



联合研究 | 公司深度 | 春风动力 (603129.SH)

春风动力：全球加速，高端延展

报告要点

公司以全地形车为核心业务，受益于全球行业“量稳价增、结构升级”趋势，UTV&SSV 占比持续提升，同时公司同排量产品性价比显著优于国际品牌，叠加全球渠道持续完善，有望持续抢占市场份额。摩托车业务聚焦中大排量升级，欧美市场以中大排为主，中国市场中大排渗透率快速提升，公司产品矩阵覆盖 125cc-1250cc 的全排量并且性价比优势突出，有望在分散竞争格局中实现份额突破。纯电两轮车领域，极核品牌以智能化创新和高端产品矩阵切入市场，契合消费者对“智能+便捷”的升级需求，有望成为公司第二增长曲线。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101

春风动力 (603129.SH)

春风动力：全球加速，高端延展

公司概况：全地形车及中大排摩托车龙头，积极布局欧美市场

公司从配件制造起步，历经从配件生产至整车制造的关键转型，已成为摩托车及全地形车领域的龙头企业，同时通过推出纯电动品牌极核、深化国际合作及海外建厂，加速全球化与高端化进程。业务结构以全地形车为核心，其营收占比超 50%，摩托车业务排量持续升级，产品矩阵逐渐丰富。分区域来看，欧美地区营收占比超过 60%，全球化战略成效显著。电动化领域，极核品牌以智能化与多元产品矩阵切入高端市场，有望打开第二增长曲线。

全地形车：行业量稳价增结构升级，公司深耕技术铸就优势

全球全地形车行业呈现“规模趋稳、结构升级”趋势，2024 年 UTV&SSV 销量占比达 65%，主要需求来自北美，北美市场贡献全球 84% 的 ORV 零售量。春风动力实现核心技术自主研发，发动机性能领先国内平均水平。产品端，公司全地形车同排量动力性能与北极星、庞巴迪差距较小，但性价比优势显著。渠道端，公司全球零售网点从 2017 年 1900 个增至 2024 年 5000 个，叠加中国全地形车出口均价上行趋势，公司有望通过产品结构优化与产品均价提升，持续打开增长空间。

摩托车：大排量摩托车快速增长，产品力与性价比优势突出

全球摩托车市场规模预计稳步增长，行业格局较为分散，日系品牌领先。欧美市场中大排量车型为主流，市场均价高，竞争格局分散，美国市场对本土品牌接受程度较高。国内市场正从工具型向玩乐型转变，中大排量渗透率不断提升，出口成为重要增长动力，市场竞争多元化，集中度有所下降。春风动力在产品端，排量、价格、款式覆盖全面且持续推新；品牌端，与 KTM 合资并作为国宾护卫车生产商提升影响力；同时，公司积极布局欧美市场，相较于全球龙头本田、雅马哈性价比优势突出。综合来看，春风动力有望在全球摩托车市场实现份额增长。

纯电两轮车：极核超前智能化布局，打造第二增长曲线

行业端，智能化已成为推动行业需求升级和企业提价的核心因素。消费者需求从基础性能向“智能”“便捷”等多元高端方向转变。在此背景下，极核品牌通过多维度智能化创新，在用户体验、车辆管理、车辆健康保障等方面建立优势，同时极核构建了覆盖高端电摩到高端电自的丰富产品矩阵，有望凭借智能化创新与丰富的产品矩阵，快速打开市场。

投资建议：全球化布局，拓展高端市场

春风动力全地形车产品性能优异，产品性价比较高且渠道持续完善，有望在行业结构性升级的背景下，实现份额持续增长。摩托车行业全球规模稳定增长，春风动力积极布局欧美市场，中大排摩托车产品矩阵完善，品牌影响力强且性价比优势突出，在当前全球竞争格局较为分散的背景下，春风动力有望实现全球份额突破。纯电两轮车领域，极核品牌智能化布局超前，面对高端市场新势力领先、智能化驱动升级的格局，有望凭借智能化创新与丰富产品矩阵打开市场，为春风动力打造第二增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别达到 17.46、21.82、26.77 亿元，对应公司 PE 分别为 18.98、15.19、12.38 倍，给予“买入”评级。

风险提示

1、行业竞争加剧；2、海外渠道开拓不及预期；3、新品研发节奏不及预期；4、外部需求环境变化使得增速回落；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	217.21
总股本(万股)	15,258
流通A股/B股(万股)	15,258/0
每股净资产(元)	44.17
近12月最高/最低价(元)	242.20/123.82

注：股价为 2025 年 7 月 24 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司概况：全地形车及中大排摩托车龙头，积极布局欧美市场	6
全地形车：行业量稳价增结构升级，公司深耕技术铸就优势	8
行业：规模趋稳结构升级，需求集中北美市场.....	8
公司：研发实力雄厚，性价比优势突出	10
摩托车：大排量摩托车快速增长，产品力与性价比优势突出	15
欧美：中大排量摩托车成为主流，竞争格局较为分散.....	15
国内：中大排渗透率持续提升，出海贡献重要增量	17
公司：积极布局欧美市场，中大排产品矩阵完善，	20
纯电两轮车：极核超前智能化布局，打造第二增长曲线	23
行业：高端化趋势确定，新势力品牌突围.....	23
公司：多维度产品创新，有望快速打开市场	24
投资建议：坚持全球化布局，四轮与两轮共同驱动成长	26
风险提示.....	27

图表目录

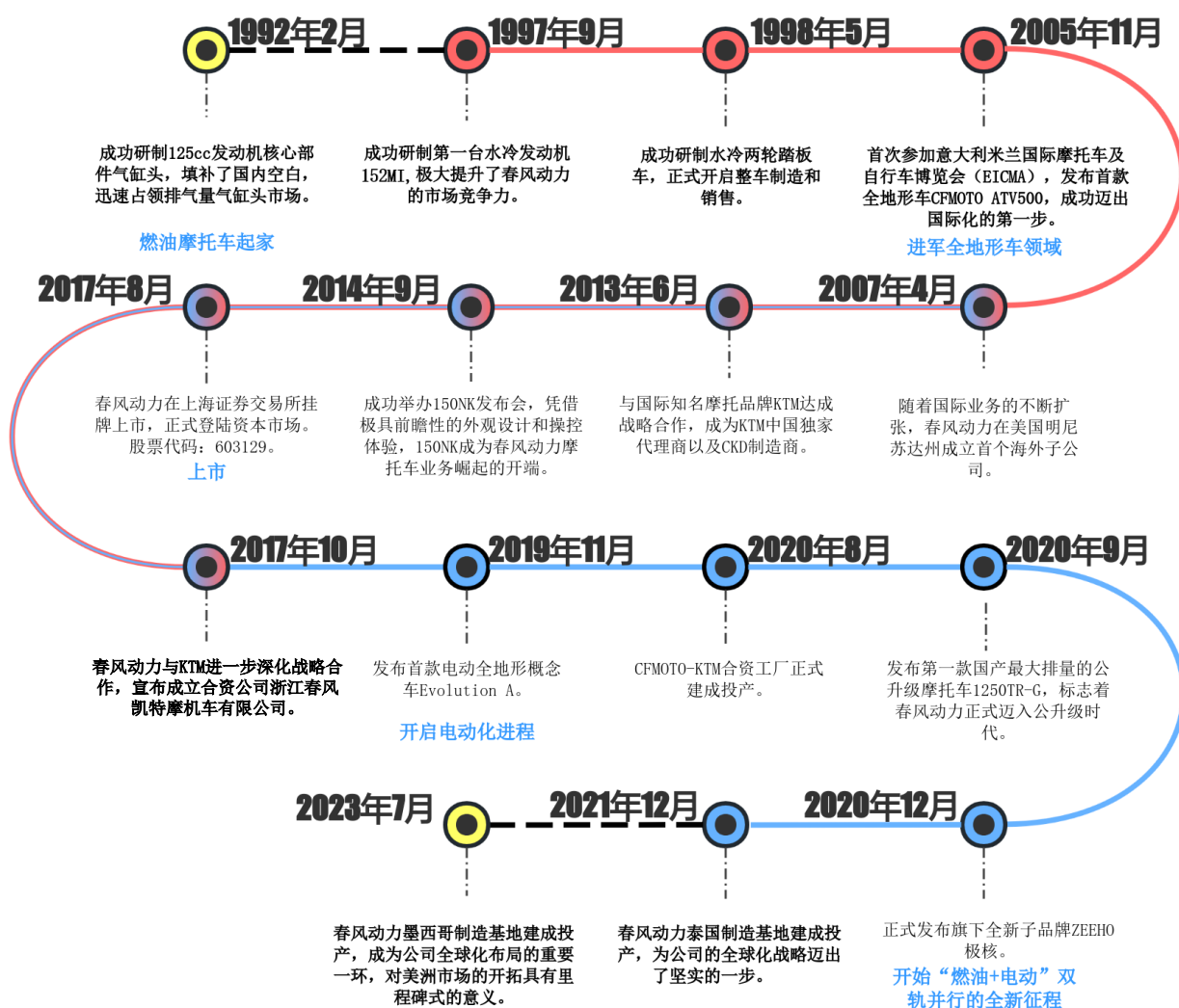
图 1：春风动力发展历程	6
图 2：2016-2024 年公司营业收入复合年增长率（CAGR）为 34.54%	7
图 3：公司归母净利润连续 8 年稳步增长	7
图 4：全地形车营业收入占比超 45%	7
图 5：2024 年欧美地区营业收入占比 56%	7
图 6：四轮车和两轮车销售量稳步提升	8
图 7：四轮车单车 ASP 自 2021 年呈上升态势（元）	8
图 8：全地形车相对于摩托车毛利率更高.....	8
图 9：盈利能力持续修复	8
图 10：ATV、UTV、SSV 差异对比	9
图 11：全球全地形车销售量中 UTV&SSV 占比显著提升.....	10
图 12：全球全地形车主要需求集中在北美.....	10
图 13：公司连续多年出口金额排名第一	10
图 14：2018 年全球全地形车竞争格局	10
图 15：2021 年北极星经销商库存处于低位	11
图 16：春风动力全地形车全球市占率	11
图 17：春风动力实现全地形车核心技术/部件自研.....	11
图 18：公司发动机以及车架技术领先于国内行业水平.....	11
图 19：2017-2024 年研发费用持续增长	12
图 20：专利成果丰富	12
图 21：春风动力产品性价比较高，多项配置追平头部品牌	13
图 22：中国全地形车出口均价（美元/辆）	14

