMAN TOURING XP 1000 TRAIL 配置对比

厂商		CFMOTO	POLARIS
车型		CFORCE 1000 TOURING	SPORTSMAN TOURING XP 1000 TRAIL
首次上市时间		2024 年	2015 年
建议零售价(美元)		9,999	15,599
车身	车身尺寸(mm)	2350×1270×1465	2140×1230×1240
	轴距(mm)	1475	1448
	离地间隙(mm)	305	285
	整车质量(kg)	437	413
	油箱(L)	26	19.9
动力	发动机排量(cc)	963	952
	最大功率	90HP@7500 RPM	88HP
	最大扭矩	63LB-FT@5500 RPM	/
底盘	前悬挂	单A臂	拱形双A臂
	前悬挂行程(cm)	22.9	22.9
	前减振器	可调气体减振	/
	后悬挂	独立拖拽臂	拱形双A臂
	后悬挂行程(cm)	22.9	26
	后减振器	可调气体减振	/
轮毂&车轮	前/后轮毂	14英寸铸铝	14英寸铸铝
	前轮胎	29"×9"×R14 CST	27"×9"-14 DURO
	后轮胎	29"×11"×R14 CST	27"×11"-14 DURO

其他	挂钩尺寸(cm)	5	3.2
	牵引最大载荷(kg)	816	680

资料来源：公司美国官网、北极星官网、国投证券研究中心（注：红色部分是 GFORCE 1000 TOURING 优于竞品车型的配置信息）

持续推动产品迭代，改款车型更具竞争力。公司每年都会推动老产品的更新迭代，产品迭代速度快，持续提升产品的竞争力，目前美国市场在售车型均已推出 2024 年改款。我们以 UFORCE 1000 XL 为例，2024 款相比 2022 款在动力、底盘以及绞盘等其他配置上均有升级，并且售价也没有发生变化：1) **动力升级**，2024 款发动机的最大功率从 70 马力提升到了 79 马力，在此基础上牵引载荷从 907kg 提升到了 1134 公斤；2) **底盘升级**，2024 款的前悬挂采用鸥翼 A 臂悬架，相比于 2022 款的双 A 臂独立悬挂，整车的离地间隙从 29 厘米提升到了 30.5 厘米，通过性得到了提升；3) **其他配置升级**，2024 款相比 2022 款，额外配置了 2040kg 的遥控绞盘。公司持续推动产品迭代，改款车型相比老款更具竞争力，有望助力公司持续赢得消费者的认可。

表13：UFORCE 1000 XL 2022 款和 2024 款配置信息对比

车型	UFORCE 1000 XL 2022 款	UFORCE 1000 XL 2024 款	
建议零售价(美元)	14,999		
车身	车身尺寸(mm)	3770×1615×1850	
	轴距(mm)	2850	
	离地间隙(mm)	290	305
	整车质量(kg)	820	
动力	发动机排量(cc)	963	
	最大功率	70HP@7000RPM	79HP@7000RPM
	最大扭矩	60LB-FT@6500RPM	
底盘	前悬挂	双 A 臂独立悬挂	鸥翼 A 臂悬架
	后悬挂	双 A 臂独立悬挂	
	前/后悬挂	螺旋弹簧+油阻尼式	
载货&牵引	货斗荷载能力(kg)	454	
	挂钩牵引载荷(kg)	907	1134
	绞盘最大载荷(kg)	无	2040

资料来源：公司美国官网、国投证券研究中心（注：标红为 2024 款与 2022 款有差异的配置）

2.5. 全地形车小结

- 全地形车行业结构升级推动行业总量持续提升**：2023 年，全球全地形车销量约为 95.5 万台，其中 UTV & SSV 销量约为 65 万台，我们预计 2030 年全地形车全球规模有望达 144 亿美元（其中 UTV & SSV 规模占比约 81%），2023~2030 年期间的 CAGR 约为 4.7%。
- 我们预计全地形车行业格局将进一步向头部集中**：全地形车行业集中度相对较高，目前主要参与者包括庞巴迪、北极星、北极猫、春风动力等，2023 年庞巴迪和北极星的市场份额份额合计超过 60%，春风动力的市场份额约为 9.3%。
- 公司全地形车业务成绩优秀**：公司深耕全地形行业近 20 年，在发动机、车架等领域形成了较强的技术积累，目前已成长为欧洲市占率第一。
- 高端 U/Z 系列放量驱动公司未来高成长**：公司近几年加速布局高端 U/Z 系列，加快新产品的投放速度，这些新产品与竞品相比，动力更强、配置更高，具有很强的竞争优势，未来高端产品市占率有望持续提升。

3. 深耕中大排摩托车，产品出海打造全新增长曲线

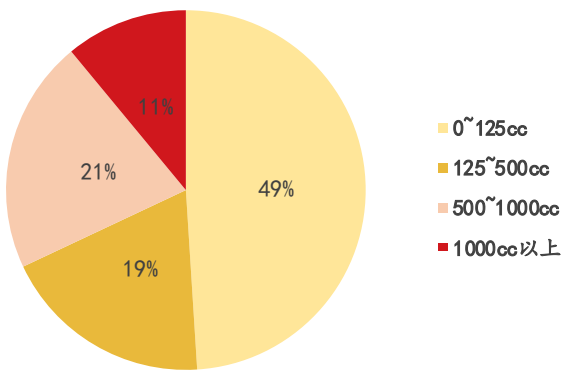
3.1. 中大排摩托车：以欧美市场为鉴，国内市场正处于快速成长期

3.1.1. 欧美日：中大排摩托车已成为市场主流

在中国车市受欧美日系摩托车影响深远的背景下，借鉴海外历史对理解中大排摩托车成长节奏具有重大意义。复盘海外市场，我们发现居民可支配收入提升、摩托车赛事及娱乐的兴起、技术迭代是促进摩托车行业成长的核心驱动力，目前欧美日摩托车行业已经进入成熟期。

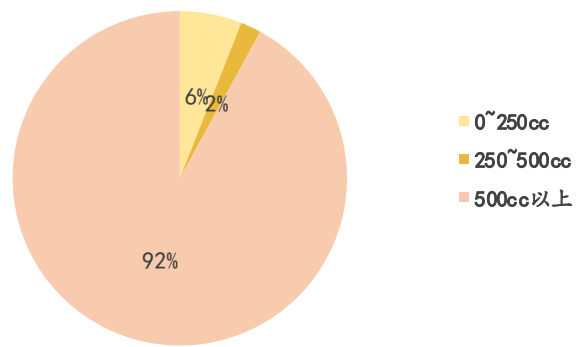
欧美车市已实现摩托车车型从代步型到消费型、大排量的转变。目前，欧美市场需求以中、大排量和外观酷炫的运动车、超级跑车、旅行车为主，中大排摩托车保有量较高，市场空间大。根据春风 2022 年年报披露，欧洲市场 250cc 以上的中大排摩托车占比超过 50%，北美市场 250cc 以上的中大排摩托车占比更是超过 90%。

图23. 欧洲 2016 年 500cc 以上摩托车占比超过 30%



资料来源：ACEM、国投证券研究中心

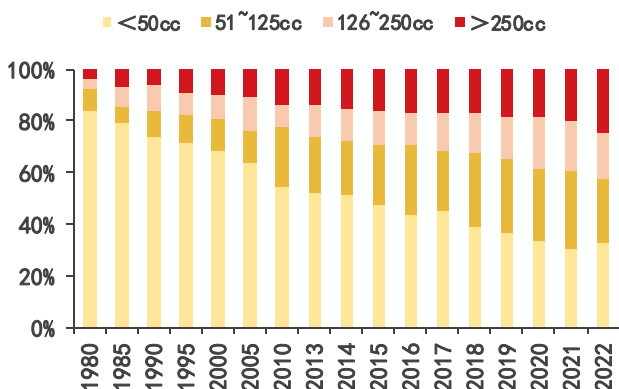
图24. 北美 2019 年 250cc 以上摩托车占比超过 90%



资料来源：IMMA、国投证券研究中心

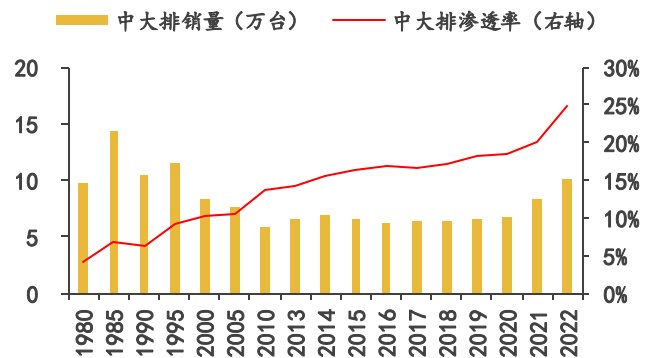
日本车市中大排摩托车渗透率保持稳健增长。我们梳理了日本 1980~2010 年期间每五年，及 2013~2022 年期间每年的人口结构及摩托车销量数据，我们发现：1980~2022 年的日本车市中，中大排摩托车渗透率保持稳健增长，从 1980 年的 4% 提升至 2022 年的 25%，其中：1) 1990~2010 年期间，日本经济低迷，中大排摩托车销量有所下滑，但是其降幅也远小于行业总量的降幅，因此其渗透率在经济低迷期仍保持增长态势；2) 2010~2022 年期间，日本经济逐步恢复，中大排摩托车的销量及渗透率整体保持增长。

