

# 剑指全球 Powersport 龙头 两轮四轮双擎驱动

2024年09月07日

➤ **深耕 Powersport 领域，摩托车与全地形车齐驱。**公司以中大排量水冷发动机技术为核心，将专注、进取、快乐的企业理念与机车文化相结合，产品聚焦中大排摩托车与全地形车，全线顺应消费升级趋势。近十年公司业绩快速增长，2013-2023 年营收 CAGR 达 27.4%，归母净利润 CAGR 达 37.1%。

➤ **摩托车内销：结构演变趋势明确，中大排摩托车加速渗透。**对标海外，我国中大排 (> 250cc) 渗透率/人均保有量数据与发达国家均存在 5-10 倍差距。2024H1 中大排摩托车内销渗透率为 8.6%，预计 2025/2030 年中大排内销渗透率分别增长至 12%/20%，对应销量分别为 60/100 万辆。公司作为中大排自主龙头摩企，有望凭借对产品属性更深刻的理解、强劲产品力和性价比优势，持续提升市场份额。预计公司 2025/2030 年中大排内销份额分别提升至 25%/30%，对应销量分别为 15/30 万辆，2023-2030 年 CAGR 为 34.1%；预计公司摩托车内销总量为 22/47 万辆，2023-2030 年 CAGR 为 25.1%，其中中大排 (> 250cc) 占比为 68.2%/63.8%。极核电动品牌定位高端，2024 年推出 AE4i、AE2 等爆品，销量规模再上新台阶，中长期看好极核品牌凭借差异化竞争战略+清晰的产品定位+快速下沉的渠道，打造公司第三成长曲线。

➤ **摩托车出海：中大排出海提速，打造全新增长曲线。**据我们测算，2023 年海外 250cc 及 250cc 以上摩托车市场空间为 525 万辆，为 2023 年内内销量 10 倍以上，空间广阔。以公司为代表的自主龙头摩企在国内经历多年的充分竞争，车型产品力和车型矩阵获大幅提升与丰富，较海外竞对在产品力、性价比优势突出，构建自主摩企出海核心竞争优势。公司 2023/2024H1 摩托车出口销量为 9.8/8.6 万辆，预计公司 2025/2030 年 250cc 及 250cc+ 摩托车海外市场份额为 5%/10%，对应销量 28/60 万辆，2023-2030 年 CAGR 为 29.5%。

➤ **全地形车：深入挖掘美国市场，看好四轮高端化布局。**2023 年全球全地形车市场容量约 96 万辆，其中高端 UTV 产品占比逐年提升，行业集中度较高，北极星+庞巴迪占六成份额。公司近年来发力北美市场，高附加值产品占比稳步提升。2024H2 公司针对北美市场推出 U10/Z10 系列高性能高端新品，看好依靠产品线扩充、性价比优势持续提升市场份额，从而打开成长空间。预计 2025/2030 年公司全地形车销量分别为 19.0/27.3 万辆，2023-2030 年销量 CAGR 为 9.3%，ASP 从 2024H1 的 4.3 万元增至 4.8/5.8 万元。

➤ **投资建议：**长期看好公司两轮车出口和四轮高端化布局，预计公司 2024-2026 年营收 152.0/195.9/237.0 亿元，归母净利润 13.23/17.37/22.34 亿元，EPS 为 8.74/11.47/14.75 元，对应 2024 年 9 月 6 日 132.89 元/股收盘价，PE 分别 15/12/9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**摩托车市场竞争加剧；海运费波动；公司产品销量不及预期等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,110	15,198	19,589	23,703
增长率 (%)	6.4	25.5	28.9	21.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,008	1,323	1,737	2,234
增长率 (%)	43.7	31.3	31.3	28.6
每股收益 (元)	6.65	8.74	11.47	14.75
PE	20	15	12	9
PB	4.0	3.4	2.8	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 6 日收盘价）

## 推荐

## 维持评级

### 当前价格：

### 132.89 元



**分析师 崔琰**

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

## 相关研究

- 1.春风动力 (603129.SH) 系列点评五：业绩超预期 中大排发展提速-2024/08/15
- 2.春风动力 (603129.SH) 系列点评四：股权激励+员工持股方案出炉 成长加速-2024/08/06
- 3.春风动力 (603129.SH) 系列点评三：春风日火爆收官 多缸车型百花齐放-2024/07/14
- 4.春风动力 (603129.SH) 系列点评二：Q1 业绩超预期 量价利三重共振-2024/04/16
- 5.春风动力 (603129.SH) 系列点评一：2023 稳健收官 2024 迈向全球-2024/01/31

# 目录

<b>1 复盘：基本面加速向上 外部因素偶有扰动</b>	<b>3</b>
<b>2 深耕 Powersport 领域 两轮四轮并驾齐驱</b>	<b>5</b>
2.1 摩托车、全地形车产品矩阵丰富 加速全球基地布局	6
2.2 股权架构稳定 重视员工激励	8
2.3 两轮与四轮齐驱 业绩快速增长	10
2.4 小结	12
<b>3 摩托车：中大排出海提速 打造全新成长曲线</b>	<b>13</b>
3.1 行业内销：结构演变趋势明确 中大排摩托车加速渗透	13
3.2 行业出口：中大排出海元年 自主摩企百花齐放	20
3.3 公司：精益求精爆品频出 出海贡献全新增量	28
3.4 小结	39
<b>4 全地形车：深耕欧美市场 发力产品高端化升级</b>	<b>41</b>
4.1 行业：全地形车竞争格局集中度高 产品向高端化发展	41
4.2 公司：深耕欧美市场 看好高端化布局	42
4.3 小结	49
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>51</b>
5.1 盈利预测假设及业务拆分	51
5.2 估值分析	52
5.3 投资建议	52
<b>6 风险提示</b>	<b>53</b>
<b>插图目录</b>	<b>55</b>
<b>表格目录</b>	<b>56</b>

## 1 复盘：基本面加速向上 外部因素偶有扰动

本篇报告为春风动力深度研究报告，过去三年，国内中大排摩托车（>250cc，下同）行业销量快速增长+公司份额提升及全地形车北美市场的加速开拓，为公司带来收入、利润端的向上共振。未来，我们认为两轮车出口与四轮车高端化有望带动公司进入新一轮成长期。基于我们对公司基本面的认知，从行业空间、驱动因素、底层变化、出海节奏、产品竞争力等多重维度进行详细分析核心推荐逻辑。

**复盘公司近五年股价，基本面驱动股价加速向上，外部因素偶有波动。**我们对公司近五年股价进行复盘，2021年静态PE高达57倍，反映出市场对于后续业务增长的较高预期，此后三年股价波动相对较大，总体处于消化估值阶段。具体来看：2020/2022H2/2024H1公司股价加速向上，其背后的原因分别为中大排摩托车需求增长/四轮车出口超预期/摩托车出口超预期，系业绩增长驱动；此外，2021H1/2023H2公司股价表现相对较弱，我们认为主要是受海运费/海外关税预期波动等外部因素所扰动。公司当前市值对应2024年PE仅为14倍，我们长期看好两轮车出口和四轮高端化布局。

**展望未来，公司三大业务线有望向上共振，具体来看：**

**1) 两轮车内销：**对标海外，我国中大排摩托车渗透率、人均保有量等数据与较发达国家还存在较大差距，我们认为仍有4-5倍提升空间。公司以中大排量街车起家，聚焦精品战略，推出过国潮现象级别爆品250SR、250NK、450SR等产品，2024H1首次获得中国市场中大排摩托车行业头名。我们认为公司未来将继续发挥对摩托车外观造型、动力性能、质量品控的深刻理解优势，将更多优质供给推向市场，打造属于公司的 $\alpha$ ；

**2) 两轮车出口：**海外中大排摩托车空间约十倍于国内，公司摩托车业务在国内经历多年的充分竞争，车型产品力和车型矩阵得到大幅提升与丰富，较海外竞对在产品力、性价比优势突出，构建出海核心竞争优势。公司2023/2024H1摩托车出口销量分别为9.8/8.6万辆，2024年有望凭借更加多元的渠道以及更加丰富的车型供给，维持较高的出口增速；

**3) 全地形车：**全球全地形车市场容量稳定，行业集中度较高，头部企业北极星、庞巴迪、本田等占6成份额。我们认为公司近年来在ATV、UTV领域中份额持续提升，2024H2推出全地形车高端化新品，看好依靠产品线扩充（U/Z系列高端化）、性价比优势持续提升市场份额，从而打开成长空间。

图1：公司股价复盘



资料来源：wind，民生证券研究院

### 本篇报告与市场不同之处：

1) **关于两轮车出口：**市场认为海外摩托车市场较为分散，中大排摩托车容量、格局模糊，且较难跟踪与预判。我们对于全球重点市场空间进行详细测算，详细梳理各重点地区细分市场格局、公司竞争力、中国摩企销量数据作出详细分析，看好公司在欧洲（含土耳其）、拉美市场的发展空间；

2) **关于全地形车：**市场认为公司全地车业务进入瓶颈期，后续发展空间有限。我们认为公司近年来在 ATV、UTV 领域中份额持续提升，2024H2 推出全地形车高端化新品，看好依靠产品线扩充（U/Z 系列高端化）、性价比优势持续提升市场份额，从而打开成长空间；

3) **关于电动化：**市场认为电动两轮出行领域竞争相对激烈，市场中已存在诸多规模大、成熟度高的知名品牌，且极核品牌成立较晚，较难实现突围。我们认为极核品牌定位高端电动出行领域，主要产品覆盖中高端电自与电摩，与市场诸多成熟产品产生差异化竞争。此外 2024 年公司推出 AE4i、AE2 等亲民爆品，使极核销量规模再上新台阶，我们中长期看好极核品牌凭借差异化竞争战略+清晰的产品定位+快速下沉的渠道，在电动两轮出行市场占据一席之地。

## 2 深耕 Powersport 领域 两轮四轮并驾齐驱

公司是一家专业从事中大排摩托车、全地形车、新能源摩托车及配套核心部件研发、制造和销售于一体的大型国际化企业。1989 年公司前身在温州的一间手工作坊里成立，此后三十余年，公司以大排量水冷发动机技术为核心，将专注、进取、快乐的企业理念与机车文化相结合，产品聚焦中大排摩托车与全地形车，全线顺应消费升级趋势。总结来看，我们将其发展历程归纳为四个阶段：

**1) 1989-1998 年，公司实现从核心零部件生产到整车制造和销售：**1992 年公司成功研制 125cc 发动机核心部件气缸头，填补了国内市场空白，迅速占领该排气量气缸头市场；1997 年成功研制第一台摩托车水冷发动机 152MI，提升了市场竞争力；1998 年成功研制水冷两轮踏板车，正式开启摩托车整车制造和销售；

**2) 1999-2016 年，公司全面发展四轮全地形车和两轮摩托车两大核心业务：**2005 年公司发布首款全地形车 CFMOTO ATV500，成功迈出国际化的第一步；2007 年在美国明尼苏达州成立首个海外子公司，开启美国本土化运营的历程；2013 年与国际知名摩托品牌 KTM 达成战略合作，成为 KTM 中国独家代理商以及 CKD 制造商；

**3) 2017-2023 年，公司产品迭代提速，加速全球化布局：**2017 年公司在上海证券交易所挂牌上市；同年与 KTM 进一步深化战略合作，宣布成立合资公司浙江春风凯特摩机车有限公司；2020 年推出首款仿赛摩托车 250SR，跻身年度爆品车型，同年发布第一款国产最大排量的公升级摩托车 1250TR-G，正式迈入公升级时代；2020 年正式发布旗下全新子品牌 ZEEHO 极核，开始“燃油+电动”双轨并行的全新征程；2021 年泰国制造基地建成投产，为全球化战略迈出了坚实的一步；2023 年墨西哥制造基地建成投产，成为全球化布局的重要一环，对美洲市场的开拓具有里程碑式的意义；

**4) 2024 年起，公司两轮出口提速，四轮向高端化发力，极核品牌快速成长：**2024 年公司两轮车出海进入提速阶段，2024H1 摩托车出口销量分别为 8.6 万辆，同比增长近五成；四轮车领域 2024H2 推出高性能新平台，针对北美市场向高端化持续进发；极核品牌 2024H1 推出 AE4i、AE2 等亲民爆品，使极核销量规模再上新台阶，2024H1 极核销售收入为 1.1 亿元，同比增长 300.4%。

图2：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

## 2.1 摩托车、全地形车产品矩阵丰富 加速全球基地布局

公司产品聚焦以运动、休闲为定位的中大排摩托车、全地形车、电动两轮车。

公司摩托车系列产品整体以中高端、运动、竞技、休闲为定位，聚焦中大排摩托车。公司摩托车产品覆盖街车、巡航、摩旅、仿赛等细分类别市场，代表性车型有 250SR、450SR、450CLC、800NK 等产品，深受海内外消费者喜爱。得益于精准的差异化路线，在国内大排量摩托车赛道中脱颖而出，近几年发展势头强劲，产品谱系和排量段不断完善，中大排摩托车销量与市场占有率位列行业前茅。

公司全地形车系列产品坚持以自主品牌“CFMOTO”销售，品质及性价比优势突出，在国外市场已获得消费者广泛认可。作为自主研发出口龙头企业，公司掌握多种形式中大排水冷发动机的自研与生产能力，致力于提供完全符合输出国法规要求的全地形车产品，赢得了广泛市场与口碑。目前公司在美国与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩，市占率呈现逐年提升态势；在欧洲市场，公司全地形车市占率排名第一。

表1：公司产品矩阵

产品种类	细分类型	排量	部分产品型号	零售价	图例
摩托车	仿赛	250-450cc	250SR、450SR	15,980-32,580 元	
	街车	150-800cc	150NK、250NK、450NK、800NK	11,980-49,580 元	
	巡航	250-450cc	250CL-C、450CL-C	14,980-26,980 元	
	旅行	650-1,250cc	650TR-G、1,250TR-G	59,900-109,980 元	
	拉力	450-800cc	450MT、800MT	31,580-58,680 元	
	MINI	125cc	XO 狒狒、ST PAPIO	8,980-10,680 元	
全地形车	YOUTH	100cc	CFORCE 110	6,899 元	
		EV	CFORCE EV110	18,800 元	
	ATV	450-1,000cc	CFORCE 450L、CFORCE 520L	31,800-75,800 元	
	SSV	500-1,000cc	ZFORCE 550 EX、ZFORCE 950 SPORT	49,800-98,800 元	
	UTV	600-1,000cc	UFORCE 600、UFORCE 1000	62,800-99,800 元	
电摩/电自	电动	/	极核 AE2、AE4、AE6、AE8	3,399-22,980 元	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司积极推进全球化产能布局，在浙江杭州、重庆、湖南株洲、泰国、墨西哥等多地设立制造基地。2007 年随着公司国际业务的不断扩张，在美国明尼苏

达州成立首个海外子公司；2021 年泰国制造基地建成投产，为全球化战略迈出了坚实的一步；2023 年墨西哥基地完成一期工厂建设，以更好地覆盖美洲客户需求。公司拥有设备精良、具备世界一流水准的生产设施，以“属地化”策略快速响应客户需求，充分利用当地研发、制造能力和相关配套资源，加快推进产品在当地的生产装配，高端制造能力为产品的快速交付和售后服务提供可靠保障，协同互补的全球化产业格局促进生产布局更加完善、均衡。

表2：公司在全球负责制造的子公司

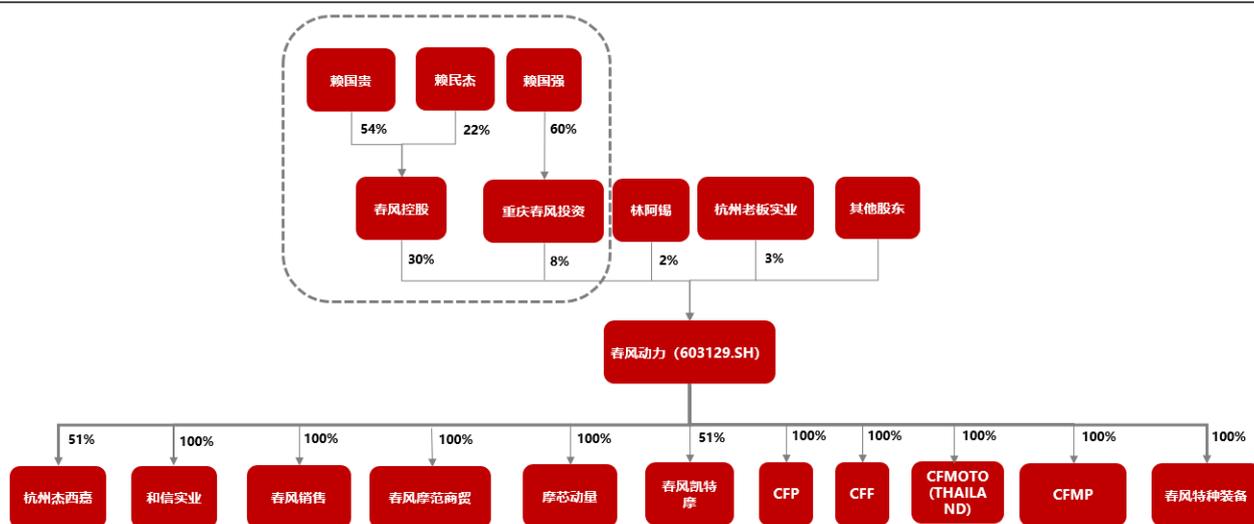
经营地	子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例		取得方式
				直接	间接	
浙江杭州	凯特摩	制造	1,050 万欧元	51%		设立
浙江杭州	杰西嘉	制造	1,021 万元	51%		收购
浙江杭州	浙江极核	制造	1,000 万元	100%		设立
重庆	春风弘睿	制造	500 万元	100%		设立
泰国	泰国春风	制造	500 万泰铢	100%		设立
墨西哥	墨西哥春风	制造	300 万美元	70%	30%	设立

资料来源：公司年报，民生证券研究院

## 2.2 股权架构稳定 重视员工激励

**实际控制人及其家族持股比例较高。**公司控股股东春风控股集团有限公司持有 30% 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 8% 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 2% 股权。因此，实际控制人家族直接或间接合计持有公司 39% 的股权，持股比例较高。

图3：公司股权架构



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，民生证券研究院

**实施多轮股权激励计划，深度绑定员工长期利益。**公司自上市以来已经实施 6 轮股权激励计划，有助于提升竞争力、调动员工的工作积极性，同时聚焦未来

发展战略方向，有助于经营目标的实现：

**1) 2018年限制性股票激励计划：**2018年3月推出，行权价格11.9元/股。公司向227名在公司任职的高级管理人员以及其他核心员工授予131.6万股限制性股票；

**2) 2019年股票期权激励计划：**2019年4月推出，行权价格23.3元/份。公司向325名在公司任职的董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员授予350.0万份股票期权；

**3) 2019年第二期股票期权激励计划：**2019年11月推出，行权价格28.0元/份。公司向68名在公司任职的高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员授予50.1万份股票期权；

**4) 2021年股票期权激励计划：**2021年10月推出，行权价格121.1元/股。公司向756名在公司任职的核心管理人员及核心技术（业务）人员授予253.2万份股票期权；

**5) 2022年股票期权激励计划：**2022年11月推出，行权价格112.9元/份。公司向547名在公司任职的核心管理人员及核心技术（业务）人员授予106.4万份股票期权；

**6) 2024年股票期权激励计划：**2024年8月推出，行权价格106.0元/份。公司向1,310名在公司任职的核心管理人员及核心技术（业务）人员授予355.0万份股票期权。

**表3：公司限制性股票、股票期权激励计划**

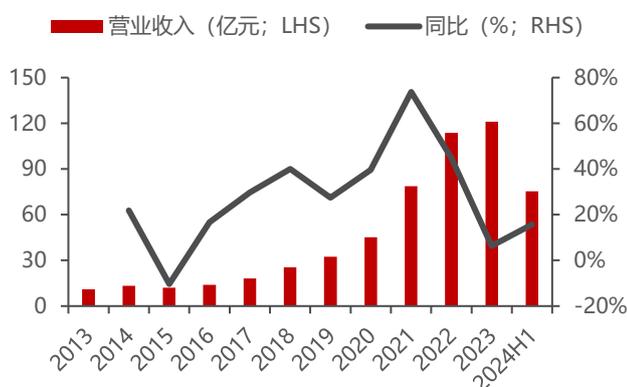
方案名称	推出时间	行权价格	数量	覆盖人数	激励对象	业绩考核指标
2018年限制性股票激励计划	2018年2月	11.9元/股	131.6万股	227人	在公司任职的高级管理人员以及其他核心员工	以2017年营业收入为基数；2018至2020年度营业收入增长率不低于15%、30%、45%
2019年股票期权激励计划	2019年4月	23.3元/份	350.0万份	325人	在公司任职的董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员	以2018年营业收入为基数；2019至2021年度营业收入增长率不低于10%、25%
2019年第二期股票期权激励计划	2019年11月	28.0元/份	50.1万份	68人	在公司任职的高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员	以2018年营业收入为基数；2019至2020年度营业收入增长率不低于10%、25%
2021年股票期权激励计划	2021年10月	121.1元/股	253.2万股	756人	在公司任职的核心管理人员及核心技术（业务）人员	2021年营业收入不低于70.15亿元，2021至2022年营业收入累计不低于152.93亿元，2021至2023年营业收入累计不低于250.61亿元
2022年股票期权激励计划	2022年11月	112.9元/份	106.4万份	547人	在公司任职的核心管理人员及核心技术（业务）人员	2022年营业收入不低于98.27亿元，2022至2023年营业收入累计不低于206.75亿元
2024年股票期权激励计划	2024年8月	106.0元/份	355.0万份	1,310人	在公司任职的核心管理人员及核心技术（业务）人员	2024年的营业收入不低于140亿元；2024-2025年累计营业收入累计不低于305亿元；2024-2026年累计营业收入累计不低于505亿元