图 23: 公司海外售后服务体系	14
图 24: 公司品牌全球零售网点以及国内经销商数量	14
图 25: 摩托车全球销售额 (亿美元)	15
图 26: 摩托车全球销售量 (百万辆)	15
图 27: 2023 年全球市场竞争格局 (销售额口径)	15
图 28: 2023 年全球市场竞争格局 (销售量口径)	16
图 29: 2016 年欧盟地区大排量摩托车 (大于 500cc) 占比近 60% (销量口径)	16
图 30: 2019 年美国大排量摩托车 (大于 500cc) 占比超过 90% (销量口径)	16
图 31: 2023 年美国摩托车均价达 13.82 千美元/辆	17
图 32: 2023 年欧洲市场摩托车竞争格局 (销量口径)	17
图 33: 2024 年美国市场摩托车竞争格局 (销量口径)	17
图 34: 中国中大排 (排量 > 250cc) 摩托车渗透率持续提升	18
图 35: 2019-2024 年我国大排量摩托车销售情况	18
图 36: 2024 年我国大排量摩托车出口量达 35.9 万辆	19
图 37: 2024 年大排量摩托车出口量渗透率达 3.3%	19
图 38: 2017-2022 年 1 月四家企业 250cc 以上排量销量市占率	20
图 39: 2023 年 1-12 月中国燃油摩托车生产企业 (集团) 销量 TOP10 分布情况 (单位: 万辆)	20
图 40: 春风动力中国官网产品矩阵	21
图 41: 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	21
图 42: 春风动力国宾车产品矩阵	22
图 43: 春风动力为国宾车提供商	22
图 44: 春风动力与全球龙头在美国燃油摩托车产品对比	22
图 45: 新势力品牌在高价格带较为领先	23
图 46: 雅迪全价格带表现较为出色	23
图 47: 极核产品智能化功能丰富	25
图 48: 极核品牌产品矩阵逐渐丰富	26
表 1: 2024 版电动自行车新国标与 2018 版电动自行车新国标差异梳理	18
表 2: 2019-2023 年线上平台电动两轮车分价格段销量占比 (价格单位: 元)	23

公司概况：全地形车及中大排摩托车龙头，积极布局欧美市场

春风动力作为国内领先的娱乐休闲动力设备制造商，自 1989 年成立以来，历经从摩托车配件研发制造向整车生产的战略转型，逐步确立在摩托车及全地形车领域的市场优势地位。2017 年浙江春风动力股份有限公司成功登陆资本市场，公司加速推进国际化与高端化战略。在产品结构方面，公司于 2020 年 12 月推出新能源品牌 ZEEHO（极核）及首款概念车 Cyber Concept，正式布局电动两轮车市场，并于 2022 年通过 AE8 等电动摩托车产品推动品牌高端化进程。在市场布局层面，春风动力通过深化与国际品牌合作，巩固其市场竞争力，例如与 KTM 建立战略伙伴关系并成为其中国独家代理商；公司分别于 2022 年和 2023 年在泰国、墨西哥设立生产基地，持续完善全球供应链体系，加速全球化布局。

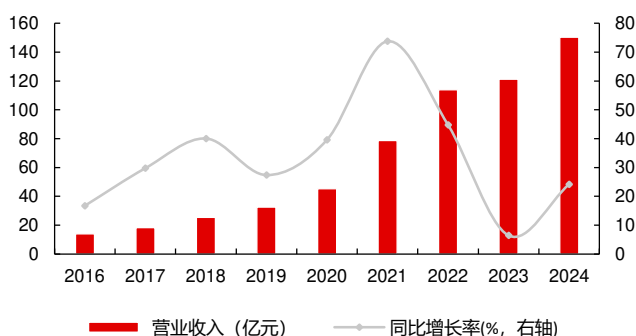
图 1：春风动力发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

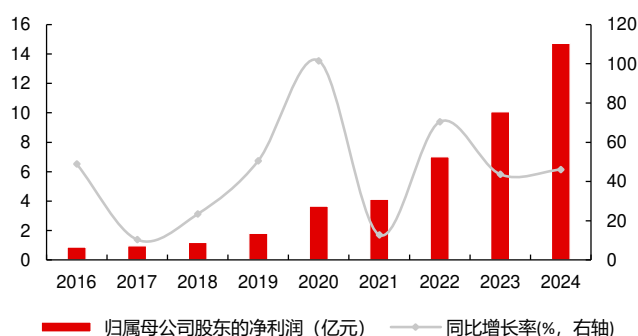
公司营业收入与净利润保持稳健增长态势。收入端，春风动力自 2016 年以来，通过稳健推进全球化布局和积极拓展新市场，不断推出高性能、高附加值的产品，丰富产品矩阵，实现了营业收入的持续增长。2016-2024 年，公司营业收入复合年增长率 (CAGR) 为 34.54%，从十亿量级提升至百亿规模，增长态势良好。利润端，2016 年以来，春风动力已连续 8 年实现净利润稳步提升，尽管 2021 年净利润增长放缓，主要系受海运费增加、美国加征关税等多重负面因素导致。2022-2024 年受益于产品结构升级、海运费价格回落，净利润恢复性增长。

图 2：2016-2024 年公司营业收入复合年增长率 (CAGR) 为 34.54%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

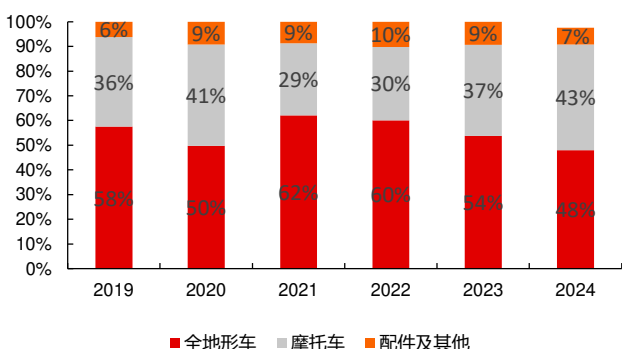
图 3：公司归母净利润连续 8 年稳步增长



资料来源：iFinD，长江证券研究所

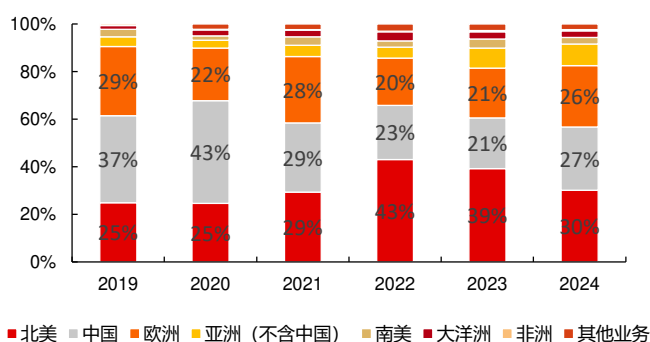
欧美地区为主，四轮车为公司核心产品。从产品构成来看，2024 年全地形车业务在营业收入中占比超过 45%，是公司主要收入来源，或得益于公司产品较高的性价比，春风动力四轮车销售连续多年出口金额排名第一，欧洲市场市占率第一。摩托车业务收入占比持续提升，2024 年占比为 43%，产品结构持续升级。从地区营收结构来看，海外市场是重要收入支撑，2024 年欧美地区营业收入占比达 56%，其中北美占 30%，欧洲占 26%，中国市场营收占比呈下降趋势，2019 年为 37%，2024 年降至 27%，或由于春风动力在海外市场尤其是欧美地区的市场开拓成效显著，全球化布局战略取得一定成果。

图 4：全地形车营业收入占比超 45%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 5：2024 年欧美地区营业收入占比 56%

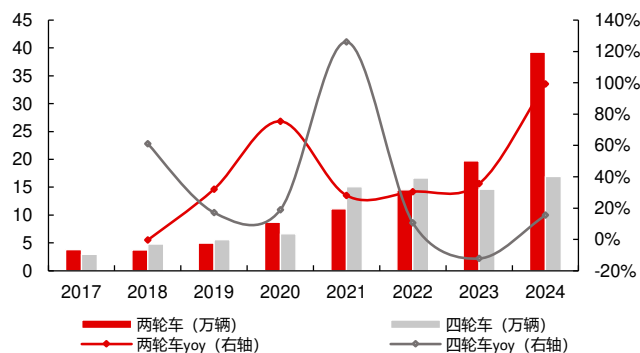


资料来源：iFinD，长江证券研究所

2017-2022 年两轮车与四轮车业务呈现出销量稳步增长。从销量表现来看，2017-2022 年期间，春风动力的两轮车和四轮车销售量均呈稳步提升趋势。四轮车销量同样呈现增长态势，但 2023 年出现小幅回落。从单车平均售价 (ASP) 情况来看，四轮车单车 ASP

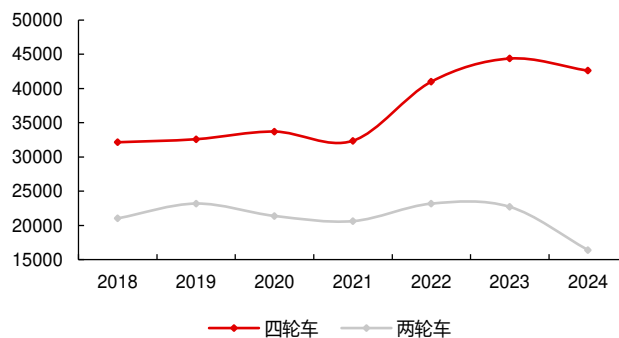
近两年显著提升，2021-2022 年间从约 32000 元提升至约 42000 元，相比之下，两轮车单车 ASP 相对稳定，2024 年两轮车单车 ASP 出现下滑主要系子品牌极核 2024 年销量 10.60 万辆，销售收入 3.97 亿元，同比增长 414.15%，而纯电两轮车均价低于摩托车。

图 6：四轮车和两轮车销售量稳步提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

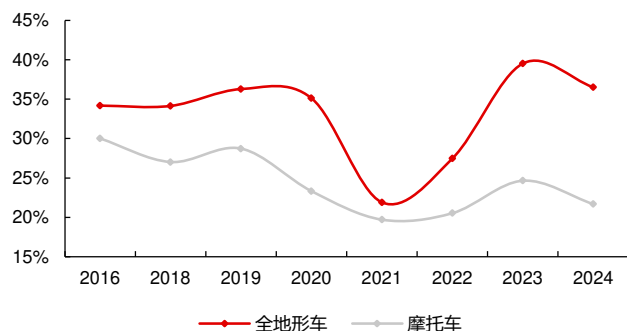
图 7：四轮车单车 ASP 自 2021 年呈上升态势（元）



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

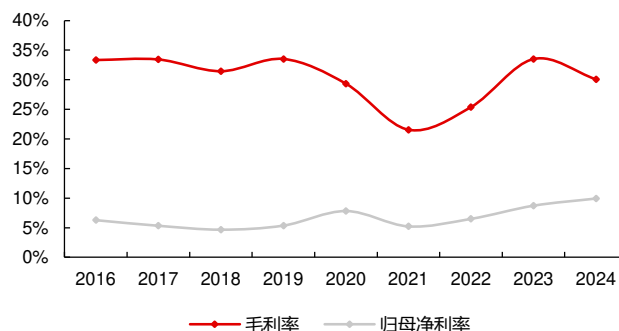
春风动力盈利能力整体呈现向好趋势。从业务毛利率看，全地形车相对于摩托车毛利率更高。2023 年全地形车业务毛利率接近 40%，相比之下，摩托车毛利率相对较低，2021 年降至约 20%，2023 年回升至 25%左右。从公司整体盈利指标看，2024 年毛利率受产品结构影响小幅回落，归母净利率自 2021 年起持续修复，目前已回到正常水平。

