

春风动力 (603129.SH)

优于大市

中国全地形车及中大排摩托车龙头，出海、高端化引领新成长

核心观点

全地形车及中大排摩托车国内龙头稳健成长。春风动力是国内全地形车和中大排摩托车龙头企业，出口收入占比较高（2023年出口收入占76%）。公司全地形车出口量及出口金额在国内领先，在欧洲实现市占率第一，北美市占率保持前列；公司在国内中大排摩托车市场上保持市占率前三，从2021年底开始加强摩托车出海布局，有望成为全新增长点。2024年推出新一期股权激励计划，聚焦战略方向，助力稳定长远发展。

高端新品上市，开启全地形车新时代。经测算2028年全球全地形车市场空间有望达158亿美元，其中UTV/SSV市场空间有望达131亿美元，占比83%。全地形车市场集中度高，过往以美系（北极星、庞巴迪等）和日系（本田、雅马哈等）为主，春风动力经过多年积累，在产品及技术、渠道、品牌方面形成竞争壁垒，2023年全球销量市占率超15%。公司产品在应用场景、车型细分、动力性能等方面较头部对手仍有提升空间，2024年公司迎来产品大年，U10 PRO/U10 XL PRO/Z10/Z10-4等多款重磅新品上市，开启全地形车新时代，新品较原有产品的动力性大幅提升，丰富产品矩阵，较头部竞争对手进一步缩小性能差距，公司有望凭借新品在高端领域实现向上突破。

摩托车爆款频出，有望助力国内市占率提升。2023年中国中大排摩托车销量渗透率不足5%，每万人人均销量3.7辆，较日本及欧美有较大差距，随着消费者对玩乐类摩托接受度增加，渗透率有望提升。国内中大排摩托集中度高，公司具备打造爆款的丰富经验，拥有强大的销售网络及知名度，建立起两轮摩托车领域深厚的护城河。近年来公司的新品上市节奏提速，2024年推出150SC/450MT/500SR VOOM/675SR-R等多款新品，有望拉动国内摩托车市占率提升。公司旗下电动品牌极核逐步构筑包含电自、电轻摩、电摩的完整产品矩阵，产品下沉有望打造第三成长曲线。

出海空间广阔，摩托车出海成长可期。经测算全球的中大排市场空间总计约381万辆，主要来源于北美、南美、欧洲、南亚&东南亚等地，销量空间远高于国内，美国、欧洲、土耳其等重点市场上排量结构差异较大，中国品牌市占率较低。2022年公司摩托车业务从国内为主转向国内及海外并重，借助过往摩托车领域积累的优势，将国内成熟产品导入海外，产品较日系、美系竞品具备较强的性价比优势。公司海外摩托车渠道较竞争对手有一定差距，渠道持续强化布局，摩托车外销有望迎来较快发展，成为重要的支撑点。

盈利预测与估值：考虑到公司摩托车业务国内市占率有望提升，出口成长空间大，全地形车新品上市后持续拓展在高端领域的销量空间，预计2024/2025/2026年公司净利润13.1/16.4/20.4亿元，EPS为8.6/10.8/13.5元，给予24年20-23x PE，对应目标价172.8-198.7元，相较当下具19%-37%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,378	12,110	14,951	18,220	21,759
(+/-%)	44.7%	6.4%	23.5%	21.9%	19.4%
净利润(百万元)	701	1008	1308	1635	2043
(+/-%)	70.4%	43.7%	29.8%	25.0%	24.9%
每股收益(元)	4.68	6.70	8.64	10.80	13.49
EBIT Margin	5.4%	8.4%	9.4%	9.5%	10.0%
净资产收益率(ROE)	16.7%	20.0%	21.5%	22.2%	22.8%
市盈率(PE)	31.0	21.7	16.8	13.4	10.8
EV/EBITDA	39.0	23.7	18.2	15.4	12.8
市净率(PB)	5.16	4.33	3.62	2.98	2.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

汽车·摩托车及其他

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：唐英韬
021-61761044
tangyingtao@guosen.com.cn
S0980524080002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	172.80 - 198.70元
收盘价	145.04元
总市值/流通市值	21964/21964百万元
52周最高价/最低价	178.57/78.47元
近3个月日均成交额	177.25百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

全地形车及中大排摩托车国内龙头稳健成长	6
全地形车及中大排摩托车国内龙头，深耕多年积累深厚	6
新一期股权激励将有助于公司稳定长远发展	8
盈利能力逐步提升，费用率有望下降	10
高端新品上市，开启全地形车新时代	11
全地形车市场基本情况概览	11
市场空间：至 2028 年全球全地形车市场空间有望达 158 亿美元	12
竞争格局：市场集中度高，由部分国际知名品牌主导	13
公司优势：产品及渠道有积累，品牌力持续提升	14
高端 U/Z 系列拓展空间大，重磅新品有望助力向上突破	17
摩托车爆款频出，有望助力国内市占率提升	24
中国摩托车市场基本情况概览	24
市场空间：中大排摩托车渗透率低，有较大成长空间	25
竞争格局：中大排市场集中度高，头部企业份额有望继续提升	27
公司优势：精心打磨产品，强化品牌，渠道持续拓展	28
具备强竞争力的新品频出，两轮摩托车市占率有望持续提升	31
电动化布局领先，构建第三成长曲线	33
出海空间广阔，摩托车出海成长可期	34
海外摩托车市场空间大，国产品牌蓄势待发	34
积极拓展摩托车出口，打开长期成长空间	39
盈利预测	41
假设前提	41
盈利预测的敏感性分析	43
估值与投资建议	43
绝对估值：182.1-186.7 元	43
相对估值：172.8-198.7 元	44
投资建议	45
风险提示	45
附表：财务预测与估值	47

图表目录

图 1: 公司近五年主营业务收入结构	6
图 2: 公司近五年主营业务收入占比	6
图 3: 春风动力的发展历程	8
图 4: 春风动力的海外工厂布局	8
图 5: 春风动力的股权结构图	9
图 6: 公司近五年营业收入及同比增速	10
图 7: 公司近五年归母净利润及同比增速	10
图 8: 公司近五年毛利率及净利率	10
图 9: 公司近五年各项费用率	10
图 10: 全地形车 ATV/UTV/SSV 三种产品的分类及特点	11
图 11: 全球全地形车行业销量及同比增速	12
图 12: 北美及其他地区全地形车销量	12
图 13: 全球 ATV 及 UTV/SSV 销量占比	12
图 14: 北美 ATV 及 UTV/SSV 销量占比	12
图 15: 全球全地形车市场空间测算	13
图 16: 全球 ATV、UTV/SSV 市场空间占比测算	13
图 17: 全球 ATV 市场空间测算	13
图 18: 全球 UTV/SSV 市场空间测算	13
图 19: 2018 年全球 ATV 竞争格局	14
图 20: 2018 年全球 UTV/SSV 竞争格局	14
图 21: 春风动力全地形车市占率变化	14
图 22: 公司的海外售后服务体系介绍	16
图 23: 谷歌搜索的 CFORCE/UFORCE/ZFORCE 热度变化 (截止 2024. 9. 14)	17
图 24: 春风动力在 UTV/SSV 领域推出的新品	22
图 25: 摩托车行业总体销量及分两轮、三轮摩托车销量	24
图 26: 中国摩托车市场出口、内销销量及出口占比	25
图 27: 中国摩托车市场燃油、电动车销量及燃油摩托车占比	25
图 28: 2023 年中国两轮摩托内销分排量占比	25
图 29: 2023 年中国两轮摩托出口分排量占比	25
图 30: 中国中大排销量及同比增速	26
图 31: 中国中大排内销、出口销量及同比增速	26
图 32: 中国中大排摩托车渗透率变化	26
图 33: 2023 年中国及海外其他国家中大排人均销量对比	26
图 34: 2022 年中国中大排摩托车销量份额	27
图 35: 2023 年中国中大排摩托车销量份额	27
图 36: 2022 年中国中大排摩托车内销销量份额	27
图 37: 2023 年中国中大排摩托车内销销量份额	27

图 38: 春风动力的国宾车 CF650G	29
图 39: 春风动力 2024 年已经/将要上市交付的摩托车新品	32
图 40: 春风日新发布的产品 250SR-R	33
图 41: 春风日公司展示的四缸超跑	33
图 42: 极核 2024 年发布会上公布的产品矩阵“MEGA CITY”	33
图 43: 全球摩托车销量及同比增速	35
图 44: 全球不同品牌摩托车的销量份额	35
图 45: 美国摩托车销量及同比增速	36
图 46: 2024H1 美国不同品牌摩托车的销量份额	36
图 47: 美国不同排量段摩托车销量占比	37
图 48: 欧洲摩托车销量及同比增速	37
图 49: 2024H1 欧洲不同品牌摩托车的销量份额	37
图 50: 2016 年欧洲不同排量段摩托车销量占比	38
图 51: 土耳其摩托车注册量及同比增速	38
图 52: 2024H1 土耳其不同品牌摩托车的销量份额	38
图 53: 2022 年土耳其不同排量段摩托车销量占比	39
图 54: 雅马哈在美国的摩托车经销商布局	41
图 55: 哈雷戴维森在美国的经销商布局	41
图 56: 春风动力两轮摩托车外销收入及占比	41
表 1: 春风动力的主要产品类型介绍	7
表 2: 春风动力的股权激励情况	9
表 3: 春风动力在全地形车技术领域具备相关积累	15
表 4: 春风动力和北极星的发动机相关性能比较	15
表 5: 春风动力和北极星在全地形车经销商数量方面差距持续缩小	16
表 6: 春风动力过往四轮全地形车的产品矩阵梳理	17
表 7: 春风动力和北极星在产品应用场景细分的对比	18
表 8: 春风动力和北极星在单排量车型挖掘的对比	19
表 9: 春风动力的高端产品与北极星的高端产品存在差距	19
表 10: 春风动力的新品 CFORCE 800 TOURING 和原有产品 CFORCE 800 XC 对比	20
表 11: 春风动力的新品 CFORCE 1000 TOURING 和原有产品 CFORCE 1000 OVERLAND 对比	20
表 12: 春风动力的新品 ZFORCE 950 Sport 4 和原有产品 ZFORCE 950 Sport 对比	21
表 13: 春风动力的新品 U10 PRO/U10 XL PRO 和原有产品 U10 XL、北极星及庞巴迪竞品对比	22
表 14: 春风动力的新品 ZFORCE Z10/Z10-4 和原有产品 ZFORCE 950 SPORT、北极星及庞巴迪竞品对比	23
表 15: 摩托范的人气榜、品牌榜等相关排行 (2024.9.19)	28
表 16: 春风动力 250SR 和竞品的参数对比	29
表 17: 春风动力 450SR 和竞品的参数对比	30
表 18: 公司国内两轮摩托车的渠道建设情况	31
表 19: 公司两轮摩托新品上市节奏梳理	31
表 20: 公司极核品牌布局的相关电动化产品梳理	34

表 21: 海外摩托车市场分不同区域及国家的销量	35
表 22: 公司两轮摩托车业务在美国官网的产品	39
表 23: 春风动力在美国的摩托车 450SS 和日系竞品的参数对比	40
表 24: 春风动力在美国的摩托车 IBEX 800 E 和美系竞品的参数对比	40
表 25: 春风动力业务拆分	42
表 26: 未来 3 年盈利预测表	42
表 27: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	43
表 28: 公司盈利预测假设条件 (%)	43
表 29: 资本成本假设	44
表 30: 春风动力 FCFF 估值表	44
表 31: 绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (元)	44
表 32: 可比公司估值表 (20240923)	45

全地形车及中大排摩托车国内龙头稳健成长

我们认为，春风动力从发动机零部件起家，逐步掌握核心部件发动机的自研及生产能力，形成核心竞争壁垒。多年发展过程中，公司在产品设计、整车平台打造、电气系统、智能化控制等多方面不断强化，形成全地形车及摩托车领域较深的护城河，公司的产品竞争力强，这是支撑其长远稳定发展的基础。

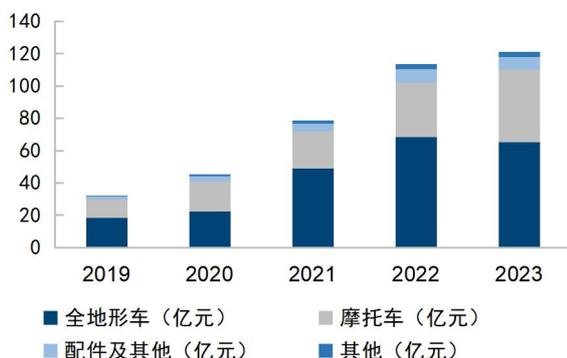
春风动力过往曾经经历加征关税、海运费上涨、原材料涨价等多种不确定性因素冲击，在每一次冲击中公司能够实现较好应对，始终坚持稳健经营理念，过往每一步走的踏实稳健。全球化背景下，公司设立了泰国、墨西哥工厂，减小潜在的贸易风险，我们认为公司未来有望继续稳步成长，在全球全地形车及摩托车市场上占据一席之地。

全地形车及中大排摩托车国内龙头，深耕多年积累深厚

春风动力是国内全地形车及中大排摩托车行业的领先企业。公司主要产品包含全地形车及摩托车两类，全地形车领域，公司逐步发展成为国内出口龙头企业，全地形车出口金额及出口量领先于国内同行。公司出口产品包括 ATV/UTV/SSV 三种，重点出口欧美地区，已经在欧洲市场实现全地形车市占率第一，北美市场市占率保持前列。近年来公司加快布局高端 UTV/SSV 新品，有望进一步引领全地形车高端化。2023 年公司全地形车业务实现营收 65 亿元，营收占比 54%，是最主要收入来源，2019-2023 年营收复合增速 37%。

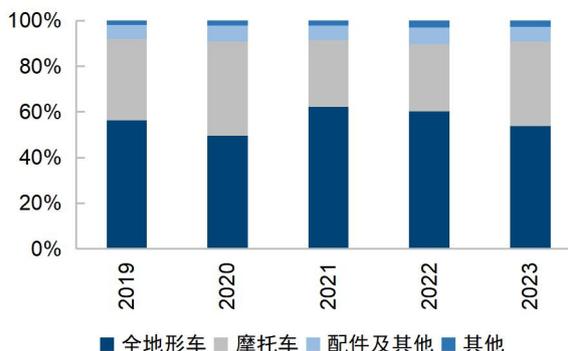
在摩托车领域，公司过往重点布局 250cc 以上中大排摩托车，近年来推出 150SC 踏板车、X0 狒狒等小排量产品及电动化摩托车，进一步补齐产品线，实现摩托车各排量段全覆盖。公司在国内中大排摩托车领域市占率前三（2023 年占中国中大排市占率 15%），具备较强的竞争力。此外公司从 2021 年底开始加强摩托车出海业务布局，摩托车出海具备高成长性，有望成为全新增长点。2023 年摩托车业务实现营收 45 亿元，营收占比 37%（其中内销占比 18.1%，外销占比 18.9%），2019-2023 年营收复合增速 40%。

图1：公司近五年主营业务收入结构



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司近五年主营业务收入占比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

产品种类丰富，覆盖多种排量段。公司逐步形成完善的产品矩阵，根据国内官网，摩托车产品覆盖 125-1250cc 排量范围，在 250cc、450cc 等重点排量段有仿赛、街车、休旅、巡航太子等多样化产品推出；公司全地形车产品覆盖

110-1000cc 的排量范围，包含 ATV、UTV、SSV 三类，还推出了 CFORCE EV110 等电动化全地形车。

表1: 春风动力的主要产品类型介绍

产品种类	产品类型	典型产品举例	产品外观
摩托车	踏板	150SG	
	仿赛	250SR、450SR、450SR S、500SR VOOM、675SR-R	
	街车	150NK、450NK	
	复古	250CL-X、700CL-X	
	巡航太子	450CL-C	
	休旅	650TR-G、1250TR-G、800MT	
	mini	X0 狒狒冒险家、X0 狒狒赛车手、Papio Nova	
全地形车	ATV	CFORCE 110、CFORCE 450 L、CFORCE 850 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、CFORCE EV110	
	UTV	UFORCE 1000、UFORCE 1000 XL、U10 PRO、U10 XL PRO	
	SSV	ZFORCE 950 SPORT、ZFORCE 950 SPORT-4、Z10、Z10-4	

资料来源：公司官网，汽车之家，国信证券经济研究所整理

春风动力在摩托车及全地形车行业积累了深厚经验。1989 年是春风动力的发展起点，成立之初公司专注于摩托车相关零配件生产，1992 年成功研制出发动机核心部件气缸头，1997 年研制出国内第一台水冷发动机，此后公司逐步向整车的生产研发拓展，1998 年成功研制出水冷踏板车产品，正式开启摩托车整车的制造销售。公司在发展中并不满足于摩托车，2005 年开始涉足全地形车，并于 2006 年全面进军 ATV 国际市场。纵观春风动力的发展历程，公司很早就进入摩托车及全地形车领域，长期发展过程中积累了技术、生产、销售相关经验，具备多种大排量水冷发动机的自研与生产能力，过往积累为公司的长期发展夯实基础。

图3: 春风动力的发展历程



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

泰国及墨西哥基地投产, 完善全球化布局。公司积极推进全球化布局, 在中国、泰国和墨西哥均建立相关生产基地, 国内的主要生产基地包含杭州、重庆、株洲等; 海外布局方面, 泰国基地于2021年11月投入试运营, 设计产能5万辆/年, 主要生产ATV产品, 2023年8月墨西哥基地投入使用, 主要生产UTV/SSV产品。泰国及墨西哥基地的布局进一步推进全球化发展, 有望缩减公司对北美客户的产品运输半径, 节约物流成本, 也有利于减小对全地形车加征关税的潜在风险。

图4: 春风动力的海外工厂布局



资料来源: Wind, 公司公告, 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

新一期股权激励将有助于公司稳定长远发展

实控人家族持股比例较高, 股权结构稳定。春风动力持股比例较高的股东包括春风控股、重庆春风投资, 其他股东持股比例不足5%。其中:

1) 春风控股: 春风动力是在原春风控股集团的基础上整体变更设立而成, 春风控股是第一大股东, 持股比例29.72%。春风控股持股比例较高的持股人包括赖

国贵（实控人，持股 54%）、赖民杰（赖国贵之子，持股 22.43%）、赖晓莹（赖国贵之女，持股 20%）；

2) 重庆春风投资：持股比例 8.36%，主要利用自有资金进行相关投资。春风投资的主要持股人包括赖国强（赖国贵之弟，持股 60%）、赖哲昕（持股 20%）、赖思禹（持股 20%）等。公司家族持股比例相对较高。

