

# 大排量摩托车出口高景气，份额向国产自主品牌集中

 Qinglong Guo  
 ql.guo@htisec.com

 Mengxuan Zhou  
 mx.zhou@htisec.com

## 投资要点：

- 玩乐需求高增长，大排量摩托渗透率提升。**根据中国摩托车商会数据，2023年我国摩托车销量1942万辆，其中燃油车销量1417万辆，同比增长3%，250ml以上两轮摩托车销量52.54万辆，同比有所下滑，我们认为主要由于国内消费疲软，2024年重回增长通道，Q1-3销量57.30万辆，同比增长40%，2024年H1中国250ml以上二轮摩托车销量占二轮燃油摩托车的4.51%，较23年H1提升0.84pct，以运动、休闲、娱乐为主的中大排量摩托车市场潜力凸显。
- 出口拉美增量较多，欧洲均价较高。**根据中国摩托车商会微信公众号，24年上半年中国摩托车整车出口663.01万辆，同比增长23.60%，其中出口拉丁美洲254.72万辆，同比增长40.76%，增长贡献较多，出口亚洲173.96万辆，同比增长19.56%，出口拉美、亚洲均价分别为566/580美元/辆，出口欧洲均价较高，24H1出口均价1165美元/辆，出口58.90万辆，同比增长24.98%。
- 分地区看，中国、印度和东南亚是摩托车主要的消费地区，销售量合计占比近78%：**从地区结构来看，亚洲是摩托车主要消费市场，主要用于通勤出行。根据statista数据，2022年中国、印度和东南亚摩托车销售量分别占比31%、25%和21%，销售额分别占比18%、20%和20%。欧美及日本需求总量较少，以大排量摩托车为主。从渗透率来看，东南亚地区摩托车家庭渗透率高达75%，位居第一，远高于世界平均水平29%。从销售均价来看，2022年大洋洲、欧洲销售均价较高，平均超过10000美元/辆，美洲均价5290美元/辆，其中美国均价13744美元/辆，亚洲/非洲均价较低，分别为2030/2110美元/辆，低于全球平均的2540美元/辆；
- 欧美国家是大排量摩托主要市场，日欧企业统治力强：**从全球市场构成看，欧美国家销售均价较高，以大排量为主，美国、西欧国家均价基本在12000-14000美元/辆，南欧国家均价在7500-10000美元/辆，土耳其市场近年增长较快，但排量结构较低，基本为250ml及以下车型为主，均价3436美元/辆。从品牌竞争格局来看，2022年本田摩托在全球市占率最高，占据全球摩托车市场29.5%的份额。其次为雅马哈，市场份额为11.6%。TVS、英雄摩托和哈雷戴维森分列三至五位，市占率分别为3.9%、3.8%和2.6%
- 大排量摩托车份额向头部品牌集中。**根据中国摩托车商会数据，250ml以上排量段24年Q1-3累计出口24.9万辆，同比增长68%，其中春风动力（20%）、钱江摩托（18%）、隆鑫通用（15%）合计份额过半。内销层面春风动力（21%）、钱江摩托（22%）、隆鑫通用（14%）展现了更强的统治力。
- 风险提示：**原材料成本大幅波动，新车研发及推出进度不及预期，新车销量表现不及预期

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

## 行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2023	2024E	2025E	上期	本期
603129	春风动力	6.65	8.67	10.90	优于大市	优于大市
603766	隆鑫通用	0.28	0.53	0.59	优于大市	优于大市
000913	钱江摩托	0.88	1.15	1.37	优于大市	优于大市

资料来源：Wind，HTI

## 目 录

1. 大排量摩托车出口高景气，欧美发达国家是主要市场 .....	5
1.1 行业总量趋稳，排量提升+出口驱动增长 .....	5
1.2 大排量出口高景气，头部企业份额领先优势明显 .....	6
1.3 欧美国家是大排量摩托主要市场，日欧企业统治力强 .....	9
2. 燃油摩托行业格局较为分散，大排量份额向国产自主品牌集中 .....	11
3. 国产大排量摩托车企业崛起，产品矩阵不断丰富 .....	13
3.1 春风动力：全地形车龙头，大排量两轮摩托持续发力 .....	13
3.2 钱江摩托：大排量摩托车销量冠军，逐步聚焦主业 .....	14
3.3 隆鑫通用：摩托车出口龙头，宝马代工积攒实力 .....	16
4. 风险提示 .....	19

## 图目录

图 1	2007 年-2024 年 H1 中国摩托车产销量 .....	5
图 2	2007 年-2024 年 H1 中国摩托车内销情况 .....	5
图 3	2007 年-2024 年 H1 中国摩托车出口情况 .....	5
图 4	2024 年 Q1-3 国内各排量二轮摩托车销量占比（万辆） .....	6
图 5	2010 年-2024 年 H1 中国大排量摩托车销量情况 .....	6
图 28	摩托车制造商市场占有率（销售金额口径） .....	10
图 29	2023 年电动摩托车竞争格局 .....	11
图 30	2023 年燃油摩托车竞争格局 .....	11
图 31	2024 年 Q1-3 国内 250ml 以上大排量摩托车竞争格局 .....	11
图 32	国内主要摩托车企业摩托车业务情况 .....	11
图 33	2024 年 Q1-3 内销 250ml 以上大排量摩托车竞争格局 .....	12
图 34	2024 年 Q1-3 出口 250ml 以上大排量摩托车竞争格局 .....	12
图 35	春风动力收入及增速 .....	13
图 36	春风动力归母净利润及增速 .....	13
图 37	春风动力期间费用率 .....	13
图 38	春风动力毛利率及净利率 .....	13
图 39	春风动力产品矩阵 .....	14
图 40	春风动力内销单月销量 .....	14
图 41	春风动力出口单月销量 .....	14
图 42	钱江摩托收入及增速 .....	15
图 43	钱江摩托归母净利润及增速 .....	15
图 44	钱江摩托期间费用率 .....	15
图 45	钱江摩托毛利率及净利率 .....	15
图 46	钱江摩托产品矩阵 .....	16
图 47	钱江摩托内销单月销量 .....	16
图 48	钱江摩托出口单月销量 .....	16
图 49	隆鑫通用收入及增速 .....	17
图 50	隆鑫通用归母净利润及增速 .....	17
图 51	隆鑫通用期间费用率 .....	17
图 52	隆鑫通用毛利率及净利率 .....	17

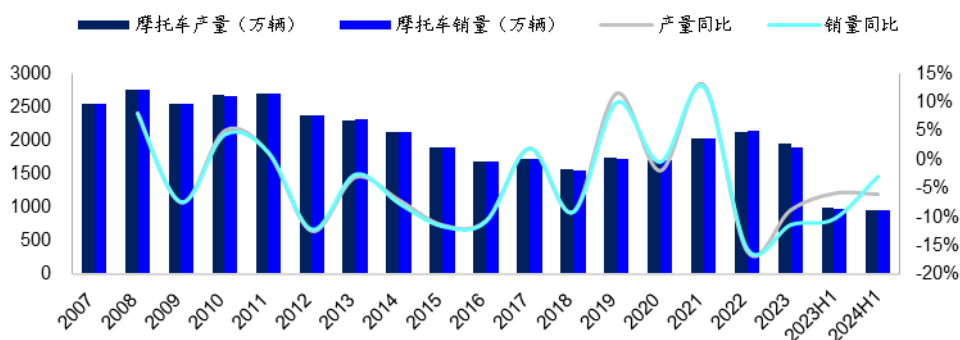
图 53	隆鑫通用产品矩阵 .....	18
图 54	隆鑫通用内销单月销量.....	18
图 55	隆鑫通用出口单月销量.....	18

## 1. 大排量摩托车出口高景气，欧美发达国家是主要市场

### 1.1 行业总量趋稳，排量提升+出口驱动增长

摩托车市场日渐饱和，消费升级带动市场扩容。中国摩托车销量 2008 年达到历史最高峰 2750 万辆，2011 年以后，摩托车销量逐渐下滑，我们认为主要由于禁/限摩政策的实施以及电动车、汽车的出行替代，摩托车市场日渐饱和。伴随国内消费升级趋势、摩托车赛事发展、技术更迭、政策放松等因素，2019 年起，摩托车销量有所回升。根据中国摩托车商会数据，2023 年我国摩托车销量 1942 万辆，其中燃油车销量 1417 万辆，同比增长 3%，电动摩托车销量 481 万辆，同比下降 36.97%。24 年 H1 摩托车销量同比减少 3%至 952 万辆，其中燃油车同比增长 10%至 788 万辆，电动车同比减少 38%至 163 万辆。

