

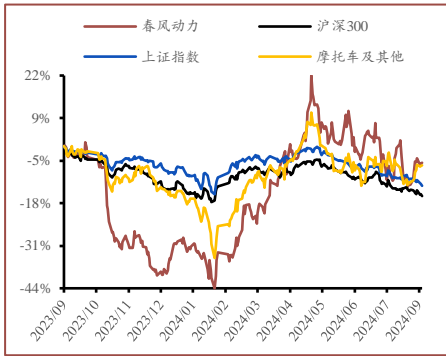
两轮+四轮车领航者，深化全球布局迎春风

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-09-04
收盘价(元)	135.55
流通股本(亿股)	1.51
每股净资产(元)	35.91
总股本(亿股)	1.51

最近12月市场表现



分析师 余炜超
SAC证书编号: S0160522080002
shewc@ctsec.com

分析师 孟欣
SAC证书编号: S0160523090002
mengxin@ctsec.com

分析师 谢铭
SAC证书编号: S0160523010001
xieming@ctsec.com

相关报告

- 《23Q3 业绩承压，期待四季度景气度提振》 2023-10-18
- 《业绩高增长，受益全球化布局和产品结构优化》 2023-07-16
- 《业绩超预期，产品力持续向上》 2023-04-16

核心观点

- ❖ **两轮+四轮齐发力，受益海内外消费结构变化：**公司为国内全地形车及中大排二轮摩托车龙头企业，按2023年收入占比看，全地形车占比54%，摩托车占比37%，产品谱系持续完善，适应市场不同需求。公司深耕海外市场，多年不懈推进全球化市场布局，营收/利润取得持续增长，2018-2023年CAGR分别达+36.61%/+52.98%。
- ❖ **全地形车结构优化，高价值产品U/Z占比持续提升：**2023年全球销量95.5万辆，同比+1.1%，主要集中于北美（占比84.3%），且产品结构逐步优化，高价值量U/Z系列产品占比逐渐提升（由2016年提升10.4pct至2023年的65%）。历史上行业由外资寡头垄断，2018年行业CR5=80%+，公司在疫情影响海外产能之际，快速铺开产品实现破局。2024年去库周期基本结束，公司经营周期拐点已至。展望未来，公司持续推出新品，拓展产品谱系，有望搭乘北美行业迎来周期拐点东风，在海外产能加速落地条件下加速渗透率提升。
- ❖ **中大排量备受市场青睐，中国摩托量价齐升：**量：2023年中国摩托车出口数量达831.68万辆，同比+8.79%；中大排量摩托车销量达52.54万辆，2017-2023年CAGR=33.4%。价：2023年出口摩托车平均单价约为657美元/辆，2018-2023年CAGR=4.25%。公司专注自主品牌建设，品牌清晰度高，通过打造爆款取得市场好评，2023年中大排量摩托车销量7.7万辆，同比+35.1%，同时持续铺设海内外渠道（2023年海外渠道1700+家），坚持深化全球布局。
- ❖ **投资建议：**我们预计2024-2026年公司实现归母净利润分别为13.75/16.82/21.23亿元，同比增长36.44%/22.35%/26.24%，对应PE分别为15/12/10，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新品表现不及预期风险，海运费/汇率等因素变动风险，中大排量摩托车市场发展不及预期，中美贸易环境变动风险

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11378	12110	15085	18158	21558
收入增长率(%)	44.73	6.44	24.56	20.37	18.72
归母净利润(百万元)	701	1008	1375	1682	2123
净利润增长率(%)	70.43	43.65	36.44	22.35	26.24
EPS(元/股)	4.68	6.70	9.08	11.11	14.02
PE	24.04	15.26	14.93	12.20	9.67
ROE(%)	16.65	20.00	22.30	22.54	23.34
PB	4.00	3.05	3.33	2.75	2.26

数据来源：wind数据，财通证券研究所（以2024年09月04日收盘价计算）

内容目录

1	深耕欧美市场的全地形车&中大排摩托车领航者	6
1.1	全地形车及中大排二轮摩托车龙头，深耕海外市场	6
1.1.1	主营业务为全地形车和中大排摩托车	6
1.1.2	深耕海外市场，持续深化全球化布局	7
1.2	实控人持股比例高，多次实施股权激励	8
1.3	注重研发投入，深耕欧美市场，四轮&两轮营收持续增长	9
2	全地形车：行业结构优化，公司认可度持续提升	12
2.1	全地形车行业集中度较高，高价值量 U/Z 产品占比逐步提升	12
2.2	公司全地形车品牌技术力优，品质及性价比优势突出	15
2.3	公司产品矩阵日趋完善，受益周期拐点来临	17
2.3.1	去库结束，经营周期拐点可期	17
2.3.2	产品矩阵日趋完善，高端化转型有望拉动盈利能力/市场份额增长	19
3	深耕消费型细分市场，受益高端化、全球化发展	22
3.1	中大排量备受市场青睐，中国摩托量价齐升	22
3.2	专注自主品牌建设，渠道铺设覆盖国内海外	23
3.3	重视品牌力、动力、颜值打造，全球布局赢在未来	28
3.3.1	与海外知名企业合作，充分借力发展自身	28
3.3.2	他山之石，国内中大排量摩托车渗透率有较大提升空间	29
3.3.3	持续完善产品矩阵，重视大排量与多缸车型布局，高性能与创新齐飞	30
3.3.4	持续铺设渠道，坚持深化全球布局	32
3.3.5	极核电动：开拓新能源增长曲线	33
4	盈利预测与投资建议	33
4.1	盈利预测	33
4.2	投资建议	34
5	风险提示	35

图表目录

图 1.	公司发展历程	6
图 2.	公司深耕海外市场，多年不懈推进全球化市场布局	8

图 3. 关税压力持续得到缓解.....	8
图 4. 公司品牌持续开拓全球经销/零售网点.....	8
图 5. 截至 2024 中报, 公司股权结构图.....	9
图 6. 公司营收持续增长.....	10
图 7. 归母净利润持续向上.....	10
图 8. 全地形车&摩托车为公司业务两大支柱	10
图 9. 产品毛利率总体向好.....	10
图 10. 公司深耕欧美市场, 两轮车国内、国际并重发展.....	10
图 11. 北美、欧洲、国内市场毛利率.....	10
图 12. 期间费用率稳中有降.....	11
图 13. 公司盈利能力持续增长.....	11
图 14. 公司研发投入持续加大.....	11
图 15. 公司研发费用率处于行业较高水平.....	11
图 16. 预计 2030 年全球全地形车市场规模将达 193.2 亿美元.....	12
图 17. 全球全地形车市场销售规模达百万辆.....	13
图 18. 北美为全地形车主要消费市场.....	13
图 19. U/Z 产品占比持续提升	13
图 20. U/Z 较 ATV 价值量更高 (单位: 美元/台)	13
图 21. 2018 年北极星稳居行业龙头, 市占率达 41%.....	13
图 22. 我国全地形车行业布局较为滞后.....	13
图 23. 国内全地形车行业以出口业务为主.....	15
图 24. 全地形车出口均价波动上升.....	15
图 25. 2023 年公司全地形车出口额占比达 70.79%.....	15
图 26. 公司国内全地形车龙头地位稳固.....	15
图 27. 北极星全地形车库存指数处于较低水位.....	16
图 28. 公司市占率快速提升.....	16
图 29. 公司 2021 年平均售价仅为 3.24 万元/台, 销量达 15 万台, 显著增长.....	18
图 30. 2021-2023 年年初海运明显紧张	18
图 31. 2021 年公司让利抢占市场份额.....	18
图 32. 2022 年公司经销商库存车辆金额处于较高水位.....	19
图 33. 公司销售费用及销售费用率在 23Q1 达阶段性高峰.....	19
图 34. 公司大力完善高端产品布局, 拓展远期增长点.....	19
图 35. 北美新品品质升级, 高端转型持续推进.....	22

图 36. 全球摩托车市场前景广阔.....	22
图 37. 2023 年本田全球摩托车市场占有率达 26.5%.....	22
图 38. 国内二轮摩托车市场逐渐恢复.....	23
图 39. 国内摩托车市场产品结构优化, 大排量占比提升.....	23
图 40. 中国摩托车出口稳健发展.....	23
图 41. 国内品牌持续研发, 出口均价迅速上升.....	23
图 42. 250SR 外观设计酷飒流畅, 极具吸引力.....	27
图 43. 450SR 外观增加定风翼设计, 提高车辆稳定性.....	27
图 44. 公司两轮车坚持国内外市场并重发展.....	27
图 45. 2023 年公司两轮车外销业务占比 51.15%.....	27
图 46. 公司产品结构持续优化.....	28
图 47. 2013 年公司与 KTM 达成战略合作关系.....	28
图 48. 2017 年春风与 KTM 宣布成立春风凯特摩.....	28
图 49. R 系赛车为雅马哈主打产品.....	29
图 50. 春风 150SC 重新涉足踏板车业务.....	29
图 51. 2022 年日本中大排摩托车中大排渗透率达 24.9%.....	29
图 52. 中国中大排摩托车渗透率有较大上升空间.....	29
图 53. 中大排摩托车出口业务增长迅速.....	30
图 54. 抖音平台上摩托车相关词条热度火爆.....	30
图 55. 2024Q1 公司中大排量摩托车销量达 2.53 万辆.....	30
图 56. 2024H1 公司中大排量摩托车市占率达 21.1%.....	30
图 57. 公司持续完善产品矩阵, 重视大排量及多缸车型布局.....	31
图 58. 675SR-R 产品外观.....	32
图 59. 250SR-R 产品外观.....	32
图 60. 2023 年公司全球零售/经销商网点数量超 4000 家.....	33
图 61. 2023 年两轮车海外经销网络数量超 1700 家.....	33
图 62. 极核发布首款都市科技出行踏板电自 AE2.....	33
图 63. 2024 极核品牌战略会敢为不同.....	33
表 1. 公司产品谱系持续完善, 适应市场不同需求.....	7
表 2. 公司多次实施股权激励计划, 彰显发展信心.....	9
表 3. 全地形车根据结构可分为 ATV、UTV、SSV 三大类.....	12
表 4. 公司全地形车品牌规划清晰, 技术升级产品性价比超越竞对.....	16

表 5. 公司全地形车产品在发动机/地盘等多个方面实现性能持平乃至超越.....	17
表 6. 公司新品 CFORCE 1000T 具备市场竞争力	20
表 7. 公司新品 ZFORCE 950 SPORT 4 相比北极星同类车型在多方面有所优化	21
表 8. 2024.8.5 公司位于摩托车品牌排行榜第二名.....	24
表 9. 春风 250SR 性价比优于同期上市竞品.....	25
表 10. 春风 450SR 性价比优于同期上市竞品，2024 款 450SR 性价比进一步提升.....	26
表 11. 春风 500SR VOOM 最高时速方面优于绝大多数竞品	32
表 12. 公司分产品拆分及预测.....	34
表 13. 春风动力可比公司估值表.....	35

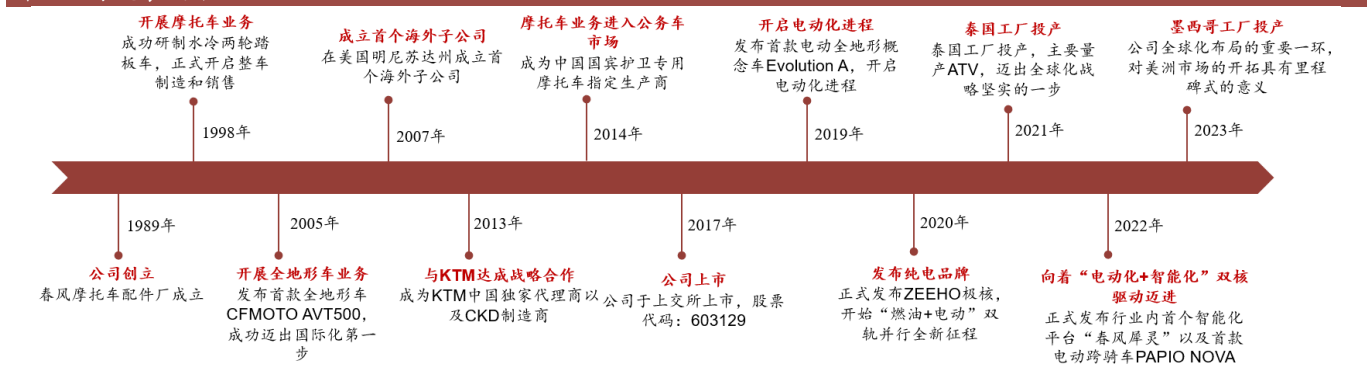
1 深耕欧美市场的全地形车&中大排摩托车领航者

1.1 全地形车及中大排二轮摩托车龙头，深耕海外市场

1.1.1 主营业务为全地形车和中大排摩托车

公司为国内全地形车及中大排二轮摩托车龙头企业。1989年，春风摩托车配件厂成立；1998年，公司正式开启摩托车整车制造和销售业务；2005年发布首款全地形车 CFMOTO AVT500，正式开启全地形车业务；2013年，公司与KTM达成战略合作，成功成为KTM中国独家代理商以及CKD制造商；2017年，公司于上交所上市；2020年，公司正式发布纯电品牌极核，开启全新增长曲线。



















图1.公司发展历程



数据来源：公司官网、财通证券研究所

公司产品谱系持续完善，适应市场不同需求。公司业务主要为全地形车和摩托车，合计营收占比90%+，2023年，全地形车营收占比54%，摩托车营收占比37%。全地形车方面，公司产品包括ATV、SSV、UTV三大类，适应疫情后市场需求回调的趋势，陆续完善高端产品布局；摩托车方面，公司深耕消费型细分市场，产品覆盖各排量段及类型，主攻 $\geq 250\text{cc}$ 的中大排量细分赛道，持续推新，并积极推动中大排摩托车出海，拓展全球市场。

