

春风动力 (603129.SH) 全地形车及中大排量摩托国牌领军者, 产品势能向上 海外突围正当时

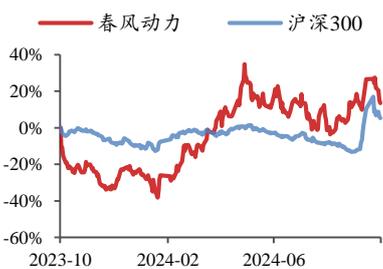
2024年10月17日

投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

日期	2024/10/16
当前股价(元)	146.83
一年最高最低(元)	180.14/78.47
总市值(亿元)	222.35
流通市值(亿元)	222.35
总股本(亿股)	1.51
流通股本(亿股)	1.51
近3个月换手率(%)	60.33

股价走势图



数据来源: 聚源

吕明 (分析师)	任浪 (分析师)	骆扬 (联系人)
lvming@kysec.cn	renlang@kysec.cn	luoyang@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790519100001	证书编号: S0790122120029

● 全地形车/中大排量摩托龙头, 产品势能向上, 首次覆盖给予“买入”评级
 公司为国内全地形车及中大排量摩托车龙头公司, 产品持续占据公司主营业务收入比例超 90%, 目前公司已经形成以北美为主导, 国内与欧洲为辅的全球化销售及产能布局格局。2017-2023 年营收业绩增长稳健, CAGR 分别为 37.17%/47.61%。**展望公司发展, 全地形车海外渠道预计进入补库阶段, 销量恢复增长可期, 同时看好公司通过研发赋能 U/Z 产品持续推新顺利承接行业高端化红利; 摩托车产品矩阵丰富且性能表现优异, 看好国外、国内进入产品放量收获期。**我们预计 2024-2026 年归母净利润 13.0/16.0/19.8 亿元, 对应 EPS 为 8.6/10.6/13.1 元, 当前股价对应 PE 为 17.2/13.9/11.2 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 全地形车: 公司顺利打造性价比品牌竞争优势, 产品单价预计持续提升
 全球全地形车销量有望实现平稳上升, 以 UTV&SSV 为主的产品高端化趋势显现; 北极星、庞巴迪双寡头全球市占率合计达 60%。公司已取得明显的市场先发优势, 2023 年出口金额占比达 70.79%; 美国市占率持续提升, 欧洲市占率蝉联第一。展望公司业务发展 **(1) 基本面:** 一方面, 2023 年因受到行业需求疲软影响, 公司渠道库存水位较高, 业务增长承压, 2024 年 1-8 月行业出口数量及金额累计同比增长 20.6%/27.1%, 全地形车下游或进入补库周期, 看好公司业务随之恢复增长。另一方面, 公司加大高价值 U/Z 产品推新承接行业高端化趋势红利, 单价提升逻辑预计持续兑现, 2024 年上半年公司发布 2 款 U/Z 系列新品产品价格均高于 2023 年 4.4 万元产品均价。**(2) 品牌&产品:** 公司产品在相同的售价下, 做到高于竞品的产品性能, 顺利打造性价比品牌竞争优势。同时, 公司保持研发投入赋能产品迭代更新加快, 我们看好产品推新推动业务持续增长。

● 摩托车: 中大排量加速渗透, 公司进入产品放量周期
行业方面, 全球及国内摩托车行业总体增长相对平稳; 国内市场以产品出海、中大排摩托车占比提升为主要特征的市场结构改善较为显著。**公司层面,** 公司产品矩阵及渠道布局完善, 旗下拥有“CFMOTO”“KTMR2R”“ZEEHO”三大自主品牌, 并完成 100 多个国家和地区的 4000 家零售网点渠道布局。**未来业务发展聚焦产品势能释放, (1) 海外:** 公司战略重点发力, 加快中大排量产品推新 (欧洲/北美在售分别为 23/11 个 SKU), 产品性能及外观设计广获肯定, 我们预计市场于低基数下未来增长弹性可期。**(2) 国内:** 公司主打精品爆款战略, 成功打造 250SR、450SR 现象级产品, 新品 675SR 已初具爆款潜力, 且公司国内品牌认可度强, 为国宾护卫专用摩托车指定生产商, 看好新、老产品继续抢占市场份额带动国内业务稳步增长。

● 风险提示: 市场竞争加剧风险, 海外需求下行及关税加高风险, 国内需求下行

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,378	12,110	14,738	18,040	21,702
YOY(%)	44.7	6.4	21.7	22.4	20.3
归母净利润(百万元)	701	1,008	1,296	1,600	1,978
YOY(%)	70.4	43.7	28.6	23.4	23.6
毛利率(%)	25.4	33.5	33.4	33.3	33.7
净利率(%)	6.2	8.3	8.8	8.9	9.1
ROE(%)	17.2	20.4	21.3	21.6	21.7
EPS(摊薄/元)	4.63	6.65	8.56	10.57	13.06
P/E(倍)	31.7	22.1	17.2	13.9	11.2
P/B(倍)	5.3	4.4	3.7	3.0	2.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目录

1、全地形及大排量摩托国牌领军者，期待新、老产品放量带动业绩增长	4
1.1、公司概况：全地形及大排量摩托国牌领军者，全球化产能布局落地	4
1.2、股权结构：股权结构集中，多次发布股权激励	6
1.3、财务分析：营收及业绩稳健增长，2024H1 利润表现超预期	7
2、全地形车：行业稳中有升，公司顺利打造性价比品牌竞争优势	9
2.1、全地形车市场：行业稳中有升，产品高端化趋势显现	9
2.2、春风动力：打造性价比品牌竞争优势，研发赋能产品迭代持续加快	11
2.2.1、基本面：2024 进入渠道补库周期，结构优化带动产品均价进入上行区间	12
2.2.2、品牌&产品：打造性价比品牌竞争优势，研发持续赋能新品推新节奏加快	14
3、摩托车：中大排量加速渗透，公司进入产品放量周期	16
3.1、全球：总量稳定增长，日系品牌仍为主导	16
3.2、国内：转向外销市场主导，内销大排量加速渗透带来结构性机会	17
3.3、春风动力：产品势能向上，国外低基数下拐点清晰、国内 2024 进入产品周期大年	20
3.3.1、国外：产品加快上新+品牌势能释放+渠道共享，低基数下释放增量	21
3.3.2、国内：品牌差异化竞争优势明显，2024 进入产品周期大年	23
4、盈利预测与投资建议	25
4.1、关键假设	25
4.2、相对估值	27
5、风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1：2023 年两轮车及四轮车产品占公司主营业务收入比例为 93.3% (+0.8pct)	4
图 2：2023 年北美、欧洲及国内渠道占公司主营业务收入比例为 83.8% (-4.6pct)	4
图 3：公司上市以来全球化产能布局落地，业务规模快速扩张	6
图 4：公司股权结构集中	7
图 5：2024H1 公司营业总收入 44.7 亿元 (+23.2%)	8
图 6：2024H1 公司归母净利润 4.3 亿元 (+26.4%)	8
图 7：2024H1 公司归母净利率为 9.7% (+0.2pct)	8
图 8：2024H1 公司期间费用率为 24.8% (-1.9pct)	8
图 9：公司存货周转回归正常水平	9
图 10：公司经营性现金流持续改善	9
图 11：2023 年全球全地形车销量 95.5 万台 (+1.1%)	10
图 12：2023 年 UTV&SSV 销量占比 64.9% (+2.5pct)	10
图 13：北美市场占据全地形车主要市场份额	10
图 14：公司全地形车全球化产能布局初具雏形	11
图 15：2023 年公司全地形车市占率为 15.3%	12
图 16：公司 2024H1 四轮车业务收入 35.32 亿元 (-1.6%)	12
图 17：公司 2023 年销量为 14.65 万台 (同比-12.12%)	12
图 18：2024 年 1-8 月全地形车出口金额及数量累计同比增速亮眼 (单位：%)	12
图 19：2024H1 公司全地形车均价为 4.34 万元 (-4.1%)	13

图 20: 公司研发费用领先于可比公司	15
图 21: 2028 年全球摩托车市场规模预计达到 164.2 亿美元.....	16
图 22: 2022 年全球摩托车销量超 5000 万台.....	16
图 23: 2022 年全球市场中印度销量占比 29.4%.....	16
图 24: 2022 年日系品牌销售额合计占比 46.0%.....	17
图 25: 2022 年日系品牌销量合计占比 38.2%.....	17
图 26: 2028 年中国摩托车市场规模预计达到 25.6 亿美元.....	17
图 27: 2023 年中国摩托车销量 1899.07 万辆.....	17
图 28: 2023 年中国摩托车出口数量为 2673 万辆.....	18
图 29: 2023 年中国摩托车出口地区以拉美为主.....	18
图 30: 2024 年 1-5 月摩托车金额及数量同比变化分别为+24.1%/+37.0%	18
图 31: 2019-2023 中大排摩托车销量持续上升	19
图 32: 摩托车消费用途主要为户外休闲娱乐.....	19
图 33: 2023 年国内燃油摩托车行业 CR10 为 59.1%.....	19
图 34: 公司 2023 年两轮车销量 19.7 万台 (单位: 万台)	20
图 35: 公司 2023 年两轮车单价 2.3 万元	20
图 36: 2023 年公司外销业务收入超过内销.....	20
图 37: 春风动力旗下三大自主品牌	21
图 38: 公司 618 全周期销售位列 Top5	21
图 39: 公司欧洲地区产品矩阵丰富	22
图 40: 公司美国地区产品矩阵丰富	22
图 41: 公司拿下中国车厂于 MotoGP 赛事首冠.....	23
图 42: 春风 800NK 获红点设计大奖.....	23
图 43: CFMOTO 品牌势能逐步释放.....	23
图 44: 进口品牌与国产品牌聚焦价格带差异明显.....	24
图 45: 大排量摩托车市场竞争格局集中	24
图 46: 新社交平台持续为品牌拓展赋能	25
图 47: 春风国宾 650 亮相 9.3 阅兵, 国礼护卫老兵.....	25
表 1: 公司产品矩阵完善	4
表 2: 公司发布多期股权激励计划	7
表 3: UTV&SSV 相较于 ATV 拥有更高安全性	9
表 4: 北极星、庞巴迪在全地形车行业市占率领先.....	10
表 5: 公司上半年新品发布情况, 发布两款 SSV 新品	13
表 6: 公司产品对比头部企业产品力相近, 价格更具性价比.....	14
表 7: 公司 2024 年新品在底盘、发动机等方面进行升级.....	15
表 8: 与外资热销车型相比, 公司产品性价比凸显.....	22
表 9: 春风深耕摩托车行业多年, 国内经销商门店数量超 650 家.....	24
表 10: 预计公司 2024-2026 年归母净利润同比增长 28.65%/23.44%/23.63%	26
表 11: 相比可比公司估值, 公司估值具有提升空间.....	27

1、全地形及大排量摩托国牌领军者，期待新、老产品放量带动业绩增长

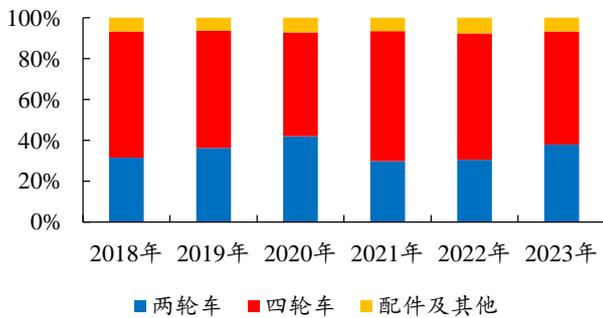
1.1、公司概况：全地形及大排量摩托国牌领军者，全球化产能布局落地

公司为国内全地形车及中大排量摩托车龙头公司，两轮车及四轮车产品持续占据公司主营业务收入比例超 90%，目前公司已经形成以北美为主导，国内与欧洲为辅，其他渠道为补充的全球化销售格局。