图25. 日本 1980~2022 年摩托车销量结构



资料来源：日本汽车工业协会、国投证券研究中心

图26. 日本 1980~2022 年中大排摩托车销量及渗透率



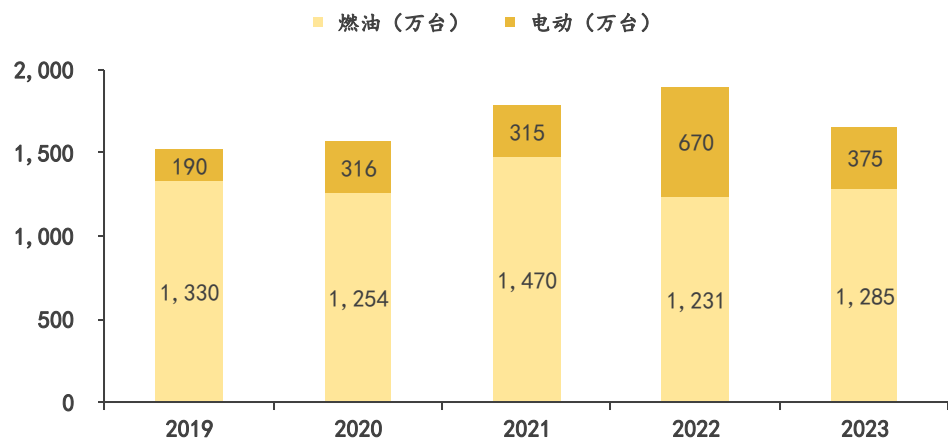
资料来源：日本汽车工业协会、国投证券研究中心

3.1.2. 国内：中大排摩托车加速渗透，2030 年销量有望达 150 万台

国内摩托车行业结构升级，中大排摩托车销量持续增长。我们从内销&出口、燃油&新能源、小排量&中大排量等维度出发，深入分析了 2019~2023 年中国两轮摩托车行业的销量数据，我们发现近几年国内两轮摩托车行业的总量及结构呈现以下特点：

- 1、燃油摩托车总量相对稳定，出口占比超过 50%。**2019~2023 年，国内两轮燃油摩托车销量相对稳定，保持在 1200~1400 万台左右，出口占比 50%~60%。根据中国摩托车商会，2023 年国内两轮燃油摩托车销量为 1285.2 万台，同比+4.4%，其中内销占比约为 40%。
- 2、电动摩托车总量波动较大，目前以内销为主。**2019~2022 年，电动摩托车销量快速增长，从 2019 年的 189.8 万台增长至 2022 年的 670.1 万台；2023 年，摩托车市场终端需求不足，以及受部分省份推行新国标影响，部分潜在的电摩消费者转向电自，2023 年两轮电动摩托车销量为 374.8 万台，同比-44.1%，其中内销占比超过 99%。

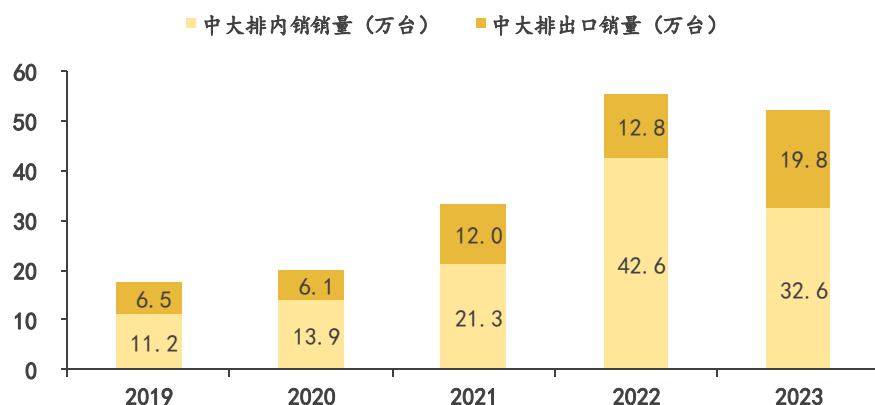
图27. 中国 2019~2023 年两轮摩托车销量



资料来源：中国摩托车商会、国投证券研究中心

- 3、中大排摩托车内销与出口销量均有望保持快速增长。**随着中国经济不断成长，摩托车从“工具车市场”向“玩乐车市场”转型已成为必然趋势，以娱乐休闲为主的中大排摩托车实现加速渗透。2023 年国内中大排销量为 52.4 万台，同比减少 5.4%，渗透率达 4.1%，其中：1) 内销 32.6 万台，同比减少 23.5%，主要是由于终端需求不足，前 11 月占燃油摩托车内销销量的比例为 6.7%，同比下降 1.8 个百分点；2) 外销 19.8 万台，同比增长 54.9%，前 11 月占燃油摩托车出口销量的比例为 2.5%，同比增加 0.7 个百分点。我们认为，随着国内玩乐消费需求兴起、摩托车厂商技术进步与品牌逐步沉淀，国内中大排摩托车行业未来仍有较大成长空间，内销与出口长期均有望高速增长。

图28. 中国 2019~2023 年中大排（排量>250cc）摩托车销量

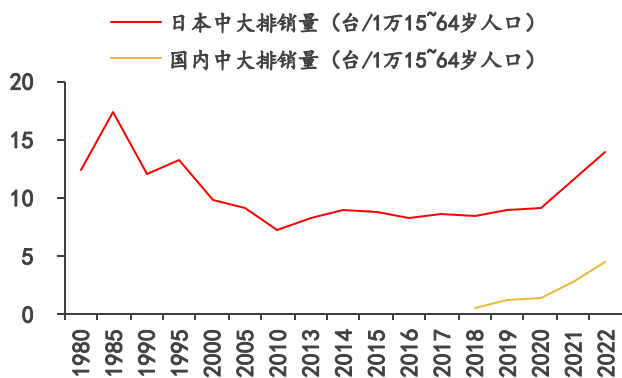


资料来源：中国摩托车商会、国投证券研究中心

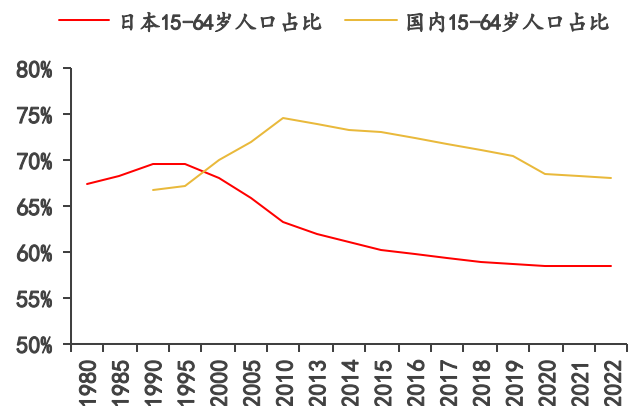
国内中大排摩托车 2030 年销量有望达 150 万台。我们梳理了 1980~2022 年日本与国内人口结构与中大排摩托车渗透率的相关数据，我们发现：1) 2022 年，国内 0~14 岁/15~64 岁/65 岁及以上的人口占比分别为 16.9%/ 68.2%/ 14.9%，与日本 1990 年左右的人口结构较为相似；2) 中国 2022 年人均 GDP 为 1.27 万美元，日本 1990 年人均 GDP 为 2.6 万美元；3) 2022 年，国内每 1 万 15~64 岁人口对应的中大排内销量为 4.4 台，而日本 1990 年的对应数据 12 台左右。

其中，内销量有望达 80 万台。我们假设：1) 根据“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要，2035 年中国人均 GDP 要达到中等发达国家水平（约 2.45 万美元），根据 2020 年~2035 年人均 GDP 的复合增速，我们预计 2030 年中国人均 GDP 为 1.85 万美元，略为日本 1990 年人均 GDP 的 71% 左右；2) 参考国内和日本人均 GDP 水平，我们假设 2030 年国内每 1 万 15~64 岁人口对应的中大排内销量可达日本 1990 年 70% 左右的水平，对应 8.4 台左右；3) 2022~2030 年期间中国人口结构与人口总量保持相对稳定。在以上假设基础上，2030 年国内中大排销量约为 80 万台（2023 年 32.6 万台，2023~2030 年复合增速约为 14%）。