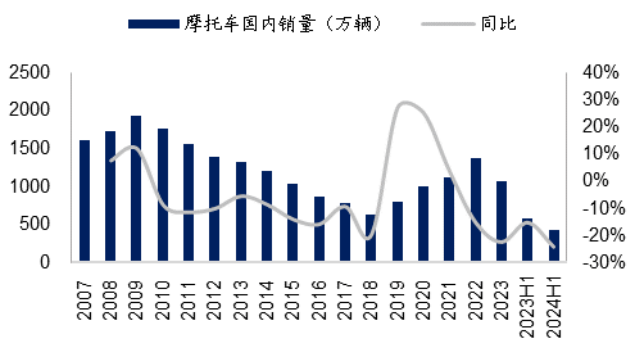
图1 2007年-2024年H1中国摩托车产销量



资料来源：Wind，中国摩托车商会，HTI

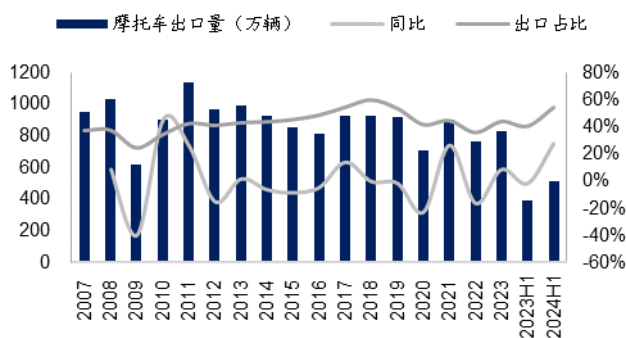
内销下落趋势延续，出口景气度提升。2023 年摩托车整车出口 832 万辆，同比增长 9%，24 年 H1 累计出口 515 万辆，同比增长 28%，出口景气度回升。从出口占比来看，18 年以前出口占比持续提升，从 07 年的 37.14% 提升至 18 年高点的 59.62%，此后随着出口量回落以及内销增长，出口占比回落，24H1 重新回到 54%。2023 年国内摩托车销量 1067 万辆，同比下滑 23%，24 年 H1 内销 437 万辆，同比下滑 24%，主要因为电动车新国标后电摩、电轻摩数量下滑。

图2 2007年-2024年H1中国摩托车内销情况



资料来源：Wind，中国摩托车商会，HTI

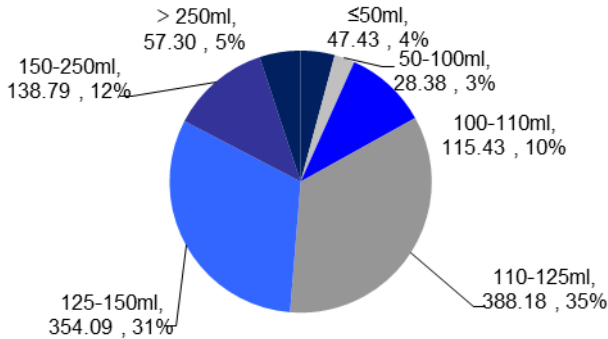
图3 2007年-2024年H1中国摩托车出口情况



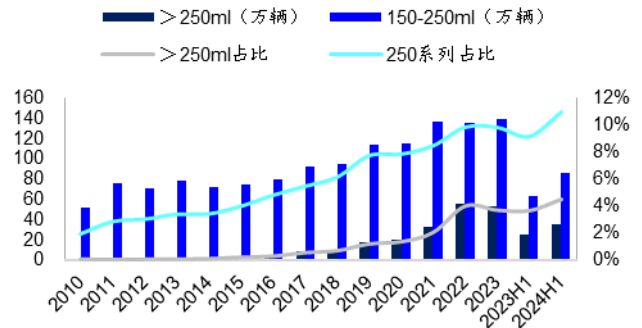
资料来源：Wind，中国摩托车商会，HTI

大排量渗透率持续提升，市场空间广阔。目前摩托车仍以小排量为主，2024 年 Q1-3 我国摩托车总销量中占比最大的是 110-125ml 排量摩托车，其次是 125-150ml，分别占比 35%、31%。2016 年起 250ml 以上中大排量摩托车进入快速增长阶段，由 2016 年的 4.67 万辆增长至 2022 年的 55.34 万辆，复合增速 51%，国内玩乐摩托车文化逐步形成。2023 年 250ml 以上两轮摩托车销量 52.54 万辆，同比有所下滑，我们认为主要由于国内消费

疲软，2024 年重回增长通道，Q1-3 销量 57.30 万辆，同比增长 40%，其中内销 32.41 万辆，同比增长 24%，销量有所回升，出口 24.89 万辆，同比增长 68%，维持快速增长。摩托车产品从代步工具向中大排量消费品方向转型，2024 年 H1 中国 250ml 以上二轮摩托车销量占二轮燃油摩托车的 4.51%，较 23 年 H1 提升 0.84pct，以运动、休闲、娱乐为主的中大排量摩托车市场潜力凸显。

**图4 2024 年 Q1-3 国内各排量二轮摩托车销量占比（万辆）**


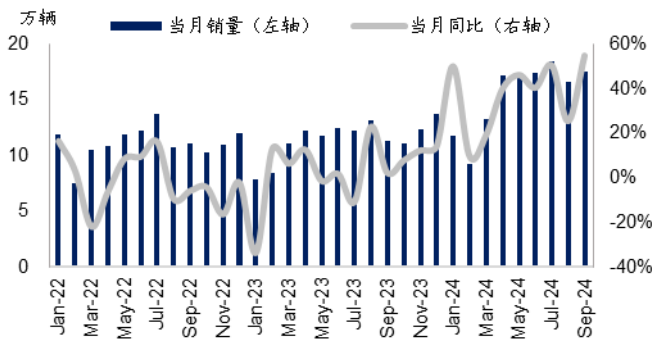
资料来源：中国摩托车商会，HTI

**图5 2010 年-2024 年 H1 中国大排量摩托车销量情况**


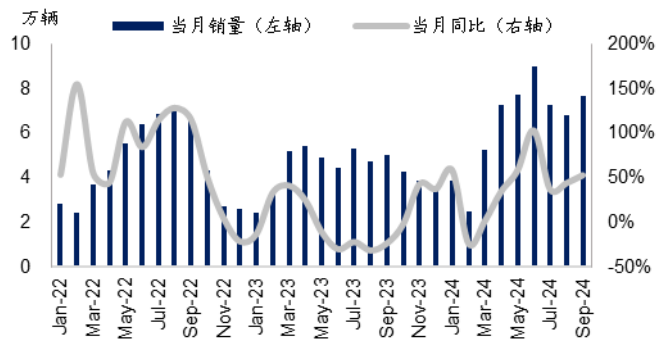
资料来源：Wind，中国摩托车商会，HTI

## 1.2 大排量出口高景气，头部企业份额领先优势明显

**9 月摩托车销售增速环比提升，中大排摩托车快速增长：**根据中国摩托车商会数据，24 年 9 月二轮摩托车总销量 162.5 万辆，同比增长 9%，累计销量 1311.0 万辆，同比增长 1%，其中 150-250ml 排量段二轮燃油摩托车 9 月销量同比增长 55%至 17.5 万辆，1-9 月累计销量增长 38%至 138.7 万辆，250ml 以上排量段 9 月销量 7.7 万辆，同比增长 53%，累计销量 57.3 万辆，同比增长 40%，中大排摩托车快速增长。

**图6 150ml<排量≤250ml 二轮摩托车总销量**


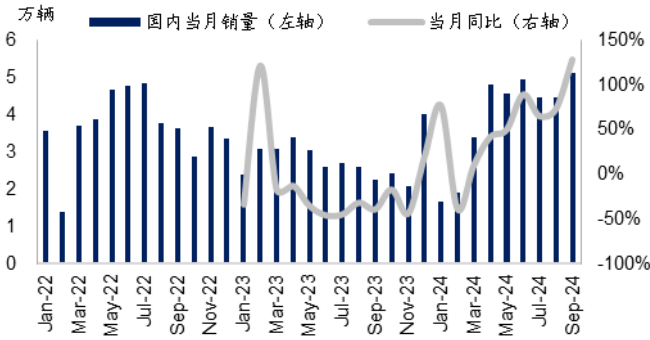
资料来源：中国摩托车商会，HTI

**图7 排量>250ml 二轮摩托车总销量**


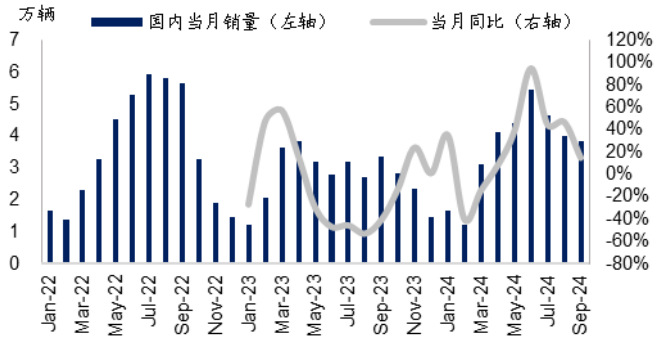
资料来源：中国摩托车商会，HTI

**内销：9 月总量同比下滑，大排量摩托车增长较好：**根据中国摩托车商会数据，24 年 9 月二轮摩托车内销 65.1 万辆，同比下滑 20%，累计销量 533.7 万辆，同比下滑 31%，其中 150-250ml 排量段二轮燃油摩托车 9 月销量同比增长 128%至 5.1 万辆，1-9 月累计销量增长 49%至 36.9 万辆，250ml 以上排量段 9 月销量 3.8 万辆，同比增长 15%，累计销量 32.4 万辆，同比增长 24%，大排量内销市场三季度表现较好，维持同比较快增长。