(1) 四轮车（全地形车）产品：主要包括 ATV、UZ（UTV、SSV）等系列产品，排量段涵盖 400-1000cc，主要销往欧美市场，2023 年公司全地形车出口额占国内同类产品出口额 70.8%，在欧洲市场常年处于市占率第一位置，在美国市场经销网点持续铺设，成长势能强劲。

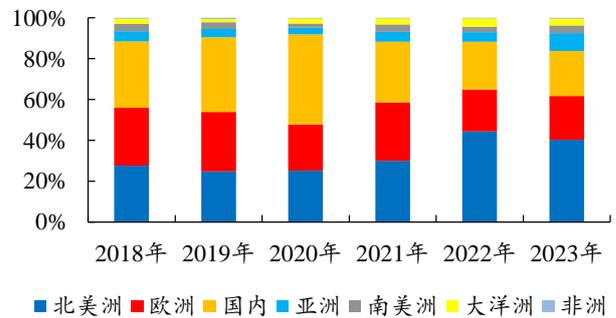
(2) 两轮车产品：摩托车产品涵盖各排量段及类型，主攻 250cc 以上街车、巡航、摩旅、仿赛等细分市场，250SR 及 450SR 等车型销量处于行业前列；电动车产品以全新品牌“ZEEHO”极核为核心，推出 AE6+、AE2 等全新电自及电摩产品，聚焦国内中高端市场，并持续拓展全球渠道，有望成为公司第三成长曲线。

图1：2023 年两轮车及四轮车产品占公司主营业务收入比例为 93.3% (+0.8pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2023 年北美、欧洲及国内渠道占公司主营业务收入比例为 83.8% (-4.6pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表1：公司产品矩阵完善

产品种类	细分品类	产品型号	排量段/电池参数	图例	售价
全地形车	YOUTH	CFORCE EV110、 CFORCE110	110CC		6899-18800 元 2999 美元（美国）

	ATV	CFORCE 450L、CFORCE 1000TOURING 等	400-1000CC		31800-75800 元 5399-10399 美元 (美国)
	UTV	UFORCE 600、UFORCE1000、UFORCE 1000L 等	600-1000CC		62800-99800 元 10799-15299 美元 (美国)
	SSV	ZFORCE 550EX、ZFORCE 950 SPORT、ZFORCE 1000 SPORT R 等	500-1000CC		49800-99800 元 13099-18099 美元 (美国)
	跑车	春风 250SR、春风 450SR、春风 675SR、春风 500SR VOOM	250-675CC		15980-33580 元
	街车	春风 150NK、春风 250CL-X、春风 250NK、春风 700CL-X 等	150-800CC		11980-49800 元
摩托车	ADV	春风 800MT、春风 450MT、春风 700MT、春风 MT-X	450-800CC		31580-58600 元
	巡航	春风 250CL-C、春风 450CL-C、春风 CL-C Low Ride	250-450CC		14980-27980 元
	旅行	春风 1250TR-G、春风 400GT、春风 650MT、春风 650TR-G、春风 650GT	400-1250CC		43800-109980 元
	电摩	AE8S+MY24、AE6、MAGNET、C!TY SPORT、Cyber	69V32Ah、69V32Ah 60V32Ah 等		11980-21699 元
电动两轮车	电轻摩	C!TY PLAY	48V25Ah		10980 元
	新国标电自	C!TY FUN、AE2	48V25Ah、48V24Ah		4699-8980 元

资料来源：极核官网、懂车帝、春风动力官网等、开源证券研究所

纵观公司的发展历程，我们认为公司发展主要可以分为四个阶段：

(1) 1989-2004 年：以核心部件切入摩托车整车赛道。1989 年，公司前身春风摩托配件厂于浙江温州成立，主要从事摩托车配件的生产与销售；1997 年生产出了第一台大排量水冷发动机，并于次年推出了水冷两轮踏板摩托车，自此正式开启了

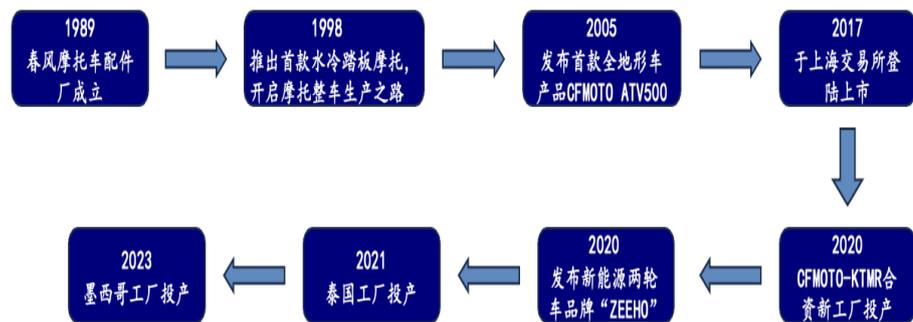
摩托车整车生产之路。

(2) 2005年-2016年：摩托车与全地形车共同发展。2005年公司发布首款全地形车 CFMOTO ATV500，开启全地形车业务，经历多年发展，公司已经成为国内全地形车及中大排量摩托车龙头公司。

(3) 2017年-2023年：全球化产能布局落地，业务规模快速扩张。公司2017年于上交所成功登陆上市，2020年公司 CFMOTO-KTMR 合资新工厂正式建成投产，2021年泰国工厂投产（主要生产 ATV 产品），2023年墨西哥工厂投产（主要生产 UZ 系列产品），自此全球化产能布局逐步落地，业务规模迎来快速扩张期。另外，公司2020年发布“ZEEHO”极核品牌，切入两轮车新能源赛道，有望成为公司第三成长曲线。

(4) 2024年以来：品牌知名度扩张，硬实力走向行业前列。公司于2022年成为登陆 MOTOGP Moto3 250CC 级别比赛，开启其硬实力竞速之旅，并斩获3站领奖台；2024年，公司 CFMOTO THUNDER RACING TEAM 四轮车队作为全地形车组首个中国车队，在 QUAD 组别实现总成绩第五，CFMOTO 厂队前后斩获4站 Moto3 冠军，自此公司品牌硬实力以处于行业前列。

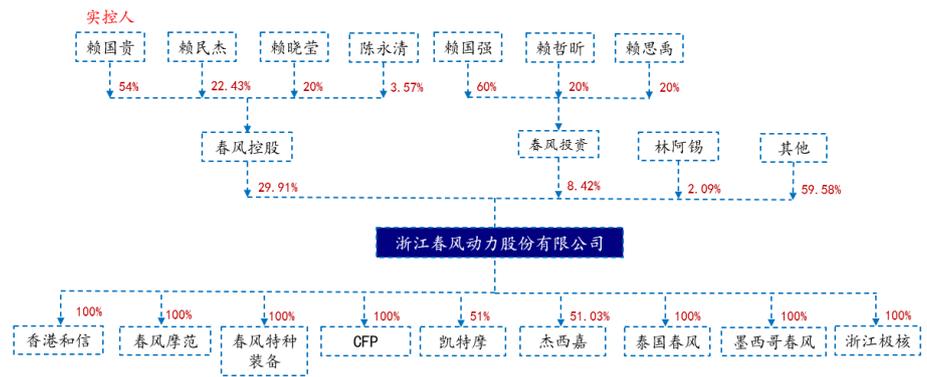
图3：公司上市以来全球化产能布局落地，业务规模快速扩张



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权结构集中，多次发布股权激励

公司股权结构集中，管理团队稳定。公司控股股东为春风控股集团，持股 29.91%，其实际控制人为公司董事长赖国贵，间接持股 16.15%，赖国贵家族合计持股约 40%，股权结构相对集中。公司高管在公司任职多年，拥有丰富的研发、制造、销售、管理能力，管理团队稳定，有助于公司的稳健经营。

图4：公司股权结构集中


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（数据截至2024年10月16日）

多次发布股权激励计划，激发员工活力。公司自2018年起共发布5次股权激励计划，并均顺利完成其制定业绩考核目标。2021与2022年两次股权激励计划主要覆盖核心管理及技术（业务）人员，激励对象人数分别为749和544人；2024年推出新一期股权激励计划，激励对象人数为1310人，激励对象对比之前覆盖范围更广，能够充分激发全公司员工活力，调动其工作积极性。

表2：公司发布多期股权激励计划

授权日	股票期权数量（万股）	行权价（元/股）	授予对象	授予人数
2018.5.25	126.3	11.91	公司董事、高管及其他核心员工	215
2019.5.25	287.4	23.33	公司董事、高管及其他核心员工	322
2019.11.19	50.1	28	副总经理杨国春及其他核心员工	68
2021.12.04	253.2	121.09	核心员工	749
2022.12.06	106.02	112.9	核心员工	544
2024.9.3	355.00	106.00	核心管理人员及核心技术(业务)人员	1310

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析：营收及业绩稳健增长，2024H1 利润表现超预期

2023 年营收业绩稳健增长，2024H1 利润超预期。公司自2017年上市以来业务规模快速扩张，营业收入由2017年的18.2亿元上升至2023年的121.1亿元，CAGR为37.2%，归母净利润由2017年的1.0亿元上升至2023年的10.1亿元，CAGR为

47.6%。进入 2024 年，受益于新款车型的快速上市，海外渠道下游库存压力降低等利好因素，公司 2024H1 实现营业收入 44.7 亿元 (+23.2%)，归母净利润 4.3 亿元 (+26.4%)，利润表现超预期。

图5：2024H1 公司营业总收入 44.7 亿元 (+23.2%)

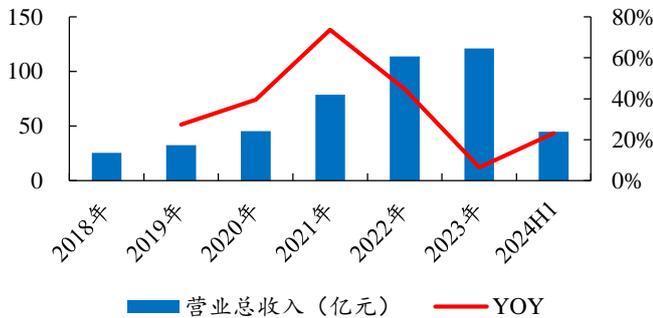
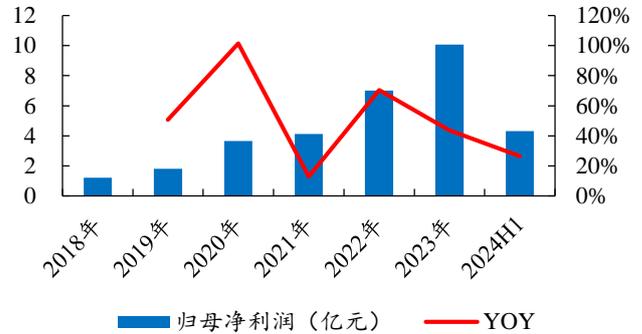


