



春风动力 (603129.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

极核接棒增长主引擎 全球结构变化迎新驱动力

投资逻辑:

公司深耕动力运动产业三十余年,已构筑全地形车、燃油摩托车、电动两轮车三大业务板块,境内外经销商渠道 25H1 已分别达 2000 余家,7000 余家。公司核心价值在于其成熟的全球化产能布局、精准的细分市场卡位以及极核电动业务的快速增长潜力。

电动两轮车:极核销量快速增长,高端智能定位迎盈利拐点。品牌避开低端低价红海,坚持“油摩性能+智能科技”差异化高端定位,继承母品牌油摩般车架调教,智能化水平跻身行业第一梯队。渠道网点 25H1 已达 1500 家规模,公司预计未来 3 年新增 4900 家,未来销量增长叠加规模效应,我们预测业务有望跨越盈亏平衡点。

全地形车:存量博弈寻 Alpha,产品结构向上&全球产能重构。行业端北美市场消费偏好维持高价值 UTV/SSV 趋势;公司端改变单一依赖 ATV 局面,新品 U10PRO 凭借性价比优势成功切入高端腹地,未来产品将逐渐从性价比平替转向高价值驱动。墨西哥工厂产能爬坡有效对冲关税与地缘风险,构建有较强竞争力的供应链体系。

燃油摩托车:出口成为增长新动能,CFLite 战略市场下沉。公司中大排量段产品力已获市场认可,国内业务维持龙头地位。针对境外东南亚及拉美等新兴千万级市场,公司推出 CFLite 品牌实施技术下放低端工具车领域,有望为公司贡献新的业绩增量。

近期募资动态:公司的可转债发行申请于 2025 年 12 月 30 获得证监会同意批复。募集资金总额不超过人民币 21.79 亿元。用于 1) 产能扩建:年产 300 万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套新建,14.59 亿元。2) 营销网络建设:4.50 亿元。3) 信息化系统升级建设:1.20 亿元。4) 补充流动资金:1.50 亿元。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司未来三年营收 196/245/296 亿元,同比 +31%/25%/21%;期间费用率为 14.8%/15.3%/15.7%;归母净利润 17/21/25 亿元,同比+18%/20%/18%。考虑到公司电动两轮车业务持续扩张,毛利率有望转正;全地形车业务在高端 UTV 市场爆款高性价比产品持续放量;油摩业务境内中大排量持续领先,海外小排量 CFLITE 逐渐放量,我们给予公司 2026 年 21 倍 P/E,对应目标价 287.03 元。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

美国贸易环境恶化及关税政策变动风险;汇率波动风险;新品推广与产品竞争不及预期风险;控股股东减持股份及股价波动风险。

国金证券研究所

分析师:赵中平(执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人:谢俪丹

xielidan@gjzq.com.cn

市价(人民币):244.70 元

目标价(人民币):287.03 元



公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,110	15,038	19,629	24,462	29,601
营业收入增长率	6.44%	24.18%	30.53%	24.62%	21.00%
归母净利润(百万元)	1,008	1,472	1,735	2,085	2,464
归母净利润增长率	43.65%	46.08%	17.91%	20.18%	18.15%
摊薄每股收益(元)	6.697	9.719	11.373	13.668	16.149
每股经营性现金流净额	9.20	19.63	23.81	27.44	32.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.00%	23.76%	23.28%	23.19%	23.69%
P/E	15.27	16.16	24.50	17.90	15.15
P/B	3.05	3.84	5.70	4.15	3.59

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 春风动力：国牌领军，全球化布局成型	5
1.1 公司概况：深耕动力运动领域，推进全球化与电动化布局	5
1.2 业务架构：全地形车与油摩共振，电动两轮开拓新成长曲线	5
1.3 全球化产能布局：营收中欧双驱动，产能墨泰两供应	7
1.4 渠道布局：境内外渠道快速扩张	7
2. 全地形车：存量博弈寻 Alpha，全球产能重构与产品结构向上共振	8
2.1 行业：全球竞争格局分散化，高端价值化 UTV/SSV 格局明显	8
2.2 公司：国内出口龙头，产品有高性价比优势	10
3. 燃油摩托车：出口高速增长，公司中大排量份额加速跃升	11
3.1 行业：全球市场平稳，春风提升空间广阔	11
3.2 公司：精准卡位中大排量段高增长赛道，产品、品牌、渠道合力筑牢龙头护城河	14
4. 极核电动车：无视行业震荡演绎“独立行情”，高端智能化突围开启倍增周期	16
4.1 行业：行业走出低谷时期，25 上半年报复性反弹、下半年高位震荡	16
4.2 公司：销量增长叠加渠道裂变，差异化“智能科技+油摩性能”定位构筑高端新势力	19
5. 盈利预测与投资建议	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资建议及估值	23
风险提示	23

图表目录

图表 1：公司产品实现四轮、两轮全方位覆盖	5
图表 2：24 年后公司发力两轮车业务进入高增长期（亿元）	6
图表 3：公司归母净利润高速增长（亿元）	6
图表 4：公司各业务营收稳定增长（亿元）	6
图表 5：四轮销量稳定，两轮销量猛增（万台）	6
图表 6：电动两轮车业务毛利率转正在即（%）	7
图表 7：公司欧洲、中国营收显著增长（亿元）	7
图表 8：24 年产能结构，积极布局海外产能	7
图表 9：境内外经销商渠道快速扩张（家）	8
图表 10：ZEEHO 境内渠道网点数引领增长（家）	8
图表 11：ATV 全球销量平稳（万辆）	8
图表 12：UTV/SSV 全球销量北美占比极高（万辆）	8
图表 13：全地形车全球市占格局：龙头下降春风维稳	9



图表 14:	Polaris ORV 业务北美经销商库存持续下降	9
图表 15:	北美市场全地形车销量仍由 UTV/SSV 占主流 (万台)	9
图表 16:	公司北美主要全地形车经销商仍处去库存阶段 (台)	9
图表 17:	公司全地形车欧洲市占第一 (2020.1-2020.9)	10
图表 18:	图表 16: 中国全地形车出口: 春风保持龙头 (亿美元)	10
图表 19:	公司全地形车境外销售额结构: 海外工厂直销比重逐渐恢复 (亿元)	10
图表 20:	公司全地形车产品有显著性价比优势	10
图表 21:	燃油摩托车全球市场销量稳定 (万辆, %)	11
图表 22:	2025 燃油摩托车全球市场销售量竞争格局: 头部较为集中	11
图表 23:	摩托车东南亚市场销量稳定 (万辆, %)	12
图表 24:	摩托车拉丁美洲市场销量持续增长 (万辆, %)	12
图表 25:	国产燃油摩托车销量近年稳步上升 (万辆, %)	12
图表 26:	中国小排量油摩内销萎缩, 出口增长 (万辆)	13
图表 27:	中国中大排量油摩内销稳定, 出口增长 (万辆)	13
图表 28:	中国燃油摩托车出口: 中大排量结构化提升 (万辆)	13
图表 29:	国产小排量油摩竞争格局 (万辆, %)	14
图表 30:	国产中大排量油摩竞争格局 (万辆, %)	14
图表 31:	春风动力油摩营收维持较快增速 (亿元, %)	14
图表 32:	春风动力油摩业务与同行毛利差逐步收窄 (%)	14
图表 33:	公司油摩产品实现全排量段、全场景覆盖	14
图表 34:	CFLITE 产品参数: 丰富产品矩阵, 满足了本地细分市场的需求	15
图表 35:	爆款车型 CFMOTO 450SR 参数: 满足消费者视听享受	15
图表 36:	春风油摩三位一体品牌壁垒	16
图表 37:	春风油摩经销商网点数 (家)	16
图表 38:	中国电动两轮车年度销量稳健 (万辆, %)	17
图表 39:	中国电动两轮车月度销量 25 年上半年反弹、下半年震荡 (万辆, %)	17
图表 40:	2025 年全年全国电动自行车以旧换新累计量超 1250 万辆	17
图表 41:	部分省份以旧换新通知梳理	17
图表 42:	各省补贴额度及产品要求对比梳理	18
图表 43:	极核月度销量快速增长 (万辆, %)	19
图表 44:	极核境内经销商数量快速增长 (家)	19
图表 45:	极核未来三年门店建设规划情况	20
图表 46:	25 年 1-11 月电动两轮车行业竞争呈寡头垄断格局 (%)	20
图表 47:	24 年极核智能化程度跻身行业前列	20
图表 48:	极核爆款产品具有更优车架调教、骑行体验优势	21



图表 49: 公司收入、毛利拆分及预测	22
图表 50: 可比公司估值对比	23



1. 春风动力：国牌领军，全球化布局成型

1.1 公司概况：深耕动力运动领域，推进全球化与电动化布局

春风动力（CFMOTO）成立于1989年，从核心零部件研发起步，于1998年切入整车制造。公司主营业务聚焦全地形车与中大排量摩托车，通过自主品牌与国际合资双轮驱动，已发展为中国动力运动行业的头部企业。公司现已完成泰国、墨西哥海外工厂布局，并推出电动品牌极核（ZEEHO）致力于成为世界一流的动力运动品牌，形成燃油与电动业务协同发展的战略格局。

1) 初创期（1989-1997）：以零部件制造起家，1992年研制成功125cc气缸头，1997年推出水冷发动机，奠定技术基础。

2) 成长期（1998-2018）：1998年开启整车制造；2005年切入欧美全地形车市场；2013年与KTM达成战略合作；2014年成为国宾护卫摩托车指定生产商；2017年上交所上市。

3) 扩张期（2019-至今）：2020年发布电动品牌“极核”及智能化平台“春风犀灵”；2023年与雅马哈达成合作。公司近年业绩稳步增长，2023年至2025年上半年，公司收入分别为121.10/150.38/98.55亿元，同比分别增长6%/24%/31%。

1.2 业务架构：全地形车与油摩共振，电动两轮开拓新成长曲线

产品矩阵上，公司展现出全面且多层次的产品布局。业务核心涵盖全地形车、燃油摩托车、以及电动两轮车三大板块。在全地形车领域，公司通过ATV、SSV和UTV的细分，布局了单人越野、运动竞速、多功能作业等多个领域的市场。在燃油摩托车领域，公司建立了从入门级小排量，到进阶中排量，再到高端摩旅大排量的完整产品线，满足不同经验和用途的骑士需求。在电动两轮车领域，公司通过子品牌ZEEHO（极核）提供高性能电动摩托车和符合新国标的电动自行车。全面覆盖了玩乐、竞技、实用和环保等多元化出行场景。

图表1：公司产品实现四轮、两轮全方位覆盖



来源：公司官网，国金证券研究所

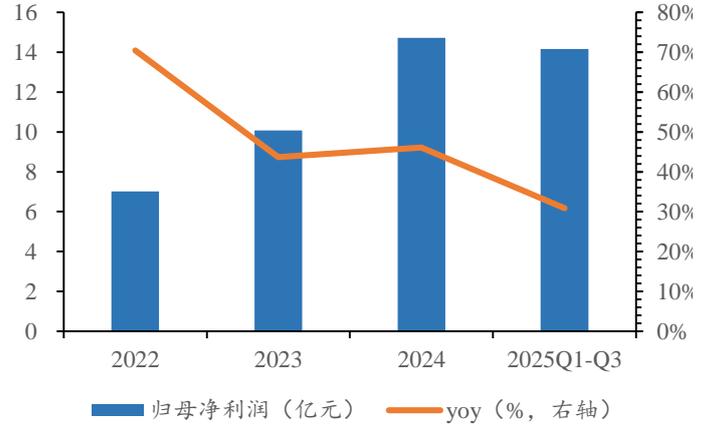
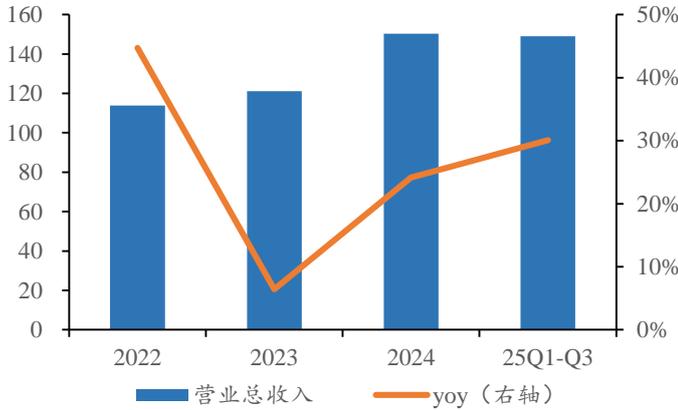
营收规模上看，公司自24年起营收规模迎来同比超过20%的快速增长，25年前三季度已实现149亿的营收，同比+30%。