图 8：全地形车相对于摩托车毛利率更高



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 9：盈利能力持续修复



资料来源：iFinD，长江证券研究所

全地形车：行业量稳价增结构升级，公司深耕技术铸就优势

行业：规模趋稳结构升级，需求集中北美市场

全地形车主要可以分为 ATV、UTV 以及 SSV，UTV 与 SSV 相较于 ATV 安全性更高。从外形上看，ATV 没有顶棚、没有防滚架，以小巧轻便为特点，安全性相对一般；UTV 是 ATV 更趋向于汽车的衍生品，一般有顶，使用方向盘、油门、踏板操控；SSV 主要

定位于高性能全地形车，一般拥有更为激进的外观、更大的引擎排量、更先进的避震，以及赛用四点式安全带等配置。

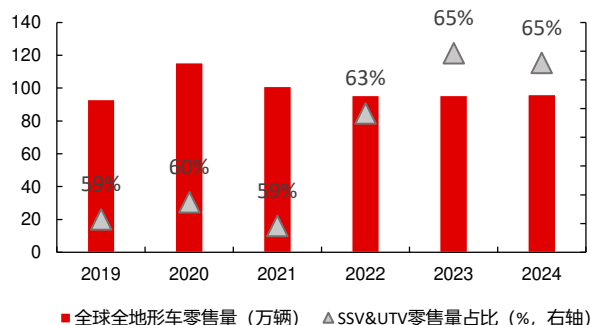
图 10：ATV、UTV、SSV 差异对比

类型	ATV	UTV	SSV
外观			
座位数量	单人	双人或多人	双人或多人
驾驶操作	使用车把作为转向系统跨座驾驶，操作类似于摩托车	使用类似于汽车的方向盘，坐在座椅上驾驶，类似于汽车	拥有独特的并排座椅设置操作方式与UTV相同
座椅类型	跨骑型座椅	向前乘坐的凹背式座椅	向前乘坐的凹背式座椅
应用场景	更适合狭窄的表面和快速转弯，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-- Powersports。	专为崎岖地形、运输和公务用车等任务而设计，更常作为一种工具车使用。	相较于更注重实用性与载物性能的UTV，SSV更注重越野，比赛的特性。

资料来源：涛涛车业官方公众号，CFMOTO 官网，华经产业研究院，长江证券研究所

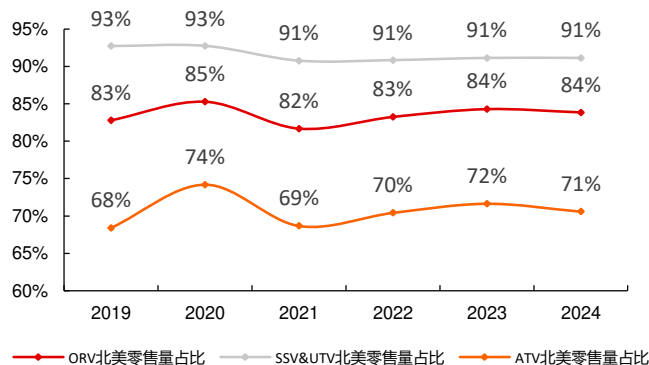
全地形车行业进入成熟阶段，UTV&SSV 占比提升带来结构性增长机会。从市场规模及销量看，全球全地形车市场在经历前期增长后，近年整体销量有所回落，2024 年达 96 万辆。需求主要集中在北美地区，2024 年全球 ORV（包括 ATV、并排车辆）零售量北美占 84%，其中 ATV 北美占比 71%，并排车辆（UTV、SSV）北美占比达 91%。从产品结构看，由于经济环境、供应链、消费场景和消费者喜好等因素推动市场由“速度型”向“质量型”转变，UTV&SSV 占比显著增长，2024 年 UTV&SSV 销量占比提升至 65%。未来，随着技术进步和消费需求增加，UTV&SSV 占比有望进一步提升，为全地形车市场带来持续的结构性的增长机会。

图 11：全球全地形车销售量中 UTV&SSV 占比显著提升



资料来源：北极星官网，长江证券研究所

图 12：全球全地形车主要需求集中在北美

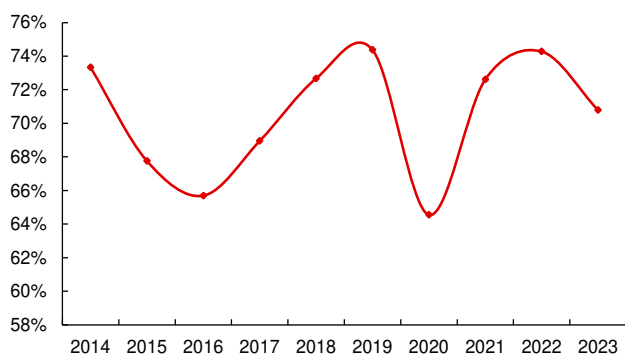


资料来源：北极星官网，长江证券研究所

公司：研发实力雄厚，性价比优势突出

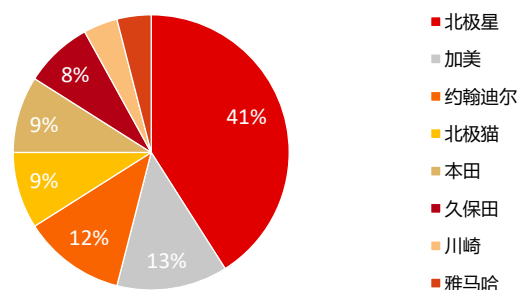
公司连续多年出口金额排名第一，行业龙头地位稳固，从出口端来看，2014-2023 年春风动力全地形车出口额占国内同类产品出口额排名第一，在国内全地形车出口领域处于龙头地位。在全球竞争格局方面，2018 年全球全地形车竞争格局中，北极星占比 41% 与第二名保持较大差距；在欧洲市场，春风动力全地形车市占率更是排名第一。公司凭借自主品牌“CFMOTO”，以品质和性价比优势获得国外消费者广泛认可，掌握大排量水冷发动机自研生产能力，能满足输出国法规要求。

图 13：公司连续多年出口金额排名第一



资料来源：公司公告，长江证券研究所

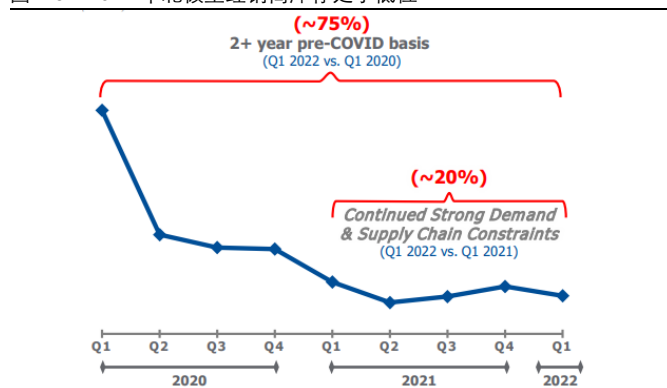
图 14：2018 年全球并排全地形车市场份额预测



资料来源：Statista，长江证券研究所

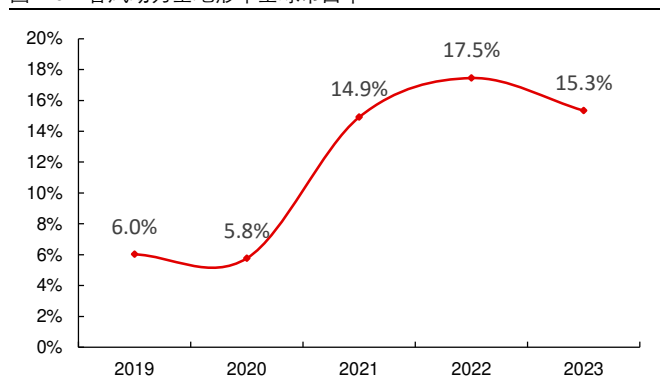
春风动力在 2020-2021 年期间市占率实现显著提升。2020 年居民居家休闲时间增多，全地形车因具备户外休闲娱乐和代步作业属性，全球市场规模迅速增长，据 Polaris 年报，2020 年全球全地形车销量达 116 万辆，同比增长 24.19%，行业需求爆发为春风动力带来发展机遇。2021 年龙头企业受产能影响，供给端受限，而春风动力凭借性价比优势，在市场供给不足的情况下，快速抢占份额，其全球全地形车市占率从 2020 年的 5.8% 提升至 2021 年的 14.9%。

图 15：2021 年北极星经销商库存处于低位



资料来源：北极星官网，长江证券研究所

图 16：春风动力全地形车全球市占率



资料来源：北极星官网，公司公告，长江证券研究所

公司在全地形车上实现核心技术自主研发。在发动机技术上，春风动力产品质量把控严格，发动机一次下线合格率超 90%，台架耐久性实验可达 200 小时以上，高一致性和可靠性成为质量控制核心指标。动力性能表现突出，动力输出扭矩大，升功率高达 84kW/升，大幅领先国内行业 60kW/升左右的平均水平。在车架平台技术上，公司自主研发并应用第二代及第三代车架平台，涵盖 ATV 和 SSV 车架平台。第三代车架平台在稳定性、结构强度、轻量化、舒适性等指标上逐渐接近国外先进水平。

图 17：春风动力实现全地形车核心技术/部件自研



资料来源：boostatv，长江证券研究所

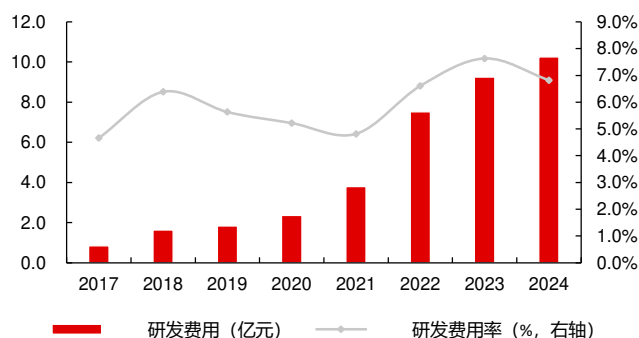
图 18：公司发动机以及车架技术领先于国内行业水平

发动机	车架平台技术
公司目前生产的发动机一次下线合格率90%以上，台架耐久性实验可达200小时以上，高一致性和可靠性成为公司质量控制的核心指标。	目前所有产品均采用独立自主设计、制造的第三代以及目前最新研发的第三代车架平台。公司开发的第三代ATV车架平台、第三代SSV车架平台在稳定性、结构强度、轻量化、舒适性等指标上已逐渐接近国外同行业企业先进车架平台的水平。
公司所生产的发动机动力输出扭矩大，升功率高达84kW/升，领先于国内行业60kW/升左右平均水平。	通过采用定制高强度合金钢材料，公司整车装备质量明显下降，实现了车架平台架构的简约化、轻量化；针对合金材料焊接、加工的特殊要求，公司采用了国际先进的冷金属材料焊接、薄板薄管材料焊接、激光切割等集成加工等技术从制造工艺大幅提高了管件搭接配合精度、焊缝的强度和外观质量；通过引入高效高精度数控激光设备及数控弯管设备，实现管件加工的高精度、高效率及良品率。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