图6：2024H1 公司归母净利润 4.3 亿元 (+26.4%)

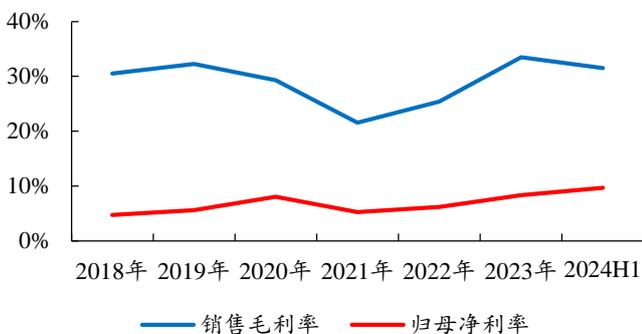


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

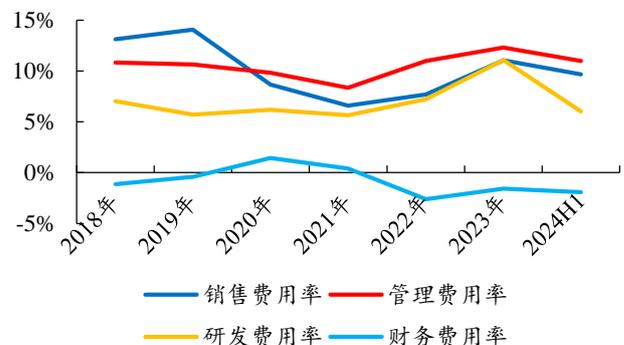
降本增效持续，公司盈利能力持续提升。公司毛、净利率总体上不断提升，2021-2024H1 公司毛利率分别为 21.5%/25.4%/33.5%/31.5%，归母净利率分别为 5.2%/6.25%/8.3%/9.7%，毛净利率优化主要系公司产品结构不断优化，全地形车中 U/Z 系列产品 (UTV&SSV) 销售占比不断提升，公共卫生事件影响逐步减弱所致。展望未来，公司产品结构优化仍在持续，看好其带动公司盈利能力稳步提升。

图7：2024H1 公司归母净利率为 9.7% (+0.2pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

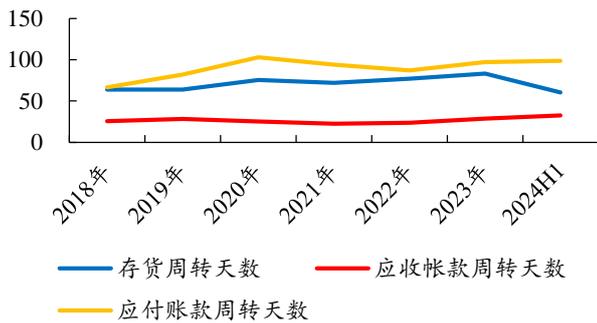
图8：2024H1 公司期间费用率为 24.8% (-1.9pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

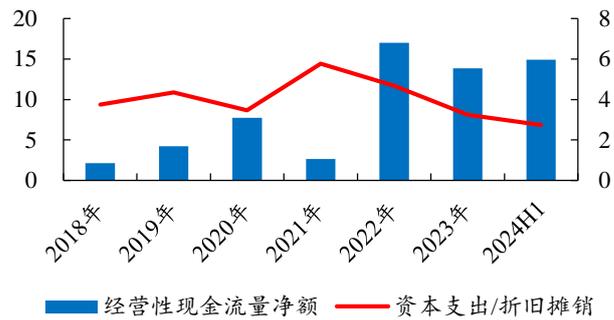
公司存货周转回归正常水平，经营性现金流持续改善。由于下游渠道库存压力加大以及公司泰国及墨西哥工厂投产使得产能上升，公司存货周转天数显著上升，由 2018 年的 64 天上升至 2023 年的 83 天。进入 2024 年，由于下游库存压力降低，2024H1 存货周转天数下降至 61 天，回归正常水平；2018-2023 年公司应收账款周转天数基本维持稳定，应付账款周转天数由于议价能力提高有所增加。另一方面，公司经营性现金流持续改善，由 2018 年的 2.1 亿元上升至 2023 年的 13.8 亿元，资本开支方面，由于 2021 年及 2023 年公司泰国、墨西哥工厂相继投产，资本扩张速度有所放缓，资本支出与折旧摊销之比在 2021 年-2023 年逐年降低。

图9：公司存货周转回归正常水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司经营性现金流持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、全地形车：行业稳中有升，公司顺利打造性价比品牌竞争优势

2.1、全地形车市场：行业稳中有升，产品高端化趋势显现

全地形车主要可以分为 ATV、UTV 以及 SSV，UTV 与 SSV 相较于 ATV 安全性更高。从外形上看，ATV 没有顶棚、没有防滚架，以小巧轻便为特点，安全性相对一般；UTV 是 ATV 更趋向于汽车的衍生品，一般有顶，使用方向盘、油门、踏板操控；SSV 主要定位于高性能全地形车，一般拥有更为激进的外观、更大的引擎排量、更先进的避震，以及赛用四点式安全带等配置。

表3：UTV&SSV 相较于 ATV 拥有更高安全性

	ATV	UTV&SSV
可载人数	1-2 人	2-4 人
储物空间	有限	大容量储藏室
尺寸	较小	较大
转向方式	车把转向	方向盘
机动性	适应各种地形	受限于尺寸，难以通过狭窄路段
携带能力	较低，约 100 磅	较强，约 1000 磅
安全性	没有顶棚、没有防滚架，安全性较低	有顶棚，防滚架，安全性较高
配置	较低	较高，一般拥有更为激进的外观、更大的引擎排量、更先进的避震
价格	相对实惠	相对昂贵

资料来源：公司公告、开源证券研究所

全球全地形车销量有望实现平稳上升，产品高端化趋势显现。全球全地形车的销售主要集中在北美及欧洲市场，其中美国市场占据全球全地形车市场超 80%（按销量计算），从总销量上来看，近十年来维持在 80-120 万台，总体呈现稳步上升趋势。产品结构方面，由于近年来消费者对户外娱乐提出了更高要求，UTV&SSV 在安全性、技术等方面拥有明显优势，产品高端化趋势正逐渐显现，UTV&SSV 销量占比

由 2018 年 58.9% 上升至 64.9%，我们预计随着居民收入水平提高，中产人群数量不断扩大，未来产品高端化趋势将进一步显现。根据 Statistics 数据，预计 2030 年全球全地形车市场规模将达 193.2 亿美元，2020 年-2030 年 CAGR 为 9.6%。

图11: 2023 年全球全地形车销量 95.5 万台 (+1.1%)

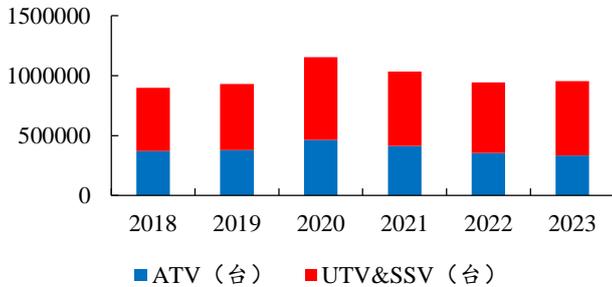
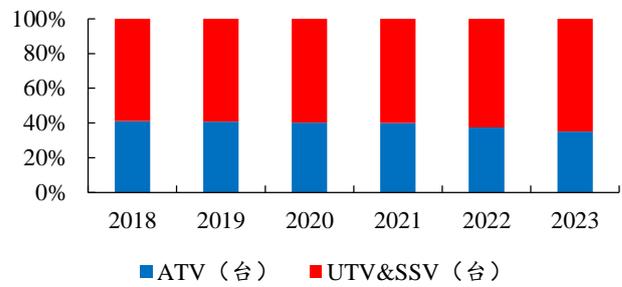


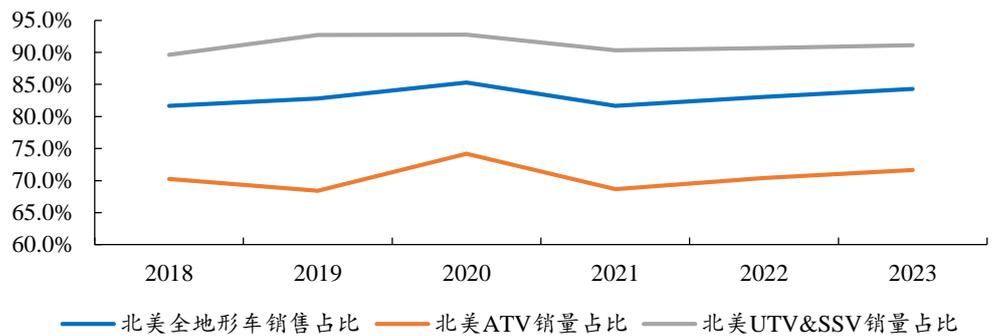
图12: 2023 年 UTV&SSV 销量占比 64.9% (+2.5pct)



资料来源: 北极星官网、开源证券研究所

资料来源: 北极星官网、开源证券研究所

图13: 北美市场占据全地形车主要市场份额



资料来源: 北极星官网、开源证券研究所

全地形车行业北极星、庞巴迪双寡头格局凸显，国产品牌出海加速。目前全球全地形车主要参与这包括北极星、庞巴迪、本田、雅马哈、春风动力、九号公司等，其中北极星、庞巴迪市场占有率领先，CR2 超过 60%；国产品牌方面，春风动力较早切入全地形车赛道，产品矩阵齐全，目前已成为欧洲全地形车市场市占率第一，美国渠道加速拓展，2023 年出口金额占全国总金额的 70.79%，处行业龙头地位。九号公司全地形车业务发展迅速，目前产品已经涵盖 ATV、UTV、SSV 三大系列，并推出全球首款混动全地形车。

表4: 北极星、庞巴迪在全地形车行业市占率领先

主要厂商	公司介绍	所属国家	全地形车产品布局	渠道布局
北极星	雪地摩托车领域起家，高端动力运动文化的领导品牌，全球最大的全地形越野车生产商。	美国明尼苏达州	RZR: 娱乐竞技车型 RANGER: 工作用车 SPORTSMAN: 包括竞技娱乐和工作休闲两类 YOUTH: 包含 ATV、UTV、雪地摩托车 SNOWMOBILE: 雪地摩托车 XPEDITION: 冒险越野车	在北美拥有约 1400 经销商，国际上有 1100 家经销商。主要在北美销售,业务覆盖了全球六大洲 140 多个国家地区

主要厂商	公司介绍	所属国家	全地形车产品布局	渠道布局
庞巴迪	最初以生产雪地摩托车为主，后续覆盖几乎全地形，同时配备了专门的零部件、配件和服装业务	加拿大	旗下的 Can-Am 拥有 SSV、ATV 和儿童全地形车	与经销商和分销商合作，网络遍布全球、覆盖 130 多个国家
雅马哈	全世界最大的电动车制造商，拥有多种系列车	日本	包含运动型和实用型，其中包含 YXZ1000R(UTV)、Wolverine(UTV)、Raptor(ATV)、Grizzly(ATV)等	覆盖欧洲、北美、亚洲地区，主要在亚洲
春风动力	主营业务以出口为主，掌握多种发动机的自研生产能力，拥有“CFMOTO”品牌，龙头地位稳固	中国	产品线覆盖 400cc 至 1000cc, 包含 YOUTH、ATV、SSV、UTV 四类，拥有 CFORCE、ZFORCE、UFORCE 系列。	主要外销北美、欧洲，业务遍布 100 多个国家地区
九号公司	自研混动车型及发动机，创新全地形车动力系统，现阶段已顺利进入欧美市场	中国	包含 ATV-Snarler、UTV-Fugleman 和 SSV-Villain。	赛格威科技立足全球市场，现已进入欧美市场。