从归母净利润来看，2022年至2024年，公司利润规模实现了跨越式增长，2024年实现归母净利润14.7亿元，2025年前三季度的归母净利润已达14.2亿元，几乎与2024年全年持平。



图表2: 24年后公司发力两轮车业务进入高增长期(亿元)

图表3: 公司归母净利润高速增长(亿元)



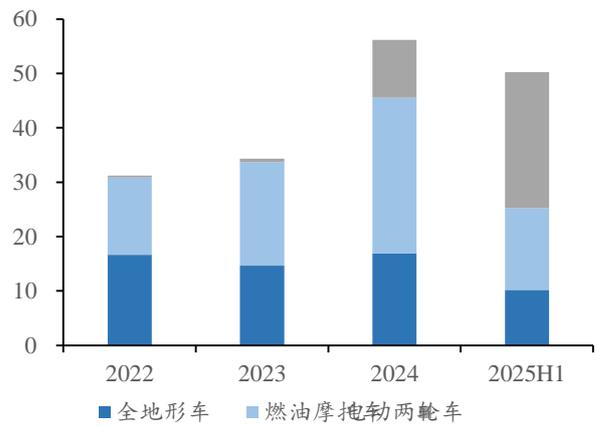
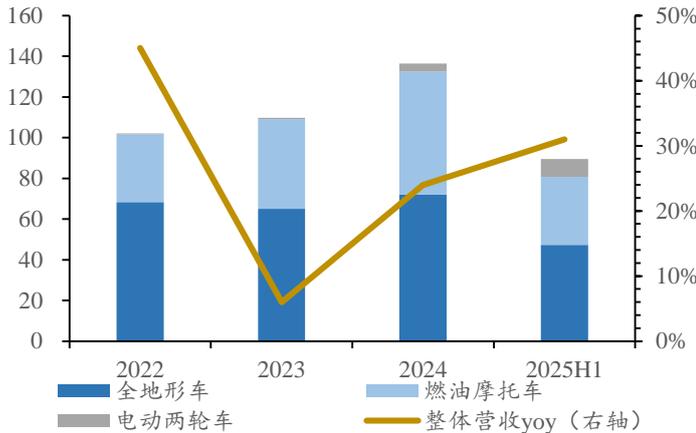
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

营收分产品看, 24年公司全地形车/燃油摩托车/电动两轮车营收 72/60/3 亿元, 同比增长 11%/37%/414%, 占比 53%/44%/3%。25H1 营收占比分别为 53%/37%/10%。其中电动两轮车 25H1 销量 25 万台, 较 24 年全年提升 15 万台, 主要受公司前期产品研发与渠道铺垫影响。

图表4: 公司各业务营收稳定增长(亿元)

图表5: 四轮销量稳定, 两轮销量猛增(万台)



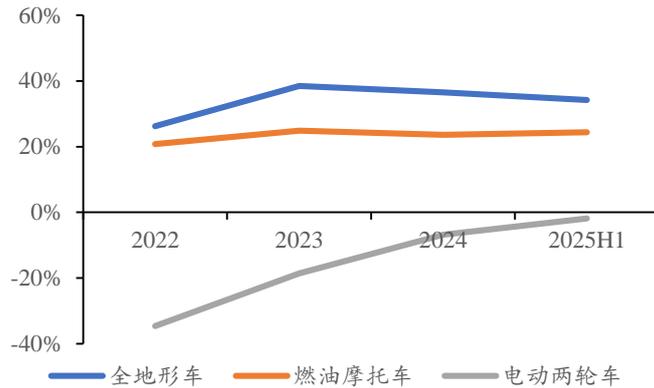
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

分业务毛利率看, 全地形车与燃油摩托车业务持续贡献稳定的正向毛利, 电动两轮车业务亏损逐年大幅收窄, 毛利率有望转正。全地形车业务产品以外销为主, 毛利率较高; 燃油摩托车业务, 公司主打中大排量高端产品, 境内外同步销售, 同样有较高毛利率; 电动两轮车业务, 由于处于快速发展阶段, 产品成本的规模效应未充分释放, 故毛利率为负, 随着公司电动两轮车从高端产品不断向日常出行类产品切换, 产品矩阵不断丰富, 规模效应随渠道布局增长得到释放, 负毛利率逐渐收窄。



图表6: 电动两轮车业务毛利率转正在即 (%)



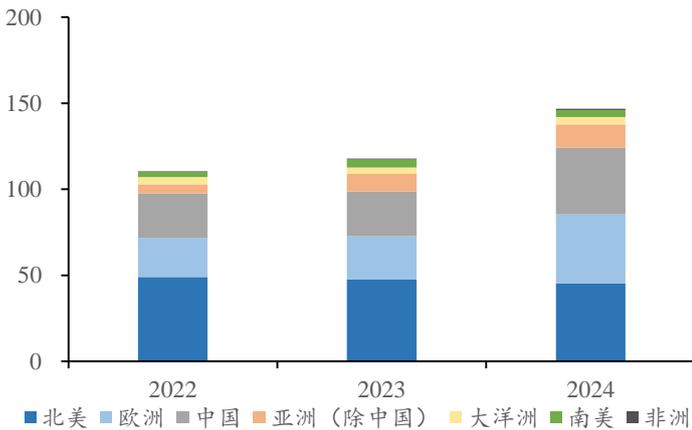
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 全球化产能布局: 营收中欧双驱动, 产能墨泰两供应

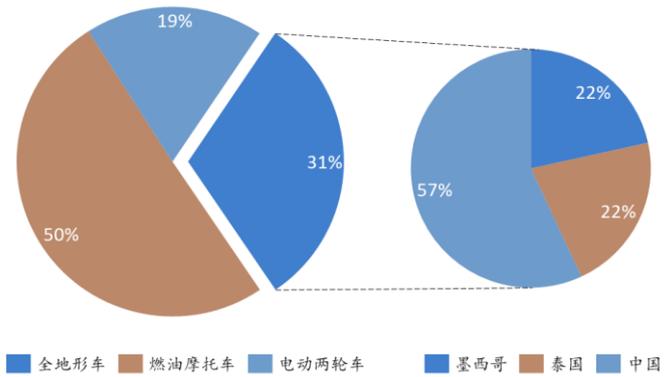
分地区市场营收方面, 欧洲和中国两个地区为近期营收增长点。公司 24 年欧洲/中国市场营收分别为 40/39 亿元, 同比增长 58%/50%, 占比 27%/26%, 成为带动公司业绩增长的显著极点。美国市场作为营收结构的一大支柱, 贡献稳定营收, 为公司提供了坚实的基本盘。其余亚洲 (除中国)、大洋洲、非洲均有一定增长, 预计后期有较大开发潜力。

图表7: 公司欧洲、中国营收显著增长 (亿元)

图表8: 24 年产能结构, 积极布局海外产能



来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 中国证券报, 国金证券研究所

业务产能布局方面, 公司各业务产能结构较为均衡。24 年燃油摩托车产能占比达 50%, 约 37.7 万台; 全地形车占比 31%, 约 23.2 万台; 电动两轮车产能占比 19%, 约 13.8 万台。根据公司最新的可转债募集公告, 浙江嘉兴桐乡工厂将于 27-28 年内建成投产, 预计带来 20 万台燃油摩托车、170 万台电动自行车、110 万台电动摩托车的产能增量。

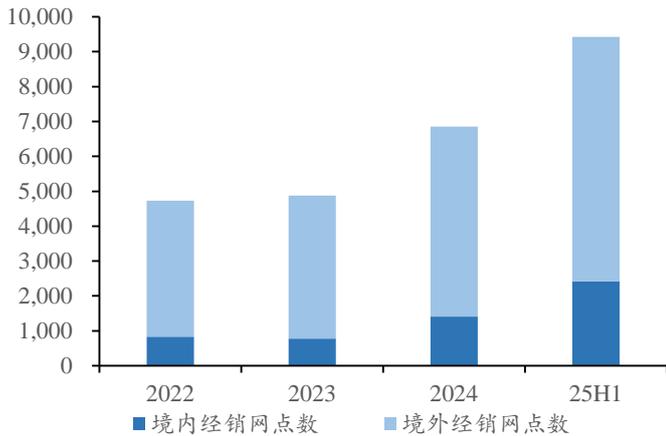
国别产能布局方面。24 年公司全地形车业务率先实现全球化制造, 形成了稳固的三角布局: 中国基地产能占比 57%, 约 13.2 万台, 保持核心制造与研发优势, 统筹全球供应。海外双基地产能合计占比约 43%, 墨西哥工厂达 5 万台产能、泰国工厂达 5 万台产能, 尚未满产, 未来根据产销量进一步规划扩产方案。其中, 墨西哥工厂作为北美市场的“近岸桥头堡”, 不仅能大幅缩短物流周期, 更能有效规避关税波动等地缘贸易风险; 泰国工厂则有效覆盖东南亚及辐射其他海外市场。

1.4 渠道布局: 境内外渠道快速扩张

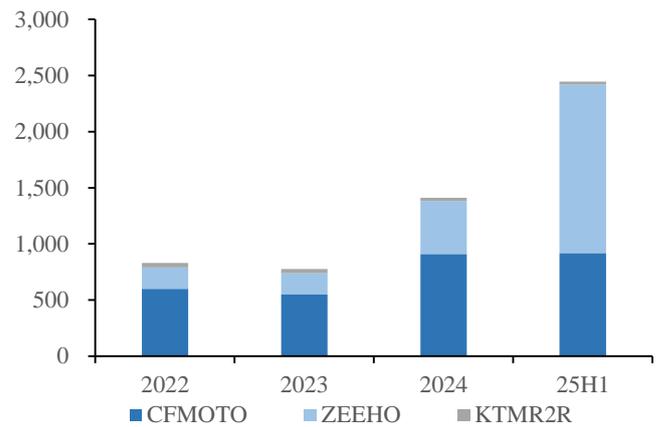
渠道布局方面, 销售网络实现高质量覆盖。公司境内境外市场渠道数量自 24 年起开始快速扩张, 25H1 境内外分别拥有 2,000 余家、7,000 余家经销商渠道。境内渠道中, 极核 ZEEHO 品牌渠道 25H1 大幅拓展至 1500 余家, 未来三年左右预计投入 7 亿元人民币, 将门店渠道数拓展至约 7,000 家, 预计新增 138 家旗舰店、1,008 家中心店、3,632 家空间店和 122 家服务中心, 覆盖国内 31 个省市, 向同行公司看齐。



图表9: 境内外经销商渠道快速扩张 (家)



图表10: ZEEHO 境内渠道网点数引领增长 (家)



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

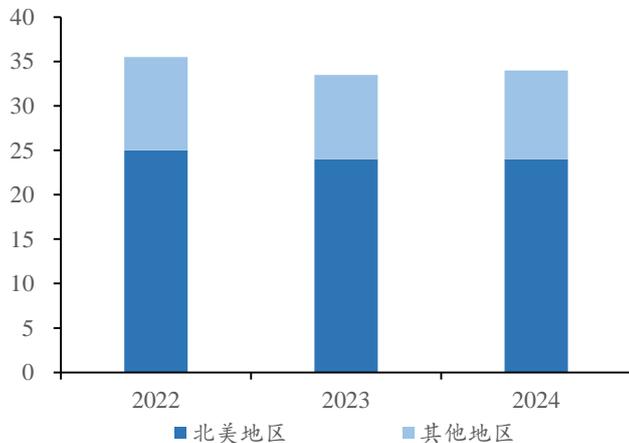
2. 全地形车: 存量博弈寻 Alpha, 全球产能重构与产品结构向上共振

2.1 行业: 全球竞争格局分散化, 高端价值化 UTV/SSV 格局明显

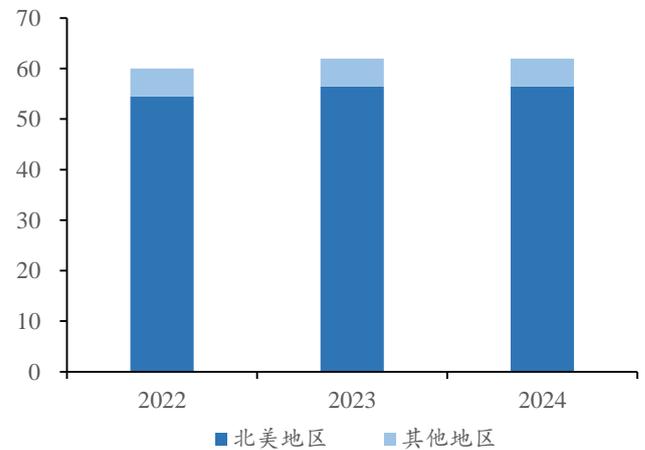
UTV/SSV 高占比带来增长机会。根据 polaris2024 年报数据, 从市场销售规模看, 24 年整体全地形车全球销售 96 万辆, 其中 UTV/SSV 销量常年占比 60%以上。