资料来源：同花顺iFind，公司公告，民生证券研究院

## 2.3 两轮与四轮齐驱 业绩快速增长

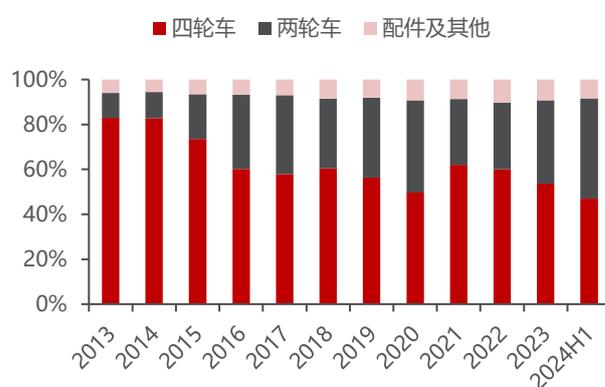
**营收再创新高，两轮车业务占比攀升。**2013-2023 年公司营业收入稳健增长，CAGR 达 21.7%。2023 年公司营业收入达到 121.1 亿元，再创历史新高，同比增长 6.4%；2024H1 实现营收 75.3 亿元，同比增长 15.7%。分产品来看，全地形车和摩托车业务作为两大核心业务，占比超过 90%。其中，2023 年全地形车业务贡献了超过一半的营业收入；摩托车业务近年来也加速放量，近五年 CAGR 高达 41.5%，2023 年贡献 37.0%的营收，较 2013 年提升 25.9pcts。

图4：2013-2024H1 公司营收与增速 (亿元; %)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

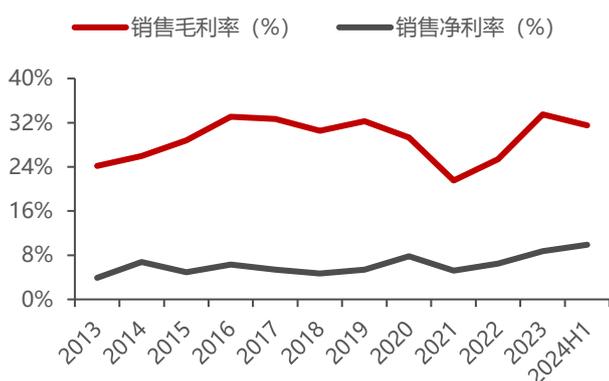
图5：2013-2024H1 公司分产品营收占比 (%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

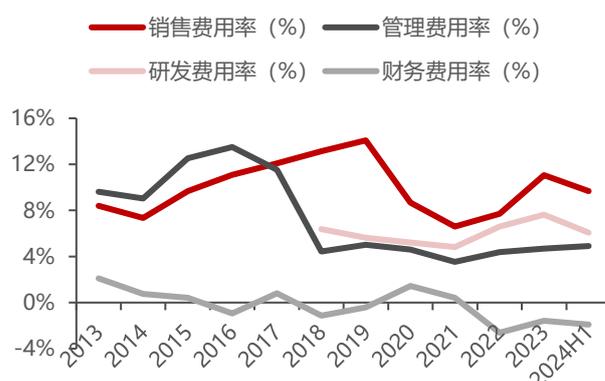
**盈利能力整体回升，重视研发投入。**公司毛利率 2016-2019 年稳定在 30% 以上，2020-2021 年有所降低，下降主要系：1) 原本计入销售费用的运费和关税按照新收入准则调整至营业成本核算；2) 2021 年关税、海运费等扰动因素影响毛利。2023 年公司毛利率、净利率分别达 33.5%、8.7%，同比分别+9.3pct、+3.0pct，主要源于：1) 汇兑影响；2) 原材料及海运价格逐步回落；3) 四轮车产品结构改善。**费用率端：**公司销售费用率较高，主要源于不断开拓本土与海外市场，加大广告费、促消费以及消费者贴息和经销商贴息等费用；同时，公司重视研发投入，2023 年研发费用率超 7%，高于行业平均水平。

图6：2013-2024H1 公司毛利率与净利率 (%)



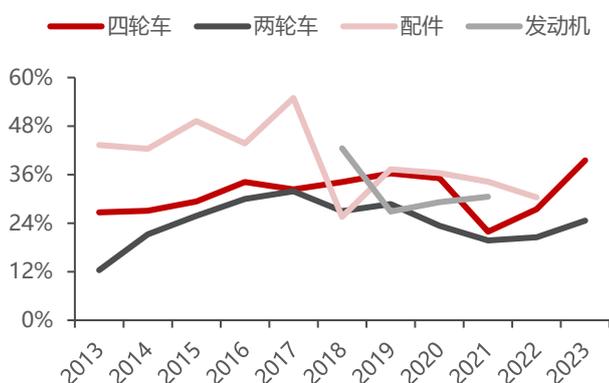
资料来源：公司年报，民生证券研究院

图7：2013-2024H1 公司期间费用率 (%)

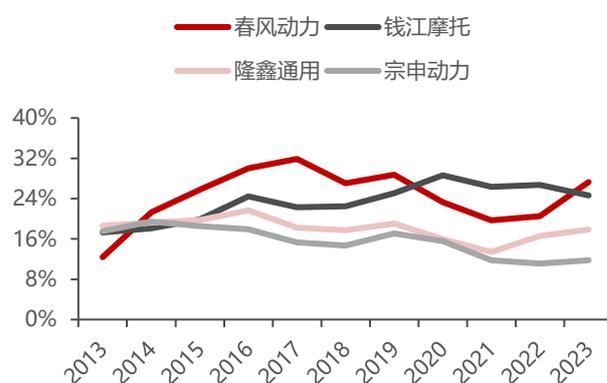


资料来源：公司年报，民生证券研究院

**全地形车毛利率显著改善，摩托车业务盈利能力位居行业前列。全地形车业务：**毛利率多年来维持较高水平，2021 年受到关税变动、海运费上涨等影响，导致当年全地形车毛利率下滑；2023 年全地形车业务受汇兑收益+海运费下降+结构改善三重积极影响，毛利率显著回升至 39.5%，为近年来最高。**摩托车业务：**随着近年来销量快速增长，产品结构改善+规模效应带动摩托车业务毛利率持续向上，从 2013 年 21.3%增长到 2023 年的 24.6%，并位居行业前列。

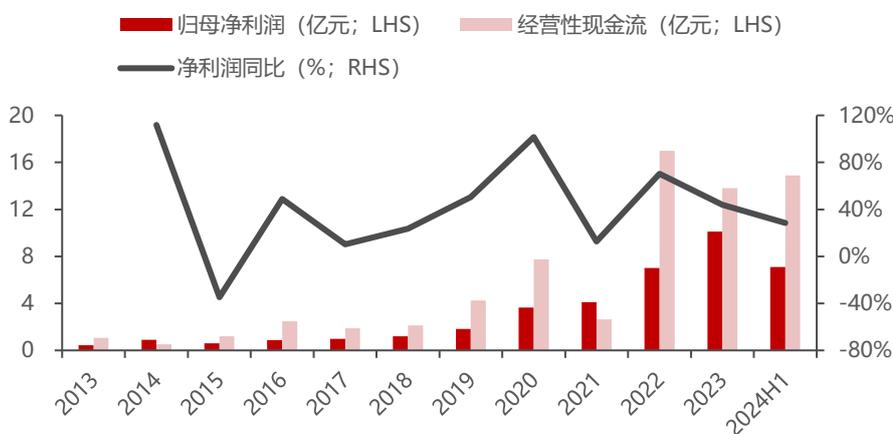
**图8：2013-2023 年公司分业务毛利率 (%)**


资料来源：公司年报，民生证券研究院

**图9：2013-2023 年可比公司摩托车业务毛利率 (%)**


资料来源：公司年报，民生证券研究院

**业绩快速增长，经营性现金流表现优异。**随着业务规模和营收的不断扩张，公司归母净利润也处于快速增长的阶段，2023 年归母净利润达到 10.1 亿元，同比增长 43.7%，2013-2023 年归母净利润 CAGR 为 27.1%。

**图10：2023-2024H1 公司归母净利润与经营性现金流及其增速 (亿元; %)**


资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

## 2.4 小结

**公司专注 Powersport 领域，产品聚焦以运动、休闲为定位的中大排摩托车、全地形车、电动两轮车。**公司摩托车系列产品整体以中高端、运动、竞技、休闲为定位，聚焦中大排摩托车；全地形车系列产品坚持以自主品牌“CFMOTO”销售，品质及性价比优势突出，在国外市场已获得消费者广泛认可。

**公司经营稳健，业绩持续增长。**2013-2023 年公司营业收入稳健增长，CAGR 达 21.7%。2023 年公司营业收入达到 121.1 亿元，再创历史新高。分产品来看，全地形车和摩托车业务作为两大核心业务，占比超过 90%。其中，2023 年全地形车业务贡献了超过一半的营业收入；摩托车业务近年来也加速放量，近五年 CAGR 高达 41.5%，2023 年贡献 37.0%的营收，相比于 2013 年提升 25.9pcts。

**公司业绩快速增长，财务表现健康。**随着业务规模和营收的不断扩张，公司归母净利润也处于快速增长的阶段，2023 年归母净利润达到 10.1 亿元，同比增长 43.7%，2013-2023 年归母净利润 CAGR 为 27.1%。

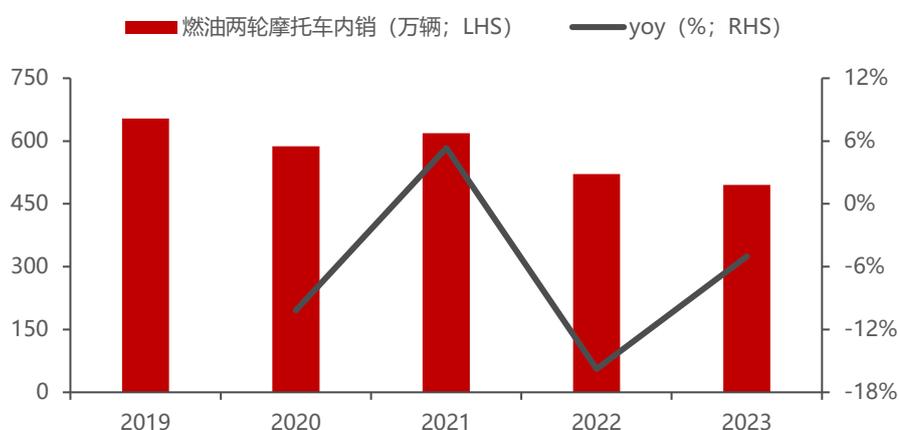
### 3 摩托车：中大排出海提速 打造全新成长曲线

#### 3.1 行业内销：结构演变趋势明确 中大排摩托车加速渗透

##### 3.1.1 空间：供需两侧齐发力 中大排摩托车国内空间广阔

近五年我国两轮燃油摩托车内销小幅度下滑。近五年我国两轮燃油摩托车内销维持 500 万-650 万辆之间，总体有所下滑，主要因为近五年国内电自、电轻摩产销规模快速增长，成为重要代步工具，对燃油摩托车有一定的替代作用。

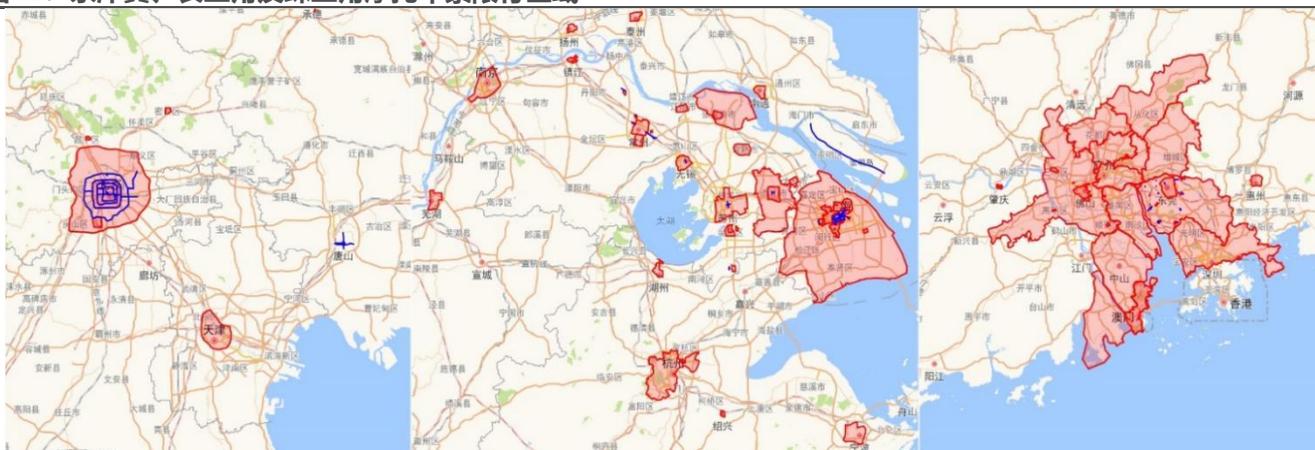
图11：近五年我国两轮燃油摩托车国内销量（万辆；%）



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

**禁限摩政策在全国范围内普遍存在。**目前共有近百个城市出台了摩托车禁限行政策，对摩托车消费造成抑制。以北京为例，所有摩托车不得驶入二环、三环、四环、五环主路、机场高速等，京 A 牌照摩托车在长安街及周边路段分时段限行，京 B 牌照摩托车不得驶入四环以内道路。

图12：京津冀、长三角及珠三角摩托车禁限行区域



资料来源：摩托范，民生证券研究院

1985 年起，我国实行严格的“禁摩令”政策，在政策引导下，摩托车管理逐步向规范化、高效率发展。近年来，我国禁摩、限摩政策趋于放宽，自 2017

年西安解除禁摩令，多座城市颁布相关政策，以管代禁，放宽对禁摩、限摩的监管，摩托车行业有望乘政策春风迎来新一轮发展。

**表4：近年来禁摩政策梳理**

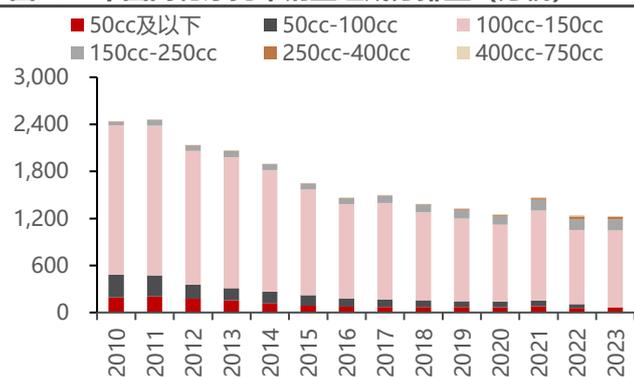
时间	发布主体	文件名称	主要内容
2021年5月8日	北京市交管局	《关于对摩托车采取交通管理的措施》	<b>京A</b> 除二、三、四、五环主路、长安街以及有限行标志的路段， <b>均可骑行</b> ，可上高速。 <b>京B</b> 同 <b>京A</b> ， <b>但不能进4环。外埠牌照，全天禁入六环。</b>
2021年7月5日	天津市公安局	《关于确定摩托车禁止通行区域的通告（征求意见稿）》	<b>外环线以内禁摩</b> ，绝对不给摩托车加油，禁行区低洼点行驶据说一般不会被拦车， <b>其他地方证照齐全就可以上路。</b>
2021年12月9日	石家庄市人民政府	《关于市区道路通行的通告》	<b>摩托车</b> （包括燃油车、电动车、三轮车） <b>全天限制通行三环路</b> （含主路、辅路）以内道路。军用、警用、消防用摩托车执行任务时，在确保安全的前提下，不受道路通行限制。
2021年12月29日	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）》	福田、罗湖、南山、盐田、宝安、龙岗、龙华、坪山、光明区内的道路，除107国道（北起莞深交界处，南至新桥立交）、坪山大道（东起惠深交界处，西至白石路）以外， <b>其他所有道路每日0时至24时禁止摩托车行驶。</b> 大鹏新区内的道路，除坪西路、鹏飞路、葵鹏路、南西路、海滨路、同富路、坪葵路、盐葵路以外， <b>其他所有道路每日0时至24时禁止摩托车行驶。深汕特别合作区内所有道路允许摩托车行驶。</b>
2021年12月30日	广州市公安局交通警察局	《关于继续实施限制摩托车行驶措施的通告》	市中心区，广州大学城，广州火车站等区域部分范围内全天24小时 <b>禁止摩托车行驶</b> ；全天24小时 <b>禁止外市籍摩托车</b> 在广州市行政区域内行驶，特定时间在划定区域过境通行的除外。
2022年7月15日	杭州市公安局	《关于市十二届政协一次会议第256号提案的答复函》	继续贯彻杭州市 <b>摩托车、三轮车禁限行</b> 政策，暂不对“禁摩”政策作出调整。
2022年8月9日	呼和浩特市公安局交通管理支队	《关于进一步加强摩托车交通管理的通告》	城区快速路、高架路主路、机场路主路 <b>全天禁止摩托车通行。</b>
2022年8月15日	成都市公安局交通管理局	《关于摩托车交通秩序管理的通告》	<b>禁止三轮摩托车、三轮轻便摩托车以及发动机排量150毫升以上的两轮摩托车</b> （警用、抢险等特殊用途摩托车除外）在成都市绕城高速（G4202）以内（含绕城高速）区域的道路上行驶。
2022年12月23日	深圳市公安局交通警察局	《关于禁止摩托车在部分道路行驶的通告》	福田、罗湖、南山、盐田、宝安、龙岗、龙华、坪山、光明区内的道路，除107国道（北起莞深交界处，南至新桥立交）、坪山大道（东起惠深交界处，西至白石路）以外， <b>其他所有道路每日0时至24时禁止摩托车行驶。</b> 大鹏新区内的道路，除坪西路、鹏飞路、葵鹏路、南西路、海滨路、同富路、坪葵路、盐葵路以外， <b>其他所有道路每日0时至24时禁止摩托车行驶。</b>
2023年12月25日	佛山市人民政府	《关于继续实施加强摩托车管理措施的通告》	在部分区域继续实施摩托车交通管制措施， <b>全天24小时禁止摩托车行驶。</b> 按照“道路交通安全保障工作与经济建设和社会发展相适应”及“区域有别、区别对待”的原则，延续实施现行 <b>摩托车登记政策。</b>

资料来源：各政府官网，民生证券研究院

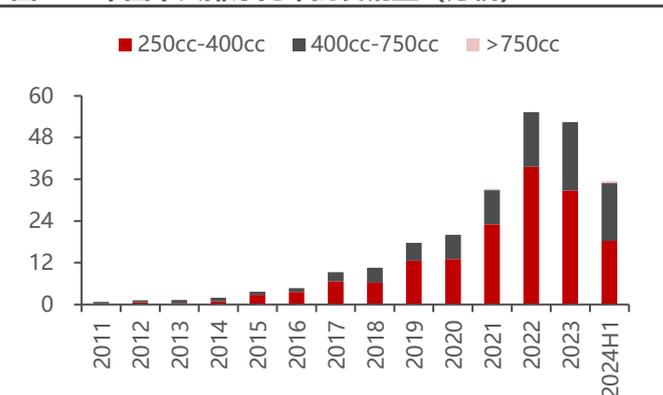
**结构持续升级，消费级大排量摩托车销量持续增长。**随着国内经济的增长和消费者购买能力的提升，国内摩托车休闲文化产业逐步形成，以娱乐休闲为主的中大排量摩托车市场潜力充足。据中国汽车工业协会数据显示，国内250cc以上排量（不含）摩托车批发销量已从2011年的0.7万台增至2023年的52.5万台，CAGR为39.4%，发展趋势强劲。

2023年中国中大排量摩托车批发销量为52.5万辆，同比-5.1%，主要是受疫情后二手摩托车市场挤压以及消费信心不足影响，2024年行业批发销量重回正

增长，2024H1 销量为 35.5 万辆，同比+38.5%。我们认为中大排摩托车动力、操控性能优异，是良好的休闲、娱乐工具，符合消费升级趋势，现已逐渐成长为引领摩托车市场发展的新兴增长极。展望未来，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13：中国两轮摩托车销量组成成分排量（万辆）**