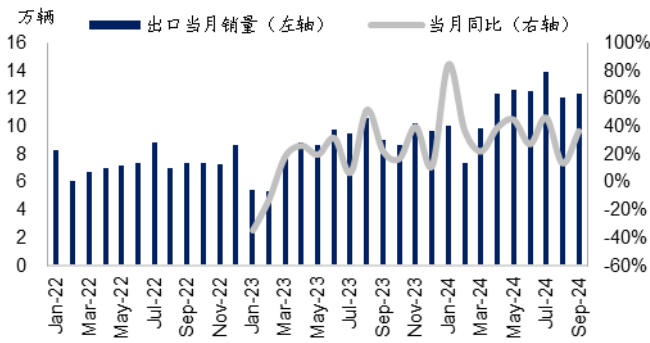
**图8 150ml<排量≤250ml 二轮燃油摩托车内销总量**


资料来源：中国摩托车商会，HTI

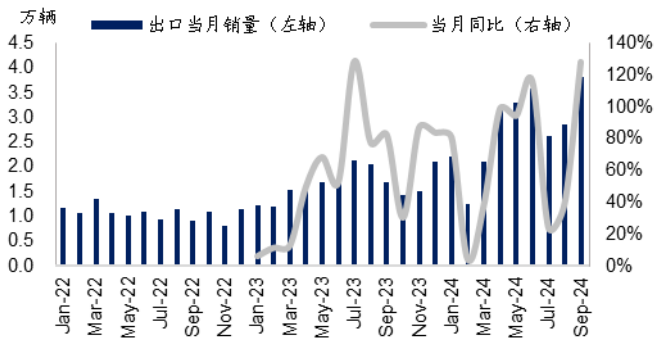
**图9 排量>250ml 二轮燃油摩托车内销总量**


资料来源：中国摩托车商会，HTI

**出口：9月增长较好，大排量出口景气度维持高位：**根据中国摩托车商会数据，24年9月二轮摩托车出口97.4万辆，同比增长42%，累计销量777.2万辆，同比增长33%，其中150-250ml排量段二轮燃油摩托车9月销量同比增长37%至12.4万辆，1-9月累计销量增长34%至101.8万辆，250ml以上排量段9月销量3.8万辆，同比增长128%，累计销量24.9万辆，同比增长68%，大排量出口景气度维持高位。

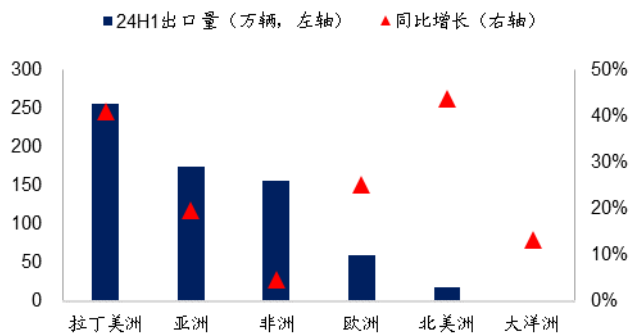
**图10 150ml<排量≤250ml 二轮燃油摩托车出口总量**


资料来源：中国摩托车商会，HTI

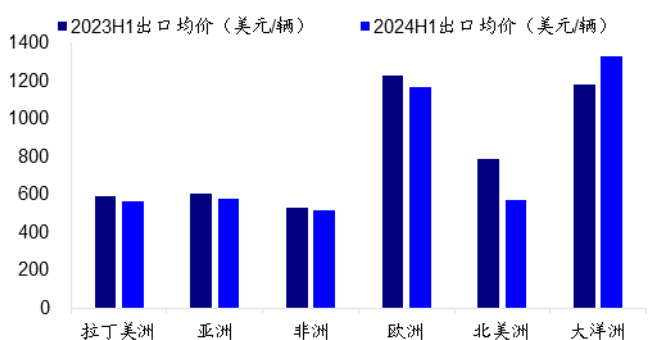
**图11 排量>250ml 二轮燃油摩托车出口总量**


资料来源：中国摩托车商会，HTI

**出口拉美增量较多，欧洲均价较高：**根据中国摩托车商会微信公众号，24年上半年中国摩托车整车出口663.01万辆，同比增长23.60%，其中出口拉丁美洲254.72万辆，同比增长40.76%，增长贡献较多，出口亚洲173.96万辆，同比增长19.56%，出口拉美、亚洲均价分别为566/580美元/辆，出口欧洲均价较高，24H1出口均价1165美元/辆，出口58.90万辆，同比增长24.98%。

**图12 24H1 中国摩托车整车出口情况**


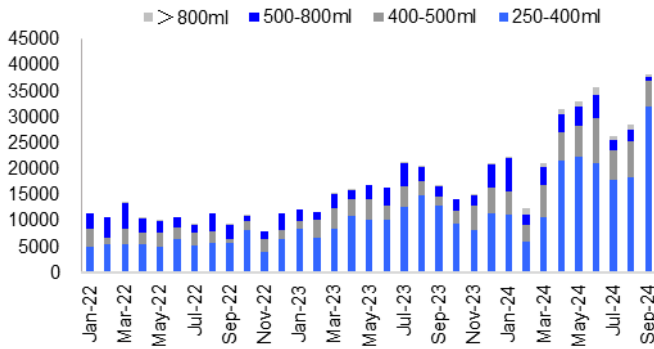
资料来源：中国摩托车商会微信公众号，海关总署，HTI

**图13 24H1 中国摩托车整车出口均价**


资料来源：中国摩托车商会微信公众号，海关总署，HTI

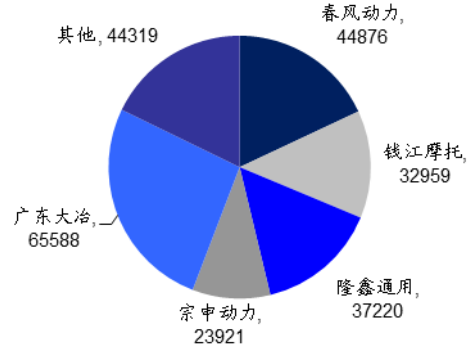
**大排量摩托车出口份额集中：**根据中国摩托车商会数据，250ml 以上排量段 24 年 Q1-3 累计出口 24.9 万辆，同比增长 68%，大排量出口 CR5 达到 82%，250-400ml 排量段出口 16.2 万辆，同比增长 67%，其中广东大冶出口 6.6 万辆，同比增长 118%。

图14 排量>250ml 二轮燃油摩托车单月出口结构（辆）



资料来源：中国摩托车商会，HTI

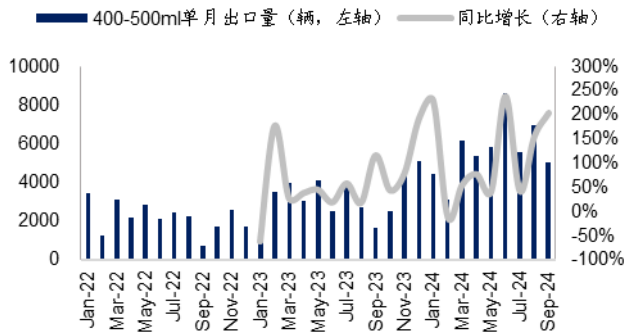
图15 排量>250ml 二轮燃油摩托车 24Q1-3 出口量（辆）



资料来源：中国摩托车商会，HTI

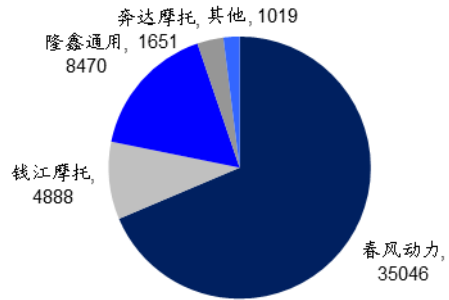
**400-500ml 排量段春风动力份额领先：**根据中国摩托车商会数据，400-500ml 排量段 24 年 Q1-3 累计出口 5.1 万辆，同比增长 91%，其中春风动力出口 3.5 万辆，同比增长 294%，隆鑫通用出口 8470 辆，同比增长 25%。