旗下子公司较多，各子公司分工明晰。其中：

- 1) 春风凯特摩：2017 年公司与奥地利摩托车制造商 KTM AG 共同出资设立合资公司春风凯特摩，春风动力持股比例 51%，合资工厂设计产能 5 万件；
- 2) 株洲春风雅马哈：2023 年公司与雅马哈成立全新合资公司，进一步加强合作，合资公司年产能 20 万台踏板摩托车及 10 万件踏板摩托车发动机；
- 3) CFP&CFF：负责北美市场的开拓和运营，CFP 主要负责美国地区销售，CFF 主要为 CFP 在美销售中向经销商提供销售信贷服务，并收取利息费用；
- 4) CFT：负责在泰国的相关生产经营活动；
- 5) CMP：负责在墨西哥的相关生产经营活动；

图5：春风动力的股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

多次实施股权激励计划，有效激发员工积极性。公司历史上曾经多次实施股权激励计划，股票的授予对象包含董事会成员、核心管理及技术（业务）人员等。2024 年 8 月公司发布新一期的股票期权激励计划（草案），首次授予对象共计 1310 人，占员工总数的 25.86%。该激励在公司层面要求达到的业绩考核目标为：2024 年营业收入不低于 140 亿元，2024 及 2025 年两年累计营业收入不低于 305 亿元，2024 至 2026 年三年累计营业收入不低于 505 亿元。本次考核授予人数在历次股权激励计划中最多，涵盖核心管理人员及核心技术（业务）人员，有望调动更多员工积极性，使公司更好聚焦发展战略方向。

表2：春风动力的股权激励情况

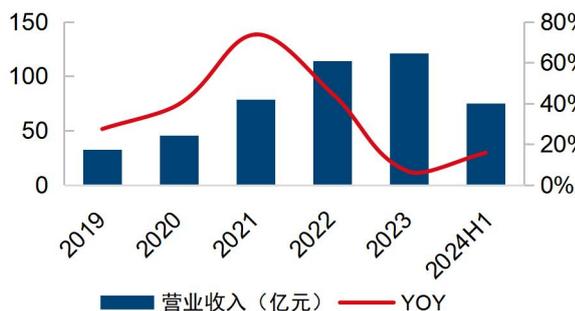
推出时间	股票期权数量（万股）	行权价（元/股）	授予对象	授予人数	占授予时总股本的比例
2018 年 3 月	126.3	11.91	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	215	0.95%
2019 年 4 月	287.4	23.33	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	322	2.60%
2019 年 10 月	50.1	28	副总经理杨国春和核心管理及技术（业务）人员	68	0.37%
2021 年 10 月	251.6	121.09	核心管理及技术（业务）人员	749	1.68%
2022 年 10 月	106.02	112.9	核心管理及技术（业务）人员	544	0.71%
2024 年 8 月	355	106	核心管理人员及核心技术（业务）人员	1310	2.34%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力逐步提升，费用率有望下降

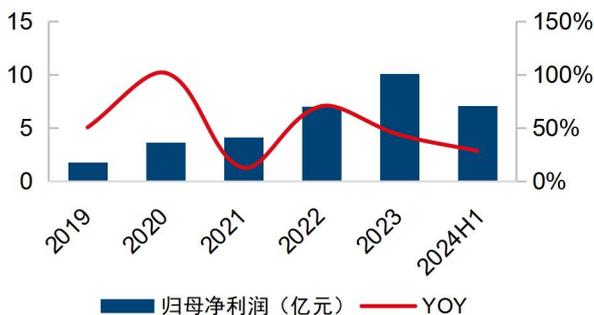
公司营业收入及净利润保持较快增长。2019年后公司受益于疫情，在全地形车领域抢占较多海外竞争对手份额，带动销量及盈利改善，2019-2023年公司营业收入复合增速39%，归母净利润复合增速54%，保持较快增长。2023年疫情后全地形车行业景气度有所回落，国内摩托车销售较前几年也相对疲软，因此公司的收入受到影响，2023年营业收入121亿元，同比增长6.4%，2023年归母净利润10.1亿元，同比增长44%，其中有汇兑等变化带来的增量。

图6：公司近五年营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司近五年归母净利润及同比增速

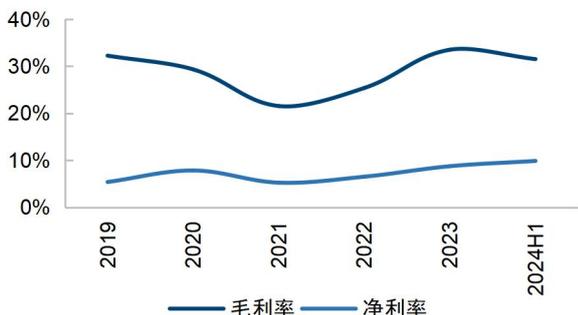


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2021年后利润率逐步提升。2021年后公司毛利率、净利率保持提升态势，随着摩托车及全地形车业务扩张，产品结构改善促进盈利能力提升，此外原材料成本、海运费下降等也有利于利润率的恢复，2021年毛利率21.5%，净利率5.2%，至2023年毛利率提升至33.5%，净利率提升至8.7%，盈利能力持续改善。

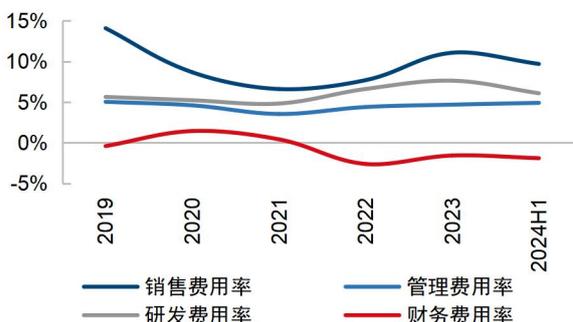
2023年促销导致费用率提升较多，未来有望下降。2019-2021年公司营收规模增长较快，费用率明显下降，2023年公司主要针对全地形车进行较多促销活动，销售费用率大幅提升至11.1%，同比增长3.4pct，导致整体费用率较高，随着库存回归合理水平，促销活动力度收窄，费用率有望回落。

图8：公司近五年毛利率及净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司近五年各项费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高端新品上市，开启全地形车新时代

我们认为，全地形车行业发展空间大，更高的价值量集中于 UTV/SSV 产品领域，春风动力过往受限于发动机性能等，在中低端领域和北极星、庞巴迪及日系品牌竞争，在 ATV 领域已经有较好的表现，在更高端领域（尤其是 UTV/SSV 领域）发动机动力性能等仍有一定差距。2024 年春风动力基于精心打磨的三缸发动机推出多款新品，动力性能较原有产品大幅提升，较竞品差距明显缩小，未来基于三缸平台也有望推出更多 UTV/SSV 新品，公司通过技术进步实现产品的向上突破，在四轮全地形车领域有望实现更高成长性。

全地形车市场基本情况概览

全地形车主要分为 ATV/UTV/SSV 三类，ATV (All Terrain Vehicle) 通过把式操控，采用全开方式的外观结构，常用于越野及农用场景中；UTV (Utility Vehicle) 主要是方向盘操控，外形上是半封闭驾驶室，更多应用于农场中；SSV (Side by Side Vehicle) 同样也是方向盘式操控，外形上是半封闭驾驶室，SSV 相较于 UTV 更加侧重于玩乐属性，追求极致的越野性能，常应用于越野场景中。从产品价格带分布看，ATV 价格相对会低一些，其次是 UTV，SSV 的售价往往更高。

图10: 全地形车 ATV/UTV/SSV 三种产品的分类及特点



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

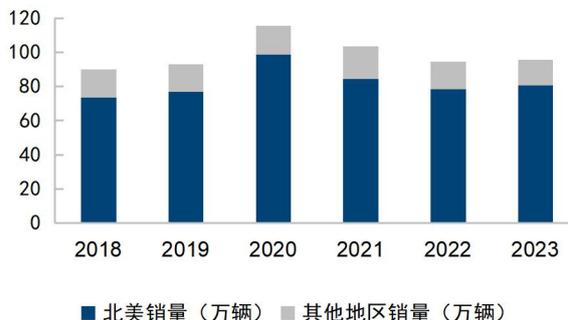
近年来全球及北美全地形车总量相对稳定。从全球范围看，全地形车销量在 2004-2007 年超过 120 万辆，行业受 2008 年金融危机冲击较大，全地形车销量下降至 2010 年的最低点 66.5 万辆，此后随着经济恢复，全地形车销量也有所提升，2023 年全球销量 95.5 万辆，2010-2023 年销量复合增速达 2.8%。北美全地形车的趋势也较为接近，2023 年北美全地形车销量 80.5 万辆，2018-2023 年销量复合增速为 1.8%，保持稳中略增态势。

图11: 全球全地形车行业销量及同比增速



资料来源: 北极星年报, 国信证券经济研究所整理

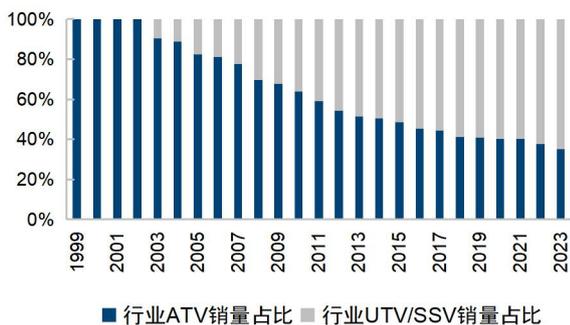
图12: 北美及其他地区全地形车销量



资料来源: 北极星年报, 国信证券经济研究所整理

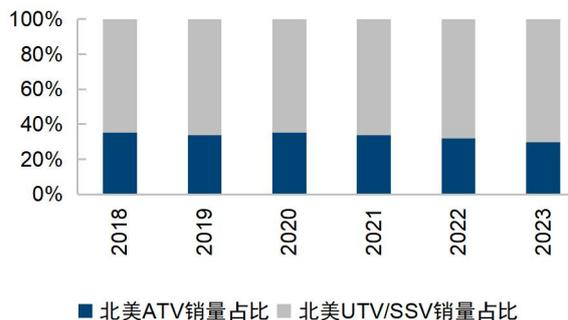
UTV/SSV 销量占比持续提升。消费者对全地形车的安全性、舒适性要求提升, 推动 UTV/SSV 占比提升,UTV/SSV 的销量占比从 2006 年的 19%提升至 2023 年的 65%; 北美市场上的趋势也和全球趋势一致, 2018 年北美市场 UTV/SSV 销量占比为 65%, ATV 销量占比为 35%, 发展至 2023 年 UTV/SSV 销量提升至 70%。

图13: 全球 ATV 及 UTV/SSV 销量占比



资料来源: 北极星年报, 国信证券经济研究所整理

图14: 北美 ATV 及 UTV/SSV 销量占比



资料来源: 北极星年报, 国信证券经济研究所整理

市场空间: 至 2028 年全球全地形车市场空间有望达 158 亿美元

我们对全球全地形车行业的市场空间进行预测, 主要遵循以下相关假设:

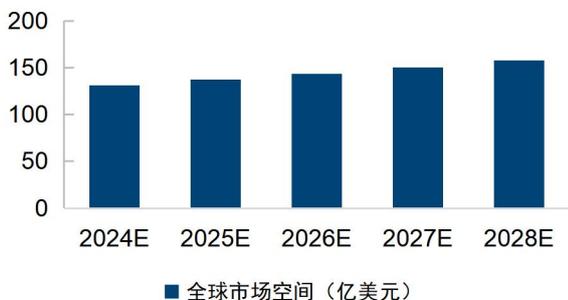
1) 销量: 2023 年全球全地形车总销量为 95.5 万辆, 其中 ATV 销量为 33.5 万辆, UTV/SSV 销量为 62.0 万辆, 出于安全性及舒适性的考虑, 全地形车消费者更加偏向于 UTV/SSV, 2016-2023 年全球 ATV 销量复合增速为-3%, UTV/SSV 销量复合增速为 4%, 预计未来消费者对 UTV/SSV 的偏好仍将延续, 假设 ATV 销量每年同比下降 3%, UTV/SSV 销量每年同比增长 4%;

2) 均价: 参考春风动力美国官网的产品定价, 根据公司官网披露, ATV 产品的平均价格约为 0.84 万美元/辆; UTV/SSV 产品平均价格约为 1.61 万美元/辆, 假设上述均价为 ATV、UTV/SSV 行业的产品平均价格; 假设未来产品升级将促进各类产品的均价每年小幅提升 2%; (注: 测算中假设的均价为春风动力官网产品均价, 仅供参考)

据测算, 2024 年全球全地形车市场空间将达到 131.0 亿美元, 至 2028 年全地形车市场空间有望提升至 157.5 亿美元, 年复合增长率约为 5%, 全球 UTV/SSV

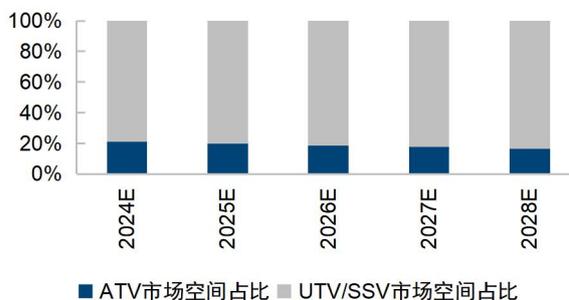
的市场空间广阔，2028 年 ATV 市场空间有望达 26.2 亿美元，市场空间占比约为 17%，UTV/SSV 市场空间有望提升至 131.3 亿美元，市场空间占比约为 83%。

图15: 全球全地形车市场空间测算



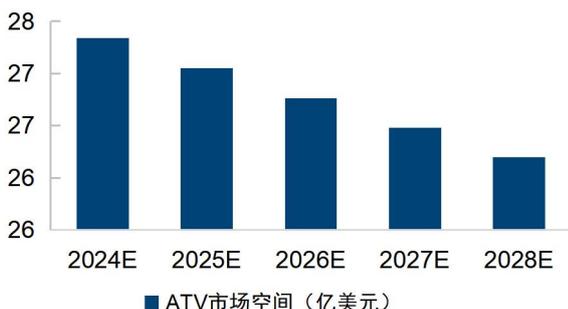
资料来源: 北极星年报, 公司官网, 国信证券经济研究所整理及预测

图16: 全球 ATV、UTV/SSV 市场空间占比测算



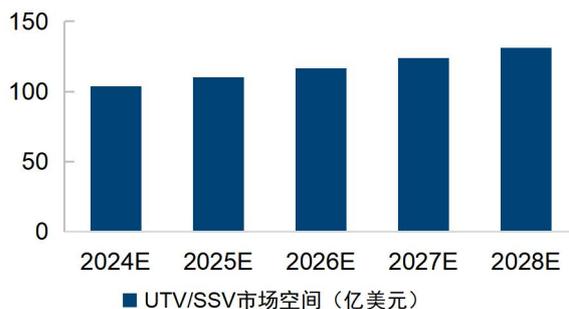
资料来源: 北极星年报, 公司官网, 国信证券经济研究所整理及预测

图17: 全球 ATV 市场空间测算



资料来源: 北极星年报, 公司官网, 国信证券经济研究所整理及预测

图18: 全球 UTV/SSV 市场空间测算

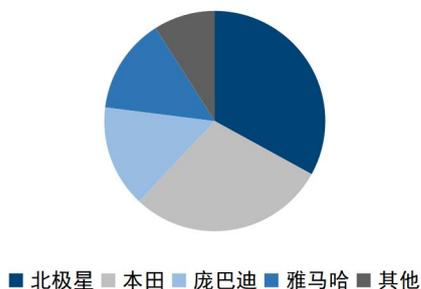


资料来源: 北极星年报, 公司官网, 国信证券经济研究所整理及预测

竞争格局：市场集中度高，由部分国际知名品牌主导

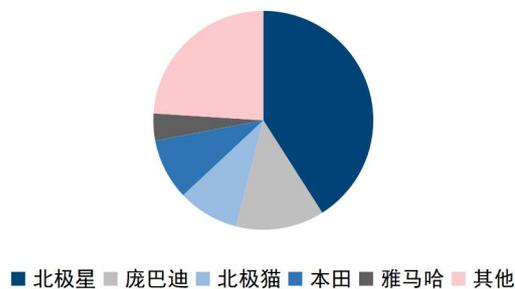
全球全地形车市场集中度较高，以北美、日本、中国品牌为主。全球全地形车市场主要参与者包括北极星、庞巴迪等北美品牌，本田、雅马哈等日系品牌以及春风动力等中国品牌。北极星是全地形车行业的龙头企业，2018 年 ATV 市场上北极星的份额达 33%，本田的份额达 29%，头部几家企业份额加总共计 91%；2018 年 UTV/SSV 市场上北极星仍然占据市场份额第一，达 41%，庞巴迪位居第二，市场份额 13%，其他单一企业的市场份额不足 10%，头部美系及日系品牌份额共计 76%。

图19: 2018 年全球 ATV 竞争格局



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

图20: 2018 年全球 UTV/SSV 竞争格局



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

春风动力全地形车市占率提升较快，2023 年全球市占率超过 15%。公司较早进入全地形车行业，在全地形车行业中有产品、渠道及技术积累。2020 年全球疫情导致全地形车供应链中断，得益于中国对疫情的有效控制，中国供应链恢复较海外更快，抢占海外品牌份额，公司在全球的销量份额从 2020 年的 5.8% 迅速提升至 2023 年的 15.3%，在全地形车行业市占率居于前列。2024 年公司推出更多 UTV/SSV 高端新品，弥补产品在动力性方面的差距，未来在全球尤其是北美地区市占率有望进一步提升。

图21: 春风动力全地形车市占率变化



资料来源: 公司公告, 北极星年报, 国信证券经济研究所整理

公司优势：产品及渠道有积累，品牌力持续提升

春风动力经过多年积累，在产品及技术、渠道、品牌等多方面均保持较强领先性，形成自身的竞争壁垒，从而在欧洲及北美的全地形车市场上实现份额提升。具体来看：

● 产品&技术优势

全地形车的设计是多参数、多目标、多约束的求解和优化问题，需要以优秀的设计研发能力为基础，研发设计能力成为全地形车企业实现差异化竞争的关键。在产品&技术领域，全地形车研发制造对于工业设计、电喷技术、水冷发动机技术、轻量化技术等都有较高要求。此外随着娱乐市场发展，消费者对全地形车各方面要求也在提升，优质的产品才能够获得消费者的青睐。

1) **发动机方面**：公司致力于水冷发动机研发、制造十多年，在发动机性能提升的技术途径、制造工艺方面积累丰富经验。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，高一一致性和可靠性成为公司质量控制的核心指标。