分产品看,ATV 市场整体保持稳定, 2024 年略有回升态势, 在非北美地区的应用场景更为广泛, 销量占比接近 30%。UTV/SSV 市场展现出较高的成熟度与稳定性, 其中北美地区占据了绝对统治地位, 市场份额高达 90%以上。

图表11: ATV 全球销量平稳 (万辆)



图表12: UTV/SSV 全球销量北美占比极高 (万辆)



来源: Polaris 公司公告, 国金证券研究所

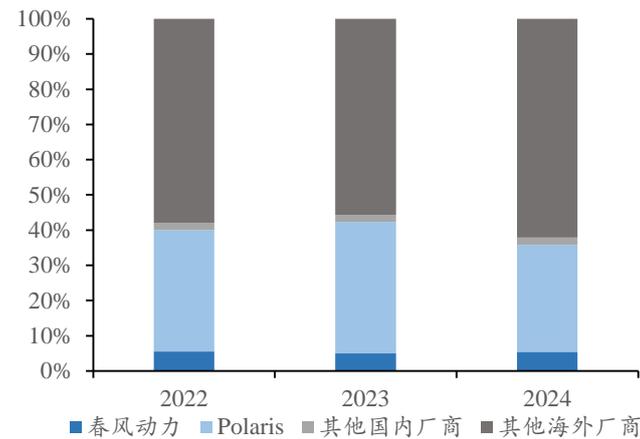
来源: Polaris 公司公告, 国金证券研究所

竞争格局方面,全球寡头垄断格局出现松动, 龙头去库存调整期凸显公司份额韧性。市场结构上, 全球市场份额主要由海外巨头把控。2024 年, 包括本田、庞巴迪 BRP、雅马哈在内的其他海外厂商与行业龙头 Polaris (北极星) 合计占据了全球 92% 的市场份额。春风动力作为中国全地形车行业的绝对领军者, 在全球市场中维持着 5% 的稳固份额, 是唯一能与国际一线品牌正面抗衡的中国力量。

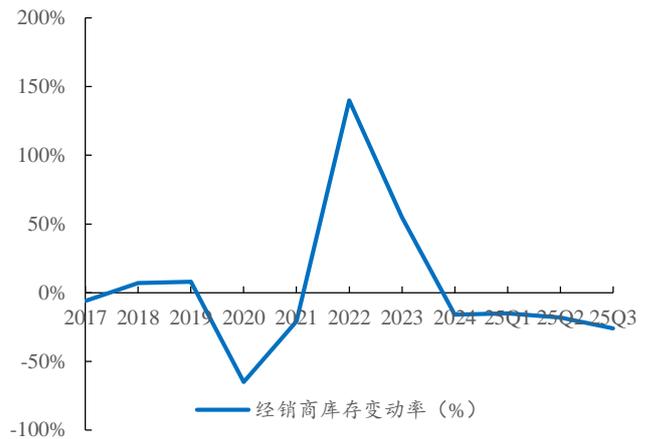
行业龙头动向上,行业霸主 Polaris 的市占率从 2023 年的 37% 大幅回撤至 30%, 主要由于 1) 北极星公司在北美市场采取了激进的去库存策略, 经销商 ORV 库存持续下降, 导致批发销量显著低于零售销量, 被动拉低了当期市占率。2) 在北美市场通胀压力下, 以娱乐属性为主的细分市场的需求疲软, Polaris 不得不增加促销成本, 导致净售价下降, 进一步挤压了营收规模。在行业龙头遭遇需求逆风与去库存周期的背景下, 春风动力在 2024 年依然稳住了 5% 的全球市场份额。



图表13: 全地形车全球市占格局: 龙头下降春风维稳



图表14: Polaris ORV 业务北美经销商库存持续下降



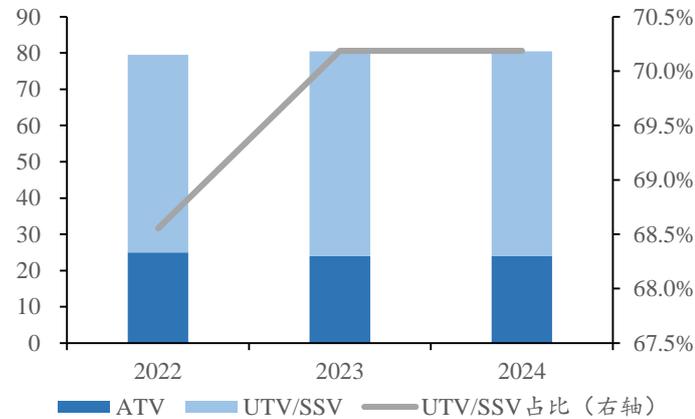
来源: 春风动力年报, Polaris 公司公告, 观研产业研究, 国金证券研究所

来源: Polaris 公司公告, 国金证券研究所

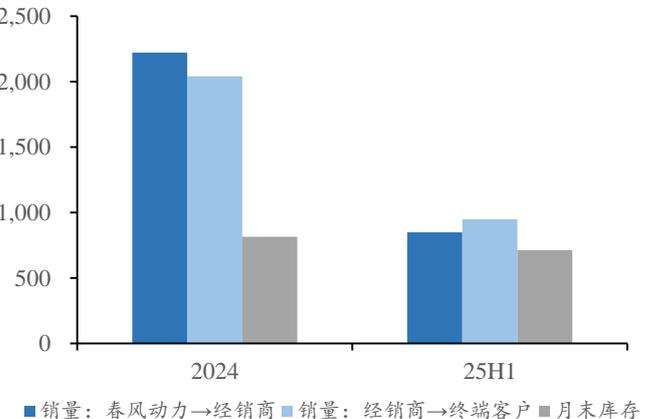
北美市场方面, 从市场容量来看, 北美市场规模常年维持在 80 万辆左右的量级, 占据了全球绝大部分份额。市场结构的演变上, 由于农场作业、家庭户外娱乐等刚需场景的驱动, 具备更强装载能力和安全性的 UTV/SSV 渗透率稳定在 70% 的高位。根据 2023 年 11 月 2 日, 春风动力美国销售副总裁 Jacob Mirabal 在明尼苏达州普利茅斯春风动力美国新总部落成仪式上的官方演讲, 公司在美国 UTV 市占率 9.2%, 市场排名已升至第四位, 成功超越铃木、雅马哈等老牌日系劲旅, 正加速向第一梯队 (北极星、庞巴迪、本田) 发起冲击。

北美经销商渠道与库存方面, 公司仍处于去库存周期。25H1 公司在美主要经销商终端销售量显著高于批发发货量, 月末库存从 2024 年的 814 台进一步降至 713 台。

图表15: 北美市场全地形车销量仍由 UTV/SSV 占主流 (万台)



图表16: 公司北美主要全地形车经销商仍处去库存阶段 (台)



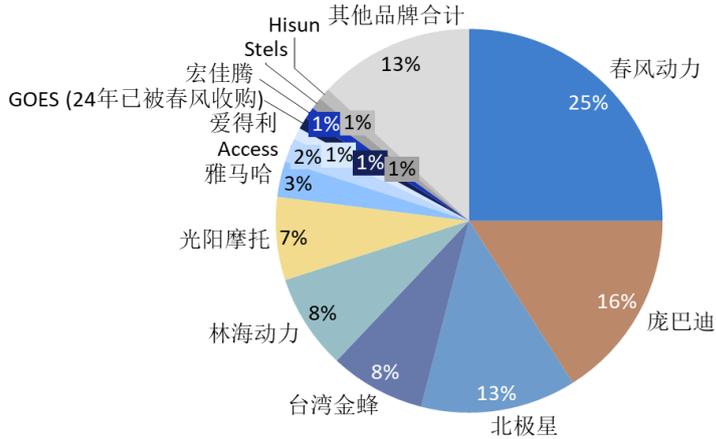
来源: Polaris 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

欧洲市场方面, 公司市占率常年第一。CFMOTO 主打大排量市场, 2024 年通过收购 GOES 形成“CFMOTO+GOES”双品牌强互补战略, 分别占据高端与性价比市场。2020 年起公司确立了欧洲全地形车市场的霸主地位, 以 25% 的市占率稳居第一; 2025 年春风动力英国官网披露, 其 ATV 和 UTV 业务于 2024 年 9 月超越本田, 成为英国销量第一, 公司在欧洲市场中产品力已获得高度认可。未来公司将通过“CFMOTO 主攻高端性能、GOES 承接中低端性价比”的组合拳, 进一步清洗宏佳腾、Stels、Hisun 等分散的长尾品牌的份额, 市占率预计达到更高水平。



图表17: 公司全地形车欧洲市占第一 (2020.1-2020.9)



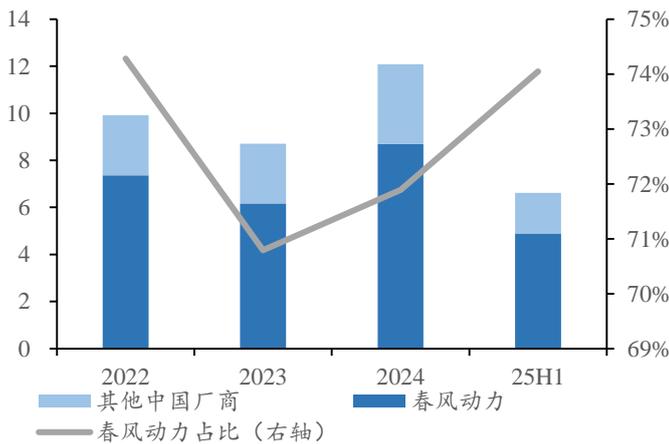
来源: 公司官网, 春风动力英国官网, 国金证券研究所

2.2 公司: 国内出口龙头, 产品有高性价比优势

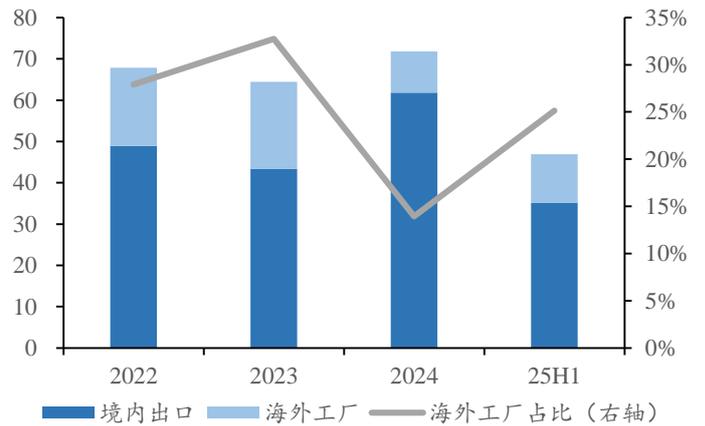
国内出口方面, 公司全地形车出口额长期占据中国同类产品出口总额的70%以上, 自2023年小幅波动后, 2024年-25H1出口市占份额持续增加。