图16 排量 400-500ml 二轮燃油摩托车单月出口结构（辆）



资料来源：中国摩托车商会，HTI

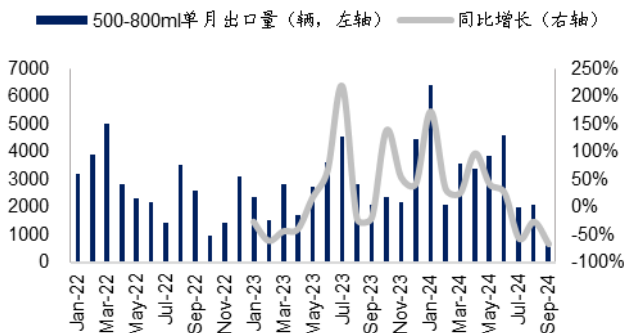
图17 排量 400-500ml 二轮燃油摩托车 24Q1-3 出口量（辆）



资料来源：中国摩托车商会，HTI

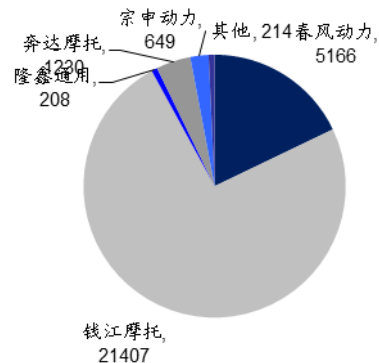
**500-800ml 排量段钱江摩托份额领先：**根据中国摩托车商会数据，500-800ml 排量段 24 年 Q1-3 累计出口 2.9 万辆，同比增长 19%，其中钱江摩托出口 2.1 万辆，同比增长 132%，春风动力出口 5166 辆。

图18 排量 500-800ml 二轮燃油摩托车单月出口结构（辆）



资料来源：中国摩托车商会，HTI

图19 排量 500-800ml 二轮燃油摩托车 24Q1-3 出口量（辆）

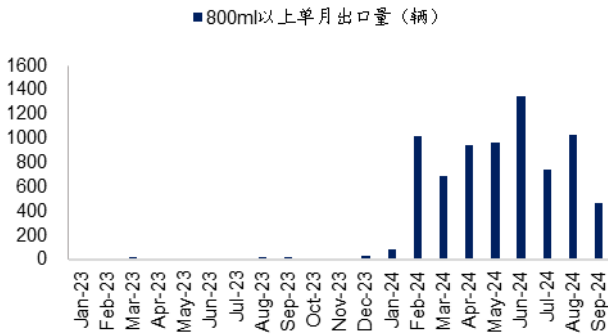


资料来源：中国摩托车商会，HTI



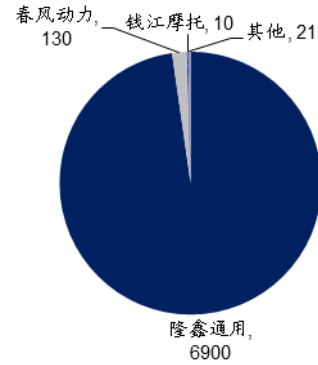
**800ml 以上排量段隆鑫通用份额领先：**根据中国摩托车商会数据，800ml 以上排量段 24 年 Q1-3 累计出口 7061 辆，24 年增长明显，其中隆鑫通用出口 6900 辆，春风动力出口 130 辆。

图20 排量 800ml 以上二轮燃油摩托车单月出口结构 (辆)



资料来源：中国摩托车商会，HTI

图21 排量 800ml 以上二轮燃油摩托车 24Q1-3 出口量 (辆)

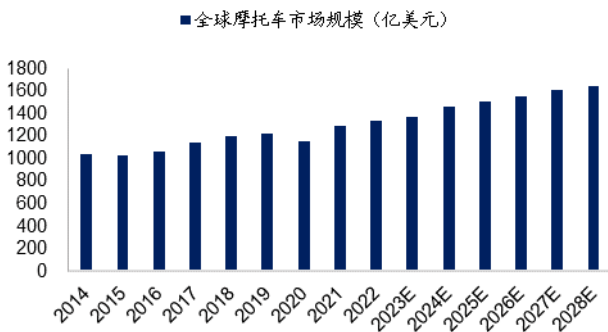


资料来源：中国摩托车商会，HTI

### 1.3 欧美国家是大排量摩托主要市场，日欧企业统治力强

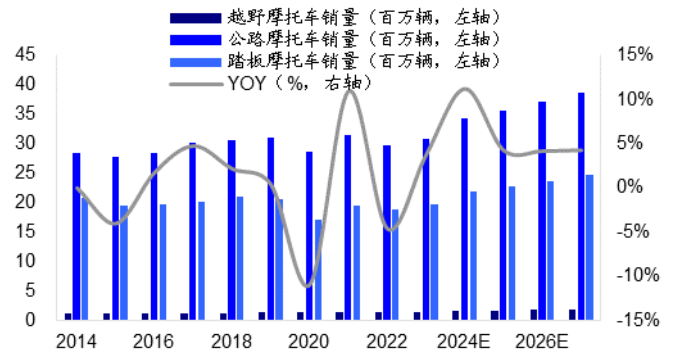
**全球摩托车需求总量较为稳定，2014 年以来，年销量保持在 5000 万辆左右：**根据 statista 数据，2022 年全球摩托车销量约为 4990 万辆，预计 2027 年可以达到 6513 万辆，年均复合增长率为 5.5%。2022 年全球摩托车销售额约为 1230 亿美元，预计 2027 年可以达到 1686 亿美元，年均复合增长率为 6.5%。

图22 全球摩托车市场金额规模



资料来源：Statista，HTI

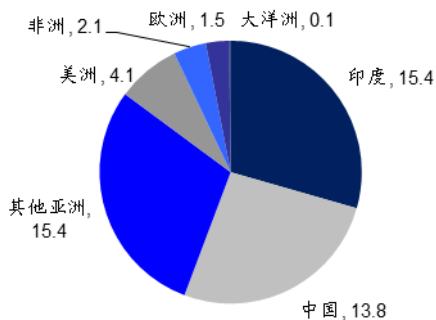
图23 全球摩托车市场销量规模



资料来源：Statista，HTI

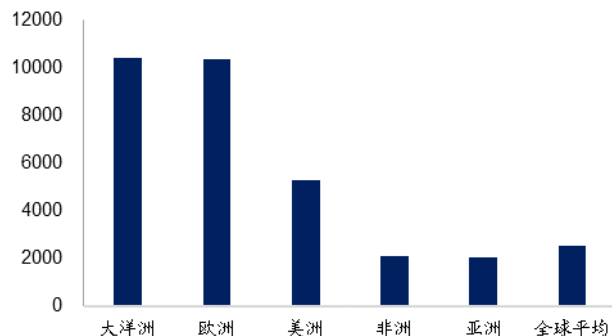
**分地区看，中国、印度和东南亚是摩托车主要的消费地区，销售量合计占比近 78%：**从地区结构来看，亚洲是摩托车主要消费市场，主要用于通勤出行。根据 statista 数据，2022 年中国、印度和东南亚摩托车销售量分别占比 31%、25%和 21%，销售额分别占比 18%、20%和 20%。欧美及日本需求总量较少，以大排量摩托车为主。从渗透率来看，东南亚地区摩托车家庭渗透率高达 75%，位居第一，远高于世界平均水平 29%。从销售均价来看，2022 年大洋洲、欧洲销售均价较高，平均超过 10000 美元/辆，美洲均价 5290 美元/辆，其中美国均价 13744 美元/辆，亚洲/非洲均价较低，分别为 2030/2110 美元/辆，低于全球平均的 2540 美元/辆。

图24 全球摩托车市场区域构成 (百万辆)



资料来源: Statista, HTI

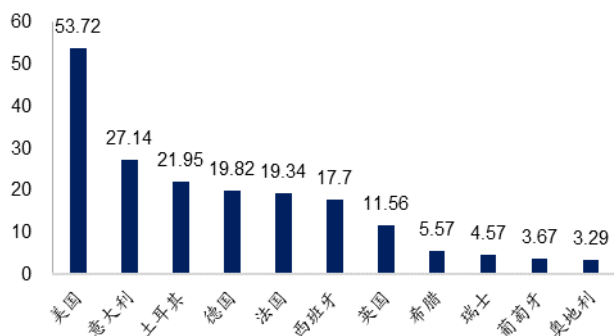
图25 全球摩托车市场区域均价 (美元/辆)