2) **车架方面**：公司多年来致力于400cc至1000cc排量全地形车研发制造，在大排量整车车架平台设计、制造方面积累丰富经验。公司早已摆脱了早期仿制车架的阶段，所有产品均采用独立自主设计、制造的二代及三代车架平台。公司开发的三代ATV及SSV车架平台在稳定性、结构强度、轻量化、舒适性等指标上接近国外同行水平，获得市场高度认可。

表3：春风动力在全地形车技术领域具备相关积累

相关部件	具体性能表现
发动机	通过采用水冷系统能够有效提高内燃机空气压缩比、降低爆震、提高发动机的燃烧效率 通过采用电子燃油喷射系统实现精确的燃烧参数管理，优化发动机缸体内部结构设计 引入业内领先的四气门技术增大发动机进气量以及创新动力传递设计等途径，进一步提高发动机输出功率 生产的发动机一次下线合格率90%以上，台架耐久性实验达200小时以上
车架	目前所有产品均采用独立自主设计、制造的二代以及目前最新研发的三代车架平台 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
加工设备	发动机关键部件制造均采用高精度加工设备制造，如玛扎克、哈挺等高端卧式加工中心，斗山立式加工中心、托米三坐标测量仪、富士珩磨机，以保证发动机核心部件精度和稳定的质量水平 发动机装配在无尘车间完成，车间配有高精度伺服压装机、电控拧紧设备、以及全自动超声波清洗机，确保高效装配质量
智能制造	先后实施了组织架构调整、流程优化、自动焊接线改造、整车流水线改造、涂装线改造等工业基础建设，公司运行智能制造新模式，客户满意度大幅提升

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

经过多年产品及技术积累，公司在中低端产品上动力性能逐渐媲美头部竞争对手。春风动力北美官网披露的产品排量主要包含从400cc到998cc范围，最大功率覆盖30HP至143HP，最大扭矩覆盖24LB-FT至100LB-FT。对比头部全地形车企业北极星的发动机性能，在相对偏中低端领域，公司的发动机性能能够和头部企业媲美，甚至在部分产品上性能已经实现领先，例如北极星的2025 Sportsman 450 H.O. (499cc、33HP) 要比春风动力2025 CFORCE 500 (500cc、34HP) 更弱，北极星的2025 RANGER SP 570 (567cc、44HP) 和春风动力2025 CFORCE 600 (580cc、44HP) 动力参数一致。

在更高端产品领域，春风动力998cc的ZFORCE Z10 马力达143HP，是目前公司官网披露的所有产品中最大马力，北极星2025 RZR Pro S 排量为925cc，马力达到181HP，此外北极星也推出了1498cc排量段的产品，春风动力在该排量段尚未有产品布局。在更高端产品领域，公司在动力性及排量方面仍有差距，预计随着公司加强研发，有望推出更多动力性较强的新产品缩小差距。

表4：春风动力和北极星的发动机相关性能比较

公司	排量	最大功率	最大扭矩	驱动方式	对应产品
春风动力	998cc	143HP@7750RPM	100LB-FT@7000RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 ZFORCE Z10
		88HP@7250RPM	69LB-FT@6500RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 UFORCE U10 Pro
	963cc	83HP@7500RPM	63LB-FT@5000RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 ZFORCE 950 SPORT
		71HP@7000RPM	54LB-FT@6500RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 ZFORCE 1000
		84HP@7500RPM	62LB-FT@5500RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 CFORCE 1000 TOURING
		58HP@7500RPM	50LB-FT@5750RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 ZFORCE 800 TRAIL
	800cc	63HP@7000RPM	51LB-FT@5500RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 CFORCE 800 XL
		70HP@7500RPM	51LB-FT@5500RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 CFORCE 800 TOURING
	580cc	36HP@6250RPM	33LB-FT@4750RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 UFORCE 600
		44HP@6500RPM	37LB-FT@6000RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 CFORCE 600
	500cc	34HP@6800RPM	29LB-FT@6000RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 CFORCE 500
	400cc	30HP@7200RPM	22LB-FT@6000RPM	两驱/四驱/四驱锁定	2025 CFORCE 400
北极星	1498cc	110HP	-	两驱/适时四驱/草地模式	2024 RANGER XD 1500
	999cc	114HP	-	-	2025 RZR XP

	114HP	两驱/适时四驱/草地模式	2025 Polaris XPEDITION XP
	100HP	两驱/适时四驱/草地模式	2025 GENERAL 1000
	82HP	两驱/适时四驱/草地模式	2025 RANGER XP 1000 NorthStar Trail Boss Edition
952cc	89HP	两驱/适时四驱	2025 Sportsman XP 1000 S
925cc	181HP	两驱/适时四驱	2025 RZR Pro S
875cc	75HP	两驱/适时四驱	RZR Trail Sport
850cc	78HP	两驱/适时四驱	2025 Sportsman 850
567cc	44HP	两驱/适时四驱/草地模式	2025 RANGER SP 570
499cc	33HP	两驱/适时四驱	2025 Sportsman 450 H.O.

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

● 渠道优势

国内外企业往往会在相关销售区域设立子公司、开发经销商等，并约定价格政策、区域授权、物流政策、售后支持等协议，以此来进行销售渠道的拓展。**销售渠道的模式、数量、质量将会直接影响销量表现。**春风动力通过长期积累，在销售渠道领域也积累了一定优势。

1) **销售渠道数量持续提升，不断缩小和海外竞争对手的差距：**公司 2017 年全地形车经销商数量约 250 家，通过多年发展，至 2022 年经销商数量提升至 554 家左右，全地形车行业龙头北极星在 2017 年北美全地形车经销商数量超过 1500 家，至 2022 年约为 1400 家以上，公司经销商渠道数量相较竞争对手缩小。

表5：春风动力和北极星在全地形车经销商数量方面差距持续缩小

公司	经销商数量	2017	2018	2019	2020	2021	2022
春风动力	全球全地形车经销商数量	约 250	-	-	-	-	554
北极星	全球全地形车经销商数量	-	-	-	2400+	2500+	2500+
	北美全地形车经销商数量	1500+	1450+	1400+	1400+	1400+	1400+

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

2) **海外售后体系较完善：**公司对子公司的经销商进行售后服务管理，管理范围能够覆盖全球所有销售区域，保证海外消费者能够得到最快的售后服务响应，公司在售后服务方面表现出色。

图22：公司的海外售后服务体系介绍



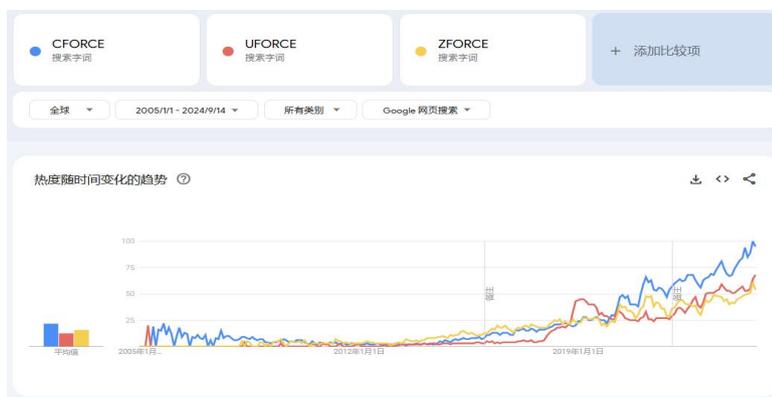
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

● 品牌优势

春风动力在海外坚持以自有品牌进行产品销售，全地形车产品以稳定的性能和优质的品质获得广泛认可，品牌优势凸显。根据谷歌搜索，从 2015 年起以春风

动力的 CFORCE、UFORCE、ZFORCE 作为关键词的搜索热度在持续提升，表明公司品牌力的增强。

图23: 谷歌搜索的 CFORCE/UFORCE/ZFORCE 热度变化（截止 2024. 9. 14）



资料来源：谷歌，国信证券经济研究所整理

高端 U/Z 系列拓展空间大，重磅新品有望助力向上突破

产品矩阵更加丰富，UZ 大排量产品布局持续完善。梳理春风动力过往全地形车产品矩阵，一方面公司不断推出全新产品补齐空白，在新的排量领域实现产品开拓，ATV 领域公司在 2016-2018 年主要布局 400-800cc 排量段，2019 年新增 600cc 产品，2021 年新增 1000cc 产品，2023 年在 110cc 青少年玩乐产品方面推出 CFORCE 110，2024 年进一步增加 EV110 电动化产品。

UTV/SSV 领域发展空间更大，除了加强 ATV 产品布局外，公司进一步加强 UZ 系列大排量新品推出，2022 年公司在原有 UFORCE 1000 的基础上再推出 UFORCE 1000XL，2025 年款新品新增 800XL、U10 PRO、U10 XL PRO，完善高端 UTV 产品矩阵；2023 年 ZFORCE 950 系列共布局了 4 款产品，而 2022 年仅有 1 款产品 ZFORCE 950 HO EX，2025 年款新品中又增加 Z10、Z10-4 等，在 900-1000cc 的 SSV 产品上共布局 5 款产品，UTV/SSV 系列产品矩阵更加丰富。

表6: 春风动力过往四轮全地形车的产品矩阵梳理

类型	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	800 EPS	800 EPS	800 XC	800 XC	800	800 XC	800 XC	800 XC	800 XC	800 TOURING
									800 TOURING	
	500 HO EPS	500 HO EPS	500 HO	500S	500 EPS	500 EPS	500	500	500	500
	500	500S EPS	500S							
	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
CFORCE				600	600	600	600	600	600	600
					600 TOURING	600 TOURING				
						1000	1000	1000	1000	1000
							OVERLAND	OVERLAND	OVERLAND	OVERLAND
									1000 TOURING	1000 TOURING
								110	110	
									EV110	
	800 EPS	800	800	800	800		800			800 XL
	500 HO EPS	500	500	500	500					
				1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
UFORCE							1000 XL	1000 XL	1000 XL	1000 XL
										U10 PRO
										U10 XL PRO
							600	600	600	600
ZFORCE	800 EX EPS	800 EX EPS	800 EX	800 EX	800 EX	800 EX	800 EX	800 EX	800 Trail	800 Trail
	800 EX	800 EPS TRAIL	800 TRAIL	800 TRAIL	800 TRAIL	800 TRAIL	800 TRAIL	800 TRAIL		800 Trail

800 EPS TRAIL
 800 TRAIL

500 HO TRAIL EPS	500 TRAIL										
	1000	1000					950 SPORT	950 SPORT	950 HO EX	950 HO EX	950 HO EX
										950 Sport 4	950 Sport 4
										950 Sport	950 Sport
										950 Trail	950 Trail
										Z10	Z10-4

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 公司高端 U/Z 系列成长空间大

春风动力在产品的应用场景细分方面存在较大拓展空间。春风动力将产品细分为 CFORCE、UFORCE、ZFORCE 三类，对应 ATV、UTV 及 SSV 系列，春风动力美国官网展示的产品共计 19 款，包含 7 款 ATV、6 款 UTV 和 6 款 SSV。北极星旗下的产品则按照更加细致的应用场景来进行细分，例如 RZR 系列追求动力性，GENERAL 系列更侧重于家庭集体出行露营、户外度假等场景，而 XPEDITION 系列则主要侧重于深入较为偏远的地区冒险，在产品进一步细分的背景下，北极星官网展示的产品数量总计达 35 款，远超春风动力，其中除了 Sportsman 定位于 ATV 之外，其他的系列均定位 UTV/SSV 产品，在高端 UTV/SSV 领域种类丰富性更强，参照北极星对全地形车的产品细分，预计春风动力存在更多的拓展空间。

表7: 春风动力和北极星在产品应用场景细分的对比

公司	产品系列	相关介绍	价格带分布	车型数量	具体产品举例
春风动力	CFORCE	ATV 系列产品	5399-11799 美元	7	CFORCE 1000 TOURING、CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 OVERLAND
	UFORCE	UTV 系列产品	10999-18999 美元	6	UFORCE 600、UFORCE 1000、UFORCE 1000 XL、U10 PRO
	ZFORCE	SSV 系列产品	13099-22999 美元	6	ZFORCE 800 Trail、ZFORCE 950 Trail、ZFORCE 950 Sport、ZFORCE 950 Sport 4、ZFORCE Z10
北极星	RZR	剃刀系列定位 SSV，用于探索具有挑战性的世界，常用于动力性相关比赛中，具备极强动力性能	15999-34999 美元	6	2025 RZR TRAIL、2025 RZR XP、2025 RZR PRO S
	XPEDITION	远征系列专门用于深入较为偏远的地区而设计，旨在进行各种冒险类活动	31999-32999 美元	2	2025 POLARIS XPEDITION XP、2025 POLARIS XPEDITION ADV
	GENERAL	将军系列常用于森林探索、河边露营等需求，适用于家庭集体出游时驾驶	17499-23999 美元	2	2025 GENERAL 1000、2025 GENERAL XP 1000
	RANGER	游侠系列专为牧场、建筑工地和丛林狩猎等设计，具备较强的越野潜力和牵引力，工具属性较强	12499-39999 美元	11	2025 RANGER SP 570、2025 RANGER 570 FULL-SIZE
	Sportsman	运动家系列定位 ATV，专门为渴望创造极限的车手设计，拥有多种发动机型号	6999-18499 美元	14	2025 SPORTSMAN 450、2025 SPORTSMAN TOURING 570

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理（统计北极星车型数量中将单排、多排等作为同一种车型计算）

北极星针对单款车型的布局比较完善，春风动力在单一车型的挖掘方面有提升空间。对比北极星和春风动力在同一排量段的车型，例如春风动力过往在 UTV 领域有 UFORCE 1000 及 UFORCE 1000 XL 两个型号，分别是 2 座和 4 座，而北极星 RANGER 1000 系列就有低配、中配、高配版本，每种版本可以分为 3 座及 6 座两类，RANGER 1000 系列有 5 款不同的车型；SSV 领域春风动力的 ZFORCE 950

包含 2 座及 4 座版本，北极星的 RZR XP 1000 系列也分为低配、中配、高配的版本，不同版本中包含 2 座及 4 座，共有 6 款不同车型，在单一车型的拓展方面春风动力也有较大空间。

表8: 春风动力和北极星在单排量车型挖掘的对比

公司	产品名称	座位数	排量	马力	
ATV	春风动力	2025 CFORCE 1000 TOURING	1	963cc	84HP
		2025 CFORCE 1000 OVERLAND	1	963cc	84HP
	北极星	Sportsman XP 1000 Ultimate	1	952cc	90HP
		Sportsman XP 1000 Hunt Edition	1	952cc	90HP
UTV	春风动力	2025 UFORCE 1000	2	963cc	71HP
		2025 UFORCE 1000 XL	4	963cc	71HP
	北极星	2025 RANGER 1000	3	999cc	61HP
		2025 RANGER CREW 1000	6	999cc	61HP
		2025 RANGER 1000 EPS	3	999cc	61HP
		2025 RANGER 1000 Premium	3	999cc	61HP
		2025 RANGER CREW 1000 Premium	6	999cc	61HP
		2025 ZFORCE 950 SPORT	2	963cc	83HP
SSV	春风动力	2025 ZFORCE 950 Sport 4	4	963cc	83HP
		RZR XP 1000 Sport	2	999cc	114HP
	RZR XP 4 1000 Sport	4	999cc	114HP	
	北极星	RZR XP 1000 Premium	2	999cc	114HP
		RZR XP 4 1000 Premium	4	999cc	114HP
		RZR XP 1000 Ultimate	2	999cc	114HP
		RZR XP 4 1000 Ultimate	4	999cc	114HP

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

产品的动力性方面仍有一定差距。从公司最高配置的产品作为对比，选择春风动力的 2025 ZFORCE Z10 及北极星的 2025 RZR Pro R 两款产品，有以下差异：
1) 北极星的产品排量及尺寸更大：北极星 2025 RZR Pro R 排量高达 1997cc，而春风动力 ZFORCE Z10 排量为 998cc，从产品尺寸看北极星的产品也更大，轴距更长，
2) 北极星的产品动力性更强：春风动力的产品最大功率为 143HP，北极星的产品最大功率达 225HP。因此在最高端的 SSV 中，春风动力产品的动力性、尺寸、排量等参数和北极星存在差距，有提升空间。

表9: 春风动力的高端产品与北极星的高端产品存在差距

公司	春风动力	北极星	
产品名称	2025 ZFORCE Z10	2025 RZR Pro R	
产品图片			
尺寸及重量	长宽高	129 英寸*64 英寸*68.5 英寸	136.5 英寸*74 英寸*72.8 英寸
	轴距	99 英寸	104.5 英寸
	质量	1863 磅	2327 磅
	油箱容量	9.9 加仑	-
发动机	类型	三缸液冷四冲程，涡轮增压	直列四缸液冷四冲程
	排量	998cc	1997cc
	最大功率	143HP@7750RPM	225HP
	最大扭矩	100LB-FT@7000RPM	-
底盘	驱动方式	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定
	悬挂系统	前悬挂（高间隙 A 臂）后悬挂（Quad link 拖臂）	前悬挂（轻型双 A 臂）后悬挂（拖臂）
	车轮	14 英寸铸铝合金	15 英寸铸铝合金，带珠锁
	制动	前后轮液压盘式制动器	液压盘式制动
其他参数	绞盘	配备（4500 磅）	-

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ **2024 年迎来产品大年，多款重磅新品有望促进市占率提升**

公司迎来新品周期，UTV/SSV 领域有望持续发力。根据公司北美官网，2024 年年初公司新推出三款新品，分别是 CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 Sport 4。过往公司在 ATV 的 800cc 及 1000cc 排量段仅有 CFORCE 800 XC、CFORCE 1000 OVERLAND 两款产品，本次推出的新款产品补足了在 ATV 大排量领域的产品矩阵，此外公司在 SSV 领域更进一步，新推出了 ZFORCE 950 Sport 4。

CFORCE 800 TOURING 相较于原有产品在动力性能、外型方面实现优化升级。对比公司在 2024 年推出的新品 CFORCE 800 TOURING 与公司原有产品 CFORCE 800 XC，发现以下几个主要方面进行了优化：1) **动力性能大幅提升**：新品的最大功率、最大扭矩均比原有产品更高，800cc 产品的最大马力可达到 70HP，此外牵引力可达 1800 磅，高于原有产品 1650 磅；2) **外型优化**：从产品外观看，新品的长宽高均会高于原有产品，离地高度也更高，驾驶空间增加；3) **售价一致，具备高性价比**：新品售价为 9399 美元，和原有产品的价格一致，考虑到动力表现等有提升，整体性价比更高。