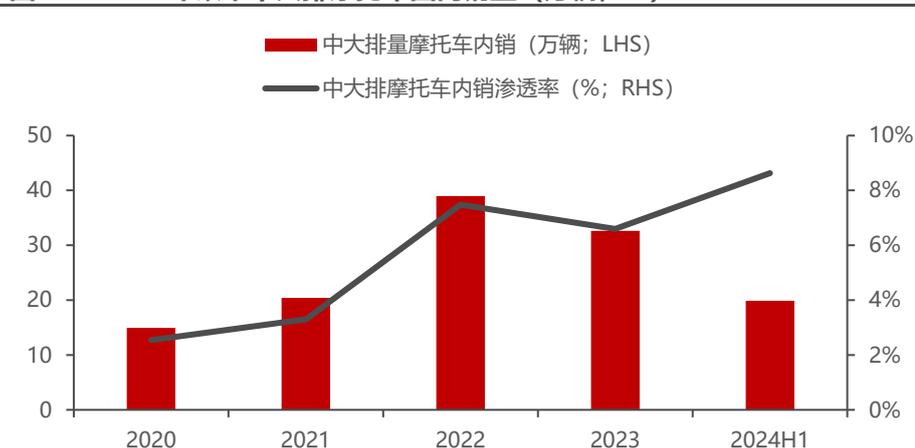
资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

**图14：中国中大排摩托车批发销量（万辆）**


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

**国内摩托车市场中，中大排摩托车内销渗透率不足 10%。**作为良好的休闲、娱乐的户外运动产品，2020 年以来中大排摩托车需求旺盛，C 端休闲娱乐属性加强，国内摩托车休闲文化产业逐步形成，国内销量与渗透率快速提升，中大排摩托车内销渗透率从 2020 年的 2.5% 提升至 2024H1 的 8.6%，增幅明显。

**新媒体营销背景下摩旅文化更容易传播，年轻消费群体更容易转化成有效需求群体。**首先，随着摩旅文化逐步形成，摩托车从代步属性向休娱属性转移，社交娱乐属性将助推销量增长，摩托车的需求群体会进一步扩大；其次，随着城市拥堵问题日益突出，短途消费理念被消费者接受，摩托车作为代步工具，需求群体未来势必会扩大；最后，差异化年轻属性吸引年轻顾客。以春风、钱江、隆鑫为代表的摩托车车企产品品类覆盖复古、街车、巡航、旅行、仿赛、越野，产品设计年轻化，受到年轻消费者的认可。

**图15：2020 年以来中大排摩托车国内销量（万辆；%）**


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

**2020年起国产优质供给加速导入，降低国内消费者玩车门槛，推动整体行业加速扩容。**我们认为供给端大量国产新车型的投放是中大排摩托车产销规模快速增长的核心驱动因素之一，2017年250cc以上（不含）两轮摩托车销量达9.3万辆，同比大幅增长98.0%，主要是因为2016H2-2017年大量新车型上市；此外，2020年起国产龙头摩企优质供给频出，其中不乏春风250SR、钱江闪300等车型，同时相对外资品牌车型性价比优势明显，进一步降低了中大排摩托车的门槛，促进整体行业加速扩容。

**表5：2020年以来国产龙头摩企主要产品**

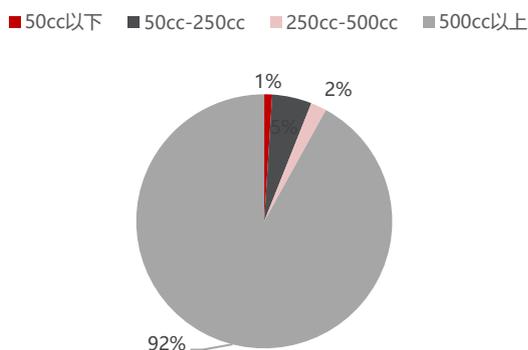
厂商	车型	分类	上市时间	排量 (cc)	低配售价 (元)
春风动力	150NK	街车	2020.12	150	11,980
	250NK	街车	2021.09	250	15,900
	450NK	街车	2023.07	450	27,880
	800NK	街车	2024.04	800	46,980
	250CLC	巡航	2024.05	250	14,980
	450CLC	巡航	2023.08	450	26,580
	650TR	巡航	2011.01	650	59,900
	650TRG	巡航	2021.02	650	59,900
	1250TRG	巡航	2023.05	1,250	99,980
	250SR	仿赛	2020.02	250	15,980
	450SR	仿赛	2022.05	450	28,580
	500SR VOOM	仿赛	2024.07	500	34,980
	675SR	仿赛	未上市	675	/
	250CLX	复古	2022.02	250	18,980
	700CLX	复古	2022.06	700	45,800
	450MT	拉力	2024.04	450	31,580
	800MT	拉力	2021.05	800	57,680
	150SC	踏板	2024.07	150	13,580
	ST PAPIO	MINI	2022.10	125	8,980
	XO 狒狒 冒险家	MINI	2023.05	125	9,680
XO 狒狒 赛车手	MINI	2023.02	125	9,680	
钱江摩托	鸿 125	踏板	2024.05	125	7,999
	鸿 250	踏板	2024.06	250	17,999
	鸿 350	踏板	2022.09	350	36,999
	赛 150	仿赛	2023.06	150	13,999
	赛 250	仿赛	2021.09	250	19,999
	赛 350	仿赛	2021.07	350	28,999
	赛 400	仿赛	2022.04	400	23,999
	赛 450	仿赛	2023.09	450	28,999
	赛 550S	仿赛	2024.02	550	29,999
	赛 600	仿赛	2020.09	600	49,999
	赛 800	仿赛	2023.09	800	52,999
	赛 921	仿赛	2024.01	820	69,999

闪 150	巡航	2022.11	150	12,999
闪 250	巡航	2023.03	151	18,999
闪 300	巡航	2021.09	300	23,999
闪 350	巡航	2022.11	350	24,999
闪 700	巡航	2023.06	700	39,999
骁 500	探险	2020.09	500	38,999
骁 550	探险	2023.10	550	32,999
骁 600	探险	2024.02	550	29,999
骁 650	探险	2023.02	650	45,999
骁 700S	探险	2024.05	700	37,999
骁 750	探险	2020.09	750	49,999
骁 800	探险	2023.03	800	49,999
逸 550	复古	2021.09	550	33,999
追 150	街车	2022.11	150	12,999
追 350	街车	2020.09	350	26,999
追 600	街车	2020.05	600	43,999
追 700	街车	2021.05	700	39,999
隆鑫无极				
300DS	街车	2020.08	300	21,800
300R	街车	2022.10	300	19,000
525R	街车	2021.09	500	30,980
CU250	巡航	2024.08	250	16,980
CU525	巡航	2023.07	500	29,766
Q250	复古	2023.03	250	17,980
300AC	复古	2023.03	300	19,980
500AC	复古	2021.03	500	34,980
SR150C	踏板	2024.05	150	13,980
250RR	仿赛	2024.04	250	15,499
300RR	仿赛	2022.04	300	19,980
RR525	仿赛	2023.02	500	28,980
SR250GT	踏板	2024.04	250	17,666
300GY	探险	2020.08	300	23,666
DS525X	探险	2024.04	500	37,766
DS900X	探险	2024.07	900	54,980

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

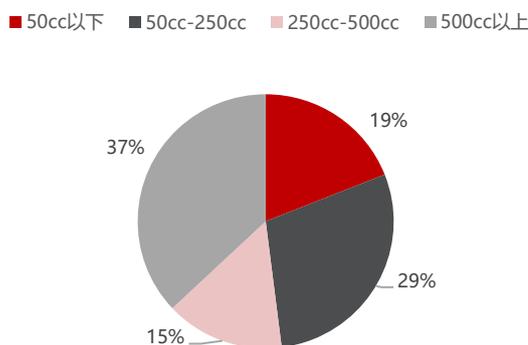
**对标海外，主要发达国家和地区 250cc 以上（不含）中大排摩托车销量占比明显高于中国。**根据世界摩托制造商协会（IMMA）2012 年数据，北美和欧洲摩托车需求均以中大排车型为主，北美 500cc 以上大排量车型销量占比高达 92%，欧洲 250cc 以上（不含）中大排摩托车销量占比达 52%。**相比发达国家和地区，我国中大排摩托车渗透率还有很大提升空间。**

图16: 北美摩托车分排量销量结构 (2012年; %)



资料来源: IMMA, 民生证券研究院

图17: 欧洲摩托车分排量销量结构 (2012年; %)



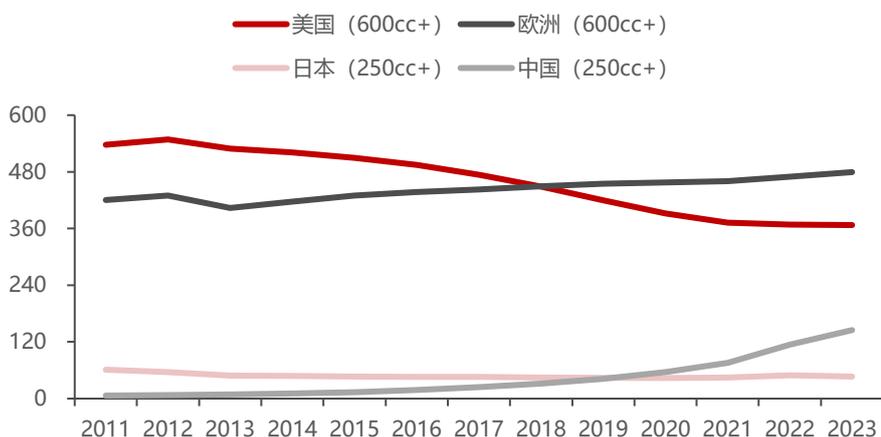
资料来源: IMMA, 民生证券研究院

**对比欧美等成熟摩托车市场, 中国中大排摩托车万人人均保有量不足 1/10。**

考虑到欧美等摩托车市场相对成熟, 因而本篇报告中我们从中大排摩托车保有量维度进行对比分析。若假设中大排摩托车报废年限 13 年, 则截至 2023 年, 美国、欧洲、日本、中国 250cc+保有量分别 406.2、712.2、46.9 和 145.0 万辆, 万人人均保有量分别 119.5、96.2、39.0、10.3 辆, 中国相较于欧美日等国家/地区仍有显著提升空间。

综合考虑欧美日同中国的地理环境、消费习惯差异, 预计中国稳定万人人均保有量 40-50 辆相对中性, 对应 500-700 万辆, 相较目前仍有 4-5 倍提升空间。

图18: 美国、欧洲、日本、中国中大排摩托车保有量对比 (万辆)



资料来源: 中国摩托车商会, IMMA, 民生证券研究院

表6: 美国、欧洲、日本、中国 250cc+中大排摩托车万人人均保有量对比

	2023年 250cc+保有量 (万辆)	2023年人口 (亿)	2023年万人人均保有量 (辆)
美国	406.2	3.4	119.5
欧洲	712.2	7.4	96.2
日本	46.9	1.2	39.0
中国	145.0	14.1	10.3

资料来源: 中国摩托车商会, IMMA, 民生证券研究院

### 3.1.2 三强格局相对稳固 自主摩企加速向上

**中大排摩托车行业内销市场集中度逐步提升。**2022、2023、2024H1 月国内 250cc+中大排摩托车行业 CR3 分别 42.1%、45.1%、58.8%，中大排摩托车行业内销集中度持续提升，侧面体现消费者成熟化及对产品品控等内在关注，其中头部品牌相对占优，主要玩家大体可分为三类：

**1) 自主品牌：**其中第一梯队包括春风动力、钱江摩托及隆鑫通用，市占率稳居前三，三家企业 2024H1 中大排摩托车内销市占率分别为 22.1%、23.8%和 12.9%；第二梯队包括重庆鑫源、西藏新珠峰（凯越）、常州光阳、厦门厦杏、广东大冶（升仕）等，市占率低于 10.0%；

**2) 合资品牌：**包括五羊本田、新大洲本田及豪爵铃木等。其中五本、新本均为本田国内合资公司，2021H1 开始国产导入中排车型，2021 年市占率分别为 11.8%和 10.0%，合计 21.8%，但近年来春风动力、隆鑫通用等自主品牌快速崛起，合资品牌市占率有所下降；

**3) 进口品牌：**主要包括日系川崎、雅马哈，美系哈雷，欧系宝马、杜卡迪等厂商，通过大贸店形式进行销售，目前同自主尚不构成显著竞争关系。

**表7：2020-2024H1 国内中大排摩托车市占率变化（%）**

公司	2020	2021	2022	2023	2024H1
春风动力	11.0%	7.2%	6.4%	11.8%	22.1%
钱江摩托	39.5%	22.9%	26.8%	22.7%	23.8%
隆鑫通用	12.2%	14.0%	5.5%	10.6%	12.9%
五羊本田	/	11.8%	8.1%	5.4%	3.6%
新大洲本田	/	10.0%	7.2%	5.8%	2.6%
其他	37.3%	34.1%	46.0%	43.8%	35.1%

资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

**中大排摩托车考验摩企综合竞争能力，具体包括品牌、技术开发（含发动机、车架等）、设计制造、渠道、营销等五大范畴：**

**1) 品牌：**中大排摩托车拥有较强玩乐、社交属性，类似越野汽车，更易形成圈层文化，消费群体对品牌重视程度较汽车更甚；

**2) 技术开发：**尤其体现在动力总成技术能力，车用发动机虽原理普通，但制造技术难度高，需要经过长期而复杂的经验和技術积累；

**3) 设计制造：**主要体现在外观设计、品质控制两方面，均为消费者购车的重要决定因素；

**4) 渠道：**现阶段中大排摩托车销售仍以经销模式为主，广泛且全面的渠道网络是触达潜在消费群体的重要保障；

**5) 营销：**头部摩企线上通过新媒体传播引流，线下通过举办新品试驾会、交车仪式、训练营、赛道体验等活动提升品牌知名度。

**表8：国内主要中高端摩托车生产企业品牌力、动力总成技术、整车设计能力比较**

能力分类	春风动力	钱江摩托	隆鑫无极	豪爵铃木	五本&新本
<b>品牌力</b>	2014年入选国宾车，自主龙头地位得到认可；2017年与KTM合资	2005年收购意大利品牌贝纳利，海外1.5线品牌加持	代工宝马发动机+踏板车，海外一线品牌背书生产工艺	一线日系品牌	一线日系品牌
<b>动力总成技术</b>	逐步完善，包括250/450/650/700cc，借力KTM推出800/1,250cc	品类最丰富，主要覆盖250/350/500/600/750/900/1,200cc车型	主要覆盖200/250/500/650/900cc，部分车型依托宝马发动机平台	主要覆盖250/300/650/800/1,050cc等车型	300/400c车型相对较多，CB400系列为主力车型
<b>整车设计能力</b>	街车起家，2020年起拓展至仿赛、巡航、探险、踏板	街车、复古街车、探险车、仿赛、踏板全线布局	擅长街车、复古街车及探险车	250cc已布局街车、仿赛、探险车	中排车型2021年起CKD组装
<b>渠道布局</b>	无代理商，CFMOTO专营店占比高	QJMOTOR内销重新招商，出海自建渠道	无极渠道快速扩张，2023年底渠道门店破千	依托通路车渠道	依托通路车渠道，现拓展中排量渠道

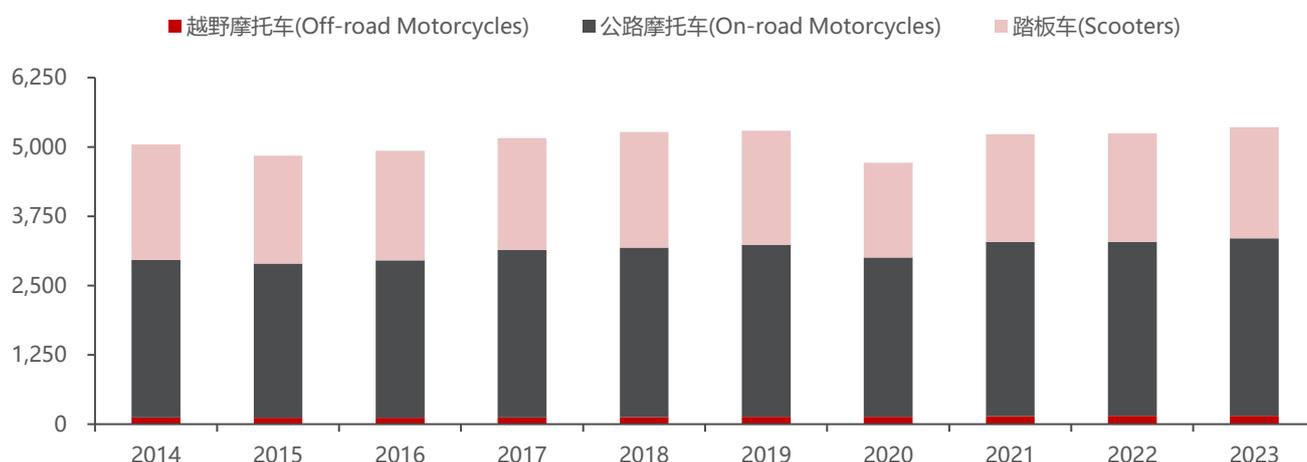
资料来源：各公司官网，各公司年报，民生证券研究院

**自主龙头摩企优势明显，市场份额有望进一步提升。**目前春风、钱江、隆鑫三强格局相对稳固，自主品牌竞争优势明显，近年来消费者愈发成熟化，对产品品控等内在关注更加重视，我们认为以春风、钱江、隆鑫为代表的自主龙头摩企，有望凭借对国内消费者喜好更敏锐的洞察力、对产品属性更深刻的理解、较外资品牌更优的产品力和性价比优势，持续抢占市场份额。

## 3.2 行业出口：中大排出海元年 自主摩企百花齐放

### 3.2.1 空间：行业空间十倍于国内 欧美与新兴市场兼备潜力

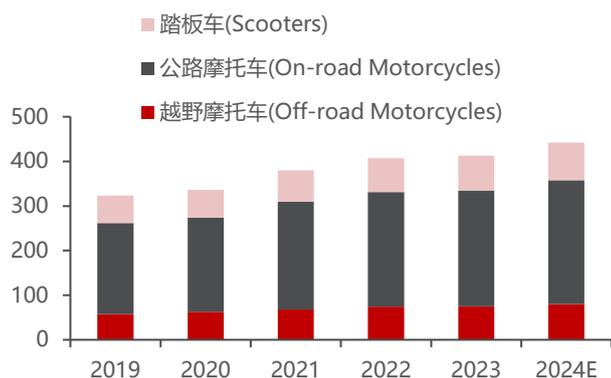
**全球摩托车市场容量约为 5,000 万辆，公路摩托车和踏板车占据主要份额。**近十年全球摩托车市场容量相对稳定，始终维持在 5,000 万辆左右。2023 年全球摩托车总销量为 5,354.0 万辆，同比+2.1%，其中公路摩托车销量 3201.0 万辆，同比+1.9%，占总销量比例为 59.8%；踏板车销量 2,001.0 万辆，同比+2.4%，占总销量比例为 37.4%；越野摩托车销量为 151.0 万辆，同比+0.7%。

**图19：全球摩托车分类型销量（万辆）**


资料来源：Statista，民生证券研究院

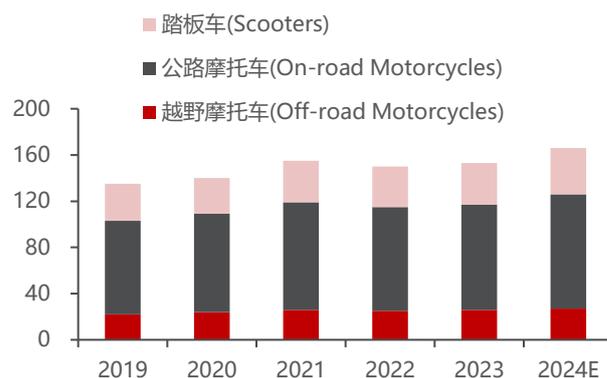
**美洲与欧洲摩托车市场温和增长，市场需求稳定向上。**根据 Statista 数据显示，美洲摩托车市场近年来温和增长，总销量从 2019 年的 323.0 万辆增长至 2023 年的 412.0 万辆，CAGR 为 6.3%，其中北美市场年均销量 60-80 万辆，相对稳定，拉美与南美市场近年来依托于巴西、墨西哥、哥伦比亚地区的需求市场，整体市场迎来一定扩容；欧洲市场（不包含土耳其）近年来摩托车销量相对稳定，2023 年实现摩托车销量 152.0 万辆，同比微增。

图20：美洲摩托车分类型销量（万辆）



资料来源：Statista，民生证券研究院

图21：欧洲摩托车分类型销量（万辆）



资料来源：Statista，民生证券研究院

**分国家/地区来看，以土耳其为代表的新兴市场增速较快。**不同国家/地区摩托车市场销量变化趋势不一，其中部分发展中国家近年来需求旺盛，如土耳其市场近年来受货币贬值影响，出现一定消费降级情况，部分汽车购买需求降级至摩托车领域，驱动整体市场快速扩容；印度、巴西等国家/地区近年来经济发展良好，摩托车作为重要的生产、代步工具，需求旺盛。