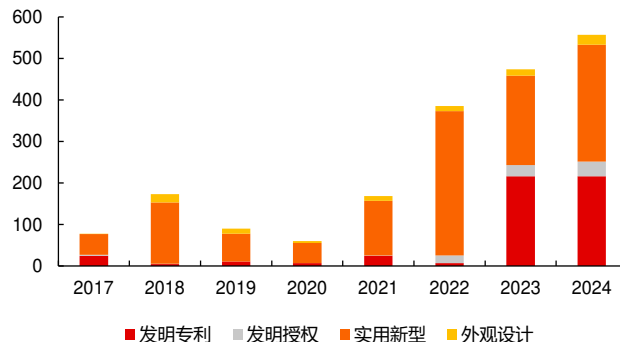
春风动力研发能力强且研发投入持续提升。从研发投入看，2017-2023 年研发费用持续增长，2024 年研发投入达 10.26 亿元，占营业收入 6.82%，持续增加的研发投入为技术创新提供资金保障。在专利成果上，公司专利成果丰富，涵盖发明专利、发明专利、实用新型、外观设计等。2024 年新增多项专利，累计授权专利达 557 项，技术覆盖动力平台、智能控制、安全配置等核心领域，这些专利成果有助于构筑技术壁垒，提升产品竞争力。

图 19：2017-2024 年研发费用持续增长



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 20：专利成果丰富（单位：个）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

春风动力全地形车在同排量区间具备较强产品力。动力性能上,在 500cc、800cc、1000cc 排量区间,春风动力全地形车最大功率与北极星、庞巴迪产品相比差距并不显著,能够满足不同用户对动力的需求。驱动方式上,春风动力多采用二驱/四驱电控转换。价格方面,春风动力全地形车优势明显,在各排量段价格均远低于北极星和庞巴迪,如 500cc 排量 CFORCE 520L 售价 33800 元,远低于北极星 79800 元和庞巴迪 85800 元;1000cc 排量 CFORCE 1000 TOURING 售价 75800 元,也大幅低于北极星 197800 元和庞巴迪 199800 元。这种在动力性能相近情况下的高性价比,使得春风动力全地形车在市场竞争中更具吸引力,产品竞争力较强。

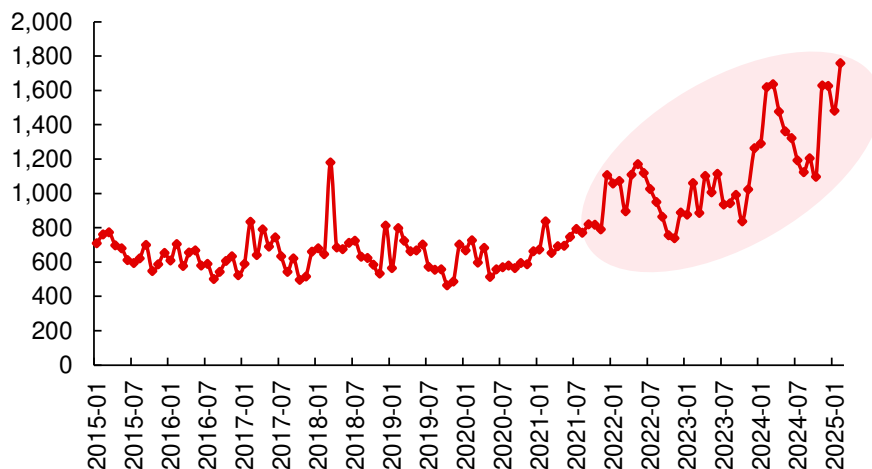
图 21：春风动力产品性价比较高，多项配置追平头部品牌

发动机排量区间	产品	图示	排量	最大功率	驱动方式	发动机类型	价格
500 cc	北极星 SPORTSMAN 450 H.O		499 cc	33hp	一键按需AWD/2WD	ProStar4冲程 SOHC单缸发动机	¥ 79800
	春风动力 CFORCE 520 L		495 cc	34hp/6750rpm	二驱/四驱电控转换	单缸，水冷，四冲程	¥ 33800
	庞巴迪 OUTLANDER 500/700		650 cc	40 hp	可选两驱/四驱	单缸，液冷	¥ 85800
800 cc	北极星 Sportsman 850		850 cc	78 hp	一键式按需 AWD/2WD	ProStar 4 冲程 SOHC 双缸	--
	春风动力 CFORCE 850 TOURING		800 cc	75hp/7500rpm	二驱/四驱电控切换	V型双缸、水冷、4 冲程	¥ 69,800
1000 cc	北极星 SPORTSMAN TOURING XP 1000		952 cc	88 hp	一键按需AWD/2WD	ProStar4冲程 SOHC双缸发动机	¥ 197800
	春风动力 CFORCE 1000 TOURING		963 cc	90hp/7500rpm	二驱/四驱电控切换	V型双缸、水冷、4 冲程	¥ 75800
	庞巴迪 Outlander XT-P 1000R		976 cc	91 hp	可选两驱/四驱/四驱 (带锁止)	V 型双缸，双顶置 凸轮轴 (DOHC)，液冷	¥ 199800

资料来源：各公司官网，长江证券研究所

春风动力全地形车均价有望持续提升。中国全地形车出口均价自 2021 年起呈上升趋势，印证行业结构升级对价格的拉动作用。春风动力作为行业内的重要参与者，有望受益于行业趋势，其产品结构不断优化，推动均价上行。从公司自身看，春风动力全地形车产品与头部品牌存在较大价格差距，目前同等性能产品价格仅为北美龙头 Polaris 的 50%-70%，有较大的价格提升空间。

图 22：中国全地形车出口均价（美元/辆）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

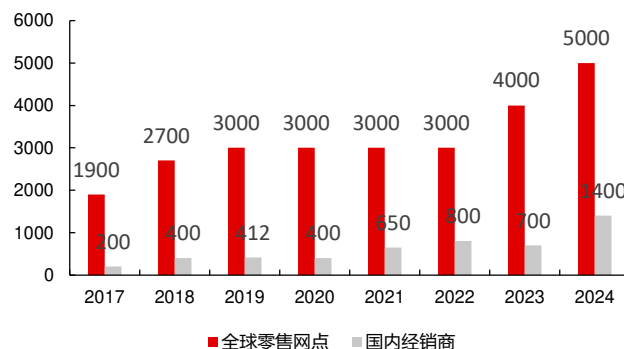
春风动力渠道布局逐渐完善。渠道建设上，春风动力全球零售网点与国内经销商数量持续增长。2017-2024 年，全球零售网点从 1900 个增长至 5000 个，国内经销商从 200 余家增加到 1400 家。售后服务上，公司根据海外和国内市场销售模式的不同制定了不同的售后服务体系，海外客户主要以代理商为依托，尤其管理的经销商具体执行售后服务，公司负责提供维修培训、配件供应、投诉反馈和监督工作。

图 23：公司海外售后服务体系



资料来源：春风动力招股说明书，长江证券研究所

图 24：公司品牌全球零售网点以及国内经销商数量（单位：个）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

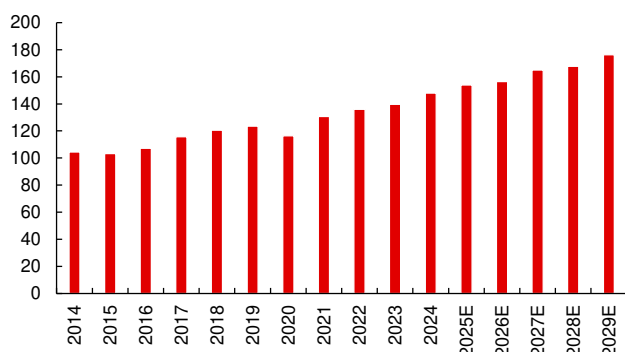
全球全地形车行业呈现“规模趋稳、结构升级”特征，UTV&SSV 占比 2024 年达 65%，北美市场贡献全球 84% 的 ORV 零售量。春风动力实现核心技术自主研发，掌握大排量水冷发动机技术，发动机性能领先国内平均水平。产品端，其全地形车同排量动力性能与北极星、庞巴迪差距较小，但性价比优势显著。渠道端，公司全球零售网点从 2017 年 1900 个增至 2024 年 5000 个，叠加中国全地形车出口均价上行趋势，**公司有望通过产品结构优化与产品均价提升，持续打开增长空间。**

摩托车：大排量摩托车快速增长，产品力与性价比优势突出

欧美：中大排量摩托车成为主流，竞争格局较为分散

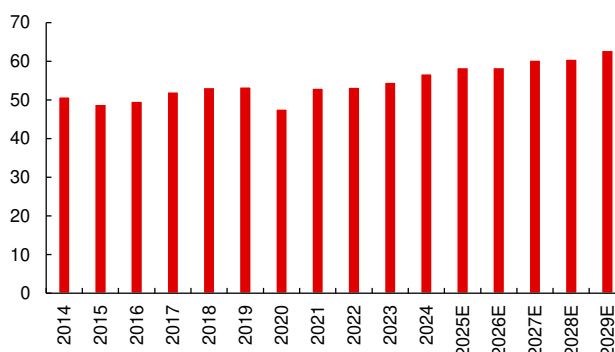
2028 年全球摩托车行业有望达到 168 亿美元规模。据 Statista 数据，2014 年全球摩托车市场规模为 104.5 亿美元，2029 年预计达到 176.3 亿美元，2014-2029 年复合增长率为 3.5%。