资料来源: Statista, HTI

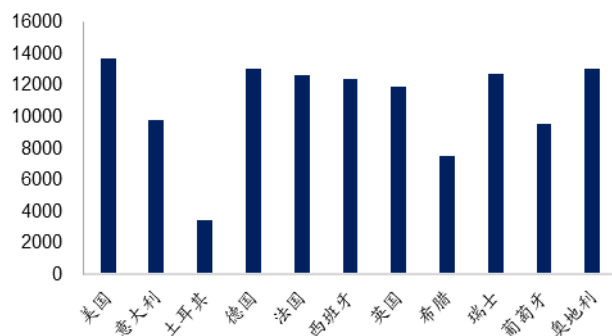
**欧美国家是大排量摩托主要市场:** 从全球市场构成看, 欧美国家销售均价较高, 以大排量为主, 美国、西欧国家均价基本在 12000-14000 美元/辆, 南欧国家均价在 7500-10000 美元/辆, 土耳其市场近年增长较快, 但排量结构较低, 基本为 250ml 及以下车型为主, 均价 3436 美元/辆。

图26 欧美摩托车市场国家构成 (万辆)



资料来源: Statista, HTI

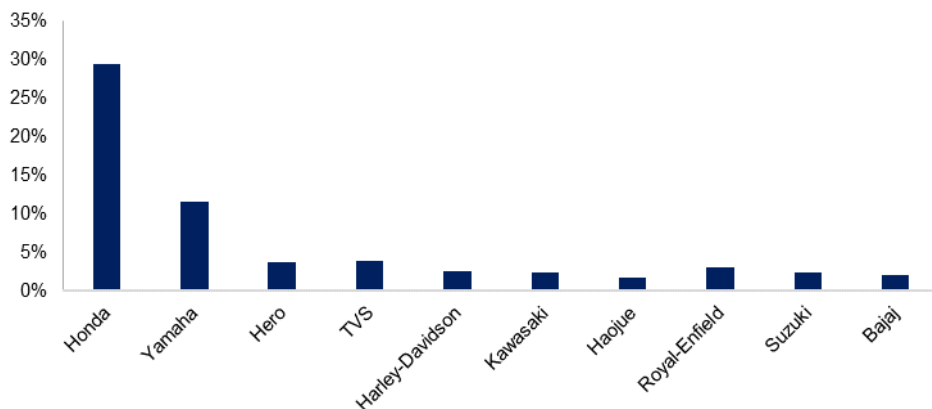
图27 欧美摩托车市场各国均价 (美元/辆)



资料来源: Statista, HTI

**日本企业主导全球市场, 欧洲企业本土份额较高:** 从品牌竞争格局来看, 2022 年本田摩托在全球市占率最高, 占据全球摩托车市场 29.5% 的份额。其次为雅马哈, 市场份额为 11.6%。TVS、英雄摩托和哈雷戴维森分列三至五位, 市占率分别为 3.9%、3.8% 和 2.6%。

图28 摩托车制造商市场占有率 (销售金额口径)

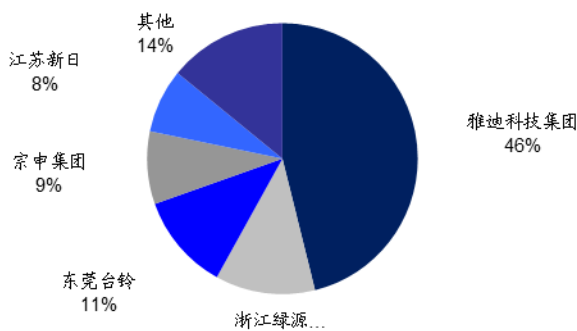


资料来源: Statista, HTI

## 2. 燃油摩托行业格局较为分散，大排量份额向国产自主品牌集中

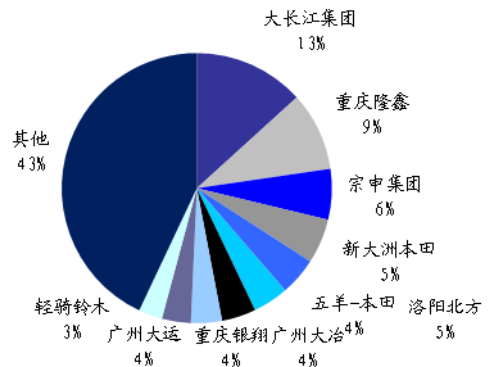
电动摩托车行业集中度高，燃油摩托车行业格局分散。2023年，电动摩托车销量481.05万辆，前十名企业（集团）为雅迪科技集团、浙江绿源、东莞市台铃车业、宗申集团、江苏新日、江苏淮海、山东巴士新能源、金翌车业、五星车辆、重庆隆鑫，分别销售221.86万辆、57.42万辆、55.42万辆、41.73万辆、36.75万辆、18.37万辆、13.22万辆、9.24万辆、6.17万辆和4.85万辆，电动摩托车CR5高达86%。燃油摩托车销量1415.13万辆，前十名企业（集团）为大长江、隆鑫、宗申、新大洲本田、洛阳北方、五羊-本田、广东大冶、重庆银翔、广州大运、轻骑铃木，分别销售187.74万辆、133.52万辆、85.54万辆、76.13万辆、63.93万辆、60.26万辆、57.88万辆、52.54万辆、49.03万辆和40.23万辆，燃油摩托车CR10为57%，行业集中度较低。

图29 2023年电动摩托车竞争格局



资料来源：中国摩托车商会公众号，HTI

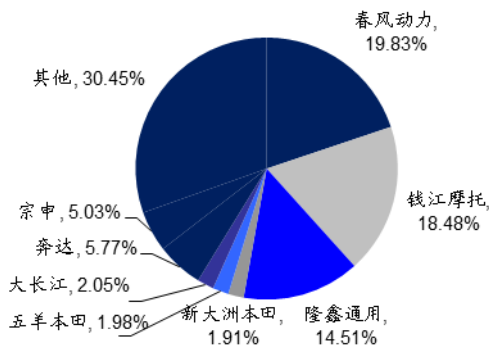
图30 2023年燃油摩托车竞争格局



资料来源：中国摩托车商会公众号，HTI

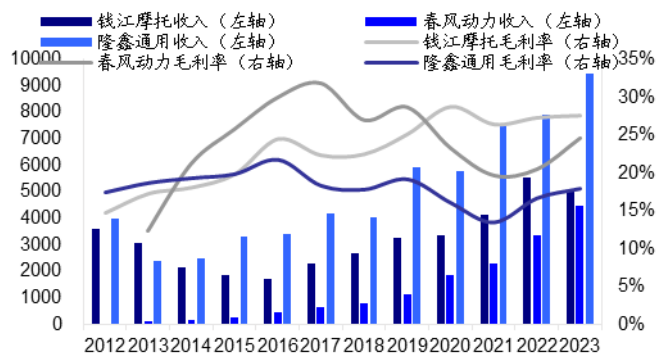
大排量国产优势凸显，份额向头部品牌集中。在大排量领域，钱江、隆鑫和春风优势明显，合计市占率超过52%，单看内销市场，CR3接近58%，此外本田（五羊、新大洲）市占率已不到7%。国内三家主要摩托车上市企业中，隆鑫通用的摩托车收入体量最大，但小排量占比较高，钱江摩托的摩托车收入16年见底后持续回升，且在成本端与排量结构上有一定优势，毛利率处于较高水平，春风动力专注于250ml及以上中大排量车型，摩托车收入规模相对较小，近年快速增长，250ml以上摩托车销量稳居行业前三。