出口销量有望达 70 万台。欧美日等摩托车市场中大排空间大，其中欧洲中大排渗透率超过 50%，美国中大排渗透率超过 90%，此外还存在东南亚、南美、中东等广大市场，随着国内中大排摩托车技术不断进步，有望带动中大排出口销量持续增长。2023 年中大排出口总量为 19.8 万台，同比增长 54.9%；2024 年前 2 月，中大排出口总量为 3.5 万台，同比增长 44.4%，我们假设 2023 年~2030 年中大排出口总量的复合增速为 20%，对应 2030 年的出口总量约为 70 万台。

图29. 国内及日本每 1 万 15~64 岁人口对应中大排销量


资料来源：日本汽车协会、中国摩托车商会、国投证券研究中心

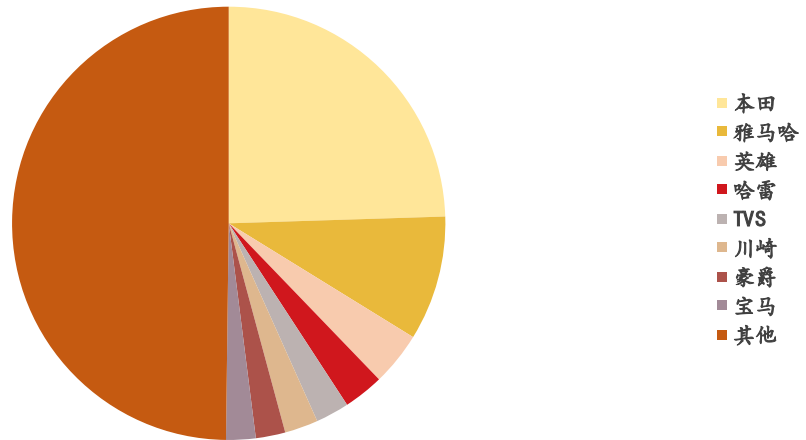
图30. 国内及日本 15~64 岁人口占比


资料来源：日本人口统计、中国统计局、国投证券研究中心

3.2. 国内中大排摩托车行业格局有望进一步向头部集中

全球摩托车行业竞争格局为一超多强。全球摩托车行业的主要参与者是本田、哈雷、宝马等成熟市场的老牌国际摩托车厂商，这些国际摩托车厂商起步较早，具有先发优势，品牌与技术较为领先。从销售规模来看，2021 年全球摩托车行业龙头为本田，市场份额在 25% 左右；第二为雅马哈，市场份额在 9% 左右；其他参与者哈雷、川崎、宝马等市场份额较为接近，集中在 2%~4% 左右。

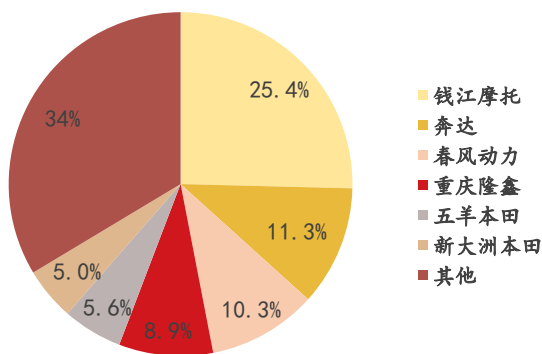
图31. 2021 年全球摩托车行业市场份额分布（销售规模口径）



资料来源: statista、国投证券研究中心

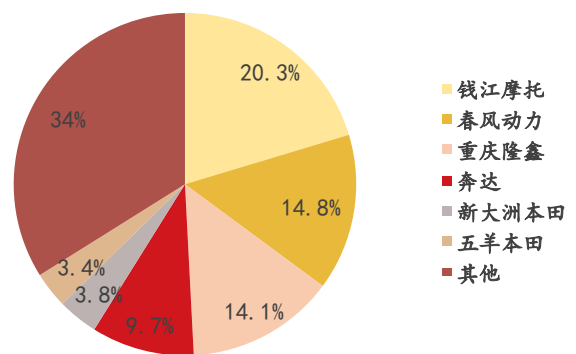
国内中大排行业主要参与者为钱江、春风和隆鑫，未来市场份额有望进一步向头部集中。中大排行业的壁垒主要在于技术、品牌、设计等综合实力，2023 年前 11 月国内中大排摩托车行业前四：龙头为钱江摩托，市场份额约为 20.3%；第二为春风动力，市场份额约为 14.8%；第三为隆鑫通用，市场份额约为 14.1%；第四为奔达，市场份额约为 9.7%。2023 年前 11 月四家厂商市场份额合计 58.9%，相比 2022 年增加 3.1 个百分点，其中钱江摩托、春风动力、隆鑫通用、奔达的市场份额分别同比-5.1/ +4.5/ +5.2/ -1.6 pct。头部企业在技术、品牌、设计等综合实力上较为领先，随着头部企业进一步完善技术、产品、渠道方面的布局，市场份额有望进一步集中。

图32. 2022 年国内中大排摩托车行业格局



资料来源: 中国摩托车协会、国投证券研究中心

图33. 2023M1-11 国内中大排摩托车行业格局



资料来源: 中国摩托车协会、国投证券研究中心

钱江摩托综合实力领先，主打车海战术。钱江摩托的控股股东是吉利迈捷，目前旗下共有三大品牌 Benelli、QJMOTOR、QJIANG，其中 Benelli 主攻国际市场，QJMOTOR 主攻国内中高端市场，QJIANG 主攻低端市场。公司主打车海战术，产品推出速度极快，根据 2023 年 2 月的钱江春季新品发布会，QJMOTOR 拟在 2023 年推出 25 款新车型（实际上市约 20 款）。公司技术领先，于 2005 年收购贝纳利，逐步掌握大排量发动机及整车的协同研发、制造技术，并于 2021 年推出国内首款国产四缸仿赛 QJMOTOR 赛 600。公司渠道布局完善，2022 年各品牌在国内共拥有近 3000 家经销商门店，覆盖省会城市及主要地、县级。

春风动力专注中大排，主打爆款战术。春风动力聚焦中大排摩托车，产品整体定位中高端、运动、竞技、休闲。公司主打爆款战术，产品颜值高、产品力强，2023 年之前每年仅有 1~3

款新车型上市（2023 年是公司产品大年，共有 6 款新车型上市），但爆款车型极多，包括 X0 狒狒、250SR、450SR、800NK 等现象级产品。公司持续加强自主研发，2024 年即将上市的 675SR 将搭载国内首款自主研发的水冷直列三缸发动机，500SR 搭载春风首款自主研发的直列四缸水冷发动机。公司持续完善渠道布局，2023 年 H1，CFMOTO 在国内经销商门店数量超 650 家，在海外新增渠道 275 家，累计经销商网络 1445 家；纯电品牌 ZEEHO 极核新增门店 15 家，累计渠道总量 202 家。

隆鑫通用专注中大排，严格把握品控。隆鑫通用旗下子品牌包括无极 VOGE、隆鑫 LONCIN、茵未 BICOSE，其中无极 VOGE 主攻中大排摩托车，茵未 BICOSE 主攻高端电摩。隆鑫通用一直着力于品控，2005 年以来开始给宝马代工生产 650cc 单缸发动机、850cc 双缸发动机、C400 踏板等，2019 年以来给奥古斯塔代工生产 800cc 三缸高性能水冷发动机，并可将其沿用至无极品牌。隆鑫通用持续加强技术研发，2024 年即将上市的 RR666 S 将搭载公司自主研发的 KEN660 四缸水冷发动机，峰值马力可以突破百匹。公司持续完善渠道布局，2023 年 H1 无极已建成形象店共计 452 家，覆盖国内大部分城市。