图 25：摩托车全球销售额（亿美元）



资料来源：Statista，长江证券研究所

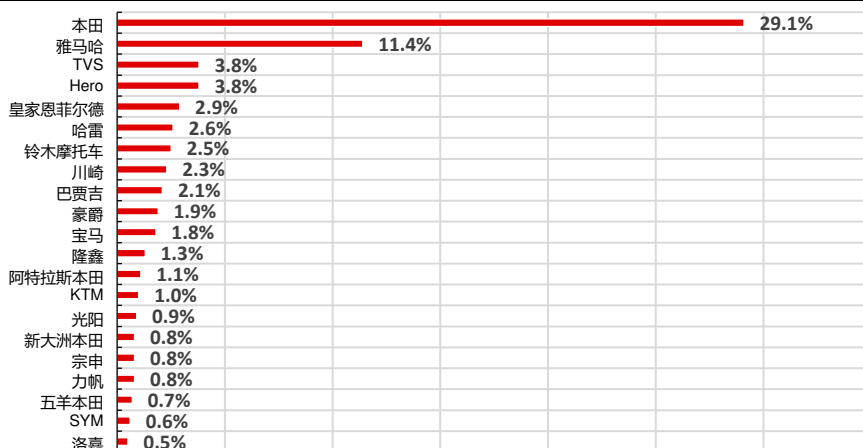
图 26：摩托车全球销售量（百万辆）



资料来源：Statista，长江证券研究所

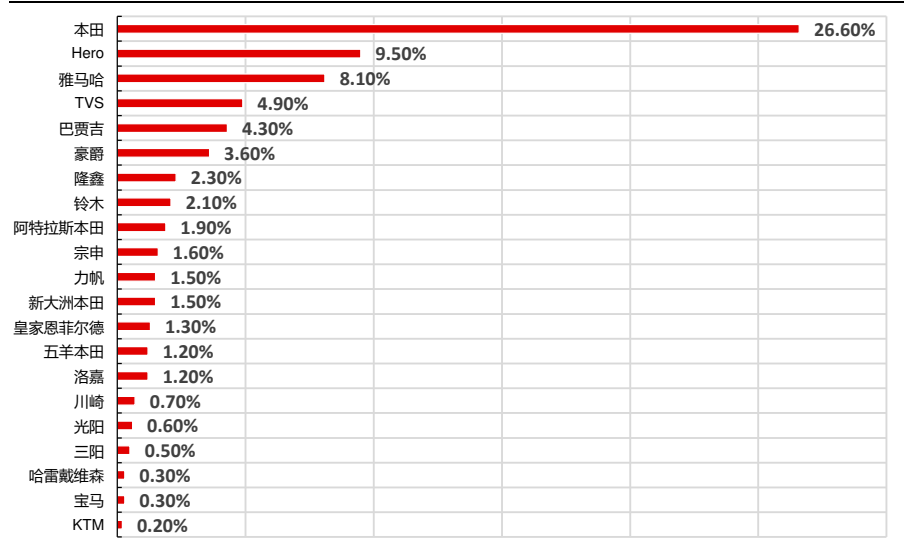
全球摩托车竞争格局较为分散，日系品牌占据先发优势。全球摩托车品牌中，日系品牌占据较大市场份额。全球摩托车行业的主要参与者为哈雷、本田、BMW 等老牌国际摩托车厂商，这些国际摩托车厂商起步较早，具有先发优势，品牌与技术较为领先。Statista 数据显示，2023 年日系品牌本田为行业龙头，销量断层领先，其它著名日系品牌雅马哈、铃木、川崎也占据一定市场份额，四家厂商合计销量占比 36.5%，实现了全球摩托车行业 45.3% 销售额。中国品牌豪爵、隆鑫、宗申市场销售份额位居全球前 20，但与头部品牌仍有较大差距。

图 27：2023 年全球市场竞争格局（销售额口径）



资料来源：Statista，长江证券研究所

图 28：2023 年全球市场竞争格局（销售量口径）

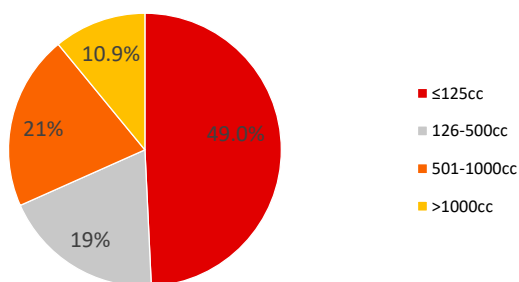


资料来源：Statista，长江证券研究所

欧美摩托车市场已完成从代步工具向娱乐消费属性的转型，中大排量摩托车成为主流。

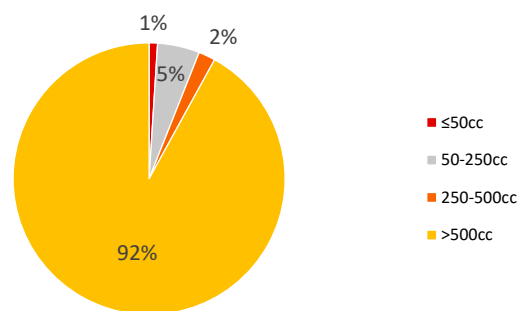
欧洲市场，2016 年摩托车总销量为 131 万辆，其中排量超 1000cc 和 501-1000cc 车型分别销售 15 万辆与 28 万辆，合计占比达 32%，根据春风动力 2022 年年报，2022 年欧洲市场 250cc 以上中大排量车型市占率突破 50%，高端化进程持续深化。北美市场，2019 年美国及加拿大地区（加拿大销量较少，近似为美国摩托车销量）排量超 500cc 车型占比高达 92%，排量超 250cc 车型占比达 94%。从产品结构看，运动型跑车、旅行车等兼具性能与外观设计的中大排量车型成为主流，在消费升级驱动下娱乐化、场景化需求崛起。

图 29：2016 年欧盟地区大排量摩托车（大于 500cc）占比近 60%（销量口径）



资料来源：ACEM，长江证券研究所

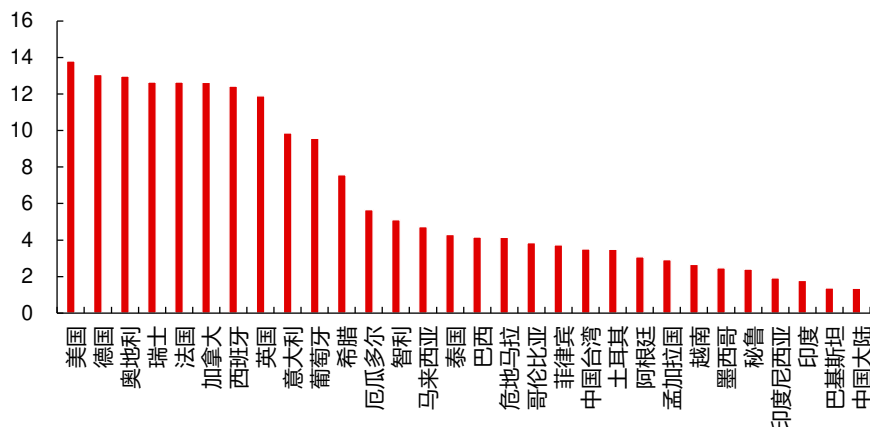
图 30：2019 年美国大排量摩托车（大于 500cc）占比超过 90%（销量口径）



资料来源：IMMA，长江证券研究所

从均价端来看，欧美地区均价显著高于其他区域，美国、德国、奥地利等欧美地区 2023 年摩托车均价超过 1 万美元，主要由于欧美市场以休闲娱乐为主导，高端品牌溢价；而亚洲及拉美市场以代步工具为核心需求，中国、印度等地区 2023 年摩托车均价低于 2 千美元。

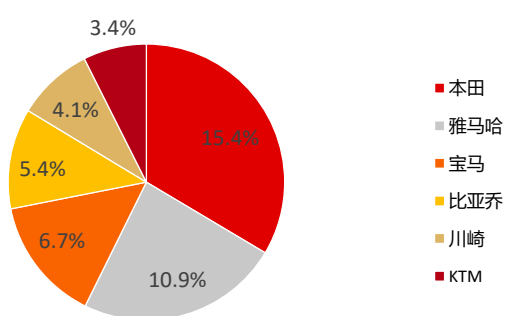
图 31：2023 年美国摩托车均价达 13.82 千美元/辆



资料来源：Statista，长江证券研究所

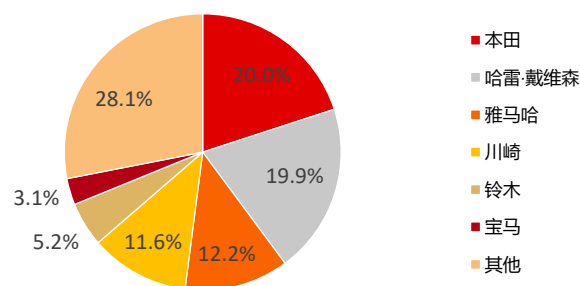
从竞争格局上来看，欧洲市场竞争格局较为分散，美国市场对本土品牌认可度较高。欧洲市场，2023 年本田以 15.4% 的市场份额占据领先地位，其产品在欧洲市场具有较强竞争力。2023 年雅马哈以 10.9% 的份额成为欧洲市场较具影响力的品牌之一。作为本土品牌的比亚乔，2023 年虽拥有 5.4% 的市场份额及稳定的消费群体，但整体来看，欧洲市场消费者对品牌的选择较为多元化，导致竞争格局较为分散。在美国市场，2023 年本田以 20.0% 的份额成为重要的摩托车品牌之一，哈雷-戴维森作为美国本土品牌，以 19.9% 的份额与本田相近，或由于美国消费者对本土品牌较为认可。欧洲市场消费者对品牌的选择较为多元化，本土品牌具有一定的优势，但市场份额处于较低水平，整体竞争格局较为分散，相比之下，美国市场消费者对本土品牌认可度较高，竞争格局较为集中。

图 32：2023 年欧洲市场摩托车竞争格局（销量口径）



资料来源：Statista，长江证券研究所

图 33：2024 年美国市场摩托车竞争格局（销量口径）



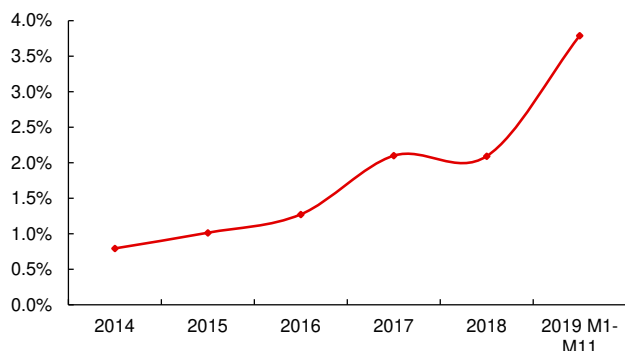
资料来源：Statista，长江证券研究所

国内：中大排渗透率持续提升，出海贡献重要增量

参考欧美摩托车行业发展路径，我国摩托车从“工具车市场”向“玩乐车市场”转型已成为必然趋势。欧美等发达地区摩托车市场呈现出大排量摩托车占比高、本土企业在本土市场竞争力强的特征。近年来，国内大排量摩托车加速兴起，原因之一是其较强的社交属性，社媒用户与摩托车玩家群体重合度较大，社媒为摩托车的传播提供了强大助力。