表10: 春风动力的新品 CFORCE 800 TOURING 和原有产品 CFORCE 800 XC 对比

相关参数	CFORCE 800 TOURING	CFORCE 800 XC
售价	9399 美元	9399 美元
发动机	发动机类型	V 型双缸液冷四冲程
	排量	800cc
	最大功率	70HP@7500RPM
	最大扭矩	51LB-FT@5500RPM
	驱动方式	两驱/四驱/四驱锁定
尺寸及重量	长宽高	92 英寸*50 英寸*57.1 英寸
	轴距	58 英寸
	整备质量	960 磅
	离地高度	11.4 英寸
	油箱容量	6.9 加仑
底盘	悬挂系统	前悬挂（高间隙 A 臂）后悬挂（拖臂）
	轮胎	前：26 英寸*8 英寸*R14 后：26 英寸*10 英寸*R14
	减震器	前后弹簧预载可调，油阻尼
	刹车	液压盘式制动器
其他参数	牵引能力	1800 磅

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

CFORCE 1000 TOURING 较原有产品实现产品力、减震性能的提升。对比公司 2024 年推出的新品 CFORCE 1000 TOURING 及原有老款 CFORCE 1000 OVERLAND，新品在动力性能、外型、减震等方面实现优化：1) **动力性能提升**：新品的最大功率、最大扭矩较老产品更高，最大马力 84HP 高于老款的 79HP，牵引能力提升至 1800 磅；2) **外型优化**：新品的长宽高较原有产品有所增加，离地高度提升，乘坐空间更大；3) **减震性提升**：新品的减震器额外带有储气罐，在行驶过程中能够减少震感；4) **售价接近**：新产品售价 10499 美元，相较老产品的 10399 美元仅高 100 美元。

表11: 春风动力的新品 CFORCE 1000 TOURING 和原有产品 CFORCE 1000 OVERLAND 对比

相关参数	CFORCE 1000 TOURING	CFORCE 1000 OVERLAND
售价	10499 美元	10399 美元
发动机	发动机类型	V 型双缸液冷四冲程
	排量	963cc
	最大功率	84HP@7500RPM

最大扭矩	62LB-FT@6500RPM	52LB-FT@6500RPM	
驱动方式	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	
尺寸及重量	长宽高	92 英寸*50 英寸*57.7 英寸	90.5 英寸*49 英寸*57 英寸
	轴距	58 英寸	58 英寸
	整备质量	975 磅	1080 磅
	离地高度	12 英寸	11.8 英寸
	油箱容量	6.9 加仑	7.9 加仑
底盘	悬挂系统	前悬挂（高间隙 A 臂）后悬挂（拖臂）	前悬挂（高间隙 A 臂）后悬挂（拖臂）
	轮胎	前：27 英寸*9 英寸*R14 后：27 英寸*9 英寸*R14	前：27 英寸*9 英寸*R14 CST 后：27 英寸*9 英寸*R14 CST
	减震器	前后高压气体，带储气罐，压缩/回弹可调节	前后高压气体，压缩/回弹可调节
	刹车	液压盘式制动器	液压盘式制动器
其他参数	牵引能力	1800 磅	1650 磅

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

ZFORCE 950 Sport 4 是公司首款四座 SSV，更好满足多元化的消费需求。 ZFORCE 950 Sport 4 是 ZFORCE 950 Sport 的四座车型，也是春风动力的首款四座 SSV，新车型保持了原来车型强大的动力性能，最大功率、最大扭矩及牵引力等和原有车型保持一致，底盘经过重新调整和加长，可容纳四位乘客，提供更大空间和更强的承载能力，适合于家庭和朋友等多人共同出行的场景。ZFORCE 950 Sport 4 是春风动力在 SSV 领域针对单款车型推出的细分品类，满足了消费者对四座 SSV 的使用需求，满足更多应用场景。

表12：春风动力的新品 ZFORCE 950 Sport 4 和原有产品 ZFORCE 950 Sport 对比

相关参数	ZFORCE 950 Sport 4	ZFORCE 950 Sport	
售价	18299 美元	15299 美元	
发动机	发动机类型	V 型双缸液冷四冲程	V 型双缸液冷四冲程
	排量	963cc	963cc
	最大功率	83HP@7500RPM	83HP@7500RPM
	最大扭矩	63LB-FT@5000RPM	63LB-FT@5000RPM
	驱动方式	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定
尺寸及重量	长宽高	151 英寸*60 英寸*74 英寸	121 英寸*60 英寸*74 英寸
	轴距	120 英寸	90 英寸
	整备质量	1700 磅	1436 磅
	离地高度	12 英寸	12 英寸
	油箱容量	9.8 加仑	9.8 加仑
底盘	悬挂系统	前悬挂（拱形双 A 臂）后悬挂（可调节连接杆）	前悬挂（拱形双 A 臂）后悬挂（可调节连接杆）
	轮胎	前：27 英寸*9 英寸*R14 CST Stag 后：27 英寸*11 英寸*R14 CST Stag	前：27 英寸*9 英寸*R14 CST Stag 后：27 英寸*11 英寸*R14 CST Stag
	减震器	前后高压气体，带储气罐，7 档压缩可调节	前后高压气体，带储气罐，3 档压缩可调节
	刹车	液压盘式制动器	液压盘式制动器
其他参数	牵引能力	1500 磅	1500 磅

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

基于全新动力平台打造的 UTV/SSV 产品上市，开启全地形车新时代。 2024H2 公司推出全新 UTV 产品 U10 PRO 及 U10 XL PRO，重新定义全尺寸 UTV。新产品 U10 PRO 采用新型三缸发动机，结合新的 CVT 系统，提供更强大功率、扭矩及牵引能力，超过过去 UTV 系列产品，U10 XL PRO 进一步将 UTV 的体验提升到了新的高度，U10 PRO 系列产品有望成为公司最具价值的 UTV 产品。

此外公司在 SSV 领域推出极具动力性的 Z10 及 Z10-4，新品的动力表现大幅提升，和北极星、庞巴迪等竞争对手的产品性能差距缩小，公司在 SSV 领域将和北极星、庞巴迪的更高端产品竞争，有望抢占更多份额。

图24: 春风动力在 UTV/SSV 领域推出的新品



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

U10 PRO 及 U10 XL PRO 具备极高性价比, 借助新品有望在高端 UTV 市场实现市占率提升。对比新品 U10 PRO 与原有产品 U10 XL, U10 PRO 搭载全新的三缸发动机, 排量段提升至 998cc, 最大功率提升至 88HP@7250RPM, 较原有产品的最大功率提升 24%, 最大扭矩提升至 69LB-FT@6500RPM, 较原有产品提升 28%, 动力性能大幅提升, 能够显著提升消费者的驾驶体验。

对比竞品北极星 GENERAL XP 1000 Ultimate、庞巴迪 Defender Limited 与春风动力 U10 PRO, 春风动力的产品性能不输海外头部竞争对手, 和庞巴迪的竞品对比, 在排量、最大功率上均实现了超越; 和北极星相比, 虽然最大功率略低于北极星, 但是牵引能力等有大幅超越。

从定价看, U10 PRO 仅高于 U10 XL 1500 美元, 比北极星 GENERAL XP 1000 Ultimate 定价低 41%, 比庞巴迪 Defender Limited 定价低 44%, 定价上具备很强的竞争力。U10 XL PRO 的相关参数和 U10 PRO 基本一致, 提供了双排座位, 适合更多人乘坐的场景, 因此价格略高于 U10 PRO, 但相较于海外竞争对手仍然具备性价比优势。预计公司借助 U10 PRO 系列产品有望在 UTV 领域大幅提升竞争力, 高端 UTV 市场上抢占头部品牌份额, 后续也有望推出更多动力性较强的新品。

表13: 春风动力的新品 U10 PRO/U10 XL PRO 和原有产品 U10 XL、北极星及庞巴迪竞品对比

相关参数	U10 XL	U10 PRO	U10 XL PRO	GENERAL XP 1000 Ultimate	Defender Limited
公司	春风动力	春风动力	春风动力	北极星	庞巴迪
售价	15499 美元	16999 美元	18999 美元	28999 美元	30199 美元
发动机类型	V 型双缸液冷四冲程	可变气门正时技术的三缸发动机	可变气门正时技术的三缸发动机	双缸液冷四冲程	双缸液冷
排量	963cc	998cc	998cc	999cc	976cc
最大功率	71HP@7000RPM	88HP@7250RPM	88HP@7250RPM	100HP	82HP
最大扭矩	54LB-FT@6500RPM	69LB-FT@6500RPM	69LB-FT@6500RPM	-	69LB-FT
驱动方式	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/适时四驱/草地模式	两驱/四驱/草地模式
单排/双排	双排	单排	双排	单排	单排
尺寸及轴距	长宽高 148 英寸*64 英寸*73 英寸	117 英寸*64 英寸*77 英寸	149 英寸*64 英寸*77 英寸	118 英寸*64 英寸*77 英寸	126 英寸*65 英寸*99 英寸
重量	整备质量 1854 磅	1841 磅	2061 磅	1704 磅	1975 磅
离地高度	12 英寸	13 英寸	13 英寸	14 英寸	12 英寸
油箱容量	8 加仑	12 加仑	12 加仑	9 加仑	11 加仑
底盘 悬挂系统	前悬挂 (高间隙鸥翼 A 臂) 后悬挂 (双 A 臂)	前悬挂 (高间隙 A 臂) 后悬挂 (双 A 臂)	前悬挂 (高间隙 A 臂) 后悬挂 (双 A 臂)	前悬挂 (双 A 臂) 后悬挂 (双 A 臂)	前悬挂 (拱形双 A 臂) 后悬挂 (带外部防摇杆的)

					拱形 TTA)
轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	15 英寸铝合金轮胎	14 英寸铸铝轮胎
减震器	弹簧预载可调节, 油阻尼	弹簧预载可调节, 油阻尼	弹簧预载可调节, 油阻尼	Walker Evans Velocity 系列减震	双管充气减震
刹车	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器
其他参数	牵引能力	2500 磅	2500 磅	2500 磅	1499 磅
		2500 磅	2500 磅	1499 磅	2500 磅

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

Z10 动力性能大幅提升, 高端 SSV 领域有望实现突破。对比 Z10 与公司过去的产品 950 SPORT, Z10 的最大功率提升至 143HP, 较 950 SPORT 提升 72%, 最大扭矩提升至 100LB-FT, 较原有产品提升 59%, 过往公司产品的马力都在 100HP 以下, 这也是公司首次将产品马力突破 100HP, 并提升至接近 150HP 的水平, 较老产品体现出更强的动力表现。

对比竞品北极星 2025 RZR XP、庞巴迪 Maverick X3 DS Turbo, ZFORCE Z10 的价格和 RZR XP 一致, 而 RZR XP 的最大功率仅为 114HP, Z10 的性能表现大幅领先; Maverick X3 DS Turbo 的最大功率 135HP 同样低于 Z10, 从定价上 Z10 比 Maverick X3 DS Turbo 低 9%。北极星、庞巴迪也有动力性更强的产品, 例如 RZR Pro S 最大功率 181HP, Maverick X3 DS TURBO RR 最大功率 200HP, Z10 的定价分别较上述竞品低 26%、19%, 有较为明显的价差。

Z10-4 的参数表现和 Z10 较为接近, 主要区别在于 Z10-4 是双排产品, 给消费者提供更多选择。

过往春风动力受限于发动机性能, 功率及扭矩等参数表现, 在高端 SSV 领域无法与北极星、庞巴迪竞争, 2024H2 基于三缸发动机打造的 SSV Z10 系列有望实现突破, 公司逐步具备与北极星、庞巴迪等在高端 SSV 领域竞争的实力。

表14: 春风动力的新品 ZFORCE Z10/Z10-4 和原有产品 ZFORCE 950 SPORT、北极星及庞巴迪竞品对比

相关参数	ZFORCE 950 SPORT	ZFORCE Z10	ZFORCE Z10-4	RZR Pro S	2025 RZR XP	Maverick X3 DS TURBO RR	Maverick X3 DS Turbo
公司	春风动力	春风动力	春风动力	北极星	北极星	庞巴迪	庞巴迪
售价	15299 美元	19999 美元	22999 美元	26999 美元	19999 美元	24599 美元	21999 美元
发动机类型	V 型双缸液冷四冲程	可变气门正时技术的三缸发动机, 液冷四冲程	可变气门正时技术的三缸发动机, 液冷四冲程	双缸液冷四冲程	双缸液冷四冲程	涡轮增压三缸发动机	涡轮增压三缸发动机
排量	963cc	998cc	998cc	925cc	999cc	900cc	900cc
最大功率	83HP@7500RPM	143HP@7750RPM	143HP@7750RPM	181HP	114HP	200HP	135HP
最大扭矩	63LB-FT@5000RPM	100LB-FT@7000RPM	100LB-FT@7000RPM	-	-	-	-
驱动方式	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/适时四驱	两驱/适时四驱	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定
单排/双排	单排	单排	双排	单排	单排	单排	单排
尺寸及重量	121 英寸*60 英寸*74 英寸	129 英寸*64 英寸*69 英寸	159 英寸*64 英寸*69 英寸	260 英寸*177 英寸*115 英寸	283 英寸*224 英寸*70 英寸	132 英寸*64 英寸*65.4 英寸	132 英寸*64 英寸*65.4 英寸
	轴距 90 英寸	99 英寸	129 英寸	96 英寸	90 英寸	102 英寸	102 英寸
	整备质量 1435 磅	1863 磅	2105 磅	2024 磅	1565 磅	1546 磅	1546 磅
	离地高度 12 英寸	14 英寸	14 英寸	16 英寸	14 英寸	14 英寸	14 英寸
	油箱容量 10 加仑	10 加仑	10 加仑	12 加仑	10 加仑	10.5 加仑	10.5 加仑
悬挂系统	前悬挂(独立拱形双 A 臂) 后悬挂(双 A 臂)	前悬挂(高间隙 A 臂) 后悬挂(独立拖臂)	前悬挂(高间隙 A 臂) 后悬挂(独立拖臂)	前悬挂(双 A 臂) 后悬挂(管状拖臂)	前悬挂(双 A 臂) 后悬挂(带稳定杆的拖臂)	前悬挂(A 型臂) 后悬挂(连杆扭转拖臂)	前悬挂(双 A 型臂) 后悬挂(连杆扭转拖臂)
底盘	轮胎 14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铝合金轮胎	14 英寸铝合金轮胎	15 英寸铝合金轮胎	铝合金轮胎	14 英寸铸铝轮胎	14 英寸铸铝轮胎
	减震器 前/后: 高压气体/背负式储气罐, 3 位压缩可调	FOX 可调背负式储气罐带 CAB 控制开关	FOX 可调背负式储气罐带 CAB 控制开关	Walker Evans Velocity 系列减震	Walker Evans Velocity 系列减震	SHOWA Piggyback 系列减震器	SHOWA Piggyback 系列减震器
	刹车 液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器
其他参数	牵引能力 1499 磅	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

摩托车爆款频出，有望助力国内市占率提升

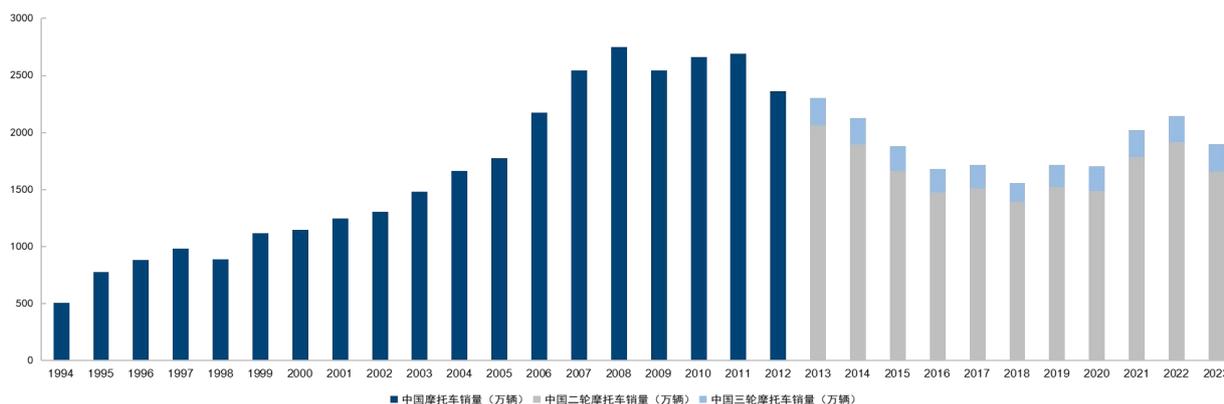
我们认为，中大排摩托车行业发展早期，涌现出众多摩托车品牌，随着行业逐步成熟，未来将会更加考验摩托车企的产品打磨能力。春风动力在国内中大排摩托领域具备较强竞争优势，精心打磨产品，市占率居于前列，过往曾经打造出 250SR/450SR 等多款爆款产品，产品及品牌的表现已经获得消费者的认可。公司近年来推新节奏明显加快，在重点排量段领域推出较多新品，有望进一步提升国内中大排领域的市占率。

中国摩托车市场基本情况概览

中国摩托车市场早在 2000 年之前就开始发展，2000 年时中国摩托车销量已经达到 1147 万辆，随着经济水平提升，摩托车销量持续增长，至 2008 年时达到 2750 万辆，此后由于电动两轮车、汽车的兴起，对摩托车产生一定替代作用，中国的禁限摩政策也限制了摩托车市场发展，摩托车行业销量不断下滑，至 2018 年中国摩托车销量下滑至 1557 万辆，其中两轮摩托车销量下滑至 1396 万辆，三轮摩托车销量下滑至 162 万辆。

2020-2022 年中国摩托车销量重新恢复增长，一方面以摩托车作为通勤代步及休闲娱乐的人群逐渐增加，另一方面，国家对疫情的控制也支撑了摩托车外贸的发展，2022 年中国摩托车销量提升至 2142 万辆，其中两轮摩托车销量提升至 1913 万辆，三轮摩托车销量提升至 229 万辆。2023 年疫情放开后消费者购买力恢复不足，2023 年两轮摩托车销售 1660 万辆，同比下滑 13%，三轮摩托车销售 239 万辆，同比增长 4%，整体摩托车销售 1899 万辆，同比下滑 11%。

图25：摩托车行业总体销量及分两轮、三轮摩托车销量



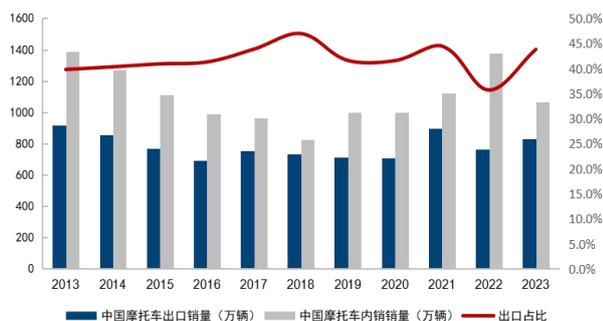
资料来源：Wind，中国摩托车商会，国信证券经济研究所整理

中国摩托车市场出口销量占比约 40%-50%。中国摩托车市场中较大一部分用于出口，2013-2023 年中国摩托车市场内销及出口占比相对稳定，内销占比基本上在 50%-60%之间，2023 年摩托车出口销售 832 万辆，内销 1067 万辆，内销占比为 56.2%，出口占比 43.8%。