表1.公司产品谱系持续完善，适应市场不同需求

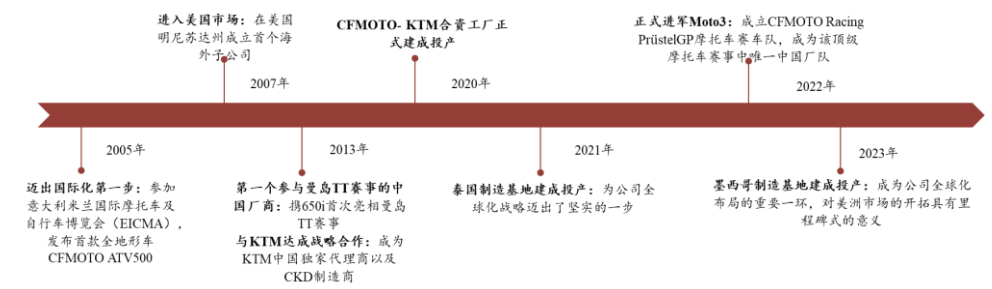
业务	分类	排量 (cc)	产品	售价 (元)	图例
全地形车	YOUTH	110	CFORCE 110、CFORCE EV110	6899-18800	
		450	CFORCE 450L	31800	
		520	CFORCE 520L	33800	
	ATV	625	CFORCE 625 TOURING	46800	
		850	CFORCE 850 TOURING	69800	
		1000	CFORCE 1000 TOURING、CFORCE 1000 OVERLAND	75800	
	SSV	550	ZFORCE 550 EX	49800	
		950	ZFORCE 950 SOIRT-4、ZFORCE 950 SPORT	93800-98800	
	UTV	1000	ZFORCE 1000 SPORT R、ZFORCE Z10、ZFORCE Z10-4	96800-约 160000	
		600	UFORCE 600	62800	
800		UFCORE 800 XL	\$12999		
摩托车		1000	UFORCE 1000、UFORCE 1000 XL、UFORCE U10 Pro、UFORCE U10 Pro XL	94800-133000	
		125	XO 狒狒 冒险家 ABS 版、XO 狒狒 赛车手 ABS 版、ST PAPIO	8980-10680	
		150	150SC、150NK	11980-13580	
		250	250CL-C、250SR-FUN、250SR 2023 款 单摇臂、250NK ABS 版	14980-18980	
		450	450-C 单座版、450SR-S、450CL-C 2024 款、450SR 2024 款、450MT 三箱版、450MT 标准版、450NK	26980-33580	
		500	500SR VOOM	34980-37980	
		650	650TR-G	59900	
		800	800NK	44980-49580	
		800	800MT 探险版	58680	
		1250	1250TR-G 2023 款	109980	

数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.1.2 深耕海外市场，持续深化全球化布局

公司深耕海外市场，多年不懈推进全球化市场布局。2005 年，发布首款全地形车 CFMOTO ATV 500，迈入国际化第一步；2007 年，在美国明尼苏达州成立首个海外子公司；2013 年携 650i（650i 由 CFMOTO 首款大排街车 650NK 改装而来）首次亮相曼岛 TT 赛事，并与 KTM 达成战略合作，成为 KTM 中国独家代理商以及 CKD 制造商；2020 年 CFMOTO-KTM 合资工厂正式建成投产；2021 年泰国制造基地建成投产，为公司全球化战略迈出了坚实的一步；2022 年正式进军 Moto3；2023 年墨西哥制造基地建成投产，对美洲市场的开拓具有里程碑式的意义。

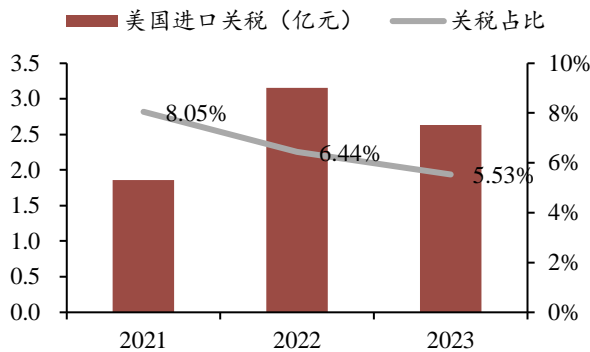
图2.公司深耕海外市场，多年不懈推进全球化市场布局



数据来源: 公司官网、财通证券研究所

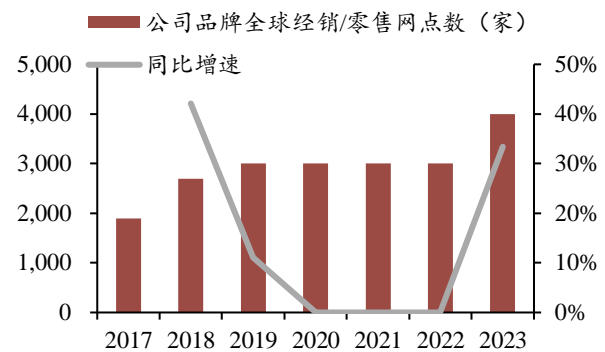
海外产能落地缓解关税压力，持续渠道开拓铺平发展进程。随着泰国产能及墨西哥产能落地，公司海外竞争优势显著提升，美国进口关税压力有望持续得到有效缓解，2022年美国进口关税3.16亿元，在北美营收中的占比达6.44%，占比同比下降1.61pcts；2023年美国进口关税2.63亿元，占北美营收比例为5.53%，占比同比下降0.9pcts。公司品牌全球经销/零售网点数已超4000家。

图3.关税压力持续得到缓解



数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

图4.公司品牌持续开拓全球经销/零售网点

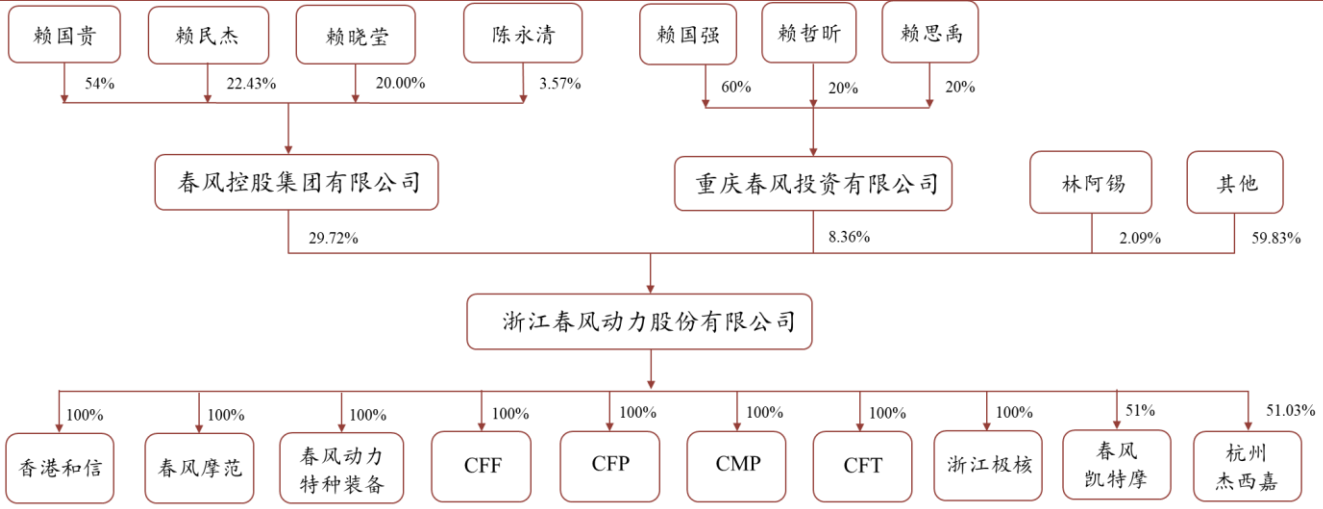


数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

1.2 实控人持股比例高，多次实施股权激励

公司股权结构清晰。截止2024年中报，赖国贵先生通过春风控股集团有限公司间接持有公司16.05%的股份，为公司实际控制人。春风控股集团有限公司、重庆春风投资有限公司及林阿锡为一致行动人，截至2024年中报，总计持股40.17%，股权结构清晰，利于高效管理决策。**公司主要子公司包括春风凯特摩、CFF、CFP、CFT、CMP等：**1) 春风凯特摩是公司与KTM的合资子公司，公司持股51%，主要负责“CFMOTO”、“KTM”、“KTMR2R”等多种型号产品；2) CFF和CFP主要负责北美市场的开拓与运营；3) CFT主要负责泰国工厂的生产，该工厂主要产品为ATV；4) CMP主要负责墨西哥工厂生产。

图5.截至 2024 中报，公司股权结构图



数据来源：iFind、财通证券研究所

公司多次实施股权激励计划，彰显发展信心。公司 2018-2024 年期间共实施六次股权激励计划，最近一期的股权激励计划是 2024 年 8 月，公司发布 2024 年股权激励计划及 2025 年至 2026 年员工持股计划，其中股权激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为 355 万份，约占总股本的 2.34%（首次授予 337.25 万股+预留 17.75 万股）。股权激励计划首次授予股票期权的行权价格为 106.00 元/份，涉及的首次授予激励对象共计 1310 人，占 2023 年底员工总数的 25.86%，包括公司核心管理人员及核心技术（业务）人员。业绩考核目标为 2024 年/2024 年-2025 年/2024 年-2026 年的累计营业收入不低于 140/305/505 亿元。

表2.公司多次实施股权激励计划，彰显发展信心

授权日	股票期权数量（万股）	行权价（元/股）	授予对象	授予人数	占授予时总股本比例
2018/3/22	126.3	11.91	公司董事、高级管理人员、核心管理及技术（业务）人员	215	0.95%
2019/5/24	287.4	23.33	公司董事、高级管理人员、核心管理及技术（业务）人员	322	2.60%
2019/11/18	50.1	28	副总经理杨国春及核心管理及技术（业务）人员	68	0.37%
2021/12/3	251.6	121.09	核心管理及技术（业务）人员	749	1.68%
2022/12/5	106.02	112.9	核心管理及技术（业务）人员	544	0.71%
待定	355	106	核心管理人员及核心技术（业务）人员	1310	2.34%

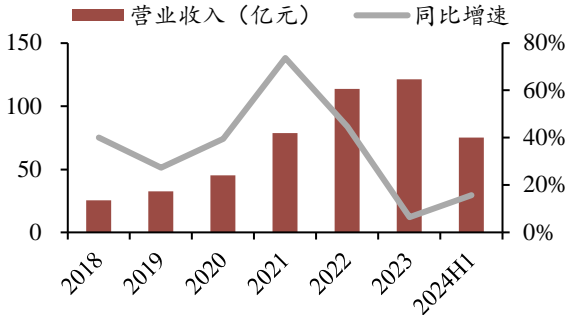
数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.3 注重研发投入，深耕欧美市场，四轮&两轮营收持续增长

公司营收持续稳定增长，盈利情况快速提升。出口业务高增+国内大排量摩托车市场扩大推动公司营收利润双增长。2023 年，公司实现营业收入 121.1 亿元，同比增长 6.44%，2018-2023CAGR=36.61%；24H1 营业收入达 75.3 亿元，同比增速达 15.73%。2023 年，公司归母净利润达 10.1 亿元，同比增长 43.65%，2018-2023

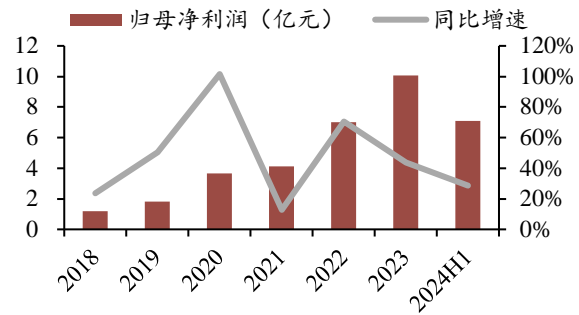
CAGR=52.98%；24H1 归母净利润达 7.1 亿元，同比增长 28.49%，收入增速下滑主要系疫情导致海外累库去库影响，业绩增长有较大韧性。

图6.公司营收持续增长



数据来源：iFind，财通证券研究所

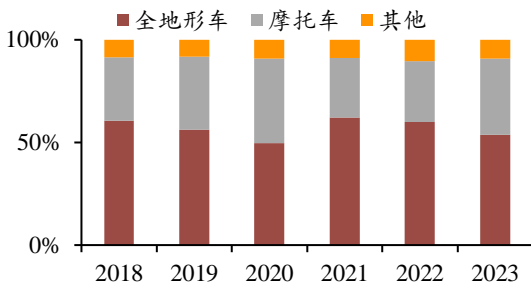
图7.归母净利润持续向上



数据来源：iFind，财通证券研究所

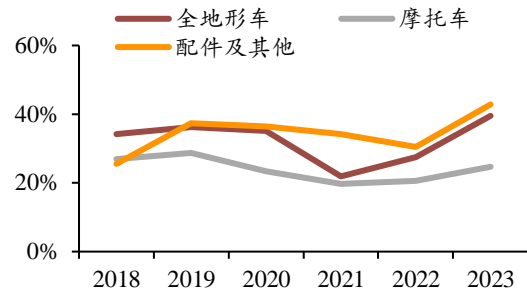
全地形车&摩托车为公司业务两大支柱，利润率水平疫情后逐步修复。2018-2023年，全地形车&摩托车业务总营收占比基本维持在90%以上，2023年占比达90.7%（其中全地形车占比50%-60%，摩托车占比30%-40%）。分产品来看，摩托车毛利率近年稳中有升，2023年达24.64%，同比增长4.11pcts；全地形车毛利率自2021年以来高速增长，2023年达39.52%，同比增长12.06pcts。