表9：海外重点国家/地区摩托车销量与增速（万辆；%）

国家/地区	2024Q1 销量 (万辆)	同比增速 (%)	2023 年销量 (万辆)	同比增速 (%)
印度	456.3	20.6%	1,760.0	
印度尼西亚	178.5	-3.9%	640.0	20.1%
越南	66.0	-5.9%	278.0	-18.1%
菲律宾	59.3	-8.7%		
泰国	45.5	-11.2%		
巴西	41.2	16.1%	157.0	21.3%
墨西哥	33.6	3.9%		
巴基斯坦	24.8	-14.3%		
土耳其	24.3	111.4%	69.0	123.0%
哥伦比亚	17.8	-0.8%	68.1	-17.0%
中国台湾	17.8	-4.1%	87.2	14.8%
马来西亚	13.6	-20.0%	61.7	-11.9%
美国	12.6	0.4%		
孟加拉国	12.6	9.0%		
柬埔寨	11.1	-15.8%		
阿根廷	10.9	-12.4%		
日本	9.2	-9.1%	40.2	1.1%
意大利	8.5	2.7%	34.0	15.9%

资料来源：MCD，民生证券研究院

**海外中大排摩托车市场空间广阔。**我们根据海外不同国家/地区摩托车销量以及 250cc+大排量摩托车（不含 250cc）渗透率的假设，测算海外市场中大排摩托车行业空间，不同国家/地区 250cc+摩托车渗透率假设参考以下三个方面：

**1) 欧美日：**根据IMMA相关数据，欧美中大排摩托车占据当地主流地位，其中美国市场渗透率约为 95%，欧洲市场渗透率约为 60%；日本市场中，根据日本汽车工业协会数据，2023 年日本中大排摩托车渗透率占比约为 30%；

**2) 土耳其、墨西哥等新兴市场：**此类区域并非传统中大排摩托车销量强势区域，但近年来随着不同事件的催化（如土耳其货币贬值；墨西哥经济发展提速），叠加以中国龙头摩企的优质供给导入，导致相关市场中大排摩托车市场快速扩容，假设其渗透率位于 10%-20%之间；

**3) 东南亚、印度等区域：**此类区域摩托车销量基数极大，常年被日系品牌垄断，基本用于出行代步的小排量车型需求较多，中大排车型需求较少，根据IMMA相关数据，我们假设该区域中大排摩托车渗透率约为 2-5%。

根据上述假设，我们测算得 2023 年海外重点地区中大排摩托车（> 250cc）市场空间约为 350 万辆，为中国 2023 年内销销量（32.6 万辆）的 10.7 倍，空间广阔。

此外，该口径下的行业空间仅局限于 250cc 以上车型，不包含 250cc 系列（实际排量约为 248cc），若考虑 250cc 系列相关车型，参考国内大于 250cc 与 250cc 系列的比例（2023 年约为 2:1），则预计海外中大排市场空间可扩充至 525 万辆左右。

**表10：海外 250cc+中大排摩托车市场空间测算（万辆；%）**

区域	2023 年摩托车销量（万辆）	250cc+渗透率假设（%）	250cc+行业空间（万辆）
美国	55	95%	52
欧洲	152	60%	91
日本	40	30%	12
土耳其	69	20%	14
墨西哥+哥伦比亚	180	10%	18
南美洲	200	7%	14
东南亚	1,500	5%	75
印度地区	1,760	3%	53
其他地区	1,050	2%	21
<b>合计</b>	<b>5,006</b>	<b>7%</b>	<b>350</b>

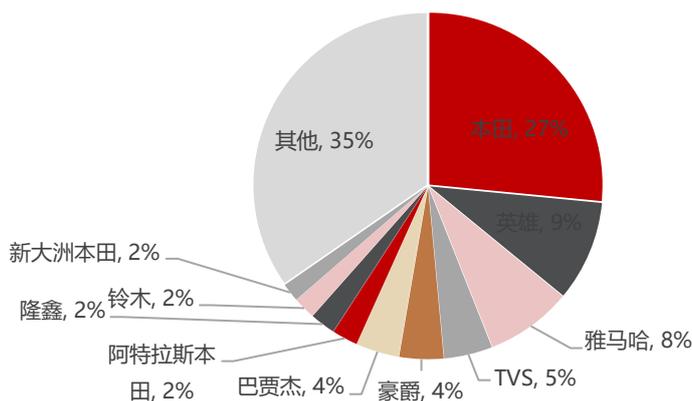
资料来源：MCD，IMMA，民生证券研究院

### 3.2.2 格局：一超多强格局稳定 日系占据半壁江山

**全球摩托车行业竞争格局为一超多强，日系品牌占据主导地位。**全球摩托车行业的主要参与者是本田、雅马哈、川崎、铃木、哈雷等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，2023 年全球摩托车行业龙头为本田，合计市场份额约 30%左右（含本

田合资品牌)；第二为印度品牌英雄 (Hero)，市场份额在 9%左右；第三为日系品牌雅马哈，市场份额约为 8%。其他参与者哈雷、川崎、宝马、隆鑫等市场份额集中在 2%~4%左右。综上，全球摩托车市场呈现一超多强格局，日系品牌合计占据近半份额。

图22：全球摩托车市场竞争格局（2023年；%）



资料来源：Statista，民生证券研究院

表11：全球摩托车市场主要厂商

企业	系别	成立时间	2023年销量 (万辆)	企业简介
本田	日系	1948	1,876	本田技研工业株式会社是一家总部位于日本的跨国公司，以生产摩托车、汽车和 Power Products 等产品而闻名。本田是世界上最大的摩托车制造商之一，同时也在汽车产量和规模方面位列世界十大厂家之一
雅马哈	日系	1955	483	雅马哈发动机株式会社 (Yamaha Motor Co., Ltd.) 是一家日本公司，生产摩托车、船外机、全地形车等休闲车辆。雅马哈以其高性能赛车和多样化的产品线著称。雅马哈发动机株式会社的前身是日本乐器制造株式会社的摩托车制造部门，1955年独立成立
川崎	日系	1878	48	川崎是一家跨国重工业公司，业务涵盖航空、航天、造船、铁路、发动机、摩托车等多个领域。川崎摩托车以其高性能和创新技术闻名，特别是在运动摩托车和赛车领域享有盛誉
哈雷	美系	1903	16	哈雷戴维森 (Harley-Davidson) 是哈雷戴维森贸易有限公司生产的摩托车品牌，创办于1903年，旗下拥有 Touring、Softail®、Dyna®和 Sportster®系列。其摩托车产品包括重型街车、旅行车和定制改装车，并通过全球 1,300 多家授权经销商销售，同时提供丰富的零部件、配件以及摩托车服饰等多样化商品
英雄	印度系	1984	560	Hero MotoCorp Ltd 在印度摩托车市场占有领先地位，结束了与本田的合资关系后，其摩托车产品得以拓展到印度以外的市场。公司以其强大的生产规模和广泛的产品线而闻名，年产销规模在全球摩托车行业中名列前茅。Hero MotoCorp 的产品包括 CD100、CBZ 等型号，并且在 2010 年合资结束后继续发展，年产量达到 760 万辆
宝马	德系	1923	21	宝马摩托车 (BMW Motorrad) 是宝马集团 (Bayerische Motoren Werke AG) 的一部分，宝马在 1923 年开始生产摩托车，经典的双缸对置式发动机结构被沿用，流线型设计、安全和排放技术创新引领行业标准。BMW 摩托车越野车型：越野车、街道车、旅行车、运动车、警用车，包括 F 系列、R 系列和 K 系列，其中 F 系列配备的是单汽缸发动机，R 系列配备水平对置双汽缸发动机，K 系列则是四汽缸发动机

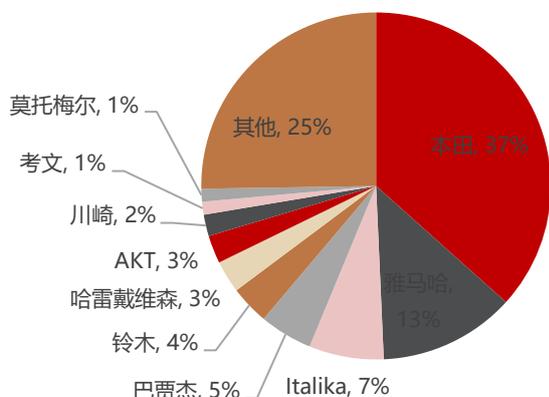
铃木 1920 190

铃木公司以生产小型轿车和轻型越野车为主，同时也生产整装外销发动机。其产品已销往世界 127 个国家和地区。铃木汽车公司在国际市场上生产和销售汽车、摩托车、船舶和动力产品，提供全地形车辆、微型车辆、小型车辆、标准尺寸车辆、舷外发动机、雪地车发动机、电动高级车辆和房车，以及电动轮椅、工业设备等

资料来源：各公司年报，民生证券研究院

**美洲摩托车市场日系占比更大，国产品牌隆鑫通用亦占据一定份额。**美洲市场中，北美市场以中大排摩托车为主，本田、宝马、哈雷等品牌占据较强地位；拉美市场中以代步需求为主，日系本田、雅马哈合计占据近半份额，此外 AKT、Italika 合计占据美洲市场一成份额。

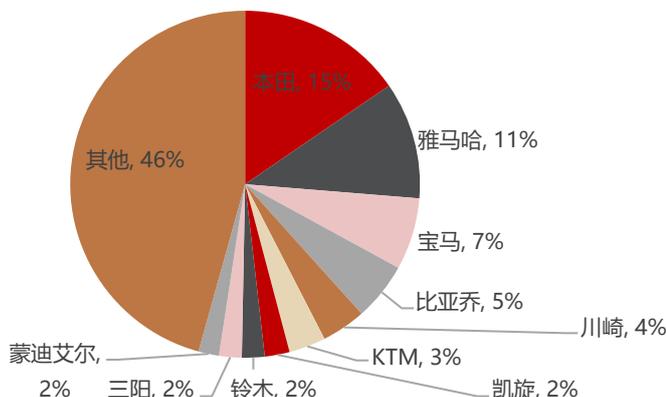
图23：美洲摩托车市场竞争格局（2023 年；%）



资料来源：Statista，民生证券研究院

**欧洲摩托车市场格局相对分散，日系与欧系品牌共同主导市场。**欧洲国家众多，且摩托车排量段分布均匀，参与玩家众多。四大日系品牌（本田、雅马哈、川崎、铃木）占据约三成份额；豪华品牌宝马、意大利品牌比亚乔、英伦品牌凯旋、奥地利品牌 KTM 紧随其后。

图24：欧洲摩托车市场竞争格局（2023 年；%）

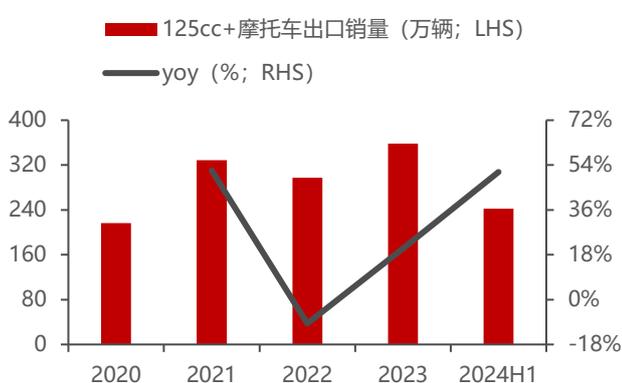


资料来源：Statista，民生证券研究院

### 3.2.3 现状：大排量出口提速 自主三强加速突围

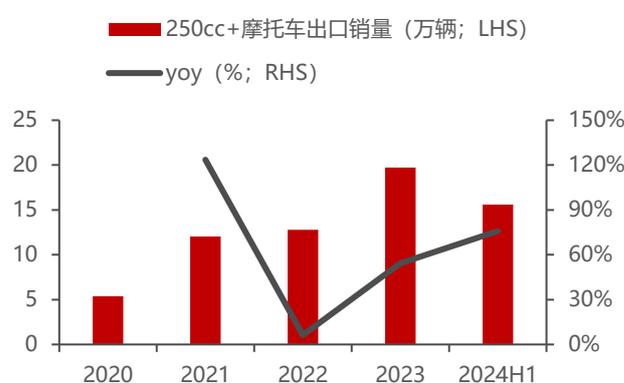
**总量：2024 年中大排摩托车出口显著进入提速阶段，2024H1 中大排摩托车（大于 250cc）同比增速近七成。** 据中国摩托车商会数据，2023 年 250cc+摩托车出口 19.7 万辆，同比+54.4%，2024H1 出口 15.6 万辆，同比增长超七成，显著提速；125cc+摩托车出口表现亦亮眼，2024H1 累计出口 241.9 万辆，同比增长超过五成。

图25：125cc+摩托车出口销量及增速（万辆；%）



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

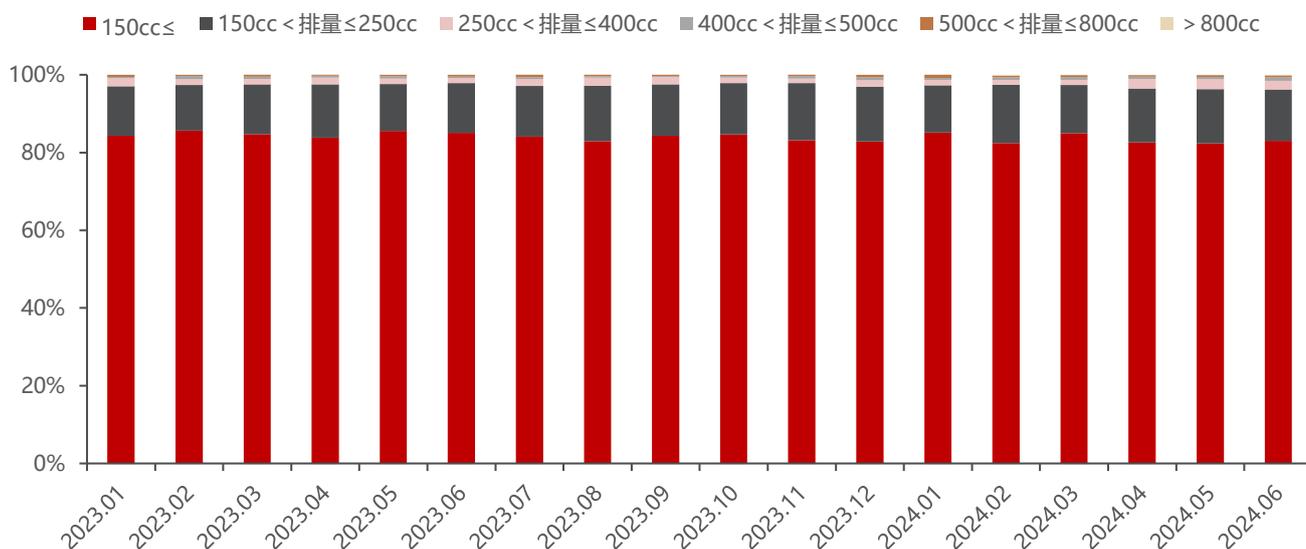
图26：250cc+摩托车出口销量及增速（万辆；%）



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

**结构：150cc 以下摩托车仍为目前出口主流。** 根据中国摩托车商会数据，目前我国出口的摩托车中，150cc 以下的小排量车型仍为主流。2023 年摩托车出口总量中，150cc 以下/150-250cc/250cc+ 占比分别为 84.1%/13.3%/2.6%。

图27：我国摩托车出口排量段分布（%）

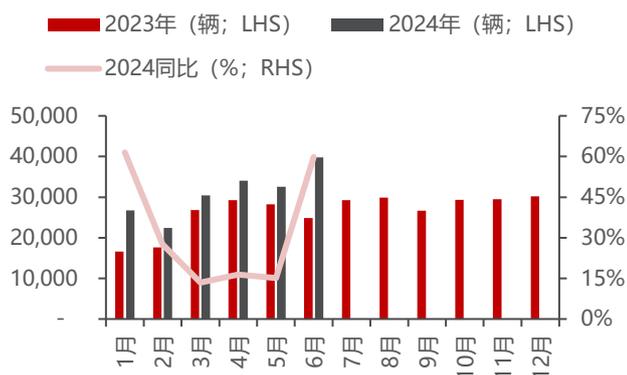


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

### 分结构来看，200-400cc 入门级中大排摩托车 2024Q2 起出口显著提速：

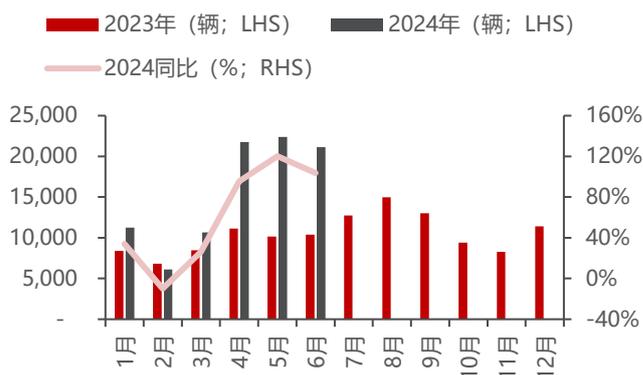
根据中国摩托车商会数据，2024H1 200-250cc 摩托车出口销量同比均为正增长，而 250-400cc 排量段除 2 月外，其余月份也均实现同比正增长。其中 250-400cc 排量段出口销量在 2024 年 4-6 月同比增长分别达到 95.6%/120.2%/103.8%，平均单月出口销量超过 21,000 辆，增长势头强劲。

图28：200-250cc 摩托车月度出口销量 (辆；%)



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

图29：250-400cc 摩托车月度出口销量 (辆；%)

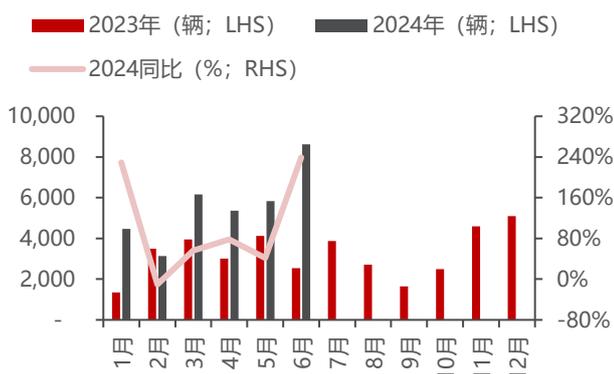


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

### 400-500cc 摩托车出口增速较快，500-800cc 摩托车出口稳中有升。

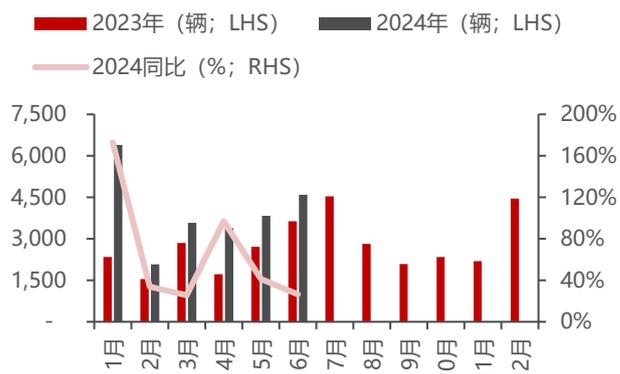
2024H1 400-500cc 排量段摩托车累计出口 3.4 万辆，同比增长 81.7%，其中增量几乎全部来自春风动力。分月度来看，2024 年 6 月 400-500cc 摩托车出口销量为 8,618 辆，创单月历史新高。

图30：400-500cc 摩托车月度出口销量 (辆；%)



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

图31：500-800cc 摩托车月度出口销量 (辆；%)



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

### 格局：2024H1 250cc+ 出口销量前三名分别为春风、钱江、隆鑫，CR3 国

内市占率合计为 52.1%。2023 年起国内自主龙头摩企加速海外业务产品导入与渠道建设，2024 年进入加速期，春风、钱江、隆鑫份额居前，三强格局相对稳定。

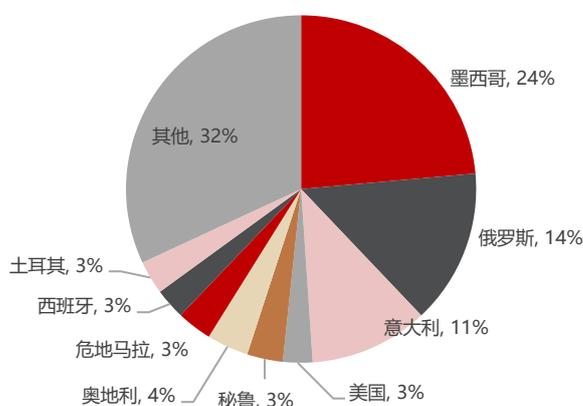
表12: 250cc+中大排摩托车出口格局 (%)

	2020	2021	2022	2023	2024H1
春风动力	9.1%	14.8%	24.9%	20.7%	19.8%
钱江摩托	29.0%	29.4%	28.2%	16.3%	16.2%
隆鑫通用	15.2%	26.5%	21.6%	20.7%	16.2%
其他	47%	29%	25%	42%	48%

资料来源: 中国摩托车商会, 民生证券研究院

出口区域来看, 250cc+中大排摩托车出口主要区域为拉美及欧洲。根据海关总署数据, 2024H1 250cc+中大排摩托车出口区域中, 墨西哥约占 24%, 俄罗斯及意大利分别占 14%和 11%, 此外其他欧洲国家也有少量份额。