摩托车市场以燃油车为主，2019 年新国标后电动摩托车销量增长较多。中国摩托车市场早期以燃油车为主，电动摩托车是在 2010 年后才开始逐渐出现并成为

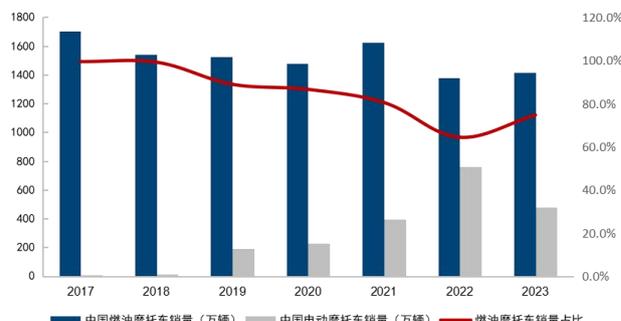
消费者日常通勤的选择。2019年新国标对电动两轮车按标准重新划分，更多电动两轮车被划分为电动摩托车，因此电动摩托车的整体销量有大幅提升，从2018年的13.5万辆提升至2019年189.8万辆。2023年中国摩托车市场中燃油摩托车销量1418万辆，电动摩托车销量481万辆，燃油摩托车销量占比74.7%。

图26: 中国摩托车市场出口、内销量及出口占比



资料来源: 中国摩托车商会, 国信证券经济研究所整理

图27: 中国摩托车市场燃油、电动车销量及燃油摩托车占比

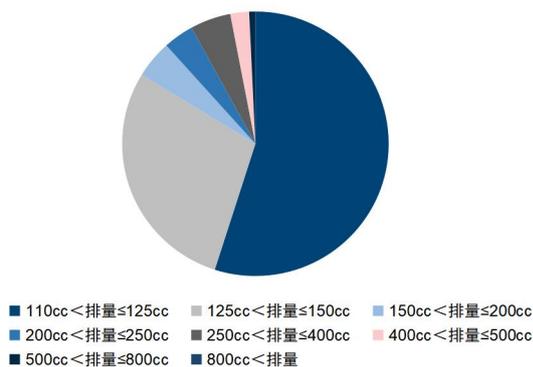


资料来源: 中国摩托车商会, 国信证券经济研究所整理

摩托车内销量主要集中于110-125cc、125-150cc排量段。中国摩托车内销以小排量摩托车为主，分排量段看，2023年110-125cc排量段的摩托车销量占比最高，达到54.9%，其次是125-150cc排量段的摩托车销量占比28.8%，150cc及以下销量占比已经达到83.7%。2023年250cc以上的大排量摩托车内销量占比8.0%，主要集中于250-400cc排量段，大排量市场上以钱江摩托、春风动力、隆鑫通用为代表的车企推出的重点车型也主要集中于250-450cc排量段。800cc以上摩托车销量占比不足1%。

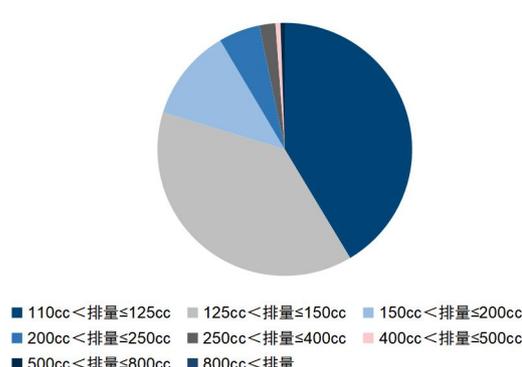
摩托车出口销量更偏向于小排量产品，主要集中于200cc以下。中国摩托车出口以小排量产品为主，去往包括中东、非洲等区域，2023年110-125cc、125-150cc、150-200cc的摩托车出口销量占比分别为41.4%、38.3%、11.8%，总计达到91.5%，250cc以上大排量摩托车的出口销量占比为3.2%。

图28: 2023年中国两轮摩托内销分排量占比



资料来源: 中国摩托车商会, 国信证券经济研究所整理

图29: 2023年中国两轮摩托出口分排量占比



资料来源: 中国摩托车商会, 国信证券经济研究所整理

市场空间：中大排摩托车渗透率低，有较大成长空间

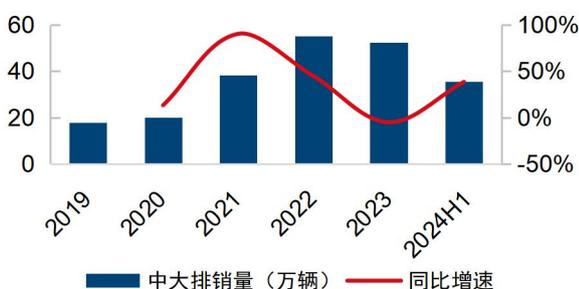
中大排摩托车销量快速提升，出口及内销均实现高增长。近年来随着国内经济快速增长和城市化进程加快，摩托车已经从单纯的交通工具转变为生活方式和

文化的象征，消费者的玩乐需求释放，中国中大排摩托车市场也在逐步扩容。中国中大排摩托车销量从2019年的17.7万辆提升至2023年的52.5万辆，复合增速31.2%。

分内外销看，内销方面，新兴的年轻消费群体进入为中大排市场带来动力，结合原有群体升级换代需求，促进内销销量提升。2023年由于宏观环境影响，增长有所放缓，但是中大排市场扩大的大趋势并未改变，2024上半年已经出现复苏增长趋势，2024年上半年内销销量20.0万辆，同比增长19.2%，未来有望保持稳步增长。

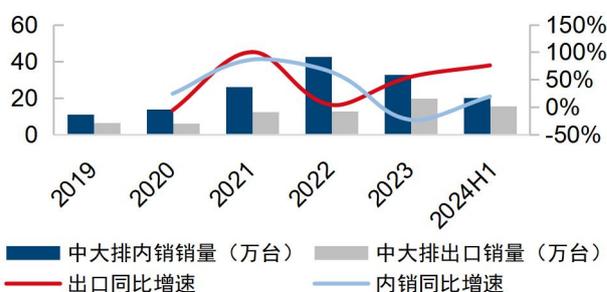
外销方面，中国品牌在海外很多国家市占率较低，相较于海外品牌，中国摩托车拥有领先的智能化优势、制造成本优势等，品牌势能持续提升，逐步和国外品牌同台竞技，外销摩托车销量及市占率不断提升，2019-2023年外销销量的复合增速为32.1%，2024年上半年外销销量15.6万辆，同比增长75.8%。

图30: 中国中大排销量及同比增速



资料来源：中国摩托车商会，国信证券经济研究所整理

图31: 中国中大排内销、出口销量及同比增速



资料来源：中国摩托车商会，国信证券经济研究所整理

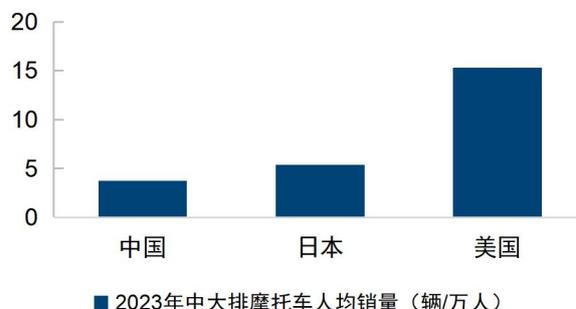
中国中大排摩托车渗透率及人均销量较低，对标海外提升空间大。从渗透率角度看，中国大于250cc的摩托车渗透率不足5%，而海外各国如2023年日本中大排摩托车渗透率达17.9%，欧美国家大排量的趋势更加显著，美国中大排量摩托车渗透率达94%；从人均销量看，2023年中国中大排摩托车每万人销量仅为3.7辆，对标日本为5.4辆，美国超过10辆，**中国摩托车行业从渗透率、每万人人均销量角度，较海外发达国家都有明显差距**，随着国内大排量摩托车的玩乐属性提升，消费者接受度增强，中国中大排摩托车的渗透率有望进一步提升。

图32: 中国中大排摩托车渗透率变化



资料来源：中国摩托车商会，国信证券经济研究所整理

图33: 2023年中国及海外其他国家中大排人均销量对比

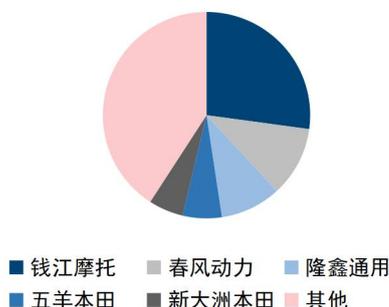


资料来源：中国摩托车商会，IMMA, statista, JAMA, 国信证券经济研究所整理

竞争格局：中大排市场集中度高，头部企业份额有望继续提升

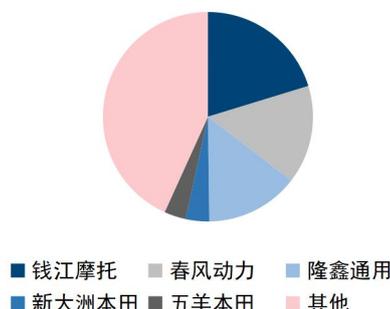
中大排摩托车市场集中度较高，钱江摩托、春风动力和隆鑫通用位居前三。2023年中大排摩托车市场中钱江、春风及隆鑫市占率合计达49.8%。钱江摩托拥有贝纳利、QJMOTOR、钱江燃油车等品牌，排量覆盖50-1200cc，品类覆盖复古、街车、巡航、旅行、仿赛、越野等，依靠丰富的产品矩阵成为国内中大排领域的市占率领先企业，2023年250cc以上市占率达20.3%。春风动力遵循打造爆款产品策略，以250SR、450SR、450CL-C、800NK、XO狒狒等拳头产品为支点，升级迭代现有产品、推出全新产品，2023年公司在中大排领域的市占率达15.2%。隆鑫通用旗下拥有无极高端摩托品牌，过往曾成功打造CU525、DS525X、SR250GT等多款爆品，2023年250cc以上市占率位居行业第三，达到14.4%。

图34：2022年中国中大排摩托车销量份额



资料来源：中国摩托车商会，国信证券经济研究所整理

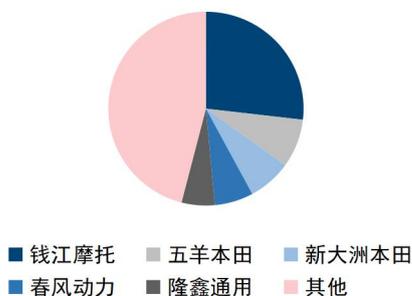
图35：2023年中国中大排摩托车销量份额



资料来源：中国摩托车商会，国信证券经济研究所整理

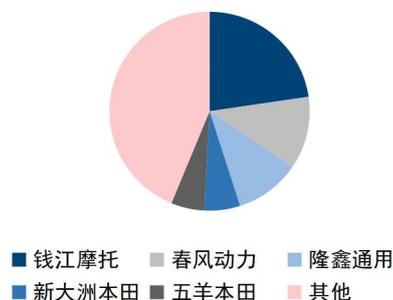
中大排内销前三家企业同样是钱江摩托、春风动力及隆鑫通用，2023年春风市占率提升较快。2023年中大排摩托车内销市场上，钱江摩托的市占率居首位达22.7%，其次是春风动力市占率11.8%，隆鑫通用市占率为10.6%，钱江、春风及隆鑫凭借完善的产品布局，在内销市场上同样保持市占率前三。2023年春风动力市占率较2022年提升5.4个百分点，主要受益于公司2023年推出多款在中大排领域具备较强竞争力的产品，如450SR-S、450CL-C、450NK等，450cc重点排量段的产品布局拉动市占率提升。头部企业在产品、渠道等方面领先，随着进一步强化布局，在中大排领域的市占率有望持续提升。

图36：2022年中国中大排摩托车内销销量份额



资料来源：中国摩托车商会，国信证券经济研究所整理

图37：2023年中国中大排摩托车内销销量份额



资料来源：中国摩托车商会，国信证券经济研究所整理

公司优势：精心打磨产品，强化品牌，渠道持续拓展

春风动力坚持精品策略，具备较强的产品打磨能力，在产品的外型设计、动力性能、智能化配置及定价方面具备丰富的经验，250SR、450SR等产品一经上市即获得消费者较高认可度，过往推出的爆品层出不穷。凭借产品积累，公司逐步建立起自身的品牌优势，春风日等活动有利于强化品牌形象。公司也在积极拓展国内摩托车渠道，覆盖全国多个省市，通过产品、品牌及渠道积累，春风动力成为大排量摩托车市场的领先企业，建立起国内摩托领域深厚的护城河。

1) 品牌认可度高

根据摩托范披露的摩托车排行榜榜单，该榜单包含人气榜、询价榜、口碑榜及品牌榜，春风动力250SR、450SR、450CL-C等经典产品均位居榜单前列，消费者对公司产品及品牌本身有较高的认可度；在品牌榜中春风也是仅次于钱江，排名国内品牌榜第二顺位，凸显高品牌认可度，春风动力在消费者心中已经形成打造精品摩托车的较好形象。

表15: 摩托范的人气榜、品牌榜等相关排行（2024.9.19）

名次	人气榜榜单	询价榜榜单	口碑榜榜单	品牌榜榜单
1	春风 675SR	春风 450SR	新大洲本田 NS125LA	钱江
2	无极 RR660S	春风 250SR	春风 450SR	春风
3	钱江赛 550S	无极 RR660S	春风 450CL-C	隆鑫
4	张雪机车 500RR	春风 675SR	春风 250CL-C	奔达
5	春风 450SR	钱江赛 550S	济南铃木 UY125	川崎
6	奔达 金吉拉 500	豪爵铃木 GSX250R	豪爵 AFR125/S	豪爵
7	升仕 703RR	钱江赛 600	隆鑫无极 GU525	五羊本田
8	豪爵 TR300	凯越 450RR	豪爵 UHR150	雅马哈
9	钱江赛 600	豪爵 UHR150	隆鑫无极 SR250GT	赛科龙
10	春风 250SR	奔达 金吉拉 500	豪爵 TR300	宝马

资料来源：摩托范，国信证券经济研究所整理

2) 具备打造爆款产品的丰富经验

产品开发贴近消费者需求。公司新产品开发流程包括新品企划、工程设计、样机试制、小批试制和量产五个阶段，新产品需要经过产品评审委员会进行策划评审、企划评审、工程设计评审、样车评审、小批试制评审，实现最终的新产品量产，新品开发过程严格，根据市场需求及时调整产品规划。

严格把控摩托车质量，入选国宾护卫专用摩托车。公司坚持水冷大排量发动机为核心的摩托车研发生产，在研发设计、生产制造、产品品控等方面形成了较强的竞争力，相关产品的技术参数和性能要求表现优异，获得市场高度认可。2014年9月，公司在200多家摩托车制造企业中脱颖而出，成为国宾护卫专用摩托车指定生产商，此后国宾车持续参与执行阅兵庆典、外交护卫、APEC会议、G20峰会等护卫任务上百场，公司生产的CF650G、1250G摩托车成为中国恢复来访国宾车队摩托车护卫制度以来的唯一用车。

图38: 春风动力的国宾车 CF650G



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

250SR 性价比优势凸显, 上市即成为爆款车型。2020年3月初春风动力250SR正式上市, 上市后凭借性能、产品及营销策略, 吸引众多消费者, 成为公司的畅销车型, 奠定了公司在仿赛领域的地位。

对比250SR及相应竞品, 250SR具备如下优势: 1) **外观设计优秀:**250SR的外观设计有很强的视觉冲击力, 流线型车身线条、个性化车头设计及颜色的搭配动感十足, 吸引众多摩托车主, 获得一致好评; 2) **动力性能表现出色:**250SR的最大马力27.9Ps, 最大功率20.5kW, 超过豪爵铃木GSX250R-A、无极300RR等250-300cc排量段的竞品; 3) **配置丰富:**250SR配置5英寸曲面TFT仪表显示档位、转速等, 全车采用LED光源, 还支持手机连接、导航投屏等功能; 4) **定价具备性价比:**250SR CBS版价格16880元, 竞品价格基本上在2万元以上, 豪爵铃木定价超过3万, 250SR的产品定价明显低于竞品。

表16: 春风动力250SR和竞品的参数对比

车型	2020款 250SR CBS版	2019款 300RR	2020款 GSX250R-A	2022款 321RR	
公司	春风动力	隆鑫无极	豪爵铃木	凯越	
售价(元)	16880	19800	30680	25980	
车体参数	长度(mm)	2010	1965	2085	1975
	宽度(mm)	750	790	740	743
	高度(mm)	1080	1015	1110	1100
	座高(mm)	780	780	790	790
	轴距(mm)	1360	1360	1430	1370
	最小离地间隙(mm)	-	165	160	135
	主油箱容量(L)	12	15	15	13
	整备质量(kg)	165	165	178	151
发动机参数	排量(cc)	250	300	250	320
	发动机结构	-	-	直列	直列
	发动机气缸数	单缸	单缸	双缸	双缸
	最大马力(Ps)	27.9	26.2	25.0	39.4
	最大功率/转速(kW/rpm)	20.5/9750	19.3/8500	18.4/8000	29/10500
最大扭矩/转速(N·m/rpm)	22/7500	24.5/7000	23.4/6500	28/9000	
车轮制动	前制动系统	292mm 单碟, 对向四活塞卡钳	300mm 双碟盘	290mm 盘式制动	320mm 浮动盘四活塞放射式卡钳
	后制动系统	220mm 单碟, 单活塞卡钳	220mm 单碟盘	240mm 盘式制动	后 240mm 单碟
多媒体/灯光配置	仪表盘	LCD 单色液晶仪表	LED 液晶仪表	负显液晶显示屏	TFT 仪表
	挡位显示	标配	-	标配	标配
	前灯	LED	LED	卤素	LED
	后灯	LED	LED	LED	LED
	转向灯	LED	-	卤素	LED

资料来源：摩托范，国信证券经济研究所整理

450SR 性能表现及产品定价亮眼，延续热销趋势。450SR 于 2022 年 5 月上市，基于 250SR 积累的口碑以及自身较为强劲的产品力，450SR 上市后一度供不应求，呈现出明显的热销效应。