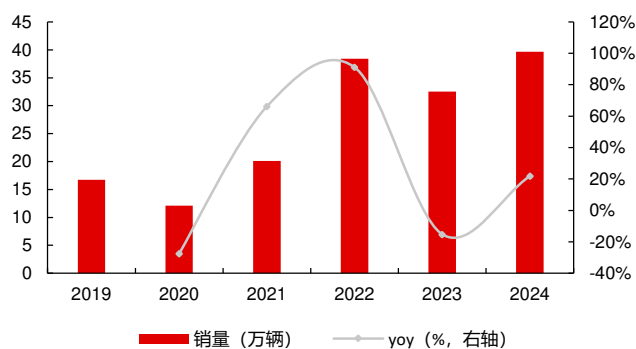
在此背景下，中国 250cc 及以上排量的摩托车渗透率不断提升，2014 年 250cc 及以上的摩托车渗透率不足 1%，而 2019 年前三季度已超过 4%，国内中大排量摩托车市场正处于高速增长阶段。销量方面，2019 年我国大排量摩托车销量约为 17 万辆，2024 年来到了 39.7 万辆，年复合增长率约为 18.49%。

图 34：中国中大排（排量 > 250cc）摩托车渗透率持续提升



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 35：2019-2024 年我国大排量摩托车销售情况



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

在新国标实施的大背景下，通讯模组和北斗模块已被强制应用于相关产品中，这些模块的应用，能够实现对车辆行驶状态的实时监控，对速度有较高追求的消费者形成限制，使其难以实施篡改车辆限速等违规操作。

对于玩车爱好者而言，该消费人群往往对速度有着更高的追求，防篡改触及了这类消费者对产品的功能需求。而电动摩托车和电动轻型摩托车在速度、动力以及性能方面优势显著，能够充分满足他们对速度与驾驶体验的追求。这一群体通常具有一定的消费能力，愿意为高性能产品支付较高的价格。因此，在新国标限制下，这部分消费者更倾向于选择摩托车。

表 1：2024 版电动自行车新国标与 2018 版电动自行车新国标差异梳理

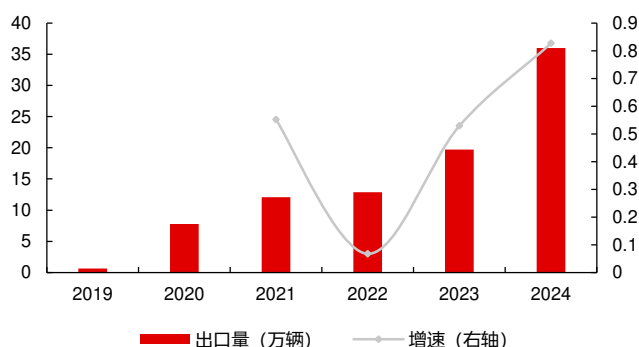
项目	2018	2024	依据
整车质量	限值 55kg	铅酸电池车限值 63kg	1)2018:装配完整的电动自行车的整车质量应小于或等于 55kg;2)2024:装配完整的电动自行车的整车质量应小于或等于 55kg,使用铅酸电池的装配完整的电动自行车整车质量应小于或等于 63kg。
脚踏骑行功能	仅要求使用电动模式的要求所有车配置	可以使用电动模式行驶的电动自行车应具有脚踏骑行功能	1)2018:电动自行车应具有脚踏骑行功能；2)2024:可以使用电动模式行驶的电动自行车应具有脚踏骑行功能
速度	电驱动模式限速 25km/h	所有限速 25km/h	2024:增加 6.3.3 电动机，要求电动机转速达到额定转速(即 25km/h 运行时对应的转速)并达到热稳定状态时，电动机的输出功率应小于或等于 400W。
塑料使用	无限制	不应超过整车质量的 5.5%	2024:增加 6.5 塑料件占比，电动自行车在非必要条件下不应使用塑料件，使用塑料材质的部件总质量不应超过整车质量的 5.5%。
北斗定位和动态安全检测	无	必备	2024:增加 6.6 北斗定位功能和 6.7 通信功能，要求 1)电动自行车应内置具备定位信息的采集、存储和发送功能的北斗定位模块；2)具备采用 TLS 加密的 4G 或 5G 公网通信模块或类似功能的地面通信模块。
防篡改	电动机控制系统、蓄电池等部件防篡改	蓄电池、控制器、限速器等关键部件防篡改	1)2018:蓄电池防篡改，与电池盒合理匹配，电动自行车不得预留扩展接口或外设托架；2)2024:①电池组防篡改，不得预留接口或线路或外设托架，应具有充放电互认协同功能；②控制器防篡改，不修改不兼容，能识别电池组电压且过压锁定，限流装置不留后门；③限速器防篡改。
产能一致性	无	必备	2024:增加 7 企业质量保证能力和产品一致性，①企业生产能力：配备相应原材料切割弯曲、气体保护焊接、零部件电泳工艺设备以及工件自动化传送带或吊挂输送

系统；②企业检测能力：能够满足例行检验和确认检验项目；③企业质量控制能力：建立从关键件采购、生产过程控制至出厂检验的质量保证能力，以确保批量生产的产品持续符合标准的要求。

资料来源：工信部，长江证券研究所

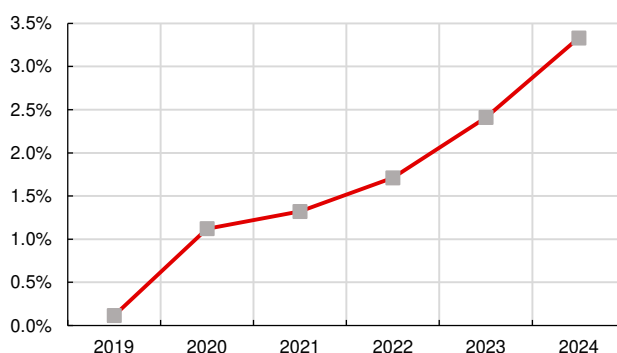
我国大排量摩托车产业在消费升级与产品力持续提升的双重驱动下，出口成为重要增长极。近年来，国内消费升级促使企业加大技术研发投入，钱江摩托通过收购贝纳利品牌以及春风动力选择与 KTM 合作实现技术提升，同时，我国大排量摩托车产品在性能提升的同时，较日系同级车具有一定性价比优势，在东南亚、拉美等新兴市场形成较强的替代优势，出口量不断提升。2024 年，我国大排量摩托车出口达 36.03 万辆，同比增长 82.70%。2019-2024 年，出口中大排量摩托车渗透率快速提升，2019 年出口中大排量摩托车渗透率仅 0.1%，到 2024 年则提升至 3.3%。

图 36：2024 年我国大排量摩托车出口量达 35.9 万辆



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

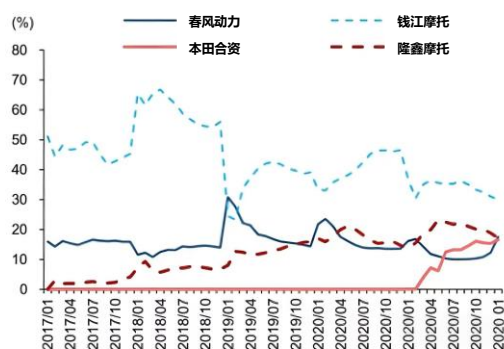
图 37：2024 年大排量摩托车出口量渗透率达 3.3%



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

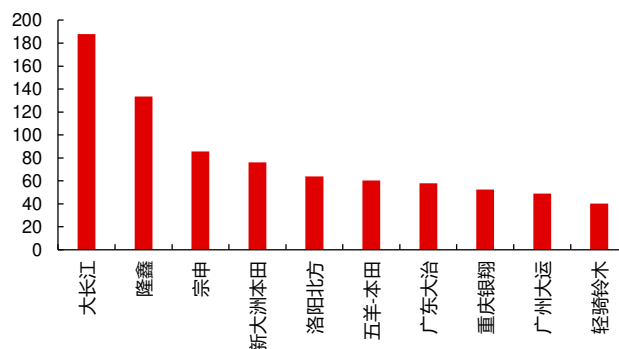
大排量摩托车市场高速发展，行业呈多元化竞争。从市占率表现看，钱江摩托整体处于高位，在大排量市场长期保持优势地位，是市场重要主导者；春风动力市占率相对平稳，产品力具有一定竞争力；隆鑫摩托市占率呈缓慢上升趋势，在大排量市场逐步发力；本田合资前期平稳且市占率低，后期明显上升，凭借品牌与技术逐步拓展市场。伴随多玩家入局，行业集中度降低。由于国内市场大排量车型正处于行业发展前期，先入局者较少，因此行业集中度相对较高，2024 年 250cc 以上摩托车的 CR3 份额高于 50%，其中钱江摩托、春风动力、隆鑫的销量份额分别为 22.2%、20.9%、11.7%。

图 38：2017-2022 年 1 月四家企业 250cc 以上排量销量市占率



资料来源：中汽协摩托车分会，长江证券研究所

图 39：2023 年 1-12 月中国燃油摩托车生产企业(集团)销量 TOP10 分布情况 (单位:万辆)