表14：国内主要中大排品牌在产品、技术、品牌与渠道的对比

	钱江摩托	春风动力	隆鑫通用
产品	拥有三大燃油品牌 Benelli、QJMOTOR、QJIANG 和纯电品牌钱江电动，排量覆盖 110~1200cc，品类覆盖复古、街车、巡航、旅行、仿赛、越野等	拥有燃油品牌 CFMOTO、KTM2R 和纯电品牌 ZEEHO 极核，排量覆盖 125~1250cc，品类覆盖街车、巡航、旅行、仿赛、复古等	拥有燃油品牌 VOGE 无极和纯电品牌 BICOSE 茵未，排量覆盖 150~650cc，品类覆盖仿赛、休旅、街车、越野、踏板、复古巡航
品牌	2005 年收购百年意大利摩企贝纳利，与哈雷成立合资公司	2017 年与 KTM 成立合资公司 2023 年与雅马哈成立合资公司	2005 年给宝马代工生产 650cc 发动机及相关车型等 2019 年给奥古斯塔代工生产 800cc 三缸水冷发动机及相关车型，并可沿用至无极品牌
技术	国内首创 4 缸 600cc 排量的发动机及相关车型（2021 年赛 600）	2024 年即将上市的 675SR 搭载国内首款自主研发的水冷直列三缸发动机； 500SR 是春风首款搭载直列四缸水冷发动机的车型	2024 年即将上市的 RR666 S 是无极首款搭载四缸发动机的车型
渠道	2022 年各品牌国内共拥有近 3000 家经销商门店，覆盖省会城市及主要地、县级	燃油：国内经销商门店数量超 650 家；海外 23H1 新增渠道 275 家，累计经销商网络 1445 家 纯电：23H1 新增门店 15 家，累计渠道总量 202 家	23H1 新增销售网点 82 个，销售网点总计达到 789 个 无极：已覆盖国内大部分城市，建成形象店共计 452 家 茵未：在国内一线城市建成形象店 15 家

资料来源：各公司公告、搜狐汽车、国投证券研究中心

3.3. 公司摩托车产品竞争力强，市占率有望持续提升

3.3.1. 公司品牌认可度高，产品打磨能力强

公司持续修炼内功，品牌认可度较高。公司是少数专注中大排摩托的自主品牌，持续开展并加强与 KTM、雅马哈等国际摩托车品牌的合作，吸收先进的技术、管理经验，坚持自主研发核心部件水冷发动机，不断提升设计研发、生产制造、品质控制、售前售后服务等方面的能力，不断推出 250SR 等性能强、颜值高的爆款产品，树立了良好的品牌形象。根据 2024 年 2 月 6 日摩托范统计的各品牌近七日人气指数，春风排名第二，人气指数为 187.3 万，略低于第一名 QJMOTOR 的 192.5 万，且远高于第三名无极的 98.1 万，品牌认可度较高。

表15：摩托车品牌排行榜榜单（2024.2.6）

排名	品牌	类型	人气指数（万）
1	QJMOTOR	自主	192.5
2	春风	自主	187.3
3	无极	自主	98.1
4	川崎	外资	95.4
5	贝纳利	自主	87.7

6	豪爵	自主	84.8
7	凯越	自主	80.3
8	赛科龙	自主	78.3
9	雅马哈	外资	75.9
10	宝马	外资	69.1

资料来源：摩托范、国投证券研究中心

公司具有较强的产品打磨能力，产品胜率高。公司持续修炼内功，在发动机技术、轻量化技术、产品设计等方面形成了较强的积累，并通过与 KTM、雅马哈等国际主流摩托车厂商的合作实现优势互补，提升综合实力。公司每年推出的新产品较少，但产品胜率高，近几年成功推出 XO 狒狒、250SR、450SR、800NK 等爆款产品，这些产品的共同特征是：超越同级的动力表现、高颜值的原创外观、极具诚意的配置与价格，即使上市时间晚于竞品车型，也能成功抢占用户心智，例如春风 250SR 虽然上市晚于豪爵铃木 GSX250R，但上市后销量表现亮眼，连年卫冕同级别单车销量冠军。此外，这些产品的成功不仅可以帮助后续产品完善自身，进一步提升产品竞争力，如春风 450SR 吸收 250SR 的经验对车把按键的布局进行优化；还可以强化消费者对于春风品牌的认知，进一步提升品牌认知度。

表16：公司历年来的两轮车新品上市时间整理

年份	产品名称	排量段	类型	销售状态
2011	650NK	650cc	街车	停售
	650TR	650cc	休旅	停售
2014	150NK	150cc	街车	在售
2015	650TR-G	650cc	休旅	在售
2016	650MT	650cc	拉力	停售
	400NK	400cc	街车	停售
	ST 狒狒	125cc	mini	在售
2017	250NK	250cc	街车	在售
2018	400GT	400cc	休旅	停售
2019	650GT	650cc	休旅	停售
	700CL-X	700cc	复古	在售
2020	250SR	250cc	仿赛	在售
	1250TR-G	1250cc	休旅	在售
2021	800MT	800cc	拉力	在售
	250CL-X	250cc	复古	在售
2022	PAP10 NOVA	EV	mini	在售
	PAP10 NOVA+	EV	mini	在售
	250SR 单摇臂	250cc	仿赛	在售
	450SR	450cc	仿赛	在售
2023	450CL-C	450cc	巡航太子	在售
	450NK	450cc	街车	在售
	800NK	800cc	街车	在售
	XO 狒狒 冒险家	125cc	mini	在售
	XO 狒狒 赛车手	125cc	mini	在售
	450SR S	450cc	仿赛	在售
	450MT	450cc	拉力	在售
2024	150SC	150cc	踏板	尚未出售
	500SR	500cc	仿赛	尚未出售
	675SR	675cc	仿赛	尚未出售

资料来源：公司官网、摩托范、国投证券研究中心

■ **春风 250SR** 是公司第一款仿赛车型，首次于 2020 年 2 月上市，市场反响极为热烈，连年卫冕同级别单车销量冠军，2024 年 3 月 25 日仍然位列摩托范近七日仿赛人气榜单第 3 名、仿赛口碑榜第 1 名。我们对春风 250SR 的成功案例进行深入剖析：

- 1) **超越同级的动力表现**，春风 250SR 发动机性能优秀，最大功率 20.5kW/9750rpm，最大扭矩 22 N·m/7250rpm，零百加速时间 7.5 秒，极速超过 140km/h，动力表现优秀；
- 2) **极限的操控性能**，春风轻量化技术高超，250SR 的车重仅有 165kg，是春风首款搭载 CF-SC 滑动离合的车型，在极限操控上更加行云流水，大倾角的极限倾斜度可以轻松做出“磨膝”、“磨肘”；
- 3) **高颜值原创外观**，春风坚持原创设计多年，有独特的品牌设计风格，250SR 颜值超高且没有丝毫生硬、突兀感；
- 4) **极具诚意的价格**，春风 250SR 性能强、操控好、颜值高，主流竞品中豪爵铃木 GSX250R 在 250SR 上市时的价格接近 3 万元，其他竞品上市时间均晚于 250SR，并且也很难同时在产品力与价格上实现反超。

表17：250cc 排量仿赛代表车型配置对比

车型名称	春风 250SR	豪爵铃木 GSX250R	QJMOTOR 赛 250	宗申阿普利亚 GPR250R	无极 250RR	贝纳利 龙卷风 Tornado 252R	
首次上市时间	2020 年 2 月	2018 年	2021 年 5 月	2021 年 11 月	2021 年 9 月	2021 年 8 月	
参考价格	15,980~21,580	21,680	19,999	22,980-27,800	20,980	25,800	
车体参数	长 x 宽 x 高(mm)	2010x750x1080	2085x740x1110	2050x785x1130	1970x770x1150	1955x755x1120	2050x770x1130
	座高(mm)	765	790	790	820	780	785
	整备质量(kg)	165	178	175	158	147	177
	油箱容量(L)	12	15	14	14	13	14
动力系统	发动机气缸数	单缸	双缸	双缸	单缸	单缸	双缸
	最大马力(Ps)	27.9	25	26.1	27.9	29.2	26.1
	最大功率/转速(kW/rpm)	20.5/9750	18.4/8000	19.2/8500	20.5/9000	21.5/9750	19.2/8500
	最大扭矩/转速(N·m/rpm)	22/7250	23.4/6500	24.1/6500	21.5/7500	23/7500	24.1/6500
	最高车速(km/h)	128	125/140	128	-	140	-
	变速器	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡
离合器	湿式多片滑动离合	湿式多片滑动离合/湿式多片离合	湿式多片滑动离合	湿式多片滑动离合	湿式多片滑动离合	湿式多片滑动离合	
制动系统	前制动系统	Φ 292mm 单碟, 对置四活塞	290mm 盘式制动	碟刹	300mm 浮动碟刹	300mm 单碟刹	双活塞浮动卡钳
	后制动系统	Φ 220mm 单碟, 单活塞	240mm 盘式制动	碟刹	218mm 碟刹	220mm 单碟刹	单活塞浮动卡钳
悬挂系统	前悬挂系统	Φ 37 倒置液压阻尼式减震	正立伸缩筒式	液压阻尼式倒置减震	倒置液压阻尼前减震	倒置减震	37mm 倒置减震
	后悬挂系统	中置减震	七段可调中央减震	液压弹簧式	中置单减震	中央减震	中置预载可调