对比 450SR 和相关竞品如钱江赛 450、赛科龙 RC401 等，450SR 同样具备较为明显的优势：**1) 外观设计依然保持高水平：**450SR 外观延续春风仿赛家族的设计风格，增加定风翼等细节设计，专业色彩凸显，整车吸睛；**2) 动力性能表现不俗：**动力性相较于竞品表现出色，450SR 的最大功率 37kW，最大扭矩 39N·m，高于赛科龙 RC401、川崎 Ninja 400、本田 CBR400R 等竞品，略低于钱江赛 450，但钱江赛 450 上市时间更晚；**3) 定价具备竞争力：**450SR 定价 31580 元，相较于川崎 Ninja 400、本田 CBR400R 等经典产品具有明显价格优势，相较钱江赛 450 等价格相对接近。

公司打磨产品过程中遵循精品策略，希望产品推出后即成为爆款，后续还推出了 450SR-S、450CL-C、450NK、XO 狒狒、800NK 等多款重点车型，均取得较好的销量表现。

表17: 春风动力 450SR 和竞品的参数对比

车型	2022 款 450SR	2023 款 赛 450	2022 款 RC401 标准版	2022 款 Ninja 400	2022 款 CBR400R	
公司	春风动力	钱江摩托	赛科龙	川崎	本田	
售价 (元)	31580	28999	23800	50800	42000	
车体参数	长度 (mm)	1990	2030	2010	1990	2080
	宽度 (mm)	735	750	760	710	760
	高度 (mm)	1130	1150	1180	1120	1145
	座高 (mm)	795	785	785	785	790
	轴距 (mm)	1365	1380	1400	1370	1416
	最小离地间隙 (mm)	-	135	140	140	130
	主油箱容量 (L)	14	14.8	15	14	16
整备质量 (kg)	168	173	178	168	194	
发动机参数	排量 (cc)	450	450	400	400	400
	发动机结构	直列	直列	直列	直列	直列
	发动机气缸数	双缸	双缸	双缸	双缸	双缸
	最大马力 (Ps)	50.3	53.0	44.9	45.5	44.9
	最大功率/转速 (kW/rpm)	37/9500	39/9500	33/9500	33.5/9600	33/9000
	最大扭矩/转速 (N·m/rpm)	39/7600	43/8000	37/8000	37.2/8000	37/7500
车轮制动	前制动系统	320mm 单碟对置四活塞, Brembo 卡钳	日清, 双碟 300mm	300mm 双碟刹	半浮动式 310mm 单向 2 活塞	碟刹
	后制动系统	220mm 单碟, 单活塞	单碟 240mm	256mm 单碟刹	220mm 单刹车盘 单向双活塞卡钳 (日信)	碟刹
多媒体/灯光配置	仪表盘	5 寸曲面屏 TFT	TFT5 寸宽屏	6.75 寸 TFT 智能仪表	指针+数码负显 LCD	液晶显示屏
	挡位显示	标配	标配	标配	标配	标配
	前灯	LED	LED	LED	LED	LED
	后灯	LED	LED	LED	LED	LED
	转向灯	LED	LED	LED	卤素	LED

资料来源：摩托范，国信证券经济研究所整理

3) 强大的销售网络

公司强化打造覆盖省、市、县的销售网络，更好触达消费者。公司在国内市场深化实施渠道直营模式，2023 年国内经销商网点数量超过 700 家，其中 CFMOTO 渠道数量超 500 家，极核渠道数量 190 余家，KTMR2R 渠道数量 35 家，2023 年国内整体经销商网点数量较 2017 年有大幅提升。公司在渠道方面已实现省会直辖市全覆盖，地级市基本覆盖，并深入县级地区，渠道数量的增加提升了消费者的覆盖度。

表18: 公司国内两轮摩托车的渠道建设情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国内经销商网点数量	200	400	412	567	650	834	725
电动摩托车网点数量					10	194	190
KTMR2R 网点数量					40	40	35
CFMOTO 网点数量					600	600	500

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

具备强竞争力的新品频出, 两轮摩托市占率有望持续提升

◆ 公司过往产品积累丰富

春风动力产品矩阵丰富, 新品上市节奏提速。公司经过多年积累, 摩托车产品的排量段涵盖 125-1250cc 范围, 产品类型多样, 包括街车、仿赛、休旅、拉力、mini、复古等众多细分车型, 也有 PAPIO NOVA 等电动化产品, 在 250cc 及 450cc 排量段上, 公司经过重点布局拥有多款产品, 例如 450 排量段上有 450CL-C、450SR、450SR-S、450NK 等, 产品矩阵完善。

2022 年起摩托车推新节奏明显加快, 公司迈入新品周期。根据公司的新品上市节奏, 2022 年之前公司每年会推出 1-3 款产品, 数量较少, 2022 年后新品的推出节奏明显加快, 推出产品更多, 2022-2024 年分别发布新品 5 款、6 款、6 款, 公司进入新品周期, 一方面弥补过往的排量段缺失, 同时持续丰富产品种类, 有望促进市占率提升。

表19: 公司两轮摩托新品上市节奏梳理

时间	产品名称	排量段	类型	销售状态
2011	650NK	650cc	街车	停售
	650TR	650cc	休旅	停售
2014	150NK	150cc	街车	在售
	650TR-G	650cc	休旅	在售
2015	650MT	650cc	拉力	停售
	400NK	400cc	街车	停售
	ST 狒狒	125cc	mini	在售
2016	250NK	250cc	街车	在售
	400GT	400cc	休旅	停售
2017	400GT	400cc	休旅	停售
	650GT	650cc	休旅	停售
2018	700CL-X	700cc	复古	在售
	250SR	250cc	仿赛	在售
	1250TR-G	1250cc	休旅	在售
2019	800MT	800cc	拉力	在售
	250CL-X	250cc	复古	在售
2020	PAPIO NOVA	EV	mini	在售
	PAPIO NOVA+	EV	mini	在售
	250SR 单摇臂	250cc	仿赛	在售
	450SR	450cc	仿赛	在售
2021	450CL-C	450cc	巡航太子	在售
	450NK	450cc	街车	在售
	800NK	800cc	街车	在售
	XO 狒狒 冒险家	125cc	mini	在售
	XO 狒狒 赛车手	125cc	mini	在售
2022	450SR S	450cc	仿赛	在售
	450MT	450cc	拉力	在售
	150SC	150cc	踏板	在售
	500SR V00M	500cc	仿赛	在售
	675SR-R	675cc	仿赛	在售
	250SR-R	250cc	仿赛	未销售
2023	公升级 V4 车型	1000cc	仿赛	未销售

资料来源: 摩托范, 国信证券经济研究所整理

◆ 进入两轮摩托新品周期, 有望持续推出爆款产品

2024 年来春风动力推出的新品包含 150SC、450MT、500SR V00M 及 675SR-R 等，新品均已经上市，处于爬坡过程中，有望拉动摩托车销量：

- 150SC：春风动力旗下全新入门踏板车，外型设计遵循春风的家族战舰语言，配合 V 字造型的日行灯，具备较强的运动感；发动机采用成熟的 149cc 发动机，峰值功率 10.5kW/8250rpm，峰值扭矩 14N·m/6500rpm，全车采用正置前减震/后双枪减震设定，发动机、车架衔接使用软连接，骑行过程中舒适性较高。全车标配 5 英寸 TFT 仪表、数字钥匙、MotoPlay 投屏及 OTA 升级等功能。150SC 包含扶手版及尾箱版，售价分别为 13580/14380 元，于 2024 年 7 月 11 日正式上市，在北京、济南、郑州、厦门等七大城市率先启动销售。
- 450MT：搭载 270 度曲轴直列双缸发动机，最大功率 32.5kW/8500rpm、最大扭矩 44N·m/6250rpm，采用前 KYB 倒置可调减震与后中置 KTB 减震，标配双通道 ABS+TCS 牵引力控制系统，提供骑行的安全保障，是一款性能表现较为出色的中排量拉力车型。2024 年 2 月 450MT 正式上市，标准版及三箱版售价分别为 31580/33580 元。
- 500SR V00M：500SR V00M 是公司全新四缸复古仿赛车型，整车前脸采用双圆灯复古造型，以全新设计语言增加独特的吸引力，动力性方面搭载直列水冷四缸发动机，这也是春风首款四缸摩托，最大功率 58kW，冲压状态下可达 61kW，最大扭矩 49N·m，最高时速达 220km/h，此外还搭载 5 英寸 TFT 仪表，支持 Motoplay 投屏等功能，2024 年 7 月该车型正式上市，标准版和高配版车型分别售价 34980/37980 元。
- 675SR-R：该车型是公司的首款三缸仿赛车型，整车配备回旋镖大灯、风罩及风翼、鸥翼式铝制后摇臂等，提升动力性和美观度，外观延续了过往仿赛车型的风格，更具战斗气息，整车配备的三缸发动机峰值功率 70kW，峰值扭矩 70N·m，保证了优异的加速性能和高速表现，此外还将配备 5 寸 TFT 全彩仪表盘、蓝牙连线、TCS、快排系统、赛道计时器和可调式把手等功能，更好满足骑行需求，预计新车交付后将完善车型矩阵，提升在仿赛领域的竞争力。2024 年 9 月 675SR-R 正式上市，官方指导价 41580 元，有望于 10 月 1 日起陆续交付。

图39：春风动力 2024 年已经/将要上市交付的摩托车新品



资料来源：公司官网，公司公众号，国信证券经济研究所整理

更多新车型将上市，销量表现值得期待。公司在 2024 年 7 月的春风日上首次公开亮相了双缸版 250SR-R，新车采用更大面积的风挡和侧翼片设计，强化速度感，整流罩、灯组等部件也重新进行了优化调整，动力方面预计将搭载 250cc 异步双缸发动机，采用 270° 曲轴设计，最高转速有望达 14000 转，此外 250SR-R 具备超低风阻系数，预计整体性能表现将达到领先水平；公司还预告了一款 V4

公升级跑车。两轮摩托车领域迎来产品大年，预计后续更多新车将陆续上市，有望拉动摩托车销量增长。

图40: 春风日新发布的产品 250SR-R



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

图41: 春风日公司展示的四缸超跑



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

电动化布局领先，构建第三成长曲线

极核业务成为新增长点，有望打开新的增量空间。2020年12月春风动力旗下电动品牌极核面向全球发布，公司正式开始布局电动摩托车市场。极核品牌以打造电动行业高端一线品牌为目标，将为公司构建第三增长曲线。

2024年6月，极核新品发布会上正式公布其产品矩阵“MEGA CITY”，共涵盖五大系列产品，已经亮相的系列产品中，AE系列追求极致性能，C!TY系列追求城市玩乐，EZ为中性系列，未来还有望发布针对女性用户开发的MO灵动系列和超高性能GO系列，满足不同用户需求。极核依托于春风过去在摩托车领域的积累，实现电动两轮车产品较快迭代更新，有望在电动两轮车市场快速突破。

图42: 极核 2024 年发布会上公布的产品矩阵“MEGA CITY”



资料来源: 公司官网, 摩托范, 国信证券经济研究所整理

从电摩入局，逐步构筑完整产品矩阵。极核品牌旗下布局的产品包含电摩、电轻摩和电自三类，其中电摩包含 AE8、AE6、AE4、C!TY SPORT 四款产品，还推出了 MAGNET、Cyber 等概念车，电轻摩包含 C!TY PLAY，电自包含 C!TY FUN、AE2、AE4i 和 EZ3i 等。

公司最早从电摩入局，第一款产品是 2022 年推出的高端电摩 AE8，过往也主要在高端电摩及电轻摩领域布局较多，2024 年公司发布电摩新品 AE4，将电摩价格带下沉至最低 5199 元，原有电摩产品售价都在 1 万元以上；公司还发布电自 AE4i 及 EZ3i，EZ3i 是公司 EZ 系列的首款产品，将电动自行车的价格带下沉至 3899 元，切入更加广阔的通勤市场。AE4 系列首发 4 小时累计订单突破 8000 单，累计支付金额 4812 万元。公司从高端产品领域不断下沉至中低端产品，由过往的电摩、电轻摩向电自拓展，实现各价格带的电动两轮车产品覆盖，有望实现销量较快增长。2024 年上半年极核电动车累计销售 2.04 万辆，实现销售收入 1.16 亿元。

表20: 公司极核品牌布局的相关电动化产品梳理

类型	产品名称	上市时间	车型	长宽高(mm)	电机最大马力(Ps)	电机最大功率(kw)	续航里程(km)	最高车速(km/h)	电池规格	指导价(元)
电摩	AE8	2022年1月	踏板	1900x735x1090	17.0	12.5	190	100	69V 64Ah	17980-22980
	AE6	2023年2月	踏板	1780x730x1090	7.5	5.5	65	80	69V 27Ah	11980
	C!TY SPORT	2023年11月	街车	1925x785x1050	4.8	3.5	70	60	60V 32Ah	14299
	AE4	2024年6月	踏板	1910x743x1154	4.1	3	95	63	72V 32Ah	5199-9999
电轻摩	C!TY PLAY	2023年4月	街车	1904x705x1020	2.4	1.8	70	50	48V 25Ah	10980
	C!TY FUN	2023年6月	街车	1797x690x1000	0.5	0.4	75	25	48V 25Ah	8980
电自	AE2	2023年11月	踏板	1925x785x1050	1.7	1.3	80	25	48V 24Ah	3399-4799
	AE4i	2024年6月	踏板	1730x705x1090	0.5	0.4	95	25	48V 30Ah	6399-7399
	EZ3i	2024年7月	踏板	1730x690x1130	0.5	0.4	40	25	48V 12Ah	3899-4999

资料来源：摩托范，国信证券经济研究所整理

渠道方面，极核将全面开启一二级合伙人模式，优化商家渠道合作的深度与广度，通过中心店+空间店的组合布局，打造核心市场全覆盖的销售网络。2023 年极核将在全国 10 个省份，15 个城市优先建店，第一阶段新增 200 家终端门店，并为渠道提供设计、培训、售后、金融服务等全方位支持，保障渠道的利益和极核品牌的发展速度，全面提升极核影响力。极核当前已经实现全国核心城市重点商圈门店 100%覆盖，渠道加强也将保障极核品牌销量提升。

出海空间广阔，摩托车出海成长可期

我们认为，海外摩托车整体市场空间远高于国内，中大排市场空间也比国内更大，美国、欧洲、土耳其等市场上国产品牌市占率较低，有较大的潜在拓展空间。春风动力过往在国内拥有较多摩托车爆款产品，逐步将国内成熟的产品导入海外市场，借助于优秀的产品性能及性价比优势实现对海外市场的突破。公司未来的摩托车业务将从深耕国内转向国内及海外摩托车市场并重，预计海外市场将有较大提升空间。

海外摩托车市场空间大，国产品牌蓄势待发

全球摩托车销量小幅增长。2023 年全球摩托车销量 5373 万辆，同比提升 2.5%，2016-2023 年销量复合增速为 1.2%。2020 年由于疫情突发事件冲击，导致全球摩托车销量下滑至 4716 万辆，同比下降 10.9%，疫情导致摩托车的部分消费需求延后释放，2021 年销量较快恢复至 5230 万辆，同比增长 10.9%，回到疫情前水平，2022-2023 年摩托车销量同比增速回落至 5%以内。

头部企业以日系、印度系等为主。全球摩托车市场上销量占比较高的企业包括日系品牌如本田、雅马哈、铃木等，以及印度系品牌如英雄、TVS、Bajaj 等，

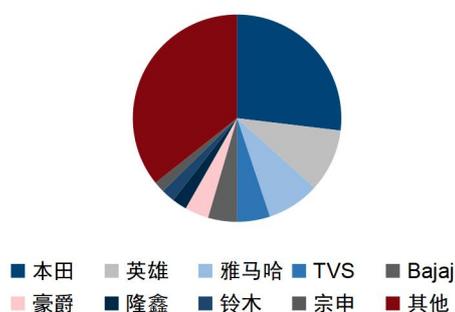
其中本田的市占率遥遥领先，高达 26.9%，其次是印度系品牌英雄，市占率达到 9.8%，中国品牌如隆鑫、宗申等市占率不足 3%。

图43: 全球摩托车销量及同比增速



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

图44: 全球不同品牌摩托车的销量份额



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

全球分不同市场看，摩托车销量占比最高的区域主要是南亚&东南亚市场，其中印度、印尼、越南、泰国、马来西亚等重点国家的摩托车销量总计接近 3000 万辆，其次是南美市场、非洲市场，摩托车总销量都超过 200 万辆，欧洲、北美等市场摩托车销量在 100-200 万辆之间，中东土耳其摩托车销量近年来快速提升。全球市场中各国不同排量段占比差异较大，对全球中大排市场空间进行测算并做如下假设：

- 1) 根据 IMMA 及 statista，美国中大排摩托车渗透率 94%；欧洲排量在 500cc 以上摩托车渗透率 32%，250cc 以上摩托车渗透率占比则更高，假设北美、欧洲中大排渗透率分别为 94%、40%；
- 2) 大洋洲、南美等市场上中大排摩托车也占据一定份额，南美市场上如哥伦比亚的中大排摩托车渗透率 23%，假设南美、大洋洲的中大排渗透率分别为 23%、15%；
- 3) 中东、非洲、南亚&东南亚等市场更加偏向于小排量摩托车，大排量摩托车占比较低，假设各市场中大排渗透率均为 5%；

经测算，全球中大排市场销量总计约为 381 万辆，主要来源地区包括北美、南美、欧洲等地，南亚&东南亚市场由于摩托车总数高，中大排摩托车虽然销量占比较低，也有一定市场空间，此外 250cc 排量的摩托车并未在测算中反映，考虑 250cc 排量段后空间更大，海外中大排摩托车整体销量空间远高于国内。公司在海外开拓处于起步阶段，有广阔的发展空间。

表21: 海外摩托车市场分不同区域及国家的销量

全球分区域	国家	2020年销量 (万辆)	2021年销量 (万辆)	2022年销量 (万辆)	2023年销量 (万辆)	中大排渗透率假设	中大排销量 (万辆)
北美	美国	51	55	54	55	94%	95
	加拿大	6	7	7	7		
	墨西哥	38	39	39	39		
	北美整体	95	101	100	101		
南美	巴西	125	120	141	144	23%	67
	阿根廷	27	35	39	43		
	南美整体	232	269	298	291		
大洋洲	澳大利亚	8	12	10	9	15%	2
	大洋洲整体	10	14	12	11		
欧洲	西班牙	15	17	18	18	40%	63
	意大利	22	27	27	29		
	英国	8	11	12	11		
	法国	19	21	19	20		

