



春风动力 (603129.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

国宾车供应商，两轮四轮海外共驱

投资逻辑

国宾车供应商，全地形车和两轮车共同驱动公司成长。四轮车和两轮摩托车是公司盈利主要来源，2023年四轮车的营收65.04亿元，同比-4.88%，占比为54%，两轮车营收44.8亿元，同比+32.85%，占比37%。四轮车出口市场由ATV (All Terrain Vehicle, 全地形车) 向UTV (Utility Task Vehicle, 多功能车) 升级，出口两轮车快速成长，公司作为国内全地形车出口龙头和大排量摩托车头部，随新品(四轮车X8、X10，两轮车三缸和四缸车型)持续释放，有望率先受益。

四轮车：主流消费市场结构升级，公司市占率持续提升。四轮车主流消费市场位于欧美地区，公司披露显示公司欧洲市占率第一，美国市占率持续提升。由于UTV安全性更高且功能更齐全，近年来越发受消费者青睐，因此四轮车UTV占比持续提升，长期有望带动公司的UTV占比也持续上涨，而其售价和毛利率皆更高，随公司新品释放，将带动公司盈利结构持续改善。

两轮车：产品矩阵逐步补齐，品牌定位持续向上。国产替代趋势较强，海外成增长支撑点。外销看，公司2023年两轮摩托出口9.77万台，营收22.91亿元，同比+78.22%。预计随出口渠道持续扩张、出口产品矩阵丰富，未来公司出口两轮摩托车将保持较高增速。产品上，公司大排量产品矩阵日益完善，三缸和四缸车型即将推出；品牌上，公司为国家阅兵提供国宾车，同时在国际顶级赛事获冠军，品牌形象持续向上；渠道上，公司国内采用高效直营精细化管理方案并持续将渠道下沉至三四线城市，全球渠道数量持续增长。我们认为在出口大排量摩托车国产替代趋势下，公司有望凭借出色的外观设计能力、产品力和品牌营销能力，持续打开市场空间。2023年，公司营收121.1亿元，同比+6.44%；归母净利润10.1亿元，同比+43.65%，在行业承压的情况下仍取得了较大增幅。24Q1公司营收30.61亿元，同比+6.31%；归母净利润2.78亿元，同比+31.97%，销售净利率9.51%，同比+1.96PCT，盈利能力持续增强。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2024/2025/2026年公司实现营收138.76/157.99/180.05亿元，归母净利润12.54/14.80/18.71亿元。2024年可比公司平均PE为21.5倍，公司两轮四轮均领先，因此给予公司2024年22倍PE估值，目标价183.29元。

风险提示

市场竞争加剧风险；海外增长不及预期风险；国内禁摩令政策变动，大排量摩托车增长不及预期风险；人民币汇率波动风险。

国金证券研究所

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：苏晨 (执业 S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：151.00 元

目标价 (人民币)：183.29 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,378	12,110	13,876	15,799	18,005
营业收入增长率	44.73%	6.44%	14.58%	13.85%	13.97%
归母净利润(百万元)	701	1,008	1,254	1,480	1,871
归母净利润增长率	70.43%	43.65%	24.42%	18.10%	26.39%
摊薄每股收益(元)	4.681	6.697	8.332	9.840	12.436
每股经营性现金流净额	11.33	9.20	9.74	12.03	13.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.65%	20.00%	20.96%	20.72%	21.51%
P/E	24.04	15.27	15.90	13.47	10.65
P/B	4.00	3.05	3.33	2.79	2.29

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、国内四轮及中大排两轮摩托车龙头.....	4
2、四轮车：自主品牌出口，市占率持续提升.....	4
2.1 四轮车消费者收入水平高，北美市场份额占比超 8 成.....	4
2.2 北美市场份额增量空间较大，渠道布局持续向好.....	6
2.3 品牌定位性价比，UZ 占比向上带动品牌提升.....	7
2.4 电动化是弯道超车机遇.....	10
3、两轮车：出口国产替代趋势明确，核心要求性能和多样化.....	10
3.1 出口国产替代趋势明确，国产方兴未艾，供给端关注品控和性能.....	10
3.2 车手批量换购节点来临，核心竞争力由颜值转向性能.....	15
3.3 商业模式：坚持精品战略，拓展热门车型完善产品矩阵.....	16
3.4 外观设计、品牌和宣传能力强，产品定位持续向上.....	17
4、财务分析：主要财务指标稳中向好，周转能力领先行业.....	20
5、盈利预测与投资建议.....	21
5.1 盈利预测.....	21
5.2 投资建议.....	22
6、风险提示.....	23

图表目录

图表 1： 公司主营全地形车和两轮摩托车业务.....	4
图表 2： 受公共卫生事件和经济下行影响，全球 2021 年全地形车销量开始下滑，2023 年回暖.....	4
图表 3： 2023 年美国四轮车销量占全球的 84%.....	5
图表 4： 2023 年公司全地形车出口金额占全国总金额的 70.79%.....	5
图表 5： 公司全地形车出口金额连续 10 年蝉联中国第一.....	5
图表 6： 按年龄和性别分布的宾夕法尼亚州全地形车骑手.....	6
图表 7： 宾夕法尼亚州 ATV 登记车主的家庭年收入.....	6
图表 8： 宾夕法尼亚州外 ATV 车手的家庭年收入.....	6
图表 9： 宾夕法尼亚州 ATV 登记车主最高学历.....	6
图表 10： 宾夕法尼亚州外 ATV 车手的最高学历.....	6
图表 11： 公司渠道经营效率快速提升.....	7
图表 12： 2023 年公司四轮车占全球市场销量份额为 14%.....	7
图表 13： 公司产品矩阵持续完善，覆盖三大细分市场，400-1000cc 排量段.....	8
图表 14： 公司与竞争对手 ATV 竞品参数比较.....	8
图表 15： 公司与竞争对手 UTV 竞品参数比较.....	9



图表 16: ATV 和 UTV 对比	10
图表 17: 全球 ATV 占比下滑, UTV 占比提升	10
图表 18: 2022 年全球摩托车销量约 5000 万台	11
图表 19: 日系全球市占率超 40%	11
图表 20: 日系均价大幅高于国产价格	11
图表 21: 大排量摩托车出口年化增速 54% (辆)	12
图表 22: 中国中大排量车型销量快速提升 (万辆)	12
图表 23: 各品牌抖音官方号 2020 年起点赞量明显提升	13
图表 24: 公共卫生事件期间公司 250cc 车型销量暴涨 (辆/月)	13
图表 25: 广州、西安、汕头、呼和浩特等部分城市的禁摩令放松	13
图表 26: 近 1 年内北京、西安、深圳等对摩托车百度搜索指数排名靠前	15
图表 27: 西安解禁后摩托车注册量快速提升	15
图表 28: 春风 250SR (左) 于 2020 年 3 月推出; 金吉拉 (右) 同月推出	15
图表 29: 换购车型考虑的首要因素是排量和发动机型号	16
图表 30: 各排量摩托车销量下滑伴随着更大排量的崛起 (万辆)	16
图表 31: 公司采用精品战术, 单车爆款率有待提升	17
图表 32: 公司新车主要集中在旅行 MT、仿赛 SR, 排量 450-1000CC (横轴: 排量, 单位 CC; 纵轴: 车型分类)	17
图表 33: 公司国宾车在 9.3 阅兵中护卫老兵	18
图表 34: 公司 2016 年参加曼岛 TT 赛事并获得第四名	18
图表 35: 公司 24 年 3 月获得中国车厂在 MotoGP 赛事中的首冠	18
图表 36: 公司与 KTM 深度合作	19
图表 37: 目前已上市 MINI 125cc 的基本都是知名度较小的品牌	19
图表 38: 单平台开发需 5 年以上, 公司目前拥有平台数高于同行	19
图表 39: 公司营收增速处于行业较高水平 (亿元)	20
图表 40: 公司毛利率处于行业中等偏上水平	20
图表 41: 公司销售净利率处于行业中等水平	20
图表 42: 公司销售费用率处于行业中等水平	20
图表 43: 公司管理费用率处于行业中位水平	21
图表 44: 公司研发费用率处于行业较高水平	21
图表 45: 存货周转率处行业中等偏高水平	21
图表 46: 公司应收账款周转率处于行业较高水平	21
图表 47: 收入拆分	22
图表 48: 可比公司估值	23



1、国内四轮及中大排两轮摩托车龙头

四轮全地形车和两轮摩托车是公司盈利主要来源。2023 年四轮车的营收占比为 54%，燃油两轮摩托车占比 37%。四轮车绝大部分出口海外，其中以北美和欧洲为主；两轮车主要在国内销售。公司海外 2023 年营收占比达 72.7%，且货物运至海外后以美元结算，因此公司业绩受汇率、关税和海运费影响较大。

公司全地形车产品包括 ATV、SSV 和 UTV，其中 ATV 又称“全地形车”或“四轮摩托车”，没有顶棚，使用把手操纵；UTV 是 ATV 的升级版，有防滚架且采用方向盘操纵；SSV 相比 UTV，没有载物用的后斗。

图1：公司主营全地形车和两轮摩托车业务



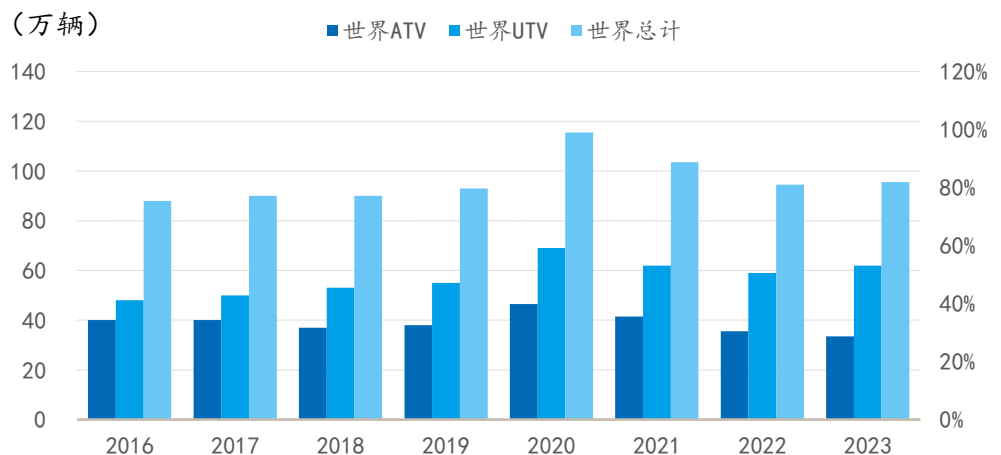
来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

2、四轮车：自主品牌出口，市占率持续提升

2.1 四轮车消费者收入水平高，北美市场份额占比超 8 成

全地形车是一种集实用性、娱乐性和体育性于一体的车辆，其主要消费市场在北美和欧洲。它可以在多种复杂的地形中行驶，尤其受到收入较高且热爱冒险活动的人群喜欢。主要用于越野、运动休闲、农牧场、矿山、林地、抢险等场景。根据 Statista 的数据，北美和欧洲分别占据全球全地形车市场的 73%和 16%。