资料来源：摩托范、国投证券研究中心

■ **450SR** 是公司第二款仿赛车型，首次于 2022 年 5 月上市，吸收了 250SR 的成功经验并在车把按键等方面实现了优化。450SR 自上市以来热度持续高涨，2024 年 3 月 25 日仍然位列摩托范近七日人气总榜单第 1 名。我们对春风 450SR 的成功案例进行深入剖析：

- 1) **造型极具特色**，“翅膀状”的定风翼是 450SR 的显著特点，与流线型的车身设计高度契合，展现了其独特的魅力；
- 2) **动力表现强劲**，450SR 搭载了 270°曲轴夹角设计的并列双缸 449.5cc 水冷发动机，采用了铝镁合金钢头、全铝陶瓷涂层缸体、锻造活塞等先进技术，压缩比为 11.5:1，排量为 445cc，最大功率为 37kW/9500rpm，最大扭矩为 39N·m/7600rpm，零百加速时间 4 秒，极速超过 190km/h。

3) 价格具有诚意, 450SR 上市时售价仅为 32,580 元, 远低于当时本田 WINGCBR400R 近 4 万元、川崎 Ninja400 近 5 万元的售价, 价格极具诚意。

2024 年 2 月下旬, 450SR 改款上市, 价格进一步从 31,580 下探至 28,580, 并且带来了三大增配: TCS 牵引力控制系统、第十代博世 ABS 系统和 450SR S 同款 5 英寸曲面 TFT 仪表, 并且优化了制动手感、油门转动行程、车灯结构、喇叭音质, 产品竞争力进一步提升。

表18: 400~450cc 排量仿赛代表车型配置对比

车型名称	春风 450SR	凯越 450RR	川崎 Ninja400	本田 WINGCBR400R	QJMOTOR 赛 450	
参考价格	28,580-33,580	35,800-39,800	49,800-50,800	42,000	31,999	
首次上市时间	2022 年 5 月	2023 年 5 月	2018 年	2022 年 1 月	2023 年 2 月	
车体参数	长 x 宽 x 高(mm)	1995x715x1140	2015x740x1090	1990x710x1120	2080x765x1145	2030x750x1150
	座高(mm)	795	795	785	790	785
	整备质量(kg)	169	165	168	194	173
	油箱容量(L)	14	15	14	16	14.8
动力系统	发动机气缸数	双缸	四缸	双缸	双缸	双缸
	最大马力(Ps)	50.3	70.7	47.6	44.9	53
	最大功率/转速(kW/rpm)	37/9500	52/13500	35/10000	33/9000	39/9500
	最大扭矩/转速(N·m/rpm)	39/7600	39/11000	37/8000	37/7500	43/8000
	最高车速(km/h)	190	220	/	181	190
	变速器	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡
	离合器	湿式多片滑动离合	湿式多片滑动离合	湿式多片滑动离合	湿式多片滑动离合	湿式多片滑动离合
制动系统	前制动系统	320mm 单碟对置四活塞, Brembo 卡钳	300mm 双浮动碟+浮动卡钳/300mm 双浮动碟+四活塞径向卡钳(泰斯克)	半浮动式 Ø310mm 单向 2 活塞	碟刹	日清, 双碟 300mm
	后制动系统	240mm 单碟, 双活塞	220mm 单碟+单活塞卡钳/220mm 单碟+单活塞卡钳(泰斯克)	220mm 单刹车盘单向双活塞卡钳(日信)	碟刹	单碟 240mm
悬挂系统	前悬挂系统	37mm 减震, 阻尼可调	渝安倒置式 Ø41mm 前减震/KYB 全可调倒置式 Ø41mm 前减震	Ø41mm 套筒式前叉	/	Marzocchi 倒立式前叉
	后悬挂系统	中置减震	渝安内置气囊中心独立后减震/KYB 全可调外置气囊中心独立后减震	UniTrak 多连杆结构, 多段预载可调	/	中置后减震器(预载可调)
多媒体	仪表盘	5 英寸曲面屏 TFT, 支持 MotoPlay	5 英寸液晶仪表 VA/5 英寸 TFT 仪表	指针+数码负显 LCD	液晶显示屏	TFT5 寸宽屏
	手机连接功能	标配	无/标配	无	无	标配
	导航投屏功能	标配	无/标配	无	无	标配
安全配置	ABS	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后
灯光配置	自动大灯	标配	标配	无	无	无

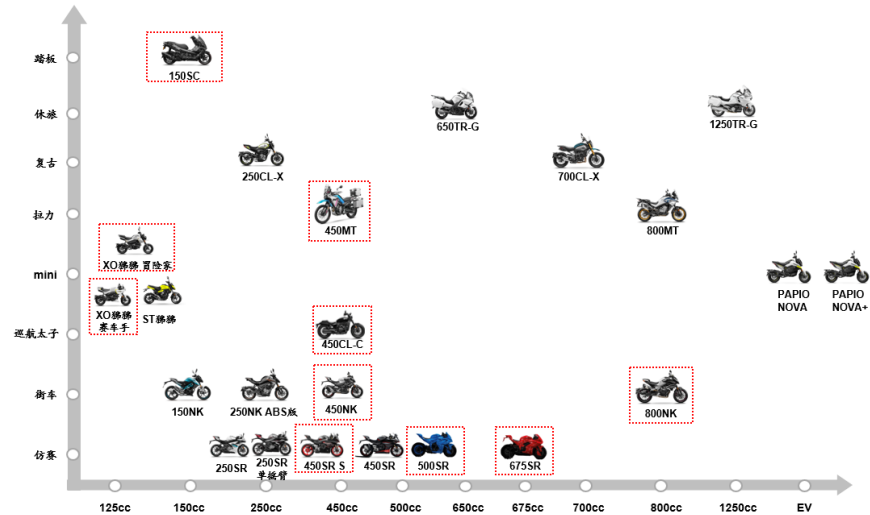
资料来源: 摩托范、国投证券研究中心

3.3.2. 持续推出潜力爆款, 国内业务有望持续增长

公司持续完善产品矩阵。历经多年成长, 公司已形成较为完备的摩托车产品矩阵, 覆盖 125~1250cc 排量段, 以及仿赛、街车、巡航、旅行、复古等细分品类。公司积极完善产品矩阵: 1) 以仿赛为例, 公司于 2020 年和 2022 年分别上市 250SR 与 450SR, 2024 年公司将进

一步完善排量段的覆盖，即将上市 500SR 和 675SR；2) 完善电动领域产品覆盖，公司目前已上市春风品牌电动 Mini 车型 Papio Nova，以及纯电品牌 ZEEHO 极核。

图34. 公司国内在售及发布的两轮车产品矩阵



资料来源：公司官网、国投证券研究中心（注：红框标记产品为 2023-2024 年已上市或即将上市新品）

公司 2024 年新品具备爆款潜力，国内业务未来有望持续增长。继 2020 年 250SR、2021 年 800NK、2022 年 450SR、2023 年 XO 狒狒等爆款产品后，公司在 2023 年 9 月的春风日上推出多款 2024 年上市的新产品，包括四缸仿赛 500SR、三缸仿赛 675SR、踏板车 150SC 等，其中：1) 675SR 是公司沉淀 3 年的新品，采用国内首款自主研发的水冷直列三缸发动机，产品的功率及扭矩全部破百，打造极致动力体验；2) 500SR 是春风首款搭载直列四缸水冷发动机的车型，采用冲压进气技术，以及锻造活塞、低惯量曲轴等高耐磨轻量化零件，极速超过 230km/h；3) 150SC 是春风近十年来首款燃油踏板车，有望为公司带来新增量。公司新产品各具特色，具有爆款潜力，公司国内中大排摩托车业务未来有望高增长。