图8.全地形车&摩托车为公司业务两大支柱



数据来源：iFind，财通证券研究所

图9.产品毛利率总体向好

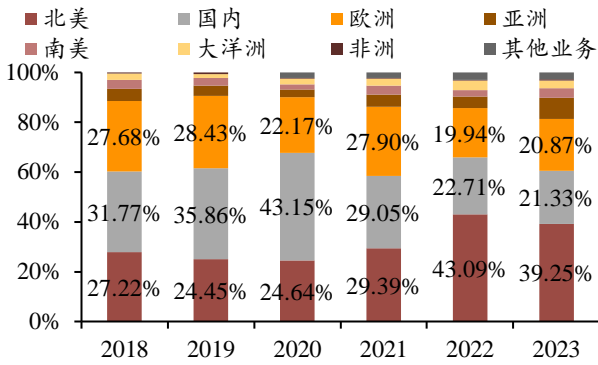


数据来源：iFind，财通证券研究所

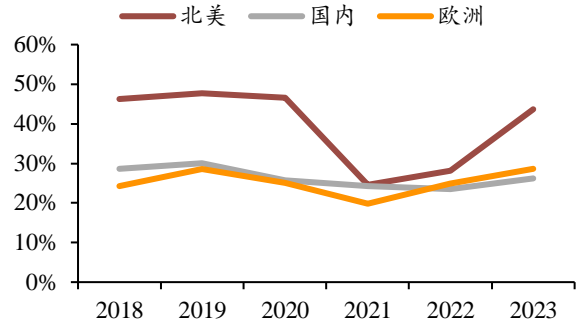
深耕欧美市场，两市场合计占比约60%。公司业务外销为主，2021年以来，公司出口北美及欧洲的销售总额约占公司营收总额60%，为公司主要销售市场；国内市场维持在20-30%之间。2023年北美/欧洲/国内市场销售毛利率分别达43.65%/28.56%/26.25%，同比增长15.52/3.65/2.75pcts。

图10.公司深耕欧美市场，两轮车国内、国际并重发展

图11.北美、欧洲、国内市场毛利率



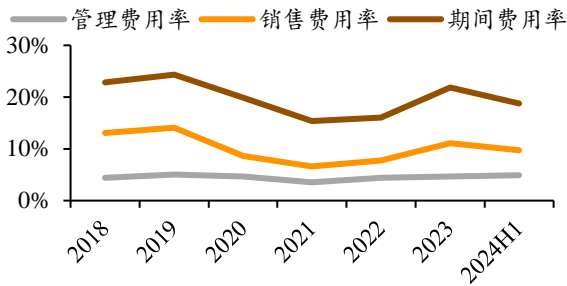
数据来源: iFind, 财通证券研究所



数据来源: iFind, 财通证券研究所

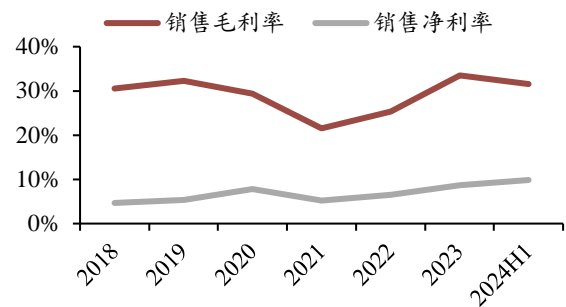
期间费用稳中有降, 负面因素缓解盈利能力改善。公司2023年期间费用率提升主要系海外渠道扩张及顺应市场去库趋势导致销售费用上升所致; 24H1 期间费用率/销售费用率 18.8%/9.7%, 同比下降 2.28/2.95pcts。2021 年海运费承压因素逐步缓解后, 公司盈利能力持续改善, 2023 年, 公司销售毛利率/净利率分别为 33.50%/8.73%, 同比大幅增长 8.13/2.23pcts。

图12.期间费用率稳中有降



数据来源: iFind, 财通证券研究所

图13.公司盈利能力持续增长



数据来源: iFind, 财通证券研究所

注重技术研发, 持续加大研发投入。公司拥有完善的设计、研发体系, 在行业中具备领先优势, 致力于适应市场需求打造优质产品, 多年技术钻研积累了包括原创造型、发动机、三电系统、整车平台、电气及智能化控制等核心技术优势。2023 年, 公司研发费用率达 7.63%, 同比增长 1.02pcts, 处于行业较高水平。

图14.公司研发投入持续加大

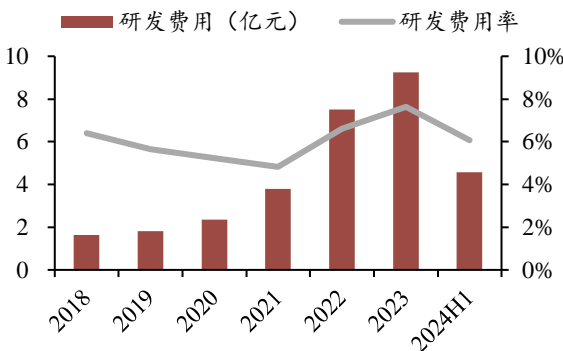
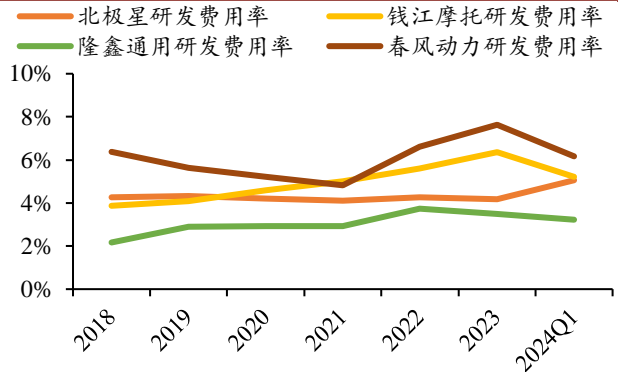


图15.公司研发费用率处于行业较高水平



数据来源：iFind，财通证券研究所

数据来源：iFind，财通证券研究所

2 全地形车：行业结构优化，公司认可度持续提升

2.1 全地形车行业集中度较高，高价值量 U/Z 产品占比逐步提升

全地形车集实用、娱乐与运动功能于一体，根据结构可分为 ATV、UTV、SSV 三大类。全地形车是一种非公路户外休闲车辆，因其拥有出色的越野性能和多功能性，对于复杂路况的适应力强，被广泛应用于场地赛事、户外作业、休闲娱乐等多个领域。根据车辆结构分类，全地形车可分为 ATV（车把转向），UTV（方向盘转向），SSV（带方向盘，性能更强、更偏娱乐属性）三大类。

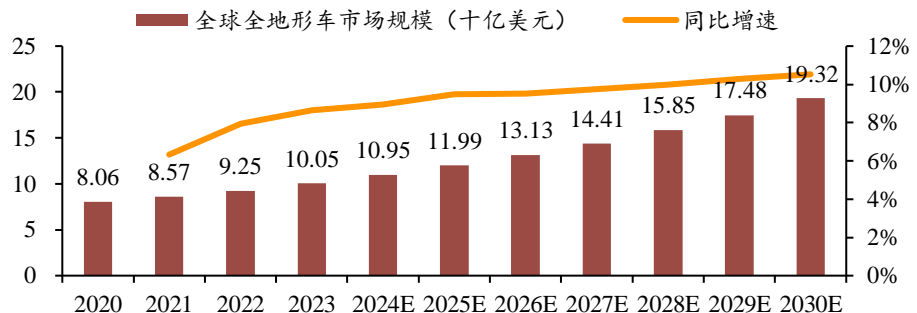
表3.全地形车根据结构可分为 ATV、UTV、SSV 三大类

产品类型	ATV	UTV	SSV
图例			
驾驶方式	跨坐式座椅、开放驾驶室	凹背式座椅、封闭或半封闭驾驶室	凹背式座椅、封闭或半封闭驾驶室
操作方式	方向把控制式转向系统	方向盘式转向系统	方向盘式转向系统
载客量	1-2人	2-4人	2-4人
用途	注重娱乐性	偏重实用性且性能可拓展	偏娱乐性，注重越野能力和比赛能力

数据来源：公司招股说明书、公司官网，财通证券研究所

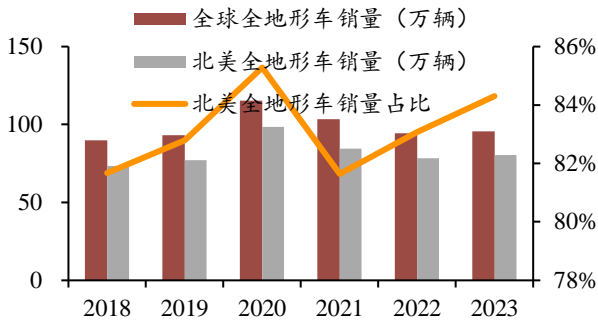
全地形车销量市场规模约百万，北美为主要消费市场。根据 Statista 数据，2020 年全球全地形车市场规模约 80.6 亿美元，预计 2030 年全球规模将达 193.2 亿美元，2020-2030 年 CAGR +9.14%。销量方面，根据北极星年报数据，2023 年，全球全地形车销量达 95.5 万辆，同比增长 1.1%，稳中有升，2020 年主要系疫情影响，全地形车销量达阶段性高峰。销售区域方面，北美为全地形车主要消费市场，2023 年，北美全地形车销量达 80.5 万辆，占比达 84.3%；其中 2023 年北美 ATV 销售占全球比例达 71.64%，U/Z 销售占全球比例 91.13%。

图16.预计 2030 年全球全地形车市场规模将达 193.2 亿美元



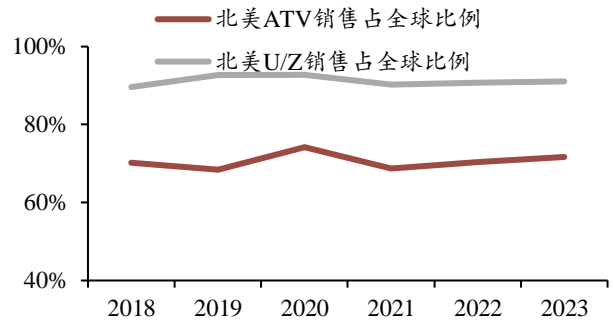
数据来源：Statista，财通证券研究所

图17.全球全地形车市场销售规模达百万辆



数据来源：北极星年报，财通证券研究所

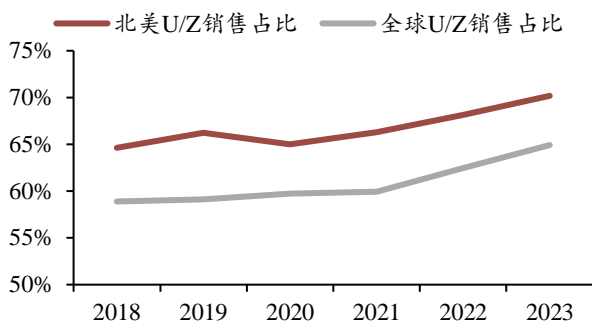
图18.北美为全地形车主要消费市场



数据来源：北极星年报，财通证券研究所

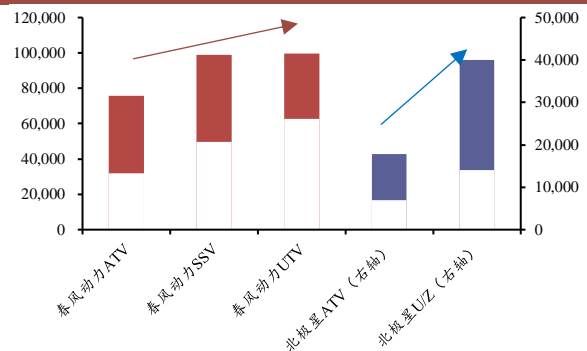
行业结构优化，高价值产品 U/Z 占比持续提升。近年来，相较 ATV，人们更加青睐更为舒适安全的 U/Z。U/Z 占比提升的结构性升级趋势明显。2023 年，北美 U/Z 销售数量占全地形车总销量达 70.19%，2021-2023 年均提升 1.96pct；全球 U/Z 销售数量占全地形车总销量的 64.92%，2021-2023 年均提升 2.51pct。根据北极星及春风动力官方数据,同等排量下，U/Z 系列比 ATV 售价高 20%以上。

图19.U/Z 产品占比持续提升



数据来源：北极星年报，财通证券研究所

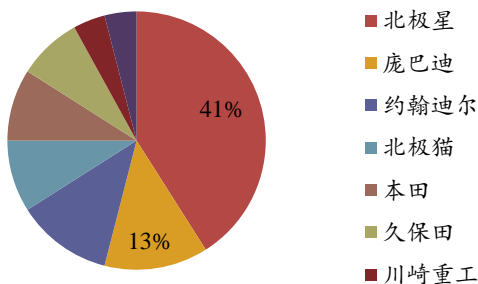
图20.U/Z 较 ATV 价值量更高 (单位：美元/台)



数据来源：公司官网、北极星官网，财通证券研究所

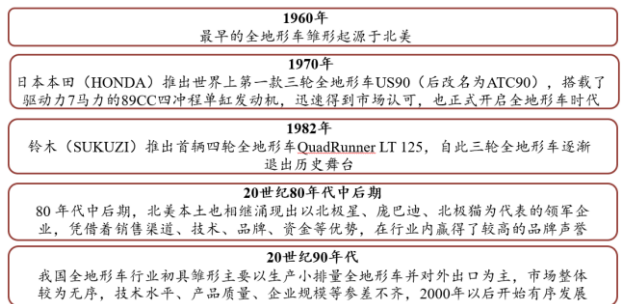
全地形车行业由外资主导集中度高，CR5 达 84%。全地形车起源于北美，在品牌、技术、渠道、环保与安全认证等多方面存在壁垒，且需求集中于欧美国家，我国相关产业发展较为滞后，因此赛道企业以外资企业为主。2018 年，北极星稳居行业龙头，市占率达 41%；行业 CR2 达 54%，CR5 达 84%，市场集中度高。