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

2.2、春风动力：打造性价比品牌竞争优势，研发赋能产品迭代持续加快

公司深耕全地形车近二十年，产品力、渠道、产能三方面共促市占率快速提升。公司 2005 年开启全地形车业务，至今已有近 20 年，目前产品主要销往欧美市场，业务遍布 100 多个国家地区，拥有超过 4000 家经销商网点，其中欧洲市场销售以 ATV 为主，并且已达成市占率第一；北美市场主要销售 UTV 以及 SSV 产品。另外公司积极布局海外产能，泰国工厂于 2021 年投产，主要生产 ATV 产品，墨西哥工厂于 2023 年投产，一期产能 5 万台，主要生产 U/Z 系列产品。我们看好在公司产品力提升、渠道深化以及产能扩张托底下，全球市占率不断爬升。

图14：公司全地形车全球化产能布局初具雏形

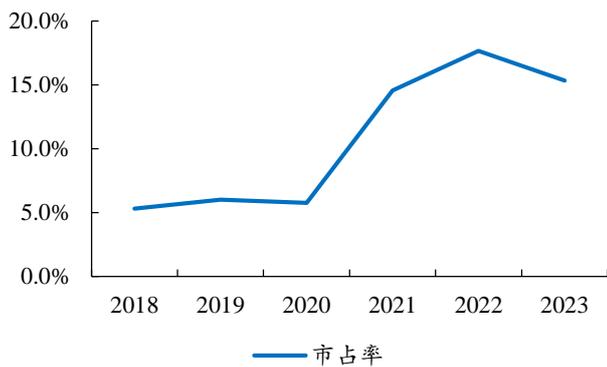


资料来源：公司官网、开源证券研究所

2.2.1、基本面：2024 进入渠道补库周期，结构优化带动产品均价进入上行区间

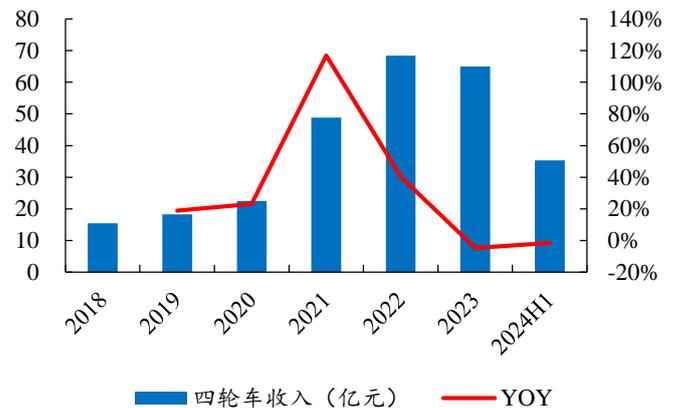
渠道高库存影响预计减弱，看好业务收入及销量恢复增长。公司四轮车主要覆盖 ATV、UTV、SSV 三大细分市场，涵盖 400-1000CC 排量段，背靠完整的细分市场布局和产品储备，近年来公司四轮车业务得以快速发展。市占率方面，我们根据 Statistics 全地形车全球销量测算，公司市占率 2023 年达到 15.3%，相较于 2018 年同比提升 9.3pcts；同时，公司全地形车出口额占国内同类产品出口额 70.79%，稳坐我国全地形车细分赛道出口龙头交椅。公司收入方面，四轮车业务收入由 2018 年的 15.39 亿元上升至 2022 年的 68.38 亿元，CAGR 为 45.2%，销量由 2018 年的 4.78 万台上升至 2022 年的 14.65 万台，CAGR 为 36.7%。2023 年，因受到行业需求疲软影响，公司渠道库存水位较高，业务增长承压，收入及销量分别-4.88%/-12.17%，进入 2024 年，亚太市场开拓持续，欧美渠道进一步清理库存，2024H1 收入及销量分别-1.55%/+2.65%。根据海关总署数据，全地形高尔夫球机动车 2024 年 1-8 月出口数量及金额累计同比增长 20.6%/27.1%，我们判断前期行业渠道去库存周期基本结束，全地形出口或进入补库周期，看好公司业务随之恢复增长。

图15：2023 年公司全地形车市占率为 15.3%



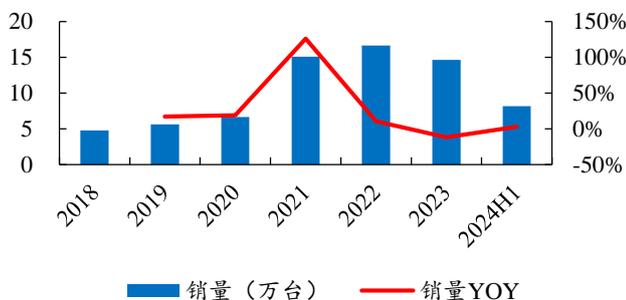
数据来源：公司公告、statista、开源证券研究所

图16：公司 2024H1 四轮车业务收入 35.32 亿元 (-1.6%)



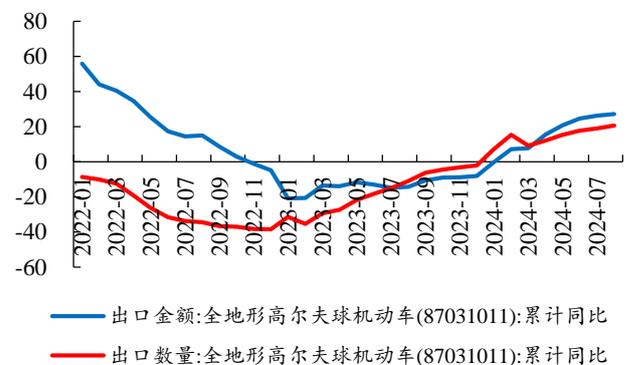
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：公司 2023 年销量为 14.65 万台 (同比-12.12%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

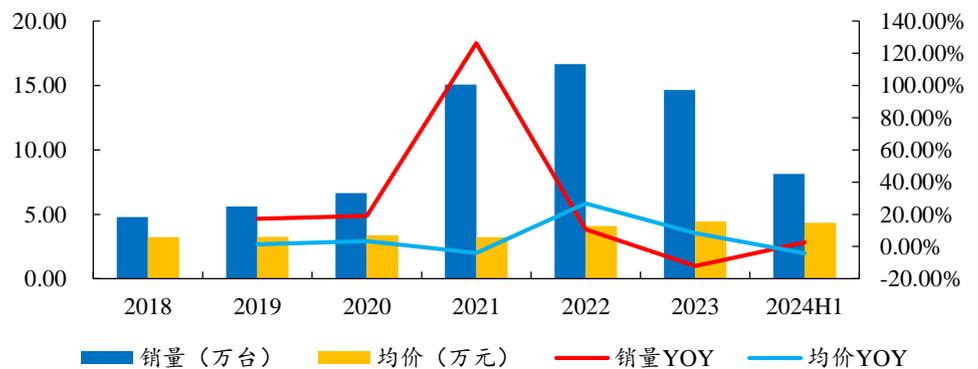
图18：2024 年 1-8 月全地形车出口金额及数量累计同比增速亮眼 (单位：%)



数据来源：海关总署、开源证券研究所

加大 U/Z 系列产品推新享受行业高端化趋势红利，产品单价提升逻辑预计持续兑现。公司产品均价由 2018 年的 3.22 万元上升至 2023 年的 4.44 万元，CAGR 为 6.6%，即使在渠道库存压力比较大的 2023 年，公司仍坚持维持高端产品比重，产品均价同比提升 8.23% 至 4.44 万元/辆，2024H1 由于公司 ATV 销量占比提升，均价有所承压，产品均价同比下降 4.1% 至 4.34 万元/量。展望公司未来发展，我们看好其产品单价持续提升：如上文所述，全地形车市场由“速度型”向“质量型”转变，呈现出整体市场销量平稳、UZ 占比提升的结构性升级趋势，春风或将通过新品推新、深挖市场潜力，且继续调整高端市场和高端产品的比重，充分承接该行业红利。2024 年公司加大高价值 U/Z 系列新品推新，产品矩阵进一步完善，2024 年上半年公司发布 2 款 U/Z 系列新品 ZFORCE 950 SPORT 及 ZFORCE 950 SPORT-4，产品价格分别为 93800 元/98800 元，价格均高于 2023 年产品均价。

图19：2024H1 公司全地形车均价为 4.34 万元（-4.1%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5：公司上半年新品发布情况，发布两款 SSV 新品

上市时间	产品名称	图片	类型	价格 (元)	排量
2024 年 5 月 10 日	CFORCE 1000 TOURING		ATV	75800	963cc
2024 年 5 月 10 日	CFORCE 850 TOURING		ATV	69800	800cc
2024 年 3 月 20 日	CFORCE 520L		ATV	33800	495 cc
2024 年 3 月 20 日	ZFORCE 950 SPORT		SSV	93800	963 cc

上市时间	产品名称	图片	类型	价格(元)	排量
2024年3月20日	ZFORCE 950 SPORT-4		SSV	98800	963 cc

资料来源：春风动力全地形车微信公众号、开源证券研究所

2.2.2、品牌&产品：打造性价比品牌竞争优势，研发持续赋能新品推新节奏加快

公司品牌定位性价比，ATV及U/Z系列产品均具有较强市场竞争力。公司产品在相同的售价下，做到高于竞品的产品性能，顺利打造性价比品牌竞争优势。从公司、北极星、庞巴迪2023年ATV及UTV竞品来看，公司ATV产品仅售75800元，其尺寸和轴距在同级别ATV代表车型中处于较高水平，其中最小离地间隙305mm，仅次于庞巴迪RENEGADE X MR 1000R的318mm，通过性较好。油箱容量26L，在四款代表车型中最大。在轴距、尺寸、排量、发动机配置等方面参数同样处于前列。

公司1000cc以下发动机性能优秀，与北极星、庞巴迪等国际主流厂商差距较小。公司在全地形车领域的发动机类型主要包括单缸、V型双缸，覆盖400cc至1000cc排量段，在发动机最大功率方面与头部厂商差距较小，同样配备SOHC，液冷四冲程等技术。