图35. 春风动力 2024 年将推出的新车型 500SR



资料来源：摩托范、国投证券研究中心

图36. 春风动力 2024 年将推出的新车型 675SR

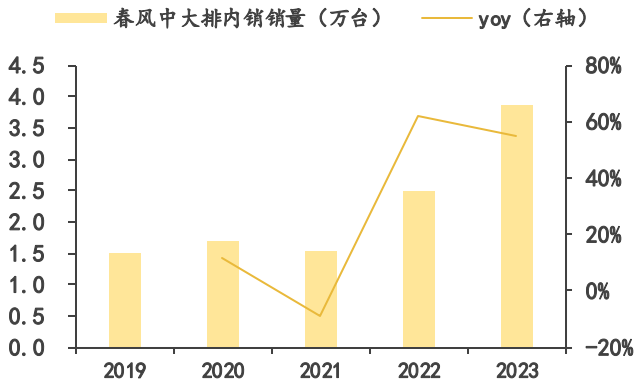


资料来源：摩托范、国投证券研究中心

公司有望充分受益国内行业结构升级趋势，国内中大排市占率有望持续提升。公司 2022 年和 2023 年的中大排内销销量为 2.5 和 3.9 万台，分别同比增长 62%和 54.6%，其中 2023 年大幅跑赢行业-23.5%的增速；2024 年前两个月，公司中大排内销销量约为 0.56 万台，同比增长 84.2%，大幅跑赢行业-13.1%的增速。我们认为，公司作为国内少数专注中大排摩托车的品牌，具有较强的品牌和产品打磨能力优势，有望充分受益于国内摩托车行业结构升级趋势，随着公司逐步完善产品矩阵，未来国内中大排内销市占率有望持续提升。我们假设：1)

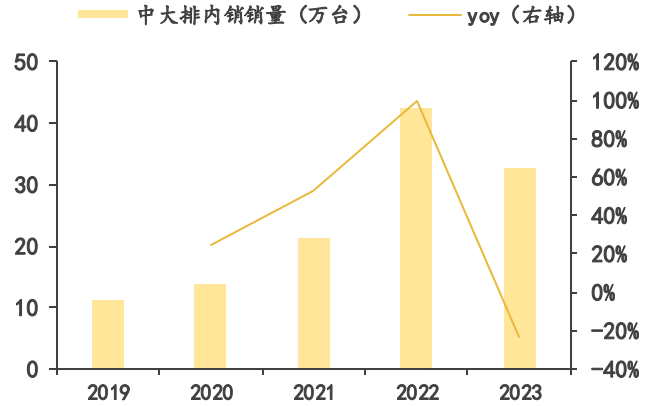
保守预测下，公司 2023~2030 年中大排内销销量的复合增速约为 20%（我们之前预计的行业同期复合增速是 14%左右），对应 2030 年的销量为 18.4 万台，相比 2023 年增长 3.8 倍，对应市占率约为 23%；2) 乐观预测下，公司 2023~2030 年中大排内销销量的复合增速约为 35%，对应 2030 年的销量为 31.5 万台，相比 2023 年增长 7.2 倍，对应市占率约为 39%。

图37. 公司 2019~2023 年中大排内销销量



资料来源：中国摩托车协会、国投证券研究中心

图38. 国内 2019~2023 年中大排内销销量



资料来源：中国摩托车协会、国投证券研究中心

表19: 公司中大排摩托车内销成长空间测算

2023 年		2023~2030 年		2030 年		
公司中大排摩托车销量 (万台)	公司中大排摩托车内销市占率	假设	国内中大排摩托车销量 (万台)	公司中大排摩托车销量 (万台)	销量成长空间	公司中大排摩托车内销市占率
3.9	11.8%	销量复合增速为 20%	80	18.4	3.8	23.0%
		销量复合增速为 35%		31.5	7.2	39.4%







资料来源：摩托车商会、公司公告、国投证券研究中心

3.4. 公司积极推动中大排出海，有望打造全新增长曲线

公司积极推动中大排摩托车出海，持续完善海外产品布局。海外中大排摩托车空间广阔，公司积极推动中大排摩托车出海，并持续完善海外产品布局，以美国市场为例：2022 年，公司时隔十年重新返回美国市场，截止 2023 年底已布局 11 款产品，排量段覆盖 126~799cc，其中有 6 款产品的排量超过 600cc；产品类型丰富，覆盖 mini、街车、仿赛、拉力、复古等细分品类。

表20: 春风动力在美国两轮车市场上的主要产品布局及相关参数

名称	类型	长*宽*高 (mm)	建议零售价 (美元)	发动机	排量	最大输出功率	最大扭矩	油箱容量 (L)	整备质量 (kg)	产品样式
300NK	街车	1990×780×1070	4199	单缸液冷	292cc	21.4kW/29hp@8750rpm	25.3Nm/18.7ft-lb@7250rpm	12.5	151	
300SS	仿赛	2010×750×1080	4499	单缸液冷	292cc	21.4kW/29hp@8750rpm	25.3Nm/18.7ft-lb@7250rpm	12	165	
450SS	仿赛	2006×749×990	5699	双缸液冷	450cc	37.3kW/50hp@9500rpm	39.0Nm/28.8ft-lb@7600rpm	14	168	
450NK	街车	1999×816×1130	5399	双缸液冷	450cc	37.3kW/50hp@9500rpm	39.0Nm/28.8ft-lb@7600rpm	14	165	
700CL-X	复古	2100×860×1150	6899	双缸液冷	693cc	55kW/74hp@8500rpm	68Nm/50.2ft-lb@6500rpm	13.5	193	

700CL-X Sport	复古	2100×860×1150	7399	双缸液冷	693cc	55kW/74hp@8500rpm	68N-m/50.2ft-lb@6500rpm	13.5	193	
800NK	街车	2121×810×1158	8499	双缸液冷	799cc	76.6kW/100hp@9500rpm	80.9N-m/59.7ft-lb@8000rpm	15	186	
IBEX 800 S	拉力	2234×853×1277	9699	双缸液冷	799cc	70kW/94hp@9000rpm	77N-m/56.8ft-lb@7500rpm	19	231	
IBEX 800 T	拉力	2234×853×1277	10799	双缸液冷	799cc	70kW/94hp@9000rpm	77N-m/56.8ft-lb@7500rpm	19	231	
PAPIO CL	mini	1750×742×1021	3299	单缸风冷	126cc	7.0kW/9.4hp@8250rpm	9.2N-m/6.8ft-lb@6500rpm	7	114	
PAPIO SS	mini	1750×742×1021	3299	单缸风冷	126cc	7.0kW/9.4hp@8250rpm	9.2N-m/6.8ft-lb@6500rpm	7	114	

资料来源：公司官网、国投证券研究中心

公司海外产品相比外资竞争对手，更具性价比优势。我们梳理了美国市场上公司与外资竞争对手部分中大排摩托车产品，我们发现：1) 春风 650NK 同排量段的产品包括本田 CBR650R、雅马哈 YZF-R7 等，650NK 的最大输出功率、最大扭矩略低于竞品车型，但其售价低于竞争对手 30%~35%，具有一定的性价比优势；2) 春风 IBEX 800 S 同排量段的产品包括本田 NC750X DCT 等，IBEX 800 S 在最大输出功率、最大扭矩等性能方面均领先较多，价格基本相当，极具性价比优势。与外资竞争对手相比，公司海外中大排摩托车产品具有较强的性价比优势，综合竞争实力强，有望逐步放量。

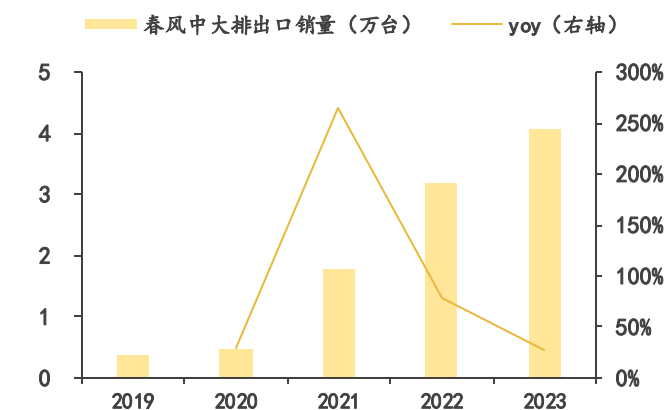
表21：春风动力及本田、雅马哈、哈雷戴维森在北美燃油摩托车产品对比

品牌名称	本田		雅马哈		哈雷戴维森		春风动力	
	CBR650R	NC750X DCT	YZF-R7	MT-09	Iron 883	Nightster	650NK	IBEX 800 S
产品类型	街车	街车	仿赛	街车	街车	巡航太子	街车	ADV
长*宽*高 (mm)	2128*749*1149	2210*845*1330	2070*706*1161	2090*795*1191	2185*780*11160	2250*860*1205	2114×750×1100	2234×853×1277
建议零售价 (美元)	9,899	9,399	9,199	10,599	11,999	11,999	6,499	9,499
发动机	四缸液冷	双缸液冷	双缸液冷	三缸液冷	双缸风冷	双缸液冷	双缸液冷	双缸液冷
排量	649cc	745cc	689cc	890cc	883cc	975cc	649cc	799cc
最大输出功率	64.0 kW/85hp@12000rpm	43kW/58hp@6750rpm	79kW/106hp@1000rpm	77.7kW/104.2hp@9940rpm	35.0kW/47hp@5020rpm	66kW/88.5hp@7500rpm	45.0kW/60hp@8750rpm	70kW/94hp@9000rpm
最大扭矩	57.5N*m/42.4ft-lb@8500rpm	67N*m/50ft-lb/4750rpm	72N*m/53lb-ft@8000rpm	82N*m/60lb-ft@8360rpm	73N*m/54ft-lb@3750rpm	95N*m/70ft-lb@7500rpm	56N*m/41.3ft-lb@7000rpm	77N*m/56.8ft-lb@7500rpm
油箱容量 (L)	15.5	14	13	14	12.5	12	17	19
整备质量 (kg)	202	224	188	189	256	221	206	231