图21.2018 年北极星稳居行业龙头，市占率达 41%



数据来源：Statista，财通证券研究所

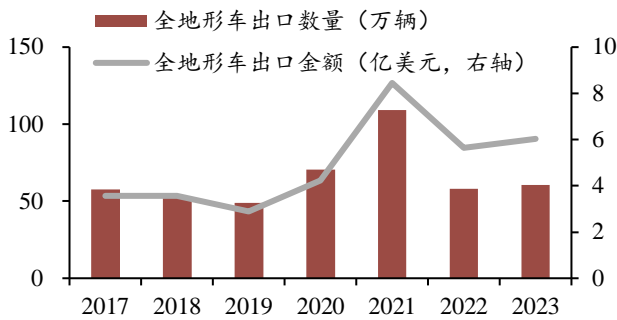
图22.我国全地形车行业布局较为滞后



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

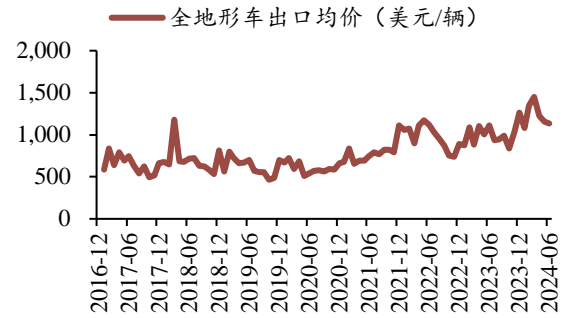
国内全地形车市场处于萌芽状态，行业以出口欧美国家为主。当前国内全地形车市场仍处于萌芽阶段，整体需求较为小众，行业以出口欧美市场为主，近十年来，外销比例达 95%以上。2023 年中国全地形车出口数量达 60.62 万辆，同比增长 4.3%；全地形车出口金额达 6.04 亿美元，同比增长 7.1%。国内全地形车出口具备一定议价能力。根据海关总署数据，中国全地形车出口均价处于波动上升趋势，2024 年 6 月，出口均价达 1135.73 美元/辆，同比增长 2%。

图23.国内全地形车行业以出口业务为主



数据来源: iFind, 财通证券研究所

图24.全地形车出口均价波动上升

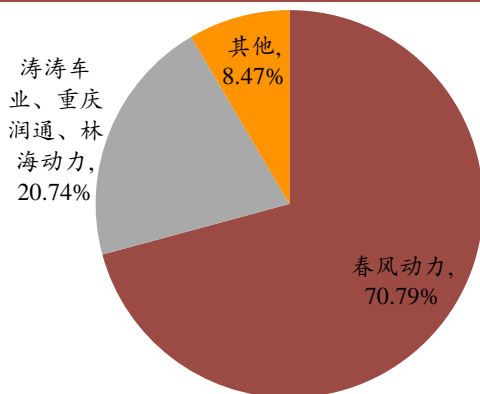


数据来源: iFind, 财通证券研究所

2.2 公司全地形车品牌技术力优, 品质及性价比优势突出

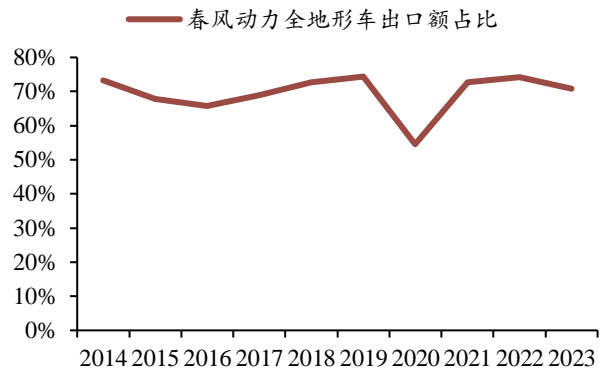
公司稳居国内全地形车出口龙头地位。根据中国汽车工业协会摩托车分会的产销数据显示, 2023年, 公司、涛涛车业、重庆润通、林海动力是出口金额排名前四厂家, 出口量占全国出口总量的87.61%, 出口额占全国出口总额的91.53%, 市场集中度高, 其中公司全地形车出口额占全国总出口额的70.79%, 蝉联行业龙头地位多年。

图25.2023年公司全地形车出口额占比达70.79%



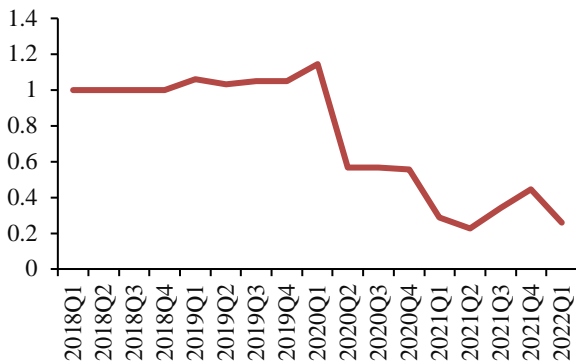
数据来源: 公司2023年年报, 财通证券研究所

图26.公司国内全地形车龙头地位稳固

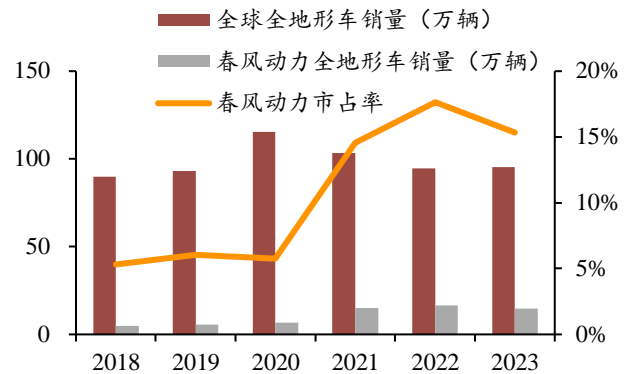


数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

疫情期间北美竞对产能受限, 公司借机抢占市场。2020-2021年公司北美竞争对手受疫情影响, 生产力受限, 北极星北美经销商全地形车库存处于较低水位, 公司借机破局, 销量由2020年的6.66万辆提升至2022年的16.67万辆, 结合全球全地形车销量计算, 2020-2022年, 公司市占率由5.77%提升至17.64%。

图27.北极星全地形车库存指数处于较低水位


数据来源：北极星公司公告，财通证券研究所

图28.公司市占率快速提升


数据来源：北极星年报、公司年报，财通证券研究所

公司全地形车品牌规划清晰，技术升级产品性价比超越竞对。公司 ATV/UTV/SSV 产品分别对应 CFORCE/UFORCE/ZFORCE 三大品牌，划分明确；行业龙头企业北极星及庞巴迪产品对应品牌均在 4 个以上，产品体系较为复杂。同排量产品，公司售价相较竞对更为低，且在发动机/地盘等多个方面实现性能持平乃至超越。

表4.公司全地形车品牌规划清晰，技术升级产品性价比超越竞对

类型	排量 (cc)	公司品牌 CFORCE/UFORCE/ZFORCE)		北极星品牌 (OUTLAW/RZR /SPORTSMAN /RANGER)		庞巴迪品牌 (RENEGADE/OUTLANDER/COM MANDER/DEFENDER /MAVERICK)	
		车型	起售价 (美元)	车型	起售价 (美元)	车型	起售价 (美元)
ATV	110	CFORCE 110	2999	OUTLAW 110	3599	RENEGADE 110 EFI	3699
	400	CFORCE 400	5399	SPORTSMAN 450	6999		
	500	CFORCE 500	6399	SPORTSMAN 570	7999	OUTLANDER 500	7349
	600	CFORCE 600	7399			RENEGADE 650	11049
	800	CFORCE 800 XC	9399	SPORTSMAN 850	10699	OUTLANDER 850	10849
	1000	CFORCE 1000 TOURING	9999	SPORTSMAN XP 1000	15499	RENEGADE X XC	15499
		CFORCE 1000 OVERLAND	11799	SPORTSMAN XP 1000	15499	RENEGADE X XC	15499
UTV	600	UFORCE 600	10799	RANGER SP 570	11699	MAVERICK TRAIL 700	16199
	1000	UFORCE U10 PRO	16999	RANGER XP 1000 PREMIUM	20999	-	-
	1000	UFORCE U10 PRO XL	18999	RANGER CREW XP 1000 PREMIUM	22999	-	-
	1000	UFORCE 1000	13299	GENERAL 1000	17499	MAVERICK TRAIL 1000	17699
SSV	800	ZFORCE 800 Trail	13099	RZR TRAIL 875	15999		
	950	ZFORCE 950 Trail	14299	RZR TRAIL S 900	17999	DEFENDER 1000	15299
	1000	ZFORCE Z10	19999	RZR XP	19999		
	1000	ZFORCE Z10-4	22999	RZR XP 4	22999		

数据来源：公司官网、北极星官网、庞巴迪官网，财通证券研究所

表5.公司全地形车产品在发动机/地盘等多个方面实现性能持平乃至超越

车型	公司 CFORCE 500	北极星 SPORTSMAN 570	庞巴迪 OUTLANDER 500	
图例				
起售价 (美元)	6399	7999	7349	
发动机	发动机类型	单缸, 液冷, 四冲程, SOHC, 4 气门	ProStar 液冷四冲程 DOHC 单缸	Rotax® ACE (高级燃烧效率) 650cc, 单缸, 液冷
	排气量 (cc)	495	567	650
	最大功率	38 马力@6800 转	44	40
	最大扭矩	30 磅英尺@6000 转/分		37LB-FT
	燃油系统	博世®EFI	电子燃油喷射/340CCA	电子燃油喷射 (EFI)
	驾驶	2WD/4WD/4WD 锁	一键式按需 AWD/2WD	可选 2WD/4WD, 带 Visco-Lok† 自动锁定前差速器
	传动	CVTech®自动 P/R/N/H/L	自动 PVTP/R/N/L/H 直列式变速	pDrive 初级 CVTL/H/N/R/P
车身	长×宽×高 (英寸)	80x44x45	83x48x47	86.7x47.6x48
	轴距 (英寸)	50	50.5	53
	座椅高度 (英寸)	20	33.25	38
	装备质量 (磅)	783	701	800
	离地间隙 (英寸)	10.3	11.5	12
	机架容量 (磅)	前/后: 75/132	前/后: 90/180	前/后: 120/240
	邮箱容量 (加仑)	4.5	4.5	5.1
底盘	悬架	前/后: 双 A 臂独立	密封双 A 臂, IRS9.5 英寸 (24.1 厘米) 行程	双 A 臂 10.25in. (26 厘米) 行程
	车轮	前/后: 12 英寸铸造铝合金	12 英寸 (30.5 厘米) 钢	12 英寸钢
	轮胎 (英寸)	前部: 25"x8"xR12/后部: 25"x10"xR12	前轮胎 25x8-12;489; 后轮胎 25x10-12;489	前/后轮胎 25x8/10x12
	减震	前/后: 弹簧预紧可调, 油阻尼		前后减震双管
	制动	前/后: 带驻车制动器的液压盘	驻车变速器/可锁定手柄	前双 214 毫米盘式制动器, 带液压双活塞卡钳;后单 214 毫米盘式制动器, 带液压双活塞卡钳
其他	挂钩接收器	2		
	牵引能力 (磅)	1350	1350	
	保险杠 (磅)	2500		

数据来源: 公司官网、北极星官网、庞巴迪官网, 财通证券研究所

2.3 公司产品矩阵日趋完善, 受益周期拐点来临

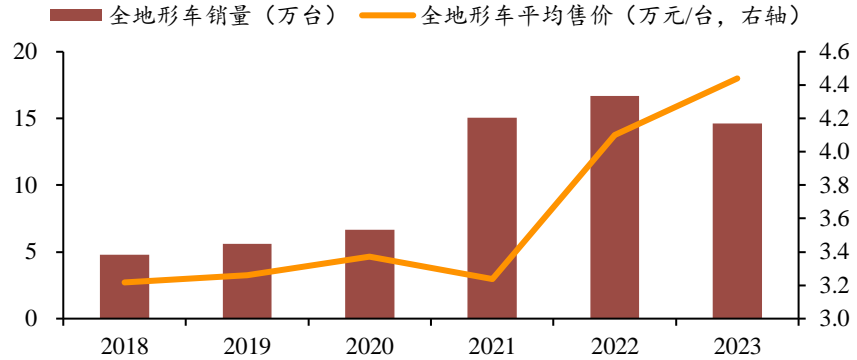
2.3.1 去库结束, 经营周期拐点可期

我们通过对 2021-2023 年复盘, 海运费和库存情况是影响公司盈利的重要因素。随着海运费和库存的变化, 公司积极运用合适的策略, 改善经营状况, 随着海运费改善+去库结束, 24 年经营周期拐点已至。

- 1) 海运紧张+以价换量, 2021 年公司盈利能力短期承压: 公司 2021 年四轮车毛利率仅为 21.89%, 同比下降 13.23pct, 主要系: 1) 中国出口集装箱运价指数表明, 2021 年年初海运明显紧张, 加大公司运费负担、影响盈利; 2) 2020-2021 年受疫情影响, 海外竞对供应不足, 公司借机以价换量、让利破局, 2021 年公司全地形车平均售价 3.24 万元/台, 同比下降 3.9%; 同期销量显著增长,

达到 15 万台，同比增长 126.28%；公司全球全地形车市场市占率达 14.6%，同比增长 8.8%。

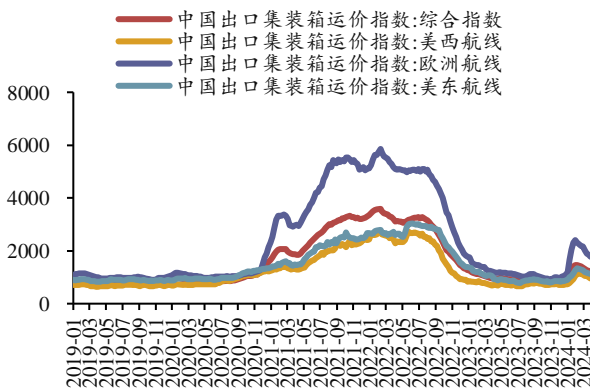
图29.公司 2021 年平均售价仅为 3.24 万元/台，销量达 15 万台，显著增长