图31 2024年Q1-3国内250ml以上大排量摩托车竞争格局



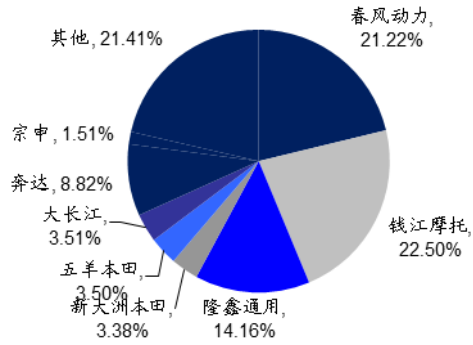
资料来源：中国摩托车商会，HTI

图32 国内主要摩托车企业摩托车业务情况（百万元）



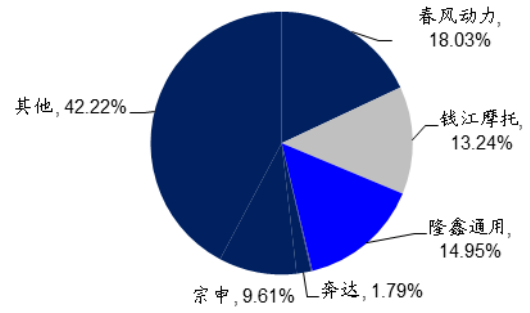
资料来源：Wind，HTI

图33 2024年 Q1-3 内销 250ml 以上大排量摩托车竞争格局



资料来源：中国摩托车商会，HTI

图34 2024年 Q1-3 出口 250ml 以上大排量摩托车竞争格局



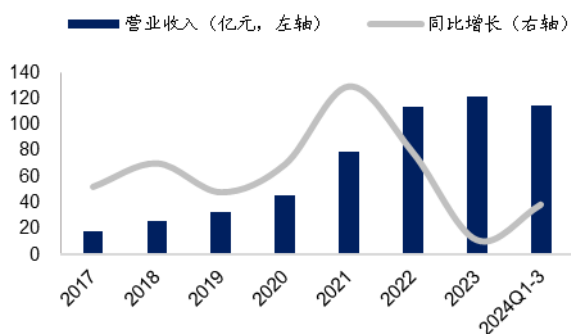
资料来源：中国摩托车商会，HTI

### 3. 国产大排量摩托车企业崛起，产品矩阵不断丰富

#### 3.1 春风动力：全地形车龙头，大排量两轮摩托持续发力

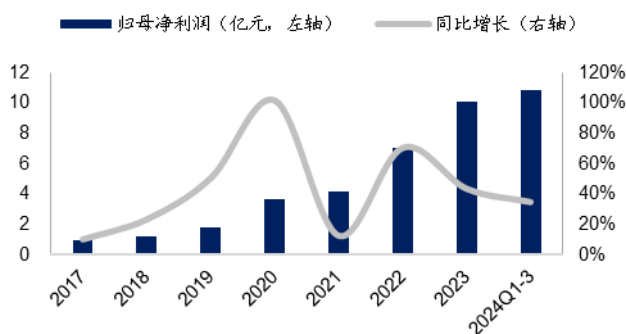
二轮车内销出口齐头并进，全地形车稳健发展。24 年前三季度公司实现收入 114.5 亿元，同比增长 22%，实现归母净利润 10.8 亿元，同比增长 35%，24 年上半年实现两轮车销量 15.4 万辆，实现收入 32.5 亿元，同比增长 42%，其中内销 6.8 万辆，收入 14.5 亿元，同比增长 38%，250ml 以上摩托车销量登顶行业第一，外销 8.6 万辆，收入 18.0 亿元，同比增长 45%，凭借出色的外观设计能力、优异的产品性能和强大的品牌营销能力，公司在海外市场不断开辟新空间。24 年上半年全地形车实现销量 8.1 万台，实现收入 35.3 亿元，同比略降 2%，在行业下行的背景下，仍保持稳健发展态势。

图35 春风动力收入及增速



资料来源：Wind, HTI

图36 春风动力归母净利润及增速

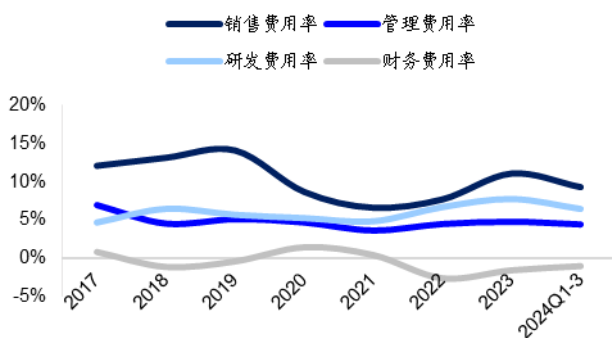


资料来源：Wind, HTI

国内产能逐步丰富，海外属地化布局持续推进。23 年公司积极推进全球化产能布局，在中国、泰国和墨西哥均建立了生产基地，墨西哥属地化项目完成一期建设投产，以“属地化”策略快速响应客户需求，此外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，重庆基地建设也在推进，目标打造集信息化、柔性化、自动化于一体的智能制造基地。

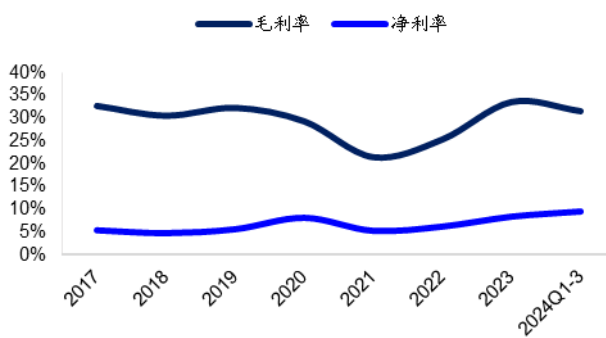
加大北美市场开拓，优化国内新业务渠道。公司在海外市场持续扩张门店，23 年拥有零售网点超 4000 家，覆盖 100 多个国家和地区，并在美国成立子公司以深化市场拓展。在国内拥有超 700 家经销商，直辖市和省会城市实现 100% 全覆盖，实施“CFMOTO”、“KTMR2R”及“ZEEHO”渠道直营模式，其中“CFMOTO”网点超 500 家，“KTMR2R”网点 35 家，“ZEEHO”网点 190 余家。我们预计随着渠道布局不断完善，公司市场份额有望持续提升。

图37 春风动力期间费用率



资料来源：Wind, HTI

图38 春风动力毛利率及净利率



资料来源：Wind, HTI

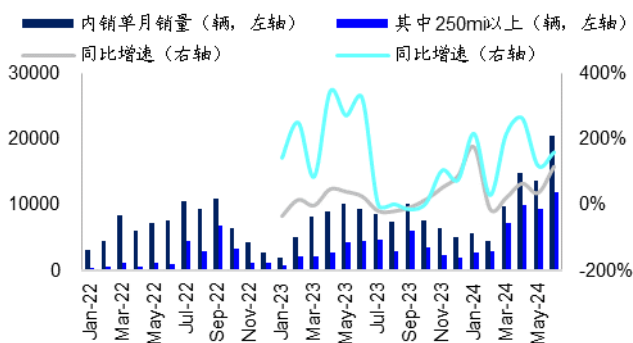
**加大研发投入,创新引领增长。**24 上半年公司研发投入 4.58 亿元,同比增长 21.37%,在产品上,完成了 CFORCE 1000 TOURING、CFORCE 520L、ZFORCE 950 SPORT 等四轮车研发创新,实现大功率、大排量技术的迭代升级,上市了 250CLC、450CLC 单座、450MT 等二轮车新品,450CC 超级平台在国内外市场影响力比肩国际头部品牌,此外公司也在持续优化动力平台、智能平台、电器平台和工业设计平台等研发技术路线,并从设计源头出发,深入研究选材和结构设计,通过持续的结构创新和技术优化,既保证了产品的极致运动体验,又实现对车辆成本的精准控制。

图39 春风动力产品矩阵



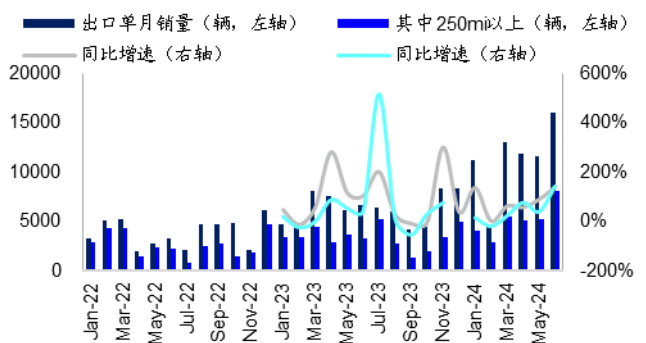
资料来源: 春风动力官网, HTI

图40 春风动力内销单月销量



资料来源: 中国摩托车商会, HTI

图41 春风动力出口单月销量



资料来源: 中国摩托车商会, HTI

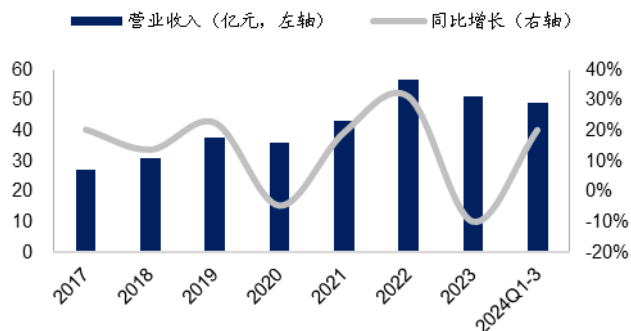
**风险提示:** 新车研发及推出进度不及预期, 新车销量表现不及预期, 原材料成本大幅波动。



### 3.2 钱江摩托：大排量摩托车销量冠军，逐步聚焦主业

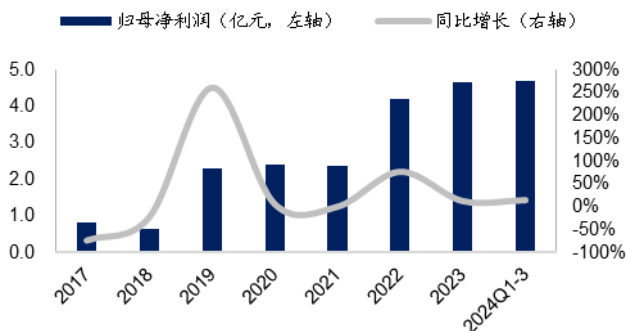
大排量内销恢复，出口表现亮眼。24 年前三季度公司实现收入 49.2 亿元，同比增长 20%，实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 14%，24 年上半年公司累计销售 23.10 万辆摩托车，同比增长 8.20%，其中 250cc 及以上大排量摩托车销量 9.56 万辆，同比增长 17.99%，内销大排量同比增长 7.71% 至 6.11 万辆，出口大排量 3.48 万辆，同比增长 42.77%，大排量内销有所恢复，出口表现亮眼。