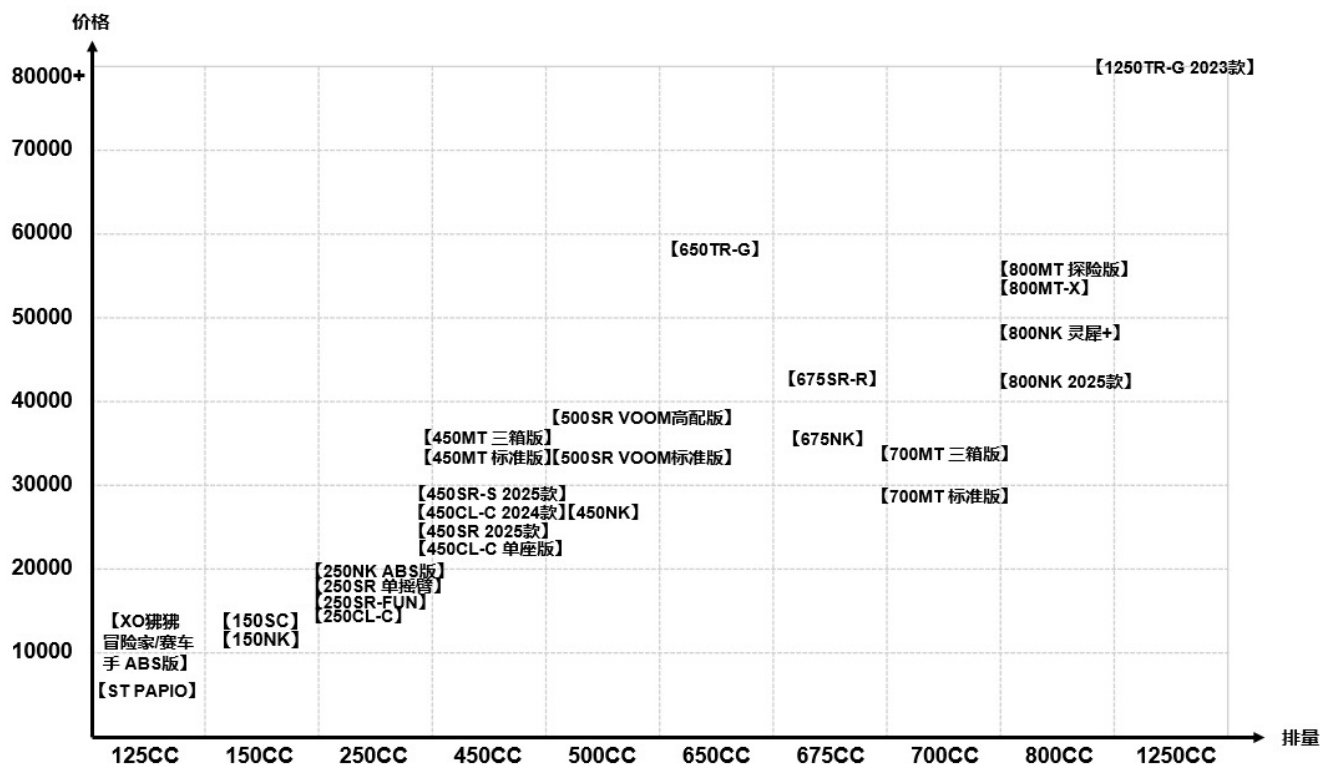


资料来源：中国摩托车商会，前瞻产业研究院，长江证券研究所

公司：积极布局欧美市场，中大排产品矩阵完善

公司产品矩阵不断完善，有望进一步提升市场份额。从排量覆盖看，车型涵盖 125cc-1250cc，覆盖入门到高端大排量区间，能满足不同消费者对动力的需求。从价格区间看，覆盖 1-8 万元以上，实现了中低端到高端的布局。价格亲民的车型，例如 150NK 等，拉低消费门槛，扩大消费群体；高价位车型，例如 1250TR-G2023 款，体现品牌技术实力与高端形象。从车型款式看，包含街车、仿赛、巡航、探险等多种类型。此外，春风动力持续推进产品研发与升级，不断推出新车型和改进款型，强化产品矩阵竞争力。整体来看，春风动力通过全面的排量覆盖、多元的价格设定和丰富的款式布局，构建起较为完善的产品矩阵，在两轮摩托车市场占据有利地位，未来有望凭借持续创新与优化，进一步提升市场份额与品牌影响力。

图 40：春风动力中国官网产品矩阵（单位：元）



资料来源：春风动力公司官网，长江证券研究所

春风动力在国内中高端摩托车市场具备较强竞争力。品牌力方面,2017 年与 KTM 合资,借助 KTM 在高性能摩托车领域的影响力,提升了自身品牌知名度,在国内消费者心中树立起高端、运动的品牌形象。整车设计能力上,春风动力不仅在仿赛、街车领域布局深厚,2020 年还拓展至复古街车领域,产品线不断丰富,设计风格紧跟市场潮流,满足消费者多样化审美需求。渠道布局上,CFMOTO 专营店占比较高,有利于提升品牌服务质量与消费者体验。

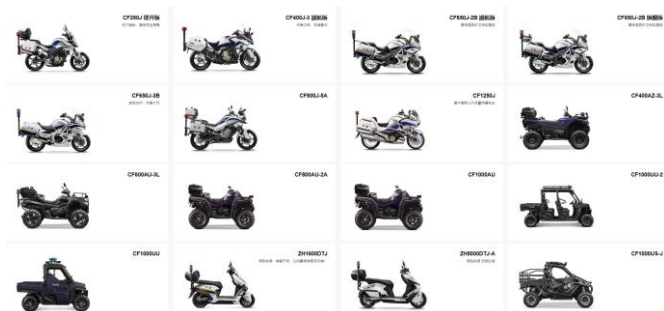
图 41：国内主要中高端摩托车生产企业品牌力、动力总成技术、整车设计能力比较

能力分类	钱江摩托	春风动力	隆鑫无极	豪爵铃木	宗申比亚乔
品牌力	2005年收购意大利品牌贝纳利（海外1.5线品牌加持）	2014年入选国宾车，自主龙头地位得到认可；2017年与KTM合资	代工宝马发动机+踏板车，MV奥古斯塔发动机，海外一线品牌背书生产工艺	一线日系品牌	引入比亚乔(中端)、阿普利亚(中高端)两个意大利品牌
动力总成技术	品类最丰富，包括250/300/350/500/600/750/1200cc	逐步完善，包括250/400/650/700cc，借力KTM推出800/1250cc	200/300/500/650cc，其中仅500cc为双缸	目前仅250/300cc两款	中高端踏板车型与Vespa共享155/244/278cc发动机
整车设计能力	街车、复古街车、探险车、仿赛、踏板全线布局	主打街车、旅行车，2020年拓展至仿赛、复古街车	擅长街车、复古街车及探险车	250cc已布局街车、仿赛、探险车，缺乏衍生能力	合作伙伴产品丰富，有望引入大踏板和中排量仿赛
渠道布局	贝纳利试点直供，QJMOTOR重新招商	无代理商，CFMOTO专营店占比高	依托通路车渠道，无极专营店数量不及贝纳利、CFMOTO	依托通路车渠道	依托通路车渠道

资料来源：立鼎产业研究院，长江证券研究所

春风动力为国宾护卫专用摩托车指定生产商，拥有强有力品牌背书。品牌塑造上，自2014 年成为国宾护卫专用摩托车指定生产商，“春风”摩托车已参与执行阅兵庆典、外交护卫、APEC 会议、G20 峰会、9.3 大阅兵等护卫任务上百场，产品涵盖全地形车，摩托车，警用摩托车及后市场用品，增强品牌在国内外市场的影响力与认可度。

图 42：春风动力国宾车产品矩阵



资料来源：春风动力官网，长江证券研究所

图 43：春风动力为国宾车提供商



资料来源：春风动力官网，长江证券研究所

公司积极布局欧美市场，具有性价比优势突出。动力性能上，春风动力 675SS 对比本田 CBR650RA、雅马哈 YZF-R7 等同类产品，春风动力部分动力指标上优于本田与雅马哈。价格层面，675SS 售价\$7,999，低于本田 CBR650RA 的\$9,899、雅马哈 YZF-R7 的\$9,199，价格优势突出，能吸引对价格敏感的消费者。春风动力 800NK 在发动机与最大功率上优于本田 NC750X，春风动力 800NK 售价比本田 NC750X 低 8.42%，性价比优势较为显著。

图 44：春风动力与全球龙头在美国燃油摩托车产品对比

品牌	春风动力		本田		雅马哈	
型号	675SS	800NK	CBR650RA	NC750X	YZF-R7	MT-09 SP
图示						
发动机	三缸水冷，四冲程，DOHC	两缸水冷，DOHC	四缸液冷，四冲程	两缸液冷，四冲程	两缸液冷，四冲程	三缸水冷，四冲程，DOHC
排量	675cc	799cc	649cc	745cc	689cc	890cc
最大功率	95 hp @ 11000 rpm	100 hp @ 9000 rpm	70 kW @ 12,000 rpm	54HP @ 6250 rpm	9,000 rpm	87,5 kW @ 10,000 rpm
最大扭矩	51.6 lb-ft @ 8250 rpm	59.7 lb-ft @ 8000rpm	63 N-m @ 9,500 rpm	68.0Nm @ 4750 rpm	49.4 ft-lb @ 6,500 rpm	93,0 Nm @ 7,000 rpm
零售价格	\$7,999	\$8,699	\$9,899	\$9,499	\$9,199	\$12,499

资料来源：各公司官网，长江证券研究所

春风动力凭借产品、品牌与性价比优势，有望在国内外市场持续提升份额。全球摩托车市场规模预计稳步增长，行业格局较为分散，日系品牌领先。欧美市场已完成从代步到娱乐的转型，中大排量车型为主流，市场均价高，欧洲市场竞争分散，美国市场对本土品牌接受程度较高。国内市场正从工具型向玩乐型转变，中大排量渗透率不断提升，出口成为重要增长动力，市场竞争多元化，集中度有所下降。春风动力在产品端，排量、价格、款式覆盖全面且持续推新；品牌端，春风动力与 KTM 合作并作为国宾护卫车生

产商提升影响力；同时，公司积极布局欧美市场，相较于全球龙头本田、雅马哈性价比优势突出。综合来看，春风动力有望在全球摩托车市场实现份额增长。

纯电两轮车：极核超前智能化布局，打造第二增长曲线

行业：高端化趋势确定，新势力品牌突围

新势力品牌在高端两轮车市场市占率领先，价格领先传统龙头的同时整体出货量稳步提升。根据鲁大师对全国销售量靠前的 22 座城市的线下调研数据，2023 年全年来看，在 5000 元以上，以及 7000 元以上价位对应的高端、超高端车型市场，九号、小牛等新势力品牌销售表现领先于雅迪、爱等传统龙头品牌。在 4000 元以下价位区间，雅迪、爱玛则占据主导。4000 元以上价格带，九号和雅迪销量级别均在 40 万台以上。

图 45：新势力品牌在高价格带较为领先



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

图 46：雅迪全价格带表现较为出色



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

智能化成为驱动行业需求升级并为龙头打开提价空间的核心力量。消费者需求正从基础性能向多元高端转变。除续航、动力等需求外，“智能”“便捷”等需求逐渐凸显，智能化需求最为关键，成为吸引年轻与高端客群的有力手段。像智能驾驶辅助提升安全与驾乘体验，智能车况管理方便检测与升级车辆软硬件。市场调研显示，多数消费者认可智能化配置且愿付更高溢价，安全防盗、智能充电等功能备受青睐。这一需求变化推动行业需求结构优化。九号、小牛等新势力品牌凭借智能与高端技术创新，为市场注入活力；同时，电动两轮车适用范围从白领通勤拓展至满足年轻人对时尚科技的追求，高端细分市场得以快速发展。需求结构优化与消费者对智能化产品的认可，为龙头企业创造提价空间。嘉世咨询报告显示，2019-2023 年线上电动两轮车价格带中枢上移，京东、天猫平台 5500 元以上车型销量占比显著提升。在此背景下，传统龙头企业积极转型，加大技术研发与智能化升级投入，以契合市场趋势，实现产品提价与利润增长，带动行业迈向更高层次发展。

表 2：2019-2023 年线上平台电动两轮车分价格段销量占比（价格单位：元）

京东平台	2019	2020	2021	2022	2023	天猫平台	2019	2020	2021	2022	2023
电动自行车						电动自行车					
<2000	12.0%	15.0%	20.0%	30.0%	19.0%	<2000	28.0%	42.0%	43.0%	35.0%	27.0%
2000-3500	41.0%	36.0%	39.0%	33.0%	30.0%	2000-3500	68.0%	54.0%	47.0%	32.0%	28.0%