数据来源：iFind，财通证券研究所

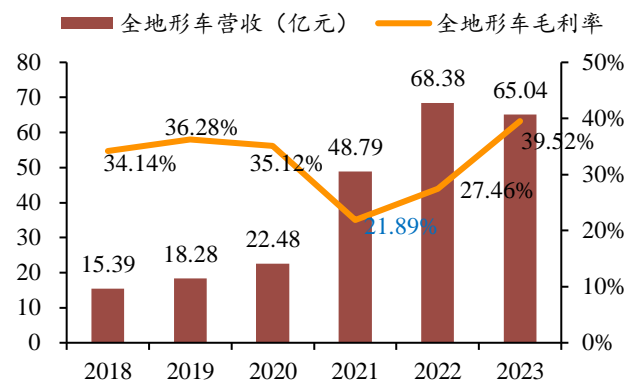
- 2) **2022 年海运改善但库存积压，去库周期将至：**根据中国出口集装箱运价指数显示,2022 年海运情况逐渐改善,公司海运费压力缓解,当年毛利率达 27.46%,同比回升 5.57pct;前期让利破局打造的优势渐显,2022 年公司全地形车平均售价达 4.1 万元/台,同比增长 26.5%;全地形车营收高增,达到 68.38 亿元,同比增长 40.15% (全地形车销量 16.67 万辆,同比增长 10.62%)。然而同期公司经销商库存水位较高,未售出车辆金额达 1.68 亿美元,同比增长 242.86%。
- 3) **2023 年去库压力凸显,2024 年经营周期拐点已至。**2023 年在去库压力下,公司全地形车营收为 65.04 亿元,同比下降 5.5pct。同时,公司销售费用及销售费用率在 23Q1 达到阶段性高峰,主要系市场去库趋势下,促销费用增加所致,23Q4 销售费用率回落至 7.1%,表明去库周期告一段落。2023 年,公司盈利能力显著改善,毛利率达 39.52%,超越疫情前盈利水平,经营拐点已至。

图30.2021-2023 年年初海运明显紧张



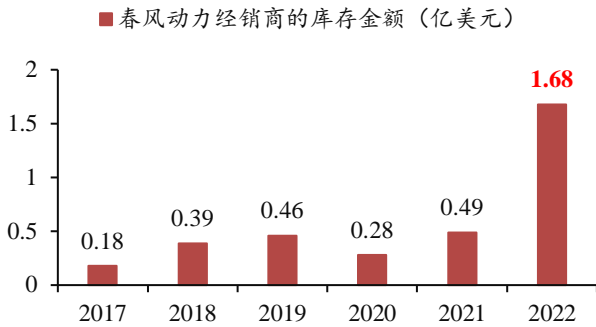
数据来源：wind，财通证券研究所

图31.2021 年公司让利抢占市场份额



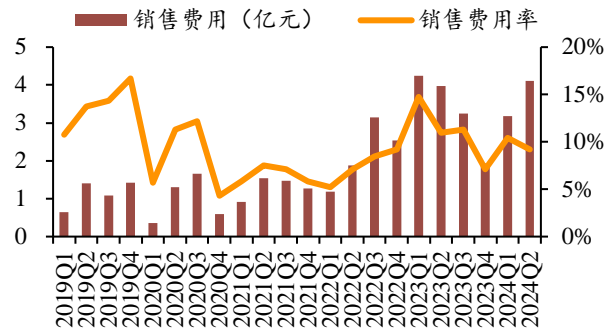
数据来源：iFind，财通证券研究所

图32.2022年公司经销商库存车辆金额处于较高水位



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图33.公司销售费用及销售费用率在23Q1达阶段性高峰



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.3.2 产品矩阵日趋完善，高端化转型有望拉动盈利能力/市场份额增长

完善高端产品布局，拓展远期增长点。全球全地形车行业发展目前已由“速度型”发展转向“质量型”发展，高端产品 UTV/SSV 占比持续增长，公司顺应市场需求变化趋势，大力完善高端产品布局，2024 年已推出 CFORCE 1000 TOURING（售价 10499 美元）、CFORCE 800 TOURING（售价 9399 美元）、ZFORCE 950 Sport 4（售价 18299 美元）、UFORCE U10 PRO（售价 16999 美元）、UFORCE U10 PRO XL（售价 18999 美元）、ZFORCE Z10（售价 19999 美元）、ZFORCE Z10-4（售价 22999 美元）等新品。

图34.公司大力完善高端产品布局，拓展远期增长点



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司新产品性能优越，有望拉动销售进一步增长。以公司新品 CFORCE 1000T、ZFORCE 950 Sport 4 为例，对比北美竞对同排量段产品，性价比优势突出：

- CFORCE 1000T:** 产品售价 9999 美元，首次将 10000 排量 ATV 产品售价降至 10000 美元以下，且在动力、平稳性、牵引能力等方面追赶甚至优于竞对

同排量产品。CFORCE 1000T 采用 963cc 排量发动机和无极变速器，最大功率达 90HP，高于 SPORTSMAN TOURING XP 1000 TRAIL 最大功率 88HP；平稳性方面，CFORCE 1000T 搭载可调气体减振器，增强了对不同路况的适应力，改善驾驶体验；牵引能力方面，CFORCE 1000T 可牵引 816kg，优于北极星 SPORTSMAN TOURING XP 1000 TRAIL（牵引能力 680kg）和庞巴迪 RENEGADE X XC（牵引能力 590kg）。

表6.公司新品 CFORCE 1000T 具备市场竞争力

车型	公司 CFORCE 1000 T	北极星 SPORTSMAN TOURING XP 1000 TRAIL	庞巴迪 RENEGADE X XC	
首次上市时间	2024 年	2015 年	2012 年	
起售价 (美元)	9999	15599	12499	
车身	车身尺寸(mm)	2350*1270*1465	2140*1230*1240	2148*1168*1143
	轴距(mm)	1475	1448	1295
	离地间隙(mm)	305	285	267
	整车质量(kg)	437	413	312
	油箱容积(L)	26	19.9	20.5
动力	发动机排量(cc)	963	952	1000
	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	双 A 臂
	前悬挂行程	22.9	22.9	47
	前减震器	可调气体减震	/	Fox Racing Shox HPG 背驮式储气罐减震器
	后悬挂	独立拖拽臂	拱形双 A 臂	双 A 臂
	后悬挂行程	22.9	26	47
车轮	后减震器	可调气体减震	/	Fox Racing Shox HPG 背驮式储气罐减震器
	前/后车轮	14 英寸铸铝	14 英寸铸铝	12 英寸铸铝
	轮胎尺寸	29"9"R14 CST	27"9"R14 Duro	25 英寸 ITP Holeshots ATR 轮胎
其他	牵引能力(kg)	816	680	590

数据来源：公司官网、北极星官网、庞巴迪官网，财通证券研究所

- 2) **ZFORCE 950 Sport 4:** 公司首款四座 SSV 车型，售价为 18299 美元，北极星同类车型 RZR XP 4 1000 SPORT 售价最低为 24999 美元，且在底盘后悬挂、绞盘、车顶等配置方面有所优化。

表7.公司新品 ZFORCE 950 SPORT 4 相比北极星同类车型在多方面有所优化

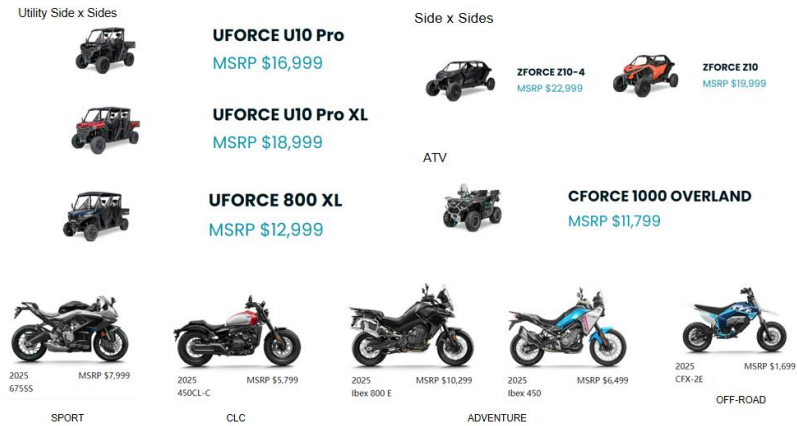
车型	公司 ZFORCE 950 SPORT 4	北极星 RZR XP 4 1000 SPORT	
首次上市时间	2024 年	2017 年	
起售价 (美元)	18299	24999	
车身	车身尺寸(mm)	3827*1524*1880	3730*1625*1850
	轴距(mm)	3084	2972
	离地间隙(mm)	307	356
	整车质量(kg)	795	821.9
	油箱容积(L)	37	36
动力	发动机排量(cc)	963	999
	最大功率	85HP	114HP
	最大扭矩	87N-m	/
底盘	前悬挂	独立双 A 臂	拱形双 A 臂
	前悬挂行程	307	22.9
	前减震器	3 段可调气囊减震	2 英寸 Walker Evans 针式减震器
	后悬挂	独立双 A 臂带连杆	拱形双 A 臂
	后悬挂行程	334	26
	后减震器	3 段可调气囊减震	2 英寸 Walker Evans 针式减震器
车轮	前/后车轮	27 英寸 CST Stag	14 英寸铸铝
	轮胎尺寸	前: 29*9-14×R14 CST Stag; 后: 29*11-14×R14 CST Stag	前: 29"*9"-14 Radial Tire; 后: 29"*11"-14 Radial Tire
其他	绞盘	4500 磅绞盘	/
	车顶	标配	/

数据来源: 汽车之家, 财通证券研究所

北美新品品质升级, 高端转型持续推进。2024 年 8 月 26 日, 公司在美国市场发布 6 款全地形车新品, 其中包含 3 款 UFORCE、2 款 ZFORCE、1 款 CFORCE; U/Z 系列新品搭载全新三缸发动机平台, 产品力大幅提升, 延续性价比定价, 且新品定价高于老品 20% 以上, 有望带动产品结构优化、盈利能力改善:

- 1) **UTV 新品:** U10 PRO (单排、16999\$)、U10 PRO XL (双排、18999\$), 搭载全新三缸发动机平台、88FP 马力 (参数优于友商同类型产品, 北极星 RANGER XP 1000 PREMIUM 马力为 82HP), 配备 8 英寸触摸屏、音响系统, 定价比友商低 20% 左右(北极星 RANGER XP 1000 PREMIUM 起售价 20999\$), 延续性价比优势。
- 2) **SSV 新品:** Z10 (2 座、19999\$)、Z10-4 (4 座、22999\$), 使用全新三缸发动机平台, 马力 143HP (显著高于友商, 北极星同类型产品 RZR XP 马力仅为 114HP), 搭载 apple carplay 12.3 寸显示屏, 装配 OmniDrive™ 连续变速器和 FOX® QSE 减震器, 驾驶更加平稳, 性能参数优于友商, 与友商相同定价。

图35.北美新品品质升级，高端转型持续推进



数据来源：公司官网，财通证券研究所

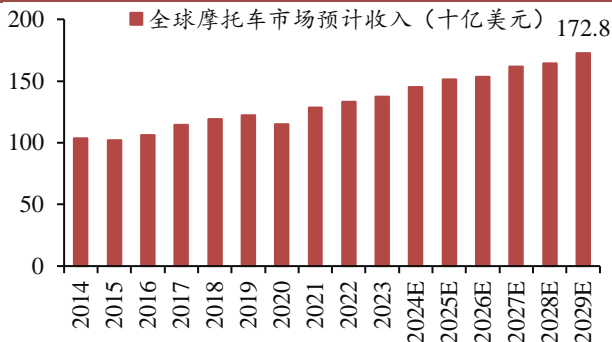
3 深耕消费型细分市场，受益高端化、全球化发展

3.1 中大排量备受市场青睐，中国摩托量价齐升

摩托车按结构特征可划分弯梁式、跨骑式、踏板式；按用途则分为代步和玩乐，玩乐中可细分为仿赛、街车、拉力、巡航、越野、休旅等；按动力来源可分为燃油摩托、电动摩托。近年随着居民收入快速增长和摩托文化的加速渗透，以休闲娱乐、运动竞技为用途的大排量摩托车需求持续提升。

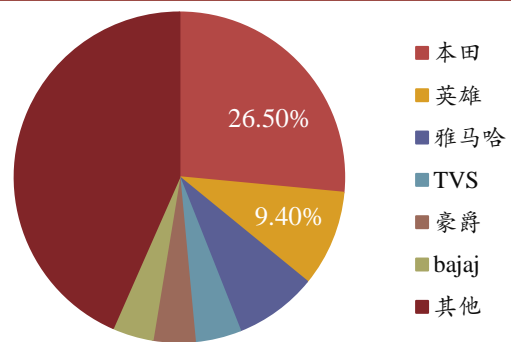
全球摩托车市场前景广阔，当前基本由外资企业主导。根据 Statista 预测数据，2014-2029 年全球摩托车市场收入 CAGR=3.5%，2029 年，摩托车市场总收入有望达到 1728 亿美元。根据 Statista 统计，2023 年，全球摩托车市场参与者主要有本田、英雄、雅马哈、TVS 等企业，其中，本田龙头地位稳固，市场占有率达 26.5%；英雄市占率排名第二，达 9.4%；雅马哈市占率排名第三，达 8.1%。

图36.全球摩托车市场前景广阔



数据来源：Statista，财通证券研究所

图37.2023 年本田全球摩托车市场占有率达 26.5%



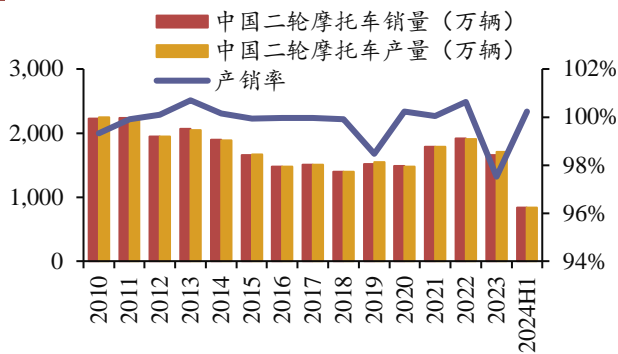
数据来源：Statista，财通证券研究所

疫情后国内二轮摩托车市场逐步恢复。受禁摩令影响，2013年后中国二轮摩托车产销量同步下滑，约在2018年达到低谷，当年产销量均未达到1400万辆。近年

疫情刺激二轮摩托车市场需求再迎增长，2022年二轮摩托车市场迎来近期小高峰，销量达1913万辆，产销率100.63%；2024年上半年中国二轮摩托车总销量达834万辆，产销率100.23%。