境外销售额结构上, 公司展现出国内外双轮驱动和动态平衡能力。公司泰国工厂和墨西哥工厂分别于21年12月和23年7月建成投产, 专业服务于美国市场的出口业务。2024年, 受美国市场去库存周期的影响, 海外工厂销售额占比短暂下探至14%的历史低点。进入25H1, 随着美国渠道库存回归健康及墨西哥工厂产能爬坡完成, 海外工厂销售占比迅速回升至25%。在2024年美国市场低迷时, 公司通过境内出口实现了对冲。2024年境内出口额逆势飙升至历史最高位, 通过欧洲等其他市场填补了美国市场的缺口, 展现了国内出口与海外生产的配置灵活性。

图表18: 图表16: 中国全地形车出口: 春风保持龙头 (亿美元)



图表19: 公司全地形车境外销售额结构: 海外工厂直销比重逐渐恢复 (亿元)



来源: 公司公告, WIND, 中国摩托车商会, 国金证券研究所

来源: 公司公告, WIND, 中国摩托车商会, 国金证券研究所

产品方面, 公司主打高性价比概念。ATV领域: CFORCE 1000 Touring以84 HP的强劲动力对标北极星 Sportsman XP 1000 (90 HP), 虽然马力微弱落后, 但售价仅为10,499美元, 远低于庞巴迪和北极星同类大排量旗舰售价。UTV领域: 公司最新推出的 UFORCE U10 Pro 是打破行业格局的重磅单品。其搭载的998cc三缸引擎可输出88HP, 动力性能超越了北极星旗舰款 Ranger XP 1000 NorthStar的82 HP, 在动力领先的前提下, 其24,499美元的售价比北极星低5,500美元, 有显著性价比优势。

图表20: 公司全地形车产品有显著性价比优势

品牌	车型	类别	引擎	马力	美国指导价
----	----	----	----	----	-------



	品牌	车型	类别	引擎	马力	美国指导价
ATV	CFMOTO	CFMOTO CFORCE 1000 Touring	大排量旗舰	963cc V 双缸	84 HP	\$10,499
	Can-Am	Can-Am Outlander 850-1000R	大排量旗舰	999cc V 双缸	101 HP	\$15,399
	Polaris	Polaris Sportsman XP 1000	大排量旗舰	952cc 双缸	90 HP	\$15,499
UTV	CFMOTO	CFMOTO UFORCE U10 Pro Highland	高端空调版	998cc 三缸	88HP	\$24,499
	Polaris	Ranger XP 1000 NorthStar	高端空调版	999cc DOHC	82HP	\$29,999

来源：各公司官网，国金证券研究所

3. 燃油摩托车：出口高速增长，公司中大排量份额加速跃升

3.1 行业：全球市场平稳，春风提升空间广阔

市场规模上，进入五千万辆级的稳态存量期，基本盘极具韧性。全球燃油摩托车市场已步入成熟期，展现出极强的抗周期韧性。根据 Statista 数据预测，2015 年至 2028E，全球燃油摩托车年销售量长期稳定在 5,000 万辆的中枢水平上下波动。

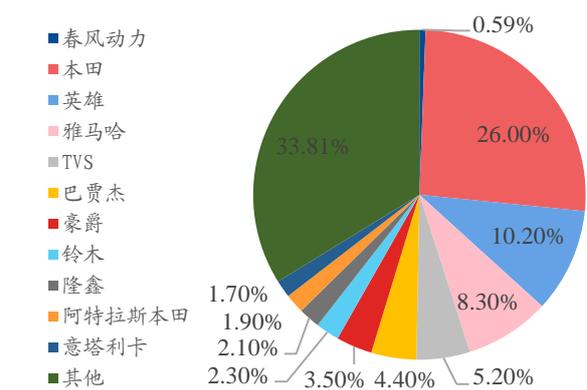
竞争格局上，全球竞争版图呈现出典型的金字塔结构。本田以 26% 的市场份额断层领先，稳居全球霸主地位；紧随其后的是印度本土巨头英雄以及日系老牌雅马哈，再加上 TVS、巴贾杰等，头部厂商占据了半壁江山。目前春风动力在全球销量份额中仅占不到 1% 的份额，天花板极高。

图表21：燃油摩托车全球市场销量稳定（万辆，%）



来源：Statista，国金证券研究所

图表22：2025 燃油摩托车全球市场销售量竞争格局：头部较为集中



来源：Statista，公司公告，国金证券研究所

新兴市场布局上，依托中大排量技术积淀，公司推出第二品牌 CFLITE 下沉小排量工具车领域，精准锁定拥有巨大人口红利的东南亚及拉丁美洲两大市场。根据 Statista 数据，东南亚地区摩托车年销量长期维持在 1,300 万辆的高位中枢，市场深度极佳，其中菲律宾市场占比稳定在 12% 以上；而拉丁美洲市场则处于成长期，预计年销量将从目前的 450 万辆攀升至 2030 年的 500 万辆以上，且核心市场墨西哥的份额占比高达 30% 左右。面对这两个合计近 2000 万辆的刚需蓝海，CFLITE 已先后在墨西哥、菲律宾成功举办产品发布会，未来将依托大排量技术下放与过往建立的泰国、墨西哥成熟的供应链优势，快速攫取市场份额，为公司构筑新增长曲线。



图表23: 摩托车东南亚市场销量稳定 (万辆, %)



图表24: 摩托车拉丁美洲市场销量持续增长 (万辆, %)



来源: Statista, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

国内市场情况, 行业已成功走出 2022 年的剧烈波动期, 步入高质量的稳健复苏阶段。2022 年受外部环境及消费预期转弱影响, 市场经历了显著的震荡。但进入 2024 年下半年, 月度销量呈现出稳中有升的态势, 同比增速持续维持在 10% 以上。

图表25: 国产燃油摩托车销量近年稳步上升 (万辆, %)



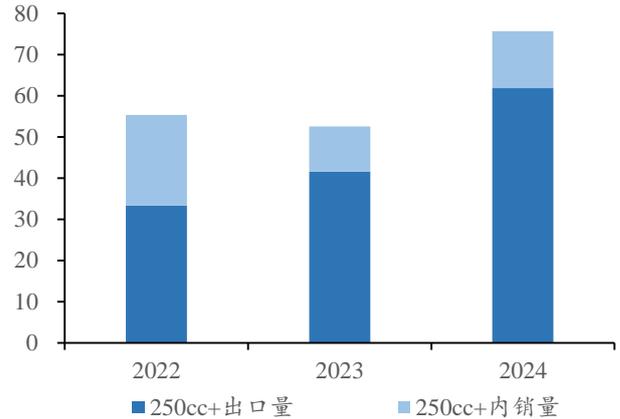
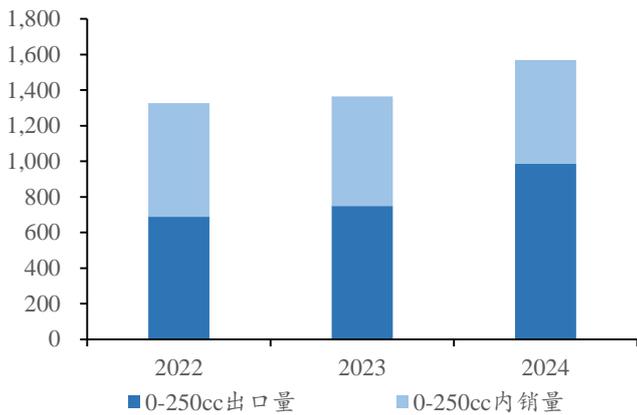
来源: WIND, 中国摩托车商会, 国金证券研究所

按排量段分, 小排量依赖出口托底, 中大排量外销大幅增长。0-250cc 作为行业现金牛基石, 其总销量在 2024 年突破 1,400 万辆大关, 创下近三年新高。国内工具车/通勤车市场需求饱和, 小排量内销从 2022 年的 638 万辆持续萎缩至 2024 年的 581 万辆; 中国小排量摩托车制造正向全球制造基地转型, 小排量出口从 2022 年的 689 万辆跃升至 2024 年的 988 万辆。250cc+ 大排量市场的内销在 2022 年达到约 22 万辆的高点后基本保持稳定, 2024 年内销规模收缩至 14 万辆。与内销的略显疲软形成鲜明对比的是出口端的高速增长。250cc+ 摩托车的出口量从 2022 年的约 33 万辆, 飙升至 2024 年的约 62 万辆, 三年间实现了几乎翻倍增长, 远超内销规模。



图表26: 中国小排量油摩内销萎缩, 出口增长 (万辆)

图表27: 中国中大排量油摩内销稳定, 出口增长 (万辆)

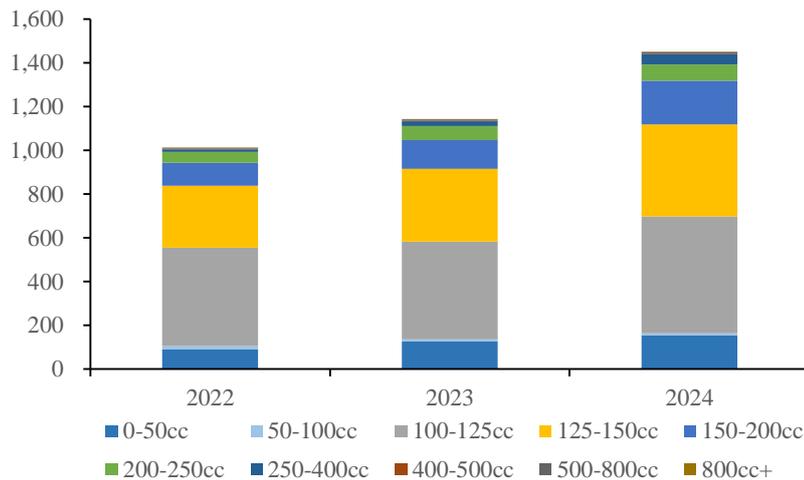


来源: Wind, 中国摩托车商会, 国金证券研究所

来源: Wind, 中国摩托车商会, 国金证券研究所

国内出口情况, 排量结构上移, 大排量占比提升。2022-2024年的油摩出口量的排量结构, 小排量仍是基石, 但中大排量的总体量级在显著扩容, 250-400cc排量段24年出口47万辆, 同比+120%; 800cc+排量段24年出口1万辆, 同比+1023%。

图表28: 中国燃油摩托车出口: 中大排量结构化提升 (万辆)



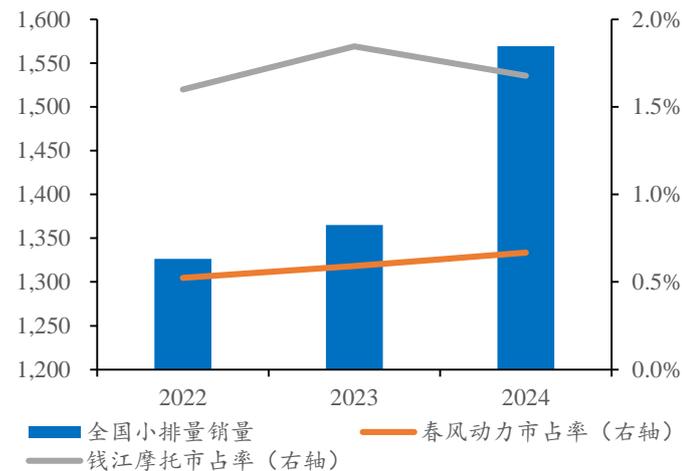
来源: 海关总署, 国金证券研究所

国内竞争上, 公司各排量段市占率均稳定提升, 中大排量段增长明显。小排量段市场, 面临行业龙头的强势竞争与市场波动, 公司保持战略克制, 不盲目通过价格战换取短期规模。依托差异化的产品力, 公司在该领域的市占率呈现出稳中有升的良性趋势。在公司资源重点集中的中大排量段市场, 受益于全国销量规模从约55万辆扩张至约76万辆的行业贝塔红利, 公司更获取了显著的份额阿尔法。2022年, 行业领军者钱江摩托以超30%的市占率占据显著优势, 彼时春风动力市占率约为13%, 处于追赶态势。经过两年多的产品迭代与渠道深耕, 公司成功实现了对行业标杆的加速追赶, 截至2024年公司市占率达24%, 成为国内中大排量段销量第一。