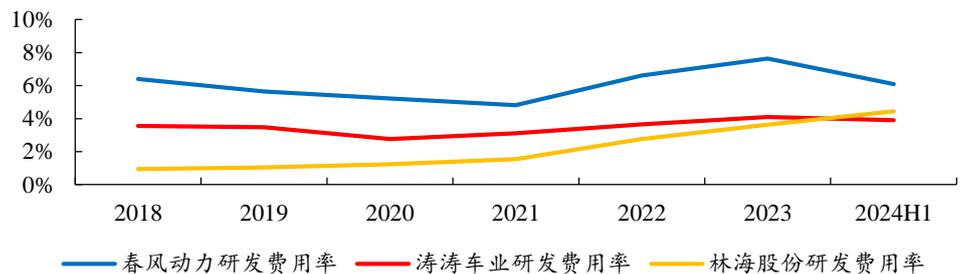
表6：公司产品对比头部企业产品力相近，价格更具性价比

	ATV			UTV		
	春风动力	北极星	庞巴迪	春风动力	北极星	庞巴迪
产品型号	CFORCE 1000 TOURING	SPORTSMAN TOURING XP 1000	1000 RENEGADE X MR 1000R	UFORCE 1000 XL	RANGER XP 1000 Premium	MAVERICK TRAIL DPS
官方报价 (元)	75800	197800	125228	99800	235800	117605
车辆尺寸	2445x1282x1465	2140 x 1230 x 1240	2240x1270x131 0	3770×1615×1850	3050x1580x196	3005x1270x175 3
轴距 (mm)	1480	1448	1295	2850	2060	2301
最小离地间 隙 (mm)	305	285	318	280	330	254
排量 (cc)	963	952	976	963	999	976
发动机配置	V型双缸、水冷、四冲程、SOHC、八气门	ProStar 液冷、四冲程、SOHC 双缸	Rotax 976CC V型双缸液冷	V型双缸、水冷、四冲程、SOHC、八气门	四冲程 DOHC 双缸高功率	Rotax 976CC V型双缸液冷
最大功率 (hp)	90	88	91	71	82	75
油箱容量 (L)	26	19.9	20.5	40	43.5	38

资料来源：春风动力官网、北极星官网、庞巴迪官网、开源证券研究所

公司不断强化技术研发能力建设，持续保持研发高投入。2023 年公司投入研发费用 9.2 亿元（同比+22.9%），研发费用率为 11.10%，研发投入力度领先行业。2023 年公司新增 37 项发明专利、215 项实用新型专利和 19 项外观设计专利，进一步拓宽研发护城河。**研发赋能下，产品迭代持续升级，2024 年公司迎来新品大年。**2022-2023 年公司分别推出 5/4 款全地形车产品面向全球售卖，截止 2024 年 6 月，公司推出已 ZFORCE 950 SPORT、CFORCE 520 L、CFORCE 1000 TOURING 等 5 款产品，其中 3 款 ATV 产品，2 款 UTV&SSV 产品，推新速度加快，同时新品在驾驶舒适性、动力、底盘等方面都做了有效升级。另一方面，根据美国官网信息，公司美国市场在售产品也均推出 2024 改款。

图20：公司研发费用领先于可比公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们以 CFORCE 520 L 新品分析为例，作为 CFORCE 450L 的孪生版本，该产品在多方面都进行了升级：**(1) 底盘升级**，制动方式由“左手联动，前轮轮边制动+后轮单边制动”升级为四轮液压碟刹，最小离地间隙由 250mm 提升至 265mm，全地形车通过性有效增强。**(2) 发动机升级**，发动机排量由 400cc 上升至 495cc，对应最大功率和最大扭矩分别提升 4hp/6N*m。但在售价方面，CFORCE 520 L 的官方指导价 33800 元，对比 CFORCE 450 L 仅提升 2000 元。

表7：公司 2024 年新品在底盘、发动机等方面进行升级

	CFORCE 450L	CFORCE 520L
官方报价 (元)	31800	33800
最小离地间隙 (mm)	250	265
排量 (cc)	400	495
最大功率 (hp)	30	34
最大扭矩 (N*m)	33	39
制动方式	左手联动，前轮轮边制动+后轮单边制动	四轮液压碟刹

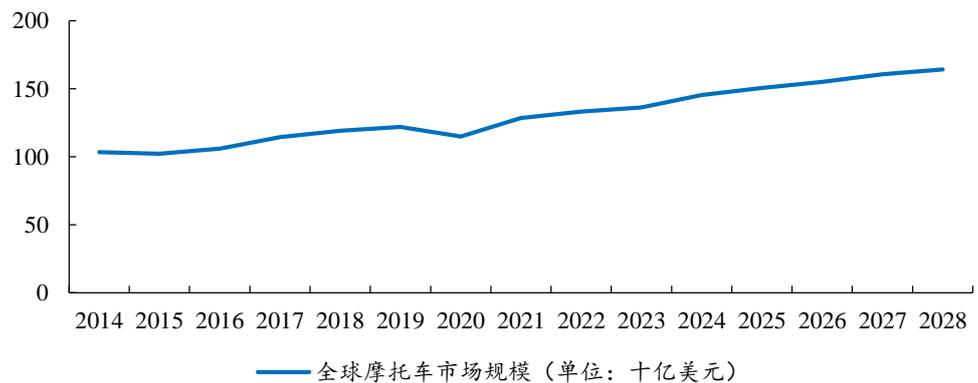
资料来源：春风动力官网、开源证券研究所

3、摩托车：中大排量加速渗透，公司进入产品放量周期

3.1、全球：总量稳定增长，日系品牌仍为主导

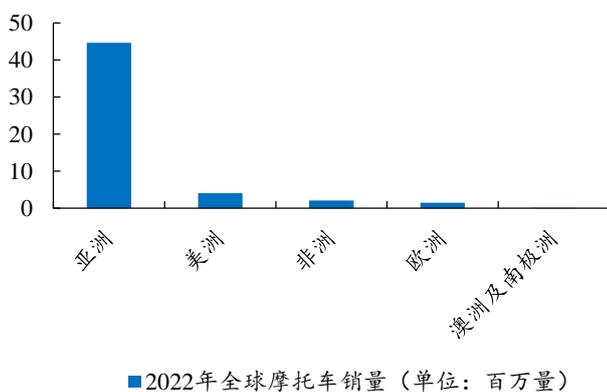
全球摩托车行业有望达到 164 亿美元规模。据 Statista 数据，2022 年全球摩托车市场规模为 133.3 亿美元，2028 年预计达到 164.2 亿美元，年复合增长率为 3.4%。当前摩托车主要应用市场在东亚国家，以满足当地消费者通勤代步需求为主，2022 年全球摩托车销量约为 5240 万台，亚洲销量占比超 85%，其中印度、中国销量合计占比超 50%，市场份额稳居前二。

图21：2028 年全球摩托车市场规模预计达到 164.2 亿美元



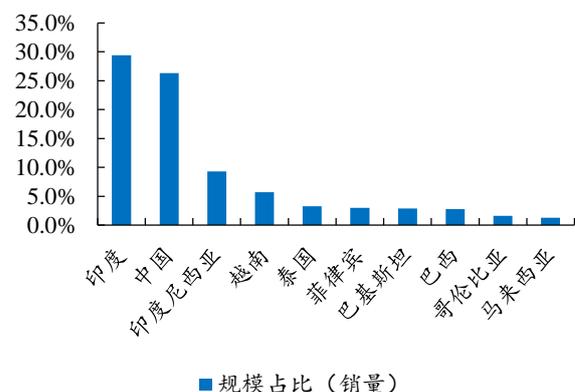
数据来源：Statista、开源证券研究所

图22：2022 年全球摩托车销量超 5000 万台



数据来源：Statista、开源证券研究所

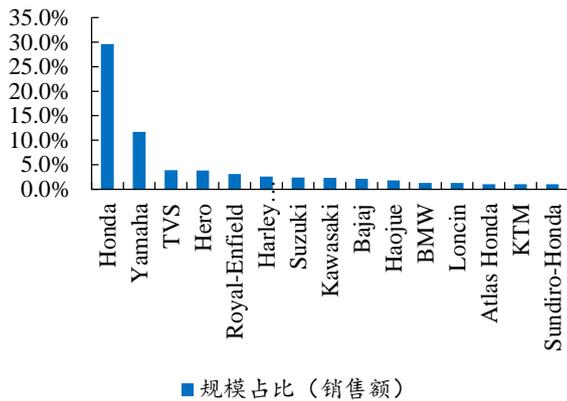
图23：2022 年全球市场中印度销量占比 29.4%



数据来源：Statista、开源证券研究所

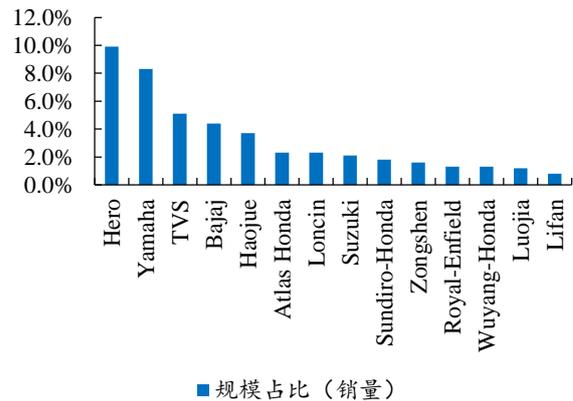
全球摩托车品牌中，日系品牌占据较大市场份额。全球摩托车行业的主要参与者为哈雷、本田、BMW 等老牌国际摩托车厂商，这些国际摩托车厂商起步较早，具有先发优势，品牌与技术较为领先。Statista 数据显示，2022 年日系品牌本田为行业龙头，销量断层领先，其它著名日系品牌雅马哈、铃木、川崎也占据一定市场份额，四家厂商合计销量占比 38.2%，实现了全球摩托车行业 46.0% 销售额。中国品牌豪爵、隆鑫、宗申市场份额位居全球前 20，但与头部品牌仍有较大差距。

图24：2022年日系品牌销售额合计占比46.0%



数据来源：statista、开源证券研究所

图25：2022年日系品牌销量合计占比38.2%

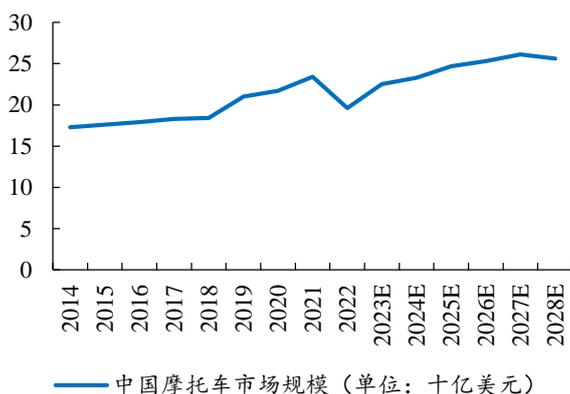


数据来源：Statista、开源证券研究所

3.2、国内：转向外销市场主导，内销大排量加速渗透带来结构性机会

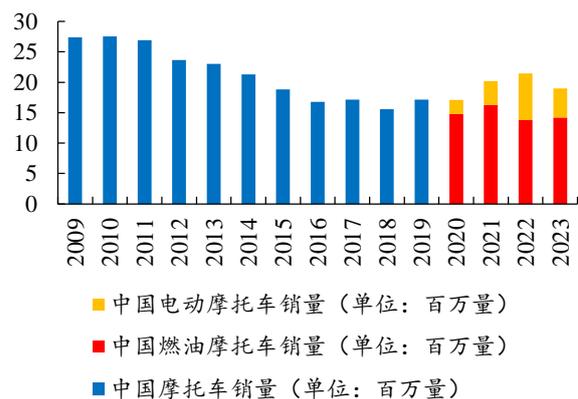
“禁摩令”政策压制，行业总量稳步增长。2014-2022年我国摩托车市场因受到“禁摩令”影响以及乘用车市场高速发展压制摩托车需求双向影响，市场整体成平稳增长，市场规模GAGR为1.57%，根据statista预测数据，2028年我国摩托车市场规模预计达到25.6亿美元。销量方面，我国摩托车销售仍以燃油摩托车为主，2019新国标明确电动摩托车定义及行业标准，电摩进入规范发展期，非合规车换购带动摩托车销量由底部实现较快增长。2023年，我国摩托车销量为1899万辆（同比-11.34%），随着电动摩托车非合规车的换购潮结束，我国摩托车市场整体销量略有回落。