	德国	22	20	20	21		
	欧洲整体	140	154	152	157		
中东	土耳其	18	23	40	94		
	伊朗	11	13	12	13	5%	6
	伊拉克	5	6	6	7		
非洲	埃及	25	25	25	26		
	尼日利亚	55	64	62	64	5%	11
	非洲整体	201	217	213	217		
南亚&东南亚	印度	1134	1293	1542	1546		
	印尼	344	475	490	571		
	越南	244	249	300	269	5%	138
	泰国	145	154	170	176		
	马来西亚	48	50	68	57		
	菲律宾	116	144	157	150		
总计		2743	3162	3560	3660	10%	381

资料来源：statista, IMMA, 国信证券经济研究所整理

◆ 美国：偏好大排量摩托车

美国市场销量稳定，美系及日系品牌占据领先地位，集中度高。2006 年之前美国市场上摩托车销量持续提升，至 2006 年达到顶峰 119 万辆，2008 年金融危机导致美国摩托车销量大幅下滑，从 100 多万辆下滑至 50 万辆以内，此后基本维持在年销量 50 万辆左右水平。2023 年美国摩托车销量 54.7 万辆，同比增长 1.9%。

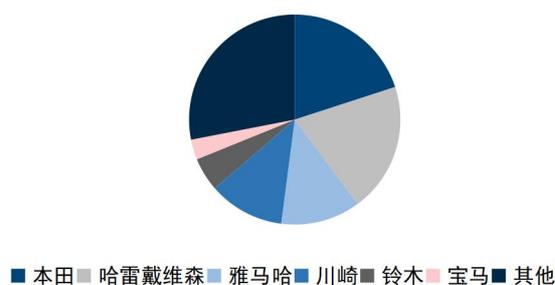
在美国摩托车市场上，截止 2024H1，本田销量市占率第一，达到 20%；哈雷戴维森是美国本土的老牌企业，成立于 1903 年，拥有运动者、旅行、戴纳、巡航等多种车系，产品及渠道布局广泛，哈雷在美国摩托车市场上的销量份额第二，达 19.9%。美国市场上后续的其他品牌主要是日系摩托车企业，例如雅马哈、川崎、铃木等，欧系品牌中宝马市场份额 3.1%。

图45：美国摩托车销量及同比增速



资料来源：statista, 国信证券经济研究所整理

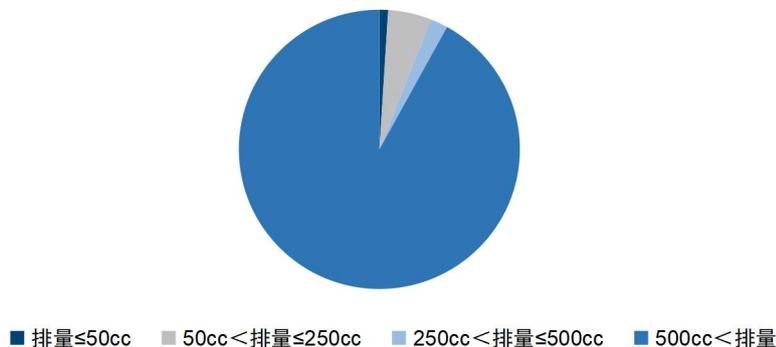
图46：2024H1 美国不同品牌摩托车的销量份额



资料来源：statista, 国信证券经济研究所整理

美国市场以大排量摩托车为主。美国地广人稀和较好的道路条件为大排量摩托车提供了更好的发展空间，美国整体经济实力较强，美国人本身也更加偏好大排量摩托车，大排量摩托车的销量占比高，美国市场上 250cc 以下摩托车销量占比仅有 6%，250cc 以上的销量占比达到 94%，其中 500cc 以上的摩托车销量占比达 92%，主要销售的产品偏向于 500cc 以上的大排量摩托车。

图47: 美国不同排量段摩托车销量占比



资料来源: IMMA, 国信证券经济研究所整理

◆ 欧洲: 中大排量及小排量摩托车均有一席之地

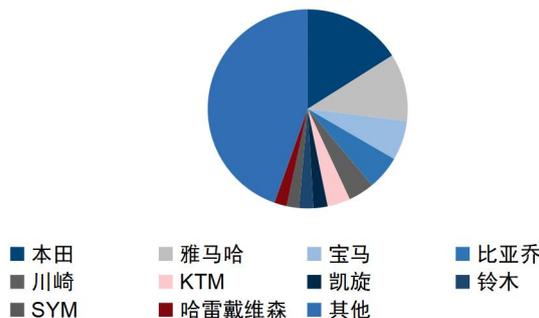
欧洲市场销量小幅提升, 以日系、欧系品牌为主, 集中度相对较低。欧洲市场上消费者对节约能源和环境保护的意识不断增强, 摩托车作为价格适中、方便快捷的产品, 逐步成为欧洲人通勤代步、短途出行的重要交通工具。2014 年欧洲摩托车销量约为 115 万辆, 至 2023 年增长至 157 万辆, 年销量复合增速 3.5%。欧洲摩托车市场的主要参与者是日系及欧洲本土品牌, 排名前列的日系品牌包括本田、雅马哈、川崎、铃木等, 2024H1 本田和雅马哈包揽欧洲摩托车销量前两位, 市占率分别为 16%、11%, 市占率排名靠前的欧系品牌包括宝马、比亚乔、KTM 等, 市占率均在 10% 以内。

图48: 欧洲摩托车销量及同比增速



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

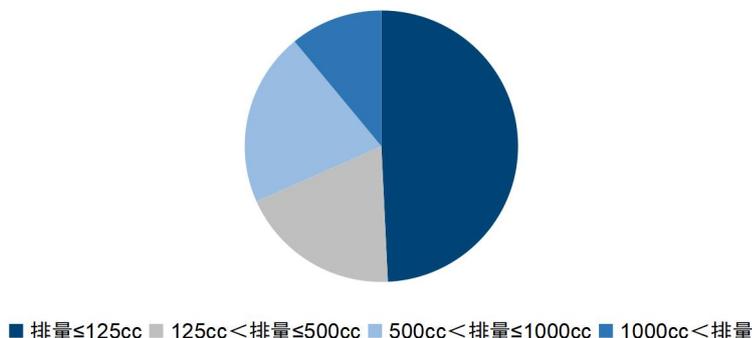
图49: 2024H1 欧洲不同品牌摩托车的销量份额



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

欧洲市场上中大排及小排量摩托车均占据一席之地。欧洲的城市道路相对狭窄, 小排量摩托车在通勤方面有很好的便利性, 但同时欧洲的摩托车文化浓厚, 玩乐类大排量摩托车同样有消费需求, 因此欧洲摩托车市场上小排量及大排量产品均占据一定份额。125cc 以下的摩托车销量份额占 49%, 125cc 以上摩托车销量份额达 51%, 其中排量在 500-1000cc 之间的摩托车销量占比为 21%, 1000cc 以上的摩托车销量占比 11%, 小排量及大排量摩托车均有发展空间。

图50: 2016 年欧洲不同排量段摩托车销量占比



资料来源: ACEM, 国信证券经济研究所整理

◆ 土耳其: 小排量摩托车占据主流

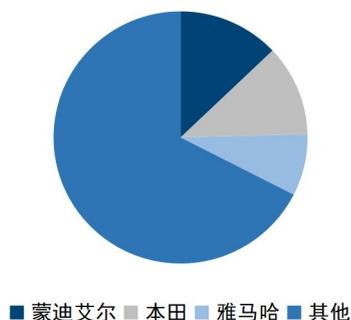
土耳其摩托车新增注册量快速提升, 日系、欧系、印度等品牌参与。通货膨胀、经济表现较好等因素促进土耳其市场的摩托车销量快速提升, 2023 年土耳其摩托车新注册量 94 万辆, 同比增长 135%, 摩托车市场需求旺盛。土耳其摩托车市场份额较高的企业包括欧系品牌蒙迪艾尔, 日系品牌本田、雅马哈等, 2024H1 蒙迪艾尔市占率 12.9%, 本田、雅马哈市占率也在 10%左右, 此外土耳其本土品牌库巴, 印度品牌 TVS 等也在土耳其市场上占据一定份额。

图51: 土耳其摩托车注册量及同比增速



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

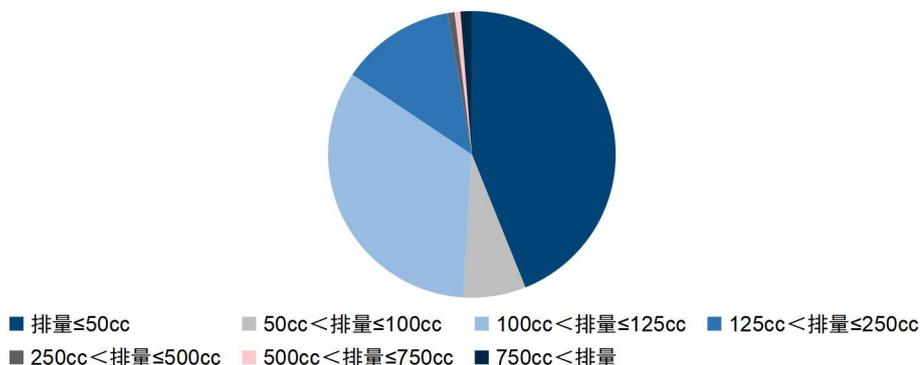
图52: 2024H1 土耳其不同品牌摩托车的销量份额



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

土耳其市场上小排量摩托车占据主流。土耳其的石油、天然气等能源主要依赖于进口, 油价较高导致出行成本高, 消费者更加偏好小排量摩托车, 2022 年土耳其 250cc 以上摩托车销量占比仅为 3%, 余下 97%的摩托车排量在 250cc 以下。250cc 以下摩托车产品中, 排量低于 50cc 以及 100-125cc 的摩托车销量占比最大, 分别占总销量的 44%、33%, 上述排量段需求的持续旺盛成为土耳其摩托车市场增长的主要来源。

图53: 2022 年土耳其不同排量段摩托车销量占比



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

积极拓展摩托车出口，打开长期成长空间

从深耕国内转向国内及海外摩托车市场并重。春风动力在成立之初曾经有摩托车出口业务，后续摩托车销售逐步转向国内为主，随着国内两轮摩托车的产品谱系完善，公司也开始重新考虑拓展海外市场，2022 年公司摩托车业务从国内为主，转向深耕国内及拓展海外并重，并在时隔十年后重新进入北美市场。

国内两轮摩托车产品线丰富，逐步导入海外重点市场。公司目前摩托车出口主要集中于欧洲、北美等地，得益于产品线的不断丰富，能够持续在海外各国导入摩托车产品，公司在美国、欧洲等市场进行了相应的产品布局，在美国官网上推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型，产品排量主要集中于 800cc 以下。

表22: 公司两轮摩托车业务在美国官网的产品

名称	类型	售价	排量段	发动机	最大功率	最大扭矩	长宽高	整备质量
300NK	街车	4199 美元	292cc	单缸液冷	29HP@8750rpm	19LB-FT@7250rpm	78 英寸*30.7 英寸*42 英寸	333 磅
450NK	街车	5399 美元	449cc	双缸液冷	50HP@9500rpm	29LB-FT@7600rpm	78.7 英寸*31.9 英寸*44.5 英寸	364 磅
800NK	街车	8699 美元	799cc	双缸液冷	100HP@9000rpm	60LB-FT@8000rpm	83.5 英寸*31.9 英寸*45.6 英寸	410 磅
300SS	仿赛	4599 美元	298cc	单缸液冷	30HP@9500rpm	20LB-FT@8000rpm	79.5 英寸*29.5 英寸*42.5 英寸	364 磅
450SS	仿赛	5699 美元	449cc	双缸液冷	50HP@9500rpm	29LB-FT@7600rpm	78.5 英寸*28.1 英寸*44.9 英寸	370 磅
675SS	仿赛	7999 美元	675cc	三缸液冷	95HP@11000rpm	52LB-FT@8250rpm	78 英寸*30.7 英寸*42 英寸	408 磅
IBEX 800 E	ADV	10299 美元	799cc	双缸液冷	94HP@9000rpm	57LB-FT@6500rpm	87.9 英寸*33.6 英寸*58.1 英寸	509 磅
IBEX 450	ADV	6499 美元	449cc	双缸液冷	44HP@8500rpm	33LB-FT@6250rpm	87 英寸*34.3 英寸*54.7 英寸	386 磅
450CL-C	巡航太子	5799 美元	449cc	双缸液冷	40HP@8000rpm	30LB-FT@6250rpm	86.8 英寸*31.7 英寸*43.7 英寸	399 磅
PAP10 CL	mini	3299 美元	126cc	单缸风冷	10HP@8250rpm	7LB-FT@6500rpm	68.9 英寸*29.2 英寸*40.2 英寸	251 磅
PAP10 SS	mini	3299 美元	126cc	单缸风冷	10HP@8250rpm	7LB-FT@6500rpm	68.9 英寸*27.6 英寸*38.4 英寸	251 磅
CFX-2E	电动	1699 美元	-	-	1.5kW	10LB-FT	52.5 英寸*24 英寸*31 英寸	108 磅

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司海外摩托车较日系品牌具备较高的性价比优势。以春风动力的 450 排量段经典产品为例，国内的 450SR 成熟后导入到美国市场作为 450SS 销售，对比海外竞争对手，例如本田 471cc 的 CBR500R 售价 7399 美元，相较于 450SS 贵约 30%，动力性方面最大功率均为 50HP，最大扭矩 CBR500R 略高于春风动力；对比 450SS 与雅马哈的 YZF-R3，在价位接近的情况下，YZF-R3 的排量段为 321cc，明显小于 450SS，最大功率、最大扭矩均比 450SS 更低，公司的摩托车产品在海外市场上较日系竞争对手具备较高的性价比优势。

表23: 春风动力在美国的摩托车 450SS 和日系竞品的参数对比

车型	450SS	CBR500R	NINJA 500	YZF-R3	
公司	春风动力	本田	川崎	雅马哈	
售价	5699 美元	7399 美元	5299 美元	5499 美元	
车体参数	长宽高	78.5 英寸*28.1 英寸*44.9 英寸	82 英寸*30 英寸*45 英寸	78.5 英寸*28.7 英寸*44.1 英寸	82.3 英寸*28.7 英寸*44.9 英寸
	轴距	53.8 英寸	55.5 英寸	54.1 英寸	54.3 英寸
	座高	31.3 英寸	31.3 英寸	30.9 英寸	30.7 英寸
	整备质量	370 磅	421 磅	375 磅	375 磅
	油箱容量	3.7 加仑	4.5 加仑	3.7 加仑	3.7 加仑
发动机参数	发动机类型	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷
	排量段	449cc	471cc	451cc	321cc
	最大功率	50HP@9500rpm	50HP@8600rpm	51HP@10000rpm	42HP@10750rpm
	最大扭矩	29LB-FT@7600rpm	33LB-FT@6500rpm	32LB-FT@7500rpm	22LB-FT@9000rpm
底盘	悬挂系统	前悬挂（倒置叉） 后悬挂（预载可调减震）	前悬挂（Showa® SFF-BP fork） 后悬挂（Pro-Link）	前悬挂（液压伸缩叉） 后悬挂（后连杆）	前悬挂（倒置伸缩叉） 后悬挂（单体后减震）
	轮胎	铝合金轮胎	-	-	-
	刹车	前刹车（Brembo 单制动盘） 后刹车（单制动盘）	前刹车（双制动盘） 后刹车（单制动盘）	前刹车（单半浮动制动盘） 后刹车（单制动盘）	液压盘式制动

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司较美系品牌排量差异较大，排量段接近的产品同样具备性价比优势。对比春风动力和美国本土品牌哈雷戴维森的摩托车，两者在排量段上有明显差异，哈雷戴维森 2024 年的新品摩托车共计有 24 款，其中 19 款车的排量段集中于 1750-2000cc 之间，3 款集中于 1000-1500cc 之间，只有 2 款新车排量段在 1000cc 以下，而春风动力美国官网的产品最大排量段为 800cc，在美国市场上目前更多是和日系品牌竞争。

对比春风动力的 IBEX 800 E 及哈雷戴维森的 NIGHTSTER、SPORTSTER S 系列产品，IBEX 800 E 的最大功率为 94HP，最大扭矩为 57LB-FT，NIGHTSTER 的最大功率为 91HP，最大扭矩为 72LB-FT，最大功率和春风动力产品接近，最大扭矩有一定领先，从定价上看春风 IBEX 800 E 比 NIGHTSTER 便宜 15%以上，如果对比 NIGHTSTER SPECIAL 则价差能够达到 30%以上。

表24: 春风动力在美国的摩托车 IBEX 800 E 和美系竞品的参数对比

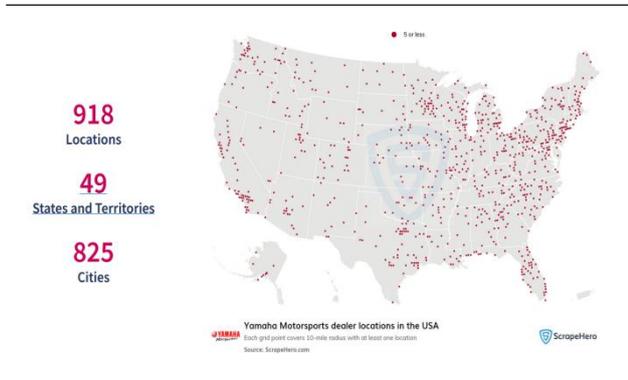
车型	IBEX 800 E	NIGHTSTER	NIGHTSTER SPECIAL	SPORTSTER S	
公司	春风动力	哈雷戴维森	哈雷戴维森	哈雷戴维森	
售价	10299 美元	11999 美元	13499 美元	16999 美元	
车体参数	长宽高	87.9 英寸*33.6 英寸*58.1 英寸	-	-	-
	轴距	60.3 英寸	61.3 英寸	61.3 英寸	59.8 英寸
	座高	32.5 英寸	27.1 英寸	27.1 英寸	28.9 英寸
	整备质量	509 磅	481 磅	483 磅	502 磅
	油箱容量	5 加仑	3.1 加仑	3.1 加仑	3.1 加仑
发动机参数	发动机类型	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷
	排量段	799cc	975cc	975cc	1250cc
	最大功率	94HP@9000rpm	91HP@7500rpm	91HP@7500rpm	121HP@7500rpm
	最大扭矩	57LB-FT@6500rpm	72LB-FT@5750rpm	72LB-FT@5750rpm	93LB-FT@6000rpm
底盘	悬挂系统	前悬挂（KYB 倒置叉） 后悬挂（KYB 单体减震）	-	-	-
	轮胎	铝合金轮胎	铝铸件	铝铸件	铝铸件
	刹车	前刹车（J. Juan 双制动盘） 后刹车（J. Juan 单制动盘）	前刹车（浮动式单刹车盘） 后刹车（均匀膨胀刹车盘）	前刹车（浮动式单刹车盘） 后刹车（均匀膨胀刹车盘）	前刹车（浮动式单刹车盘） 后刹车（均匀膨胀刹车盘）