图42 钱江摩托收入及增速



资料来源：Wind, HTI

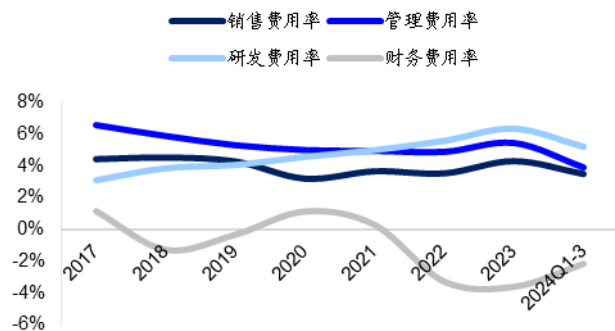
图43 钱江摩托归母净利润及增速



资料来源：Wind, HTI

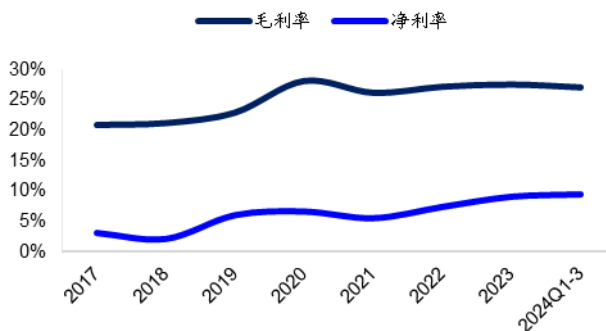
出口业务毛利率明显提升，净利率改善。24 年上半年公司毛利率 28.00%，同比提升 1.59pct，出口收入占比提升 14.06pct 至 47.72%，国内/出口毛利率同比分别提升 0.95/2.03pct 至 27.05%/29.05%。期间费用率方面，销售费用率同比提升 0.03pct 至 3.54%，管理费用率同比下降 1.01pct 至 3.75%，研发费用率同比下降 0.46pct 至 5.31%，财务费用率同比提升 1.99pct 至 -2.56%，汇兑收益同比减少 0.55 亿元，综合影响下，公司净利率同比提升 1.34pct 至 10.77%。

图44 钱江摩托期间费用率



资料来源：Wind, HTI

图45 钱江摩托毛利率及净利率



资料来源：Wind, HTI

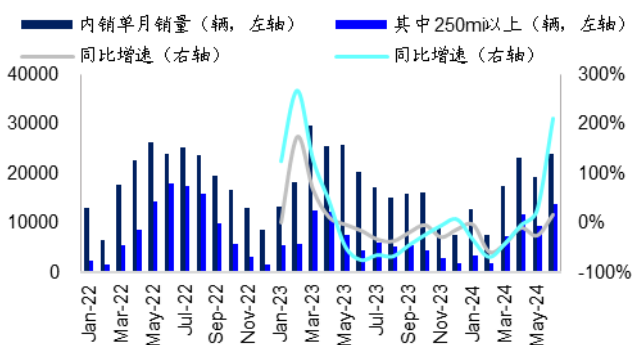
出口业务表现亮眼，自主品牌出海进展顺利。24 年上半年公司出口收入 15.56 亿元，同比增长 59.58%，出口摩托车 12.60 万辆，同比增长 54.44%，250cc 及以上排量及小排量产品均获得较好增长。在产品上，公司通过多年沉淀，具备全面的车型平台和产品品类，对市场具备快速适应能力，在渠道上，公司在美国、意大利、印尼建立子公司，通过自建及合作等方式，在 130 多个国家和地区拓开市场，并推动品牌出海战略，在各区域推动 QJMOTOR 品牌渠道建设，目前已在超过 50 个国家建立 QJMOTOR 直接出口渠道，进一步增强了海外运营能力。

图46 钱江摩托产品矩阵

踏板	鸿125 鸿150 鸿150ADV	鸿250 鸿250ADV	鸿350 GT					
复古	幼狮150	幼狮Bob252		幼狮Bob402	逸550 幼狮500			幼狮800
探险					TRK552X	骁600 骁650	骁700S TRK702	骁800
仿赛	赛150	赛250	赛350 飓风302R	赛450 赛400 飓风402R	赛550S 飓风552R	赛600		赛800 赛921
街车	追150 TNT125 TNT150i 150S	TNT25	追350 302S		追550 502C	追600 TNT600i		TNT899 902S
巡航	闪150	闪250V	闪350 闪300 闪300 AMT	闪400	闪500+	闪600	闪700	
复古踏板	迪诺 阳光迪诺 阳光壹米							
	≤150cc	250cc	300cc	400cc	500cc	600cc	700cc	≥800cc

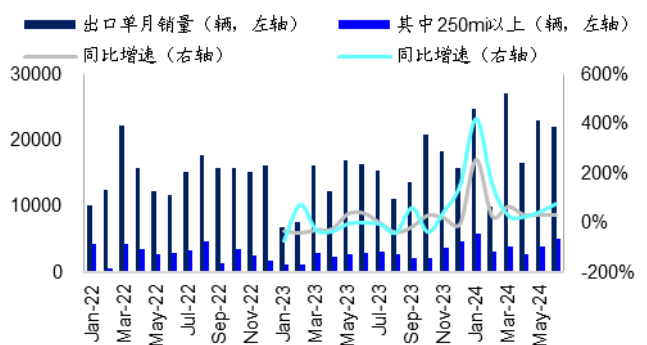
资料来源：钱江摩托官网，HTI

图47 钱江摩托内销单月销量



资料来源：中国摩托车商会，HTI

图48 钱江摩托出口单月销量



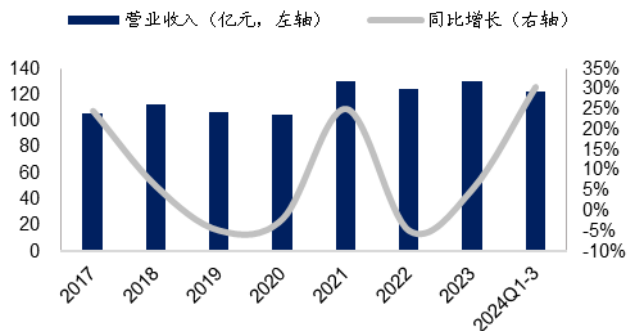
资料来源：中国摩托车商会，HTI

**风险提示：**新车研发及推出进度不及预期，新车销量表现不及预期，原材料成本大幅波动。

### 3.3 隆鑫通用：摩托车出口龙头，宝马代工积攒实力

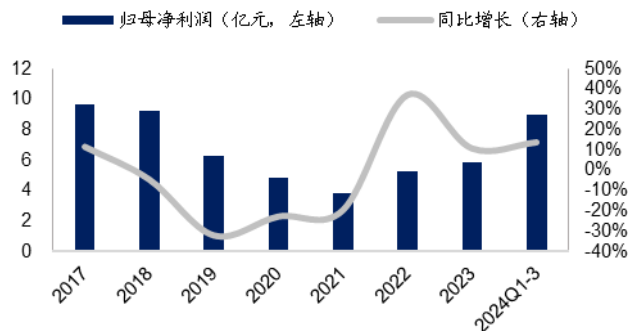
摩托车业务快速增长，通机业务收入降幅收窄。24年前三季度公司实现收入122.2亿元，同比增长30%，实现归母净利润9.0亿元，同比增长14%，24年上半年摩托车业务收入59.06亿元，同比增长42.51%，通机业务收入14.30亿元，同比下滑3.20%，降幅进一步收窄。

图49 隆鑫通用收入及增速



资料来源：Wind, HTI

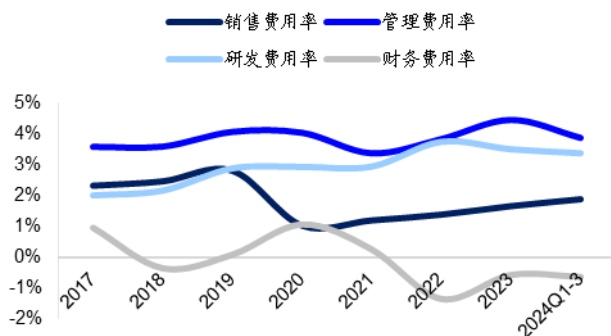
图50 隆鑫通用归母净利润及增速



资料来源：Wind, HTI

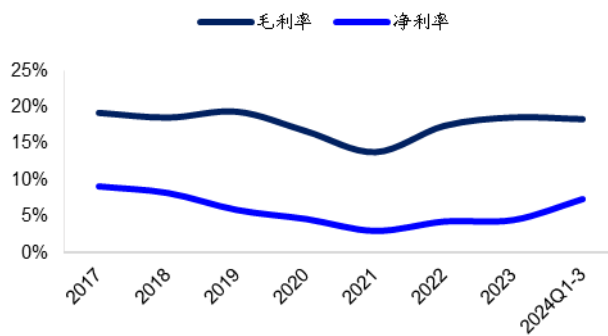
**摩托车业务驱动毛利率提升，净利率略有回落。**24年上半年公司毛利率18.68%，同比提升0.28pct，其中摩托车业务毛利率18.65%，较23年全年提升0.80pct。期间费用率方面，销售费用率同比提升0.45pct至1.90%，主要由于广告及宣传费增加，管理费用率同比下降0.33pct至3.89%，研发费用率同比下降0.05pct至3.21%，财务费用率同比下降0.23pct至-1.05%。此外证券投资公允价值变动导致公允价值变动损失2429万元，综合影响下，公司净利率同比下降0.59pct至7.54%。