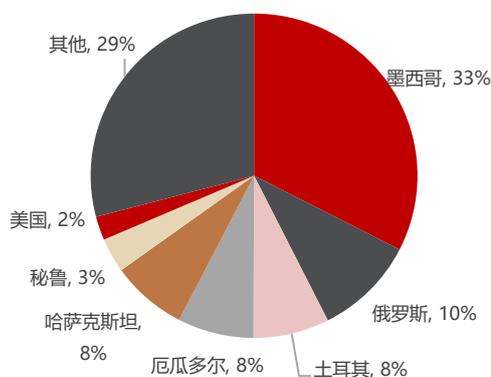
图32: 中国 250cc+摩托车出口区域分布 (2024H1; %)



资料来源: 海关总署, 民生证券研究院

200-250cc 摩托车出口区域更倾向发展中国家。考虑到 200-250cc 摩托车中主要为 250cc 系列车型, 兼具休闲娱乐和代步属性, 在众多发展中国家备受青睐。2024H1 中国 200-250cc 摩托车出口区域主要为墨西哥、俄罗斯、土耳其、厄瓜多尔等, 欧美发达国家相对较少。

图33: 中国 200-250cc 摩托车出口区域分布 (2024H1; %)



资料来源: 海关总署, 民生证券研究院

### 3.3 公司：精益求精爆品频出 出海贡献全新增量

#### 3.3.1 产品：精品战略一以贯之 产品矩阵持续丰富

公司以大排量街车起家，深耕仿赛与巡航领域。2011年5月，公司以街车650NK切入中大排摩托车市场，近年来在仿赛与巡航领域持续发力，产品丰富度进一步增强，目前摩托车已覆盖1-10万元价格区间，车型排量段覆盖125-1,250cc，动力总成技术处于行业一线水平。

图34：公司摩托车产品矩阵及售价区间

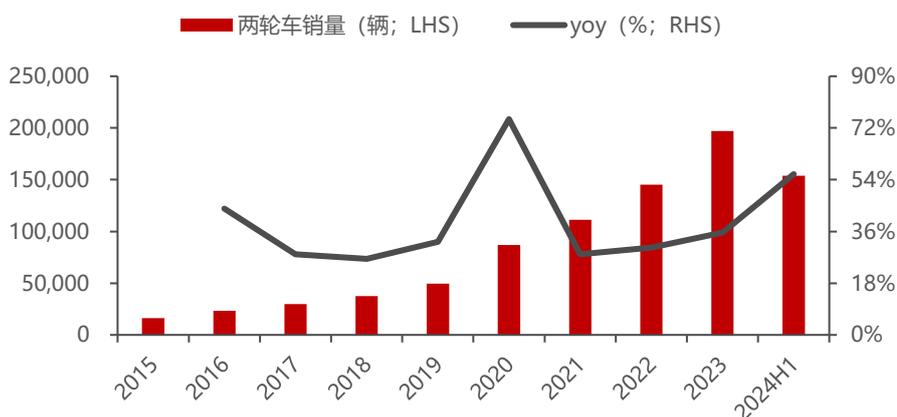
类型/排量	125cc	150cc	250cc	450cc	500cc	650cc/700cc	800cc	1000cc+		
街车		150NK	250NK	450NK			800NK			
仿赛			250SR	450SR	500SR	675SR (未上市)	750SR (未上市)			
探险				450MT			800MT			
复古			250CLX			700CLX				
巡航			250CLC	450CLC		650TRG	650TRG	1250TRG		
踏板		150SC								
MINI	ST PAPIO									
	XO 拂拂 赛车手									
	XO 拂拂 冒险家									
售价	1万元	1万元	2万元	3万元	4万元	5万元	6万元	5万元	6万元	10万元

资料来源：公司官网，民生证券研究院

注：红色字体代表2023/2024年推出的全新车型

公司两轮车销量快速增长，2015-2023年CAGR高达36.7%。随着行业中大排摩托车销量的快速增长，以及公司新车型的不断投放，摩托车销量维持高速增长，从2015年的1.6万辆到2023年的19.7万辆，5年提升12倍，CAGR高达36.7%。

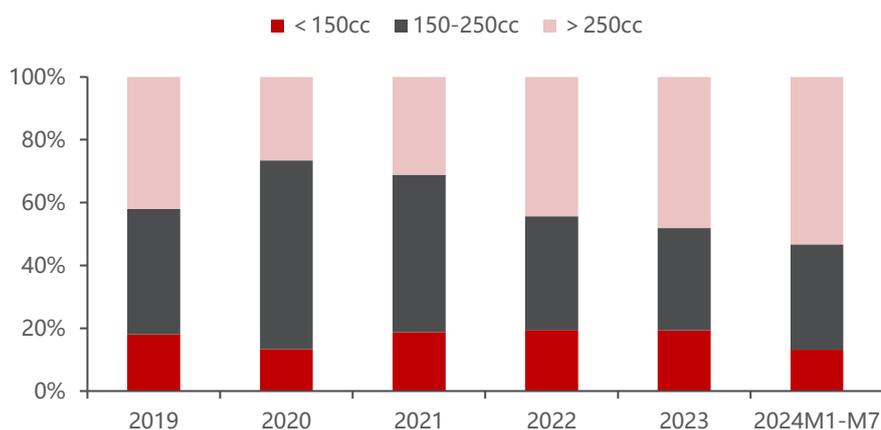
图35：公司两轮车销量及同比增速（辆；%）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

**产品结构持续升级，大排量销量占比已过半。**公司深耕中大排摩托车领域，产品结构持续调优，随着 2022 年起 450cc 系列平台的放量，450SR、450CLC 等车型销量表现优异，带动公司 250cc+摩托车占比持续提升，2024 年 1-7 月公司中大排摩托车占比已达 53%，创近五年来新高。

**图36：公司摩托车产品排量结构（%）**



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

公司摩托车车型投放规划路径清晰，近年来围绕 250cc 及 450cc 成熟平台进行产品更新迭代及新品类开拓，同时计划在仿赛等强势领域开拓全新排量段产品。公司近五年在 250cc 及 450cc 平台推出过数款爆品，我们以上述平台为例，探寻公司核心竞争优势。

**250cc 平台深耕多年，街车、仿赛、巡航爆品频出。**250cc 系列为公司主销排量段之一，近年来推出过 250SR、250NK、250CLC 等多款爆品，助力销量快速增长：

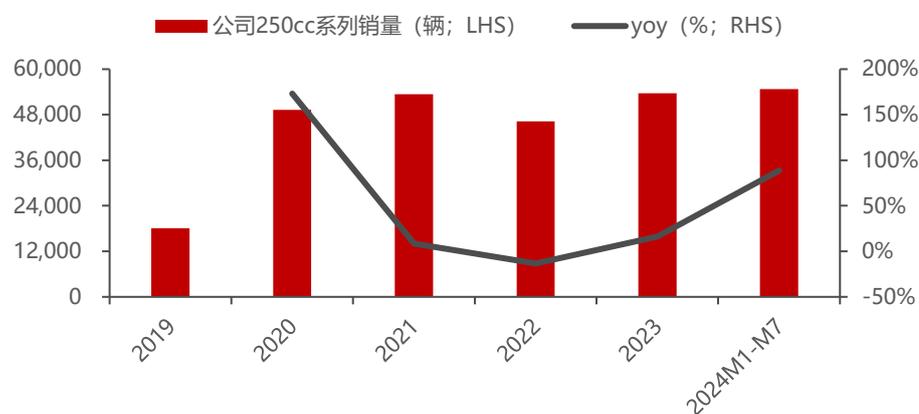
**1) 250SR：**同平台中公司首款仿赛车型 250SR 自 2020 年 2 月上市以来，凭借出众的颜值及高性价比优势，一经上市便形成“爆品”效应，此后 2021 年推出 250SR 赛道版，加量不加价，连续两年创造同级别单车销量冠军。2021 年后 250SR 保持较高频率更新换代，维持强劲的竞争力，销量亦维持较高水平；

**2) 250NK：**公司以街车系列起家，随着 650NK 在 2011 年亮相，150NK 和 400NK 的相继上市，公司 NK 家族的产品线不断丰富，2017 年 250NK 的出现更是让 NK 系列得以完善。250NK 载了一款 249cc 的单缸水冷发动机，具有出色的动力性能，其最大功率达到了 20.5kW，最大扭矩为 22N·m，能够为骑手提供充沛的动力输出。公司 250NK 上市后获得众多消费者认可，销量亦快速增长，2018 和 2019 年连续两年成为国内 250 级别单车销量冠军，成为 2020 年前 250cc 系列主要销量贡献车型；

**3) 250CLC：**2024 年 5 月公司官微公布旗下第二款巡航车—250CLC，售价 14,980 元。发动机平台采用的 250SR 和 250NK 同款的 249cc Dohc 单缸水冷引擎，公司应用自研成熟的单缸平台首次推出入门级别巡航车型。250CLC 上市首

月即入围摩托范车型人气榜及用户最想购买车型双榜前十，期待后续接棒 250cc 系列平台产品周期。

图37：公司 250cc 平台摩托车销量及增速（辆；%）



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

相比街车，仿赛车型需增加整流罩，如设计不当会对车辆的动力、操控性能造成拖累，250SR 通过对发动机的重新调校，动力性能达到同级别最优，超越合资及进口车型，同时操控性能也得到专业媒体和终端用户认可，足以体现公司整车设计功力。

对标豪爵铃木 GSX250R、川崎 Ninja250 等知名仿赛车型，公司 250SR 在动力性能与竞品不相上下，但零百加速、极限速度等参数具备明显优势，且价格基本为同级别外资/合资车型 6-7 折，展现出 250SR 强劲的价格比与品牌力，在 2020 年行业需求快速扩容的背景下，250SR 凭借出色的价格优势，拉低了消费群体购车门槛，成为当年最重要的自主品牌优质供给之一。

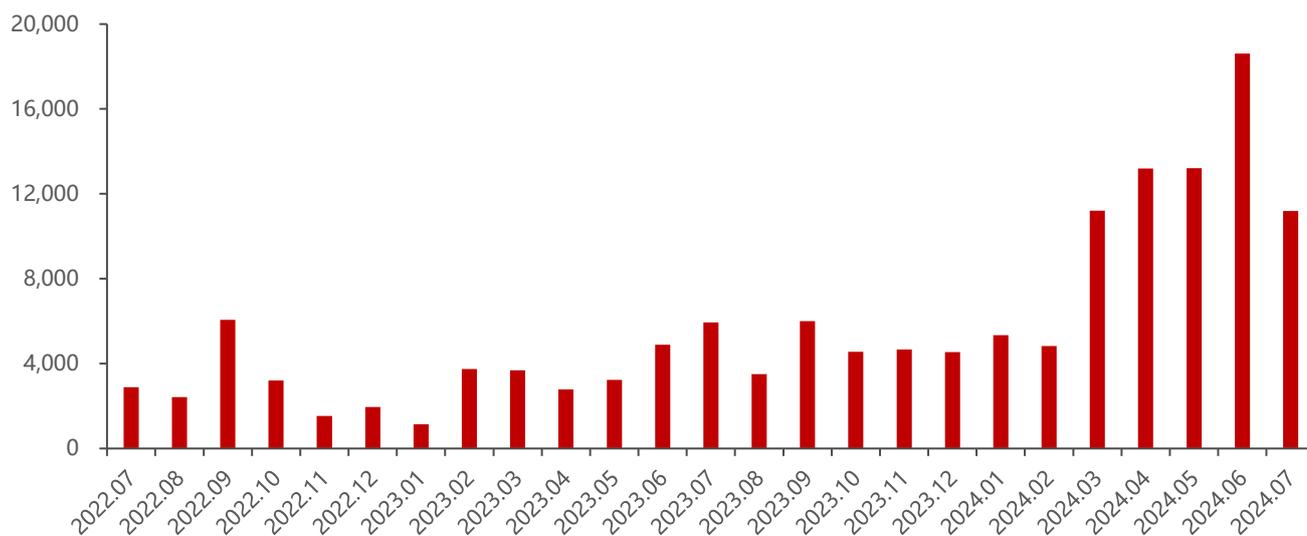
图38：公司 250SR 车型国内竞品对标

250SR	GSX250R	Ninja250
		
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 排量：249.2cc</li> <li>▶ 功率：20.5kw</li> <li>▶ 扭矩：22Nm</li> <li>▶ 电喷，水冷，单缸</li> <li>▶ 整备质量：165kg</li> <li>▶ 坐高：780mm</li> <li>▶ 零百：7.5s</li> <li>▶ 极速：144.6km/h</li> <li>▶ 价格：1.60万</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 排量：248cc</li> <li>▶ 功率：18.4kw</li> <li>▶ 扭矩：23.4Nm</li> <li>▶ 电喷，水冷，双缸</li> <li>▶ 整备质量：178kg</li> <li>▶ 坐高：790mm</li> <li>▶ 零百：9.8s</li> <li>▶ 极速：130km/h</li> <li>▶ 价格：2.17万</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 排量：249cc</li> <li>▶ 功率：20kw</li> <li>▶ 扭矩：19.6Nm</li> <li>▶ 电喷，水冷，双缸</li> <li>▶ 湿重：174kg</li> <li>▶ 坐高：785mm</li> <li>▶ 零百：8.7s</li> <li>▶ 极速：135km/h</li> <li>▶ 价格：4.28万</li> </ul>

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

**450cc 平台异军突起，仿赛、巡航、探险百花齐放。**450cc 平台同样是公司重点布局的车型平台，先后推出了 450SR、450NK、450CLC 及 450MT。2023 年公司 450cc 系列车型销量 4.9 万辆，同比+169.0%，主要为 450SR、450CLC 等车型贡献。2024 年 1-7 月公司 450cc 系列车型累计销量 7.8 万辆，同比+205.3%，预计主要为全新车型 450MT 及 2024 款 450SR 等车型贡献。

**图39：公司 450cc 平台摩托车月度销量（辆）**



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

**以 450SR 为例，2022 年 4 月初开启预售，一周时间预售超 10,000 台，锁定爆品。对标竞品川崎 Ninja400，450SR 在功率、扭矩、极限速度、价格等方面均具备一定优势。具体配置方面：**

- 1) **发动机：**450cc 双缸发动机，270°曲轴夹角设计，最大功率 37kw，最大扭矩 39N·m；
- 2) **动力性：**极速 190+km/h，百公里加速 4s；
- 3) **轻量化：**整备质量仅 168kg，车重轻过 250cc 级；
- 4) **定风翼：**车头两侧定风翼经过风洞测试实验，除了增加视觉马力，并可在高速行驶时提供下压力，120km/h 左右下压力可增加约 2kg，有效提升车辆高速行驶的稳定性；
- 5) **其他配置：**Brembo 前刹车卡钳；博世 ABS；FCC 滑动离合；高性能热熔轮胎；5 英寸 TFT 曲面仪表；二代 T-box 系统内置 4g 模块+6d 传感器。

图40：公司 450SR 对标竞品川崎 Ninja400

**春风450SR**



- 排量：450cc
- 功率：37kw
- 扭矩：39Nm
- 电喷，水冷，双缸
- 整备质量：168kg
- 坐高：795mm
- **极速：190km/h**
- **价格：2.86万**

**川崎Ninja 400**



- 排量：400cc
- 功率：33.5kw
- 扭矩：37.2Nm
- 电喷，水冷，双缸
- 整备质量：168kg
- 坐高：785mm
- 极速：187km/h
- 价格：4.98万

资料来源：春风动力官网，川崎官网，民生证券研究院

2024 年公司将开拓全新发动机平台，重点布局多缸机产品。2024 年 5 月，公司公布了旗下最新四缸复古仿赛 500SR VOOM 车型，外观设计融入了上世纪复古车型的标志性元素，如圆形头灯、圆形尾灯以及圆形手把镜；动力引擎方面，采用公司首款四缸发动机平台，动力性能强劲；此外，公司首款三缸仿赛车型上市在即，675SR 搭载了一台直列三缸水冷发动机，排量为 674cc，采用了 DOHC 四气门结构设计。根据工信部的备案信息，这款发动机的最大功率高达 70kW，最高时速可达 219km/h。

图41：公司四缸仿赛 500SR 车型于 2024 年上市



资料来源：汽车之家，民生证券研究院

图42：公司三缸仿赛 675SR 车型将于 2024 年上市



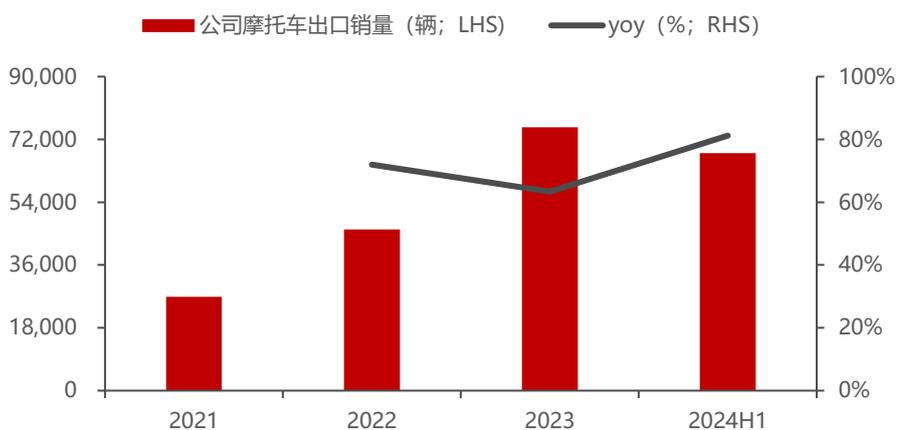
资料来源：汽车之家，民生证券研究院

展望未来，我们认为公司将凭借对国内消费者喜好更敏锐的洞察力、对产品属性更深刻的理解、较竞品更优的产品力和性价比优势，在 250cc 和 450cc 系列成熟平台保持充足的竞争优势；同时在三缸机、四缸机等全新发动机平台下，通过产品矩阵扩充，公司提供全新增量。

### 3.3.2 出海：产品竞争优势显著 中大排出海提速

公司两轮车出口销量快速增长，2024 年继续提速。2021 年起在海外四轮市场地位逐步稳固之后，两轮加速向海外市场拓展，开启两轮海外新增长极：据中国摩托车商会数据，公司 2022/2023/2024H1 摩托车出口销量分别 4.6/7.5/6.8 万辆，同比分别+72.0%/+63.4%/+81.2%，2024 年凭借产品力优势及更加丰富的车型供给，预计出口销量或将维持较高增速。

图43：公司摩托车出口销量与增速（辆；%）

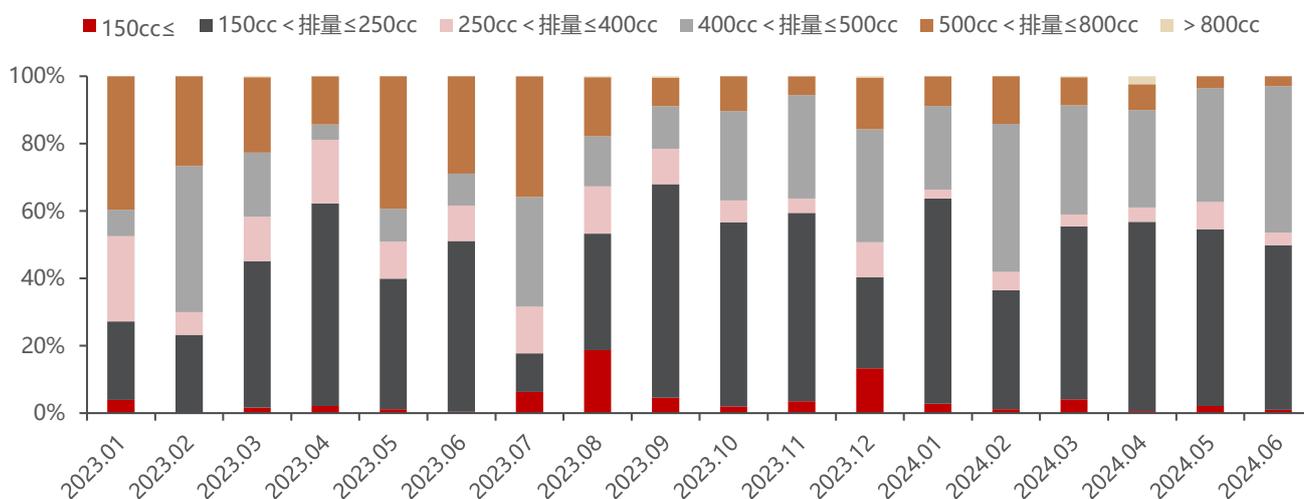


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

注：数据来自中国摩托车商会，不包含 KTM 及公司子公司，与报表口径有一定差异

250cc 系列和 450cc 系列为公司两轮车出口主销车型。公司出口车型以中大排量为主，其中主要包括 250cc 及 450cc 两个成熟发动机平台，合计约占公司总出口量九成，较 2023 年有较大幅度提升，主要源于新车型 450SR、450CLC、450MT 海外市场的加速放量。