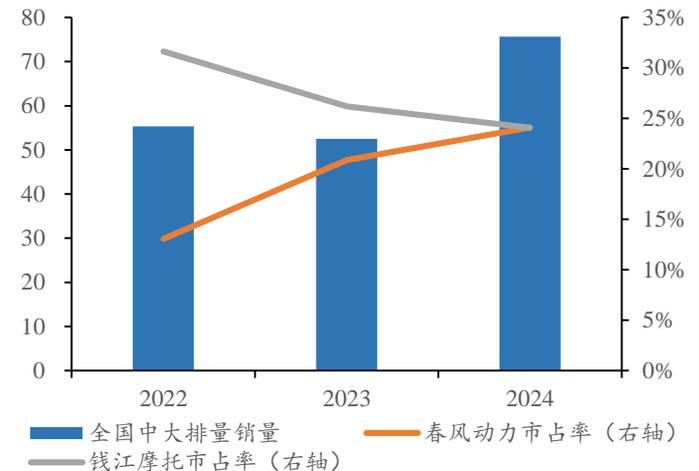
营收与毛利率方面, 公司油摩营收有较大增长速度, 2024年实现营收60.37亿元, 同比增长37%。公司相较同行的毛利率差正在逐步收窄, 从2022年公司油摩业务实现毛利率20.8%, 与同行相差6.4ppt; 收窄至25H1毛利率24.3%, 与同行相差2.6ppt。



图表29: 国产小排量油摩竞争格局 (万辆, %)



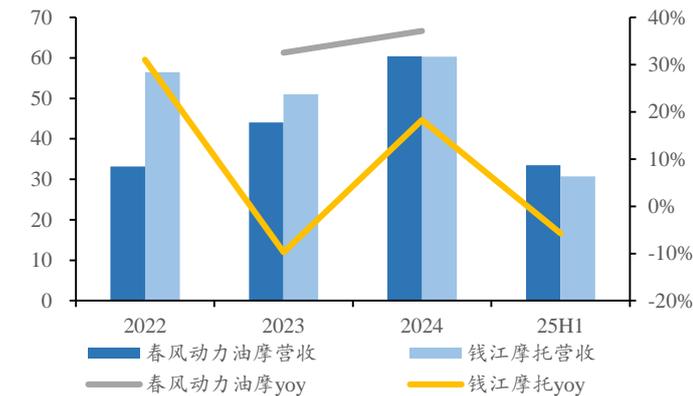
图表30: 国产中大排量油摩竞争格局 (万辆, %)



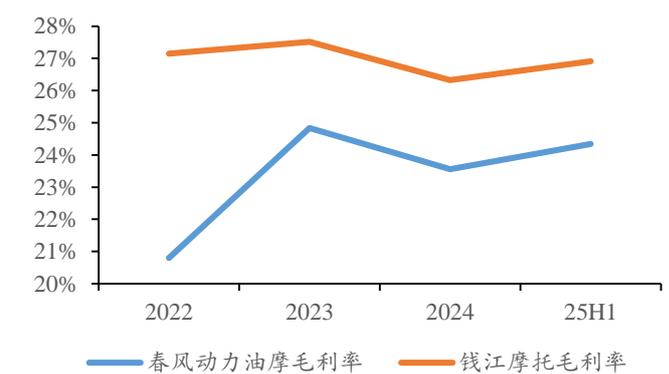
来源: 各公司公告, 中国摩托车商会, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 中国摩托车商会, 国金证券研究所

图表31: 春风动力油摩营收维持较快增速 (亿元, %)



图表32: 春风动力油摩业务与同行毛利差逐步收窄 (%)



来源: Wind, 各公司公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 各公司公告, 国金证券研究所

3.2 公司: 精准卡位中大排量段高增长赛道, 产品、品牌、渠道合力筑牢龙头护城河

产品布局方面, 春风动力构建了极为完善的燃油摩托车产品矩阵, 覆盖了从入门级到公升级, 从街道通勤到专业赛道, 从长途摩旅到复古休闲的全场景需求。

图表33: 公司油摩产品实现全排量段、全场景覆盖

系列名称	代表车型	目标人群/核心卖点	关键配置与技术优势
SR 系列 (仿赛)	250SR	“年轻人的第一台仿赛”	• 空气动力学: 配备定风翼设计
	450SR	针对追求速度、颜值和激进骑行体验的年轻群体。	• 激进设定: 战斗的骑行三角
	675SR		• 市场地位: 公司的销量担当, 卡位入门进阶市场
NK 系列 (街车)	150NK	“极简操控主义”深受欧洲市场喜爱, 满足用户对机械裸露美感和纯粹操控的偏好。	• KTM 血统: 继承 KTM 设计风格, 注重轻量化与操控
	450NK		• 设计风格: 极简外观, 机械感强
	800NK		
MT 系列 (多功能探险)	800MT	“硬派长途摩旅”	• 核心技术: 依托 KTM 合作, 掌握高强度车架技术
	450MT	针对高附加值市场, 满足对通过性、装载能力和可靠性有极高要求的用户。	• 越野性能: WP 悬挂调校, 优异的非铺装路面能力
CL 系列 (复古巡航)	450CL-C	“悦己型生活方式” 针对追求格调、个性化的消费人群, 直接对标	• 精致化配置: 融合现代科技 (圆形 TFT 仪表) 与复古元素 • 传动系统: 采用皮带传动, 提升格调



系列名称	代表车型	目标人群/核心卖点	关键配置与技术优势
		本田 Rebel 500。	
TR-G 系列 (国宾车)	1250TR-G	“中国制造巅峰” 技术旗舰车型，国宾护卫队指定用车，代表顶级制造水平。	<ul style="list-style-type: none"> • 顶级配置：Brembo 刹车、WP 电子避震、JBL 音响 • 动力：中国最大排量摩托车 • 品牌价值：极大提升全系产品溢价能力

来源：公司官网，国金证券研究所

境外新品牌竞争优势，公司正式启动“CFLITE”小排量战略，意在通过将中大排量的技术下放实现对入门市场的竞争优势。“CFLITE”品牌主打务实的工具车概念，相较 CFMOTO 更减配、更便宜、更耐用。以墨西哥、菲律宾为切入点，作为国际大牌的子品牌，精准填补昂贵耐用的日系与廉价低质量的本地杂牌之间的市场真空。

图表34: CFLITE 产品参数: 丰富产品矩阵, 满足了本地细分市场需求

车型	CFLITE 230 DUAL	Italika DM 250	Honda XR150L	CFLITE 250NK	Italika 250Z
参考价格	\$43,999 (约¥1.6万)	\$32,999 (约¥1.3万)	\$47,999 (约¥1.9万)	\$52,999 (约¥2万)	\$40,999 (约¥1.6万)
价格策略	比本地白牌略贵, 远低于日系	低价	品牌溢价极高	比本地白牌略贵, 远低于日系	低价
发动机	230cc 单缸风冷	250cc 单缸风冷	149cc 单缸风冷	单缸水冷 (DOHC)	单缸风/油冷 (OHC)
动力参数	~16-17 HP	16.2 HP	12.3 HP	~26-27 HP	17.9 HP
核心卖点	用本田7折的价格, 买更大动力+春风品控	便宜, 摔坏了不心疼	极其保值, 极其耐造	花风冷车的钱, 买水冷性能	便宜, 配件易替换

来源：各公司官网，国金证券研究所

境内爆款竞争优势，CFMOTO 450SR 搭载 449cc 双缸水冷发动机，采用 270 度曲轴设计，赋予了并列双缸发动机类似 V 型双缸的低扭特性与独特的排气声浪，从物理结构上区隔了市场上泛滥的 180 度曲轴竞品，为消费者提供更具情感魅力的驾驶体验。

图表35: 爆款车型 CFMOTO 450SR 参数: 满足消费者视听享受

车型	CFMOTO 450SR/S	QJMOTOR 赛 450	无极 VOGE RR525
发动机	并列双缸 270° 曲轴	并列双缸 180° 曲轴	并列双缸 180° 曲轴
最大功率	~38 kW (50.3 hp) @ 9500 rpm	~39 kW (53 hp) @ 9500 rpm	~41 kW (55.7 hp) @ 9000 rpm
最大扭矩	40 N·m @ 7750 rpm	43 N·m @ 8000 rpm	50.5 N·m @ 7500 rpm
整备质量	~170 kg	~173 kg	~172 kg
轴距	1370 mm	1380 mm	1430 mm
主要卖点	270° 曲轴特性、颜值 (定风翼、单摇臂)、轻量化	配置堆砌、马力数据、单摇臂、驾驶舒适 (自动挡)	排量越级打击、低扭强、品控
国内售价	¥ 24,980	¥ 23,999	¥ 28,980

来源：各公司官网，国金证券研究所

品牌力方面，公司通过“国宾荣耀+赛道冠军+国际设计”三位一体，搭建了强健的品牌壁垒。1) 作为国宾护卫专用车制造商，公司拥有珍贵的国家背书，确立了产品绝对可靠、庄重的高端形象，在亚非拉政府市场极具号召力。2) 公司在 2024 年 MotoGP 赛事中历史性包揽年度“三冠王”，以硬核工业实力打破欧美垄断，将赛道荣耀转化为 SR 系列民用产



品的强劲销量与溢价能力。3)领先的国际审美,公司通过深度绑定KTM御用设计团队Kiska,公司打造了极具辨识度的家族化设计语言,摆脱了国产摩托车的廉价感设计,精准捕获全球年轻用户心智。

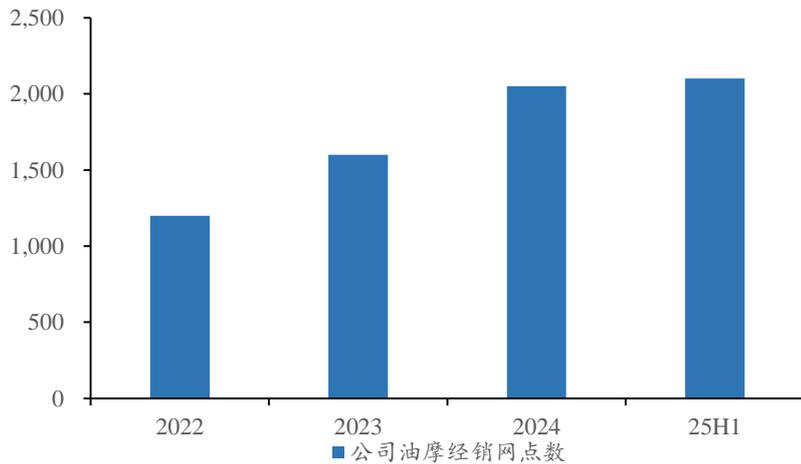
图表36: 春风油摩三位一体品牌壁垒

品牌维度	核心要素/标志性事件	商业价值与竞争优势
国家背书	国宾护卫专用车 2013年起入选,亮相阅兵、G20等	确立信任基石:拥有极其稀缺的政治资源,向全球展示产品的稳定性与可靠性,树立“国产摩托第一品牌”形象。
赛事文化	MotoGP历史性突破 2024赛季Moto3组别包揽车手/车队/制造商三冠	提升品牌溢价:证明公司具备世界级的工业制造与研发实力,将冠军荣耀投射至民用量产车,极大增强粉丝粘性。
设计美学	Kiska Design深度合作 锐利线条、家族化设计、春风蓝	强化全球审美:引入欧洲顶级设计标准,摆脱传统国产车的廉价标签,以高价值的产品力切中全球年轻消费者的核心痛点。

来源:公司官网,公司公告,Kiska官网,国金证券研究所

渠道布局方面,公司油摩经销商网点数经历了快速增长,从2022年的约1200家迅速扩张,至2024年已突破2000家大关。

图表37: 春风油摩经销商网点数(家)