3500-4500	29.0%	29.0%	24.0%	16.0%	14.0%	3500-4500	2.0%	3.0%	6.0%	11.0%	10.0%
4500-5500	13.0%	15.0%	10.0%	11.0%	21.0%	4500-5500	0.3%	0.9%	1.9%	10.0%	17.0%
>5500	6.0%	5.0%	6.0%	10.0%	15.0%	>5500	1.0%	1.0%	2.3%	12.0%	18.0%
电动摩托车						电动摩托车					
<2000	1.9%	2.5%	1.3%	2.1%	0.6%	<2000	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.0%
2000-3500	32.0%	31.0%	36.0%	54.0%	27.0%	2000-3500	66.0%	59.0%	41.0%	33.0%	16.0%
3500-4500	21.0%	29.0%	35.0%	23.0%	20.0%	3500-4500	24.0%	27.0%	29.0%	34.0%	28.0%
4500-5500	15.0%	14.0%	13.0%	11.0%	20.0%	4500-5500	3.0%	6.0%	11.0%	12.0%	18.0%
>5500	30.0%	23.0%	15.0%	11.0%	33.0%	>5500	7.0%	8.0%	19.0%	21.0%	38.0%

资料来源：嘉世咨询，长江证券研究所

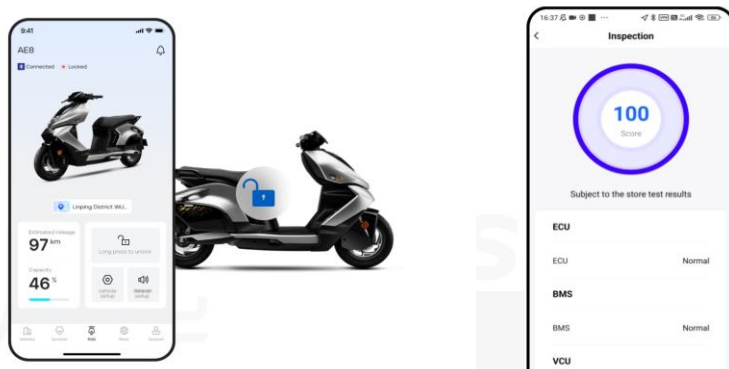
公司：多维度产品创新，有望快速打开市场

极核品牌在电动车智能化领域展现出多维度的创新优势。在用户体验优化上，极核通过先进通信技术实现无感启动，打破传统钥匙局限；Twin Instrument 系统赋予手机多功能仪表属性，提供实时车辆信息；个性化设置涵盖位置追踪、骑行数据查看及功能自定义，全方位满足用户便捷与个性需求。在车辆管理方面，支持车主灵活共享车辆权限，便于亲友使用；地理围栏、远程锁定及振动警报等防盗措施，构建起严密的车辆安全防护网。在车辆健康保障上，具备实时监测 ECU、BMS、VCU 等关键部件故障的能力，为安全骑行保驾护航。

图 47：极核产品智能化功能丰富

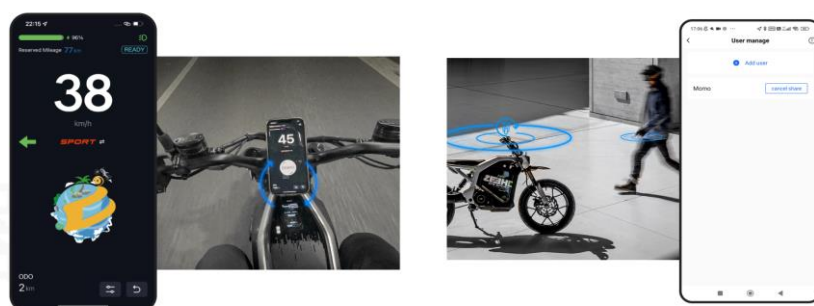
数字钥匙-无感连接，快速启动车辆

自检-及时了解当前车辆状况



双仪表盘-克服传统仪表板的局限性

车辆共享-授权家人和朋友使用



智能安全功能--最大限度防盗（地理围栏/防盗锁/震动警报）



资料来源：Zeeko 官网，长江证券研究所

极核品牌产品矩阵丰富且定位精准，覆盖多类型用户需求。从产品布局看，极核覆盖高端电摩到高端电自全系列产品线，形成“MEGA CITY”四大系列矩阵。AE 系列定位赛道级性能车，如 AE8S+搭载水冷电机，具备三种驾驶模式，兼顾日常通勤需求。MO 系列针对女性出行，MO1 首创“小白模式”，起步平顺。CITY 系列作为智能平台车型，支持车机互联和模块化拓展，可加装货架等组件，实现“一车多用”，适配多样化出行场景。2024 年极核电动营收与销量大幅增长，AE4 系列斩获全行业电摩“618”销售佳绩，AE5i 在双十一 7 小时销售 1.9 万台。

图 48：极核品牌产品矩阵逐渐丰富



资料来源：Zeeho 官网，长江证券研究所

当前高端两轮车市场呈现新势力品牌领先、智能化驱动升级的竞争格局，极核品牌有望凭借智能化创新与丰富的产品矩阵，快速打开市场。从市场格局来看，新势力品牌在高端两轮车市场优势显著，超高端车型市场，九号、小牛等新势力品牌销售表现优于雅迪、爱玛等传统龙头。从行业驱动因素分析，智能化已成为推动行业需求升级和企业提价的核心力量。消费者需求从基础性能向“智能”“便捷”等多元高端方向转变，智能驾驶辅助、智能车况管理等功能成为消费者购买时考虑因素之一，消费者愿意为智能化配置支付更高溢价，推动行业需求结构优化，为龙头企业创造提价空间。在此背景下，极核品牌通过多维度智能化创新，在用户体验、车辆管理、车辆健康保障等方面建立优势，如实现无感启动、手机多功能仪表化、车辆权限共享与防盗、关键部件实时监测等；同时，极核构建了覆盖高端电摩到高端电自的丰富产品矩阵，AE 系列主打高性能，MO 系列针对女性用户，C!TY 系列强调智能与多功能拓展。

投资建议：全球化布局，拓展高端市场

在全地形车领域，行业规模趋稳但结构升级趋势确定，UTV&SSV 占比持续提升，北美需求占据主导，春风动力产品性能优异，产品性价比高且渠道持续完善，有望在行业结构性升级的背景下，实现份额持续增长。摩托车行业全球规模稳定增长，欧美中大排量摩托车为主，国内需求由代步向玩乐转型，春风动力积极布局欧美市场，中大排摩托车产品矩阵完善，品牌影响力强且性价比优势突出，在当前全球竞争格局较为分散的背景下，春风动力有望实现全球份额突破。纯电两轮车方面，极核品牌智能化布局超前，面对高端市场新势力领先、智能化驱动升级的格局，有望凭借智能化创新与丰富产品矩阵打开市场，为春风动力打造第二增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别达到 17.46、21.82、26.77 亿元，对应公司 PE 分别为 18.98、15.19、12.38 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、行业竞争加剧。**若后续行业竞争进一步加剧，可能影响到公司业务的增长节奏以及盈利的相关表现。
- 2、海外渠道开拓不及预期。**公司全地形车业务销售场景均偏向线下，渠道开拓对于业务增长的助力较为重要。渠道开拓不及预期或影响公司营收增速表现。
- 3、新品研发节奏不及预期。**公司全地形车、摩托车等业务技术迭代相对较快，公司新品研发节奏若未能跟上，预计对收入增速以及市场份额等都会由较大的影响。
- 4、外部需求环境变化使得增速回落。**由于公司所布局产品仍以 C 端消费为主，如经济环境及居民消费预期持续回落，则可能对公司终端销售增长带来较大挑战。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。**由于外部环境的不确定性，原材料价格变动和竞争形势带来的影响无法准确评估，则可能对毛利率的变动假设不成立或者不及预期，则可能带来公司整体盈利预测跟最终实际情况存在较大差异的可能。

表 3：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150.38	190.68	233.99	276.39	150.38	187.88	227.80	267.97
yoy	24.18%	26.80%	22.71%	18.12%	24.18%	24.94%	21.25%	17.63%
毛利率	30.06%	30.91%	30.95%	31.31%	30.06%	30.69%	30.70%	31.09%
归母净利润	14.72	17.46	21.82	26.77	14.72	16.84	20.75	25.45
yoy	46.08%	18.65%	24.94%	22.68%	46.08%	14.44%	23.20%	22.65%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15038	19068	23399	27639	货币资金	7149	7946	9323	10803
营业成本	10517	13174	16158	18985	交易性金融资产	9	9	9	9
毛利	4521	5894	7241	8654	应收账款	1449	1801	2210	2610
%营业收入	30%	31%	31%	31%	存货	2530	3037	3591	4113
营业税金及附加	287	362	445	525	预付账款	148	171	210	247
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	648	626	675	723
销售费用	1057	1335	1615	1879	流动资产合计	11933	13591	16018	18506
%营业收入	7%	7%	7%	7%	长期股权投资	231	231	231	231
管理费用	713	896	1088	1299	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	1805	2070	2378	2629
研发费用	1026	1335	1638	1935	无形资产	194	169	144	119
%营业收入	7%	7%	7%	7%	商誉	9	9	9	9
财务费用	-310	0	0	0	递延所得税资产	161	146	146	146
%营业收入	-2%	0%	0%	0%	其他非流动资产	568	619	639	624
加：资产减值损失	-74	0	0	0	资产总计	14900	16834	19565	22263
信用减值损失	-85	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	3326	3842	4488	5010
投资收益	-2	2	2	3	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1632	2027	2531	3104	应付职工薪酬	427	527	646	759
%营业收入	11%	11%	11%	11%	应交税费	116	114	140	166
营业外收支	-3	-6	-6	-6	其他流动负债	4420	4633	5171	5490
利润总额	1629	2021	2525	3098	流动负债合计	8288	9117	10446	11425
%营业收入	11%	11%	11%	11%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	135	202	253	310	应付债券	0	0	0	0
净利润	1494	1819	2273	2788	递延所得税负债	3	3	3	3
归属于母公司所有者的净利润	1472	1746	2182	2677	其他非流动负债	260	258	258	258
少数股东损益	22	73	91	112	负债合计	8551	9378	10707	11686
EPS (元)	9.74	11.45	14.30	17.54	归属于母公司所有者权益	6194	7229	8540	10148
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	155	227	318	430
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	6349	7456	8858	10578
经营活动现金流净额	2973	2134	2946	3224	负债及股东权益	14900	16834	19565	22263
取得投资收益收回现金	4	2	2	3	基本指标				
长期股权投资	7	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-487	-510	-700	-679	每股收益	9.74	11.45	14.30	17.54
其他	74	-105	0	0	每股经营现金流	19.63	13.99	19.31	21.13
投资活动现金流净额	-403	-613	-698	-676	市盈率	16.13	18.98	15.19	12.38
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.84	4.58	3.88	3.27
股权融资	113	1	0	0	EV/EBITDA	10.94	10.84	8.22	6.32
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	11.8%	11.5%	12.5%	13.3%
筹资成本	-317	-697	-871	-1068	净资产收益率	23.8%	24.2%	25.5%	26.4%
其他	-33	-30	0	0	净利率	9.8%	9.2%	9.3%	9.7%
筹资活动现金流净额	-237	-726	-871	-1068	资产负债率	57.4%	55.7%	54.7%	52.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2333	795	1377	1480	总资产周转率	1.19	1.20	1.29	1.32

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。