图44：公司摩托车出口排量段分布（%）

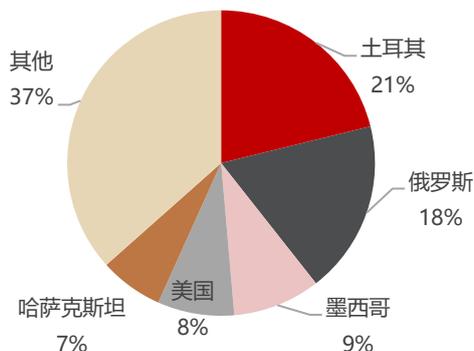


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

东欧、拉美或为公司摩托车出口主销区域。浙江省摩托车生产企业主要有春风动力、钱江摩托、涛涛车业等，其中钱江摩托、涛涛车业摩托车出口业务中，

250cc 系列及 450cc 系列极少，预计浙江省 250cc 及 450cc 系列车型主要由公司贡献销量。据海关总署数据，2024H1 浙江省 250cc 及 450cc 系列摩托车出口主要区域为东欧、拉美，土耳其、俄罗斯、墨西哥居前三名。

图45：浙江省 250cc 及 450cc 系列摩托车出口主要地区 (2024H1；%)



资料来源：海关总署，民生证券研究院

**土耳其优质经销资源主要集中在两家头部代理集团，公司深度绑定 UMA 集团。**近年来，土耳其摩托车市场增速较快，春风动力、钱江摩托、隆鑫通用等国产自主龙头摩企百花齐放，供给持续导入。目前，土耳其市场摩托车主要集中在 UMA 和 MJ Group 两家代理商体系内，其中 UMA 集团代理土耳其当地头部品牌 Mondial、印度品牌 TVS 及中国品牌春风动力；MJ Group 集团代理 Kuba、RKS、钱江摩托、九号赛格威等品牌；此外，本田、Arora 经营相对独立。

公司在土耳其地区深度绑定土耳其摩托车行业销售领导者 UMA，从 2015H1 合作至今已近十年，以其产品力及性价比优势，在土耳其摩托车市场提供高质量和可靠的产品，受到了 UMA 集团及当地消费者的青睐与认可。

图46：土耳其摩托车市场代理商与代理品牌



资料来源：UMA 官网，MJ Group 官网，民生证券研究院

**UMA 集团共代理五个品牌，其中包括自有品牌 Mondial。**土耳其 UMA (Uğur Motor Vehicles Inc.) 是 Uğur 集团公司的子公司，于 2004 年开始在摩托车领域开展业务，拥有自己的注册和机车品牌“Mondial”，工厂占地 44,500 平方米，拥有 400 个销售点，528 个服务中心和 250 个备件销售点。

**图47: 土耳其 UMA 集团代理品牌**


资料来源: UMA 官网, 民生证券研究院

**公司产品与 Mondial 品牌产品呈现互补关系, 无需担心竞争问题。** Mondial 品牌产品主要集中在踏板、巡航类产品, 主要排量段覆盖 50-125cc, 面向通路车市场; 而公司在土耳其地区导入了 250SR、450SR、450NK、650MT、800MT 等中大排量段产品, 类型以仿赛、街车、ADV 居多, 定位休闲娱乐产品, 与 UMA 自有品牌 Mondial 形成了良好的互补, 完善了 UMA 集团在摩托车领域的产品矩阵。

**表13: 公司产品与 Mondial 品牌产品矩阵**

类别/排量	50cc	110cc	125cc	250cc	450cc	650cc	700cc	800cc
街车			125 Drift L/ZT 125-T	250NK/X- Treme MAXX 200	450NK	650NK		
仿赛				250SR	450SR			
巡航			125 Vulture i	250 Nevada				
复古				250CLX			700CLX	
探险/ADV						650MT		800MT
踏板	50 Turismo 等 6 款车	110 FURY i	125 Ressivo 等 6 款车	250 Ressivo				

资料来源: Mondial 官网, 春风动力土耳其官网, 民生证券研究院

注: 蓝底为公司产品; 浅褐色底为 Mondial 产品; 绿底为产品重合

**在公司少数与 Mondial 产生竞争关系的领域, 公司竞争优势明显。**公司产品与 Mondial 品牌产品呈现互补关系, 仅在 250cc 系列构成一定竞争关系, 我们选取 CFMOTO 在土耳其市场投放的 250NK、250CLX 与 UMA 旗下 Mondial 品牌 250cc 巡航车型 Nevada 对比。公司车型在动力性能层面表现优异, 功率与扭矩均远超竞品, 水冷发动机相对竞品风冷发动机亦优势明显, 在各项指标均处于领先的背景下, 售价依旧低于竞品, 体现出公司强大的产品力和性价比优势。

图48：公司与土耳其 Mondial 竞品对标

**Mondial 250 Nevada**



- 排量：250cc
- 功率：14kw
- 扭矩：18.5Nm
- 电喷，风冷，双缸
- 整备质量：153kg
- 尺寸：2220 x 780 x 1085
- 制动系统：前ABS
- 价格（土耳其里拉）：19.3万
- 价格（人民币）：4.2万

**CFMOTO 250NK**



- 排量：250cc
- 功率：19.5kw
- 扭矩：22Nm
- 电喷，水冷，双缸
- 整备质量：151kg
- 尺寸：1990×780×1070
- 制动系统：前ABS
- 价格（土耳其里拉）：15.5万
- 价格（人民币）：3.4万

**CFMOTO 250CL-X**

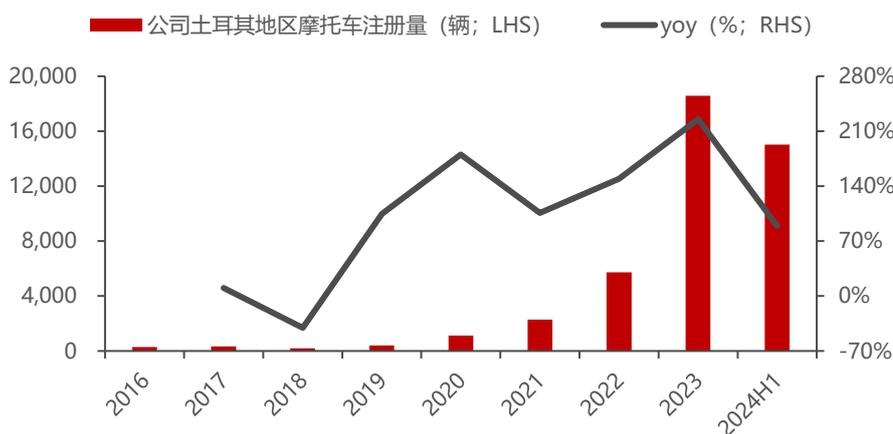


- 排量：250cc
- 功率：19.5kw
- 扭矩：22Nm
- 电喷，水冷，双缸
- 整备质量：155kg
- 尺寸：2020×835×1138
- 制动系统：前ABS
- 价格（土耳其里拉）：14.9万
- 价格（人民币）：3.3万

资料来源：UMA，民生证券研究院

**公司摩托车土耳其地区注册量快速增长。**根据土耳其官方统计数据，公司摩托车在土耳其地区注册量快速增长，2023/2024H1 注册量分别为 1.9/1.5 万辆，同比增长 225.3%/89.1%。

图49：公司摩托车土耳其地区注册量（辆；%）



资料来源：Tuik，民生证券研究院

**在非土耳其地区，公司较日系、欧美系车型竞争优势依然保持。**公司 2022 年起欧洲、拉美摩托车市场开拓顺利，主要竞争对手以日系（本田、川崎、铃木等）、欧美系（比亚乔、杜卡迪、阿普利亚等），在 450cc 平台及 250cc 平台中，公司相关车型在动力性能层面与竞品基本一致，但在配置丰富度、价格方面具备竞争优势，助力加速开拓海外市场。

**表14：公司海外市场主要竞品对标**

特征	仿赛		巡航	
	CFMOTO 450SR	Honda CBR500R	CFMOTO 450CLC	Harley-Davidson Street 500
发动机尺寸 (cc)	450	500	450	494
功率 (hp)	47	47	41	34
扭矩 (NM)	39	43	42	40
汽缸/气门	双缸, 8 V	双缸, 8 V	双缸, 8V	双缸, 8V
重量 (kg)	152	191	181	206
前制动	320 毫米单碟 布雷博 M40	双 295 毫米制动碟, 带四活塞卡钳; ABS	320mm 单碟, 四活塞卡钳	292mm 单盘, 浮动式 2 活塞卡钳
后制动	220mm 单碟、单活塞浮动卡钳	单 240mm 圆碟, ABS	220mm 单碟, 单活塞卡钳	260mm 单盘, 浮动式 2 活塞卡钳
座高 (cm)	79.5	79.0	70.5	70.9
冷却	水冷	水冷	水冷	水冷
前悬挂	37 倒置伸缩叉 阻尼可调	SHOWA SFF-BP 避震器	倒置减震	37 mm 正立式前叉
后悬挂	中置减震	Pro-Link 单避震, 具有 9 档弹簧预载调节功能	中置后减	双筒减震器, 行程 89.5 mm
摩托车类型	仿赛	仿赛	巡航	巡航
最高速度 (km/h)	<b>228</b>	188	<b>190</b>	128
燃料容量/消耗量	14 lt - 4.3lt/100km	17 lt - 4lt/100km	12 lt - 4lt/100km	13.1 L-3.6L/100km
价格 (\$)	<b>5,699</b>	7,299	<b>5,899</b>	6,490

资料来源：公司美国官网，本田官网，哈雷戴维森官网，民生证券研究院

**公司海外摩托车经销网点突破 1,500 家，加码渠道建设。**公司致力于全球化市场布局，建立了以工厂总部为核心，内销外销共发展，销售服务、经销直销、线上线下相结合的“一核两销三结合”营销模式。公司拥有完善的境外市场销售体系，国际市场通过代理商或子公司将产品销往全球主要国家和地区，构建全球性营销和服务网络，目前在国际市场已拥有超 1,500 余家经销网点。

### 3.3.3 电动化：前瞻布局电动化转型 极核品牌应运而生

**电动化为两轮车行业发展大趋势。**类似于燃油汽车和新能源汽车，在排放法规日趋严苛背景下，两轮摩托车预计也将向新能源方向转型。过去十年间两轮车电动化以电动自行车（时速低于 25km/h）替代小排量/代步类摩托车为主，未来几年伴随电动摩托车产品不断升级迭代以及新国标实施带来的电摩规范化、标准化发展，预计最高时速 50-100km/h 燃油摩托车替代将会加速。但考虑到中大排爱好者长途旅行需求及短期电摩续航里程限制，预计 100km/h 以上纯玩乐大排摩托（对应 250cc 以上排量）电动化进程将相对缓慢，中短期内仍将以燃油发动机作为主要动力形式。

**主流摩企纷纷布局，公司发布极核品牌正式迈入电摩领域。**公司 2020 年 12 月发布新能源子品牌 ZEEHO（中文名“极核”），正式迈入电动摩托车领域，2022 年 1 月底正式发布首款车型极核 AE8（定位高性能踏板电摩）。钱江推出钱江电动车、东动等新能源品牌，积极拓展电动车领域。隆鑫通用布局茵末 BICOSE，旗下首款车型 Real 5T（高端电动踏板）2022 年底首批量产下线。

图50：公司发布极核品牌



资料来源：极核官网，民生证券研究院

**极核产品矩阵持续完善，价格持续下探。**2022 年初公司正式发布了首款电动摩托车 AE8，定位高端玩乐电摩，共推出 AE8、AE8 S+两种配置，售价分别为 17,999 元和 21,699 元，横向对标 300cc 级别燃油踏板，中置水冷电机峰值功率 12.5kW，轮上扭矩 218N·m，0-50km/h 加速时间 2.6s、极速 100km/h+。

**从高端电摩到高端电自，ZEEHO 加速拓展。**2024H1 ZEEHO 成功推出 AE2、AE4 系列新品，升级 AE8S+、CITY 产品，覆盖高端电摩到高端电自全系列产品线。AE2 强势入局高端电自领域，迅速成为市场焦点，引领电自领域新风尚；AE4 系列首发即订单不断，市场表现强劲；AE8 系列在高端电摩市场占据领先地位，展现良好市场潜力。

表15：极核品牌产品矩阵

车型	AE2	AE4	AE4i	AE6	AE8
上市时间	2024 年 1 月	2024 年 6 月	2024 年 6 月	2023 年 2 月	2022 年 1 月
建议零售价 (元)	3,399~4,699	4,699~9,499	5,899~6,899	11,980	22,980
类型	踏板	踏板	踏板	踏板	踏板
极限速度 (km/h)	25	63	25	80	100
续航里程 (km)	80	70	85	65	190
长宽高 (mm)	1,630x657x1,076	1,910x743x1,154	1,730x705x1,090	1,780x730x1,090	1,900x735x1,090
电机最大马力 (PS)	0.5	3.3	0.5	7.5	17
电机最大功率 (kW)	0.4	2.4	0.4	5.5	12.5

资料来源：摩托范，民生证券研究院

**国内外渠道加速扩张，打造全新增长曲线。**目前极核品牌在国内市场聚焦江苏、广东等核心市场，通过定向开发打造标杆市场及样板省份，提升服务网点密度，渠道增长 81.0%。同时，积极拓展国际渠道，产品已覆盖欧洲、亚洲及南美等 30 余个国家和地区，2024H1 渠道增长 181.3%，全球市场份额逐步扩大，正逐步成为公司新的增长点。**2024H1 公司销售极核电动车 2.0 万辆，实现销售收入 1.1 亿元，同比增长 300.4%。**

### 3.4 小结

**1) 摩托车内销：**中大排摩托车 (> 250cc) 动力、操控性能优异，是良好的休闲、娱乐工具，已逐渐成长为引领摩托车市场发展的新兴增长极。对标海外，我国中大排摩托车渗透率/人均保有量数据与发达国家均存在 5 倍以上差距，我们认为中大排摩托车内销渗透率仍有 4-5 倍提升空间。

**2024H1 中大排摩托车内销渗透率为 8.6%，**考虑到汽车及电动两轮车对于燃油摩托车的替代效应边际减弱，假设 2025/3030 国内燃油摩托车销量维持 500 万辆。**预计 2025/2030 年中大排内销渗透率分别增长至 12%/20%，对应内销销量分别为 60.0/100.0 万辆，2023-2030 年 CAGR 为 17.4%。**

目前春风、钱江、隆鑫三强格局相对稳固，自主品牌竞争优势明显，近年来消费者愈发成熟化，对产品品控等内在关注更加重视，我们认为以公司为代表的自主龙头摩企，有望凭借对国内消费者喜好更敏锐的洞察力、对产品属性更深刻的理解、较外资品牌更优的产品力和性价比优势，持续抢占市场份额。

公司以大排量街车起家，深耕仿赛与巡航领域，聚焦精品战略，推出过国潮现象级别爆品 250SR、250NK、450SR 等产品，对标外资知名产品，产品在动力性能等多项参数领先的背景下，价格优势明显，受到广大消费者青睐。

**2024H1 公司中大排内销销量为 4.4 万辆，同比+161.7%，市场份额为 22.1%，较 2023 年全年提升 10.3pcts，明显提速。**我们对公司燃油摩托车销量做出以下预测：

**中大排摩托车 (> 250cc)：**预计公司 2025/2030 年中大排内销市场份额分别提升至 25%/30%，对应销量分别为 15.0/30.0 万辆，2023-2030 年 CAGR 为 34.1%；

**250cc 系列摩托车：**预计公司 2025/2030 年 250cc 系列摩托车内销分别为 4.0/7.0 万辆，2023-2030 年 CAGR 为 17.4%；

**小排量摩托车 (< 200cc)：**预计公司 2025/2030 年小排量摩托车内销分别为 3.0/10.0 万辆，2023-2030 年 CAGR 为 20.1%。

**综上，预计公司 2025/2030 年燃油摩托车内销分别为 22.0/47.0 万辆，2023-2030 年 CAGR 为 25.1%，其中中大排 (> 250cc) 销量占比分别为**

68.2%/63.8%。

2) **摩托车出口**：我们测算得 2023 年海外重点地区中大排摩托车 (> 250cc) 市场空间约为 350 万辆，为中国 2023 年内销销量 (32.6 万辆) 的 10.7 倍，空间广阔。

此外，该口径下的行业空间仅局限于 250cc 以上车型，不包含 250cc 系列 (实际排量约为 248cc)，若考虑 250cc 系列相关车型，参考国内大于 250cc 与 250cc 系列的比例 (2023 年约为 2: 1)，则预计海外中大排量市场空间可扩充至 525 万辆左右。

欧美中大排量销量相对稳定，土耳其、南美洲等区域以发展中国家居多，近年来以 250cc 系列为代表的入门级中大排量销量持续增长。预计 2025/2030 年海外 250cc 及 250cc 以上排量车型市场空间分别为 550/600 万辆。

以公司为代表的自主摩企龙头在国内经历多年的充分竞争，车型产品力和车型矩阵得到的大幅度的提升与丰富，较海外竞对在产品力、性价比优势突出，构建出海核心竞争优势。

据公司披露，公司 2023/2024H1 摩托车出口销量分别为 9.8/8.6 万辆，其中 250cc 及 450cc 系列为出口主销排量，出口区域以土耳其、东欧、拉美等区域为主。2024 年公司有望凭借更加丰富的车型供给，维持较高的出口增速。

综上，预计公司 2025/2030 年 250cc 及 250cc 以上排量出口合计市场份额分别为 5%/10%，对应销量分别为 27.5/60.0 万辆，2023-2030 年 CAGR 为 29.5%。

表16：公司摩托车业务预测

业务	产品	指标	2023A	2025E	2030E
摩托车内销	中大排摩托车	燃油摩托车总销量 (万辆)	500	500	500
		中大排摩托车渗透率 (%)	7%	12%	20%
		中大排摩托车销量 (万辆)	32.6	60.0	100.0
		公司市占率 (%)	12%	25%	30%
		公司内销销量 (万辆)	3.8	15.0	30.0
	250cc 系列摩托车	公司内销销量 (万辆)	/	4.0	7.0
	小排量摩托车 (< 200cc)	公司内销销量 (万辆)	/	3.0	10.0
<b>公司内销总销量 (万辆)</b>			<b>9.9</b>	<b>22.0</b>	<b>47.0</b>
摩托车出口	250cc 及 250cc 以上摩托车	行业总销量 (万辆)	525	550	600
		公司市占率 (%)	2%	5%	10%
	<b>公司出口总销量 (万辆)</b>			<b>9.8</b>	<b>27.5</b>

资料来源：中国摩托车商会，公司年报，民生证券研究院预测

注释：公司未披露 250cc 系列及小排量摩托车销量，上述预测参考中国摩托车商会数据估算

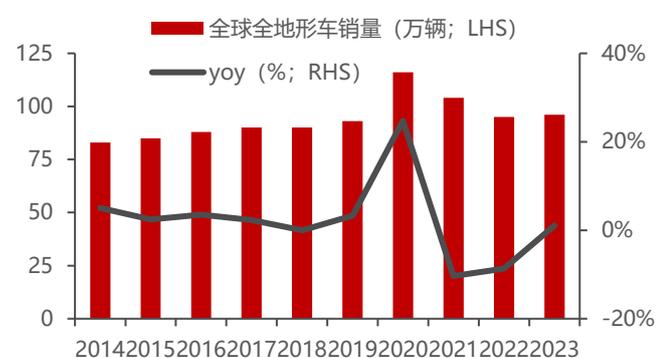
## 4 全地形车：深耕欧美市场 发力产品高端化升级

### 4.1 行业：全地形车竞争格局集中度高 产品向高端化发展

#### 4.1.1 全球市场容量稳定 北美市场占比超八成

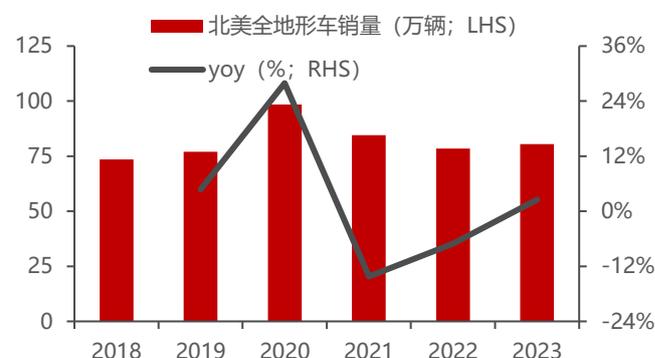
产品升级和深度用户驱动单价提升，全地形车销量预计平缓增长。近十年全球全地形车销量稳健增长，北美销量占比超八成，2020 疫情期间，由于全地形车兼顾了健身娱乐和保持社交距离的需求，因此新用户大量进入促使行业规模快速提升。长期来看，我们认为全地形车行业产品目标群体较为集中，符合消费升级趋势，且用途持续丰富化，预计长期销量维持稳健。