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

海外两轮摩托渠道拓展后销量将有较大提升空间。2024 年公司的海外摩托车经销商数量累计已经超过 1500 家；2024 年海外竞争对手如雅马哈在美国的摩托车经销商数量达到 918 家，分布于 49 个州的 825 个城市，哈雷戴维森在美国的经销商数量达 660 家，分布于美国 50 个州的 593 个城市，预计公司的摩托车经

销商数量较竞争对手仍有一定差距，公司不断加强海外摩托车渠道拓展，有望促进摩托车出口销量快速提升。

图54: 雅马哈在美国的摩托车经销商布局



资料来源: ScrapeHero, 国信证券经济研究所整理

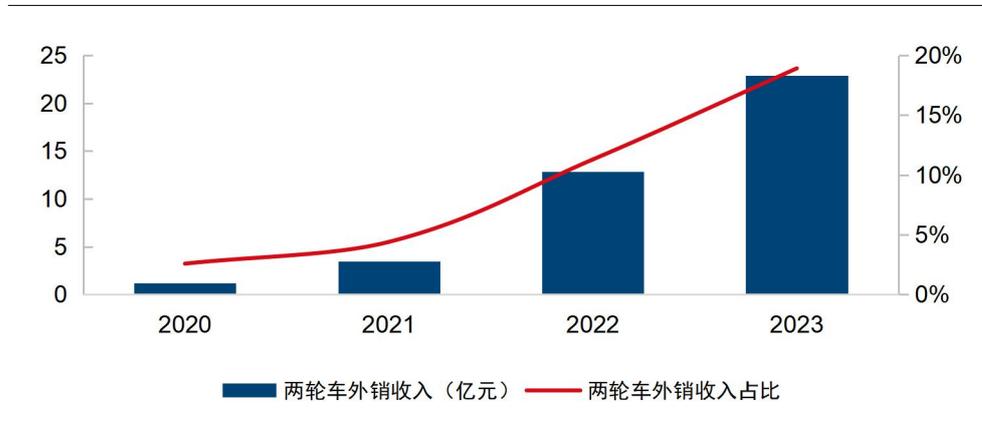
图55: 哈雷戴维森在美国的经销商布局



资料来源: ScrapeHero, 国信证券经济研究所整理

春风动力两轮摩托外销收入及占比有望快速提升。公司的摩托车外销收入从2020年的1.17亿元提升至2023年的22.91亿元，摩托车外销收入占比从3%提升至19%，随着海外两轮摩托的产品导入及渠道完善，公司在欧美及土耳其等地将迎来摩托车销量较快增长，摩托车外销的收入占比有望进一步提升，海外两轮摩托业务将成为公司长期成长的重要支撑点。

图56: 春风动力两轮摩托车外销收入及占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设:

摩托车业务: 考虑到国内中大排摩托车市场空间持续增长, 春风动力具备打造爆款产品的丰富经验, 有望进一步提高市占率; 海外摩托车市场上春风动力正处于起步阶段, 随着公司加强产品、渠道布局, 在重点市场上仍有较大拓展空间, 未来摩托车销量有望保持较快增长。预计公司摩托车 2024/2025/2026 年销

量分别为 29/35/42 万辆，同比分别为+49%/+19%/+20%。公司将会推出更多大排量新品，有望促进均价及盈利能力提升，假设 2024/2025/2026 年摩托车业务毛利率分别为 24.0%/25.0%/26.0%，预测公司摩托车业务 2024/2025/2026 年收入分别为 62/77/97 亿元，同比分别为+37%/+25%/+26%。

全地形车业务：公司加强高端全地形车新品布局，有望抢占海外头部品牌市占率，促进全地形车销量、均价提升，预计全地形车 2024/2025/2026 年销量分别为 17/18/20 万辆，同比分别为+15%/+9%/+9%。假设 2024/2025/2026 年全地形车毛利率分别为 38.0%/39.0%/39.5%，预测公司全地形车业务 2024/2025/2026 年收入分别为 75/90/103 亿元，同比分别为+15%/+20%/+14%。

整体来看，公司 2024/2025/2026 年整体收入有望达 150/182/218 亿元，同比分别增长 23%/22%/19%。有望保持稳定增长。

费率方面：研发费用率方面，公司有望进一步加大研发投入，假设 2024/2025/2026 年公司研发费用率分别为 6.2%/7.1%/7.2%；管理费用率层面，销售规模扩大后管理费用率有望下降，假设 2024/2025/2026 年公司管理费用率分别为 4.6%/4.5%/4.4%；销售费用率层面，随着库存水平稳定后，促销力度减弱，销售费用率有望保持小幅下降，假设 2024/2025/2026 年销售费用率分别为 9.2%/9.1%/9.0%。财务费用率方面，公司出口业务收入占比高，部分款项以美元结算，2022-2023 年人民币贬值等因素导致财务费用率为负值。

表25：春风动力业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
摩托车					
收入（亿元）	33.7	44.8	61.5	77.1	96.8
YOY		32.8%	37.3%	25.3%	25.6%
毛利率（%）	21%	25%	24%	25%	26%
全地形车					
收入（亿元）	68.4	65.0	74.8	89.7	102.6
YOY		-4.9%	15.0%	19.9%	14.5%
毛利率（%）	27%	40%	38%	39%	40%
发动机及配件					
收入（亿元）	8.4	7.9	9.5	11.4	13.7
毛利率（%）	30%	43%	41%	41%	41%
其他业务					
收入（亿元）	3.3	3.3	3.7	4.0	4.4
毛利率（%）	19%	13%	13%	13%	13%
合计					
收入（亿元）	113.8	121.1	149.5	182.2	217.6
yoy		6.4%	23.5%	21.9%	19.4%
成本（亿元）	84.9	80.5	101.9	122.8	145.7
毛利（亿元）	28.9	40.6	47.6	59.4	71.9
毛利率（%）	25.4%	33.5%	31.8%	32.6%	33.0%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件与假设，公司 2024/2025/2026 年整体收入有望达 150/182/218 亿元，同比分别增长 23%/22%/19%，毛利率分别为 31.8%/32.6%/33.0%，对应归母净利润分别为 13.1/16.4/20.4 亿元，对应 EPS 分别为 8.6/10.8/13.5 元。

表26：未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	121.1	149.5	182.2	217.6

毛利率	33.5%	31.8%	32.6%	33.0%
研发费用率	7.6%	6.2%	7.1%	7.2%
销售费用率	11.1%	9.2%	9.1%	9.0%
管理费用率	4.5%	4.6%	4.5%	4.4%
归母净利润（亿元）	10.1	13.1	16.4	20.4
净利率	8.3%	8.7%	9.0%	9.4%
EPS	6.7	8.6	10.8	13.5
ROE	20.0%	21.5%	22.2%	22.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表27：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	11,378	12,110	15,093	18,558	22,343
(+/-%)	44.7%	6.4%	24.6%	23.0%	20.4%
净利润(百万元)	701	1008	1910	2411	3001
(+/-%)	70.4%	43.7%	89.5%	26.3%	24.5%
摊薄 EPS	4.68	6.70	12.61	15.92	19.82
中性预测					
营业收入(百万元)	11,378	12,110	14,951	18,220	21,759
(+/-%)	44.7%	6.4%	23.5%	21.9%	19.4%
净利润(百万元)	701	1008	1308	1635	2043
(+/-%)	70.4%	43.7%	29.8%	25.0%	24.9%
摊薄 EPS(元)	4.68	6.70	8.64	10.80	13.49
悲观的预测					
营业收入(百万元)	11,378	12,110	14,809	17,885	21,185
(+/-%)	44.7%	6.4%	22.3%	20.8%	18.5%
净利润(百万元)	701	1008	726	895	1141
(+/-%)	70.4%	43.7%	-28.0%	23.3%	27.6%
摊薄 EPS	4.68	6.70	4.79	5.91	7.54
总股本（百万股）	150	150	151	151	151

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司合理价值区间。

绝对估值：182.1-186.7 元

未来估值假设条件见下表：

表28：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	44.7%	6.4%	23.5%	21.9%	19.4%	13.0%	13.0%	13.0%
营业成本/营业收入	74.6%	66.5%	68.2%	67.4%	67.0%	67.9%	68.5%	68.5%
管理费用/营业收入	4.2%	4.5%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用/营业收入	6.6%	7.6%	6.2%	7.1%	7.2%	7.5%	7.5%	7.7%
销售费用/销售收入	7.7%	11.1%	9.2%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

营业税及附加/营业收入	1.2%	1.7%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
股利分配比率	17.8%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测

表29: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	12.60%
无风险利率	2.80%	Ka	9.40%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.25
公司股价(元)	145.04	Ke	10.30%
发行在外股数(百万)	151	E/(D+E)	99.55%
股票市值(E, 百万元)	21964	D/(D+E)	0.45%
债务总额(D, 百万元)	100	WACC	10.27%
Kd	4.45%	永续增长率(10年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 182.1-186.7 元, 估值中枢为 184.4 元。

表30: 春风动力 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	1398	1726	2176	2154	2269	2502	2628	2760	2898	3044
EBIT*(1-所得税税率)	1230	1554	1959	1917	2019	2227	2313	2429	2551	2678
折旧与摊销	164	202	249	295	331	358	382	404	421	432
营运资金的净变动	85	293	335	422	445	443	216	224	230	239
FCFF	979	1248	1742	2134	2495	2728	2611	2756	3101	3249
PV(FCFF)	888	1027	1299	1444	1530	1518	1317	1261	1286	1222
核心企业价值	26,935.2									
减: 净债务	(981.7)									
股票价值	27,917.0									
每股价值	184.35									

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表31: 绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC 变化				
		10.1%	10.2%	10.27%	10.4%	10.5%
永续 增长 率变 化	1.7%	191.68	189.17	186.72	184.33	181.99
	1.6%	190.40	187.93	185.52	183.17	180.87
	1.5%	189.16	186.73	184.35	182.03	179.77
	1.4%	187.94	185.55	183.21	180.93	178.69
	1.3%	186.75	184.39	182.09	179.84	177.64

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 172.8-198.7 元

我们选取同样有摩托车业务的钱江摩托、隆鑫通用以及拥有全地形车业务的涛涛车业作为可比公司。钱江摩托致力于高性能摩托车核心技术研发、制造、销售及服务, 拥有贝纳利、QJMOTOR、钱江燃油车等品牌, 2023 年营业收入 51 亿

元，归母净利润 4.6 亿元，净利率 9%；隆鑫通用聚焦“摩托车+通机”主业发展战略，拥有无极、茵未等燃油及电动摩托车品牌，2023 年营业收入 131 亿元，归母净利润 5.8 亿元，净利率 4%；涛涛车业聚焦智能电动低速车和特种车，特种车涵盖全地形车和越野摩托车等燃油类产品，2023 年营业收入 21 亿元，归母净利润 2.8 亿元，净利率 13%，上述公司具备摩托车或全地形车业务，有一定的可比性。

盈利预测与估值：预计 2024/2025/2026 年公司净利润 13.1/16.4/20.4 亿元，EPS 为 8.6/10.8/13.5 元，参考可比公司估值，考虑到公司在全地形车及摩托车领域深耕多年，全地形车业务以自主品牌出口，出口金额居于国内首位，在欧美高端全地形车市场上有望打开成长空间；中大排摩托车内销市占率国内前三，产品打磨能力强，爆款新品层出不穷；摩托车外销正处于快速成长过程，有较大的潜在发展空间，公司的综合实力强劲，摩托车及全地形车业务未来均有望保持较快增长，给予 24 年 20-23x PE，对应目标价 172.8-198.7 元，相较当下具 19%-37%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表32: 可比公司估值表 (20240923)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000913.SZ	钱江摩托	无评级	16.5	86.9	0.88	1.16	1.40	19	14	12
603766.SH	隆鑫通用	无评级	7.0	142.7	0.28	0.54	0.62	25	13	11
301345.SZ	涛涛车业	无评级	54.7	60.1	2.57	3.47	4.47	21	16	12
	平均				1.24	1.72	2.16	22	14	12
603129.SH	春风动力	优于大市	145.0	219.6	6.70	8.64	10.80	22	17	13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：钱江摩托、隆鑫通用、涛涛车业采用 Wind 一致预期

投资建议

考虑到公司未来摩托车及全地形车业务均具备较高成长性，给予“优于大市”评级。公司各项业务中，（1）摩托车内销：公司的摩托车产品力强，具备打造爆款的能力，在消费者心目中有较好口碑，持续推出新产品，完善产品矩阵，未来市占率有望进一步提升；（2）摩托车外销：公司的摩托车外销业务正处于从 0 到 1 的发展早期，海外可拓展空间大，公司不断完善产品及渠道布局，摩托车外销有望迎来较快增长；（3）全地形车：公司深耕全地形车行业多年，2024 年推出的新品主要是 UTV/SSV 高端产品，产品力较过往产品有明显改善，盈利能力较 ATV 产品提升，未来有望打开向上成长空间，带动产品结构改善，预计 2024/2025/2026 年公司净利润为 13.1/16.4/20.4 亿元，EPS 为 8.6/10.8/13.5 元，给予 24 年 20-23x PE，对应目标价 172.8-198.7 元，相较当下具 19%-37%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

绝对估值的风险：我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，融入了个人的判断，进而导致估值出

现偏差的风险，具体来说：

- 1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2) 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大变化，公司持续成长性有所影响，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：预计 2024/2025/2026 年公司净利润为 13.1/16.4/20.4 亿元，EPS 为 8.6/10.8/13.5 元，给予 24 年 20-23x PE，对应目标价 172.8-198.7 元，相较当下具 19%-37%空间，给予“优于大市”评级，可能存在相对估值过于乐观的风险。

盈利预测的风险

- 1) 我们假设公司 2024-2026 年收入增速为 23%/22%/19%，可能存在对公司产品销量及售价预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 2) 我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 31.8%/32.6%/33.0%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司盈利预测值高于实际值的风险。

经营的风险

新车上市节奏及销量不及预期的风险：公司的成长往往受到新车型发布及销售表现的影响，如果重要的新车型上市节奏放缓，或者新车上市后销量表现受到外部不利因素冲击，可能导致新车型销量表现较差，从而导致公司整体业绩受影响。

汇率、运费等外部环境波动风险：公司有较大比例的收入来源于出口，因此汇率、运费等外部环境波动会影响公司业绩及经营情况，也可能会削弱公司产品在海外的竞争力。

中美贸易环境变化风险：公司产品外销主要区域来自于欧美地区，如果中美贸易环境变化，增加对公司产品征收的关税税率，可能会导致公司业绩受到冲击，也会导致产品竞争力下降；此外公司产品进入欧美地区需要取得相关认证，如果贸易环境变化导致认证节奏变化，会影响公司的产品上市情况和销售表现。

库存水平过高的风险：如果公司的摩托车和全地形车经销商库存水平过高，可能会导致公司新品发货的速度放缓，从而影响产品销量；如果库存水平太高，公司也可能会加大力度进行促销活动，导致费用率提升，从而影响公司业绩表现。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4323	4506	5179	5967	7194	营业收入	11378	12110	14951	18220	21759
应收款项	954	1185	1463	1783	2129	营业成本	8491	8053	10194	12275	14569
存货净额	2067	1663	2422	3019	3662	营业税金及附加	142	212	359	437	522
其他流动资产	269	257	359	437	522	销售费用	876	1341	1375	1658	1958
流动资产合计	7679	7709	9504	11295	13593	管理费用	500	567	697	829	967
固定资产	1231	1645	2029	2669	3262	研发费用	752	924	927	1294	1567
无形资产及其他	132	167	158	148	139	财务费用	(297)	(191)	(118)	(135)	(160)
投资性房地产	478	556	556	556	556	投资收益	(123)	1	1	1	1
长期股权投资	34	237	440	644	847	资产减值及公允价值变动	19	53	53	53	53
资产总计	9554	10314	12687	15313	18396	其他收入	(782)	(980)	(927)	(1294)	(1567)
短期借款及交易性金融负债	10	21	100	104	109	营业利润	781	1202	1570	1914	2389
应付款项	4555	4173	5317	6401	7593	营业外净收支	(6)	(10)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	525	642	659	793	939	利润总额	774	1191	1560	1904	2379
流动负债合计	5090	4836	6075	7299	8642	所得税费用	35	135	187	190	238
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	39	49	64	79	98
其他长期负债	169	306	356	406	456	归属于母公司净利润	701	1008	1308	1635	2043
长期负债合计	169	306	356	406	456	现金流量表（百万元）					
负债合计	5259	5142	6431	7705	9098	净利润	701	1008	1308	1635	2043
少数股东权益	83	133	184	246	324	资产减值准备	(9)	53	14	19	21
股东权益	4212	5039	6072	7362	8975	折旧摊销	75	122	164	202	249
负债和股东权益总计	9554	10314	12687	15313	18396	公允价值变动损失	(19)	(53)	(53)	(53)	(53)
关键财务与估值指标						财务费用	(297)	(191)	(118)	(135)	(160)
每股收益	4.68	6.70	8.64	10.80	13.49	营运资本变动	173	33	85	293	335
每股红利	0.83	1.41	1.82	2.27	2.84	其它	41	(14)	37	43	57
每股净资产	28.11	33.49	40.09	48.62	59.27	经营活动现金流	963	1149	1555	2139	2651
ROIC	24%	24%	26%	31%	36%	资本开支	(423)	(622)	(500)	(800)	(800)
ROE	17%	20%	22%	22%	23%	其它投资现金流	516	(33)	17	(8)	4
毛利率	25%	34%	32%	33%	33%	投资活动现金流	63	(858)	(687)	(1011)	(999)
EBIT Margin	5%	8%	9%	9%	10%	权益性融资	192	75	0	0	0
EBITDA Margin	6%	9%	10%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	45%	6%	23%	22%	19%	支付股利、利息	(125)	(212)	(275)	(344)	(430)
净利润增长率	70%	44%	30%	25%	25%	其它融资现金流	(20)	242	79	4	5
资产负债率	56%	51%	52%	52%	51%	融资活动现金流	(78)	(108)	(196)	(340)	(425)
股息率	0.6%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%	现金净变动	948	183	672	788	1227
P/E	31	22	17	13	11	货币资金的期初余额	3375	4323	4506	5179	5967
P/B	5.2	4.3	3.6	3.0	2.4	货币资金的期末余额	4323	4506	5179	5967	7194
EV/EBITDA	39.0	23.7	18.2	15.4	12.8	企业自由现金流	415	432	979	1248	1742
						权益自由现金流	395	674	1163	1374	1891

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032