图51 隆鑫通用期间费用率



资料来源：Wind, HTI

图52 隆鑫通用毛利率及净利率



资料来源：Wind, HTI

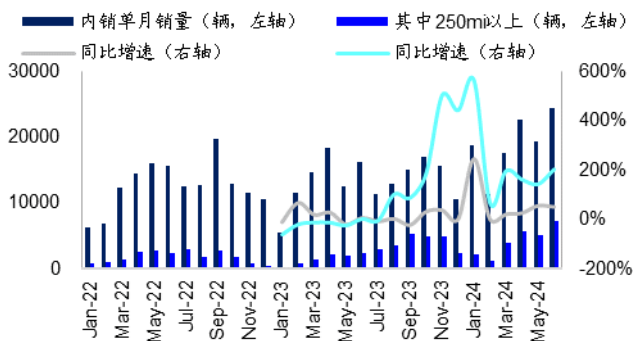
**无极系列产品矩阵逐步完善，收入高速增长。**公司24年上半年摩托车业务收入59.06亿元，同比增长42.51%，其中整车业务收入47.64亿元，同比增长55.47%，高端品牌无极收入增长132.08%至15.20亿元，且内外销均实现快速增长，内销增长169%至8.71亿元，外销增长96%至6.49亿元。24年上半年CU525、SR250GT、DS525X三款爆品的市场景气度延续，DS900X获得欧洲市场高度认可，帮助公司在800cc以上排量段摩托车出口销量行业占比超过90%，8月7日公司发布首款搭载V型双缸动力的复古巡航机车CU250，后续搭载自研直列四缸动力的仿赛车型RR660S也将发布，我们预计随着公司产品矩阵持续丰富，无极品牌市场竞争力有望增强。

图53 隆鑫通用产品矩阵



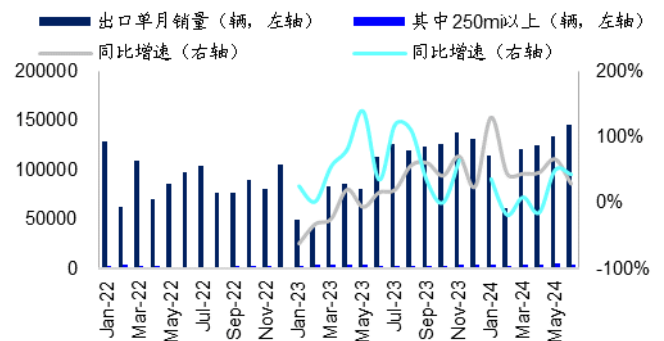
资料来源：隆鑫通用官网，HTI

图54 隆鑫通用内销单月销量



资料来源：中国摩托车商会，HTI

图55 隆鑫通用出口单月销量



资料来源：中国摩托车商会，HTI

**风险提示：**新车研发及推出进度不及预期，新车销量表现不及预期，原材料成本大幅波动。

#### 4. 风险提示

原材料成本大幅波动，新车研发及推出进度不及预期，新车销量表现不及预期。

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

High demand for leisure boosts large-displacement motorcycle penetration. In 2023, China's motorcycle sales reached 19.42 million units, with fuel motorcycles at 14.17 million units, a 3% YoY increase. Sales of motorcycles over 250ml were 525,400 units, slightly down due to weak domestic consumption, expected to rebound in 2024. Q1-3 sales were 573,000 units, up 40% YoY. In H1 2024, motorcycles over 250ml accounted for 4.51% of two-wheel fuel motorcycles, up 0.84 percentage points from H1 2023, highlighting the potential of the mid-to-large displacement market focused on sports, leisure, and entertainment.

Exports to Latin America increased significantly, with higher average prices in Europe. In H1 2024, China exported 6.63 million motorcycles, up 23.60% YoY, with 2.55 million units to Latin America, up 40.76%, contributing significantly to growth. Exports to Asia were 1.74 million units, up 19.56%. Average export prices to Latin America and Asia were 566/580 USD per unit, while Europe had a higher average of 1165 USD per unit. Exports were 589,000 units, up 24.98% YoY.

Regionally, China, India, and Southeast Asia are major markets, accounting for nearly 78% of sales. In 2022, sales volumes in China, India, and Southeast Asia were 31%, 25%, and 21%, respectively, with sales values at 18%, 20%, and 20%. Demand in Europe, America, and Japan is lower, focusing on large-displacement motorcycles. Southeast Asia's household penetration rate is 75%, leading globally, far above the 29% average. In 2022, Oceania and Europe had high average sales prices, exceeding 10,000 USD per unit, while America averaged 5,290 USD, with the USA at 13,744 USD. Asia/Africa had lower averages at 2,030/2,110 USD, below the global average of 2,540 USD.

Europe and America are key markets for large-displacement motorcycles, dominated by Japanese and European brands. In these regions, average sales prices range from 12,000-14,000 USD in the USA and Western Europe, and 7,500-10,000 USD in Southern Europe. Turkey's market is growing but focuses on models 250ml and below, averaging 3,436 USD. In 2022, Honda led with a 29.5% global market share, followed by Yamaha at 11.6%. TVS, Hero, and Harley-Davidson ranked third to fifth, with market shares of 3.9%, 3.8%, and 2.6%.

Large-displacement motorcycle market share is concentrated among top brands. In Q1-3 2024, exports of motorcycles over 250ml totaled 249,000 units, up 68% YoY. Zhejiang Cfmoto Power (20%), Zhejiang Qjiang Motorcycle (18%), and Loncin Motor (15%) held over half the market share. Domestically, Zhejiang Cfmoto Power (21%), Zhejiang Qjiang Motorcycle (22%), and Loncin Motor (14%) showed strong dominance.

Risk Warning: Significant fluctuations in raw material costs, slower than expected new model development and launch, weaker than expected new vehicle sales performance.



## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL), Haitong Securities India Private Limited (HSIPL), Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，郭庆龙，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Qinglong Guo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，周梦轩，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Mengxuan Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

### 评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

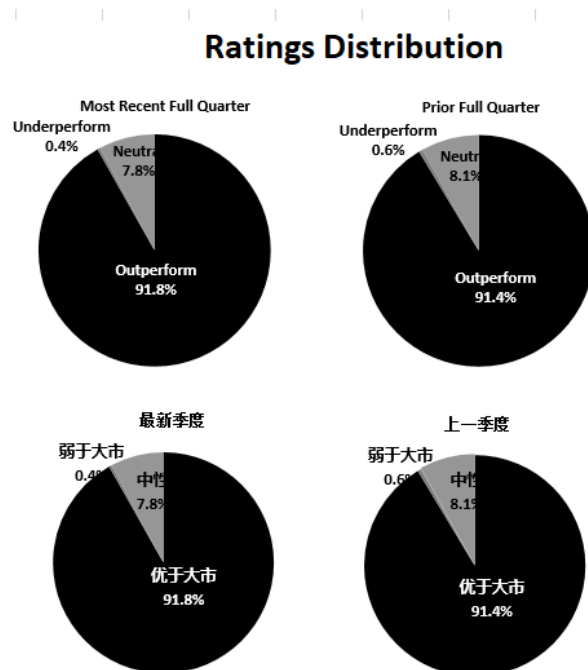
**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

### 评级分布 Rating Distribution



ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

#### 截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong

Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程,并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前,请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

## 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责

任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及其关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：** 海通国际证券股份有限公司 ("HTISCL") 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称 "SFO") 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的 "专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年 "美国证券交易法" 第 15a-6 条规定的豁免注册的 "美国主要机构投资者" ("Major U.S. Institutional Investor") 和 "机构投资者" ("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：



Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non-U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315  
电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")第 61(1)条,第 17-11(1)条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项：**本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项：**Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称：Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号：INH000002590

地址：1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话：+91 22 43156800 传真：+91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人：Prasanna Chandwaskar；电话：+91 22 43156803；电子邮箱：[prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People’s Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEA") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEA Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong



---

International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---