图51：全球全地形车销售规模及增速（万辆；%）



资料来源：Polaris 年报，民生证券研究院

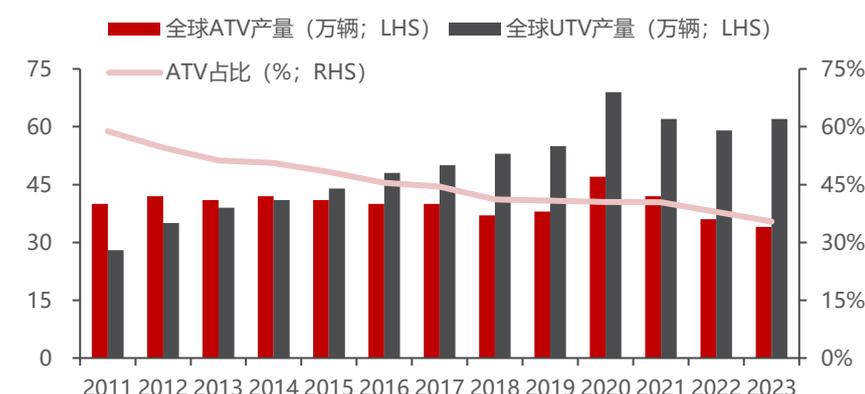
图52：北美全地形车销售规模及增速（万辆；%）



资料来源：Polaris 年报，民生证券研究院

UTV/SSV 舒适度和安全性优越，成为行业发展新动力。全地形车行业产品结构持续升级，消费者越来越倾向于选择更舒适、更安全的乘坐体验，导致 ATV 产品占比逐渐下降，而 UTV 产品则成为市场发展的新动力。自 2010 年以来，ATV 市场产量保持在 40 万辆左右，市场规模稳定；而由于 UTV 产量比例迅速增加，从 2011 年至 2023 年间，产量从 28.0 万辆增加至 62.0 万辆，CAGR 达 7.6%，UTV 领域有望成为全地形车未来产品升级和新的营收增长点。

图53：全球全地形车分产品产量（万辆；%）



资料来源：Polaris 年报，民生证券研究院

### 4.1.2 行业集中度高 向高端化方向发展

**大排量全地形车应用场景多元化。**公司全地形车则主要以大排量车型为主，大排量产品马力以及荷载量均较大，不仅可以满足休闲娱乐的需求，还能在农业、畜牧业、林业、景观美化、探险、工业、建筑等多种应用场景中发挥作用，应用场景广泛，市场空间广阔。伴随市场需求的进一步增大和更多应用场景的延伸需求，行业正逐渐向大排量端全地形车扩展，迈向高端化。

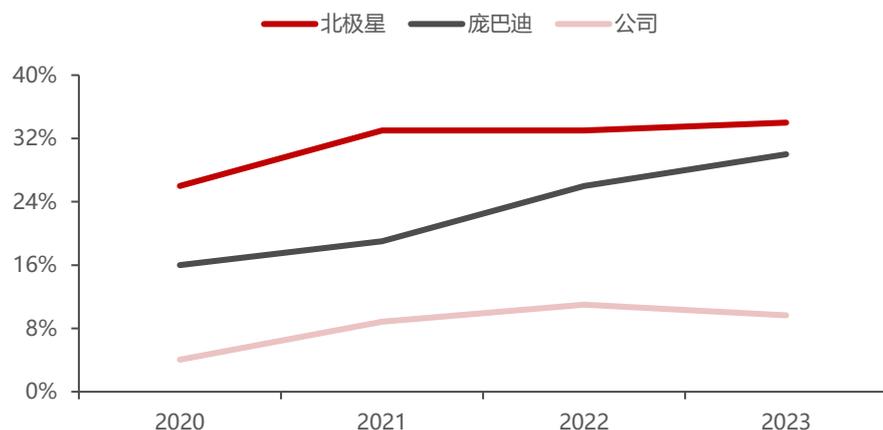
表17：不同排量全地形车应用场景对比

排量	主要类型	应用场景
中大排量 (300cc 及以上)	UTV、SSV 为主，更大	UTV 专为崎岖地形、运输和公用事业任务而设计，更常作为一种工具车使用；SSV 更注重越野，比赛的特性
小排量 (300cc 及以下)	ATV 为主，更小巧	通常用于越野、赛车等休闲娱乐活动，一种常见的户外动力设备

资料来源：春风动力官网，涛涛车业公众号，民生证券研究院

**竞争格局上，全球全地形车市场主要被日系、北美和中国品牌占据。**目前全球 ATV 市场参与者主要包括本田、雅马哈、川崎、铃木等日系品牌，北极星、北极猫、庞巴迪（旗下 CAN-AM 品牌）等北美本土品牌，CFMOTO、TGB、光洋等中国大陆及中国台湾品牌等。ATV 制造商通常也生产 UTV，除此之外，UTV 市场主要参与者还包括约翰迪尔、久保田等农林机械制造商。

图54：全地形车市场竞争格局（销售额口径；%）



资料来源：北极星年报，庞巴迪年报，春风动力年报，Statista，民生证券研究院

### 4.2 公司：深耕欧美市场 看好高端化布局

**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 为主。公司 2015 年将欧洲 ATV 市场作为发展重点，目前已成为欧洲市占率第一；2020 年起公司发力北美市场，推出多款产品力较强的 UTV&SSV 产品，UTV&SSV 销量占比持续提升、产品结构改善持续改善，产品 ASP 持续向上。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 万辆。

图55：公司 CFORCE 520L 产品售价 3.4 万元



资料来源：春风动力官网，民生证券研究院

图56：公司 UFORCE 600 产品售价 6.3 万元



资料来源：春风动力官网，民生证券研究院

近年来公司全地形车销量快速增长，从 2015 年的 3.2 万辆增长至 2023 年的 14.7 万辆，CAGR 为 21.0%，可以主要分为三个阶段：

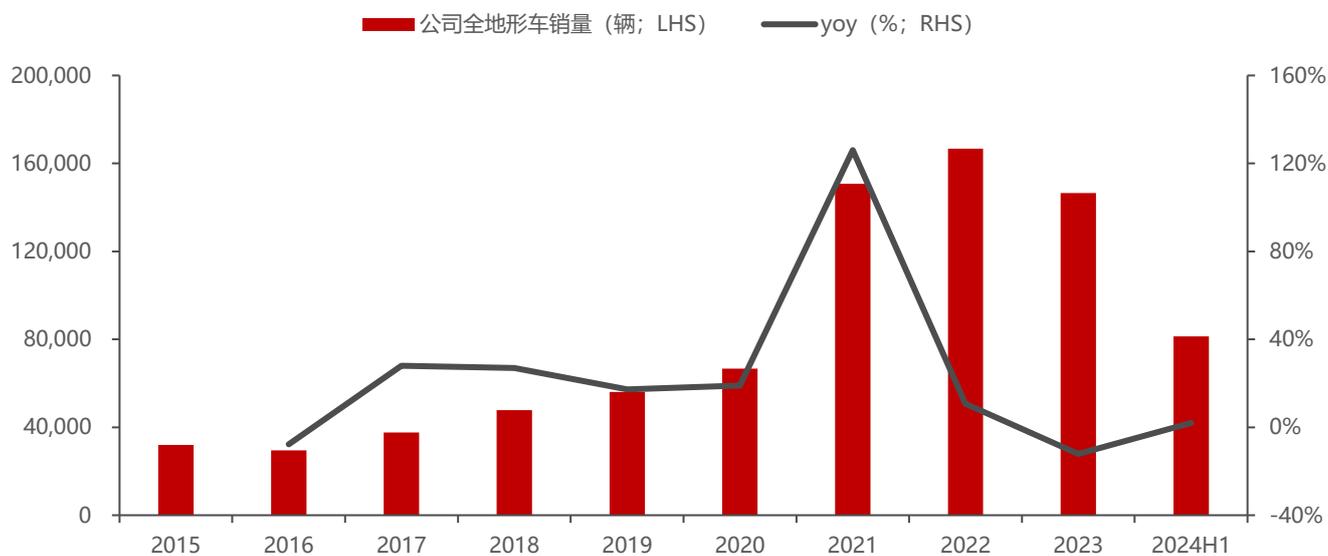
1) **2015-2020 年**：公司业务重心从俄罗斯市场向欧美市场转移，阶段初期发力开拓欧洲 ATV 市场，并于 2018 年成为欧洲市占率第一，带动公司全地形车销量平稳增长；

2) **2020-2022 年**：疫情期间消费者有了更多的可支配时间和允许社交距离活动，大量新用户的加入使得全地形车市场得到迅速增长。公司产品结构进一步优化和经销渠道数量增加，供应链较竞对更加稳固完善，全地形车销售增速优于行业，美国市场份额持续提升，欧洲市占率稳居第一；

3) **2023 年起**：海外四轮车市场受全球宏观经济形势和局部地缘政治因素影响，整体呈现疫情后的回调趋势，公司以市场需求为导向，加速市场零售去库存，致 2023 年销量小幅度下滑，但库存健康程度显著优化。同时公司重点关注、调整高端市场和高端产品的比重，陆续推出 Z950 Chill 及四座版本、X6OVERLAND、新款 X8 和 X10，为客户提供更多更好的产品，美国市场成长势能强劲，经销网点持续铺开，2023 年欧洲市占率不降反增，继续蝉联市占率第一；

4) **2024 年起**：2024H2 公司在美国市场举办经销商大会，计划继续针对高端市场，推出全新平台高端 UTV/SSV 新品。公司新平台首款产品为 UTV 1,000 Pro，据公司美国官网介绍，相对老款 UTV 1,000 车型，动力性能进一步增强，且增加空调、Car Play 等高端配置，期待全新平台全地形车产品助力公司向高端化持续进发。

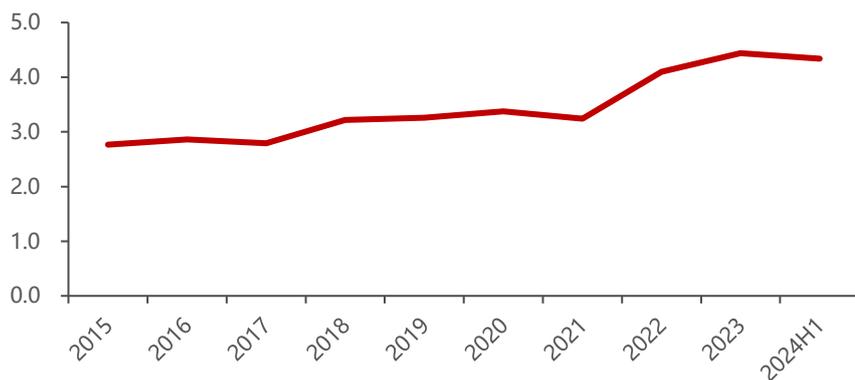
图57: 公司全地形车销量与增速 (辆; %)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**公司高端产品占比持续提升, 平均售价向上。**公司 2017 年前全地形车业务主要产品为 ATV, 面向欧洲市场, 产品单价通常位于 2 万-4 万元; 2017 年起公司多款 UTV/SSV 产品开始陆续投放北美市场, 包括 UTV500/UTV800/UTV1,000/SSV1,000 等新品, 产品单价通常位于 6 万-8 万元, 为此前 ATV 产品的 2-3 倍, 近年来随着 UTV/SSV 占比提升, 公司全地形车 ASP 持续向上。

图58: 公司全地形车产品 ASP (万元)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**公司产品性价比突出, 竞争力强。**公司近年来加速开拓美国 UTV/SSV 市场, 重点竞争对手为北极星、庞巴迪等, 产品排量段主要集中在 600-1000cc, 在 1000cc 排量段及 80 匹功率级别, 分别选取产品进行对标: 三个版本领域选取公司 UFORCE 1000 和北极星 RANGER XP 1000 PREMIUM (2025 款) 进行对比; 六座版本选取公司 UFORCE 1000 XL 及北极星 RANGER CREW XP 1000 WATERFOWL EDITION (2025 款) 进行对比: **我们认为双方产品在动力性能层面较为接近 (80 匹马力+四冲程双缸水冷发动机), 尺寸、轴距亦相对接近, 装**

备质量层面公司产品更加优秀，售价层面极具诚意，基本为北极星同级别产品 7 折左右。

表18：公司与北极星 1000cc 排量 UTV 产品对标

车企	春风动力	北极星	春风动力	北极星
名称	UFORCE 1000	2025 RANGER XP 1000 PREMIUM	UFORCE 1000 XL	2025 RANGER CREW XP 1000 WATERFOWL EDITION
售价 (美元)	13,299	20,999	15,299	25,499
图片				
尺寸和质量				
轴距 (mm)	2,050	2,060	2,845	2,870
装备质量 (kg)	690	764	821	916
离地间隙 (mm)	290	360	305	360
发动机				
发动机类型	V 型双缸、水冷、四冲程、SOHC、八气门	ProStar 四冲程双缸 DOHC	V 型双缸、水冷、四冲程、SOHC、八气门	ProStar 四冲程双缸 DOHC
排量 (cc)	963	999	963	999
最大功率/相应转速	79HP@7000rpm	82	79HP@7000rpm	82
最大扭矩/相应转速	60 LB-FT@6500rpm		60 LB-FT@6500rpm	
燃油系统	博世®电喷	电子燃油喷射、液冷	博世®电喷	电子燃油喷射、液冷
驱动方式		高性能适时四驱/两驱 /VersaTrac 草坪模式		高性能适时四驱/两驱 /VersaTrac 草坪模式
变速器	CVTech® 自动 P/R/N/H/L	第 2 代自动 PVT H/L/N/R/P	CVTech® 自动 P/R/N/H/L	第 2 代自动 PVT H/L/N/R/P
机壳				
悬挂方式&行程	前：高间隙鸥翼 A 型独立臂；后：双 A 型独立臂	前：双 A 臂式悬挂；后：双 A 臂式悬挂，IRS 11	前：高间隙鸥翼 A 型独立臂/后：双 A 型独立臂	前：独立拱形 A 形臂 后：独立拱形 A 形臂
减震器类型	前/后：弹簧预载可调，油阻尼		前/后：弹簧预载可调，油阻尼	
刹车	前/后：带驻车制动器的液压盘	驻车变速器；带双控卡钳的 4 轮液压盘	前/后：带驻车制动器的液压盘	驻车变速器；带双控卡钳的 4 轮液压盘

资料来源：公司美国官网，北极星官网，民生证券研究院

公司产品定价逻辑清晰，500cc 以上 UTV/SSV 产品售价约为北极星 7-8 折，性价比优势显著。我们梳理公司与北极星北美市场所有产品的平均价差，我们发现：

1) 400-500cc：在中低排量段产品中，主要以 ATV 为主，两家公司产品价差不大；

2) **500-900cc**: 在中高排量段产品中, ATV 产品与 UTV 产品分布均匀, 双方均有一定数量的具备高竞争力的相关产品, 北极星产品较公司产品的溢价率通常在 30%左右;

3) **1000cc 级别产品**: 公升级产品中, 价差被进一步拉大, 主要因为公司目前公升级产品功率相对较低, 对标北极星公升入门级别产品, 而北极星高性能产品 (功率 > 100 匹) 较多, 公司高性能产品目前相对较少, 致平均价差被进一步拉大。

**表19: 公司 500cc 以上全地形车较北极星产品价格与价差 (美元)**

	400-500cc	500-600cc	800-900cc	>900cc
北极星	6,999	12,589	14,019	24,811
春风动力	6,832	8,166	10,999	15,389
价差 (%)	2.4%	35.1%	21.5%	38.0%

资料来源: 春风动力美国官网, 北极星官网, 民生证券研究院

**公司 UTV、SSV 产品线仍相对单薄, 近年来新品推出速度加快。**我们梳理了公司与主要竞争对手 UTV 及 SSV 在不同排量段产品数量, 我们发现在 400-600cc 排量段产品数量差距不大, 但在公升级或准公升级别 UTV 和 SSV 车型数量, 目前仍有明显差距, 公司产品丰富度仍有待提升。近三年公司全地形车推新速度加快, 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。2024Q1 公司发布三款全地形车新品。

**表20: 各全地形车企业 UTV、SSV 产品型号数量 (个)**

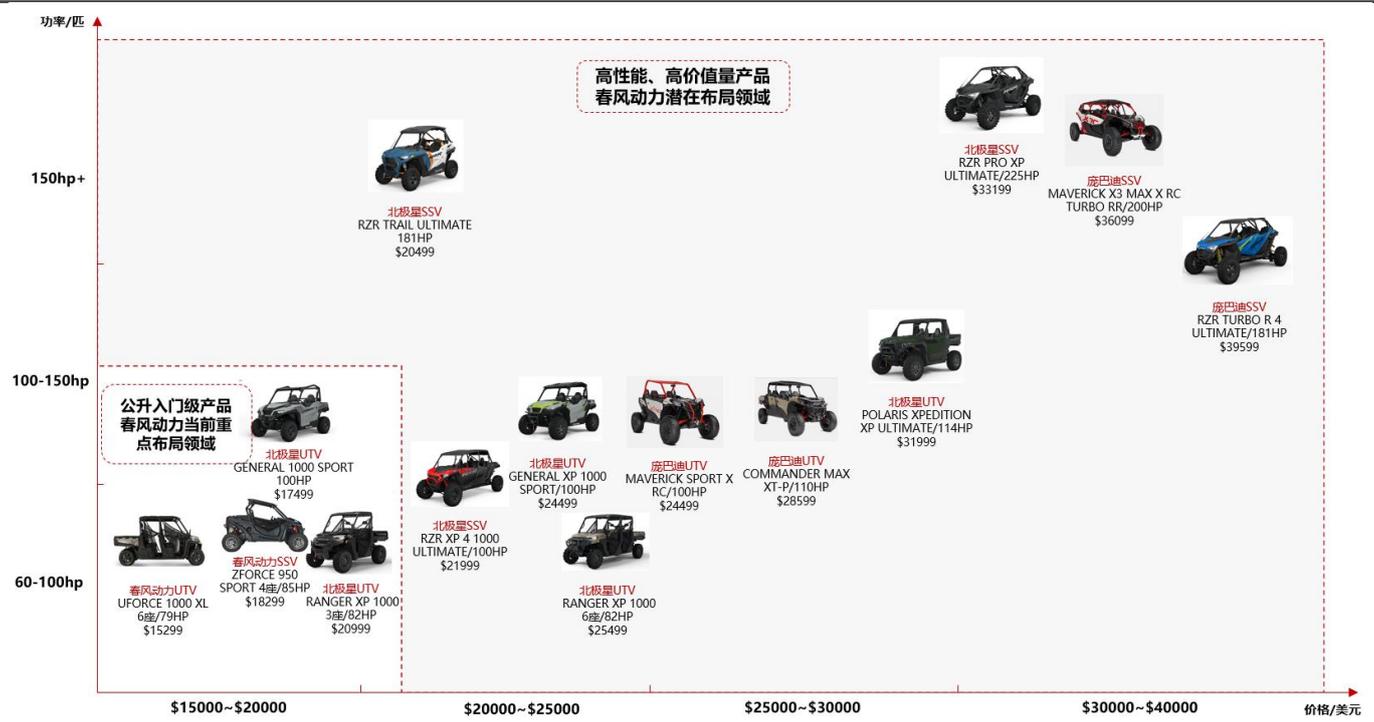
排量段	UTV				SSV			
	春风动力	涛涛车业	北极星	庞巴迪	春风动力	涛涛车业	北极星	庞巴迪
400-600	1	1	2	2	0	0	0	0
600-1,000	2	0	11	4	5	0	6	7
1,000+	0	0	2	0	0	0	1	0

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 同款车型平台的小改款不统计在内。

**展望未来, 公司或将重点布局高性能、高价值量的高端 UTV/SSV 产品。**以公升级别 UTV/SSV 为例, 2024 年前涉足领域基本为入门级别产品, 产品售价通常介于 1.3 万-2.0 万美金, 功率通常介于 60-90 匹, 对标北极星 Ranger 及 General 系列产品。北极星及庞巴迪目前在高性能产品领域有数十款产品布局, 售价通常大于 2 万美金, 动力性能强劲, 功率覆盖 100-225 匹, 该领域市场目前公司尚处空白, 期待后续产品持续导入, 助力品牌力、销量再上新台阶。

图59: 各企业 1000cc 级别 UTV/SSV 产品矩阵梳理 (截至 2024H1)



资料来源: 公司美国官网, 北极星美国官网, 庞巴迪美国官网, 民生证券研究院

**利刃出鞘，高性能平台五车齐发。**公司于美国时间 8 月 26 日举办经销商大会，在美国市场共发布 9 款全新产品，包括 5 款新平台高性能 U/Z 系列全地形车。其中 UTV 推出 3 款车型，分别为 U10 Pro、U10 Pro XL、U8 XL；SSV 推出 2 款车型，分别为 Z10 及 Z10-4。

**U10Pro/U10ProXL:** 座位数分别为 3/6 座，售价分别为 16,999/18,999 美元，排量均为 998cc，功率均为 88 匹，较上代产品提升 24%。U10 系列标配全新三缸发动机、8 英寸触摸屏、音响系统等配置，对标竞品北极星 Ranger 系列，公司产品功率较竞品高 7.3%，3 座版本价格较竞品低配版本低 19%，6 座版本较竞品低配版本低 17%。

**U8 XL:** 全新中大型 4 座 UTV，补充此前产品矩阵空缺，售价为 12,999 美元，功率为 63hp，采用双缸水冷发动机。

表21: 公司 U10 系列车型竞品对标

车企	春风动力	北极星	春风动力	北极星
名称	U10 PRO	RANGER XP 1000 PREMIUM	U10 PRO XL	RANGER CREW XP 1000 PREMIUM
售价 (美元)	<b>16,999</b>	20,999	<b>18,999</b>	22,999
座位数量 (个)	3	3	6	6
图片				
<b>尺寸和质量</b>				