资料来源：公司官网、雅马哈官网、本田官网、哈雷官网、国投证券研究中心

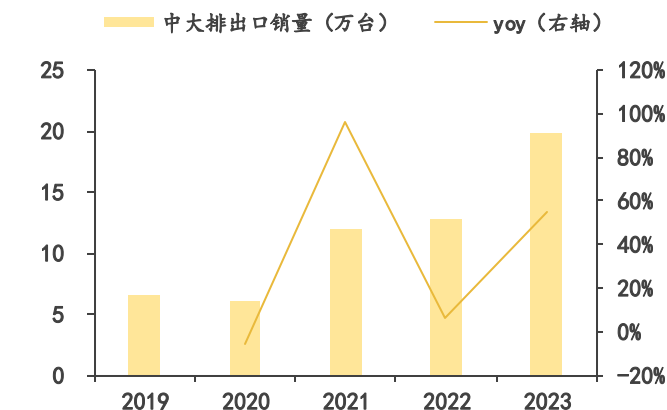
中大排摩托车出海有望成为未来全新增长点。公司中大排产品契合欧美市场的需求，并且欧美市场中大排摩托车空间较大，公司积极推动中大排摩托车的出海。2023 年公司出口中大排摩托车 4.1 万台，同比增长 28.2%，占同期国内中大排出口的比例为 20.6%。我们认为，公司中大排摩托车产品已经过国内市场认证，在海外市场已有一定基础，并且相比外资竞品具有一定的性价比优势，随着公司参与国际顶级赛事拉动品牌力提升、产品保有量提升逐步沉淀消费者口碑，以及补齐中大排量产品矩阵和拓展海外渠道，公司中大排摩托车出口业务未来有望持续增长。

图39. 公司 2019~2023 年中大排出口销量



资料来源：中国摩托车协会、国投证券研究中心

图40. 国内 2019~2023 年中大排出口销量



资料来源：中国摩托车协会、国投证券研究中心

3.5. 纯电品牌 ZEEHO 极核有望迎来成长拐点

ZEEHO 极核主攻高端市场，即将进入新的成长阶段。极核是春风旗下的新能源子品牌，成立于 2020 年 12 月，自诞生起便拥有行业领先的技术、制造与研发实力。极核品牌从高速电摩入局，两年成为细分赛道品类第一。2023 年 11 月，公司举行了 2024 极核品牌战略发布会，公布了极核品牌 2024 年在产品端、渠道端的规划与布局，并宣布未来三年会将极核打造为电动行业高端一线品牌。

图41. 2024 极核品牌战略发布会



资料来源：极核公众号、国投证券研究中心

持续完善产品矩阵，首款踏板电自 AE2 有望带动品牌销量增长。公司目前在售车型包括三大类，电摩（AE6、AE8 和 C!TY SPORT）、电轻摩（C!TY PLAY），电自（AE2、C!TY FUN），并将在 2024 年进一步推出 AE4（电自）、AE4+（电轻摩）以及 AE5（电摩）等多款车型，完善各价格带与产品种类的布局。其中，“穿越机”AE2 是在发布会上上市的首款踏板电自，有别

于其他偏向小众玩乐的产品，AE2 主要针对通勤市场，定价仅为 4699 元，实现了价格带的下探，有望带动极核品牌未来销量的增长。

图42. 极核品牌在售车型及细分种类



资料来源：摩托范、国投证券研究中心

表22: 极核品牌在售车型及相关信息

车型	AE2	AE6	AE8	C!TY FUN	C!TY PLAY	C!TY SPORT
长宽高 (mm)	1630x657x1076	1780x790x1090	1900x735x1090	1797x690x1000	1904x705x1020	1925x785x1050
建议零售价 (元)	4699	11980	17980~22980	8980	10980	14299
车型	踏板	踏板	踏板	街车	街车	踏板
电机最大马力 (Ps)	0.5	7.5	17.0	0.5	2.4	4.8
电机最大功率 (kw)	0.4	5.5	12.5	0.4	1.8	3.5
电池规格	48V 24Ah	69V 27Ah	69V 32*2Ah	48V 25Ah	69V 32*2Ah	60V 32Ah
最高车速 (km/h)	25	87	100	25	50	60
续航里程 (km)	80	65	190	75	70	70

资料来源：摩托范，国投证券研究中心

积极完善渠道布局。2024 极核品牌发布会上，公司宣布将全面开启一二级“合伙人模式”，与业内优秀大商展开密切合作，以“合伙人模式”优化商家渠道合作的深度与广度，同时通过中心店+空间店的组合布局，打造核心市场全覆盖的销售网络。2023 年，极核将在全国 10 个省份，15 个核心城市优先建店。第一阶段将新增 200 家极核终端门店，并通过培训保障、售后服务保障、订单链路保障、金融服务保障这针对经销商的 4 大保障，以及设计 100%支持、建店 100%支持、物料 100%支持、核心大店租金第一年 100%支持，来保障“合伙人”的直接利益与成长速度，全面扩大极核在高端市场的品牌影响力。

图43. 极核终端门店布局情况



资料来源：腾讯新闻、国投证券研究中心

3.6. 中大排摩托车小结

- 1、国内中大排摩托车销量持续增长：近几年国内中大排摩托车渗透率快速提升，2023年销量达52.4万台（内销32.6万+出口19.8万台），参考日本摩托车行业成长历史，我们预计我国中大排摩托车销量2030年有望达150万台，其中内销约80万台。
- 2、我们预计国内中大排摩托车行业格局将进一步向头部集中：目前国内中大排摩托车行业的主要参与者是钱江、春风和隆鑫，2023年三家份额合计接近50%，其中钱江的综合实力较强，主打车海战术；春风专注中大排摩托车，主打爆款战术；隆鑫则更关注品控。
- 3、公司中大排摩托车内销销量有望持续增长：强大的产品打磨能力是公司的核心特质，过往推出的新产品成功率很高，比如250SR、450SR、X0狒狒等。2023年公司中大排内销销量达3.9万台，市占率达11.8%，同比提升6pct。今年是公司的产品大年，新产品包括450MT、500SR、675SR、150SC等，市占率有望持续提升。
- 4、中大排摩托车出口有望打造公司全新增长曲线：公司中大排摩托车产品力强，全球化已取得优异成绩，2023年出口销量达4.1万台，同比增长28.2%。全球中大排摩托车市场空间大，公司全球市占率相对较低，仍有较大成长空间，随着公司逐步完善海外产品与渠道布局，出口销量有望维持高速增长。

4. 盈利预测及估值分析

公司在国内两轮领域将迎来产品大年，公司加快推出摩托车新品，有望促进销量提升；海外两轮业务是未来较大增长点，公司将国内较为成熟的产品导入海外市场，凭借产品的性价比优势打开市场，随着产品补齐及海外渠道的拓展，海外两轮业务有望快速成长。四轮车领域，公司产品知名度较高，欧洲市场已经做到市占率第一，产品性价比优势明显，预计随着公司从ATV转向U/Z系列高端化升级，推出更多U/Z新品，有望改善产品结构，并进一步抢占海外品牌市场份额。

我们预计2023-2025年公司两轮车销量将分别达到19/27/36万台，分别贡献收入43/64/87亿元，四轮车销量将分别达到15/15/16万台，分别贡献收入69/76/86亿元，预计整体营业收入将分别达到122.7/151.7/187.4亿元，归母净利润将分别达到10.3/11.6/15.2亿元。