图2：受公共卫生事件和经济下行影响，全球 2021 年全地形车销量开始下滑，2023 年回暖

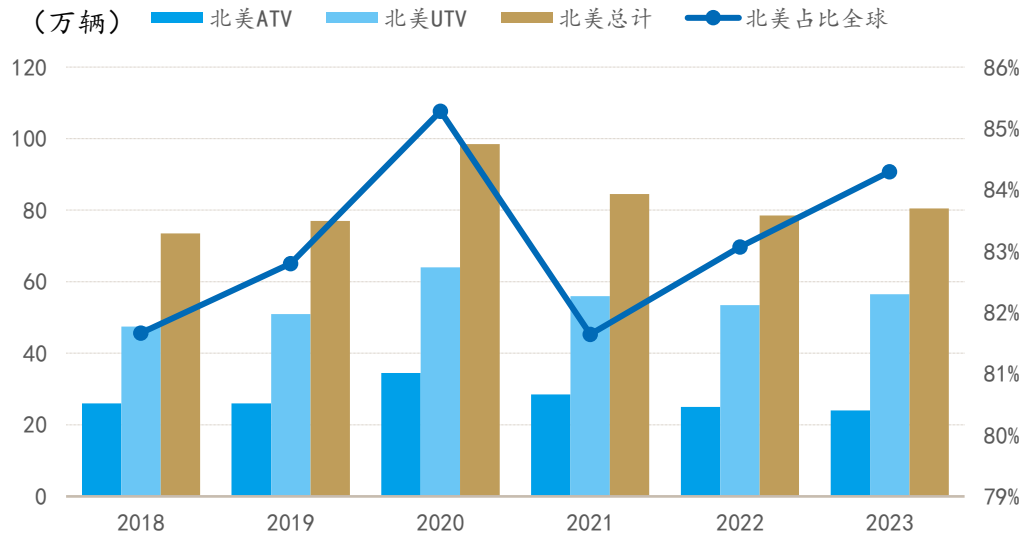


来源：北极星官网，国金证券研究所



全地形车市场随着全球经济和消费水平的提升而发展。虽然 2008-2009 年金融危机导致全地形车市场出现萎缩，但自 2010 年以来，随着主要市场经济的逐步复苏，2016-2020 年全地形车的销量也逐步恢复并呈现上升趋势，2021-2021 年受公共卫生事件影响销量有所下滑，2022-2023 年回升。据北极星 2023 年年报显示，2023 年全球四轮车销量为 95.5 万台。

图表3: 2023 年美国四轮车销量占全球的 84%

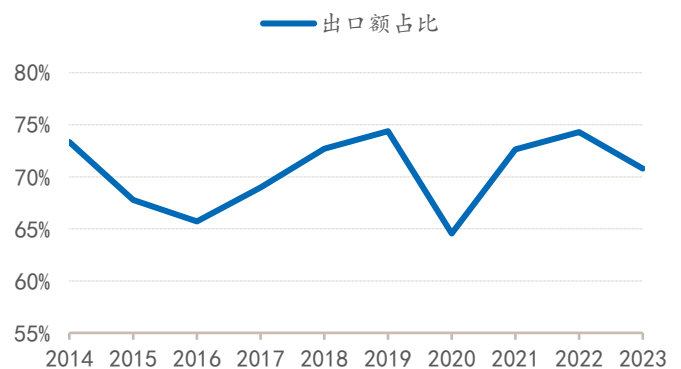
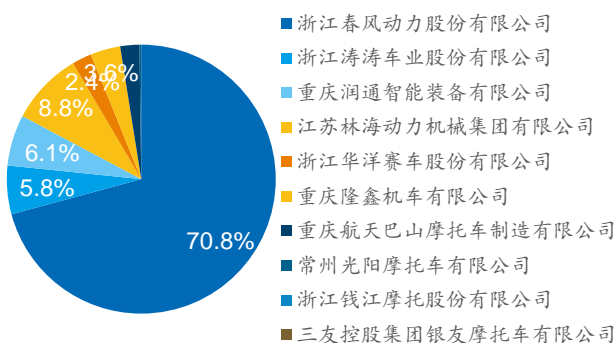


来源: 北极星年报, 国金证券研究所

中国的全地形车行业以出口为主, 90% 以上的全地形车出口至海外。根据摩托车商会数据, 公司、涛涛车业、重庆润通、林海动力、华洋赛车是出口金额最高的五家公司。其中公司全地形车 2023 年出口金额占全国总金额的 70.79%, 处行业龙头地位。2021-2022 年公共卫生事件导致 2023 年旧产品形成较多库存, 影响销量, 24Q1 随促销减少, 销售费用率已经由 2023 年的 11.07% 下降至 10.40%, 由此可知库存已经逐步回到正常水平。未来, 随着国内消费者对全地形车认识和接纳度的提高, 国内市场有望得到进一步提升。

图表4: 2023 年公司全地形车出口金额占全国总金额的 70.79%

图表5: 公司全地形车出口金额连续 10 年蝉联中国第一



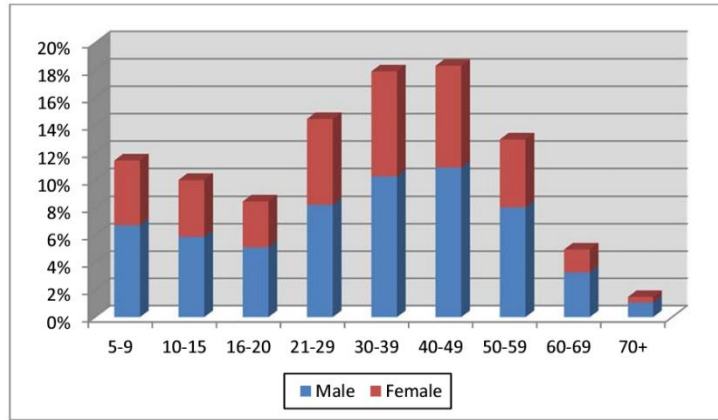
来源: 摩托车商会, 国金证券研究所

来源: 摩托车商会, 国金证券研究所

四轮车消费者以高收入人群为主。美国主要消费群体特征为: 1) 高收入; 2) 高学历; 4) 男性占比约 60%; 4) 年龄峰值为 30-50 岁。以宾夕法尼亚州 ATV 登记车主的家庭年收入为例, 最多的是 2017 年年收入 10 万美元以上的家庭, 占比超过 35%, 而州外 ATV 车手的家庭年收入有近 50% 超过了 10 万美元。从年龄分布看, 也是更有经济实力的中青年 (30-50 岁) 占比最高, 合计占比超 34%。从教育水平看, 超过 60% 的 ATV 登记车主的学历均是大学及以上学历, 由此可见, 四轮车的主要消费群体是高知高收入人群, 且以男性和中青年为主。主要原因在于四轮车娱乐属性较强但售价在 1 万美元以上, 只有高收入人群才有实力消费。

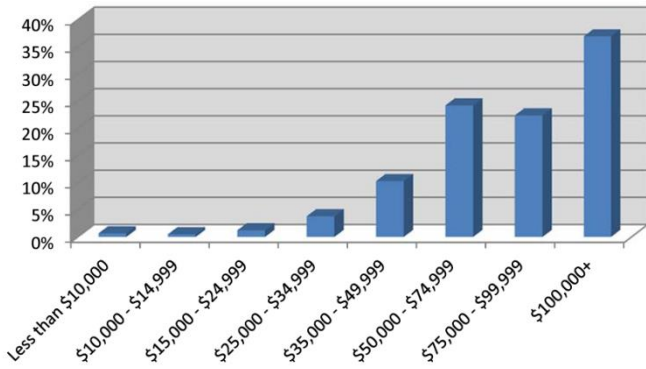


图表6: 按年龄和性别分布的宾夕法尼亚州全地形车骑手



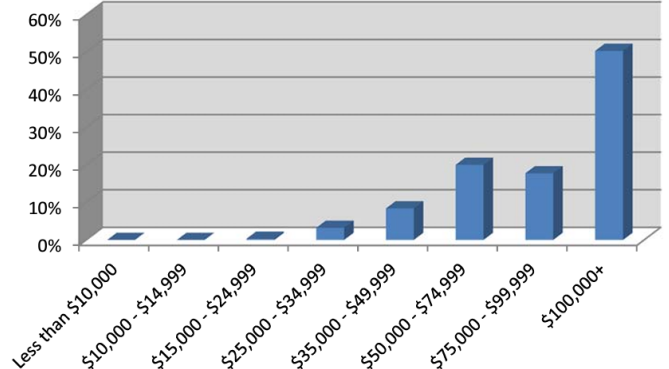
来源:《Pennsylvania's ATV Riders and their Needs》, 国金证券研究所

图表7: 宾夕法尼亚州 ATV 登记车主的家庭年收入



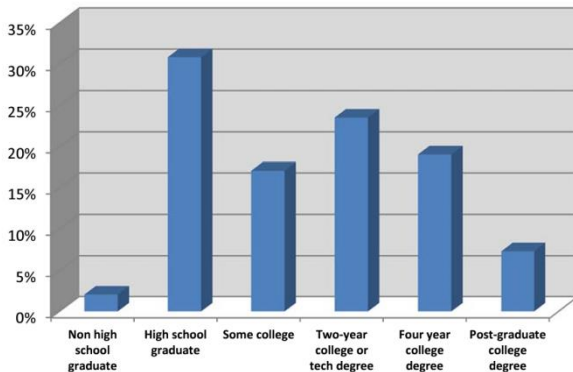
来源:《Pennsylvania's ATV Riders and their Needs》, 国金证券研究所

图表8: 宾夕法尼亚州外 ATV 车手的家庭年收入



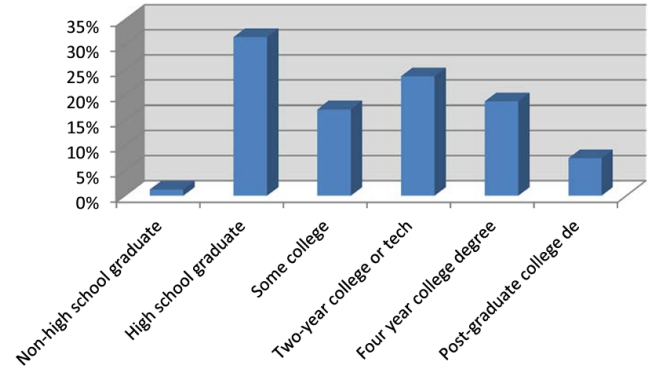
来源:《Pennsylvania's ATV Riders and their Needs》, 国金证券研究所

图表9: 宾夕法尼亚州 ATV 登记车主最高学历



来源:《Pennsylvania's ATV Riders and their Needs》, 国金证券研究所

图表10: 宾夕法尼亚州外 ATV 车手的最高学历



来源:《Pennsylvania's ATV Riders and their Needs》, 国金证券研究所

2.2 北美市场份额增量空间较大, 渠道布局持续向好

在北美设立子公司, 渠道铺设顺利。公司 2023 年报披露在全球拥有零售网点超 4000 家, 持续提升, 市场主要集中在北美洲和欧洲, 同时覆盖南美洲、东南亚和大洋洲等地区。同时为了便于拓展美国市场, 在美国设立了子公司 CFP 和 CFF 等。公司渠道数量持续提升, 于美国地区看, 2017 年公司具有 220 余家经销商, 2022 年提升至 400 余家, 2023 年上半年提升至 585 家, 而 2023 年北极星北美渠道商已有 2500 家, 公司还有较大的渠道提升空间。同时公司的渠道效率在快速提升, 2018-2023 年提升了 89%。