长 X 宽 X 高 (mm)	2,950 x 1,625 x 1,945	3,050 x 1,580 x 2,010	2,950 x 1,645 x 1,945	3,050 x 1,580 x 2,010
轴距 (mm)	2,060	2,060	2,060	2,060
装备质量 (kg)	835	764	938	764
离地间隙 (mm)	330	360	330	360
油箱容量 (加仑)	11.9	43.5	11.9	43.5
发动机				
发动机类型	带可变阀门定时 (VVT) 3 缸	ProStar 四冲程双缸 DOHC	带可变阀门定时 (VVT) 3 缸	ProStar 四冲程双缸 DOHC
排量(cc)	998	999	998	999
最大功率 (hp)	<b>88</b>	82	<b>88</b>	82
最大扭矩 (NM)	94.5		94.5	
燃油系统	博世®电喷	电子燃油喷射、液冷	博世®电喷	电子燃油喷射、液冷
驱动方式	带有 H-L-N-R-Park 的 E-SHIFT 按钮自动	高性能适时四驱/两驱 /VersaTrac 草坪模式	带有 H-L-N-R-Park 的 E-SHIFT 按钮自动	高性能适时四驱/两驱 /VersaTrac 草坪模式
变速器	CFMOTO CVT	第 2 代自动 PVT H/L/N/R/P	CFMOTO CVT	第 2 代自动 PVT H/L/N/R/P

资料来源：公司美国官网，北极星美国官网，民生证券研究院

**Z10/Z10-4:** 座位数分别为 2/4 座，售价分别为 19,999/22,999 美金，排量均为 998cc，功率均为 143 匹，较上一代产品提升 72%；Z10 系列标配全新三缸发动机、12 英寸触摸屏、倒车影像、可调悬架等配置，对标竞品北极星 RZR XP 系列，公司产品功率较竞品高 25%，售价较竞品一致。

表22：公司 Z10 系列竞品对标

车企	春风动力	北极星	春风动力	北极星
名称	2025 ZFORCE Z10	RZR XP	2025 ZFORCE Z10 4	RZR XP 4
售价 (美元)	19,999	19,999	22,999	22,999
图片				
尺寸和质量				
长 X 宽 X 高 (mm)	3,577x 1,626 x 1,740	3,048x1,620x1,880	3,577x 1,626 x 1,740	3048x1,620x1,880
轴距 (mm)	2,515	2,286	2,515	2,286
装备质量 (磅)	1,863	1,567	2,105	
离地间隙 (mm)	14	14	14	14
油箱容量 (加仑)	9.9	9.5	9.9	9.5
发动机				
发动机类型	3 缸、4 冲程、液冷、DOHC、涡轮增压	ProStar 1000 4 冲程 DOHC 双缸	3 缸、4 冲程、液冷、DOHC、涡轮增压	ProStar 1000 4 冲程 DOHC 双缸
排量 (cc)	998	999	998	999

最大功率 (hp)	<b>143</b>	114	<b>143</b>	114
最大扭矩/相应转速	100 磅英尺 @ 7,000 RPM		100 磅英尺 @ 7,000 RPM	
燃油系统	博世® EFI	电子燃油喷射	博世® EFI	电子燃油喷射
驱动方式	2WD/4WD/4WD 锁		2WD/4WD/4WD 锁	
变速器	OmniDrive™ CVT P/R/N/H/L	自动 PVT P/R/N/L/H	OmniDrive™ CVT P/R/N/H/L	自动 PVT P/R/N/L/H

资料来源: Wind, 民生证券研究院

**看好公司全地形车高端化布局。**近年来公司发力北美市场与高端 UTV/SSV 产品, 高附加值产品占比稳步提升。本次针对北美市场推出全地形车高端化高性能新品, 产品竞争优势显著, 看好公司依靠产品线扩充 (U/Z 系列高端化)、性价比优势持续提升市场份额, 打开成长空间。

## 4.3 小结

**全地形车行业相对稳定, 格局集中。**2023 年全球全地形车市场容量约 996 万辆, 其中高端 UTV 产品占比逐年提升, 行业集中度较高, 头部企业北极星、庞巴迪等占 6 成份额。

公司全地形车产品欧洲市占率稳居头名, 近年来发力北美市场与高端 UTV/SSV 产品, 2022、2023 年在美国市场分别投放 3 款 UTV/SSV 产品, 高附加值产品销售占比稳步提升。**我们认为公司近年来在 ATV、UTV 领域中份额持续提升, 2024H2 公司将推出全地形车高端化新品, 看好公司依靠产品线扩充 (U/Z 系列高端化)、性价比优势持续提升市场份额, 从而打开成长空间。**

**销量维度: 我们做出如下展望:**

**1) 欧洲市场:** 公司将继续通过产品的持续更新与升级, 巩固目前的龙头地位, 预计 2025/2030 欧洲市场容量分别为 25/30 万辆, 公司全地形车欧洲市场份额预计分别为 38%/40%, **则预计公司欧洲全地形车销量为 9.5/12.0 万辆;**

**2) 北美市场:** 公司近年来发力北美市场, 产品端+渠道端齐升级, 有望成为未来重要增长区域。预计 2025/2030 北美市场容量分别为 80/85 万辆, 公司全地形车北美市场份额预计分别为 10%/15%, **则预计公司北美全地形车销量分别为 8.0/12.8 万辆;**

**3) 其他区域:** 如土耳其 (公司归属于亚洲区)、澳大利亚等区域, **预计 2025/2030 公司其他区域全地形车销量分别为 1.5/2.5 万辆。**

**综上, 2023 年公司全地形车销量为 14.6 万辆, 我们预计 2025/2030 年公司全地形车销量分别为 19.0/27.3 万辆, 2023-2030 年销量 CAGR 为 9.3%。**

**单价维度：我们做出如下展望：**

考虑到公司 2024 年 8 月推出高端化新品，其售价超过 10 万元，为 2024H1 均价的 2 倍以上，我们预计随着高端化新品占比的逐步提升，公司全地形车 ASP 稳健向上。公司 2024H1 全地形车 ASP 为 4.3 万元，预计 2025/2030 年公司全地形车 ASP 将从当前的 4.3 万元增长至 4.8/5.8 万元。

**表23：公司全地形车业务预测**

业务	产品	指标	2023A	2025E	2030E	
全地形车	欧洲市场	欧洲市场销量 (万辆)	/	25.0	30.0	
		公司欧洲市占率 (%)		38%	40%	
		公司欧洲销量 (万辆)		9.5	12	
	美国市场	美国市场销量 (万辆)		80.0	85.0	
		公司美国市占率 (%)		10%	15%	
		公司美国销量 (万辆)		8	12.75	
	其他市场	其他市场销量 (万辆)		1.5	2.5	
	<b>公司全地形车总销量 (万辆)</b>			<b>14.6</b>	<b>19.0</b>	<b>27.3</b>
	<b>公司全地形车 ASP (万元)</b>			<b>4.3</b>	<b>4.8</b>	<b>5.8</b>

资料来源：中国摩托车商会，公司年报，民生证券研究院预测

注释：公司未直接披露欧美地区全地形车销量，预测数据根据此前分地区营收数据进行估算

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设及业务拆分

**两轮车业务：**公司聚焦精品战略，推出过国潮现象级别爆品 250SR、250NK、450SR 等产品，2024H1 首次获得中国市场中大排摩托车行业头名。我们认为公司未来将继续发挥对摩托车外观造型、动力性能、质量品控的深刻理解优势，将更多优质供给推向市场，打造属于公司的 $\alpha$ 。我们预计公司两轮车业务 2024-2026 年营业收入分别为 67.2/87.9/108.2 亿元，同比增速为 50%/31%/23%;; 预计公司两轮车产品结构维持稳定，预计毛利率分别为 25%/24%/24%。

**四轮车业务：**我们认为公司近年来在 ATV、UTV 领域中份额持续提升，2024H2 推出全地形车高端化新品，看好依靠产品线扩充 (U/Z 系列高端化)、性价比优势持续提升市场份额，从而打开成长空间。我们预计公司四轮车业务 2024-2026 年营业收入分别为 71.2/91.0/108.2 亿元，同比增速为 10%/28%/19%；预计公司四轮车新品推动产品结构优化，预计毛利率分别为 40%/41%/41%。

**其他业务：**主要为四轮车配件及发动机等，我们预计公司其他业务 2024-2026 年营业收入分别为 13.5/17.0/20.1 亿元，同比增速为 10%/28%/19%，预计毛利率稳定在 33%。

**表24：公司分业务盈利预测**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入 (亿元)	113.8	121.1	152.0	195.9	237.0
收入增速 (%)	45%	6%	25%	29%	21%
毛利率 (%)	25%	33%	33%	33%	34%
<b>两轮车</b>					
收入 (亿元)	33.7	44.8	67.2	87.9	108.2
收入增速 (%)	47%	33%	50%	31%	23%
毛利率 (%)	21%	25%	25%	24%	24%
<b>四轮车</b>					
收入 (亿元)	68.4	65.0	71.2	91.0	108.7
收入增速 (%)	40%	-5%	10%	28%	19%
毛利率 (%)	27%	40%	40%	41%	41%
<b>其他业务</b>					
收入 (亿元)	8.4	11.3	13.5	17.0	20.1
收入增速 (%)	66%	35%	19%	26%	18%
毛利率 (%)	30%	34%	33%	33%	33%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

公司为中大排摩托车行业龙头，我们选取同为摩托车企业的钱江摩托、隆鑫通用，与公司估值进行对比分析。

2024-2026 年可比公司 PE 估值均值为 13/11/9 倍，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 8.74/11.47/14.75 元/股，当前股价对应 PE 分别为 15/12/9 倍，略高于可比公司均值。我们认为公司产品聚焦中大排摩托车与全地形车，全线顺应消费升级趋势，产品较竞争对手具备一定竞争优势，应享有估值溢价。

**表25：可比公司估值对比**

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000913.SZ	钱江摩托	15.49	1.23	1.53	1.83	13	10	8
603766.SH	隆鑫通用	6.72	0.55	0.63	0.75	12	11	9
可比公司均值						12	10	9
603129.SH	春风动力	132.89	8.74	11.47	14.75	15	12	9

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：钱江摩托公司数据为民生证券研究院预测，隆鑫通用预测数据来自 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 9 月 6 日

## 5.3 投资建议

我认为公司摩托车业务在国内经历多年的充分竞争，车型产品力和车型矩阵得到大幅提升与丰富，较海外竞对在产品力、性价比优势突出，未来将继续发挥对摩托车外观造型、动力性能、质量品控的深刻理解优势，将更多优质供给推向市场，打造属于公司的 $\alpha$ 。同时看好全地形车依靠产品线扩充（U/Z 系列高端化）、性价比优势持续提升市场份额，从而打开成长空间长期。

长期看好公司两轮车出口和四轮高端化布局，预计公司 2024-2026 年营收 152.0/195.9/237.0 亿元，归母净利润 13.23/17.37/22.34 亿元，EPS 为 8.74/11.47/14.75 元，对应 2024 年 9 月 6 日 132.89 元/股收盘价，PE 分别 15/12/9 倍，维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 行业竞争加剧的风险。**在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，摩托车市场竞争变得越来越激烈。若中国摩企不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响中国摩企在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，中国摩企的盈利能力可能会受到不利影响。

**2) 海运费波动风险。**目前中国摩企出口过程中，部分企业采用 FOB 模式，部分企业自己承担海运费。若未来海运费价格剧烈波动，中国摩企的盈利能力可能会受到不利影响。

**3) 公司产品销量不及预期。**公司主要产品有两轮车和四轮车等，后续依靠产品矩阵的持续扩充提振市场份额。若公司相关产品在质量、品控、价格等方面优势减弱，可能会影响公司核心产品销量，为公司盈利带来负面影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,110	15,198	19,589	23,703
营业成本	8,053	10,189	13,089	15,719
营业税金及附加	212	258	313	379
销售费用	1,341	1,565	1,998	2,370
管理费用	567	699	882	1,067
研发费用	924	1,094	1,371	1,659
EBIT	1,009	1,449	1,998	2,560
财务费用	-191	-129	-71	-95
资产减值损失	-51	-25	-31	-37
投资收益	1	0	0	0
营业利润	1,202	1,554	2,038	2,618
营业外收支	-10	-7	-6	-6
利润总额	1,191	1,547	2,032	2,612
所得税	135	155	203	261
净利润	1,057	1,393	1,829	2,351
归属于母公司净利润	1,008	1,323	1,737	2,234
EBITDA	1,160	1,614	2,198	2,796

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,506	6,308	8,318	10,948
应收账款及票据	1,086	1,086	1,346	1,498
预付款项	102	143	183	220
存货	1,663	2,432	3,089	3,667
其他流动资产	352	468	518	564
流动资产合计	7,709	10,436	13,454	16,897
长期股权投资	237	237	237	237
固定资产	1,334	1,504	1,648	1,782
无形资产	167	171	174	176
非流动资产合计	2,605	2,892	2,985	3,067
资产合计	10,314	13,328	16,439	19,963
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	4,173	6,197	7,710	9,259
其他流动负债	663	667	847	1,011
流动负债合计	4,836	6,865	8,557	10,271
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	306	330	333	336
非流动负债合计	306	330	333	336
负债合计	5,142	7,195	8,890	10,607
股本	150	151	151	151
少数股东权益	133	203	294	412
股东权益合计	5,172	6,133	7,549	9,357
负债和股东权益合计	10,314	13,328	16,439	19,963

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	6.44	25.49	28.90	21.00
EBIT 增长率	62.79	43.55	37.91	28.11
净利润增长率	43.65	31.30	31.32	28.57
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	33.50	32.95	33.18	33.68
净利润率	8.32	8.70	8.87	9.42
总资产收益率 ROA	9.77	9.93	10.57	11.19
净资产收益率 ROE	20.00	22.31	23.95	24.97
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.59	1.52	1.57	1.65
速动比率	1.20	1.12	1.17	1.25
现金比率	0.93	0.92	0.97	1.07
资产负债率 (%)	49.85	53.98	54.08	53.13
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	32.74	26.00	25.00	23.00
存货周转天数	75.35	88.00	87.00	86.00
总资产周转率	1.22	1.29	1.32	1.30
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	6.65	8.74	11.47	14.75
每股净资产	33.27	39.16	47.91	59.07
每股经营现金流	9.14	17.70	17.99	23.10
每股股利	2.08	2.73	3.59	4.61
<b>估值分析</b>				
PE	20	15	12	9
PB	4.0	3.4	2.8	2.2
EV/EBITDA	12.60	9.05	6.65	5.23
股息收益率 (%)	1.57	2.06	2.70	3.47

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,057	1,393	1,829	2,351
折旧和摊销	151	165	200	236
营运资金变动	130	1,092	658	868
经营活动现金流	1,385	2,681	2,724	3,498
资本开支	-486	-404	-278	-302
投资	-383	0	0	0
投资活动现金流	-862	-435	-278	-302
股权募资	75	1	0	0
债务募资	0	-11	0	0
筹资活动现金流	-160	-444	-437	-566
现金净流量	412	1,802	2,010	2,630

## 插图目录

图 1: 公司股价复盘.....	4
图 2: 公司发展历程.....	6
图 3: 公司股权架构.....	8
图 4: 2013-2024H1 公司营收与增速 (亿元; %) .....	10
图 5: 2013-2024H1 公司分产品营收占比 (%) .....	10
图 6: 2013-2024H1 公司毛利率与净利率 (%) .....	10
图 7: 2013-2024H1 公司期间费用率 (%) .....	10
图 8: 2013-2023 年公司分业务毛利率 (%) .....	11
图 9: 2013-2023 年可比公司摩托车业务毛利率 (%) .....	11
图 10: 2023-2024H1 公司归母净利润与经营性现金流及其增速 (亿元; %) .....	11
图 11: 近五年我国两轮燃油摩托车国内销量 (万辆; %) .....	13
图 12: 京津冀、长三角及珠三角摩托车禁限行区域.....	13
图 13: 中国两轮摩托车销量组成成分排量 (万辆) .....	15
图 14: 中国中大排摩托车批发销量 (万辆) .....	15
图 15: 2020 年以来中大排摩托车国内销量 (万辆; %) .....	15
图 16: 北美摩托车分排量销量结构 (2012 年; %) .....	18
图 17: 欧洲摩托车分排量销量结构 (2012 年; %) .....	18
图 18: 美国、欧洲、日本、中国中大排摩托车保有量对比 (万辆) .....	18
图 19: 全球摩托车分类型销量 (万辆) .....	20
图 20: 美洲摩托车分类型销量 (万辆) .....	21
图 21: 欧洲摩托车分类型销量 (万辆) .....	21
图 22: 全球摩托车市场竞争格局 (2023 年; %) .....	23
图 23: 美洲摩托车市场竞争格局 (2023 年; %) .....	24
图 24: 欧洲摩托车市场竞争格局 (2023 年; %) .....	24
图 25: 125cc+ 摩托车出口销量及增速 (万辆; %) .....	25
图 26: 250cc+ 摩托车出口销量及增速 (万辆; %) .....	25
图 27: 我国摩托车出口排量段分布 (%) .....	25
图 28: 200-250cc 摩托车月度出口销量 (辆; %) .....	26
图 29: 250-400cc 摩托车月度出口销量 (辆; %) .....	26
图 30: 400-500cc 摩托车月度出口销量 (辆; %) .....	26
图 31: 500-800cc 摩托车月度出口销量 (辆; %) .....	26
图 32: 中国 250cc+ 摩托车出口区域分布 (2024H1; %) .....	27
图 33: 中国 200-250cc 摩托车出口区域分布 (2024H1; %) .....	27
图 34: 公司摩托车产品矩阵及售价区间.....	28
图 35: 公司两轮车销量及同比增速 (辆; %) .....	28
图 36: 公司摩托车产品排量结构 (%) .....	29
图 37: 公司 250cc 平台摩托车销量及增速 (辆; %) .....	30
图 38: 公司 250SR 车型国内竞品对标.....	30
图 39: 公司 450cc 平台摩托车月度销量 (辆) .....	31
图 40: 公司 450SR 对标竞品川崎 Ninja400.....	32
图 41: 公司四缸仿赛 500SR 车型于 2024 年上市.....	32
图 42: 公司三缸仿赛 675SR 车型将于 2024 年上市.....	32
图 43: 公司摩托车出口销量与增速 (辆; %) .....	33
图 44: 公司摩托车出口排量段分布 (%) .....	33
图 45: 浙江省 250cc 及 450cc 系列摩托车出口主要地区 (2024H1; %) .....	34
图 46: 土耳其摩托车市场代理商与代理品牌.....	34
图 47: 土耳其 UMA 集团代理品牌.....	35
图 48: 公司与土耳其 Mondial 竞品对标.....	36
图 49: 公司摩托车土耳其地区注册量 (辆; %) .....	36
图 50: 公司发布极核品牌 .....	38
图 51: 全球全地形车销售规模及增速 (万辆; %) .....	41
图 52: 北美全地形车销售规模及增速 (万辆; %) .....	41
图 53: 全球全地形车分产品产量 (万辆; %) .....	41
图 54: 全地形车市场竞争格局 (销售额口径; %) .....	42

图 55: 公司 CFORCE 520L 产品售价 3.4 万元 .....	43
图 56: 公司 UFORCE 600 产品售价 6.3 万元 .....	43
图 57: 公司全地形车销量与增速 (辆; %) .....	44
图 58: 公司全地形车产品 ASP (万元) .....	44
图 59: 各企业 1000cc 级别 UTV/SSV 产品矩阵梳理 (截至 2024H1) .....	47

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司产品矩阵 .....	7
表 2: 公司在全球负责制造的子公司 .....	8
表 3: 公司限制性股票、股票期权激励计划 .....	9
表 4: 近年来禁摩政策梳理 .....	14
表 5: 2020 年以来国产龙头摩企主要产品 .....	16
表 6: 美国、欧洲、日本、中国 250cc+ 中大排摩托车万人人均保有量对比 .....	18
表 7: 2020-2024H1 国内中大排摩托车市占率变化 (%) .....	19
表 8: 国内主要中高端摩托车生产企业品牌力、动力总成技术、整车设计能力比较 .....	20
表 9: 海外重点国家摩托车销量与增速 (万辆; %) .....	21
表 10: 海外 250cc+ 中大排摩托车市场空间测算 (万辆; %) .....	22
表 11: 全球摩托车市场主要厂商 .....	23
表 12: 250cc+ 中大排摩托车出口格局 (%) .....	27
表 13: 公司产品与 Mondial 品牌产品矩阵 .....	35
表 14: 公司海外市场主要竞品对标 .....	37
表 15: 极核品牌产品矩阵 .....	38
表 16: 公司摩托车业务预测 .....	40
表 17: 不同排量全地形车应用场景对比 .....	42
表 18: 公司与北极星 1000cc 排量 UTV 产品对标 .....	45
表 19: 公司 500cc 以上全地形车较北极星产品价格与价差 (美元) .....	46
表 20: 各全地形车企业 UTV、SSV 产品型号数量 (个) .....	46
表 21: 公司 U10 系列车型竞品对标 .....	47
表 22: 公司 Z10 系列竞品对标 .....	48
表 23: 公司全地形车业务预测 .....	50
表 24: 公司分业务盈利预测 .....	51
表 25: 可比公司估值对比 .....	52
公司财务报表数据预测汇总 .....	54

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026