图26：2028年中国摩托车市场规模预计达到25.6亿美元



数据来源：Statista、开源证券研究所

图27：2023年中国摩托车销量1899.07万辆



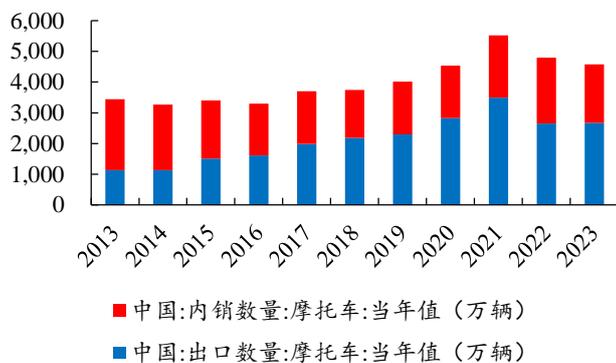
数据来源：Statista、开源证券研究所

相较于销量稳增长，以产品出海、娱乐休闲为主的中大排摩托车占比提升为主要特征的市场结构改善更为显著。

■ 变化一：国产产品竞争力提升，品牌出海正当时

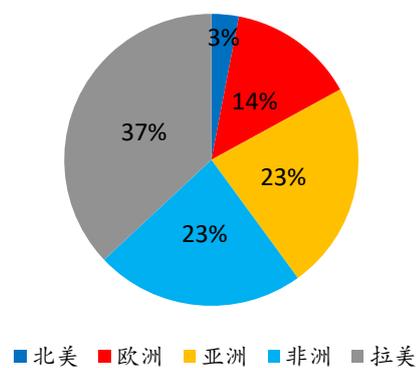
1999年开始，我国摩托车大举进军越南，市占率一度达到80%，而后不到三年时间，我国摩托车因为与日系摩托存在较大的技术实力和稳定性差异，市占率急转之下。随着近年来，我国摩托车企业频繁与外资车企深度合作、不断打磨技术研发实力，产品力及产品矩阵丰富度得到较大提升，中国摩托车出口数量重新呈现出较快增长态势。2017年我国摩托车出口数量占比首次超过内销，销量为1991万台，占比53.7%。2017-2023年我国摩托车出口数量复合增速为5.0%，快于内销1.7%复合增速。分地区看，我国摩托车出口地以拉美/亚洲/非洲为主，2023年分别占摩托车出口总量的37%/23%/23%，产品以小排量为主，主要应用于当地通勤代步。2024年1-5月，我国摩托车月度出口金额及数量延续2023年底高增态势，金额及数量同比增长分别为24.1%/37.0%。

图28：2023年中国摩托车出口数量为2673万辆



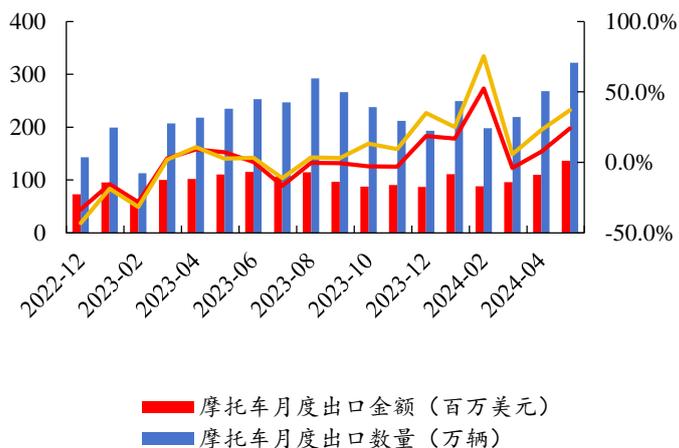
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2023年中国摩托车出口地区以拉美为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2024年1-5月摩托车金额及数量同比变化分别为+24.1%/+37.0%

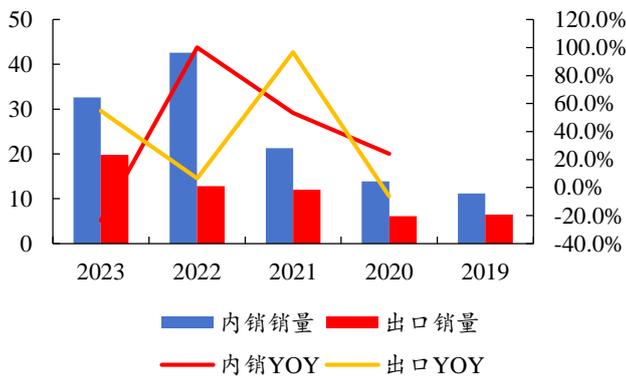


数据来源：海关总署、开源证券研究所

■ 变化二：摩托车行业结构升级，中大排摩托车加速渗透。

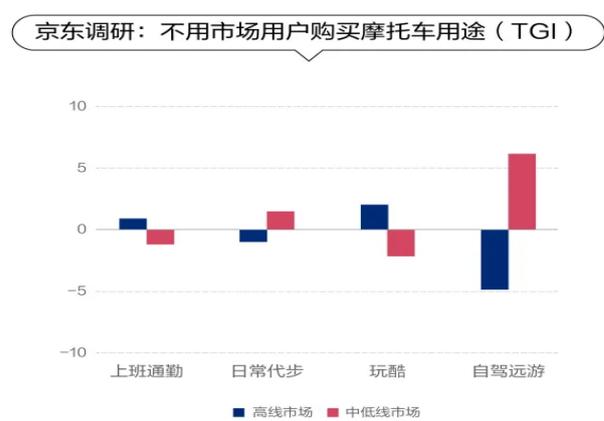
近年来，受我国居民收入快速增长及随之而来的消费升级影响，人们对摩托车的需求从代步逐渐转向娱乐，国内摩托车休闲文化产业逐步形成，以娱乐休闲为主的中排量摩托车占据了市场主流地位。中国摩托车商会数据显示，250CC 以上摩托车年复合增速高达 24.28%，大排量摩托车行业仍维持快速增长。从渗透率及人均消费量来看，250CC 以上摩托车渗透率从 2019 年的 1.19% 提升至 2023 年的 3.71%，但渗透率仍处于低位水平；同时，目前我国中大排量摩托车人均消费量仅为 3.75 辆/万人，远低于欧美 9-12 辆/万人及日本 5.3 辆/万人左右，参照发达国家和地区，我国 250CC 以上中大排量摩托车销量还有较大提升空间。

图31：2019-2023 中大排摩托车销量持续上升



资料来源：中国摩托车商协会、开源证券研究所

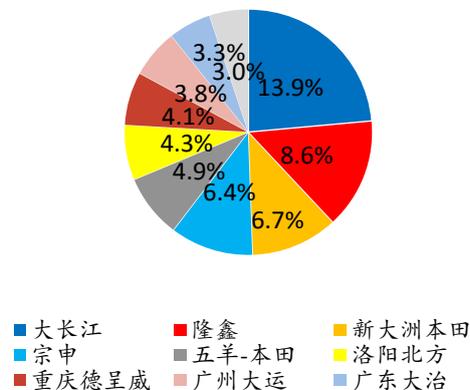
图32：摩托车消费用途主要为户外休闲娱乐



资料来源：京东调研、开源证券研究所

国内燃油摩托车主要参与者有大长江、隆鑫、宗申等，竞争格局稳定，未来市场份额有望进一步头部聚集。2023 年国内燃油摩托车行业龙头为大长江（旗下主要品牌为豪爵、铃木），销量占比 13.2% (-0.7pct)，行业 CR10 为 56.9% (-2.2pct)，燃油摩托车头部品牌集中度呈下降趋势，推断为以隆鑫、春风为代表的大排量新势力车企销量增势明显。

图33：2023 年国内燃油摩托车行业 CR10 为 59.1%

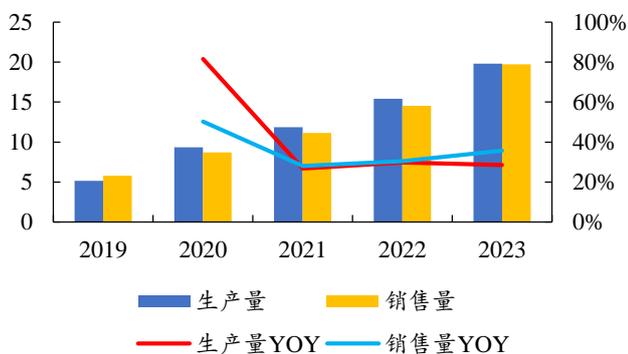


数据来源：中国摩托车商会、开源证券研究所

3.3、春风动力：产品势能向上，国外低基数下拐点清晰、国内 2024 进入产品周期大年

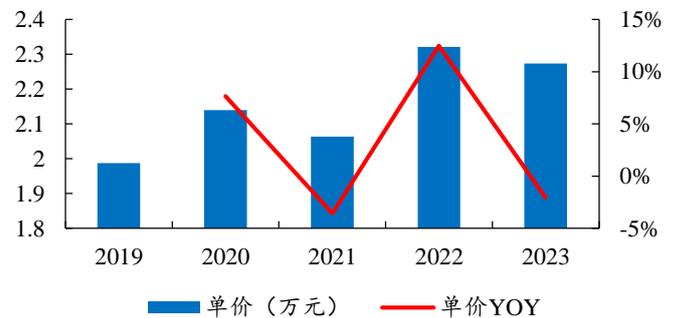
公司两轮车产销两旺，单车价格稳步提升。公司 2019-2023 年销售量及生产量 CAGR 分别达 35.82%/39.97%，2023 年销售量为 19.70 万台（+35.65%），实现收入 22.91 亿元（+78.22%）。单车 ASP 方面，公司不断完善两轮车产品谱系和排量段，产品单价稳步提升，2019-2023 年单价从 1.99 万元复合增长 3.4%至 2.27 万元。销售结构方面，公司内销维持稳健增长，外销业务实现高速发展，2019-2023 年内销及外销收入 CAGR 分别为 7.84%/169.67%，2023 年公司两轮车外销业务收入超过内销，实现销量 9.77 万台，营业收入实现 22.91 亿元（+78.22%）。

图34：公司 2023 年两轮车销量 19.7 万台（单位：万台）



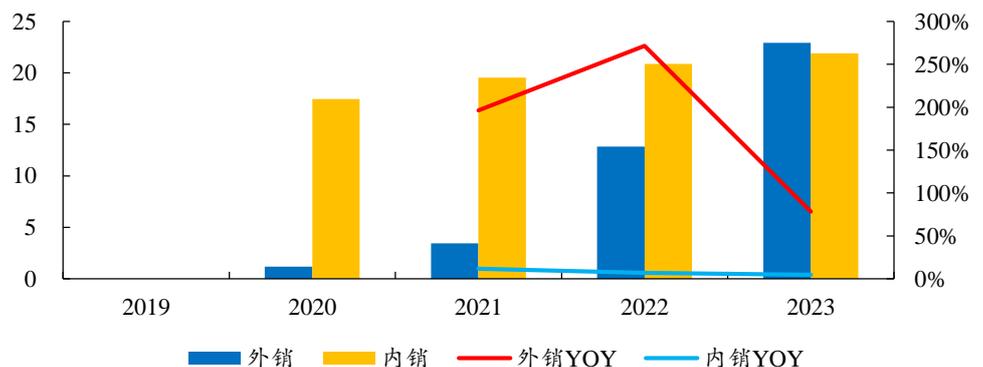
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：公司 2023 年两轮车单价 2.3 万元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2023 年公司外销业务收入超过内销