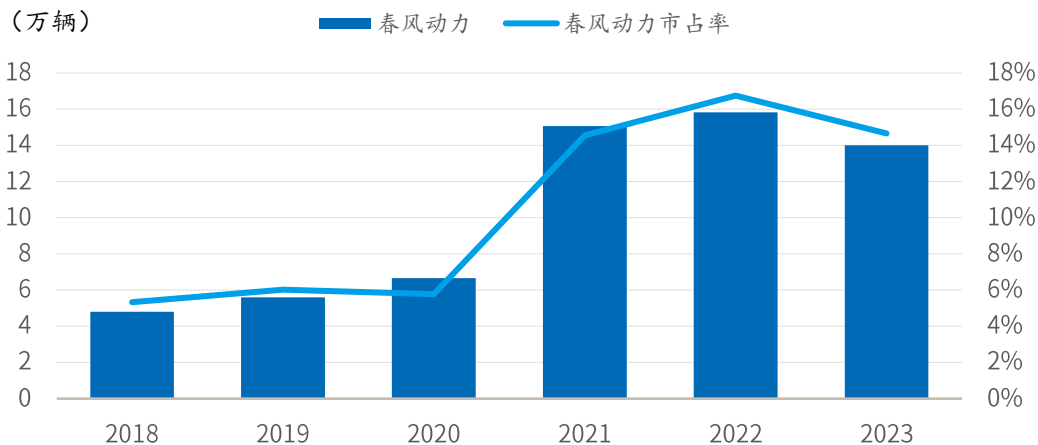
图表11: 公司渠道经营效率快速提升

品牌	互联网销售线索有效性(ILE)得分							
	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2022-2023	2018-2023
Polaris	57	51	46	43	32	27	12%	111%
Harley-Davidson	60	60	56	56	43	31	0%	94%
CFMOTO	34	33	40	31	23	18	3%	89%
HiSun	34	31	33	28	21	18	10%	89%
BRP	47	45	40	41	32	26	4%	81%
Yamaha	47	38	37	42	31	26	24%	81%
Aprilia	44	37	40	37	29	27	19%	63%
Suzuki	45	37	36	41	33	28	22%	61%
Moto Guzzi	40	40	40	36	29	25	0%	60%
Indian	61	58	55	54	36	39	5%	56%
KTM	45	40	37	39	32	31	13%	45%
Arctic Cat	43	33	32	31	32	30	30%	43%
Kawasaki	47	37	35	42	35	35	27%	34%
Zero	38	36	42	37	28	29	6%	31%
John Deere	34	30	33	37	29	26	13%	31%
Husqvarna	46	42	38	37	31	36	10%	28%
Honda	43	39	32	38	33	34	10%	26%
Ducati	46	41	43	46	40	37	12%	24%
Triumph	44	44	40	43	33	36	0%	22%
Cub Cadet	34	31	31	25	28	29	10%	17%
Kymco	27	26	26	34	25	24	4%	13%
BMW	41	45	46	45	40	42	-9%	-2%

来源: PIED PIPER, 国金证券研究所

公共卫生事件期间北美竞争对手产能受限, 公司市占率快速提升。2021年, 北美竞争对手受公共卫生事件影响, 生产能力难以释放, 公司抓住机遇, 迅速拓展市场, 市占率由2020年的2%提升至2022年的8%。例如2020年3月20日-4月5日, 雅马哈暂时关闭了位于美国纽南的工厂, 该工厂组装了雅马哈面向美国市场的大部分ATV和Side-by-Side车辆。而公司供应链配套较为完善, 因此在公共卫生事件期间产能较为充足。

图表12: 2023年公司四轮车占全球市场销量份额为14%



来源: 摩托车商会, 国金证券研究所

2.3 品牌定位性价比, UZ 占比向上带动品牌提升

行业需求多样化, 需要齐全的产品体系布局以及较强的性能。公司四轮车产品矩阵持续完善, 共覆盖ATV、UTV和SSV三大细分市场, 以及400-1000CC排量段。



图表13: 公司产品矩阵持续完善, 覆盖三大细分市场, 400-1000cc 排量段



来源: 公司官网, 国金证券研究所

坚持自主品牌销售, 在欧洲市占率第一, 美国攀升。由于公司认识到四轮车代工模式不可持续, 公司四轮车坚持自主品牌“CFMOTO”销售, 主要销售区域涵盖北美、欧洲等地。公司凭借多年的高性价比和稳定的质量, 获得了消费者的广泛认同和喜爱。据公司公告显示, 在国内, 自2014年至2023年, 公司全地形车的出口额在国内同类产品中的占比分别达到了73.33%、67.76%、65.70%、68.96%、72.68%、74.38%、64.55%、72.62%、74.28%、70.79%, 连续多年稳居出口金额排名第一, 巩固了公司在国内出口市场龙头地位。在海外, 公司致力于提供完全符合输出国家法律要求的全地形车产品, 叠加高性价比优势, 公司2022年年报显示, 公司在美国市场市占率逐年提升, 在欧洲市场市占率连续多年位列第一。

图表14: 公司与竞争对手ATV竞品参数比较

品牌	公司	北极星	庞巴迪	本田
国别	中国	美国	加拿大	日本
代表车辆型号	CFORCE 1000 OVERLAND	SPORTSMAN TOURING XP 1000	RENEGADE X MR 1000R	FOURTRAX RINCON
车型	ATV	ATV	ATV	ATV
图片				
官方报价 (元)	79800	192000	118651 (16799 美元)	67798 元 (9599 美元)
上市时间	2023	2023	2023	2023
车辆尺寸 (mm)	2310 x 1264 x 1420	2140 x 1230 x 1240	2240x1270x1310	2115.82x1186.18x1206.5
轴距 (mm)	1480	1448	1295	1285.24 (50.6 英寸)
最小离地间隙 (mm)	300	285	318	231.14 (9.1 英寸)
排量 (cc)	963	952	976	675
发动机配置	V 型双缸、水冷、四冲程、SOHC、八气门	ProStar 液冷 4 冲程 SOHC 双缸发动机	Rotax 976CC V 型双缸液冷 液冷 四冲程 发动机	OHV 纵向单缸四气门四冲程
最大功率/相应转速 (kw/rpm)	58 kW / 7000 rpm	约 65.62KW(88hp)	67.85kw (91hp)	--
最大扭矩/相应	80 N.m / 6500 rpm	--	--	--



转速 (kw/rpm)				
压缩比	10.6:1	--	--	9.2:1
油箱容量 (L)	30	19.9	20.5	16.6 升 (4.4 加仑)

来源：公司官网，北极星官网，庞巴迪官网，本田官网，国金证券研究所

公司 ATV 和 UZ 产品均具备较强的性价比。从公司、北极星、庞巴迪和本田各自的 2023 款 ATV 竞品来看，仅售 79800 元的公司的车辆尺寸和轴距在同级别 ATV 代表车型中均处于顶尖水平，最小离地间隙 300mm，仅次于庞巴迪 RENEGADE X MR 1000R 的 318mm，通过性较好。油箱容量 30L，在四款代表车型中最大。发动机方面，除售价最低的本田 FOURTRAX RINCON 排量仅 675cc，相对较小外，公司、北极星和庞巴迪各自的代表车型排量均在 950cc-1000cc 之间，差距较小，但最大功率方面，公司的 CFORCE 1000 OVERLAND 采用的发动机最大功率仅 58kw，相较其他两款产品尚有微小差距，公司的自研发动机技术仍然有进步空间。

图表 15：公司与竞争对手 UTV 竞品参数比较

品牌	公司	北极星	庞巴迪	本田
国别	中国	美国	加拿大	日本
车辆型号	UFORCE 1000 XL	RANGER XP 1000 Premium	MAVERICK TRAIL DPS	PIONEER 1000-6 DELUXE CREW
车型	UTV	UTV	UTV	UTV
图片				
官方报价 (元)	99800	235800	110176	154673
上市时间	2023	2023	2023	2023
车辆尺寸 (mm)	3770×1615×1850	3050×1580×1960	3005×1270×1753	3865.88×1600.2×1932.94
轴距 (mm)	2850	2060	2301	2926
货斗最大装载质量 (kg)	350	453.59	136	454
拖挂重量 (kg)	800	1134	680	1134
最小离地间隙 (mm)	280	330	254	320
排量 (cc)	963	999	976	999
发动机配置	V 型双缸、水冷、四冲程、SOHC	四冲程 DOHC 双缸高功率发动机	Rotax 976CC V 型双缸液冷发动机	纵向安装液冷双缸四冲程发动机
最大功率/相应转速 (kw/rpm)	53kW/7000rpm	61.15kw (82hp)	55.93KW (75hp)	--
最大扭矩/相应转速 (kw/rpm)	74N.m/6500rpm	74.57N.m (55 磅力英尺)	--	--
压缩比	10.6:1	--	--	10:01
油箱容量 (L)	40	43.5	38	30



来源：公司官网，北极星官网，庞巴迪官网，本田官网，国金证券研究所

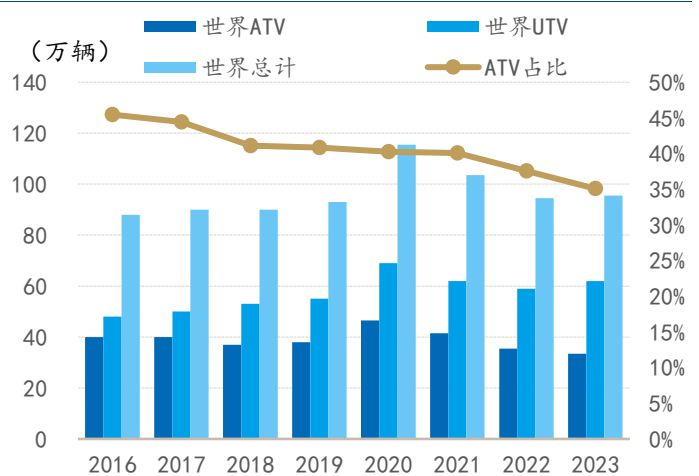
而从公司、北极星、庞巴迪和本田各自的 2023 款 UTV 竞品来看，公司的 UFORCE 1000 XL 是四款代表车型中唯一指导售价低于 10 万元人民币的车型，其在整车尺寸与轴距方面延续了 ATV 产品线的优势，仅次于本田 PIONEER 1000-6 DELUXE CREW，但由于发动机总功率等性能与国外厂商依旧存在差距，在货斗最大装载质量和拖挂重量等参数上表现并不突出，但考虑到其 99,800 元的售价，我们依然认为公司的产品具有极高的性价比，在全球四轮车市场具有较强竞争力。未来随着公司发动机自研投入提高，新技术成果产出，产品逐步迭代，有望真正迈向全球四轮车第一梯队厂商行列。

海外四轮消费升级，UZ 占比提升带动公司销售结构改善。海外四轮车消费者逐步成熟，相比于全地形车 (ATV)，他们对更舒适、更安全的 UTV 和 SSV 的需求不断上升。据北极星年报披露，ATV 产品的市场份额从 2021 年的 40.1% 下滑至 2023 年的 35.1%，而 U/Z 市场份额由 59.9% 提升至 64.9%，且未来 U/Z 系列产品的市场份额有望持续增长。与此对应，随 UZ 新品推出，公司 UZ 占比也在持续提升。由于 UZ 车型平均单价更高，毛利率更高，因此 UZ 占比提升将有效带动公司的业绩提升。

图表16: ATV 和 UTV 对比

特点	ATV (全地形车)	UTV (多功能车)
图片		
定义	越野机动车辆	用于工作及娱乐的车辆
座位容量	通常1人, 有些可容纳2人	通常2-4人
储物空间	有限	大量储藏室
尺寸	较小, 轻便	较大
转向方式	车把转向	方向盘
机动性	适应各种地形	受限于尺寸, 较难通过狭窄空间
携带能力	有限, 大约100磅	较强, 能承载重达1,000磅的物品
定价	相对实惠	通常较昂贵
用途	主要用于娱乐	用于工作和娱乐
附加配件和功能	较少	较多, 例如插座插头等
适用场景	越野骑行、赛车	工作任务、农场活动、牧场使用

图表17: 全球 ATV 占比下滑, UTV 占比提升



来源：摩托范，国金证券研究所

来源：北极星官网，国金证券研究所

短期以需求为导向推多款 ATV 新品, 调整高端市场和高端产品的比重。公司陆续推出 Z950 Chill 及四座版本、X6 OVERLAND、新款 X8 和 X10, 其中新款 X8、X10 于 23 年底推出, 24 年预计将增加公司销量。

2.4 电动化是弯道超车机遇

中国有领先的电动化和智能化的基础设施配套, 助推国产四轮车实现弯道超车。电动化层面, 中国有非常完善且高性价比的产业链配套。类似乘用车, 国车在发动机和品牌核心能力方面与海外具有难以追赶的差距, 但在电动化和智能化阶段, 中国凭借完善的产业链配套、工程师红利, 快速转型并实现弯道超车。四轮车目前也正处于电动化和智能化的初始阶段。电动化方面, 目前高性能电动四轮车仍面临续航焦虑和充电时间过长的问题, 而四轮车使用场景常常包括高电耗的山区场景等复杂路段, 需要等待电池技术的快速提升。预计当电池能量密度大幅提升或换电技术更完备之时, 电动摩托车有望迎来快速增长。