来源:公司公告,国金证券研究所

4. 极核电动车: 无视行业震荡演绎“独立行情”, 高端智能化突围开启倍增周期

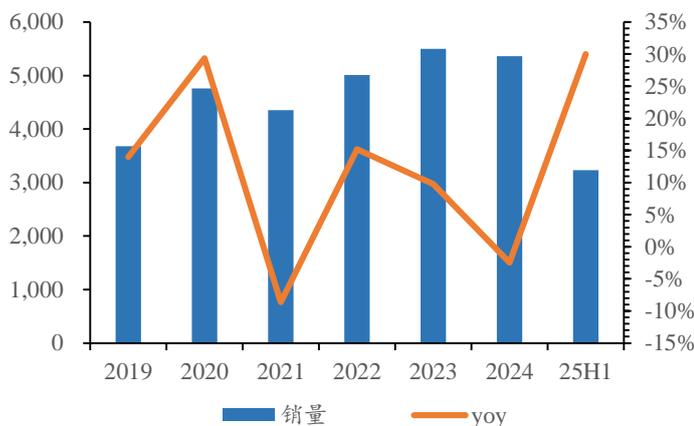
4.1 行业: 行业走出低谷时期, 25上半年报复性反弹、下半年高位震荡

从中国市场规模看,市场已度过2024年的调整期,2025年展现出极强的修复弹性,但季度间的波动性显著增强。2024年受“新国标”出台、换购红利消退及消费环境影响,全行业销量出现明显回撤,同比增速录得-2%的负增长,为近三年来的低点。进入2025年,行业迎来了显著反转。25H1销量规模突破3000万辆级,同比增速飙升至约30%,显示出积压的刚需在政策末期或消费回暖的驱动下集中释放。进一步拆解2025年的月度数据,Q1-Q3冲高,其中3月是全年景气度的顶点,单月销量yoy高达+56%,随后4-8月虽有回落,但仍维持在20%-28%的高双位数增长区间。进入9月后,受新国标正式实施的影响,销量同比增速骤降至-27%,尽管10月受清库存的影响短暂回正,但11月再次探底至-27%。



图表38：中国电动两轮车年度销量稳健（万辆，%）

图表39：中国电动两轮车月度销量25年上半年反弹、下半年震荡（万辆，%）



来源：Wind，奥维云网，国金证券研究所

来源：Wind，奥维云网，国金证券研究所

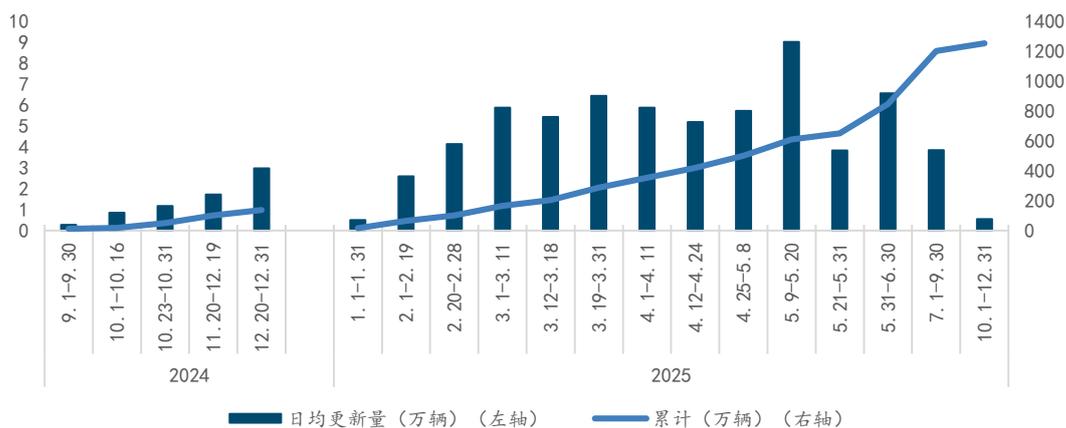
国补以旧换新机制利好中高端车型，相对性价比凸显。2025 补贴政策呈现两大特征，利好极核等中高端智能品牌：

1) 价格带定额/比例补贴提升高端车吸引力：政策多采用定额或比例补贴。对于高客单价的极核车型而言，叠加旧车残值折抵，补贴后的实际支付价格显著下探。实际上提升了中高端车型的相对性价比，利用价格弹性激发了用户的消费升级需求，利好极核此类具备高颜值、高性能属性的升级替换型产品。

2) 供给侧出清，份额向“白名单”头部集中：各省政策严格挂钩《电动自行车行业规范条件》及“白名单”企业，并将电池安全及 3C 认证作为硬性门槛。这意味着大量未达标的尾部品牌将被排除在补贴名单之外，甚至因成本上升而退出市场。极核背靠春风动力成熟的摩托车制造体系，在合规性、电池安全技术及智能化研发上具备天然优势，有望在行业清洗中承接中高端存量市场的转移份额。

以旧换新推进：根据商务部，2025 年全年电动自行车以旧换新累计超 1250 万辆，是 2024 年全年水平的 9 倍以上，带动电动自行车销量增长。

图表40：2025 年全年全国电动自行车以旧换新累计量超 1250 万辆



来源：商务部，新华社，新华观点，央视新闻，国金证券研究所

图表41：部分省份以旧换新通知梳理

地区	各省电动自行车以旧换新最新通知的重点表述摘录
湖北省	在 2025 年国家相关政策出台前，湖北省电动自行车以旧换新补贴活动按照 2024 年《湖北省电动自行车以旧换新实施细则》（鄂商务发〔2024〕34 号）执行。



地区	各省电动自行车以旧换新最新通知的重点表述摘录
江苏省	对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，按新车最终销售价格 30%予以“立购立减”补贴，每人可补贴 1 辆新车，不超过 1000 元，补贴金额不包含旧车回收金额。各地要探索拓展电动自行车交旧购新渠道和模式，开展以旧换新活动，推动老旧电动自行车应换尽换。
广西壮族自治区	新车购置发票价格 2500 元（不含）以下的，补贴 300 元；发票价格 2500 元（含）-3000 元（不含）的，补贴 400 元；发票价格 3000 元（含）以上的，补贴 500 元。用于参加以旧换新活动的电动自行车新车，应具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证（CCC）证书。
上海市	2025 年本市电动自行车以旧换新补贴活动仍按照《上海市电动自行车以旧换新补贴实施细则》（沪商规〔2024〕16 号）执行。
湖南省	从 2025 年 1 月 1 日起，启动实施 2025 年湖南省电动自行车以旧换新跨年度衔接政策。在国家 2025 年电动自行车以旧换新政策发布前，衔接政策实施范围、补贴标准等按照现有标准执行。
河北省	政策衔接时间为 2025 年 1 月 1 日 0 时至河北省 2025 年消费品以旧换新政策文件正式印发。期间电动自行车补贴范围继续延续 2024 年我省已经参与以旧换新补贴的商品，相关补贴标准延续 2024 年补贴标准。
贵州省	从 2025 年 1 月 1 日起至 2025 年贵州省电动自行车以旧换新补贴政策出台期间，个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购合格新车的，纳入补贴范围。补贴标准按照《省商务厅等 5 部门关于印发〈贵州省电动自行车以旧换新补贴实施方案〉的通知》（黔商发〔2024〕17 号）执行。
海南省	2025 年 1 月 1 日至 2025 年 1 月 31 日期间，海南省电动自行车以旧换新相关补贴标准、补贴条件、申报流程等均按照 2024 年政策执行。2025 年 2 月 1 日起，按照 2025 年海南省汽车置换更新、电动自行车以旧换新补贴政策执行。
山东省	自 2025 年 1 月 1 日起至我省 2025 年消费品以旧换新正式文件印发之日为政策衔接期，衔接期内电动自行车补贴政策延续实施，各品类补贴标准延续 2024 年标准不变，补贴申领时间、方式不变。
新疆维吾尔自治区	2025 年 1 月 1 日至 12 月 31 日期间，对个人消费者在新疆行政区域内（不含兵团，下同）交售用于报废的老旧电动自行车并换购电动自行车新车的，每辆给予一次性补贴 500 元；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，给予额外 100 元的补贴。
江西省	从 2025 年 1 月 1 日起，启动实施 2025 年江西省电动自行车以旧换新政策，在国家 2025 年电动自行车以旧换新政策发布前，相关补贴范围、补贴标准等按照现有政策执行。
广东省	2025 年 1 月 1 日至国家新政策印发前期间的补贴申请，活动平台只受理不作审核，待明确规则和标准后再审核和发放补贴。
福建省	对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购合格新车的，给予一次性“立购立减”补贴 500 元，对交售报废老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的，额外继续补贴。
辽宁省	2025 年我省电动自行车以旧换新活动仍按照上一年度补贴政策执行。2025 年消费品以旧换新国家政策出台后，我省将按照国家政策要求及时调整，并按照国家有关标准执行。
黑龙江省	2025 年补贴政策，待国家相关文件出台后组织实施。
重庆市	2025 年 1 月 1 日起至我市 2025 年电动自行车以旧换新文件正式印发之日期间，对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购电动自行车新车或两轮电动摩托车（含两轮电动轻便摩托车）新车的，接续给予政策补贴。补贴标准、补贴方式接续 2024 年政策不变。
青海省	在青海省省内交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的个人消费者补贴 600 元，换购其他类型电池电动自行车补贴 500 元，每位消费者可享受 1 次补贴。

来源：各省政府官网，国金证券研究所

图表42：各省补贴额度及产品要求对比梳理

	时间区间	补贴额度	换购车产品要求
湖北	2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日	满 1500 元(含)，每辆车补贴 500 元；满 2000 元(含)，每辆车补贴 600 元；满 3000 元(含)，每辆车补贴 700 元；满 4000 元(含)，每辆车补贴 800 元；换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，每辆车再额外补贴 100 元	符合《电动自行车行业规范条件》企业生产



	时间区间	补贴额度	换购车产品要求
上海	2024年10月16日-2025年6月30日	一次性500元购车立减补贴	获得国家强制性产品认证证书
海南	2025年2月1日-2025年12月31日	车价20%补贴,最高500元;报废锂离子蓄电池电自,且换购铅酸蓄电池电自,定额补贴600元,不再按新车销售价格的20%给予补贴	符合国家标准
重庆	2025年1月24日-2025年12月31日	500元定额资金补贴	符合国家标准
江苏	2025年1月1日-2025年12月31日	最终销售价格的30%,最高不超过1000元	符合国家标准及经强制性产品认证
云南	2025年1月21日-2025年12月31日	补贴500元	具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证(CCC)证书
广西	2025年1月1日-2025年12月31日	按新车价格分三档补贴: 2500元(不含)以下,补贴300元 2500元(含)-3000元(不含),补贴400元 3000元(含)以上的,补贴500元	具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证(CCC)证书
浙江	2025年1月26日-2025年12月31日	车价40%补贴,最高不超过1200元	具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证(CCC)证书
北京	2025年2月8日-2025年12月10日	售价不低于1500元新车,500元/辆;交售老旧锂离子蓄电池电自并购买铅酸蓄电池电自,额外补贴100元;对所交售旧车经过电池健康评估,额外补贴50元	购买《北京电动自行车产品目录》内新车且依法登记上牌

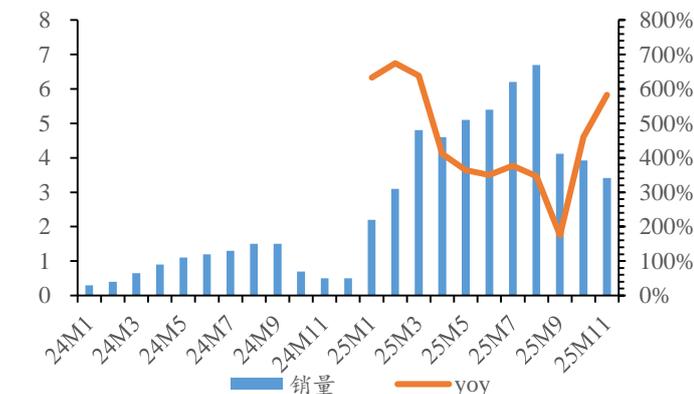
来源:各政府官网,国金证券研究所

4.2 公司:销量增长叠加渠道裂变,差异化“智能科技+油摩性能”定位构筑高端新势力

极核销量增速领跑全行业。2025年极核品牌迎来了业绩的集中兑现期。尽管受行业淡季影响,Q4绝对销量有所回落,但同比增速极高。根据奥维云网数据,2025年9月至11月,销量同比增速分别达到了174%/460%/583%,展现了公司产品在终端市场极高的热度与接受度。