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司品牌矩阵完善，以“CFMOTO”为主力品牌，并完成搭建覆盖北美洲、欧洲、南美洲、东南亚及大洋州等 100 多个国家和地区的 4000 家零售网点。2018 年与奥地利知名越野摩托车品牌 KTM AG 合资创立浙江春风凯特摩机车有限公司，将“KTM”、“KTMR2R”纳入销售版图，截至 2023 年底公司拥有 35 家“KTMR2R”经销网点。

“极核”品牌势能持续向上，产品放量潜力十足。2020 年，公司新增成立新能

源子品牌“极核”，并于2023年11月举行2024极核品牌战略发布会，宣布未来三年会将极核打造为电动行业高端一线品牌。2024年初，公司限量发售ZEEHO极核穿越机AE2，上架即售罄；ZEEHO极核天猫官方旗舰店在2024年天猫618全周期（5月20日-6月20日）汽车品牌成交排行榜中名列top5（两轮车品牌名列top3），品牌势能持续向上，产品放量潜力十足。

图37：春风动力旗下三大自主品牌



资料来源：春风动力官网、开源证券研究所

图38：公司618全周期销售位列Top5



资料来源：春风动力微信公众号、开源证券研究所

3.3.1、国外：产品加快上新+品牌势能释放+渠道共享，低基数下释放增量

时隔十年重返北美市场，产品布局逐步完善。公司两轮车产品战略从国内为主，向深耕国内与拓展海外并重转变，2022年时隔十年重新进入北美市场，加快大排量产品推新、积极参加包括米兰展会在内的国际展会，打开全球化新格局。产品方面，目前公司在欧洲市场推出了五大系列，将近20款车型，同时在美国市场推出了六大系列11款车型，产品矩阵逐步丰富。同时，相较于市场强势的外资品牌，公司产品在同等的最大输出功率、最大扭矩性能下，售价明显偏低，和外资品牌形成差异化竞争。

图39：公司欧洲地区产品矩阵丰富

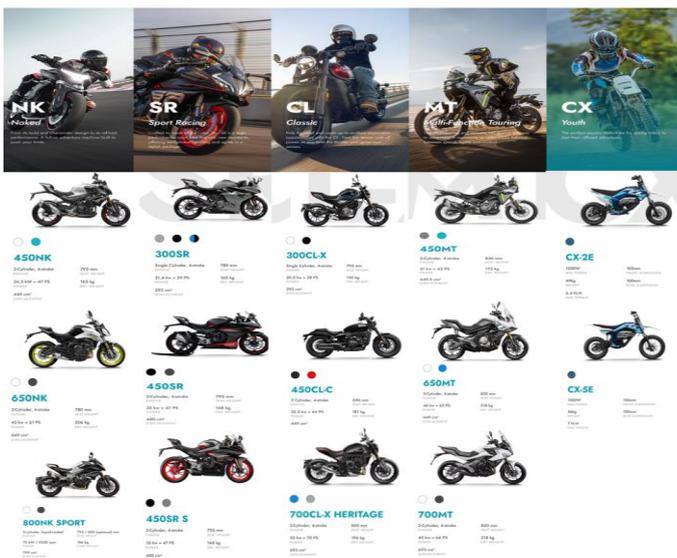


图40：公司美国地区产品矩阵丰富



资料来源：春风动力欧洲官网、开源证券研究所

资料来源：春风动力美国官网、开源证券研究所

表8：与外资热销车型相比，公司产品性价比凸显

车型名称	本田 CBR650R	春风 650NK	雅马哈 MT-07	哈雷 750STREET
图片				
参考价格 (美元)	9899	6,499	8199	7599
车型	街车	街车	街车	街车
长*宽*高 (mm)	2130x750x810	2115*830*1105	2085x780x1105	2090x795x1191
整车质量 (kg)	202	206	189	221
油箱容积 (L)	15.5	17	14	12
排量 (cc)	649	649	700	749
发动机缸数	四缸	双缸	三缸	双缸

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

拿下中国车厂于MotoGP赛事首冠、春风800NK获红点设计大奖，产品性能及外观设计广受肯定。2024年3月，公司在2024 Moto 3（世界三大摩托车赛事）新赛季揭幕战卡塔尔站的比赛中，公司打破了欧洲、日本制造商对MotoGP赛场的垄断，获得冠军，这也是中国车厂在MotoGP赛事中的首个冠军。另一方面，2024年6月，

CFMOTO 春风动力旗下的 800NK 获得了红点设计奖 2024 年摩托车组别的设计大奖（雅马哈 XMAX、MT-09 也于同期获奖），春风成为该奖项设立 35 年来的第一家获奖的中国摩托车企业。频繁在国际赛事及品牌中获奖，体现了公司产品在外观设计和性能上的优异表现，同时也有助于公司品牌知名度在国际市场的进一步提升。**全球关注度方面**，我们参考 CFMOTO 词条谷歌搜索热度，合计词条热度于 2021 年以来持续上涨，2024 年 6 月 16 日综合热度值同比提升 75.4%，品牌势能逐步释放。

图41：公司拿下中国车厂于 MotoGP 赛事首冠



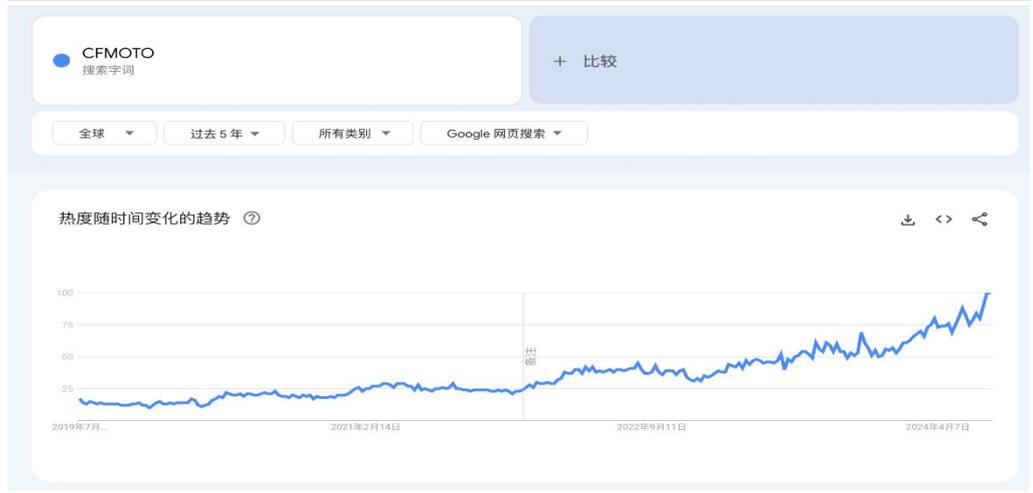
资料来源：春风动力官方微信公众号

图42：春风 800NK 获红点设计大奖



资料来源：春风动力官方微信公众号

图43：CFMOTO 品牌势能逐步释放



资料来源：Google trend

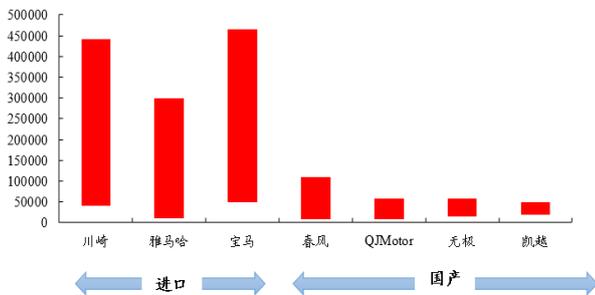
3.3.2、国内：品牌差异化竞争优势明显，2024 进入产品周期大年

■ 品牌端：差异化竞争明显，公司主打精品爆款战略

根据摩托范数据，我们整理了各个品牌在售产品价格区间，进口品牌价格带聚焦在 5 万元-45 万元，明显高于国产品牌 0.5-8 万元的价格区间，价格区间的差异使得进口和国产品牌的目标人群区分开来，国产品牌与进口品牌形成差异化竞争。再拆分看国内摩托车品牌，春风专注于中大排产品。目前春风主打精品爆款战略，价格区间更聚集，产品数量较少，爆款车型 250SR、450SR 分别于 2020 年/2022 年上市，均成为当年的现象级产品，且销量热度持续至今，截至 2024 年 6 月 20 日，春风 450SR 仍排名在摩托范人气榜第二名。爆款产品的打造，一方面能够短时间提升

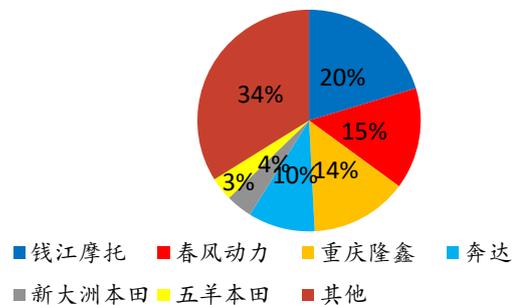
品牌的知名度和信任值，另一方面为后续的产品推新打下基础，2023年8月，春风发布2023新款250SR-FUN，主打轻量化设计，在保证产品性能同时降低整车质量10kg、降低产品坐高15MM，目标人群范围扩大至新手及身高相对较矮女性群体，再度掀起市场销售热潮。

图44：进口品牌与国产品牌聚焦价格带差异明显



数据来源：摩托范、开源证券研究所

图45：大排量摩托车市场竞争格局集中



数据来源：摩托车商协会、开源证券研究所

表9：春风深耕摩托车行业多年，国内经销商门店数量超650家

	春风	QJMotor	无极	豪爵	凯越	奔达
成立时间	1989	2020	2018	1992	2017	1994
品牌介绍	春风动力专业从事全地形越野车(ATV、UTV)、大排量摩托车及配套水冷发动机的研发、制造和销售。	吉利控股集团旗下钱江摩托的全新高端子品牌。	隆鑫通用动力股份有限公司旗下的高端机车品牌	豪爵(HAOJUE)与铃木(SUZUKI)隶属于豪爵控股有限公司。品牌旗下包括钻豹、骊爽、迪爽、锐爽EN、等子品牌。	品牌全称为“珠峰凯越”，主要以ADV(Adventure)型摩托车生产销售为主。	品牌以生产街车和太子车两种车型为主，主要面向中等排量摩托车市场。
代表车系	NK家族系列街车、摩旅车型650MT等	闪、赛、追、骁、鸿系列	DS拉力系列、AC复古系列、RR跑车系列以及R街车系列	UHR150、TR300、AFR125/S	凯越500X、凯越500F	灰石250、黑旗500、拿破仑250、金吉拉450
渠道	国内经销商门店数量超650家	各品牌国内共拥有近3000家经销商门店，覆盖省会城市及主要地、县级		出口80多个国家和地区，包括日本、韩国、巴西、墨西哥、印尼等	截至2020年，凯越已在全国拥有经销网点逾600家。	