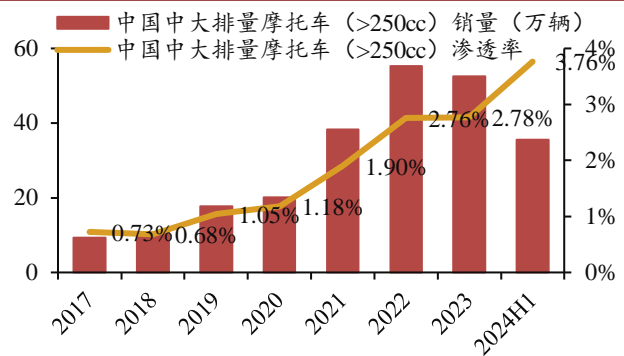
国内摩托车市场产品结构持续优化，大排量占比提升。近年来，随着摩托潮流文化的流行和消费者休闲娱乐个性化需求的增长，大排量摩托车销量快速增长，渗透率持续提升：根据中国摩托车商会数据，2023年，中国中大排量摩托车销量达52.54万辆，2017-2023年CAGR=33.4%；2024H1，中国中大排量摩托车渗透率达3.76%，相比于2017年的0.73%增长了3.03个百分点。

图38.国内二轮摩托车市场逐渐恢复



数据来源：iFind、中国摩托车商会，财通证券研究所

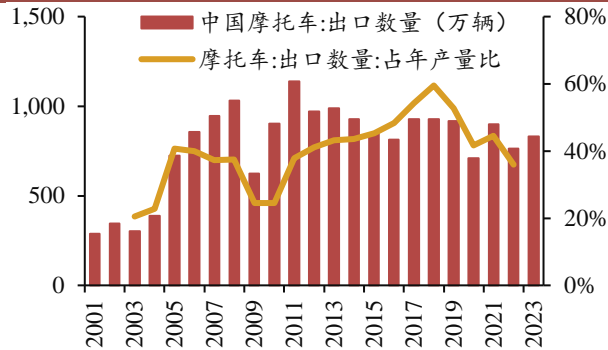
图39.国内摩托车市场产品结构优化，大排量占比提升



数据来源：中国摩托车商会、摩托车产销快讯，财通证券研究所

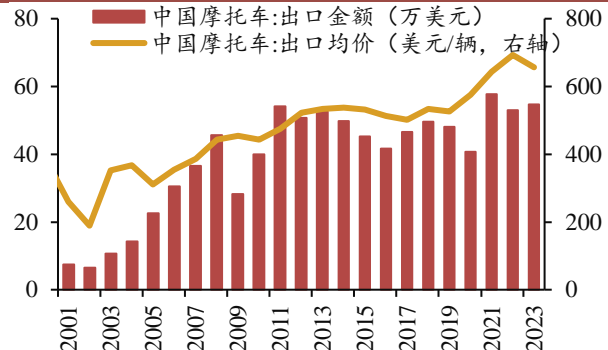
中国摩托车出口量价齐升。根据中国汽车工业年鉴及中国摩托车工业产销快讯数据，2023年中国摩托车出口数量达831.68万辆，同比增长8.79%；出口总额达54.65万美元，同比增长3.17%；出口摩托车平均单价约为657美元/辆。近年来，国内品牌持续进行技术研发，推动产品高端转型，出口均价迅速上升，2018-2023年，中国摩托车出口均价CAGR=4.25%。

图40.中国摩托车出口稳健发展



数据来源：iFind、中国摩托车工业产销快讯，财通证券研究所

图41.国内品牌持续研发，出口均价迅速上升



数据来源：iFind、中国摩托车工业产销快讯，财通证券研究所

3.2 专注自主品牌建设，渠道铺设覆盖国内海外

公司专注自主品牌建设，品牌清晰度高。公司先后于2013年、2017年与欧洲摩托车品牌KTM、日系品牌雅马哈建立合作关系，借助其在欧洲、日本的摩托车制

造商平台资源，助力自身产品制造、技术研发、品牌影响力等领域快速发展，逐步建立技术优势和品牌认知，先后推出 250SR、450SR 等爆款产品，加深消费者对于品牌的良好印象。根据摩托范 2024 年 8 月 5 日统计的数据显示，春风品牌过去七日的品牌车型浏览量得分以 384.5 万人气指数排名第二，仅次于钱江摩托（人气指数 398.2 万）。

表8.2024.8.5 公司位于摩托车品牌排行榜第二名

排名	品牌	类型	人气指数（万）
1	QJMOTOR	自主	398.2
2	春风	自主	384.5
3	无极	自主	215.3
4	豪爵	自主	178.9
5	川崎	外资	174.5
6	奔达	自主	172.4
7	凯越	自主	143.8
8	雅马哈	外资	141.8
9	宝马	外资	132.3
10	本田 DREAMWING	合资	114.9

数据来源：摩托范，财通证券研究所

公司爆款打造能力强。公司先后于 2020 年、2022 年推出大单品爆款仿赛摩托 250SR、450SR，性价比优势突出，一经上市广受市场好评，根据摩托范 2024.8.6 统计数据显示，春风 250SR 以 54.2 万人气指数居于人气榜第二、2.0 万询价指数居于询价榜第二；春风 450SR 以 82.2 万人气指数居于人气榜第一，2.3 万询价指数位列询价榜榜首：

- 250SR：**2020 年首次上市，售价 15980-21580 元，价格优势明显。250SR 发动机性能优越，动力输出强劲，最大功率/转速(kW/rpm)达到 20.5/9750、最大扭矩/转速(N·m/rpm)达 22/7500，优于同类竞对产品。同时，产品外观设计酷飒流畅，极具吸引力。
- 450SR：**2022 年首次上市，售价 31580 元，低于同期同类型产品本田 WING 2022 款 CBR400R（售价 42000 元），且排量更高、动力更足。此外，450SR 在车身设计时，兼顾了风阻系数对于驾驶体验的影响，优化前脸造型、前风挡弧面、后座尾部设计，降低风阻系数，增加定风翼设计，提高车辆稳定性。2024 款春风 450SR 降价至 28580 元，性价比进一步提升。

表9.春风 250SR 性价比优于同期上市竞品

	春风 2020 款 250SR	QJMOTOR 赛 250	豪爵铃木 GSX250R	宗申阿普利亚 GPR250R	无极 250RR
参考价(元)	15980-21580	19999	27880	27800	19980
首次上市时间	2020/2	2021/5	2018	2021/11	2021/9
生产方式	国产	国产	合资	合资	国产
发动机	单缸四冲程 水 冷·250cc	单缸四冲程 水 冷·250cc	直列双缸四冲程 水冷·250cc	单缸四冲程 水 冷·250cc	单缸四冲程 水 冷·250cc
最大马力(Ps)	27.9	27.9	25	27.9	29.2
最大功率/转速 (kW/rpm)	20.5/9750	20.5/9500	18.4/8000	20.5/9000	21.5/9500
最大扭矩/转速 (N·m/rpm)	22/7500	22.5/7250	23.4/6500	21.5/7500	23/7500
长 x 宽 x 高(mm)	2010x750x1080	2010x750x1125	2085x740x1110	1970x770x1150	1955x720x1070
座高(mm)	780	780	790	810	780
整备质量(kg)	165	159	178	158	147
油箱容量(L)	12	12.5	15	14	13
座高(mm)	780	780	790	810	780
轴距(mm)	1360	1360	1430	1345	1360
最小离地间隙 (mm)	-	135	160	150	160
车架型式	钢管编织车架	钢管车架	交叉摇篮式	双翼梁铝合金镂 空车架	-
后摇臂	冲压钣金一体式	铝合金单摇臂		非对称双摇臂	铝合金后摇臂
前悬挂系统	倒置液压阻尼式 减震	KYB 倒置减震	正立伸缩筒式	倒置液压阻尼前 减震	倒置减震
后悬挂系统	中置减震	液压弹簧减震	七段可调中央减 震	中置单减震	中央减震
排量(cc)	250	250	250	250	250

数据来源：摩托范，财通证券研究所

表10.春风 450SR 性价比优于同期上市竞品，2024 款 450SR 性价比进一步提升

基本参数	春风 2022 款 450SR	凯越 2023 款 450RR 性能版	本田 WING 2022 款 CBR400R	QJMOTOR 2023 款 赛 450	春风 2024 款 450SR
参考价(元)	31580	39800	42000	28999	28580
首次上市时间	2022	2023	2022	2023	2024
发动机	直列双缸四冲程 水冷·450cc	直列四缸四冲程 水冷·450cc	直列双缸四冲程 水冷·400cc	直列双缸四冲程 水冷·450cc	直列双缸四冲程 水冷·450cc
最大马力(Ps)	50.3	70.7	44.9	53	50.3
最大功率/转速(kW/rpm)	37/9500	52/13000	33/9000	39/9500	37/9500
最大扭矩/转速(N·m/rpm)	39/7600	39/10500	37/7500	43/8000	39/7600
变速器	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡
长 x 宽 x 高(mm)	1990x735x1130	2015x740x1090	2080x760x1145	2030x750x1150	1990x735x1130
座高(mm)	795	795	790	785	795
整备质量(kg)	168	165	194	173	168
油箱容量(L)	14	15	16	14.8	14
最高车速(km/h)	190	220	157	190	190
座高(mm)	795	795	790	785	795
轴距(mm)	1365	1385	1416	1380	1365
最小离地间隙(mm)	-	118	130	135	-
后摇臂	冲压钣金一体式双摇臂			铝单摆臂	冲压钣金一体式双摇臂
前悬挂系统	φ37mm 倒置液压阻尼式减震	KYB 全可调倒置式 Φ41mm 前减震	-	Marzocchi 倒立式前叉	φ37mm 倒置液压阻尼式减震
后悬挂系统	多连杆中置后减震	KYB 全可调外置气囊中心独立后减震	-	中置后减震器(预载可调)	多连杆中置后减震
排量(cc)	450	450	400	450	450
精确排量(cc)	449.5	443	399	449	449.5
冷却方式	水冷	水冷	水冷	水冷	水冷
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
前轮规格	110/70-R17	120/70-ZR17	120/70-ZR17	110/70-R17	110/70-R17
后轮规格	150/60-R17	160/60-ZR17	160/60-ZR17	150/60-R17	150/60-R17
轮辋	铝合金铸造式	铝合金铸造式	铝合金铸造式	铝合金铸造式	铝合金铸造式
前制动系统	320mm 单碟对置四活塞, Brembo 卡钳	300mm 双浮动碟+四活塞径向卡钳(泰斯克)	碟刹	日清, 双碟 300mm	320mm 单碟对置四活塞, Brembo 卡钳
后制动系统	220mm 单碟, 单活塞	220mm 单碟+单活塞卡钳(泰斯克)	碟刹	单碟 240mm	220mm 单碟, 单活塞

数据来源：摩托范，财通证券研究所

图42.250SR 外观设计酷飒流畅，极具吸引力



数据来源：公司官网，财通证券研究所

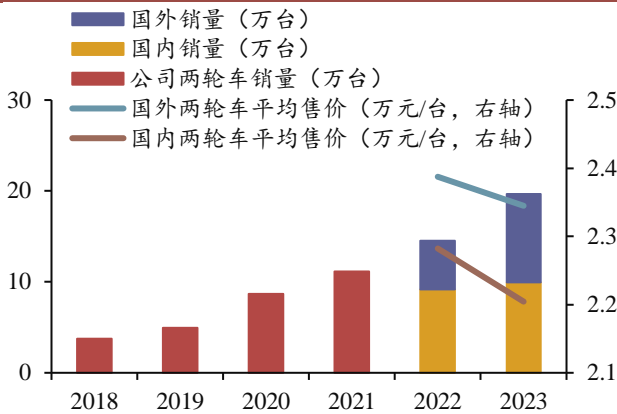
图43.450SR 外观增加定风翼设计，提高车辆稳定性



数据来源：公司官网，财通证券研究所

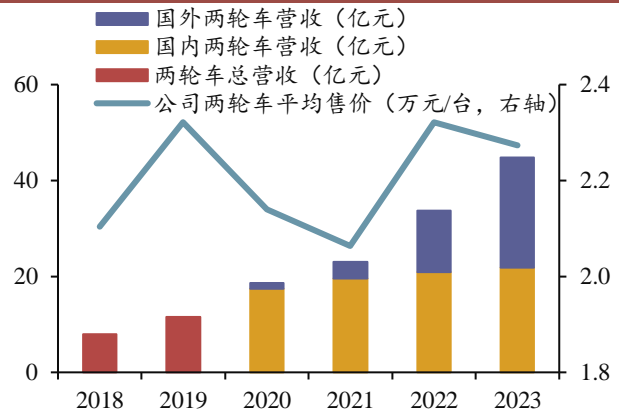
公司两轮车营收节节攀升，坚持国内外市场并重发展。得益于海外渠道的拓展和产能建设的逐步完善，自2020年起公司两轮车业务海外营收迅速增长，2023年达22.91亿元，同比增长78.22%，占据两轮车总体营收的51.15%；2023年，公司两轮车总销量为19.7万台，其中，销往海外的有9.77万台，同比增长81.6%。同期，公司外销两轮车均价为2.34万元/台，高于内销两轮车均价2.20万元/台。

图44.公司两轮车坚持国内外市场并重发展



数据来源：iFind，财通证券研究所

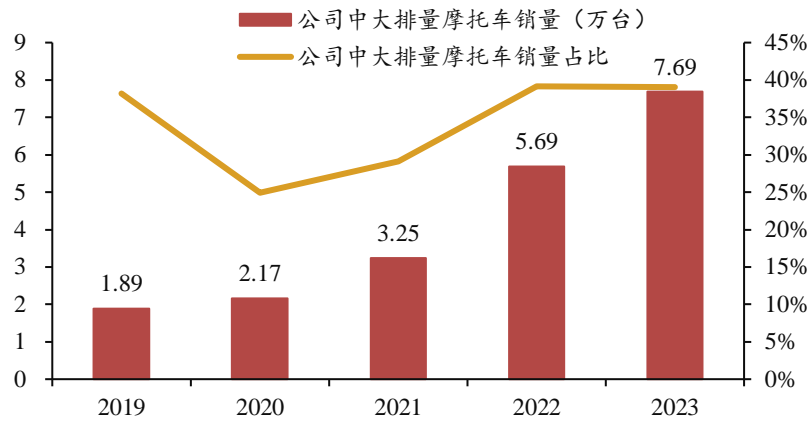
图45.2023年公司两轮车外销业务占比51.15%



数据来源：iFind，财通证券研究所

公司产品结构持续优化，中大排量摩托车占比稳步提升。2023年，公司中大排量摩托车（≥250cc）销量达7.7万台，同比增速35.1%（2020-2023年，公司中大排量摩托车销量CAGR=52.5%），占两轮车总销售比例稳定在40%左右。