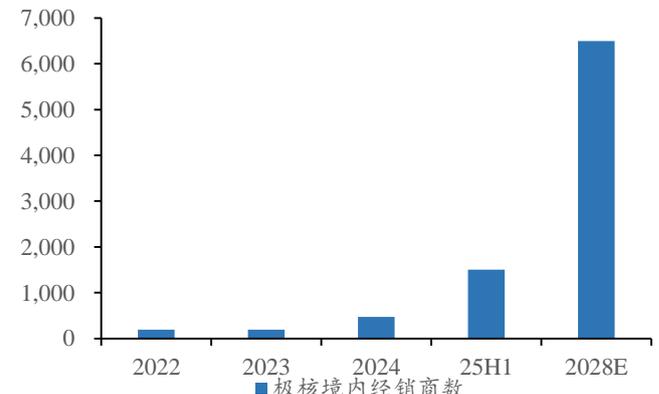
渠道扩张上,极核即将进入快速增长期,2025年为关键拐点。极核的渠道扩张已度过2022-2023年的试水期,2025年将是极核渠道裂变的关键拐点。极核25H1渠道数已达1500家,较24年增长217%;根据公司最新可转债发行公告披露信息,未来2-3年将新建4900家极核经销商网点,对标同行达到新的量级。

图表43:极核月度销量快速增长(万辆,%)



来源:奥维云网,公司公告,国金证券研究所

图表44:极核境内经销商数量快速增长(家)



来源:公司公告,国金证券研究所

门店策略上,公司通过高标建店确立高端调性,金字塔布局实现全域覆盖。极核品牌未



来三年将斥资近7亿元在核心消费城市新建4,900家门店。根据公司披露数据显示,其旗舰店装修单价高达1,675元/平米,通过高品质的终端形象锁定中高端客群,构筑品牌护城河。同时,公司规划了“138家旗舰店标杆杆+3,632家空间店铺规模”的金字塔式渠道结构,既保证了品牌调性不被稀释,又实现了对次级商圈的毛细血管式渗透,为后续销量快速增长打下坚实的物理基础。

图表45: 极核未来三年门店建设规划情况

门店类型	店面定位	核心选址区域	标准面积 (m²)	规划新建数量 (家)	单店装修投入 (万元)	装修单价 (元/m²)	功能侧重
旗舰店	标杆宣传 客户体验	一二线及省会城市	200	138	33.5	1,675	品牌展示、销售、全套售后
中心店	客户体验 产品销售	地级市重点商圈	150	1,008	20.7	1,380	深度体验、销售、售后
空间店	产品销售 简易售后	地级市次重点商圈	80	3,632	11.6	1,450	快速触达、简易服务
服务中心	售后服务中心	一二线及省会城市	100	122	13	1,300	纯售后支持
总计/均值	--	华东/华南/华中等 高潜力区	--	4,900	总投入: 6.92亿元	--	--

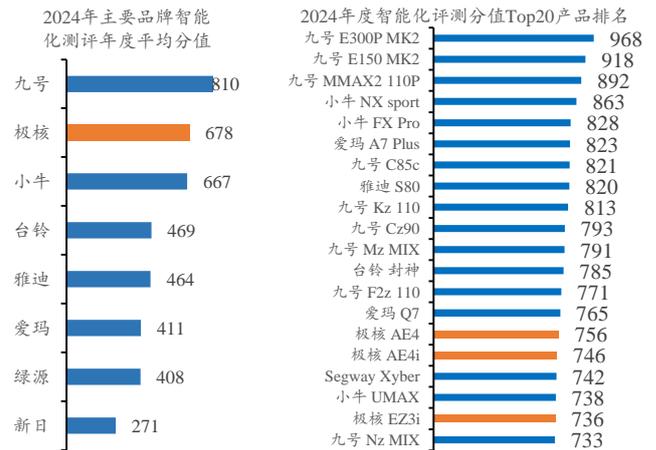
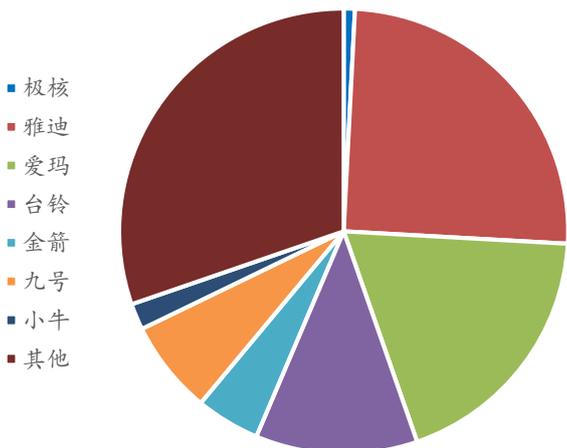
来源: 公司公告, 国金证券研究所

竞争格局方面, 目前国内电动两轮车市场呈现高度集中的寡头格局, 雅迪/爱玛/台铃分别占据25%/19%/12%的市场份额。极核目前虽然仅占据1%的市场份额, 但考虑到九号/小牛以7%/2%的份额占据了高端智能高地, 极核作为主打“高智能科技+油摩般性能”的差异化高端品牌, 预计未来在高端电摩市场有更大增长空间。

在高端电摩“智能化”领域, 极核已成功构建起深厚的技术护城河, 确立了仅次于九号公司的行业领先地位。根据艾瑞咨询2024年主要品牌智能化评测数据, 极核以678分的平均分高居行业第二, 稳坐智能势力第一梯队。在单品表现上, 极核的AE4、AE4i、EZ3i等多款车型凭借卓越的车机交互与智能控车体验, 强势入围年度智能化评测TOP20榜单。

图表46: 25年1-11月电动两轮车行业竞争呈寡头垄断格局 (%)

图表47: 24年极核智能化程度跻身行业前列



来源: 奥维云网, 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

产品端, 极核的产品定位高端智能, 以优秀的车架调教、骑行体验获得竞争优势

- 定位高端电摩领域希望有油摩般赛车体验的人群: 高端摩企车架技术、底盘调教技术下放, 带给高端电动消费者近似油摩的赛车体验。
- 定位油转电高端智能化市场: 作为油转电公司中唯一一家智能化技术达到行业领先地位的公司, 带给油转电消费者最佳的智能化体验。


图表48：极核爆款产品具有更优车架调教、骑行体验优势

车型	九号 M3 95c MAX	极核 AE4 MAX MY25
参考价格	¥ 6999	¥ 6899
轮胎	前 90/90-12	前 90/90-12 (正新抓地胎)
	后 110/70-12	后 100/80-12 (正新抓地胎)
电机功率	2200w (峰值 3300w)	1600w (峰值 3500w)
车架悬挂	双管车架	摩托级摇篮车架 + 可调减震
智能化	RideyGO! 系统	Z-Link 2.0 系统
核心卖点	高智能化, 较高续航	更好的车架调教, 更优骑行体验

来源：各公司官网，京东旗舰店，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计春风动力未来三年营收为 196.29/244.62/296.01 亿元，同比+30.53%/24.62%/21.00%；归母净利润 17.4/20.9/24.6 亿元，同比+18%/20%/18%。

关键催化因素：1) 极核电动业务持续扩张，毛利率有望转正；2) 全地形车业务，高端 UTV 市场高性价比爆款持续放量，ATV 市场性价比品牌“GOES”携大厂售后保障降价切入；3) 油摩业务，境内中大排量以独特“视听享受”持续领先，海外小排量“CFLITE”品牌切入低端工具车市场逐渐放量。

分产品看：

1) 全地形车：得益于北美市场消费者偏好向 UTV/SSV 转移，叠加公司 UTV/SSV 高端化产品策略奏效，新品 U10 PRO 凭借优异的性能与价格优势成功在高端领域打开销量，有助于拉动单车均价 (ASP) 的提升。同时，欧洲及其他海外市场保持稳健增长，收购 GOES 后双品牌战略进一步提升了市场覆盖率。随着墨西哥工厂产能爬坡及本地化率提升，成本优势将进一步显现。预计全地形车 25-27 年收入分别为 83.88/98.04/111.60 亿元，同比+16.34%/+16.88%/+13.83%。从量价拆分来看，预计 25-27 年销量分别为 19.53/22.19/24.51 万台，单车 ASP 分别为 4.29/4.42/4.55 万元。

2) 燃油摩托车：出口业务高速增长，成为核心增长引擎。中大排量产品凭借强劲的产品力在国内市场持续抢占份额，确立品牌溢价；同时，CFLITE 子品牌通过市场下沉策略，在东南亚及拉美市场快速放量，虽小排量占比提升对整体 ASP 略有摊薄，但规模效应显著。预计燃油摩托车 25-27 年收入分别为 73.90/86.93/100.58 亿元，同比+22.41%/+17.64%/+15.70%。从量价拆分来看，预计 25-27 年销量分别为 35.48/41.51/47.57 万台，单车 ASP 分别为 2.08/2.09/2.11 万元。

3) 极核电动车：2025 年是极核品牌的快速增长之年，依托智能化技术的行业领先优势及“摩企基因”带来的操控口碑，叠加渠道端的扩张，销量有望大幅增长，规模效应将大幅摊薄固定成本，盈利拐点在即。预计极核电动车 25-27 年收入分别为 20.24/36.13/53.96 亿元，同比+409.85%/+78.50%/+49.35%。从量价拆分来看，预计 25-27 年销量分别为 54.58/92.78/134.53 万台，单车 ASP 分别为 3709/3894/4011 元。

4) 配件：受益于极核电动车和全地形车 UTV 销量的上升，配件的销量同样具备一定的上升空间。预计 25-27 年收入分别为 13.98/18.45/23.99 亿元。

毛利率：极核电动车由于渠道端预计的大幅扩张叠加生产端新工厂的逐渐建成投产，我们预计 25-27 年极核毛利率为-0.8%/9.0%/13.0%。全地形车由于高端 UTV 占比提升拉动整体结构优化，以及墨西哥工厂产能爬坡带来的供应链降本，我们预计 25-27 年全地形车毛利率为 34.5%/35.0%/35.6%。燃油摩托车受海外开拓低端小排量工具车新市场，国内中大排量维持领先龙头地位影响，我们预计 25-27 年油摩毛利率为 24.4%/24.3%/24.2%。

费用端：伴随公司持续加大海内外市场开拓力度，持续扩张品牌影响力，我们预计 25-27 年销售费用率分别为 5.70%/6.00%/6.20%。为巩固极核电动化与智能化技术护城河，全地形车高端价值化战略，GOES 与 CFLITE 低端工具车新品发展，研发投入预计持续增加，我们预计 25-27 年研发费用率分别为 5.80%/6.10%/6.30%；管理费用率维持稳定，我们预计 25-27 年分别为 4.40%/4.45%/4.50%。

重要非全资子公司：浙江春风凯特摩托车有限公司 (春风动力持股 51%) 22 年-25H1 分别



实现营收 8.46/12.62/11.30/4.14 亿元，净利润 0.79/0.81/-0.86/0.34 亿元。我们预计未来该子公司凭借“春风+凯特摩”双重品牌优势在国内市场获得稳健增长，25-27 年营收分别为 8.3/9.8/10.5 亿元。