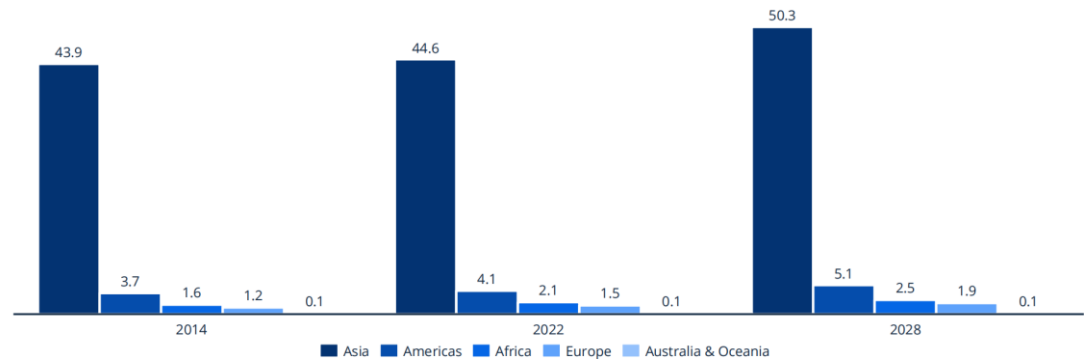
3、两轮车：出口国产替代趋势明确，核心要求性能和多样化

3.1 出口国产替代趋势明确，国产方兴未艾，供给端关注品控和性能

国产大排量出口四年年化增速 50%+, 受益于海外消费降级。据 Statista 数据显示, 2022 年, 全球摩托车市场规模约 5000 万辆, 其中大于 40% 的市场份额由日系品牌占据, 而日系均价大幅高于国内均价, 销售额前十大的车企中, 日系均价为 1479-8367 美元, 大于国产 Haojue 的 1276 美元, 因此在经济通缩消费降级的背景下, 更多消费者选择性价比较高的国产品牌。



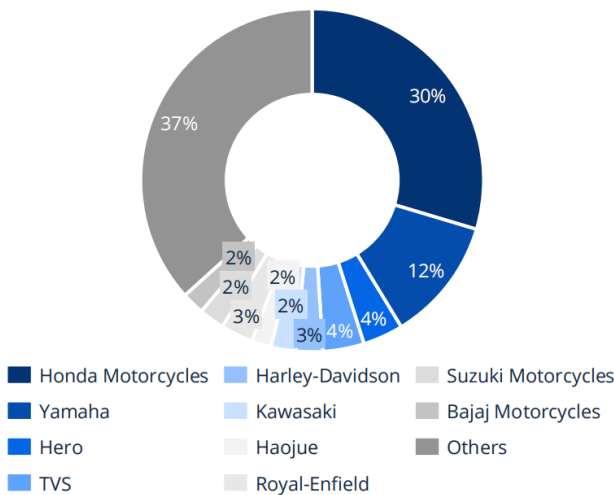
图表18: 2022 年全球摩托车销量约 5000 万台



来源: Statista, 国金证券研究所

图表19: 日系全球市占率超 40%

Revenue share of the top 10 makes in 2022



来源: Statista, 国金证券研究所

图表20: 日系均价大幅高于国产价格

Top 10 motorcycle makes by revenue in 2022

#	Make	Revenue in billion US\$	Unit Sales in thousand	Average Price in US\$
1	Honda Motorcycles	39.3	14,186.2	2,773.8
2	Yamaha	15.5	10,508.5	1,479.2
3	Hero	5.0	5,178.1	974.8
4	TVS	5.2	2,656.9	1,940.9
5	Harley-Davidson	3.4	162.2	20,949.8
6	Kawasaki	3.1	367.8	8,367.1
7	Haojue	2.4	1,919.4	1,275.5
8	Royal-Enfield	4.1	698.2	5,847.5
9	Suzuki Motorcycles	3.2	1,090.3	2,932.5
10	Bajaj Motorcycles	2.8	2,302.0	1,225.1

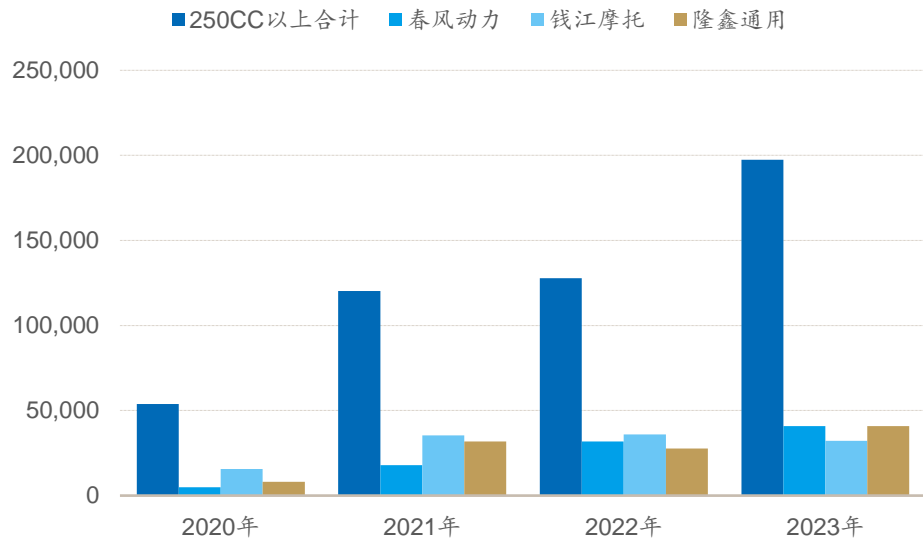
来源: Statista, 国金证券研究所

摩托车商会数据显示, 2020 年至 2023 年, 大排量摩托车出口由 5.4 万辆提升至 19.7 万辆, 年化增速达 54%, 后面受益于海外消费降级趋势, 国产摩托车有望凭较高性价比持续保持较高出口增速。

公司 2023 年两轮摩托出口 9.77 万台, 营收 22.91 亿元, 同比+78.22%, 全年新增渠道 400 余家, 累计经销商网络近 1,700 家。预计随出口渠道持续扩张、出口产品矩阵丰富, 未来公司出口两轮摩托车将保持较高增速。



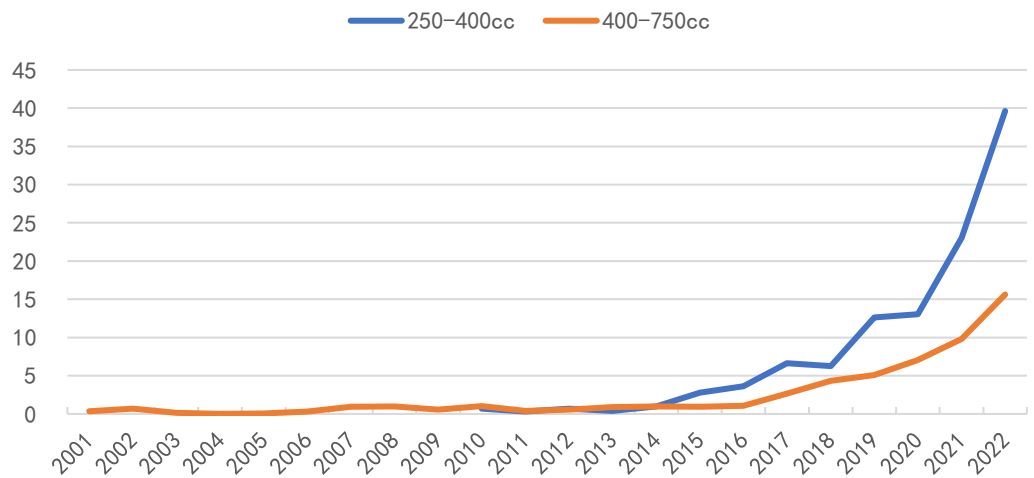
图表21: 大排量摩托车出口年化增速 54% (辆)



来源: 中国摩托车商会, 国金证券研究所

国内大排量渗透率提升空间较大, 2023 年中国摩托车行业销量中仅有 3% 的车型的排量大于 250cc。一般把 250cc 以下归为小排量, 250 至 400cc 为中排量, 400cc 以上为大排量。据《中国摩托车工业产销快讯》数据显示, 2010-2022 年 250cc 以上中大排量摩托车销量由 2010 年的 1.71 万辆增长至 2022 年的 55.25 万辆, 年复合增速达 33.59%。

图表22: 中国中大排量车型销量快速提升 (万辆)



来源: Wind, 国金证券研究所

大排量在 2020 年起开启爆发式增长有两大驱动因素: (1) 公共卫生事件期间抖音传播带动玩乐摩托车文化渗透, (2) 部分地区禁摩令放松。

原因 1: 摩托车文化渗透已培育优质客户, 后续将有多轮换购需求。2020 年公共卫生事件期间居家玩手机频率增加, 而大排量摩托车消费者以 18-45 岁为主, 较容易被抖音、小红书等社交平台吸引和接收推广。春风、钱江摩托等在此期间培养了一大批优质入门级用户。各品牌抖音官方号 2020 年起点赞量明显提升, 2020 年 1-9 月, 公司 250cc 段位 250SR 销量也由 210 辆/月提升至近 3700 辆/月。可见 2020 年公共卫生事件期间主要培育的是 250cc 入门级消费者, 对于 250cc 以上更大排量的需求未见大幅上涨。

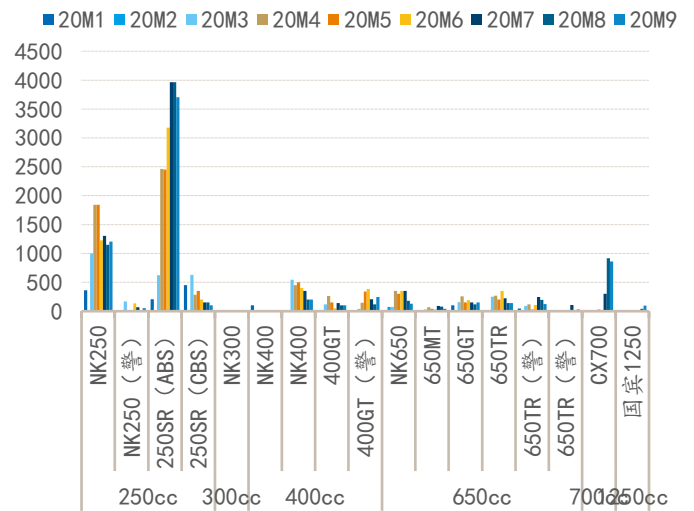


图表23: 各品牌抖音官方号 2020 年起点赞量明显提升

		摩托车品牌				专业测评
抖音名称		QJmotor	Benelli	春风动力	VOGE 无极机车	摩托范
粉丝数 (万)		44.7	29	46.4	23.3	107
创号日期		2020/5/2	2018/7/2	2018/3/2	2019/1/3	2019/3/2
超 5000 条赞的作品数 (条)	2018		3	7		
	2019		0	5	11	36
	2020	21	16	28	1	134
	2021	52	12	93	8	197
	2022	27	9	62	22	25

来源: 抖音, 国金证券研究所

图表24: 公共卫生事件期间公司 250cc 车型销量暴涨 (辆/月)



来源: 摩托车商会, 国金证券研究所

原因 2: 部分地区禁摩令松动, 释放摩托车需求。北京自 1985 年开始禁摩并逐步推广, 但近年多地开始解禁, 广州、西安、汕头、呼和浩特等城市均推出政策放松禁摩令, 而这些地方与“摩托车”百度搜索指数分布重合度较高, 对摩托车需求高的地方禁摩政策松动, 将对拉动销量增长有较明显作用。