图46.公司产品结构持续优化



数据来源：公司公告、中国汽车协会摩托车分会，财通证券研究所

3.3 重视品牌力、动力、颜值打造，全球布局赢在未来

3.3.1 与海外知名企业合作，充分借力发展自身

与 KTM 深度合作，完成技术积累。KTM 是一个源自奥地利的国际知名摩托车品牌，2013 年 6 月，公司与其达成战略合作关系，成为 KTM 中国独家代理商及 CKD 制造商，得以接触和学习先进的摩托车制造技术。同时，春风借助 KTM 的国际品牌影响力，进一步拓宽了市场视野，为品牌国际化战略铺平道路；2017 年，春风与 KTM 深化合作，宣布成立合资公司春风凯特摩；2020 年 CFMOTO-KTM 合资工厂正式建成投产。

图47.2013 年公司与 KTM 达成战略合作关系



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图48.2017 年春风与 KTM 宣布成立春风凯特摩



数据来源：公司官网，财通证券研究所

携手雅马哈，复辟踏板车新业务。雅马哈是日系四大摩托车厂商之一，深耕年轻人市场，R1、R3 等 R 系列跑车性能卓越，是其主打产品。公司与雅马哈于 2023 年 9 月 15 日签署了合作协议，共同成立合资企业春风雅马哈。雅马哈在踏板车领域有着丰富的技术和品牌积累，有效助力春风踏板车业务开展。

图49.R系赛车为雅马哈主打产品



数据来源：摩托范，财通证券研究所

图50.春风 150SC 重新涉足踏板车业务

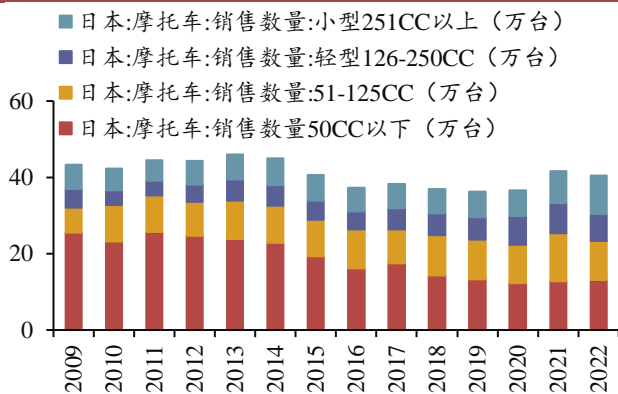


数据来源：搜狐汽车，财通证券研究所

3.3.2 他山之石，国内中大排量摩托车渗透率有较大提升空间

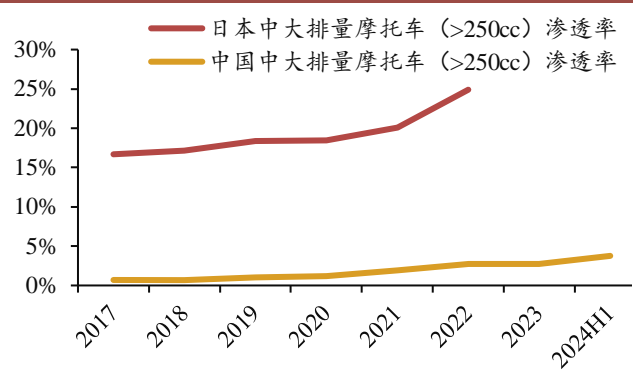
中大排摩托车有望成为市场新宠，国内中大排量摩托车渗透率上升空间广阔。近年海外发达国家中大排(>250cc)摩托车占比持续提升，日本潮流文化繁荣，以日本为例，2022年日本中大排摩托车销量达10.1万台，同比增长20.8%；中大排渗透率达24.9%，同比增长4.81pcts。国内中大排摩托车渗透率保持增长态势，2024H1中国中大排摩托车销量达35.55万台，渗透率达3.76%，与海外市场中大排渗透率存在一定差距，有较大上升空间。

图51.2022年日本中大排摩托车中大排渗透率达24.9%



数据来源：iFind，财通证券研究所

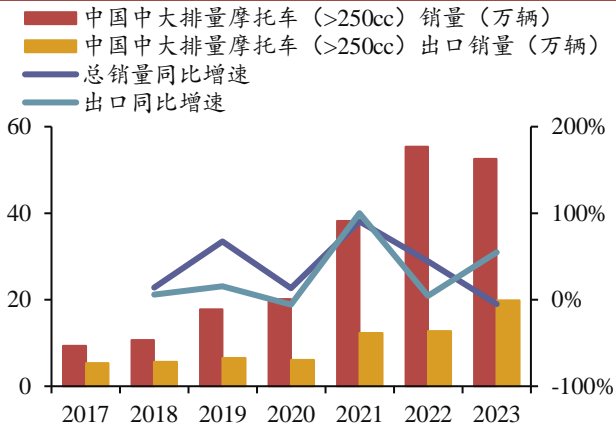
图52.中国中大排摩托车渗透率有较大上升空间



数据来源：iFind、中国摩托车工业产销快讯，财通证券研究所

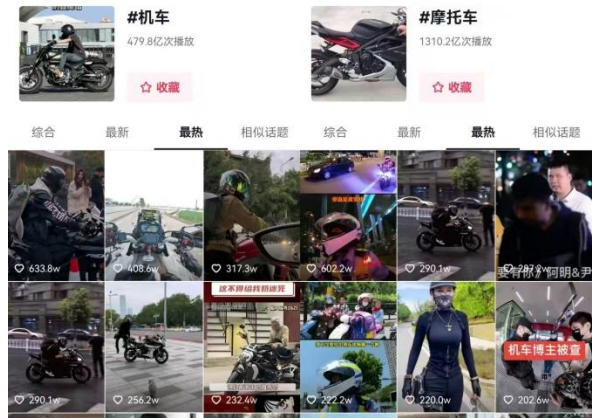
中大排摩托车出口业务增长迅速，国内市场潜力巨大。2023年中国中大排量摩托车出口销量达19.8万辆，同比增长54.9%，增长迅速；同期，中大排量摩托车总销量达52.54万辆，同比降低5.05%，主要系内销同比下滑23%导致（外销同比增长54.9%）。近年来国内摩托车从代步逐步赋予休闲娱乐需求，目前，抖音平台上“#机车”相关词条已获得479.8亿次播放，“#摩托车”相关词条此获得1310.2亿次播放（截至2024年8月4日），国内摩托车文化生活已在快速形成的过程中，以运动、休闲、娱乐为主的中大排量摩托车市场具备潜力。

图53.中大排摩托车出口业务增长迅速



数据来源: iFind, 财通证券研究所

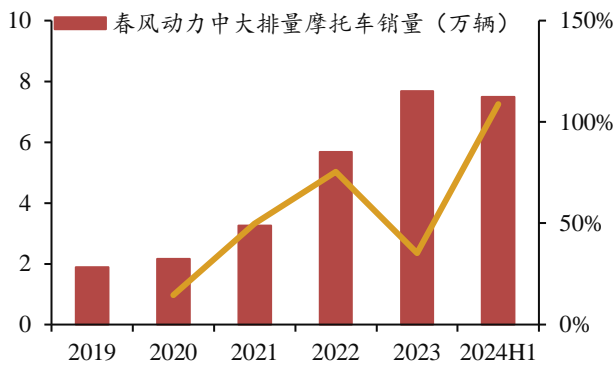
图54.抖音平台上摩托车相关词条热度火爆



数据来源: 抖音, 财通证券研究所

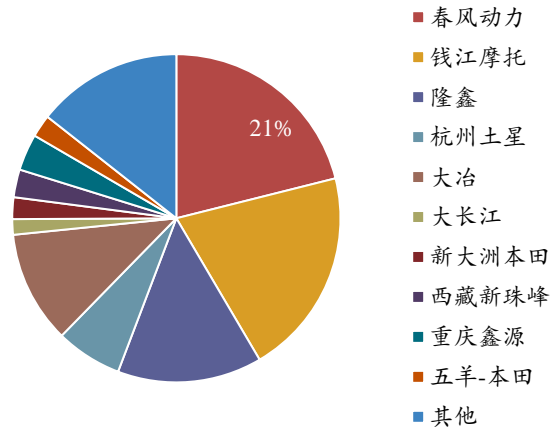
公司中大排摩托车销量持续增长，市占率行业领先。根据中国摩托车商会数据，2024H1 公司中大排量摩托车销量达 7.5 万辆，同比增长 108.8%；2020-2023 年，公司中大排量摩托车销量 CAGR=52.5%。根据《中国摩托车工业产销快讯》统计数据，2023 年公司中大排量摩托车 (>250cc) 市场占有率达 15.14%，仅次于钱江摩托（市占率 20.3%）。2024 年 6 月公司中大排量摩托车市占率提升至 21.1%，已超越钱江摩托（同期市占率 20.45%），成为中大排量摩托车市场市占率第一名。

图55.2024Q1 公司中大排量摩托车销量达 2.53 万辆



数据来源: 中国摩托车商会, 财通证券研究所

图56.2024H1 公司中大排量摩托车市占率达 21.1%

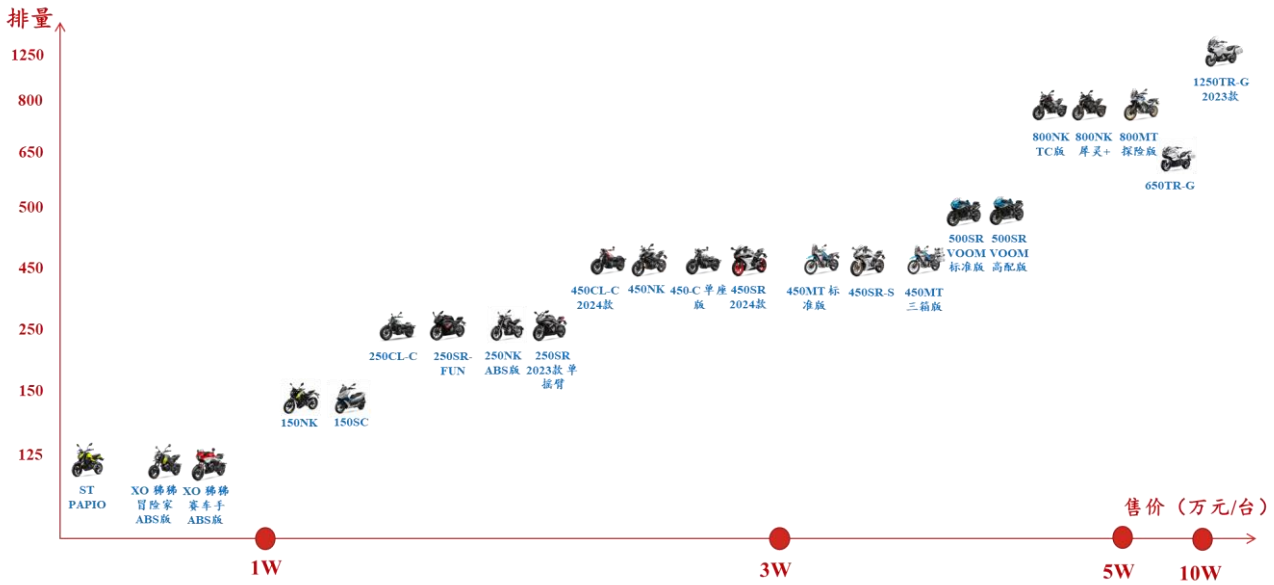


数据来源: 中国摩托车商会, 财通证券研究所

3.3.3 持续完善产品矩阵，重视大排量与多缸车型布局，高性能与创新齐飞

公司持续完善产品矩阵，重视大排量及多缸车型布局。多年技术研发和经验积累，公司摩托车产品已覆盖 125-1250cc 的多个排量段，近年推出的 XO 狒狒、250SR、450SR、800NK 等产品均为市场爆款。当下发展重心在于继续完善大排量车型布局、拓展多缸车型产品线。2023 年公司与雅马哈建立合作关系，有望借助其在踏板车品类的技术底蕴，重新发展踏板车品类，进一步丰富产品线。

图57.公司持续完善产品矩阵，重视大排量及多缸车型布局



数据来源：公司官网、财通证券研究所

公司 2024 年新品具备爆款潜力。2024 年 7 月 13 日春风日顺利开幕，公司推出了 500SR VOOM、675SR-R、250SR-R 等新品，在产品性能、外形等方面均有不俗表现，且定价包含诚意：

- 500SR VOOM：**公司首款四缸仿赛车型，500SR 最大功率/转速(kW/rpm)为 61/12500，最大扭矩/转速(N·m/rpm)为 49/10,000，最高转速 15700rpm+，最高时速可达 220km/h，优于大部分同类竞品；500SR VOOM 标准版售价 34,980 元，配备 S1 轮胎、滑动离合、ABS 和 TC；高配版售价 37,980 元，增加了 S3N 轮胎、前后可调避震、转向阻尼、快速换挡等功能。