表23：春风动力分产品拆分及预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
两轮车	营业收入 (亿元)	23.0	33.7	43.4	63.8	87.3
	同比增速	23%	47%	29%	47%	37%
	毛利率	20%	21%	24%	25%	25%
四轮车	营业收入 (亿元)	48.8	68.4	68.8	75.7	85.7
	同比增速	117%	40%	1%	10%	13%
	毛利率	22%	27%	38%	39%	39%
配件及其他	营业收入 (亿元)	5.0	8.4	7.5	9.0	10.8
	同比增速	58%	66%	-10%	20%	20%
	毛利率	34%	30%	36%	36%	36%
其他业务	营业收入 (亿元)	1.8	3.3	2.9	3.2	3.6
	同比增速	86%	84%	-12%	10%	10%
	毛利率	1%	19%	30%	30%	30%
合计	营业收入 (亿元)	78.6	113.8	122.6	151.7	187.4
	同比增速	74%	45%	11%	26%	20%
	毛利率	22%	25%	33%	32%	32%
	归母净利润 (亿元)	4.1	7.0	10.3	11.6	15.2
	同比增速	13%	71%	48%	12%	31%
	净利率	5%	6%	8%	8%	8%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心预测

公司全地形车业务的主要竞争对手为外资，我们选取摩托车业务主要竞争对手钱江摩托和隆鑫通用作为可比公司。考虑到公司品牌知名度高，有较强的产品打磨能力，能够深入理解消费者需求，两轮车有望推出更多爆款车型，四轮车也将推出更多U/Z系列新品，市场份额有望持续提升，我们给予公司2024年20倍PE，目标市值232亿元，目标价154元/股。

表24：春风动力可比公司估值表（截止2024年3月20日收盘价）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000913.SZ	钱江摩托	71.4	4.3	5.1	6.1	16.6	14.1	11.8
603766.SH	隆鑫通用	130.4	10.2	12.2	14.3	12.8	10.7	9.1
	平均					14.7	12.4	10.4
603129.SH	春风动力	172.7	10.3	11.6	15.2	16.8	14.9	11.4

资料来源：wind一致预期、国投证券研究中心

5. 风险提示

(1) **新车上市节奏不及预期**：公司未来几年通过推出新车型促进销量提升，若新车型的推出节奏不及预期，可能对公司整体销量及业绩产生不利影响。

(2) **汇率及运费等外部环境变化风险**：公司最主要的收入来源是出口欧美等地区的全地形车产品，受汇率及海运等价格变动影响很大，汇率或海运费的较大程度波动会影响公司经营情况。

(3) **中美贸易环境变化风险**：公司出口美国地区的部分全地形车被加征关税，对公司业绩产生冲击，若中美贸易环境变化导致关税的税率等进一步波动，可能影响公司经营情况。

(4) **盈利预测及假设不及预期的风险**：公司未来车型销量以及毛利率情况如不及预期，可能影响公司经营状况。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	78.6	113.8	122.7	151.7	187.4	成长性					
减: 营业成本	61.7	84.9	82.1	103.0	127.2	营业收入增长率	73.7%	44.7%	7.8%	23.6%	23.6%
营业税费	1.0	1.4	2.3	2.9	3.4	营业利润增长率	13.1%	75.2%	42.7%	13.3%	32.5%
销售费用	5.2	8.8	14.7	17.4	20.6	净利润增长率	12.8%	70.4%	47.0%	12.1%	31.5%
管理费用	2.8	5.0	5.8	7.0	8.4	EBITDA 增长率	3.8%	13.2%	71.7%	23.8%	39.5%
研发费用	3.8	7.5	8.6	10.3	12.4	EBIT 增长率	1.2%	11.2%	78.2%	21.3%	40.5%
财务费用	0.3	-3.0	-2.0	-1.5	-1.1	NOPLAT 增长率	5.6%	5.4%	84.8%	21.5%	40.5%
资产减值损失	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	投资资本增长率	29.3%	-24.8%	-14.2%	23.4%	61.9%
加: 公允价值变动收益	0.1	-0.1	-0.1	-	-	净资产增长率	142.7%	16.7%	16.3%	16.6%	18.9%
投资和汇兑收益	0.3	-1.2	-0.1	-	-						
营业利润	4.5	7.8	11.1	12.6	16.7	利润率					
加: 营业外净收支	-	-0.1	-	-	-	毛利率	21.5%	25.4%	33.1%	32.1%	32.1%
利润总额	4.5	7.7	11.1	12.6	16.7	营业利润率	5.7%	6.9%	9.1%	8.3%	8.9%
减: 所得税	0.4	0.3	0.7	0.8	1.1	净利润率	5.2%	6.2%	8.4%	7.6%	8.1%
净利润	4.1	7.0	10.3	11.6	15.2	EBITDA/营业收入	6.6%	5.2%	8.2%	8.2%	9.3%
						EBIT/营业收入	5.9%	4.5%	7.5%	7.3%	8.3%
资产负债表						运营效率					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	18	22	35	38	38
货币资金	33.8	43.2	49.8	59.1	73.9	流动营业资本周转天数	-65	-54	-56	-51	-49
交易性金融资产	5.8	0.7	0.7	0.7	0.7	流动资产周转天数	220	224	221	213	212
应收帐款	7.1	9.5	8.0	13.5	13.4	应收帐款周转天数	25	26	26	26	26
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	57	57	50	51	51
预付帐款	1.1	1.2	0.7	1.8	1.4	总资产周转天数	279	277	279	265	257
存货	15.6	20.7	13.4	29.3	24.0	投资资本周转天数	-30	-21	-15	-13	-15
其他流动资产	1.4	1.5	1.2	1.4	1.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	11.3%	16.7%	21.0%	20.2%	22.4%
长期股权投资	-	0.3	0.6	0.9	1.2	ROA	5.2%	7.7%	11.0%	9.2%	11.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	-75.9%	-61.9%	-152.0%	-215.3%	-245.2%
固定资产	4.3	9.6	14.0	18.0	21.6	费用率					
在建工程	4.4	2.7	1.0	-0.7	-2.4	销售费用率	6.6%	7.7%	12.0%	11.5%	11.0%
无形资产	1.4	1.3	1.1	0.8	0.6	管理费用率	3.5%	4.4%	4.7%	4.6%	4.5%
其他非流动资产	4.7	4.8	4.0	3.9	3.6	研发费用率	4.8%	6.6%	7.0%	6.8%	6.6%
资产总额	79.7	95.5	94.7	128.7	139.3	财务费用率	0.4%	-2.6%	-1.6%	-1.0%	-0.6%
短期债务	-	-	-	-	-	四费/营业收入	15.4%	16.1%	22.1%	21.9%	21.5%
应付帐款	20.7	21.6	23.1	31.2	35.4	偿债能力					
应付票据	17.5	24.6	16.1	33.8	28.8	资产负债率	53.8%	55.0%	47.2%	54.7%	50.3%
其他流动负债	3.5	4.7	4.2	4.0	4.4	负债权益比	116.6%	122.4%	89.5%	120.9%	101.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.55	1.51	1.70	1.53	1.67
其他非流动负债	1.2	1.7	1.2	1.4	1.4	速动比率	1.18	1.10	1.39	1.11	1.32
负债总额	42.9	52.6	44.7	70.5	70.0	利息保障倍数	14.21	-1.73	-4.59	-7.25	-13.73
少数股东权益	0.4	0.8	0.9	1.1	1.5	分红指标					
股本	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	DPS(元)	0.83	1.41	2.08	2.33	3.07
留存收益	34.2	40.4	47.6	55.6	66.2	分红比率	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%
股东权益	36.8	43.0	50.0	58.3	69.3	股息收益率	0.7%	1.2%	1.8%	2.0%	2.6%
现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	2.74	4.66	6.88	7.71	10.14
净利润	4.1	7.4	10.3	11.6	15.2	BVPS(元)	24.17	28.00	32.75	38.13	45.21
加: 折旧和摊销	0.6	0.8	1.0	1.4	1.9	PE(X)	43.1	25.3	17.1	15.3	11.6
资产减值准备	0.1	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.2	3.6	3.1	2.6
公允价值变动损失	-0.1	0.1	-0.1	-	-	P/FCF	32.2	33.7	18.7	13.9	9.3
财务费用	0.2	-1.9	-2.0	-1.5	-1.1	P/S	2.3	1.6	1.4	1.2	0.9
投资收益	-0.3	1.2	0.1	-	-	EV/EBITDA	41.5	20.5	12.1	9.1	5.7
少数股东损益	-	0.4	0.1	0.2	0.4	CAGR(%)	42.0%	28.2%	43.2%	42.0%	28.2%
营运资金的变动	-1.7	10.5	2.2	3.0	5.3	PEG	1.0	0.9	0.4	0.4	0.4
经营活动产生现金流量	2.6	17.0	11.6	14.7	21.7	ROIC/WACC	-7.2	-5.9	-14.5	-20.5	-23.4
投资活动产生现金流量	-3.9	-0.8	-3.5	-3.5	-3.5	REP	4.0	3.7	1.8	0.9	0.4
融资活动产生现金流量	16.0	-1.3	-1.4	-2.0	-3.4						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034