图表25: 广州、西安、汕头、呼和浩特等部分城市的禁摩令放松

发布日期	发布主体	文件名称	具体内容
2017/3/29	广州市人大	《广州市非机动车和摩托车管理规定 (草案修改稿)》	外地车特定时间划定区域内可通行。解除禁售、解除高额罚款。
2017/11/28	西安市政府办公厅	《西安市人民政府关于规范性文件清理结果的决定》	宣布《西安市人民政府关于加强道路交通秩序综合治理的通告》文件中关于“严禁电动三轮车在绕城高速路以内通行; 严禁轻便摩托车、摩托车在二环路 (含二环路) 以内通行; 严禁外埠及本市阎良区、临潼区、长安区和市辖县的轻便摩托车、摩托车在三环路 (含三环路) 以内通行”失效。
2018/10/10	深圳市公安局	关于《深圳市公安局交通警察局关于禁止摩托车在我市部分道路行驶的通告》征求意见稿及采纳情况的说明	在机动车保有量、密度及道路通行条件允许并支持的情况下, 可以适当放开, 但暂时无法做到全面放开。参考北京、上海、香港等城市的管理模式, 研究摩托车指标竞拍、车辆上牌、人员考试、车辆准入、通行管理、停车管理、违法处罚等管理措施, 结合深圳市道路通行实际情况, 做好调研论证、拟定管理政策, 按规范性文件要求征求相关群体意见后, 报市政府审定通过后, 修改相关政府规章及管理通告。



2018/12/18	广东省公安厅	《关于开展摩托车带牌销售试点工作的通知（征求意见稿）》	根据当地道路交通管理实际情况，确定开展摩托车“带牌销售”试点范围，除依法不予摩托车注册登记的地市外，每个地市至少应确定一个县（区）作为试点，并逐步扩大试点范围。明确摩托车“带牌销售”的业务流程、工作职责和违约责任，完善摩托车新车注册的查验、检测工作。规范“带牌销售”摩托车业务代办，优化“带牌销售”摩托车注册登记程序，加强摩托车销售监管。
2020/2/7	汕头市公安局	《汕头经济特区道路交通安全条例（修订征求意见稿）》	二轮摩托车准予注册登记。
2020/6/29	哈尔滨市人大	《哈尔滨市摩托车管理规定（草案）》	对摩托车登记实行总量控制，有限度地放开一定数量的黑A牌照登记指标。个人使用的两轮摩托车牌照通过摇号的方式进行登记申请。
2021/3/26	广州市安全生产委员会	《广州市安全生产委员会关于印发广州市系统防范化解道路安全风险工作方案的通知》	4月完成“限摩限电”政策调整优化方案、市层面推进电动自行车备案管理工作，在政策允许摩电注册登记上牌的前提下，简化摩电注册登记手续，推行“带牌销售”。
2022/3/31	呼和浩特市公安局	《关于调整呼和浩特市摩托车禁限行区域的征求意见稿》	根据当前交通运行状况和摩托车出行特点，拟适当调整放宽呼和浩特市摩托车禁限行区域，并提出两套调整方案。
2022/5/27	福州市公安局	《福州市公安局关于城区外卖寄递行业配送摩托车通行管理的通告》	四城区摩托车限行道路（除三环路主路、绕城高速、机场高速连接线、新104国道主线道路、南二环主路以及西、北二环和连江路主线高架桥外）允许从事外卖寄递行业配送摩托车通行。
2024/1/8	南宁市公安局	《关于加强南宁市城市道路交通管理的通告（征求意见稿）》	禁止摩托车在本市绕城环道以内的道路通行，属于南宁市用于涉及生产、生活必需能源类应急抢险和执勤执法的专用摩托车除外；2019年3月31日前已经登记为本市区籍的两轮摩托车，禁止在本市快速环道以内区域道路通行，但可在本市快速环道以外的道路（含快速环道）通行。

来源：各政府官方网站，国金证券研究所

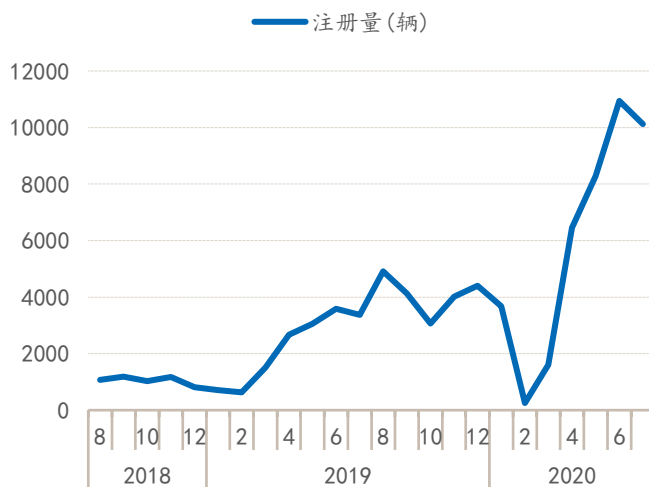
禁摩逐步解封，带动摩托车销量复苏。以西安为例，2017年的11月28号，西安市政府宣布在2009年颁发的《西安市人民政府关于加强道路交通秩序综合治理的通告》失效，禁摩令解除后摩托车销量迎来快速增长，月销量由千余台逐步提升到上万台。此外，自2022年5月1日起实施的《机动车登记规定》简化了摩托车登记上牌流程，为购车提供了便利。



图表26: 近1年内北京、西安、深圳等对摩托车百度搜索指数排名靠前

排名	城市	排名	省份
1	北京	1	广东
2	杭州	2	山东
3	西安	3	浙江
4	成都	4	江苏
5	上海	5	河北
6	重庆	6	北京
7	深圳	7	河南
8	济南	8	四川
9	郑州	9	陕西
10	广州	10	湖南

图表27: 西安解禁后摩托车注册量快速提升



来源: 百度指数, 国金证券研究所

来源: 西安市人民政府, 国金证券研究所

3.2 车手批量换购节点来临, 核心竞争力由颜值转向性能

由前文可知 2020 年培育了大批入门级客户, 距今已接近 3 年, 换购需求增加, 通过分析爆款车型可发现换购的主要方向是排量和发动机型号。

2020 年先爆发的车型是春风 250SR 和金吉拉, 作为入门车型具备高颜值、高噱头。一般 400cc 是个分水岭, 超过 400cc 的车型动力更强悍、整备质量更重, 对重心掌控及油门操作都有更高的要求, 容错率较低, 稍微不慎就容易出意外, 因此新手从购买质量更轻、动力更小的 250-400cc 入手。新手入门首要考虑要素是颜值、噱头, 由于小白对摩托车专业知识了解不深, 购买时从众心理更强, 高颜值车型更能获得他们的青睐, 而高噱头产品可以让他们快速找到有共同话题的车友圈并入圈。春风 250SR 和金吉拉均在 2020 年初推出, 车型拥有高颜值, 通过抖音、小红书等社交媒体制造了高噱头, 排量和重量够小从而利于小白上手。

图表28: 春风 250SR (左) 于 2020 年 3 月推出; 金吉拉 (右) 同月推出



入门车型考虑要素:

- ✓ 颜值高
- ✓ 话题量大
- ✓ 背靠大品牌
- ✓ 较小排量, 轻量化, 好上手



来源: 摩托范, 国金证券研究所

换购车型首要考虑因素是排量和发动机型号, 对车型的品控和性能要求提升。典型换购车型为赛 600、春风 450SR、川崎 Ninja, 均位于业内关注度最高的专业网站——摩托范询价榜前十, 这些爆款的共同点为 (1) 排量带来激情驾驭的体验, 因为消费者购买时已熟知机车且想拥有更爽的骑行体验, 因此更大排量具有必要性; (2) 震动小、四缸带来的跑车哨声等带来更享受的骑行的感官体验, 典型如赛 600 拥有国内唯一四缸发动机大批量产车型; (3) 更好体现自己特色, 大排量车型的购买集中度更小, 对于排量段、发动机型号、车型类别等需求具有较大选择差异性。



图表29：换购车型考虑的首要因素是排量和发动机型号



赛600

春风450SR

川崎 Ninja 400

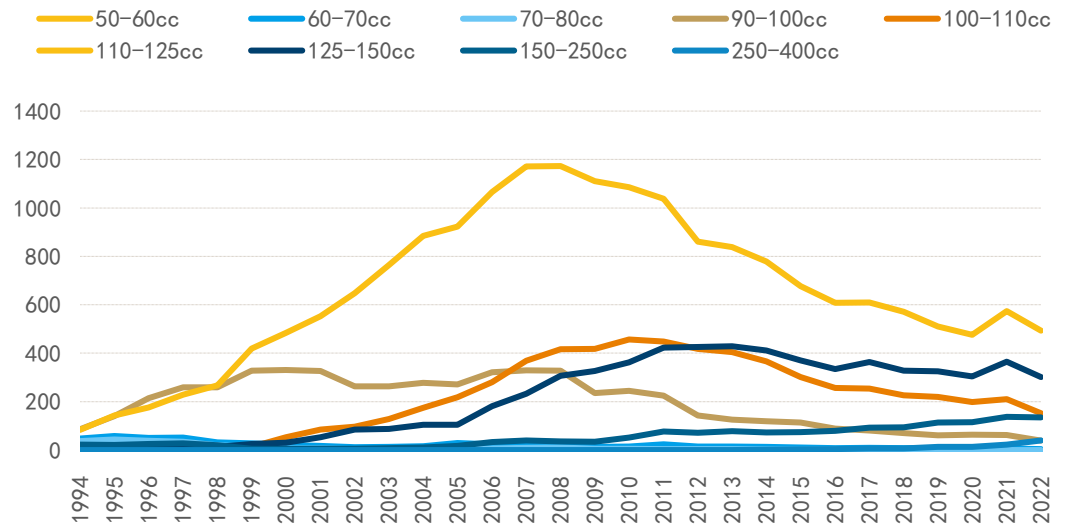
- ✓ 升级方向是排量和发动机型号
- ✓ 颜值高
- ✓ 更体现自身特色
- ✓ 排量更大

来源：摩托范，国金证券研究所

换购更大排量是未来增长方向。升级方向是排量和发动机型号，更大排量摩托是下一轮增长的方向，历史中小各排量的销量登顶后下滑伴随更大排量的兴起

大排量摩托车用户粘性强，80%以上的用户还会复购，20-23年购买入门款的用户后续会换购成更大排量。在公共卫生事件期间已经培育出的250cc-400cc的摩托车友，后续将逐步释放对400-750cc的需求，而后是750cc以上。但是国内客户对品牌的忠诚度不高，对摩托车品牌偏好程度没有海外强烈，因此主要靠硬实力比拼。

图表30：各排量摩托车销量下滑伴随着更大排量的崛起（万辆）



来源：摩托车商会，国金证券研究所

车手换购节点来临，对更大排量摩托车需求将持续提升。由于排量越大对骑车技术的要求越高，新手一般从250-400cc开始入门，2年内换购到进阶排量段（400-750cc）的比例较高，后续受成瘾性影响再往更大排量上迭代。

3.3 商业模式：坚持精品战略，拓展热门车型完善产品矩阵

大排量摩托车方兴未艾，公司坚持精品发展战略。公司精益求精，往往第一版车型就有较好的品质，如公司首款仿赛上市即爆款。这样的优势在于利于打造良好的口碑，劣势在于速度较慢可能导致难以在初期抢占快速兴起的玩乐型摩托市场，由于公司的产品矩阵日益丰富，目前这样的劣势也逐步减少。



图表31: 公司采用精品战术, 单车爆款率有待提升

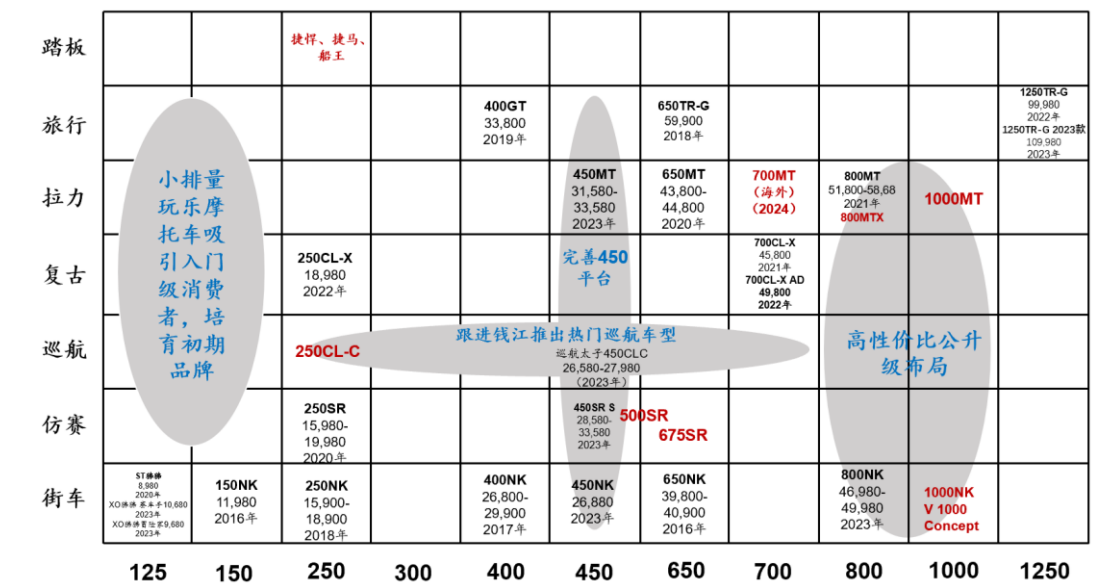
	大排数量	爆款	爆款数量	爆款占比
豪爵铃木	6	GSX250R、DL250	2	33%
QJMotor	41	赛 550S、赛 600、赛 800、闪 300S、鸿 250、赛 250、闪 600	7	17%
公司	38	250SR、450SR、450CL-C、450NK	4	11%
隆鑫无极	24	CU525、SR250GT、250RR、DS525	4	17%

来源: 摩托范, 国金证券研究所 (注: 爆款定义为摩托范官网车型人气榜前 50 名)

公司项目延迟问题持续改善, 新品开发速度持续提升。由于对细节有较高追求, 公司历史多次出现新品延迟上市, 如 250SR 原定 2019 年年中, 实际 2020 年初上市, 700CL 原定 2020 年春季上市, 实际在淡季 2020 年 10 月推出, 导致历史订单有大批取消的现象。但这样的问题后续持续改善, 主要通过 2021 年引进事业部改革, 并将目标制定、产品企划、开发下放至事业部, 从而提升项目速度。截至 2024 年 4 月, 摩托范显示公司在售共计 8 款车型, 仅比钱江少 3 款。

据摩托范网站显示, 公司未来新车主要集中在用公司优势车型拉力车 (MT 系列) 和仿赛车 (SR 系列), 且主要集中于较大排量车型, 排量集中于 450-1000CC。

图表32: 公司新车主要集中在旅行 MT、仿赛 SR, 排量 450-1000CC (横轴: 排量, 单位 CC; 纵轴: 车型分类)



来源: 摩托范, 国金证券研究所

注: 红色字体表示待发布新车型

3.4 外观设计、品牌和宣传能力强, 产品定位持续向上

大排量摩托车属于可选消费, 因此产品、品牌和渠道力都需要具备。(1) 品牌力: 通过顶尖品牌背书提高销量、毛利率; (2) 产品力: 大排量摩托要求品控、性能皆优, 掌握关键发动机技术; (3) 渠道力: 渠道数量多且具备较强的利益关联, 助推企业销量提升, 形成规模效应。

公司品牌持续向上, 体现在四方面: 1) 国宾车; 2) 国际赛事; 3) 与 KTM 深入合作; 4) 狒狒打动新手, 培养品牌意识。

品质过硬, 成为国宾护卫专用摩托车指定生产商。通过层层筛选, 2014 年, 公司推出的国宾 650 摩托车成为中央政府定制的国宾护卫队专用车辆。该车被工业和信息化部誉为“代表国产摩托车制造水平的最高成就”。至今, 公司国宾车执行了数百场护卫任务, 包括阅兵庆典、外交护卫、APEC 会议、G20 峰会、9.3 大阅兵等重要场合, 全面提升了国内知名度和品牌形象。2023 年法国总统访华时, 国宾 1250 成为新一代国宾车。



图表33: 公司国宾车在 9.3 阅兵中护卫老兵



来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司积极投身参与国际顶尖赛事、灵活运用多元推广渠道提升品牌力。公司 2022 年成为登陆 MOTOGP Moto3 250cc 级别比赛首家中国主机厂, 以赛事拉动品牌建设, 提升公司全球市场品牌力。公司每年都坚持参加曼岛 TT、骑行学院、EMT 挑战赛、北京摩托车展等活动, 2022 年, 公司参加国际顶级摩托车赛事 MotoGP (世界三大摩托车赛事) 的 Moto3 组别赛事, 并在印尼站获得季军; 2024 年 3 月, 在 2024 Moto 3 新赛季揭幕战卡塔尔站的比赛中, 公司获得冠军, 这也是中国车厂在 MotoGP 赛事中的首个冠军, 4 月在 2024 Moto 3 第三站 美国站中再次获得冠军, 进一步提升了品牌知名度。

图表34: 公司 2016 年参加曼岛 TT 赛事并获得第四名

图表35: 公司 24 年 3 月获得中国车厂在 MotoGP 赛事中的首冠

ISLE OF MAN TT RACES FUELLED BY MONSTER ENERGY							
28th MAY - 10th JUNE 2016							
Bennetts Lightweight TT - Result Sheet							
Pos	No.	Rider	Machine/Entrant	Time	Speed	Subclass	Replica
1	6	Ivan Lintin	Kawasaki / Devitt RC Express Racing	01:16:26.691	118.454	Silver	
2	3	James Hillier	Kawasaki / Quattro Plant Muc-Off Kawasaki	01:16:39.153	118.133	Silver	
3	1	Martin Jessopp	Kawasaki / Riders Motorcycles	01:18:23.536	115.511	Silver	
4	7	Gary Johnson	WK Bikes / CF Moto/WK Bikes	01:18:25.920	115.453	Silver	
5	33	Stefano Bonetti	Paton / CCM Motorsport	01:18:30.752	115.334	Silver	
6	10	Daniel Cooper	Kawasaki / DAN COOPER RACING/SB TU	01:19:06.561	114.494	Silver	
7	29	Jamie Cosgriff	Kawasaki / R/P Racing / Jamie Coward Ra	01:19:37.958	113.711	Silver	
8	38	Colin Stephenson	Kawasaki / VRS Racing	01:20:04.695	112.611	Bronze	
9	20	Bjom Gunnarsson	Kawasaki / DP Coldplating/TC Racing	01:20:25.519	112.591	Bronze	
10	11	James Cawton	Kawasaki / Cowton racing by Racid/iles	01:20:30.711	112.470	Bronze	
11	23	Michal Dokoupil	Kawasaki / Motopoint Indi Racing Team	01:21:12.530	111.505	Bronze	
12	28	Matia Costello	Kawasaki / NGK Spark Plugs/SB TuningM	01:21:12.595	111.504	Bronze	
13	40	Barry Furber	Suzuki / Vauxhall/Greenhouse/Moto-Design	01:21:15.871	111.429	Bronze	
14	44	Dave Moffitt	Jhs Racing Suzuki / JHS Racing	01:21:27.226	111.170	Bronze	
15	27	Adrian Hansson	Kawasaki / PMS Racing & Town Garage	01:21:38.358	110.962	Bronze	
16	69	Craig Neve	WK Bikes / CF Moto/WK Bikes	01:21:45.090	110.785	Bronze	
17	37	Shaun Anderson	Kawasaki / Anderson Race Developments	01:22:13.239	110.133	Bronze	
18	15	Sam West	Kawasaki / Ice Valley / Four Angels Racing	01:22:27.589	109.813	Bronze	
19	49	Anthony Redmond	Kawasaki / Alan Young Peel IOM	01:23:14.188	108.789	Bronze	
20	36	Timothee Monot	Kawasaki / TMR	01:23:14.904	108.773	Bronze	
21	70	Steve Heneghan	Kawasaki / Reactive Parts	01:23:18.356	108.698	Bronze	
22	43	David Madsen-Mygdal	Kawasaki / Martin Bullock Motorsport	01:23:32.009	108.432	Bronze	
23	48	Paul Smyth	Kawasaki / Billy Cummins Racing	01:24:07.730	107.635	Bronze	
24	16	Ryan Kneen	Suzuki / CBG contractors	01:24:38.240	106.988	Bronze	
25	60	Rob Livesey	Kawasaki / ECONOLOFT	01:24:42.752	106.893	Bronze	
26	58	Daniel Harrison	Suzuki / JHS Racing	01:24:59.234	106.548	Bronze	
27	67	Darren James*	Kawasaki / KMR Kawasaki / SGS Internatio	01:25:28.770	105.934	Bronze	
28	41	Chris Petty	Kawasaki / PWM-Sales Ltd	01:25:50.002	105.467	Bronze	
29	56	Callum Ludlow	Suzuki / DUNLOP RACING	01:25:56.770	105.318	Bronze	
30	65	Olaf Romoy*	Kawasaki / ROMOTOR RACING	01:26:09.184	105.106	Bronze	
31	57	Stephen McKnight	Suzuki / Self	01:26:22.988	104.826	Bronze	
32	55	Eric Wilson	Suzuki / Mike Smith Racing	01:26:30.715	104.670	Bronze	
33	68	Alan Bud Jackson	Kawasaki / Oddfellows arms	01:26:48.729	104.309	Bronze	
34	64	Alastair Fagan*	Suzuki / JHS Racing	01:28:00.306	102.894	Bronze	

来源: 摩托范, 国金证券研究所

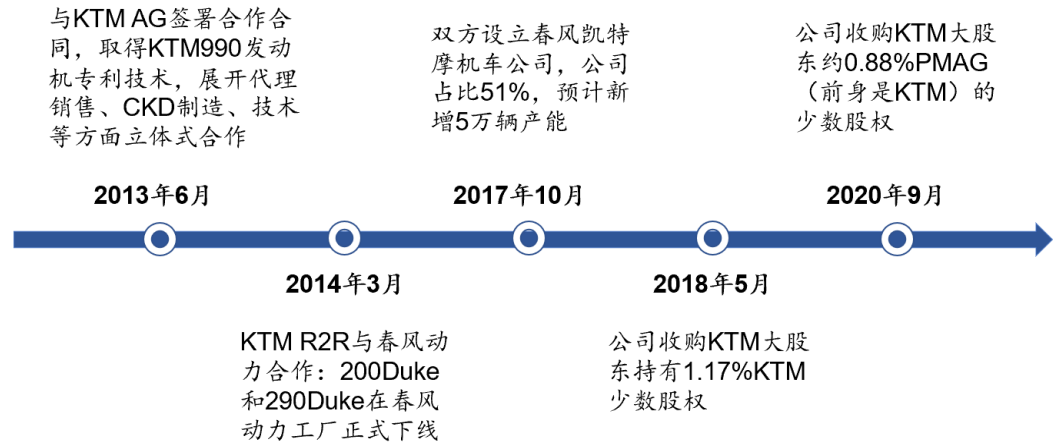


来源: 摩托范, 国金证券研究所

与海外品牌的合作同时提升了公司的品牌力和技术。公司自 2013 年起与 KTM 合作, 并获得了 KTM990 发动机专利技术, 2017 年双方设立春风凯特摩机车公司, 并设立凯特摩工厂; 随着合作关系的持续变好和加深, 公司还陆续收购了 KTM 的 1.17% 和 0.88% 股权。受益于 KTM 的品牌合作, 公司品牌的知名度和形象进一步提升。



图表36: 公司与 KTM 深度合作



来源：摩托范，公司官网，国金证券研究所

高性价比小车打动入门车手，培养品牌意识。国内消费者对摩托车的品牌粘性较弱，公司推出狒狒系列等高性价比小排量摩托车，可以让消费者入门时就购买公司产品，而后通过较好的售后服务逐步打动消费者，从而提升消费者对公司的品牌粘性。

图表37: 目前已上市 MINI 125cc 的基本都是知名度较小的品牌



来源：摩托范，公司官网，国金证券研究所

公司发动机技术自研，与 KTM 深入至发动机合作，研发基因较好。公司产品布局速度相比钱江还有提升空间，但近年来研发费用率一直属于业内较高水平，加上产品矩阵持续完善，2023 年上半年推出 XO 狒狒、800NK、1250cc TR-G 大巡航舰、800MT 探险版、450 SR S、XO 狒狒冒险家 共 6 款油车，相较于前几年每年推 6 款以内新车，新品研发速度已经快速提升。

图表38: 单平台开发需 5 年以上，公司目前拥有平台数高于同行

燃油两轮	钱江 (含贝纳利)	春风	隆鑫无极
拥有的动力平台	125、150、250、300、350、400、500、550、600、700、750、800、900、1200	125、150、250、400、450、650、700、800、1250	125、150、200、250、300、350、400 (宝马代工)、500、650、850
平台数量	14	9	10

来源：公司公告，摩托范，国金证券研究所

厂商转型精细化渠道管理升级优化渠道质量，加速市场渗透。当前各公司仍处于大力投入研发、提升产品力形成竞争壁垒的上升阶段，对于具有强消费属性的中大排量摩托，如何让消费者了解品牌的产品并产生购买意愿是抢占市场份额的落地关键。粗放型布局即厂商



多以扩张渠道为目的，优势在于速度和渠道数，但对经销商的质量管理较为松散，难以及时得到市场反馈的信息优化生产和营销；精细化渠道布局通过找到优质、经验丰富的省级代理商，由其发展对应地区的经销商门店，在各层级渠道进行上下统一的管理，同时在市场拓展至一定程度后设立直营门店，严格把控终端的服务并形成数据回收，有助于提升品牌服务水平和产品精准研发能力。

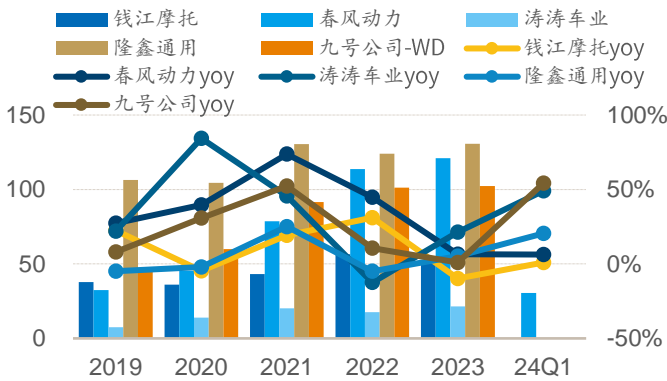
春风采取直销模式，持续下沉。CFMOTO、KTMR2R 和 ZEEHO 采用直营模式，据年报披露，2023 年累计经销网络近 1700 家，直辖市和省省会城市已实现 100% 的全覆盖，地级市覆盖率达到 90% 以上，并逐渐向三四线城市下沉。

4、财务分析：主要财务指标稳中向好，周转能力领先行业

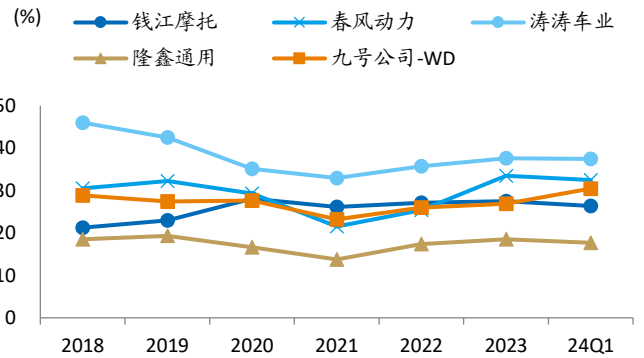
营收呈上升趋势，但增速放缓，毛利率水平不断提升。21/22/23/24Q1 年，公司整体业务营收分别为 78.61/113.78/121.10/30.61 亿元，同比增速分别为 +73.71%/+44.73%/+6.44%/+6.31%，对应毛利率 21.5%/25.4%/33.5%/32.5%。公司主营业务以全地形车和摩托车销售为主，每年营收占比约 90%（其中全地形车占比 50%-60%，摩托车占比 30%-40%），近年来由于产品结构的优化，高附加值系列产品稳步提升，公司主营业务收入呈现上升趋势，但是收入增速在 2023 年至 24Q1 下降明显，主因四轮车在海外受公共卫生事件持续影响积累库存以及国内外消费增速放缓影响。

公司 23 年年报显示，23 年归母净利润为 10.08 亿元，同比+43.65%，扣非净利润 9.71 亿元，同比+21.78%。在行业承压的情况下仍取得了较大增幅，可见公司整体具备较强的阿尔法。

图表39：公司营收增速处于行业较高水平（亿元）



图表40：公司毛利率处于行业中等偏上水平

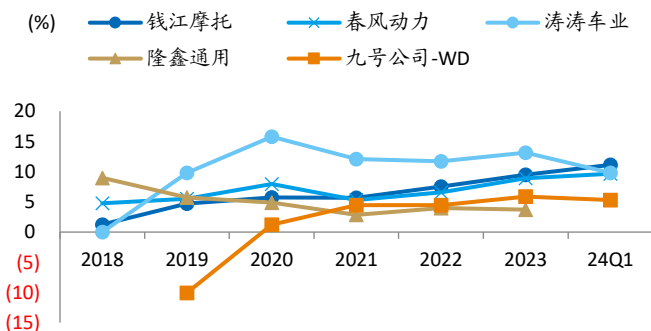


来源：Wind，国金证券研究所

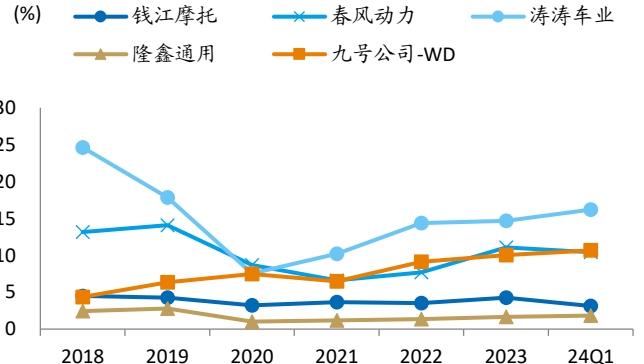
来源：Wind，国金证券研究所

产品结构持续优化，近年来销售净利率由 2018 年的 4.8% 提升至 24Q1 的 9.6%。24Q1 公司净利率保持上升，高于 20 年水平，达到近年来高点。21 年净利率同比下降 2.58%，主要是由于公共卫生事件导致的海运费增加以及美国加征关税导致成本增加。22Q1 起海运费逐渐回落，截至 23 年已恢复公共卫生事件前正常水平，加之公司四轮车产品结构中高附加值的 U/Z 系列产品销量提升，拉高了产品平均售价。同时，由于 U/Z 产品的关税为 15%-20%，低于 ATV 产品 25% 的关税水平，因此 U/Z 产品销量的提高带来了国际关税支出的减少，预计未来公司净利率将呈现稳中有升的态势，保持行业较高水准。

图表41：公司销售净利率处于行业中等水平



图表42：公司销售费用率处于行业中等水平





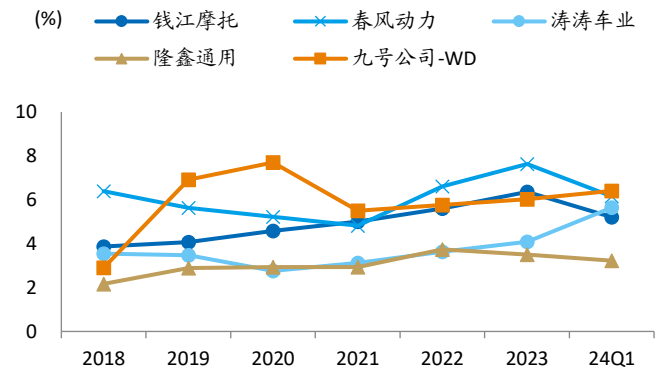
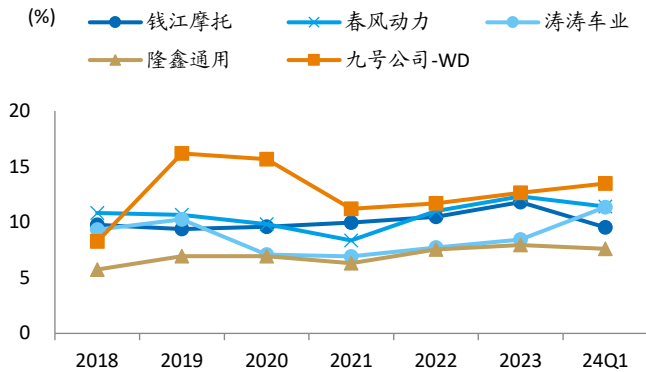
来源: Wind, 国金证券研究所

销售费用率因终端促销提升, 管理费用率维持较低水平。21/22/23/24Q1 年销售费用率分别 6.60%/7.70%/11.07%/10.40%, 23 年出现该大幅提升主要源于公司积极进行终端库存的促销, 导致短期支出有所增加, 24Q1 库存周期返回正常水平, 对应销售费用率也开始下滑, 预计 24 全年销售费用率相比 24 年将出现下降。21/22/23/24Q1 管理费用率分别为 8.36%/11.00%/12.32%/11.40%, 维持了行业内较低水平。由于公司为了提高市场占有率而持续投入研发费用进行产品升级, 公司 21/22/23/24Q1 年研发费用占比为 4.82%/6.61%/7.63%/6.16%, 23 年达行业最高水平。

来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 公司管理费用率处于行业中位水平

图表44: 公司研发费用率处于行业较高水平



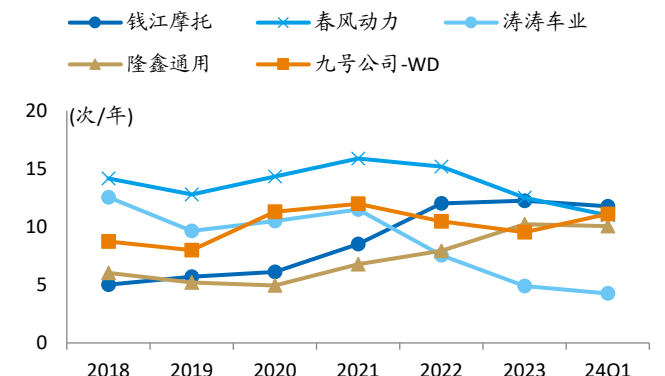
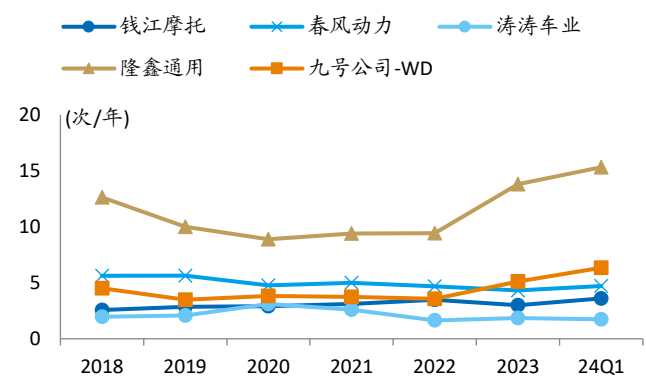
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

存货周转率处于行业中等偏高水平, 应收账款保持行业领先。公司存货周转率虽然显著低于隆鑫通用, 但与剩下的同行公司相比存在较大优势, 主要由于公司的市场卡位精准迅速, 从全国首款仿赛 250SR 到复古车型 450CL-C, 以及 22 年的爆款 450SR, 公司通过对市场的准确判断及时推出具有较强竞争力的特色产品, 加速销售。同时, 公司积极拓展海外市场, 参与国内外大型赛事以提高知名度与影响力。目前公司在欧美市场具有领先的占有率, 由于中美贸易摩擦的存在, 公司 22 年在泰国建立工厂, 有利于保证与欧美市场的贸易往来。因此, 随着热门产品的增加以及国际市场的扩张, 库存的理清, 存货周转率有望继续提升。

图表45: 存货周转率处行业中等偏高水平

图表46: 公司应收账款周转率处于行业较高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 24Q1 存货周转率进行了年化处理

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

1、四轮车业务

四轮车市场由“速度型”向“质量型”转变, 呈现出整体市场销量平稳、UZ 占比提升的结构性升级趋势。从产品结构来看, ATV 需求保持稳定, 基本维持在年均 40 万辆左右, 而 U/Z (含 UTV 和 SSV) 需求占比则呈现出稳定增长的趋势, 年均市场规模由 2016 年的 48 万辆增长至 2023 年的 62 万辆, 年复合增长率达 3.72%。23 年毛利率水平为 39.52%, 实际



毛利率受到关税和海运费成本化的影响。预计 24-26 年公司四轮车销量分别为 16.40/17.84/19.24 万辆，其中 24 年主要受 23 年底上市的 ATV 车型 X8、X10 销量带动，因 ATV 毛利率较 UTV 更低，23 年的毛利率可能略有下滑；25 年开始预计将有多款 UTV 上量，毛利率有望随 UTV 占比的提升而逐步提升，预计 24-26 年毛利率分别为 32.79%/34.20%/36.30%。

2、两轮车业务

国产替代趋势较强，海外成增长支撑点。外销看，公司 2023 年两轮摩托出口 9.77 万台，同比增长 78.22%。预计随出口渠道持续扩张、出口产品矩阵丰富，未来公司出口两轮摩托车将保持较高增速。内销看，国内大排量摩托车渗透率仅 3%，在可选消费品中具有较高增长潜能，中短期受国内消费需求复苏缓慢等多重因素影响，摩托车行业国内市场竞争加剧。国内外各大摩托车品牌相继不同程度下调产品价格，以应对市场竞争，我们预计公司内销保持中低速增长。公司未来将布局多款 450-700cc 热门车型并推向海外，预计两轮燃油摩托车 24-26 年销量分别为 24.99/28.88/33.68 万辆。毛利率有望随更大排量的占比提升而提升，预计 24-26 年毛利率分别为 25.2%/25.35%/25.98%。

3、费用预测

销售费用率方面，21、22 年分别为 6.6%、7.7%，由于 2023 年公司采取促销降库，导致 2023 年销售费用率较高，23 年销售费用率为 11.07%，由于库存已基本恢复正常水平，后续降库压力减小，预计 24-26 年销售费用率分别为 7.8%/7.8%/7.8%，管理费用率分别为 4.5%/4.4%/4.4%。为持续开发电动化和智能化产品，预计公司继续保持研发投入强度，24-26 年研发费用率分别为 6.6%/6.6%/6.6%。

在以上假设基础上，我们预测，2024/2025/2026 年公司实现营收 138.76/157.99/180.05 亿元，归母净利润 12.54/14.80/18.71 亿元。

图表47：收入拆分

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	113.78	121.10	138.76	157.99	180.05
收入增速	44.73%	6.44%	14.58%	13.85%	13.97%
综合毛利率	25.37%	33.50%	29.43%	30.18%	31.37%
1、四轮车业务					
收入	68.38	65.04	74.52	84.06	92.64
销量（万辆）	16.67	14.70	16.40	17.84	19.23
收入增速	40.15%	-4.88%	14.58%	12.80%	10.21%
毛利率	27.46%	39.52%	32.79%	34.20%	36.30%
2、两轮车业务					
收入	33.71	44.79	54.24	63.93	77.41
销量（万辆）	13.93	19.70	24.99	28.88	33.68
收入增速	46.71%	32.85%	21.11%	17.86%	21.09%
毛利率	20.53%	24.64%	25.20%	25.35%	25.98%
3、其他业务					
收入	11.69	11.27	10.00	10.00	10.00
收入增速		-3.53%	-11.30%	0.00%	0.00%
毛利率		34.01%	27.30%	27.30%	27.30%

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 投资建议

选取以摩托车为主营业务的钱江摩托、隆鑫通用，以及四轮车业务占比较大的涛涛车业和九号公司作为可比公司，2024 年平均 PE 为 21.5 倍。

考虑到公司海外四轮车销售结构优化，海外两轮国产替代趋势渐起，国内大排量摩托车方兴未艾且公司为龙二，今年产品矩阵补齐。未来三年复合增速为 23%，因此结合可比公司估值，给予公司 2024 年 22 倍 PE 估值，目标价 183.29 元。



图表48：可比公司估值

可比公司	市值 (亿元)	EPS					PE				
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
钱江摩托*	105	0.92	0.88	1.08	1.28	1.52	20.75	14.17	18.45	15.49	13.06
隆鑫通用	145	0.26	0.28	0.59	0.70	0.00	18.93	18.16	11.90	10.10	
涛涛车业	80	2.52	2.73	3.38	4.30	5.24		23.74	21.66	17.04	13.99
九号公司-WD	261	6.32	8.29	10.77	14.38	18.30	48.25	35.76	33.97	25.44	19.99
平均值	148	2.50	3.05	3.95	5.16	6.26	29.31	22.96	21.49	17.02	15.68
春风动力	227	4.67	6.69	8.33	9.84	12.44	24.04	15.27	15.90	13.47	10.65

来源：Wind，国金证券研究所

注：带*号公司为已覆盖公司，EPS 来自国金证券，其余行业重点公司 EPS 均为 Wind 一致预期。估值日期为 2024 年 5 月 7 日

6、风险提示

市场竞争加剧风险。摩托车行业竞争日趋激烈，一方面同行业的竞争对手纷纷加大在四轮车、中大排量摩托车的研发与生产投入，增加市场的产能供给，对四轮车和中大排量市场的争夺加剧。另一方面，电动摩托车、电动自行车行业中小企业众多，盘踞各个区域市场。市场竞争过度将迫使公司存货增加、降价促销，从而对公司经营造成不利影响。

海外需求下行，增长不及预期风险。2023 年公司海外销售的占比约为 73%，区域政治环境、经济发展状况、关税政策与海运物流市场的需求变化等都将对公司的出口业务造成负面影响。

国内禁摩令政策变动，大排量摩托车增长不及预期风险。国内大摩托车正在增长阶段，多地禁限摩政策放松解禁尚处于讨论和试行阶段，进一步放松存在不确定性。可能因为禁摩令、居民收入增长不及预期等导致大摩托车的需求不及预期，对公司的经营销售产生负面影响。

人民币汇率波动风险。公司近 7 成收入来自海外，汇率大幅波动会导致公司产品竞争力和汇兑损益变动剧烈。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	7,861	11,378	12,110	13,876	15,799	18,005
增长率		44.7%	6.4%	14.6%	13.9%	14.0%
主营业务成本	-6,169	-8,491	-8,053	-9,793	-11,030	-12,358
%销售收入	78.5%	74.6%	66.5%	70.6%	69.8%	68.6%
毛利	1,693	2,887	4,057	4,083	4,769	5,648
%销售收入	21.5%	25.4%	33.5%	29.4%	30.2%	31.4%
营业税金及附加	-97	-142	-212	-197	-224	-256
%销售收入	1.2%	1.2%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-519	-876	-1,341	-1,082	-1,232	-1,404
%销售收入	6.6%	7.7%	11.1%	7.8%	7.8%	7.8%
管理费用	-278	-500	-567	-611	-695	-792
%销售收入	3.5%	4.4%	4.7%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	-379	-752	-924	-888	-1,011	-1,152
%销售收入	4.8%	6.6%	7.6%	6.4%	6.4%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	419	618	1,014	1,305	1,606	2,043
%销售收入	5.3%	5.4%	8.4%	9.4%	10.2%	11.3%
财务费用	-33	297	191	124	114	140
%销售收入	0.4%	-2.6%	-1.6%	-0.9%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-5	-31	-55	0	0	0
公允价值变动收益	9	-14	1	1	1	1
投资收益	26	-123	1	0	0	0
%税前利润	5.8%	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	446	718	1,202	1,430	1,721	2,184
营业利润率	5.7%	6.9%	9.9%	10.3%	10.9%	12.1%
营业外收支	3	-6	-10	36	0	0
税前利润	449	714	1,191	1,466	1,721	2,184
利润率	5.7%	6.8%	9.8%	10.6%	10.9%	12.1%
所得税	-38	-35	-135	-161	-189	-262
所得税率	8.4%	4.5%	11.3%	11.0%	11.0%	12.0%
净利润	411	740	1,057	1,305	1,531	1,922
少数股东损益	0	39	49	51	51	51
归属于母公司的净利润	412	701	1,008	1,254	1,480	1,871
净利率	5.2%	6.2%	8.3%	9.0%	9.4%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	411	740	1,057	1,305	1,531	1,922
少数股东损益	0	39	49	51	51	51
非现金支出	72	127	205	198	233	269
非经营收益	-42	-89	-8	55	4	2
营运资金变动	-178	920	130	-92	41	-113
经营活动现金净流	264	1,698	1,385	1,465	1,809	2,080
资本开支	-386	-439	-486	-319	-412	-412
投资	-20	351	-383	1	1	1
其他	19	12	8	0	0	0
投资活动现金净流	-387	-76	-862	-318	-411	-411
股权募资	1,709	0	75	0	0	0
债权募资	-30	0	0	-91	0	0
其他	-76	-134	-235	-319	-321	-319
筹资活动现金净流	1,603	-134	-160	-411	-321	-319
现金净流量	1,461	1,680	412	737	1,078	1,350

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,375	4,323	4,506	5,213	6,269	7,603
应收款项	714	986	1,197	1,216	1,385	1,578
存货	1,558	2,067	1,663	1,798	1,904	2,031
其他流动资产	832	303	342	416	431	447
流动资产	6,480	7,679	7,709	8,643	9,988	11,659
%总资产	81.3%	80.4%	74.7%	76.4%	77.8%	79.5%
长期投资	307	267	498	498	498	498
固定资产	876	1,231	1,645	1,866	2,052	2,202
%总资产	11.0%	12.9%	15.9%	16.5%	16.0%	15.0%
无形资产	155	152	192	191	190	189
非流动资产	1,491	1,875	2,605	2,676	2,855	2,998
%总资产	18.7%	19.6%	25.3%	23.6%	22.2%	20.5%
资产总计	7,971	9,554	10,314	11,319	12,843	14,657
短期借款	0	10	21	0	0	0
应付款项	3,824	4,623	4,247	4,479	4,707	4,772
其他流动负债	347	458	568	527	620	768
流动负债	4,172	5,090	4,836	5,006	5,327	5,540
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	119	169	306	149	137	132
负债	4,291	5,259	5,142	5,155	5,464	5,672
普通股股东权益	3,636	4,212	5,039	5,979	7,144	8,699
其中：股本	150	150	150	150	150	150
未分配利润	942	1,519	2,314	3,255	4,419	5,975
少数股东权益	43	83	133	184	235	286
负债股东权益合计	7,971	9,554	10,314	11,319	12,843	14,657

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.742	4.681	6.697	8.332	9.840	12.436
每股净资产	24.230	28.111	33.491	39.742	47.482	57.818
每股经营现金净流	1.757	11.331	9.203	9.739	12.026	13.825
每股股利	0.400	0.830	0.830	2.080	2.100	2.100
回报率						
净资产收益率	11.32%	16.65%	20.00%	20.96%	20.72%	21.51%
总资产收益率	5.16%	7.34%	9.77%	11.07%	11.53%	12.77%
投入资本收益率	10.36%	13.69%	17.31%	18.85%	19.37%	20.01%
增长率						
主营业务收入增长率	73.71%	44.73%	6.44%	14.58%	13.85%	13.97%
EBIT 增长率	4.17%	47.34%	64.12%	28.78%	23.02%	27.24%
净利润增长率	12.78%	70.43%	43.65%	24.42%	18.10%	26.39%
总资产增长率	89.72%	19.87%	7.95%	9.74%	13.47%	14.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.0	24.1	29.2	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	73.1	77.9	84.5	67.0	63.0	60.0
应付账款周转天数	95.2	88.2	98.3	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	20.0	30.7	40.2	38.3	35.6	32.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-107.5%	-101.9%	-88.6%	-86.2%	-86.3%	-85.7%
EBIT 利息保障倍数	12.9	-2.1	-5.3	-10.5	-14.1	-14.6
资产负债率	53.84%	55.05%	49.85%	45.55%	42.54%	38.70%



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	15	19	22	42
增持	0	3	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.14	1.12	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究