表11.春风 500SR VOOM 最高时速方面优于绝大多数竞品

	春风 2024 款 500SR VOOM 标 准版	本田 DREAMWING 2023 款 CBR650R	QJMOTOR 2023 款 赛 600 亮剑版	无极 2023 款 RR525	凯越 2024 款 450RR 新玩家
参考价(元)	34980	79800	39999	28980	30980
首次上市时间	2024/7/13	2023/11/30	2023/7/13	2023/2/25	2024/6/8
发动机	直列四缸四冲程 水冷·500cc	直列四缸四冲程 水 冷·650cc	直列四缸四冲 程 水冷·600cc	直列双缸四 冲程 水 冷·500cc	直列四缸四冲程 水冷·450cc
最大马力(Ps)	82.9	76.1	88.4	55.7	70.7
最大功率/转速 (kW/rpm)	61/12500	56/9000	65/11500	41/9000	52/13000
最大扭矩/转速 (N·m/rpm)	49/10000	60/8000	56/10500	50.5/7500	39/10500
变速器	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡	国际 6 挡
ABS	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后
长 x 宽 x 高(mm)	2010x715x1115	2130x750x1150	2130x775x115 0	2030x760x11 70	2015x740x1090
座高(mm)	795	810	790	785	785
整备质量(kg)	194	208	213	172	165
油箱容量(L)	15.5	15.4	18	14.5	15
最高车速(km/h)	220	193	190	191	220
排量(cc)	500	650	600	500	450
精确排量(cc)	500	649	600	494	443

数据来源：摩托范，财通证券研究所

- 2) **675SR-R**:公司首个搭载 54kg 的轻量化三缸引擎的车型,整车质量仅为 175kg,最大功率/转速(kW/rpm)达 70/11000,最大扭矩/转速(N·m/rpm) 70/8250,轴距 1400mm,可达到 250cc 级别的灵活度,兼顾低扭爆发力和高转延展性,极致优化驾驶体验。
- 3) **250SR-R**:首次搭载春风全新自研 250cc 异步双缸引擎,采用 270°曲轴设计,达到超低风阻系数和轻量化车身,最高转速可超 14,000 转。

图58.675SR-R 产品外观



数据来源：汽车之家，财通证券研究所

图59.250SR-R 产品外观



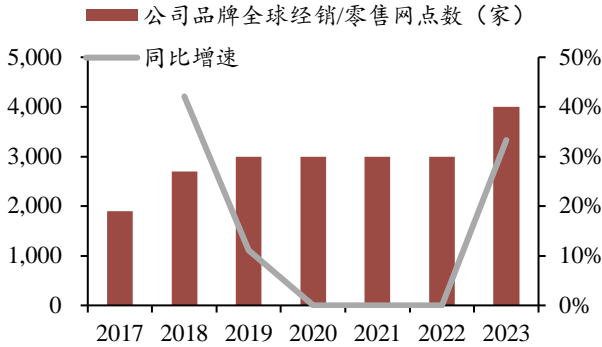
数据来源：公司官网，财通证券研究所

3.3.4 持续铺设渠道，坚持深化全球布局

持续铺设渠道，坚持深化全球布局。2023 年公司全球零售/经销商网点数量超 4000 家，同比增长约 33.3%；两轮车海外经销网络数量超 1700 家，同比增长约 30.8%。

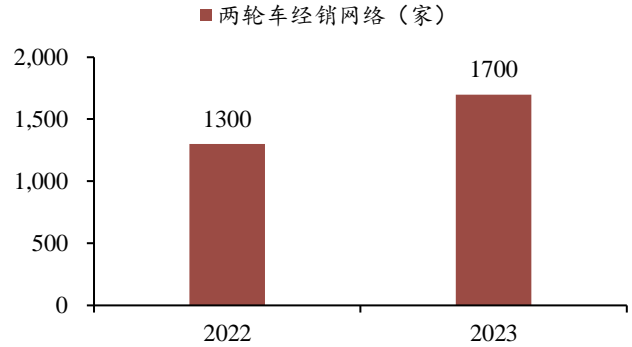
渠道扩张为扩大品牌影响力、未来销量增长奠定基础，和新品上市共同发力，延续出口业务快速增长，目标成为世界级中国品牌。

图60.2023年公司全球零售/经销商网点数量超4000家



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图61.2023年两轮车海外经销网络数量超1700家



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3.5 极核电动：开拓新能源增长曲线

顺应行业全球化、智能化趋势，布局电摩蓝海。极核成立于2020年12月，致力于针对年轻消费群体，打造高端化、智能化产品。2023年11月，极核举办了2024极核品牌战略会，发布极核首款都市科技出行踏板电自AE2，并支持OTA升级；同时，公布了AE8、CITY SPORT等2024年款车型，相较旧款在外形、配置等方面均有进阶。2023年，公司完成新能源品牌“极核”生产线的建成并实现投产，具备年产10万台两轮电动车能力，极核电动有望迎来成长拐点。

图62.极核发布首款都市科技出行踏板电自AE2



数据来源：极核公众号，财通证券研究所

图63.2024极核品牌战略会敢为不同



数据来源：极核公众号，财通证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

摩托车方面：公司作为国内大排量玩乐类摩托车龙头，海外销售渠道持续拓张，产品矩阵不断完善，内销基本盘稳定，外销方面有望保持高增速。此外叠加产品结构优化，国内摩托车向玩乐类大排升级潜力空间大，预计产品销售结构优化有

望带动 ASP 和毛利率提升，预计 2024-2026 年公司两轮车营收分别为 64.83/84.63 / 106.24 亿元。

四轮车方面：海外产能布局有望加速全球替代，公司海外品牌力强，欧洲市占率第一，同时考虑到四轮车 U/Z 偏好提升的行业趋势，以及公司近年推出多款 U/Z 型号车辆符合市场趋势，预计产品结构优化有望带动 ASP 和毛利率提升，预计 2024-2026 年公司四轮车营收分别为 72.51/81.53/91.63 亿元。

表12.公司分产品拆分及预测

单位(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	113.78	121.09	150.85	181.58	215.58
YOY	44.8%	6.4%	24.6%	20.4%	18.7%
摩托车					
营业收入(亿元)	33.72	44.79	64.83	84.63	106.24
YOY	46.96%	32.83%	44.73%	30.55%	25.53%
毛利率	20.53%	24.64%	25.00%	25.50%	26.00%
四轮车					
营业收入(亿元)	68.38	65.04	72.51	81.53	91.63
YOY	40.2%	-4.9%	11.5%	12.4%	12.4%
毛利率	27.46%	39.52%	40.00%	40.10%	40.20%
配件及其他					
营业收入(亿元)	11.68	11.27	13.52	15.42	17.70
毛利率	30.40%	42.83%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.2 投资建议

公司深耕欧美市场，是我国全地形车&中大排二轮摩托车龙头。随着全地形车去库存周期结束及公司产品高端化转型的逐步进行，公司全地形车业绩有望进一步增长；目前国内外摩托车市场中，中大排量摩托车备受市场青睐，公司专注品牌建设、持续完善产品矩阵、坚持渠道建设深化全球布局，为公司未来业绩增长夯实基础。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润分别为 13.75/16.82 /21.23 亿元，同比增长 36.44%/22.35%/26.24%，对应 PE 分别为 15/ 12/ 10，维持“增持”评级。

可比公司方面，我们根据公司的行业特性和业务性质，选择了三家与公司业务相近且可比的公司，分别为钱江摩托、宗申动力、隆鑫通用，2024-2026 年三家可比公司 PE 均值为 15.28/13.19/11.33。

表13.春风动力可比公司估值表

	总市值 (亿元)		EPS				PE				
	2024/8/27	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
钱江摩托	76.44	0.89	0.88	1.09	1.3	1.54	20.75	14.17	13.04	10.92	9.22
宗申动力	129.39	0.34	0.32	0.56	0.63	0.73	17.42	20.97	21.26	18.69	16.37
隆鑫通用	127.94	0.26	0.28	0.55	0.63	0.75	18.93	18.16	11.53	9.96	8.4
		可比公司平均					19.03	17.77	15.28	13.19	11.33
		可比公司中位数					18.93	18.16	13.04	10.92	9.22
春风动力	202.40	4.68	6.7	8.65	11.03	13.58	24.04	15.26	14.72	12.03	9.53

数据来源: wind 数据、iFind 一致性预测, 财通证券研究所

5 风险提示

- 1) 新品表现不及预期:** 公司计划推出的高端全地形车新品及摩托车新品存在市场反应不及预期导致销售情况不佳的风险。
- 2) 海运费/汇率等因素变动风险:** 公司大部分业务涉及出海贸易, 存在海运费/汇率变动, 影响公司盈利的风险。
- 3) 中大排摩托车市场发展不及预期:** 存在中大排摩托渗透率增长不及预期, 导致公司中大排摩托业务增速延缓的风险。
- 4) 中美贸易环境变动风险:** 美国为公司主要出口市场之一, 存在因政治、文化、经济、社会等因素导致中美贸易环境变动, 加征关税影响业绩的风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11378.02	12110.35	15085.01	18158.28	21557.57	成长性					
减:营业成本	8490.96	8052.88	10086.51	12155.73	14357.79	营业收入增长率	44.7%	6.4%	24.6%	20.4%	18.7%
营业税费	142.17	211.87	263.99	317.77	377.26	营业利润增长率	75.2%	53.9%	36.1%	22.2%	26.1%
销售费用	875.59	1340.60	1568.84	1815.83	2112.64	净利润增长率	70.4%	43.7%	36.4%	22.4%	26.2%
管理费用	499.61	567.22	678.83	817.12	970.09	EBITDA 增长率	40.3%	62.1%	49.2%	24.0%	23.7%
研发费用	752.16	924.26	980.53	1180.29	1401.24	EBIT 增长率	39.9%	62.8%	53.5%	24.4%	25.0%
财务费用	-297.49	-190.84	-75.66	-60.82	-101.31	NOPLAT 增长率	45.9%	51.1%	53.5%	24.4%	25.0%
资产减值损失	-32.52	-51.41	-10.00	-10.00	-10.00	投资资本增长率	16.9%	22.8%	22.5%	21.2%	22.1%
加:公允价值变动收益	-13.81	1.16	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	16.7%	20.4%	23.1%	21.7%	22.5%
投资和汇兑收益	-122.76	0.73	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	780.95	1201.57	1635.34	1998.63	2520.40	毛利率	25.4%	33.5%	33.1%	33.1%	33.4%
加:营业外净收支	-6.45	-10.18	-10.00	-10.00	-10.00	营业利润率	6.9%	9.9%	10.8%	11.0%	11.7%
利润总额	774.49	1191.39	1625.34	1988.63	2510.40	净利率	6.5%	8.7%	9.6%	9.7%	10.3%
减:所得税	34.55	134.69	183.66	224.72	283.68	EBITDA/营业收入	6.3%	9.6%	11.5%	11.8%	12.3%
净利润	701.37	1007.52	1374.64	1681.89	2123.18	EBIT/营业收入	5.4%	8.3%	10.3%	10.6%	11.2%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	4323.19	4506.41	3682.06	5931.65	8467.78	固定资产周转天数	22	34	36	37	36
交易性金融资产	65.26	98.26	98.26	98.26	98.26	流动营业资本周转天数	-44	-50	-21	-16	-36
应收账款	851.22	1086.29	2933.20	2269.79	1796.46	流动资产周转天数	224	229	207	212	217
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	24	29	48	52	34
预付账款	116.91	101.73	201.73	243.11	287.16	存货周转天数	77	83	70	73	74
存货	2067.45	1662.51	2241.45	2701.27	3190.62	总资产周转天数	277	295	275	279	282
其他流动资产	120.59	142.47	142.47	142.47	142.47	投资资本周转天数	127	143	141	142	146
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	16.7%	20.0%	22.3%	22.5%	23.3%
长期股权投资	33.95	237.19	353.60	513.43	651.55	ROA	7.3%	9.8%	10.8%	11.0%	11.5%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	13.7%	16.9%	21.2%	21.7%	22.2%
固定资产	956.85	1334.43	1717.87	2033.89	2328.53	费用率					
在建工程	274.13	310.15	208.77	163.92	100.36	销售费用率	7.7%	11.1%	10.4%	10.0%	9.8%
无形资产	132.14	167.01	179.82	203.67	222.00	管理费用率	4.4%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	98.64	57.13	88.54	88.54	88.54	财务费用率	-2.6%	-1.6%	-0.5%	-0.3%	-0.5%
资产总额	9554.16	10313.75	12744.32	15354.08	18413.31	三费/营业收入	9.5%	14.2%	14.4%	14.2%	13.8%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	2091.07	2244.94	2647.93	3289.93	3827.58	资产负债率	55.0%	49.9%	50.1%	49.6%	48.5%
应付票据	2463.87	1928.10	2670.94	3064.66	3710.91	权益权益比	122.4%	99.4%	100.2%	98.3%	94.2%
其他流动负债	9.84	9.74	9.74	9.74	9.74	流动比率	1.51	1.59	1.59	1.61	1.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.06	1.20	1.17	1.18	1.24
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	328.53	108.73	284.04	353.34	441.55
负债总额	5259.12	5141.76	6379.67	7610.89	8929.90	分红指标					
少数股东权益	83.05	133.16	200.20	282.22	385.77	DPS(元)	1.41	2.08	2.08	2.54	3.21
股本	149.83	150.45	151.43	151.43	151.43	分红比率	0.18	0.21	0.23	0.23	0.23
留存收益	1602.08	2397.46	3517.42	4813.93	6450.62	股息收益率	1.3%	2.0%	1.5%	1.9%	2.4%
股东权益	4295.04	5171.99	6364.65	7743.18	9483.42	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	4.68	6.70	9.08	11.11	14.02
净利润	701.37	1007.52	1374.64	1681.89	2123.18	BVPS(元)	28.11	33.49	40.71	49.27	60.08
加:折旧和摊销	95.63	150.72	181.65	219.12	245.93	PE(X)	24.0	15.3	14.9	12.2	9.7
资产减值准备	31.21	54.62	10.00	10.00	10.00	PB(X)	4.0	3.1	3.3	2.8	2.3
公允价值变动损失	13.81	-1.16	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-187.98	-28.44	5.46	5.46	5.46	P/S	1.5	1.3	1.4	1.1	1.0
投资收益	122.76	-0.73	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	17.5	9.5	9.8	6.9	4.6
少数股东损益	38.57	49.19	67.04	82.02	103.54	CAGR(%)					
营运资金的变动	920.34	130.44	-1534.77	1405.98	1251.65	PEG	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4
经营活动产生现金流量	1697.76	1384.70	112.17	3414.47	3749.76	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-75.66	-861.96	-700.71	-774.05	-721.68	REP					
融资活动产生现金流量	-133.54	-160.40	-296.12	-390.84	-491.95						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 09 月 04 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。