图表49：公司收入、毛利拆分及预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
营收合计 (亿元)	113.27	121.10	150.38	196.29	244.62	296.01	
yoy	44.08%	6.92%	24.17%	30.53%	24.62%	21.00%	
毛利率	25.37%	33.50%	30.06%	27.21%	27.53%	27.77%	
分产品拆分							
营业收入 (亿元)	101.98	109.83	136.44	178.02	221.10	266.14	
YOY		7.71%	24.22%	30.47%	24.20%	20.37%	
营收占比	90.03%	90.70%	90.73%	90.69%	90.39%	89.91%	
1) 全地形车:							
营业收入 (亿元)	68.38	65.04	72.10	83.88	98.04	111.60	
YOY	40.14%	-4.88%	10.85%	16.34%	16.88%	13.83%	
占主要业务比例	60.37%	53.71%	47.95%	42.73%	40.08%	37.70%	
毛利率	26.21%	38.45%	36.51%	34.54%	35.04%	35.57%	
销量 (台)	166724	146482	169147	195304	221894	245145	
YOY	10.66%	-12.14%	15.47%	15.46%	13.61%	10.48%	
ASP (元)	41013	44402	42627	42948	44183	45524	
变动	26.64%	8.26%	-4.00%	0.75%	2.88%	3.03%	
2) 燃油摩托车:							
营业收入 (亿元)	33.21	44.02	60.37	73.90	86.93	100.58	
YOY	44.47%	32.57%	37.14%	22.41%	17.64%	15.70%	
占主要业务比例	29.32%	36.35%	40.15%	37.65%	35.54%	33.98%	
毛利率	20.80%	24.84%	23.56%	24.40%	24.30%	24.20%	
销量 (台)	141957	190535	286513	354783	415099	475744	
YOY	27.45%	34.22%	50.37%	23.83%	17.00%	14.61%	
ASP (元)	23392	23104	21071	20829	20942	21142	
变动	13.36%	-1.23%	-8.80%	-1.15%	0.55%	0.95%	
3) 极核电动车:							
营业收入 (亿元)	0.39	0.77	3.97	20.24	36.13	53.96	
YOY		97.30%	414.15%	409.85%	78.50%	49.35%	
占主要业务比例	0.35%	0.64%	2.64%	10.31%	14.77%	18.23%	
毛利率	-34.64%	-18.54%	-6.78%	-0.80%	9.00%	13.00%	
销量 (台)	3296	6503	105973	545761	927794	1345301	
YOY		97.30%	1529.60%	415.00%	70.00%	45.00%	
ASP (元)	11874	11874	3746	3709	3894	4011	
变动		0.00%	-68.45%	-1.00%	5.00%	3.00%	
配件及其他	营业收入 (亿元)	8.35	7.93	10.35	13.98	18.45	23.99
	YOY	66.08%	-4.97%	30.50%	35.00%	32.00%	30.00%
	营收占比	7.37%	6.55%	6.89%	7.12%	7.54%	8.10%
其他非主营业务	营业收入 (亿元)	3.33	3.33	3.58	4.29	5.07	5.88
	YOY	84.36%	-0.01%	7.37%	20.00%	18.00%	16.00%
	营收占比	2.94%	2.75%	2.38%	2.19%	2.07%	1.99%

来源：国金证券研究所



5.2 投资建议及估值

采用可比估值法，我们选取主营业务相似的九号公司、涛涛车业和钱江摩托作为可比公司，25-27 年可比公司平均 PE 为 22/16/13X，预计公司 25-27 年归母净利润为 17/21/25 亿元人民币，公司目前股价对应 25-27 年 PE 为 25/18/15X。考虑到公司电动两轮车业务持续扩张，毛利率有望转正；全地形车业务在高端 UTV 市场爆款高性价比产品持续放量；油摩业务境内中大排量持续领先，海外小排量 CFLITE 逐渐放量，我们给予公司 2026 年 21 倍 P/E，对应目标价 287.03 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表50：可比公司估值对比

公司代码	公司简称	收盘价(元)	总股本(百万)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
					24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
689009.SH	九号公司	52.27	720.33	384.17	10.84	20.61	27.08	35.11	31.42	19.43	14.19	10.94
301345.SZ	涛涛车业	208.01	109.05	238.82	4.31	7.78	10.61	13.56	16.82	35.23	22.51	17.61
000913.SZ	钱江摩托	15.41	526.57	82.99	6.77	7.72	7.13	7.94	14.02	10.52	11.64	10.45
	平均值								20.75	21.72	16.11	13.00
	中位数								16.82	19.43	14.19	10.94
603129.SH	春风动力	244.7	152.58	373.36	14.72	17.35	20.85	24.64	16.16	24.50	17.90	15.15

来源：Wind，国金证券研究所；股价基准日为 2026 年 2 月 13 日，九号公司采用国金证券估值，涛涛车业、钱江摩托采用 Wind 一致预期；归母净利润均为人民币

风险提示

美国贸易环境恶化及关税政策变动风险。公司全地形车及摩托车业务主要营收来源于美国市场。尽管公司已布局泰国及墨西哥工厂以规避单一产地风险及关税壁垒，但若美国贸易政策发生极端变化（如针对《美墨加协定》USMCA 条款的重新谈判或加征普遍性关税），或墨西哥/泰国工厂无法满足原产地规则（ROO）要求，可能削弱公司相对于竞争对手的成本优势，从而挤压毛利空间。根据公司 2025 年 10 月 29 日公告，美国全资子公司 CFP 收到美国海关和边境保护局通知，要求对部分涉美出口的 U/Z 系列产品进行归类调整并补缴税款。截至公告日，累计收到补缴账单金额约为 1,932.87 万美元。目前，该笔款项处于需按期缴纳或面临进一步追偿的阶段，虽然公司不排除采取行政申诉或诉讼等措施维权，但上述补缴税款将直接计入当期损益，可能导致公司 2025 年度净利润出现下滑。

汇率波动风险。若未来人民币兑美元大幅升值，一方面将直接减少折算后的人民币营收，另一方面可能削弱公司产品在海外市场的价格竞争力，进而影响公司的盈利水平。

新品推广与产品竞争不及预期风险。国内电动两轮车市场已进入存量博弈阶段，价格战日趋白热化。为抢占市场份额，公司在极核品牌的渠道建设、品牌营销及新品研发上投入了大量资源，导致销售费用率与研发费用率呈上升趋势。海外公司利用 CFLite 品牌下沉东南亚及拉美市场，面临本土品牌与长期深耕的日系品牌的激烈竞争，开拓市场的销售费用率及研发符合本地市场产品的研发费用率呈上升趋势。若极核产品无法在短期内快速放量形成规模效应，或 CFLite 产品在东南亚遭遇日系品牌的激烈价格反击，将导致公司两轮车销量不及预期，前期高额的模具与研发摊销将拖累净利率。

控股股东减持股份及股价波动风险。2025 年 9 月，公司控股股东春风控股及其一致行动人因自身资金需求披露了减持计划。截至 2025 年 11 月 19 日，上述股东通过大宗交易方式累计减持公司股份 2,806,462 股，占公司总股本的约 1.84%，并已宣布提前终止该次减持计划。尽管上述减持计划已终止且相关交易均符合法律法规规定，但控股股东及一致行动人作为公司的核心持股方，其减持行为可能对投资者情绪造成短期扰动。若未来公司控股股东、实际控制人或董事、监事、高级管理人员出于个人资金安排继续实施股份减持，或市场对减持行为产生过度解读，可能导致公司股价出现波动，进而给投资者带来投资收益的不确定性风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,378	12,110	15,038	19,629	24,462	29,601
增长率		6.4%	24.2%	30.5%	24.6%	21.0%
主营业务成本	-8,491	-8,053	-10,517	-14,287	-17,727	-21,381
%销售收入	74.6%	66.5%	69.9%	72.8%	72.5%	72.2%
毛利	2,887	4,057	4,521	5,342	6,735	8,219
%销售收入	25.4%	33.5%	30.1%	27.2%	27.5%	27.8%
营业税金及附加	-142	-212	-287	-373	-440	-533
%销售收入	1.2%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
销售费用	-876	-1,341	-1,057	-1,119	-1,468	-1,835
%销售收入	7.7%	11.1%	7.0%	5.7%	6.0%	6.2%
管理费用	-500	-567	-713	-864	-1,089	-1,332
%销售收入	4.4%	4.7%	4.7%	4.4%	4.5%	4.5%
研发费用	-752	-924	-1,026	-1,138	-1,492	-1,865
%销售收入	6.6%	7.6%	6.8%	5.8%	6.1%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	618	1,014	1,437	1,848	2,246	2,654
%销售收入	5.4%	8.4%	9.6%	9.4%	9.2%	9.0%
财务费用	297	191	310	218	301	380
%销售收入	-2.6%	-1.6%	-2.1%	-1.1%	-1.2%	-1.3%
资产减值损失	-31	-55	-159	-36	-41	-92
公允价值变动收益	-14	1	0	0	0	0
投资收益	-123	1	-2	0	0	0
%税前利润	n.a	0.1%	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	781	1,202	1,632	2,150	2,552	2,983
营业利润率	6.9%	9.9%	10.8%	11.0%	10.4%	10.1%
营业外收支	-6	-10	-3	-2	-2	-2
税前利润	774	1,191	1,629	2,148	2,550	2,981
利润率	6.8%	9.8%	10.8%	10.9%	10.4%	10.1%
所得税	-35	-135	-135	-322	-370	-417
所得税率	4.5%	11.3%	8.3%	15.0%	14.5%	14.0%
净利润	740	1,057	1,494	1,825	2,180	2,564
少数股东损益	39	49	22	90	95	100
归属于母公司的净利润	701	1,008	1,472	1,735	2,085	2,464
净利率	6.2%	8.3%	9.8%	8.8%	8.5%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	740	1,057	1,494	1,825	2,180	2,564
少数股东损益	39	49	22	90	95	100
非现金支出	127	205	373	250	300	554
非经营收益	-89	-8	-166	-4	7	20
营运资金变动	920	130	1,271	1,561	1,699	1,750
经营活动现金净流	1,698	1,385	2,973	3,633	4,186	4,889
资本开支	-439	-486	-487	-532	-1,658	-1,724
投资	351	-383	80	-37	0	0
其他	12	8	4	0	0	0
投资活动现金净流	-76	-862	-403	-569	-1,658	-1,724
股权募资	0	75	113	212	218	-218
债权募资	0	0	0	151	1,811	0
其他	-134	-235	-350	-670	-783	-861
筹资活动现金净流	-134	-160	-237	-308	1,246	-1,079
现金净流量	1,680	412	2,455	2,756	3,774	2,086

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,323	4,506	7,149	9,845	13,551	15,569
应收款项	986	1,197	1,686	2,229	2,681	3,156
存货	2,067	1,663	2,530	2,596	2,951	3,374
其他流动资产	303	342	567	467	401	388
流动资产	7,679	7,709	11,933	15,137	19,585	22,487
%总资产	80.4%	74.7%	80.1%	81.6%	80.0%	78.4%
长期投资	267	498	335	335	335	335
固定资产	1,231	1,645	1,949	1,987	3,106	3,992
%总资产	12.9%	15.9%	13.1%	10.7%	12.7%	13.9%
无形资产	152	192	229	358	661	1,063
非流动资产	1,875	2,605	2,967	3,408	4,899	6,209
%总资产	19.6%	25.3%	19.9%	18.4%	20.0%	21.6%
资产总计	9,554	10,314	14,900	18,545	24,484	28,696
短期借款	10	21	26	180	30	30
应付款项	4,623	4,247	7,305	9,142	11,345	13,684
其他流动负债	458	568	957	1,153	1,408	1,769
流动负债	5,090	4,836	8,288	10,476	12,783	15,483
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	169	306	263	370	2,367	2,372
负债	5,259	5,142	8,551	10,846	15,150	17,855
普通股股东权益	4,212	5,039	6,194	7,454	8,994	10,401
其中：股本	150	150	151	153	153	153
未分配利润	1,519	2,314	3,471	4,550	5,873	7,498
少数股东权益	83	133	155	245	340	440
负债股东权益合计	9,554	10,314	14,900	18,545	24,484	28,696

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	4.681	6.697	9.719	11.373	13.668	16.149
每股净资产	28.111	33.491	40.903	48.853	58.949	68.170
每股经营现金净流	11.331	9.203	19.631	23.812	27.436	32.041
每股股利	1.410	2.080	3.850	4.300	5.000	5.500
回报率						
净资产收益率	16.65%	20.00%	23.76%	23.28%	23.19%	23.69%
总资产收益率	7.34%	9.77%	9.88%	9.36%	8.52%	8.59%
投入资本收益率	13.69%	17.31%	20.67%	19.91%	16.95%	17.78%
增长率						
主营业务收入增长率	44.73%	6.44%	24.18%	30.53%	24.62%	21.00%
EBIT 增长率	47.34%	64.12%	41.81%	28.57%	21.57%	18.16%
净利润增长率	70.43%	43.65%	46.08%	17.91%	20.18%	18.15%
总资产增长率	19.87%	7.95%	44.47%	24.46%	32.02%	17.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.1	29.2	30.8	36.0	35.0	34.0
存货周转天数	77.9	84.5	72.8	67.0	62.0	60.0
应付账款周转天数	88.2	98.3	96.7	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	30.7	40.2	43.8	30.6	23.1	44.8
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-88.63%	#####	-125.66%	#####	#####
EBIT 利息保障倍数	-2.1	-5.3	-4.6	-8.5	-7.5	-7.0
资产负债率	55.05%	49.85%	57.39%	58.49%	61.88%	62.22%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	7	13	49
增持	0	1	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.30	1.28	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究