资料来源：各个品牌官网、摩托范、开源证券研究所

国宾护卫专用摩托车指定生产商，重视新社交平台持续为品牌拓展赋能。CFMOTO春风动力为国宾护卫专用摩托车指定生产商，截至目前“春风”摩托车已参与执行阅兵庆典、外交护卫、APEC会议、G20峰会、9.3大阅兵等护卫任务上百场。其中，公司推出的春风650G摩托车采用650cc并列双缸发动机，最高极速达到177km/h，乘首次采用的摩托车ABS防抱死系统，使得安全性能得到极大的提升，该车被工业和信息化部誉为“代表国产摩托车制造水平的最高成就”。同时，公司重

视以 B 站、抖音为代表的社交平台，融合官网、APP、电商商城、KOL 自媒体、社交平台等多元化媒体矩阵，持续为品牌拓展赋能。2024 年 10 月 16 日，公司以 379.6 万人气指数，位列摩托品牌排行榜第二名。

图46：新社交平台持续为品牌拓展赋能



资料来源：摩托范（数据截至为 2024 年 9 月 12 日）

图47：春风国宾 650 亮相 9.3 阅兵，国礼护卫老兵



资料来源：春风动力官网

■ 产品端：进入产品大年周期，新品初具爆款潜力

2024 年为公司产品大年，2023 年 8 月起，公司加快产品推新节奏，推出了春风 250CL-C、春风 450SR-S、春风 450CL-C 等产品，产品结构方面，坚持以消费型玩乐产品为核心，优化大排量车型占比。与市面竞品相比，公司产品外观呈现出轻量化、性价比特征，相同排量的产品价格相比较低，整车质量更轻。此外，新品在最大扭矩及最大功率上等性能上也展现了较好的竞争力。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

收入端：春风动力作为全地形车和大排量摩托车龙头企业，全地形车海外渠道预计进入补库阶段，销量恢复增长可期，同时看好公司通过研发赋能 U/Z 产品持续推新顺利承接行业高端化红利；摩托车产品矩阵丰富且性能表现优异，看好国外、国内进入产品放量收获期。我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 147.38/180.40/217.02 亿元，同比增长 21.7%/22.4%/20.3%。关键假设如下：

公司主营业务产品主要分为两轮车、四轮车、配件及其他，主要品类拆分来看：

- (1) **两轮车：**公司在中大排量摩托车领域技术及渠道储备充足，产销呈现供需两旺趋势。展望公司业务发展，我们认为公司在该领域已有较强竞争优势，且新品储备充足，看好业务稳健发展，预计 2024-2026 年该产品类的收入增速分别为 40.08%/28.75%/24.80%。

(2) **四轮车**：公司四轮车主要覆盖 ATV、UTV、SSV 三大细分市场，涵盖 400-1000CC 排量段，背靠完整的细分市场布局和产品储备，近年来公司四轮车业务得以快速发展。2023 年，因受到行业需求疲软影响，公司渠道库存水位较高，业务增长承压。随着前期行业渠道去库存周期基本结束，全地形出口或进入补库周期，看好公司业务随之恢复增长，预计 2024-2026 年该产品类的收入增速分别为 17.30%/18.45%/18.45%。

利润端：随着公司产品结构的优化，高毛利产品营收占比预计将进一步提升，利好公司毛、净利率提升，我们看好公司盈利能力的稳步提升。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 12.96/16.00/19.78 亿元，同比增长 28.65%/23.44%/23.63%，对应净利率分别为 8.8%/8.9%/9.1%。

表10：预计公司 2024-2026 年归母净利润同比增长 28.65%/23.44%/23.63%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	78.61	113.78	121.10	147.38	180.40	217.02
YOY	73.71%	44.73%	6.44%	21.7%	22.4%	20.3%
归母净利润 (亿元)	4.12	7.01	10.08	12.96	16.00	19.78
YOY	12.78%	70.43%	43.65%	28.65%	23.44%	23.63%
归母净利率	5.23%	6.16%	8.32%	8.8%	8.9%	9.1%
两轮车	22.98	33.72	44.79	62.75	80.79	100.82
YOY	23.48%	46.70%	32.85%	40.08%	28.75%	24.80%
占比	29.24%	29.63%	36.99%	42.57%	44.78%	46.46%
毛利率	19.71%	20.53%	24.64%	24.64%	25.34%	26.34%
销售量 (辆)	111382	145253	197038	267972	334965	401958
销售量 YOY	28.07%	30.41%	35.65%	36.0%	25.0%	20.0%
单价 (万元)	2.06	2.32	2.27	2.34	2.41	2.51
单价 YOY	-3.58%	12.49%	-2.06%	3.0%	3.0%	4.0%
四轮车	48.79	68.38	65.04	76.29	90.37	107.04
YOY	117.04%	40.14%	-4.88%	17.30%	18.45%	18.45%
占比	62.07%	60.10%	53.71%	51.77%	50.10%	49.32%
毛利率	21.89%	27.46%	39.52%	0.3958	0.3952	0.3982
销售量 (辆)	150700	166700	146500	168475	193746	222808
YOY	126.28%	10.62%	-12.12%	15.0%	15.0%	15.0%
单价 (万元)	3.24	4.10	4.44	4.53	4.66	4.80
YOY	-4.08%	26.69%	8.23%	2.0%	3.0%	3.0%
配件及其他	5.03	8.35	7.93	8.34	9.24	9.15
YOY	57.60%	66.08%	-4.97%	5.13%	10.76%	-0.95%
占比	6.40%	7.34%	6.55%	5.66%	5.12%	4.22%
毛利率	33.69%	30.40%	42.83%	42.83%	42.83%	42.83%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、相对估值

我们选取主营业务相似的钱江摩托、隆鑫通用、九号公司-WD 作为可比公司。与可比公司相比，截至 2024 年 10 月 16 日，可比公司 2024 年的平均 PE 为 19.5 倍，高于春风动力 PE。我们看好公司国外、国内进入产品放量收获期，品牌蓄能释放拔高估值。我们预计 2024-2026 年归母净利润 13.0/16.0/19.8 亿元，对应 EPS 为 8.6/10.6/13.1 元，当前股价对应 PE 为 17.2/13.9/11.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表11：相比可比公司估值，公司估值具有提升空间

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE (倍)				
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
钱江摩托	93.0	4.6	6.2	7.5	8.8	0.9	1.2	1.4	1.7	20.0	15.1	12.4	10.5	
隆鑫通用	158.7	5.8	11.1	12.8	14.9	0.3	0.5	0.6	0.7	27.2	14.3	12.4	10.7	
九号公司 -WD	336.5	6.0	11.6	17.0	24.5	8.4	16.2	23.7	34.3	56.3	29.0	19.8	13.7	
平均										12.2	34.5	19.5	14.9	11.6
春风动力	225.5	10.1	13.0	16.0	19.8	6.7	8.6	10.6	13.1	22.2	17.4	14.1	11.4	

资料来源：Wind、开源证券研究所（九号公司盈利预测取自开源证券研究所，其余公司盈利预测参考 Wind 一致预期，收盘价截止日期为 2024 年 10 月 16 日）

5、风险提示

(1) 市场竞争加剧风险：摩托车行业竞争日趋激烈，公司或面对同行业公司新品推新加快冲击，从而对公司经营造成不利影响。

(2) 海外需求下行及关税加高风险：公司主营地区北美及欧洲的政治环境、目标用户需求、关税政策与汇率政策、海运物流费用变化等都有可能对公司经营造成不利影响。

(3) 国内需求下行：部分区域由于严格执行“禁摩令”，后续若燃油摩托车产品的使用路权进一步收窄，将对公司产品销售造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7679	7709	10237	12473	15232
现金	4323	4506	5441	6974	8813
应收票据及应收账款	851	1086	1044	1696	1519
其他应收款	103	99	147	154	208
预付账款	117	102	180	155	253
存货	2067	1663	2699	2755	3705
其他流动资产	217	253	726	740	733
非流动资产	1875	2605	2841	3149	3486
长期投资	34	237	282	337	401
固定资产	957	1334	1525	1756	1998
无形资产	132	167	159	148	138
其他非流动资产	752	866	874	909	950
资产总计	9554	10314	13077	15622	18718
流动负债	5090	4836	6594	7685	8940
短期借款	0	0	0	236	0
应付票据及应付账款	4555	4173	5928	6768	8232
其他流动负债	535	663	667	681	708
非流动负债	169	306	306	306	306
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	169	306	306	306	306
负债合计	5259	5142	6900	7991	9246
少数股东权益	83	133	155	203	277
股本	150	150	150	150	150
资本公积	2435	2547	2547	2547	2547
留存收益	1602	2397	3314	4459	5884
归属母公司股东权益	4212	5039	6022	7428	9195
负债和股东权益	9554	10314	13077	15622	18718

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1698	1385	1377	1711	2478
净利润	740	1057	1318	1647	2052
折旧摊销	83	132	137	163	184
财务费用	-297	-191	-258	-286	-369
投资损失	123	-1	15	28	41
营运资金变动	920	130	158	158	565
其他经营现金流	129	257	7	-0	6
投资活动现金流	-76	-862	-366	-506	-561
资本支出	448	488	333	407	451
长期投资	351	-383	-45	-54	-64
其他投资现金流	21	10	12	-44	-47
筹资活动现金流	-134	-160	-76	92	158
短期借款	0	0	0	236	-236
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	1	0	0	0
资本公积增加	39	111	0	0	0
其他筹资现金流	-172	-272	-76	-144	394
现金净增加额	1680	412	934	1297	2075

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11378	12110	14738	18040	21702
营业成本	8491	8053	9815	12025	14392
营业税金及附加	142	212	228	261	325
营业费用	876	1341	1779	2073	2518
管理费用	500	567	690	845	1016
研发费用	752	924	1050	1331	1573
财务费用	-297	-191	-258	-286	-369
资产减值损失	-33	-51	0	0	0
其他收益	34	51	34	37	39
公允价值变动收益	-14	1	0	-1	-3
投资净收益	-123	1	-15	-28	-41
资产处置收益	-0	-1	-0	-0	-0
营业利润	781	1202	1444	1798	2239
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	9	13	7	8	9
利润总额	774	1191	1440	1794	2233
所得税	35	135	121	146	181
净利润	740	1057	1318	1647	2052
少数股东损益	39	49	22	48	74
归属母公司净利润	701	1008	1296	1600	1978
EBITDA	728	1188	1436	1795	2204
EPS(元)	4.63	6.65	8.56	10.57	13.06

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	44.7	6.4	21.7	22.4	20.3
营业利润(%)	75.2	53.9	20.1	24.5	24.5
归属于母公司净利润(%)	70.4	43.7	28.6	23.4	23.6
获利能力					
毛利率(%)	25.4	33.5	33.4	33.3	33.7
净利率(%)	6.2	8.3	8.8	8.9	9.1
ROE(%)	17.2	20.4	21.3	21.6	21.7
ROIC(%)	14.4	18.3	19.5	19.4	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	55.0	49.9	52.8	51.2	49.4
净负债比率(%)	-98.8	-85.4	-86.9	-87.4	-92.3
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.2	1.0	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	15.2	12.5	13.8	13.2	13.5
应付账款周转率	4.1	3.7	3.9	3.8	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.63	6.65	8.56	10.57	13.06
每股经营现金流(最新摊薄)	11.21	9.14	9.09	11.30	16.37
每股净资产(最新摊薄)	27.81	33.27	39.77	49.05	60.72
估值比率					
P/E	31.7	22.1	17.2	13.9	11.2
P/B	5.3	4.4	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	24.5	14.9	11.7	8.7	6.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn