中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告•行业深度

欧美需求显著改善，中国品牌布局新兴市场

分析师：马王杰
mawangjie@csc.com.cn
SAC 编号：S1440521070002

分析师：吕育儒
lvyuru@csc.com.cn
SAC 编号：S1440524070012

分析师：胡天贶
hutiankuang@csc.com.cn
SAC 编号：S1440523070010

发布日期：2026年7月9日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

核心观点

- **核心观点：海外摩托车公司披露2026Q1财报，本文通过回答七个问题来梳理摩托车行业和竞争格局的变化。两轮车领域的欧洲市场需求在欧5+过渡期结束后明显回暖，新兴市场需求稳健增长，日印企业实现增长，欧美品牌持续下滑，不同阵营品牌的单价、单台利润和利润率表现出现分化；四轮车领的北美需求延续温和复苏，欧洲需求明显回暖，头部品牌表现分化，北极星、庞巴迪、川崎受益于低基数和库存优化实现增长，雅马哈全地形车持续亏损逐渐掉队。展望全年，海外摩托车需求仍将持续增长，日企指引摩托车业务继续增长，中国企业有望在全球市场抢占份额；四轮车市场预计将在中长期内增长，春风、涛涛等中国品牌积极布局，有望追赶行业龙头。**
- **两轮车：成熟+新兴市场均增长，日印企业表现强势。**2026Q1欧洲欧5+过渡期结束，注册量明显回升（意西德法英土分别同比+14.3%/+26.9%/+43.9%/+9.8%/+15.2%/-16.6%），东南亚维持稳健（印尼越泰分别同比-4.1%/+8.3%/+2.9%），印度和拉美保持高增态势（印巴哥阿秘分别同步+26.4%/+20.6%/+35.9%/+46.5%/+31.9%）。受益于新兴市场需求增长+成熟市场抢占份额，日印品牌在本土以及出口市场实现销量和收入的持续增长；欧美等高端市场需求承压，并且竞争加剧，当地品牌销售承压。摩托车消费结构发生变化，成熟市场竞争加剧，欧美日印和中国企业的单价、单台利润和利润率表现出现分化。
- **四轮车：欧美需求增长，头部品牌表现分化。**受益于低基数效应与前期降息刺激消费影响，Q1北美需求保持增长趋势，欧洲需求显著回暖，受低基数影响头部厂商利润率回升，Q1北极星动力运动业务收入增长14%，毛利率提升；庞巴迪收入增长超过30%，毛利率提升；雅马哈收入持续下滑，利润继续大幅亏损；川崎全地形车量价齐升，收入大幅增长；德事隆特种车收入双位数下滑，利润率企稳回升。
- **中国企业：全球化新征程，春风/涛涛/林海持续增长。**2026Q1中国企业积极布局海外市场，抢占全球市场份额，春风/涛涛/林海收入利润实现持续增长，其中涛涛的收入规模连续四个季度超10亿元，同时，千里/涛涛/绿通开始布局AI、机器人、半导体等领域，中国摩托车企业在主业增长的基础上，逐渐开拓第二增长曲线
- **展望：日企指引摩托车继续增长，四轮品牌阵营将分化。**两轮车方面，日本企业预测2026财年摩托车量额将继续增长，北美品牌在连续两年下滑之后，哈雷预期2026年可能企稳；预计全球市场竞争加剧将延续，中国企业有望在全球市场抢占份额。四轮车方面，行业需求整体复苏，头部品牌库存水平优化，2026年指引乐观，川崎和春风等二线品牌积极布局，而雅马哈逐渐掉队；涛涛双品牌布局有望继续抢占高尔夫球车市场，预计将跑赢行业和E-Z-GO、雅马哈等头部品牌，份额持续提升。
- **投资建议：**动力运动行业处于增长快车道，消费升级、休闲娱乐需求增加助推全地形车、中大排量摩托车产品渗透，中国摩托车企业近年来产品力提升，性价比优势明显，有望抢占海外市场份额，产品结构不断优化，市占率与利润率持续提升。推荐全地形车出口龙头、从高端玩乐向大众出行领域拓展的**春风动力**，推荐高尔夫球车强势品牌、人形机器人新军的**涛涛车业**，关注**隆鑫通用**等中国摩托车出口企业。
- **风险提示：海外需求不及预期、运费及汇率波动风险、贸易摩擦及加征关税风险。**

核心问题

- Q1：2026Q1海外摩托车的实际需求如何？
- Q2：摩托车代表厂商的表现出现分化，表明什么？
- Q3：欧美全地形车的需求怎么变化？
- Q4：全地形车头部厂商的库存是什么水平？
- Q5：全地形车头部品牌的量额利润出现分化，表明什么？
- Q6：中国企业的经营情况如何？
- Q7：怎么看待后续的竞争格局变化，中国厂商有机会吗？

汇报内容

01. 两轮车：成熟+新兴市场均增长，日印企业表现强势

02. 四轮车：欧美需求增长，头部品牌表现分化

03. 中国企业：全球化新征程，春风/涛涛/林海持续增长

04. 展望：日企指引摩托车继续增长，四轮品牌阵营将分化

05. 投资建议与风险提示

PART 1

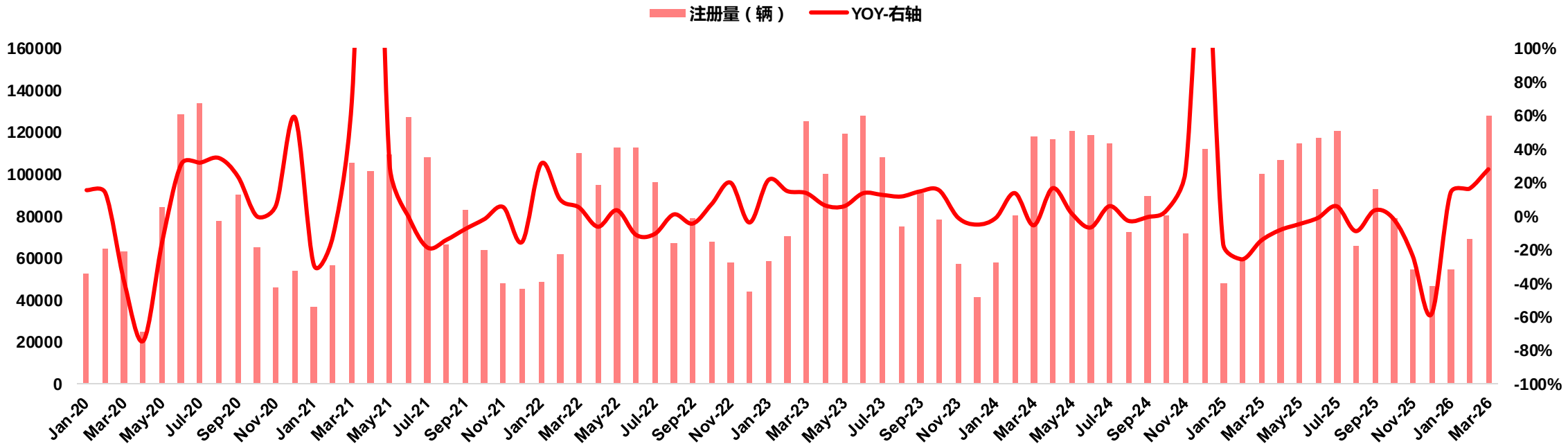
两轮车：成熟+新兴市场均增长，日印企业表现强势

Q1：2026Q1海外摩托车的实际需求如何？

欧洲：过渡期结束，市场需求持续释放

➢ **欧5+切换带来的短期技术性调整结束，欧洲摩托车需求反弹。**受欧5+排放标准切换的影响，2025年以来欧洲摩托车注册量持续减少，但过渡期已结束，2026年欧洲市场重回增长动能，2026Q1欧洲核心市场摩托车上牌量同比+21.1%，全部监测国家均实现销量增长，说明市场需求根基稳固。此外，欧洲核心市场轻便摩托车上牌量同比+2.2%，近三年单季度首次实现同比增长。即便宏观前景不明，两轮车通勤、物流、休闲属性支撑行业高韧性，欧洲骑行旺季即将到来，后续有望持续回暖。

图：欧洲摩托车注册量（辆）及同比增速



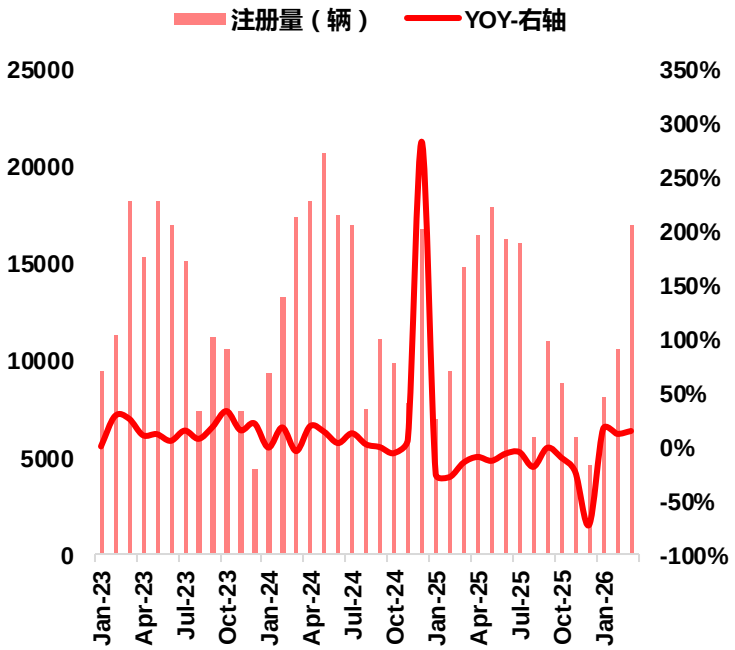
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：欧洲摩托车协会，北极星财报，中信建投

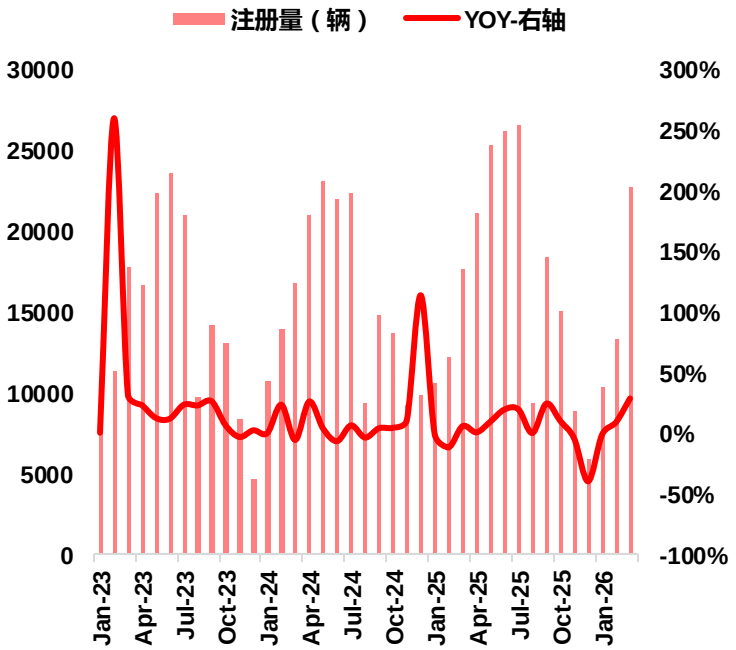
意大利：行业需求回暖，注册量回升明显

➢ **欧5+带来低基数效应，2026Q1注册量明显回升。**从市场需求来看，2026Q1摩托车、踏板车的注册量分别达到3.56、4.64万辆，两者合计注册量达到8.20万辆，三者增速分别为13.9%、14.7%、14.3%，需求明显回升。从畅销车型来看，中国厂商VOGE的SFIDA SR16、SFIDA SR16 200，以及ZONTES的ZT368T-G累计销量均突破1000辆。

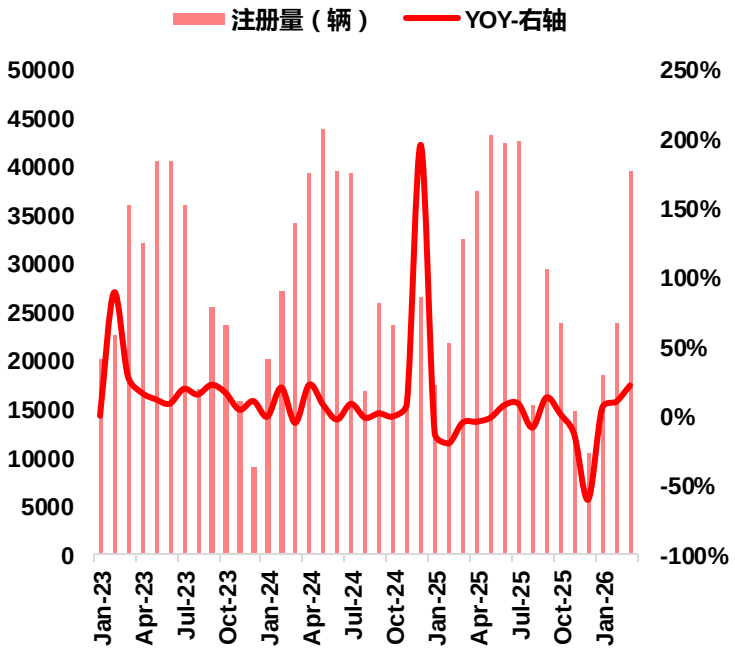
图：摩托车注册量及同比增速



图：踏板车注册量及同比增速



图：两轮车注册量及同比增速



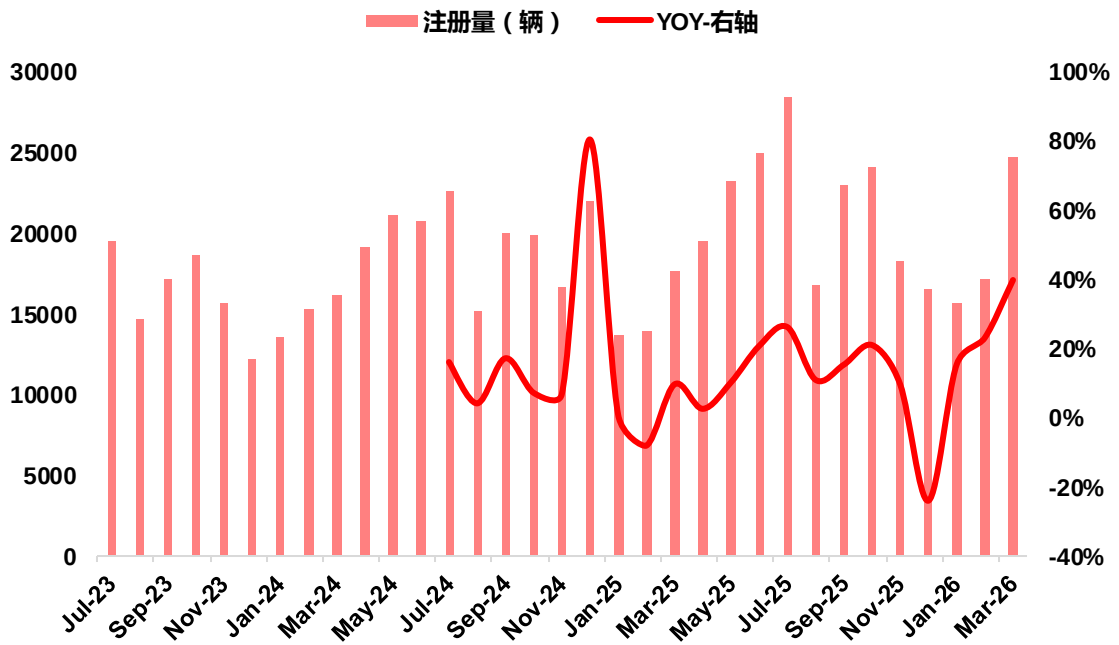
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：意大利摩托车协会，中信建投

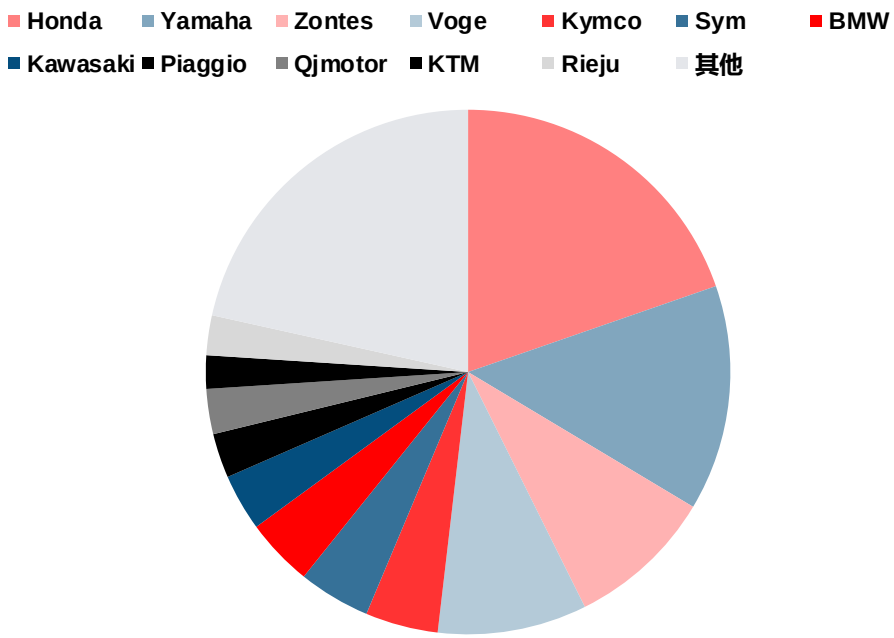
西班牙：需求持续增长，中国品牌增速领跑

➢ **行业需求增速逐月提升，中国头部品牌高增。**从市场需求来看，2026Q1摩托车注册量达到5.74万辆，同比增长26.9%，连续多个季度持续增长，并且增速同环比明显提升。从竞争格局来看，中国品牌凭借性价比优势抢占市场份额，1-5月，无极、升仕、钱江均实现30%+增长，三者的增速分别达到83.7%、32.8%、36.4%，无极和升仕分别位列第三、第四名，二者的市占率均在9%+，预计很快能到达双位数。

图：西班牙摩托车注册量及同比增速



图：2026年1-5月西班牙摩托车头部品牌注册量市占率



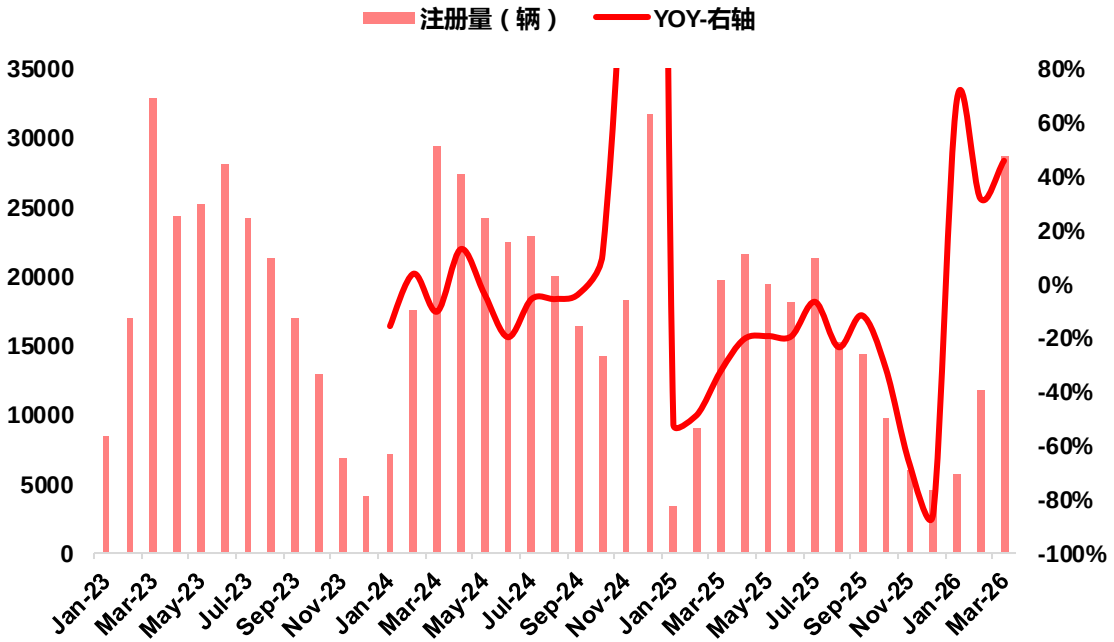
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：西班牙摩托车协会，中信建投

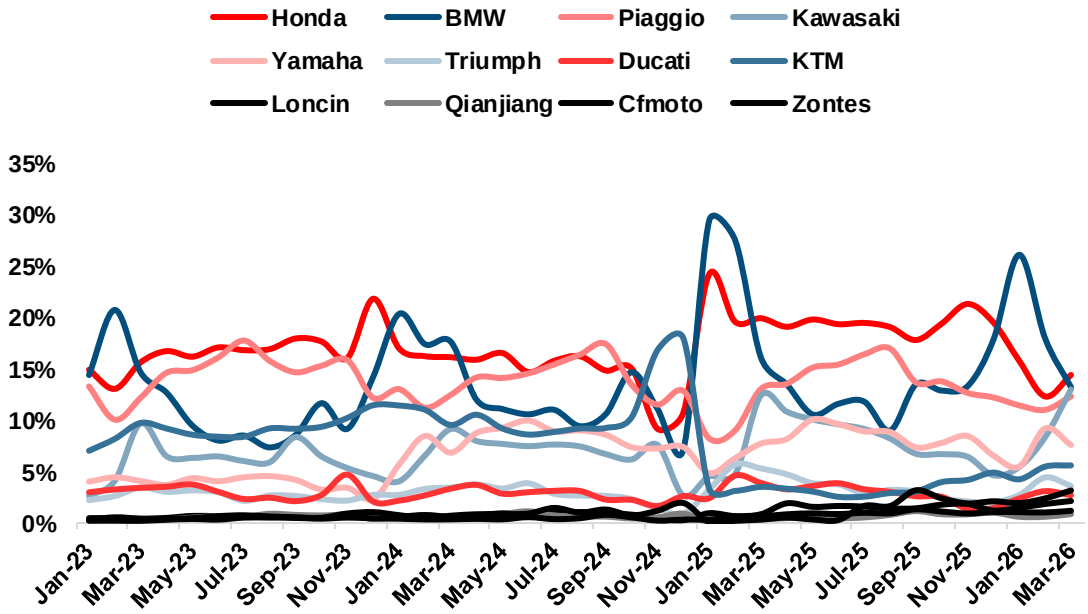
德国：需求明显改善，中国品牌持续放量

➢ **需求增速显著回升，中国头部品牌夯实渠道基础。**从市场需求来看，2026Q1摩托车注册量为4.61万辆，同比增长43.9%，增速相比2025年显著改善。从竞争格局来看，中国品牌份额近期提升迅速，3月春风、隆鑫、升仕、钱江的市占率分别达到3.2%、2.1%、1.2%、0.8%，与2025年相比均有所提升，并且未来提升空间巨大。

图：德国摩托车注册量及同比增速



图：德国摩托车头部品牌注册量市占率



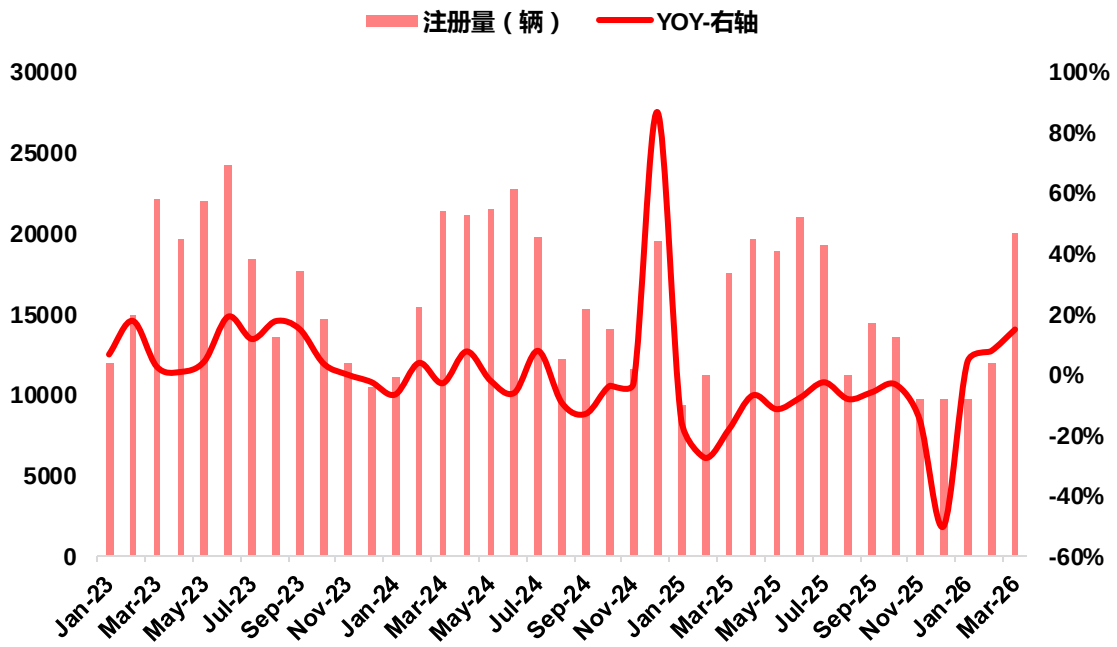
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：德国摩托车协会，中信建投

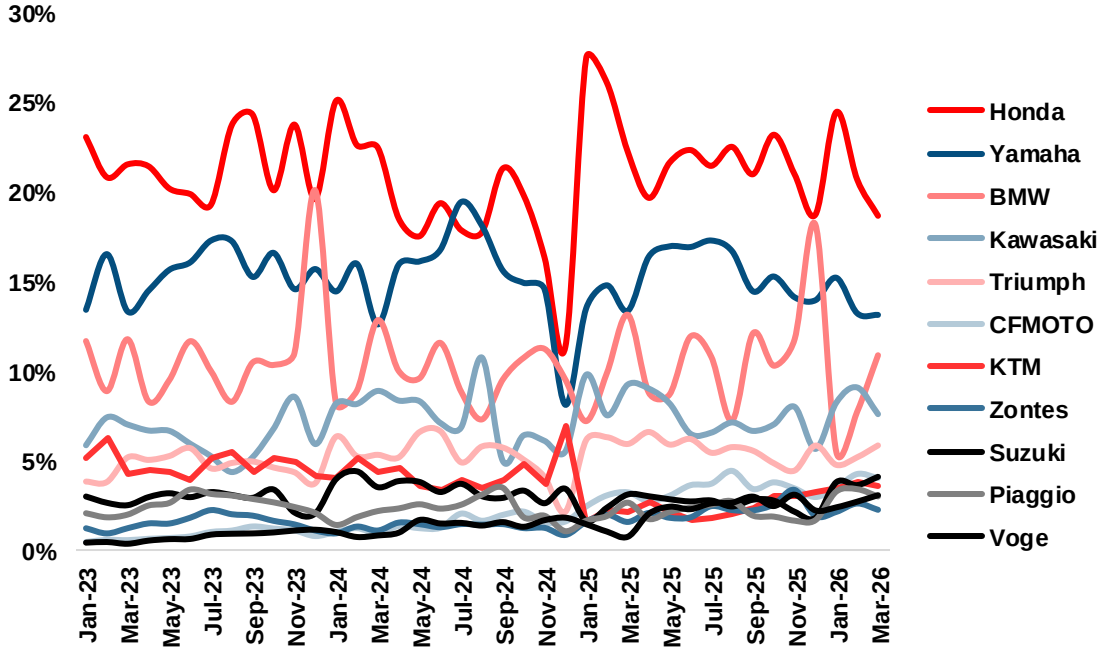
法国：行业增速修复，中国品牌逐渐崛起

➢ **需求增速逐月提升，中国头部品牌挤入TOP10。**从市场需求来看，2026Q1摩托车注册量达到4.17万辆，同比增长9.8%，增速相比2025年显著改善。从竞争格局来看，中国品牌份额提升明显，3月春风、无极、升仕的市占率分别达到4.1%、3.1%、2.2%，分别位列第七、第九、第十一名，未来提升空间较大。

图：法国摩托车注册量及同比增速



图：法国摩托车头部品牌注册量市占率



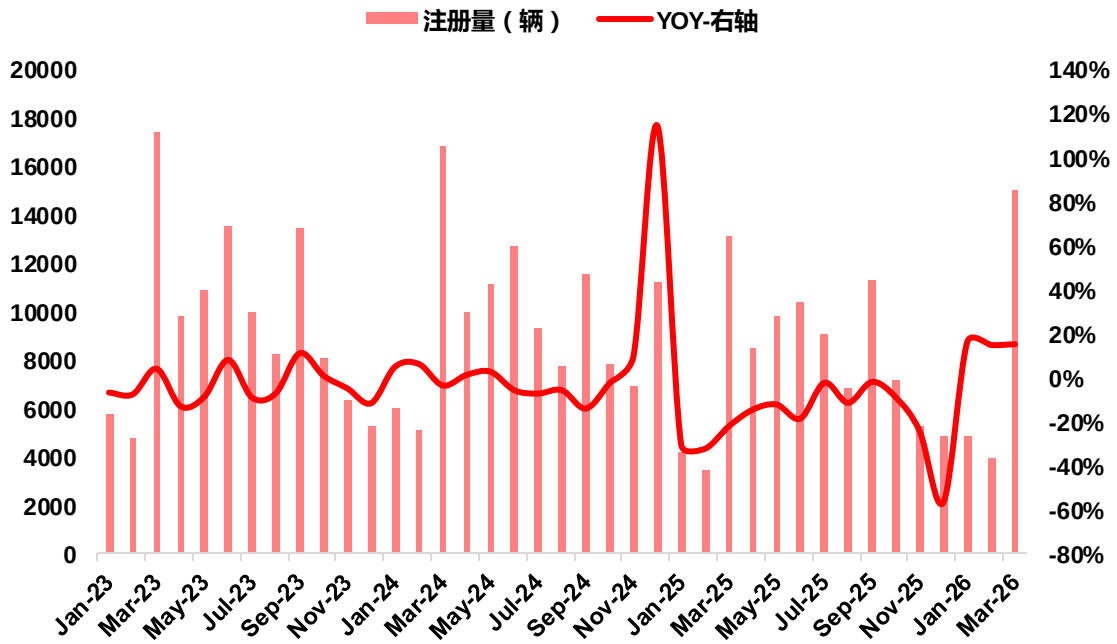
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：法国摩托车协会，中信建投

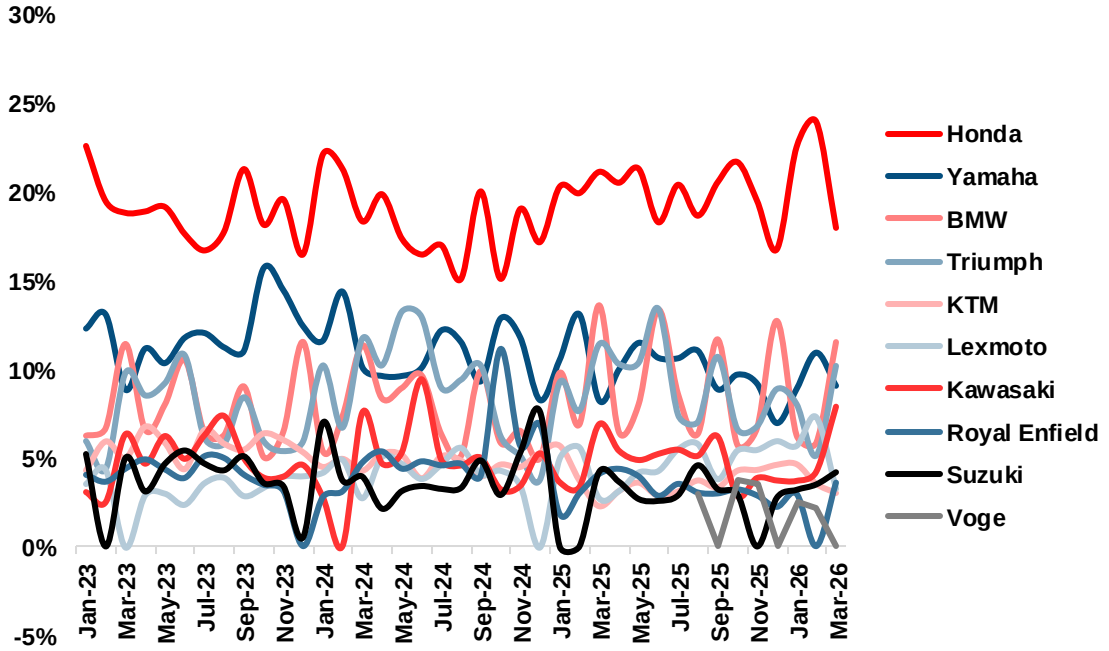
英国：摩托车显著修复，中国品牌成长迅速

➢ **摩托车增速转正，中国头部品牌稳定在TOP10。**从市场需求来看，2026Q1助动车、摩托车、三轮车的注册量分别达到0.08、2.30、0.01万辆，三者增速分别为-4.3%、16.1%、11.8%，合计注册量达到2.39万辆，同比增长15.2%。从竞争格局来看，英国市场以日系、欧系为主，本田、雅马哈、川崎、铃木占据40%左右份额，宝马、凯旋、皇家恩菲尔德、KTM、杜卡迪等占据25%左右份额，中国品牌无极自2025Q3以来逐渐稳定在TOP3，市占率为3%左右。

图：英国摩托车注册量及同比增速



图：英国摩托车头部品牌注册量市占率



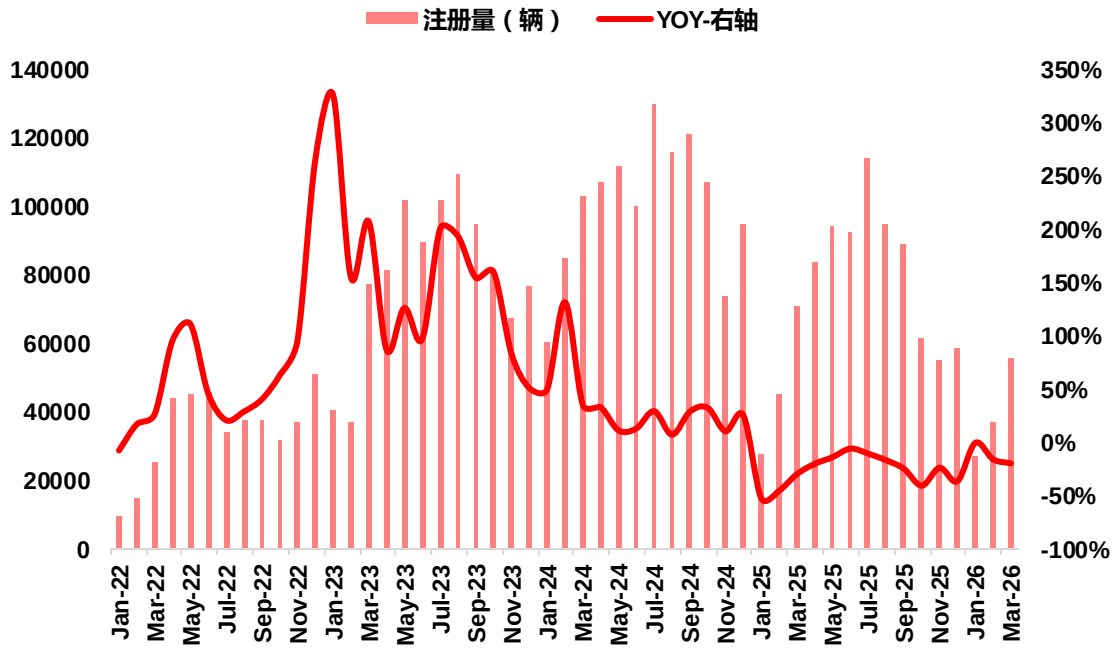
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：英国摩托车协会，中信建投

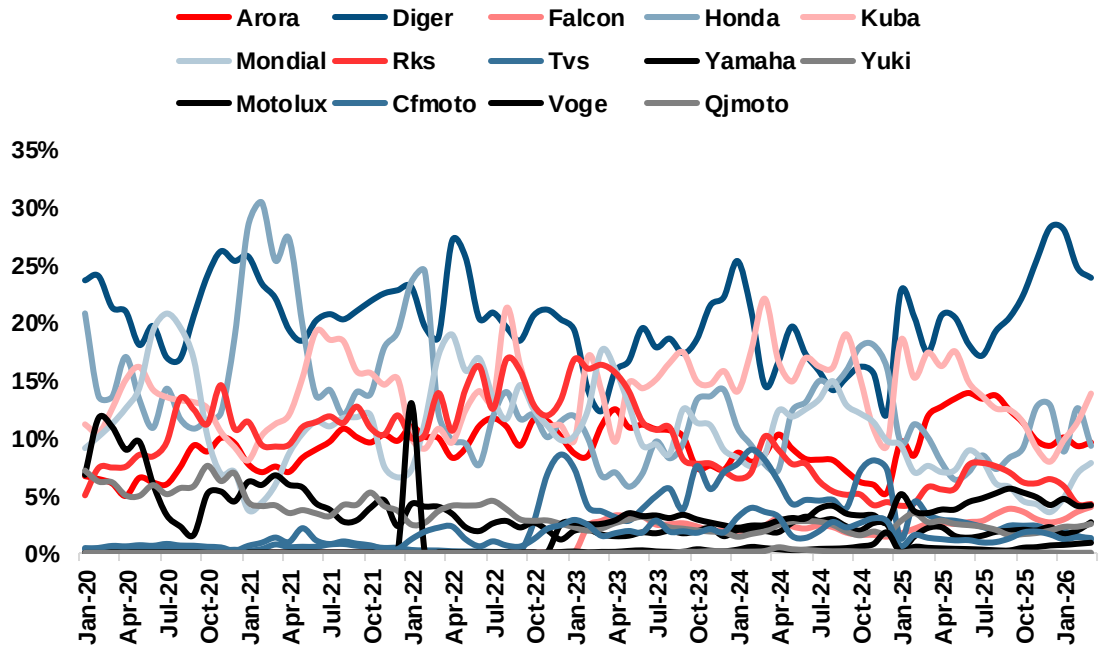
土耳其：行业需求继续承压，关注中国品牌去库情况

➢ **注册量增速下降，中国品牌继续去库。**从市场需求来看，2026Q1摩托车注册量为11.96万辆，同比减少16.6%，相比2025H2的降幅有所缩窄。从竞争格局来看，土耳其市场格局分散，日系品牌合计份额仅有15%左右，中国品牌处于去库阶段，春风Q1单月注册量在500辆左右，累计降幅缩窄至-10%左右，份额稳定在1%+，有望迎来补库周期，且未来成长空间巨大。

图：土耳其摩托车注册量及同比增速



图：土耳其摩托车头部品牌注册量市占率



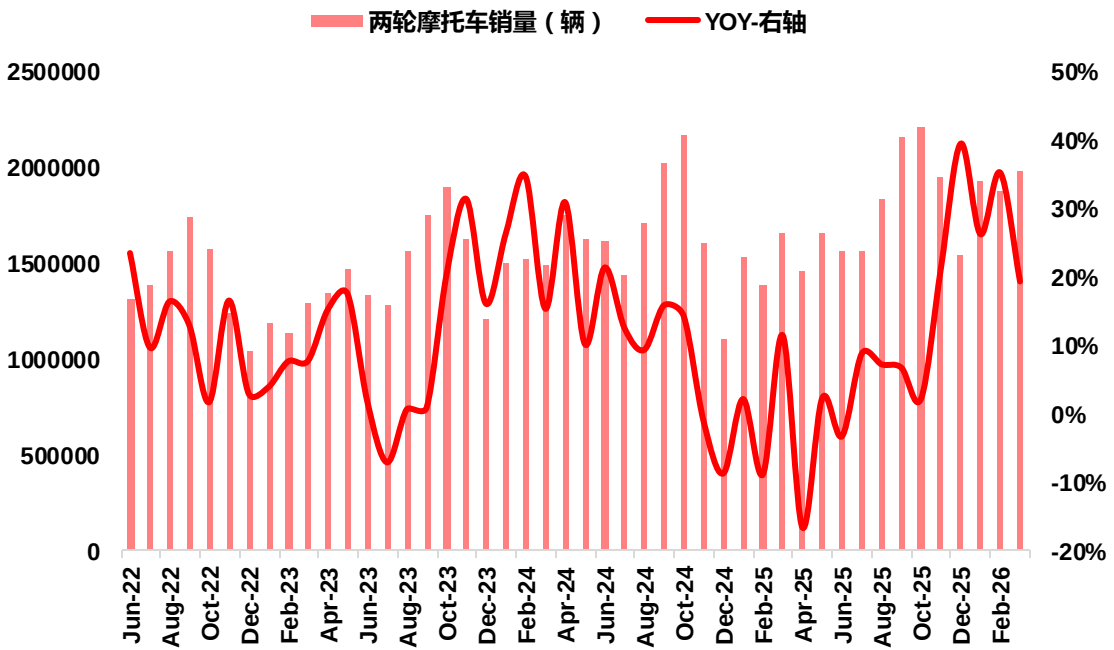
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：土耳其统计局，中信建投

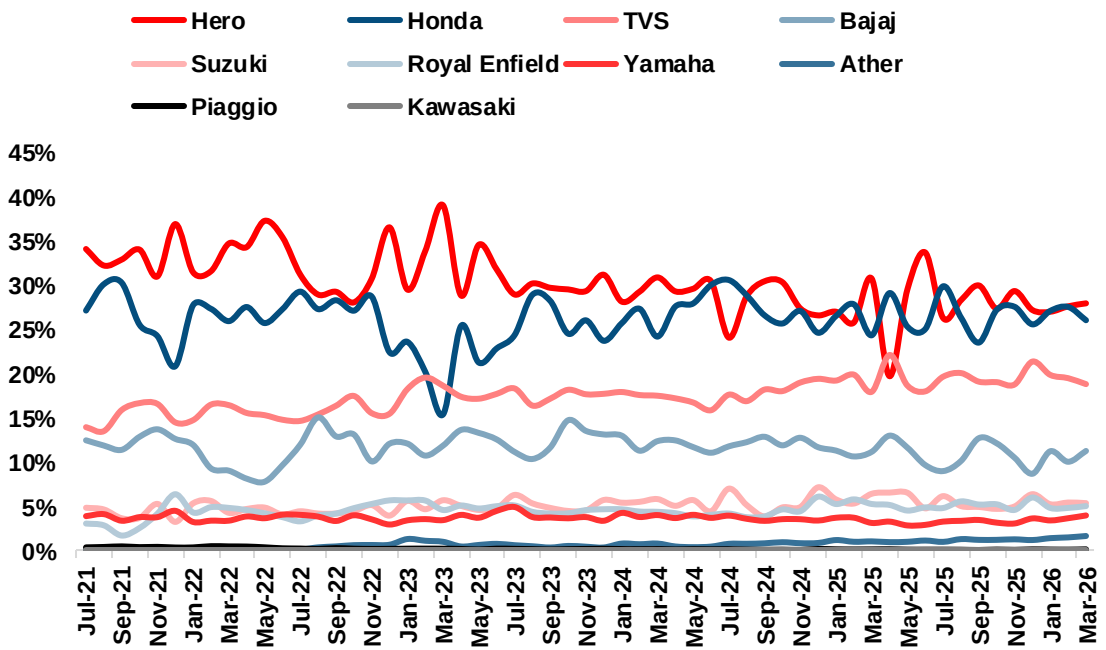
印度：增速继续提升，竞争格局稳定

➢ **销量双位数增长，本土和日系品牌垄断市场。**从市场需求来看，2026Q1摩托车销量达到570万辆，同比增长26.4%，相比2025Q3、Q4的7.4%、16.9%继续提升。从竞争格局来看，印度市场格局稳定，以本土、日系为主，英雄、TVS、Bajaj、皇家恩菲尔德、Ather等占据65%左右份额，本田、铃木、雅马哈、川崎占据35%左右份额，其中以英雄、本田、TVS、Bajaj为第一阵营，份额均超过10%。

图：印度摩托车销量及同比增速



图：印度摩托车头部品牌销量市占率



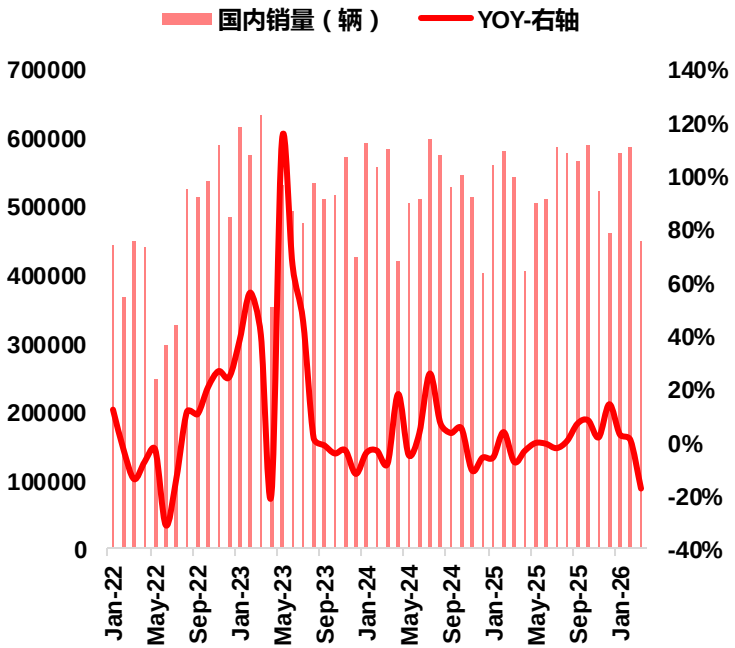
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：Auto Punditz，中信建投

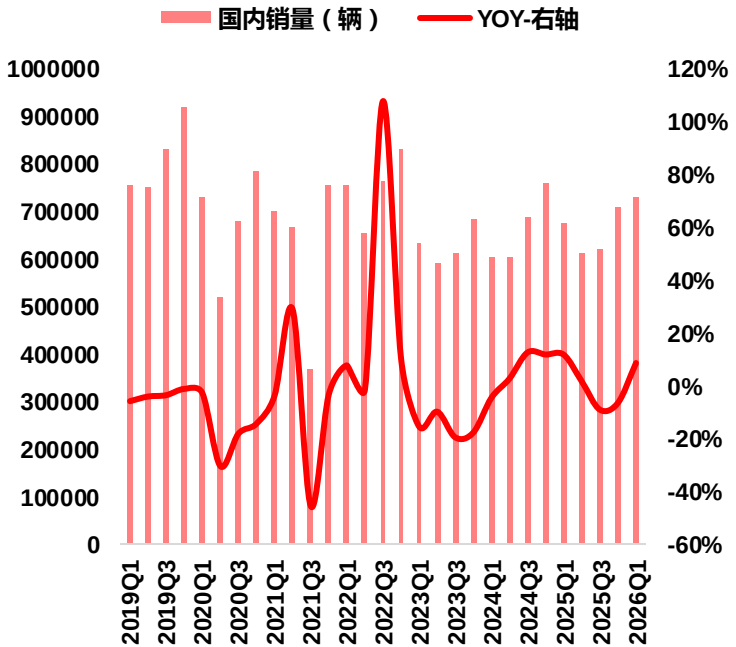
东南亚：需求维持稳健，消费升级明显

➢ **印越泰需求保持稳健，中大排量渗透率持续提升。**从市场需求来看，2026Q1印尼、越南、泰国摩托车销量分别达到161、73、47万辆，增速分别为-4.1%、+8.3%、+2.9%，越南和泰国的增速环比2025Q4均改善至正增长。从产品结构来看，东南亚市场消费升级趋势明显，以泰国市场为例，250CC+的占比持续提升，从2018年1月的3.9%提升至2026年3月的5.4%，中大排量渗透率稳定提升。

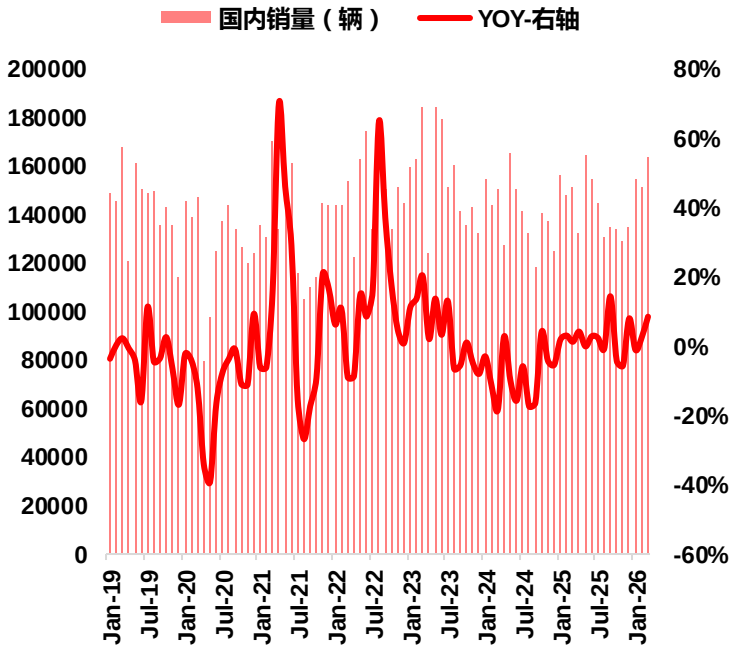
图：印尼摩托车销量及同比增速



图：越南摩托车销量及同比增速



图：泰国摩托车销量及同比增速



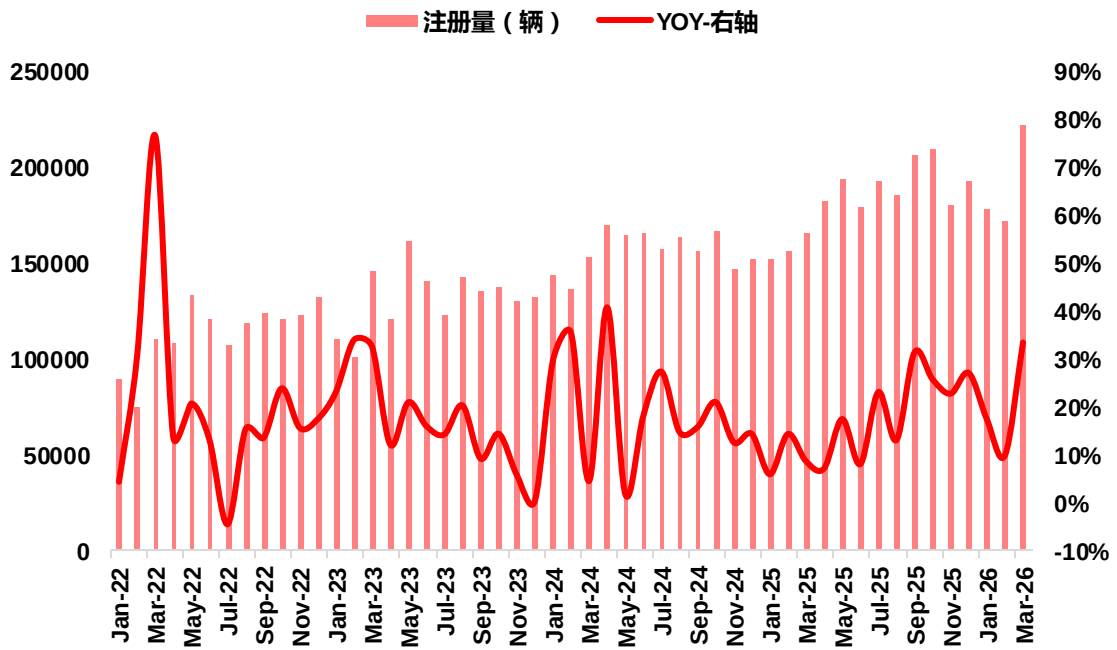
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：印尼摩托车协会，越南摩托车协会，泰国摩托车协会，中信建投

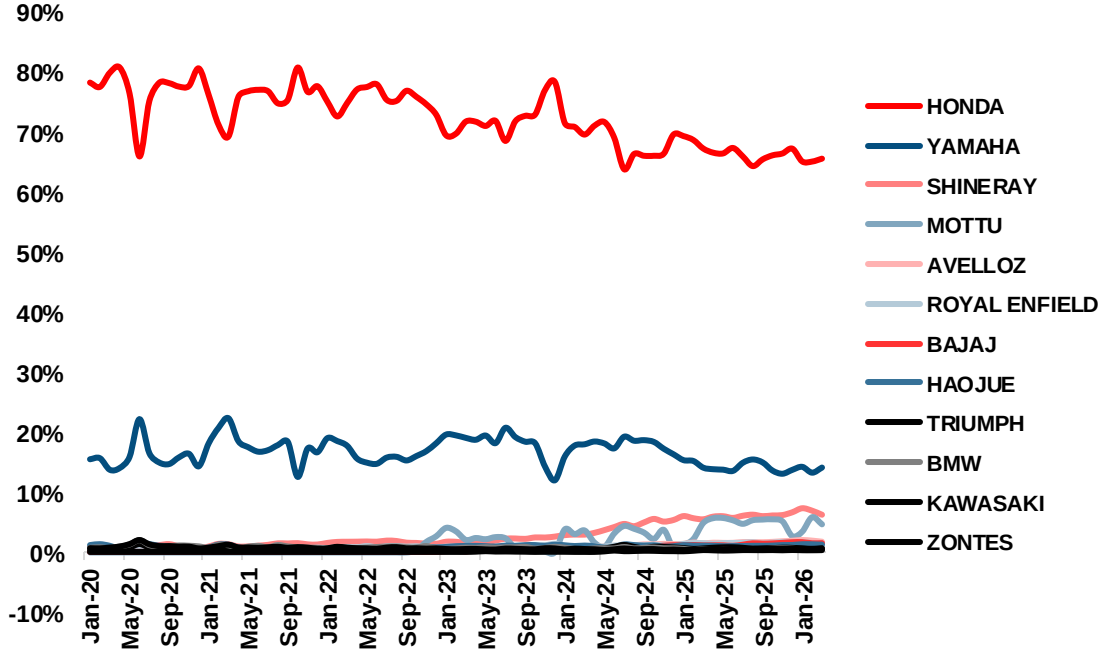
巴西：需求维持高增速，格局出现变化

➢ **注册量维持双位数增长，中国品牌抢占份额。**从市场需求来看，2026Q1摩托车注册量达到57.17万辆，同比增长20.6%，连续三个季度实现20%+的增长，引领拉美摩托车市场强势增长。从竞争格局来看，巴西市场呈现寡头垄断格局，但是近几年有所变化，本田份额从80%左右下降至70%以下，鑫源、MOTTU等品牌抢占5%+的市占率，豪爵、升仕等品牌的份额也持续提升，预计将会有越来越多的中国品牌进入市场。

图：巴西摩托车注册量及同比增速



图：巴西摩托车头部品牌注册量市占率



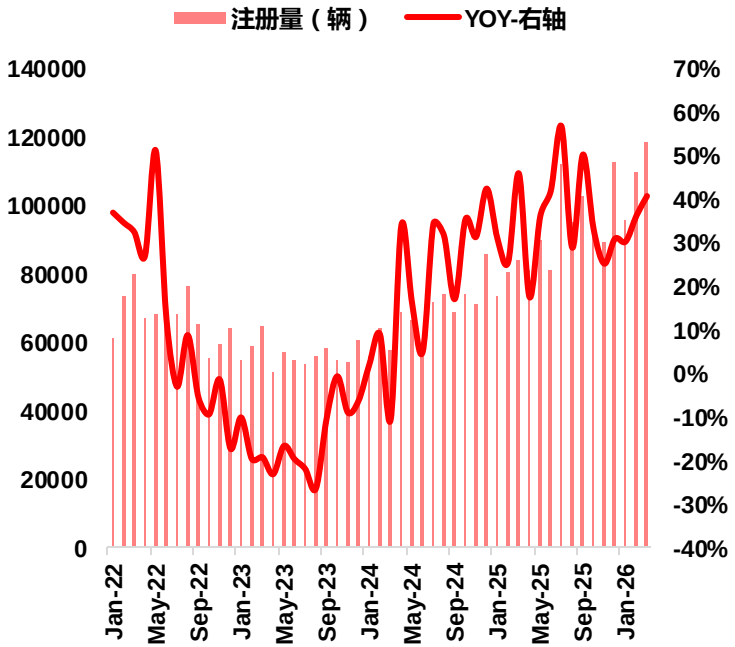
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：巴西摩托车协会，中信建投

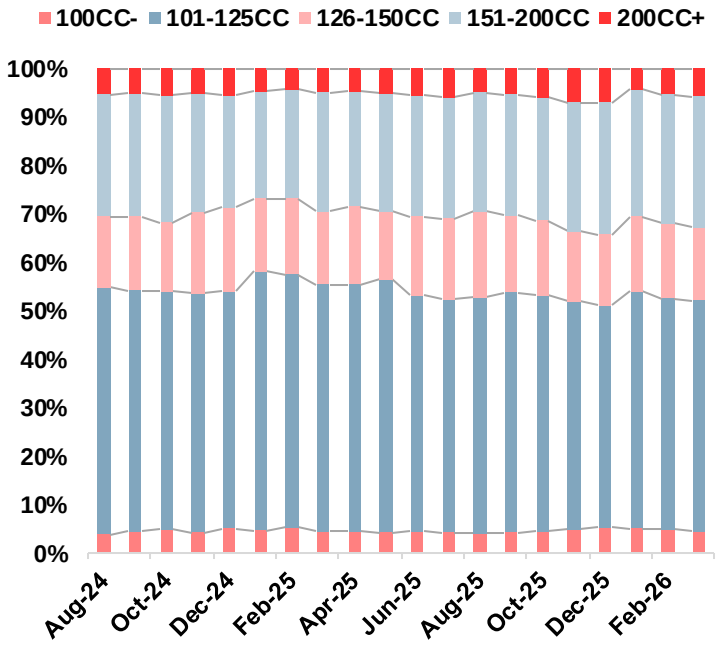
哥伦比亚：需求爆发式增长，格局集中但机会广阔

➢ **注册量维持30%增长，中国品牌有望突破。**从市场需求来看，2026Q1摩托车注册量达到32.36万辆，同比增长35.9%，仍然维持较高双位数增长。从产品结构来看，中大排量渗透率稳定提升，200CC+的占比从5%左右提升至6%左右。从竞争格局来看，哥伦比亚市场CR5达到75%左右，CR10超过95%，但作为成长迅速的新兴市场，仍有品牌实现突破，2025年5月春风注册量接近200辆，进入TOP15品牌，未来成长空间巨大。

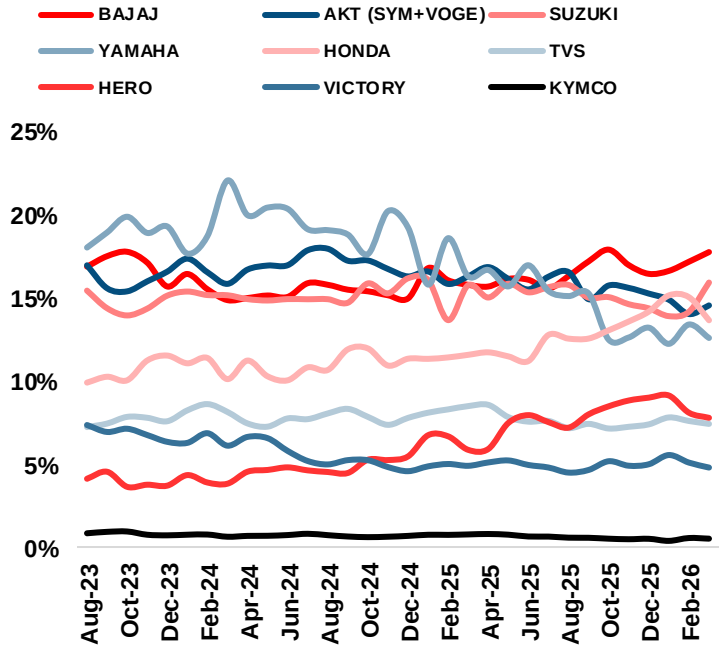
图：哥伦比亚摩托车注册量及同比增速



图：哥伦比亚摩托车排量段结构



图：哥伦比亚摩托车头部品牌销量市占率



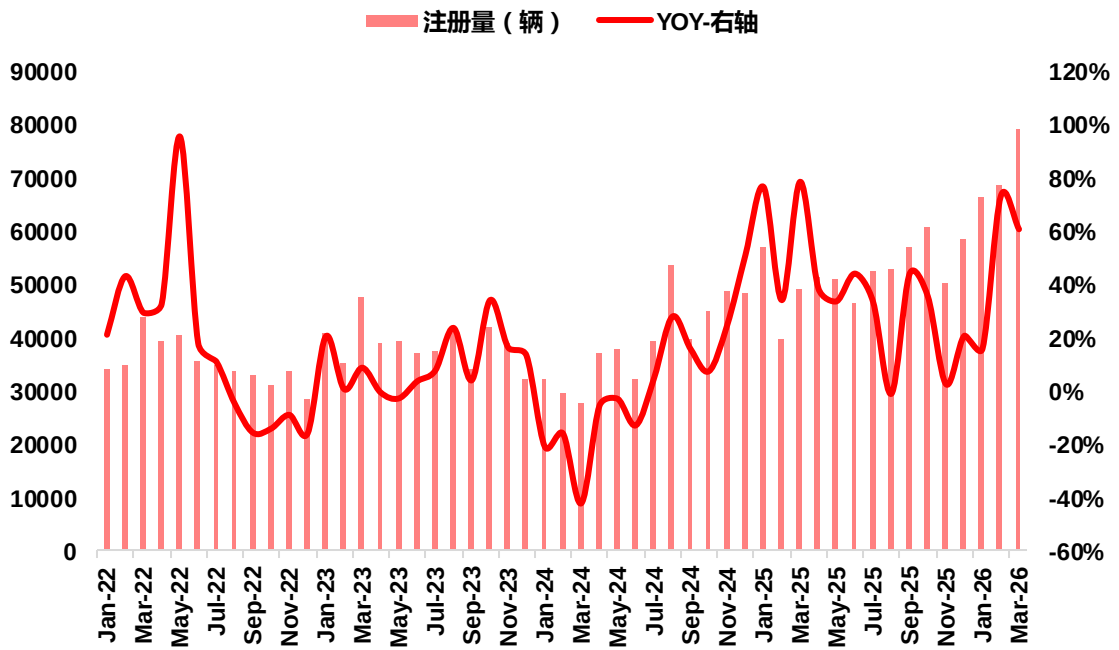
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：哥伦比亚摩托车协会，中信建投

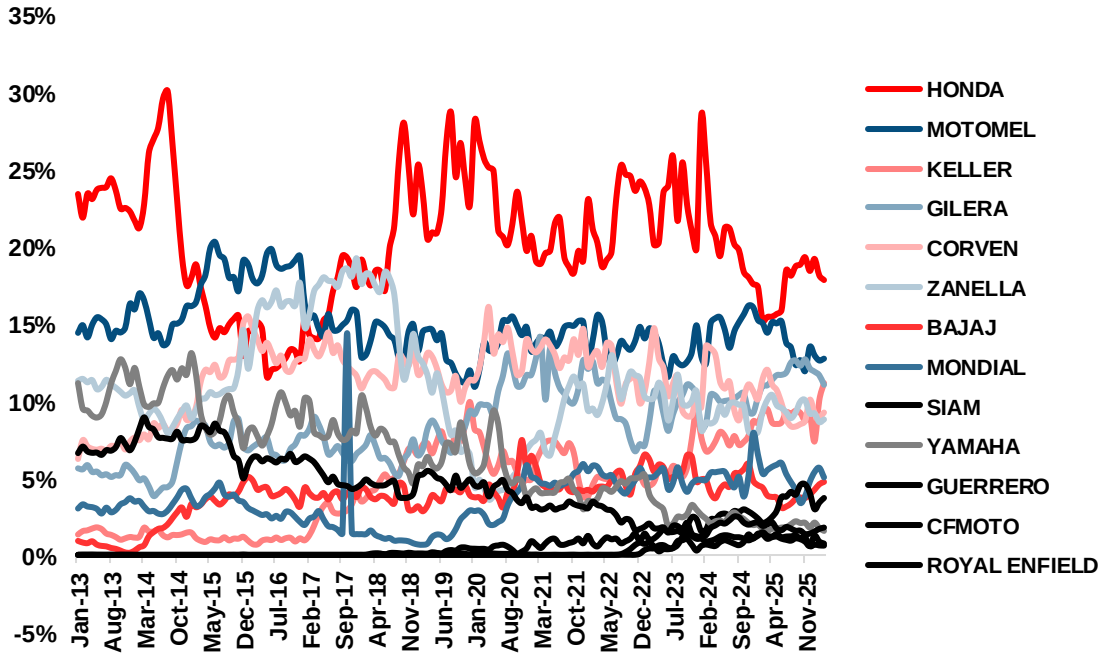
阿根廷：行业需求高增，竞争格局分散

➢ **注册量维持双位数增长，各品牌份额较低。**从市场需求来看，2026Q1摩托车注册量达到21.39万辆，同比增长46.5%，仍然维持双位数增长趋势，并且增速相比前面三个季度有所提升。从竞争格局来看，阿根廷市场格局分散，市占率超过或接近10%的品牌有6个，春风市占率提升至1%左右，未来成长空间巨大。

图：阿根廷摩托车注册量及同比增速



图：阿根廷摩托车头部品牌注册量市占率



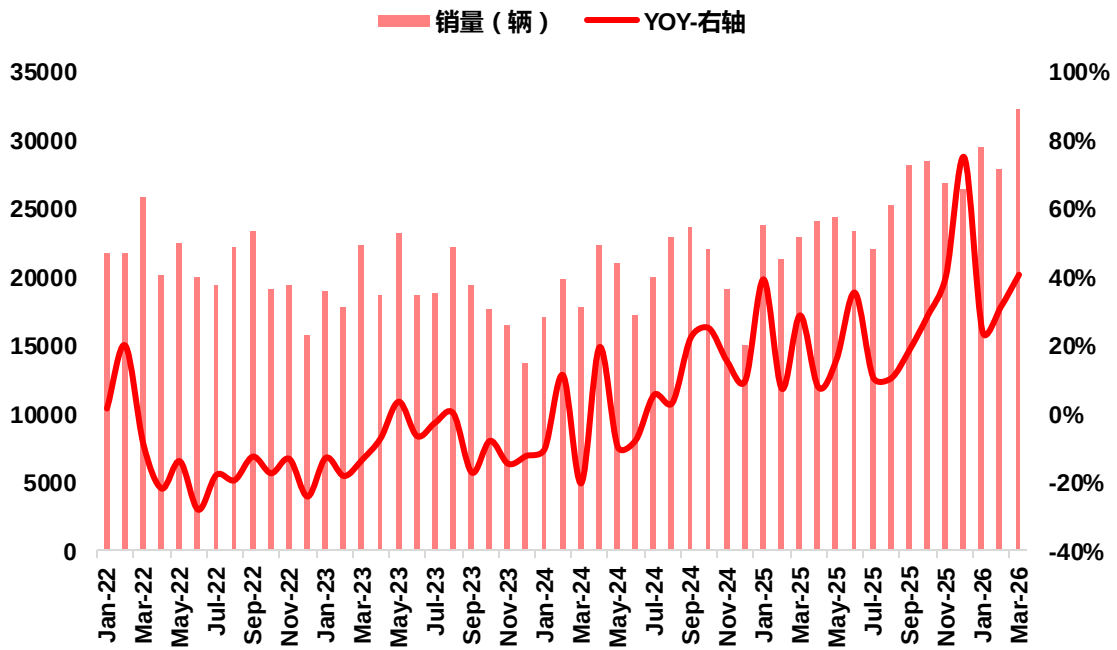
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：阿根廷摩托车协会，中信建投

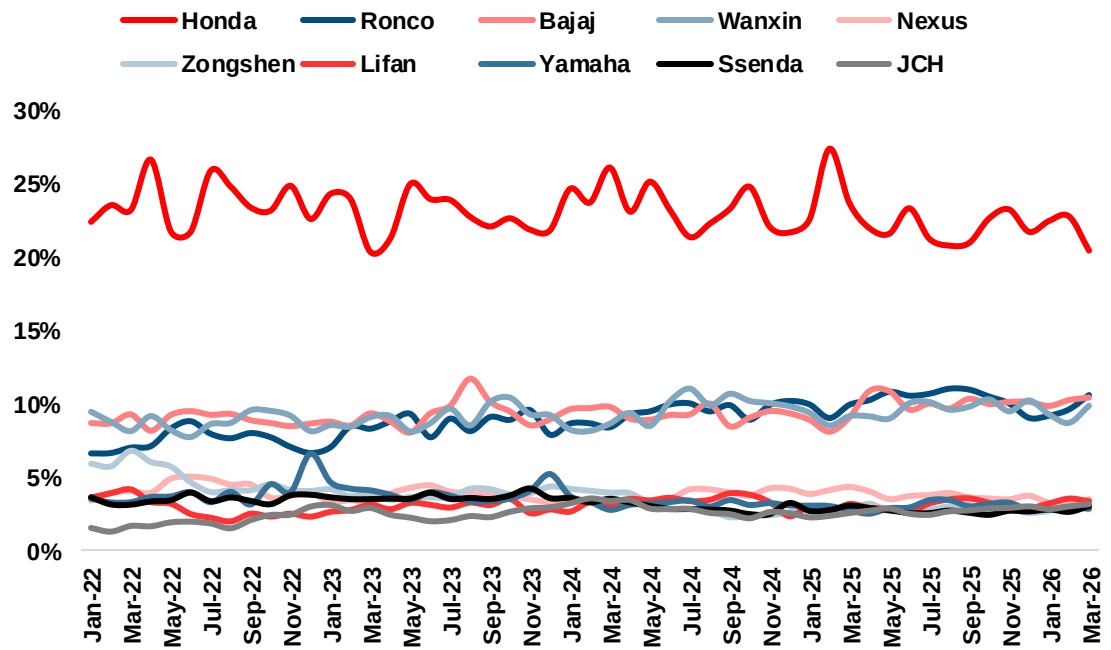
秘鲁：需求大幅增长，中国企业珠玉在前

- **销量维持双位数增长，中国企业表现亮眼。**从市场需求来看，2026Q1摩托车销量达到8.96万辆，同比增长31.9%，仍然维持双位数增长趋势。从竞争格局来看，秘鲁市场阵营分布清晰，本田作为第一阵营占据20%左右份额，第二阵营三个品牌各占10%左右份额，第三阵营有多个品牌各占3%左右份额，其中，万新、宗申、力帆、金城等中国企业进入TOP10。
- **总结来看，2026Q1欧洲需求回暖，东南亚整体稳健，印度和拉美高增，新兴市场消费升级趋势明显。**

图：秘鲁摩托车销量及同比增速



图：秘鲁摩托车头部品牌销量市占率



中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：秘鲁摩托车协会，中信建投

Q2：摩托车代表厂商的表现出现分化，表明什么？

- **日本和印度企业增长，欧美品牌份额丢失导致销售下滑和利润率下降。**在市场整体增速放缓转入萎缩的环境下，日本、印度企业表现优于欧美企业。受益于新兴市场需求增长+成熟市场抢占份额，日印品牌在本土以及出口市场实现销量和收入的持续增长；欧美等高端市场需求承压，并且竞争加剧，当地品牌销售承压，销量和利润均出现下滑。
- **总结来看，在通路车市场稳健和大排量市场放缓的背景之下，2026Q1日印品牌的销售仍有增长，同时抢占高端市场份额。**

表：代表厂商2026Q1摩托车业务情况

海外厂商	收入YOY	销量YOY	单价YOY	单台利润YOY
本田	18%	15%	3%	-0.2%
雅马哈	24%	17%	6%	17%
铃木	28%	10%	16%	21%
川崎	11%	11%	-0.6%	-
英雄	29%	24%	4%	4%
TVS	32%	28%	3%	-5%
Bajaj	11%	7%	4%	-6%
比亚乔	-8%	1%	-9%	-20%
杜卡迪	-18%	-	-	-
宝马	-3%	-4%	1%	22%
哈雷	-2%	8%	-10%	-85%

表：代表厂商2026Q1利润率情况

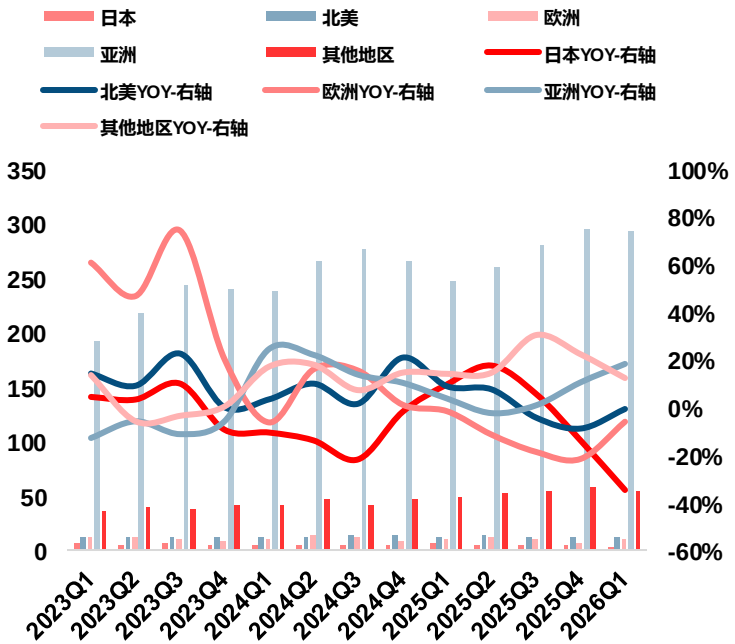
海外厂商	2025Q1利润率	2026Q1利润率	变化
本田	17.6%	17.1%	-0.5pct
雅马哈	7.7%	8.4%	+0.8pct
铃木	9.5%	9.9%	0.4pct
川崎	10.0%	7.1%	-2.8pct
英雄	10.9%	10.9%	+0.1pct
TVS	8.6%	7.9%	-0.7pct
Bajaj	16.7%	22.3%	+5.6pct
比亚乔	6.6%	5.8%	-0.8pct
杜卡迪	6.3%	3.5%	-2.8pct
宝马	9.4%	11.4%	+2.0pct
哈雷	10.8%	1.8%	-9.0pct

资料来源：各公司财报，中信建投

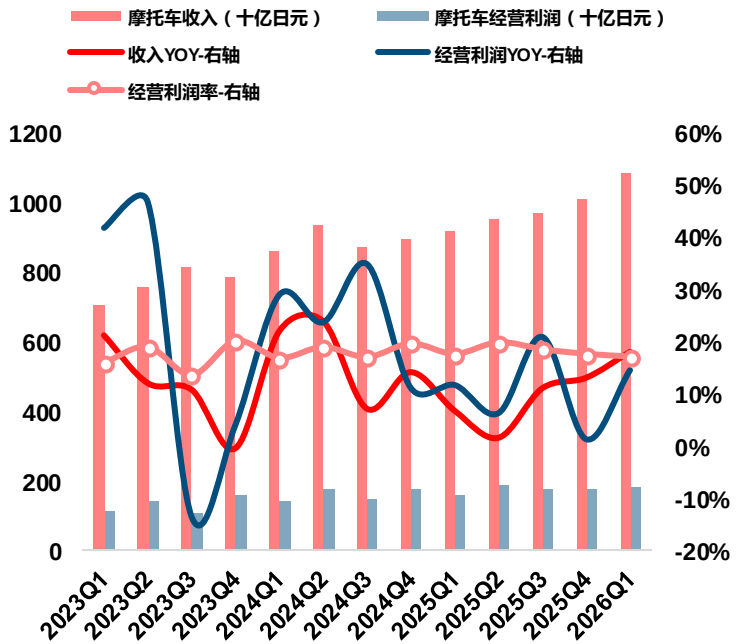
本田：新兴市场增速稳健，量额利润齐增

➢ **亚洲和拉美等新兴市场贡献增量，摩托车业务表现突出。**2026Q1摩托车销量同比+15%，其中日本、北美、欧洲、亚洲、其他地区分别同比-35%、-1%、-6%、+18%、+13%，欧美和日本增速下行，但亚洲和巴西等其他地区表现亮眼；Q1摩托车收入、经营利润分别同比+18%、+15%，单价同比+3%，单台经营利润基本持平，经营利润率同比-0.5pct至17.1%，均价提升，但单台利润基本不变。

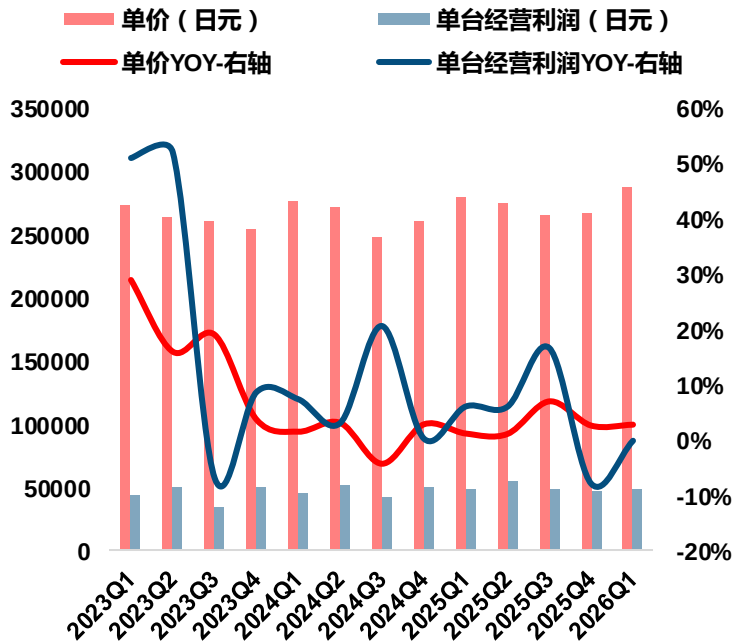
图：本田摩托车销量（万辆）及变化



图：本田摩托车收入利润及变化



图：本田摩托车单价、单台利润及变化



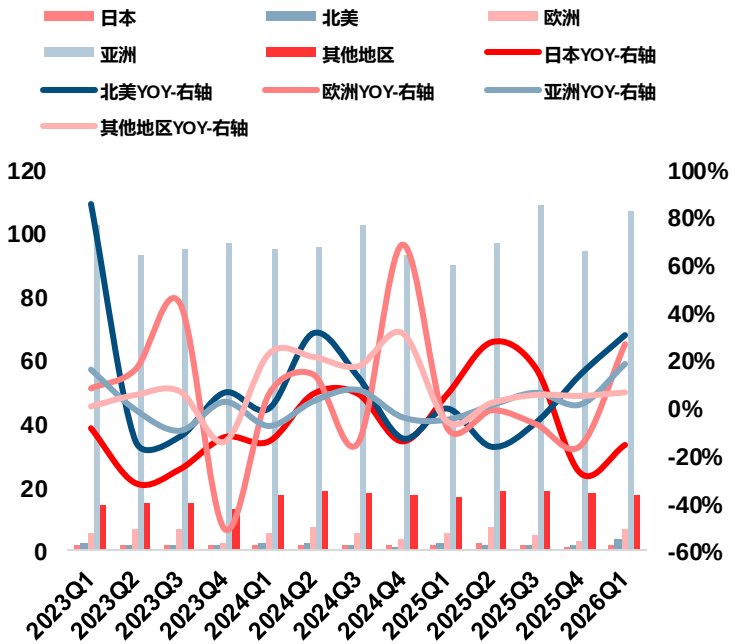
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：本田汽车财报，中信建投

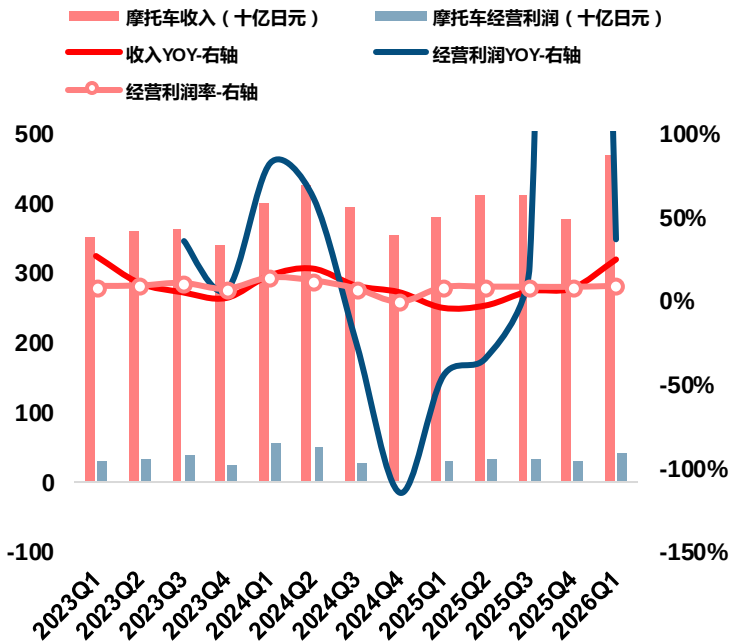
雅马哈：海外市场销量增长，经营利润率提升

➢ **欧美和新兴市场销量增长，规模及利润率持续回升。**2026Q1摩托车销量同比+17%，其中日本、北美、欧洲、亚洲、其他地区分别同比-16%、+31%、+26%、+19%、+7%，本土市场销量持续下滑，欧美和新兴市场增长；Q1摩托车收入、经营利润分别同比+24%、+36%，单价、单台经营利润分别同比+6%、+17%，经营利润率同比+0.8pct至8.4%，主要系成本费用减少，推动收入和利润增长。

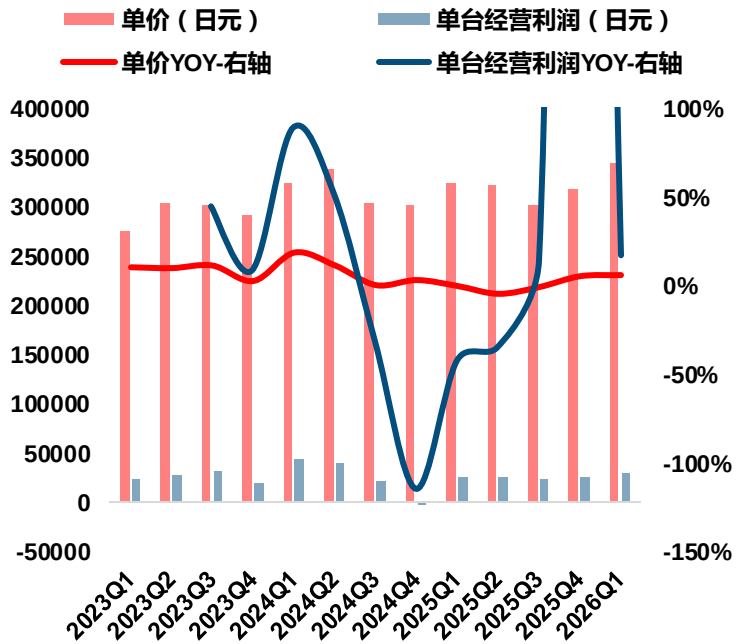
图：雅马哈摩托车销量（万辆）及变化



图：雅马哈摩托车收入利润及变化



图：雅马哈摩托车单价、单台利润及变化



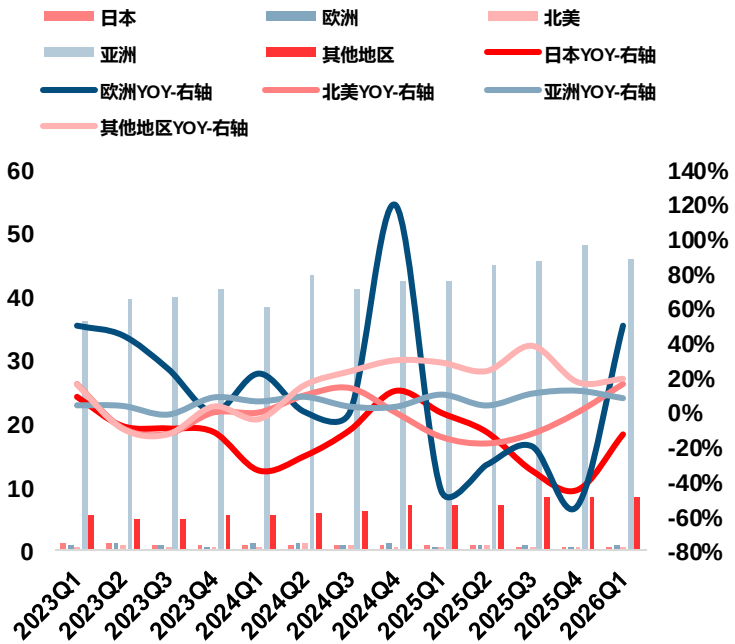
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：雅马哈发动机财报，中信建投

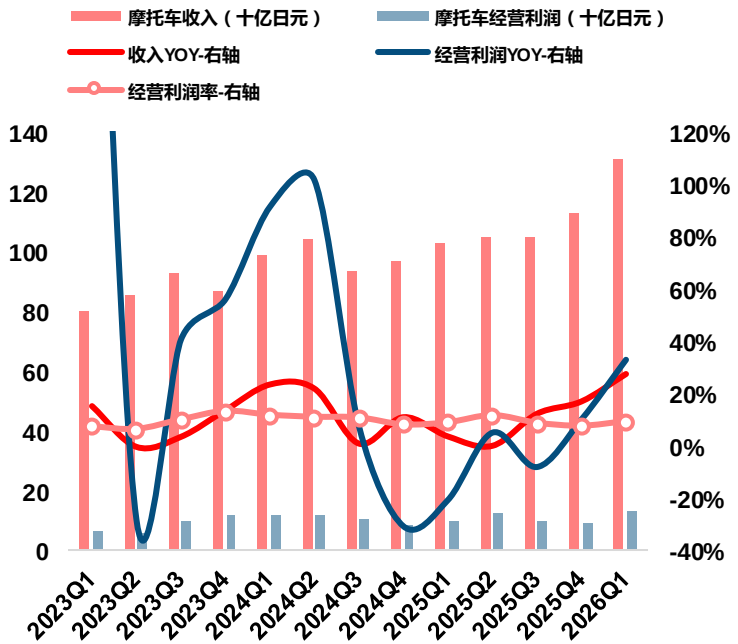
铃木：海外市场表现突出，单价利润恢复提升

➢ **成熟市场表现向好，新兴市场增量明显。**2026Q1摩托车销量同比+10%，连续三个季度实现双位数增长，其中日本、欧洲、北美、亚洲、其他地区分别同比-13%、+50%、+17%、+8%、+20%，本土市场销量持续下滑，欧美出货企稳回升，主要增量来自亚洲、拉美等新兴市场；Q1摩托车收入、经营利润分别同比+28%、+33%，单价、单台经营利润分别同比+16%、+21%，经营利润率同比+0.4pct至9.9%。

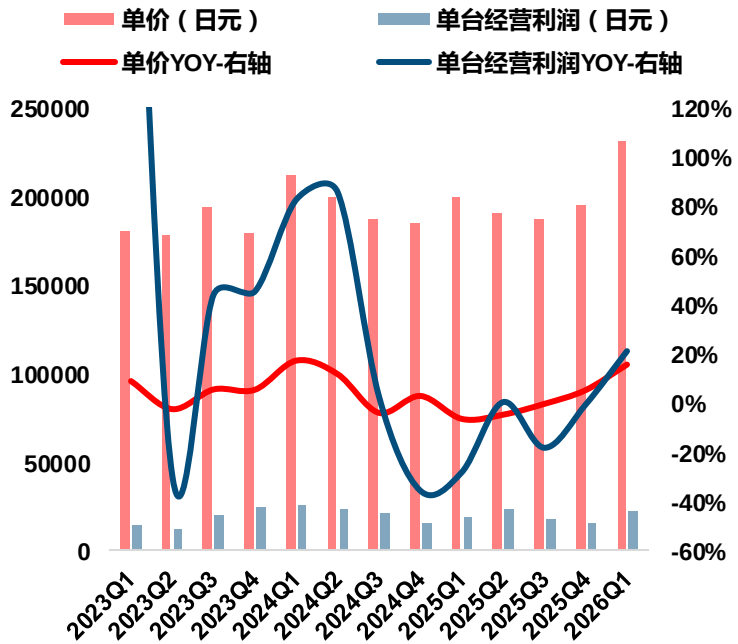
图：铃木摩托车销量（万辆）及变化



图：铃木摩托车收入利润及变化



图：铃木摩托车单价、单台利润及变化



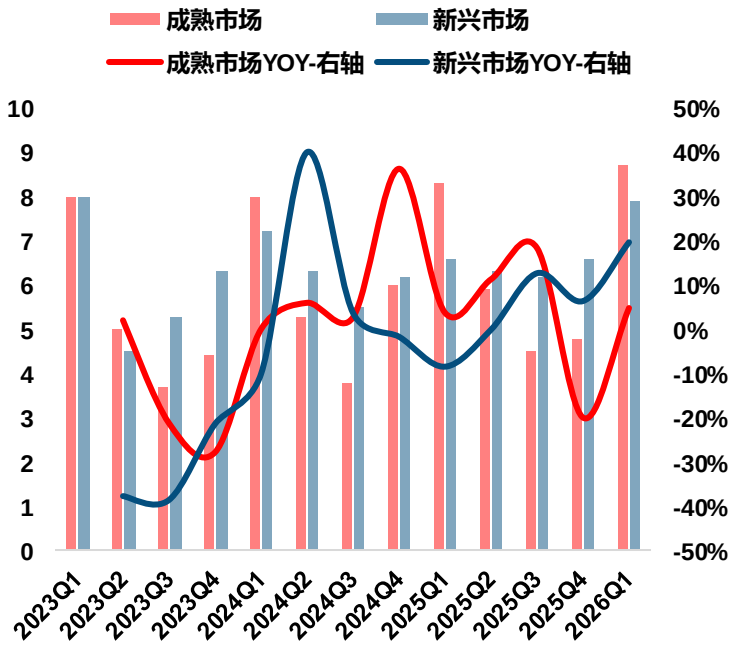
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：铃木汽车财报，中信建投

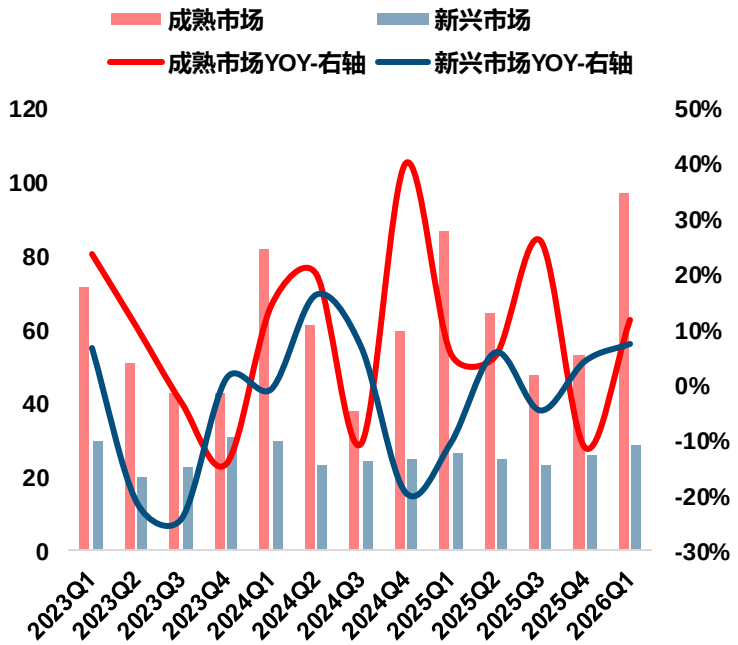
川崎：产品及价格策略积极，新兴市场与成熟市场双增

➢ **成熟市场需求修复，新兴市场需求稳健。**2026Q1摩托车销量同比+11%，其中成熟市场同比+5%（日本、北美、欧洲、其他地区分别同比-13%、-3%、+14%、-33%），新兴市场同比+20%（菲律宾、印尼、拉美、其他地区分别同比+19%、+67%、+67%、-13%），促销和新品推动欧洲市场份额提升，东南亚部分高端市场需求有所回升；Q1摩托车收入同比+11%（成熟市场、新兴市场分别同比+12%、+8%），单价同比-0.6%（成熟市场、新兴市场分别同比+7%、-10%）。

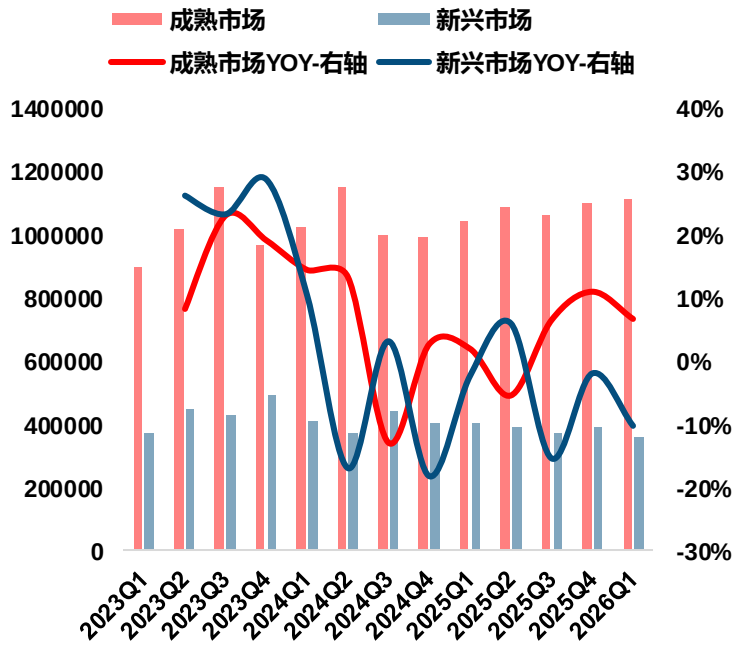
图：川崎摩托车销量（万辆）及变化



图：川崎摩托车收入（十亿日元）及变化



图：川崎摩托车单价（日元）及变化



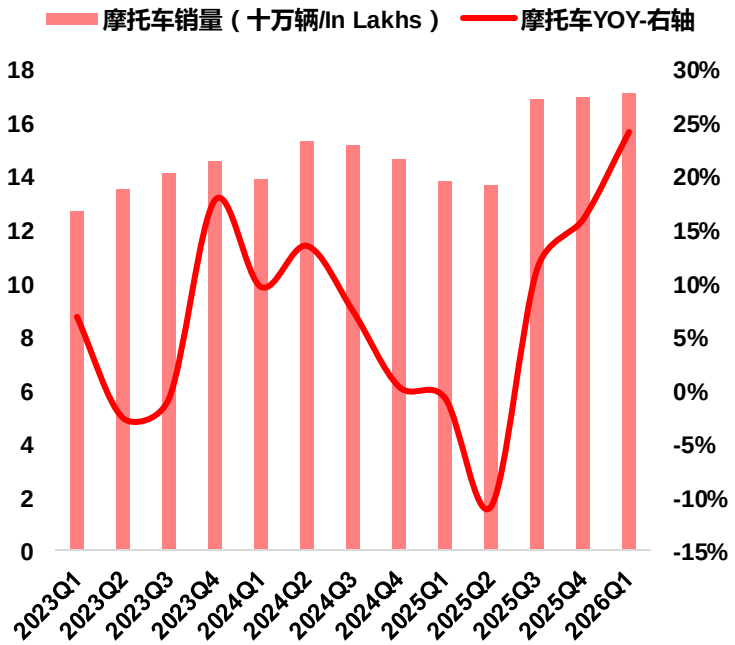
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：川崎重工财报，中信建投

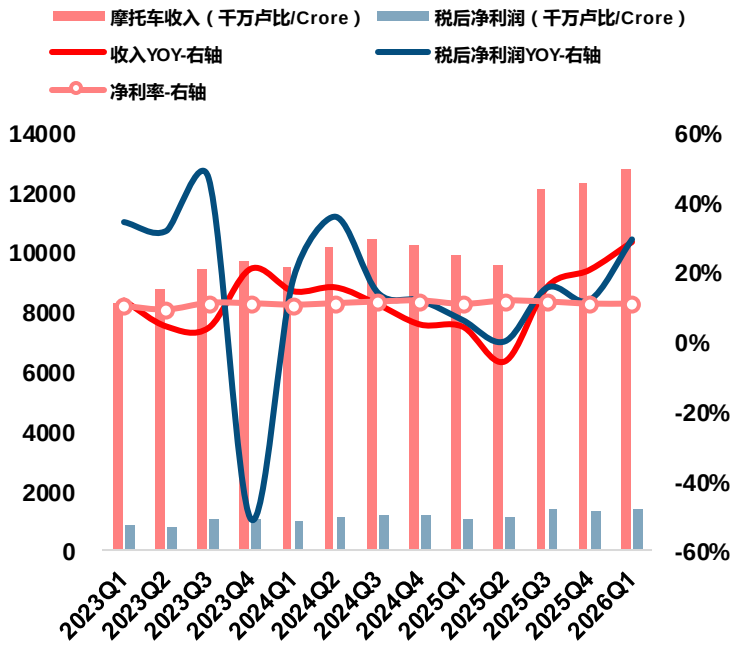
英雄：量价齐升，规模稳健增长

➢ **量价继续提升，收入和利润规模持续增长。**2026Q1摩托车销量同比+24%、环比+1%至171.4万辆，收入同比+29%、环比+4%至1279.7亿卢比，税后净利润同比+30%、环比+4%至140.1亿卢比，单价同比+4%至74662卢比，单台利润同比+4%至8174卢比，税后净利率同比+0.1pct至10.9%。

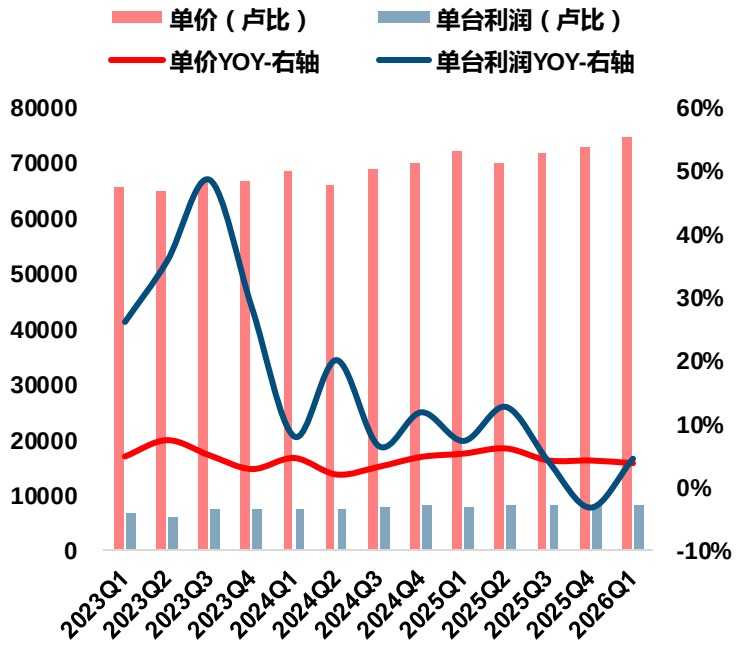
图：英雄摩托车销量及变化



图：英雄摩托车收入利润及变化



图：英雄摩托车单价、单台利润及变化



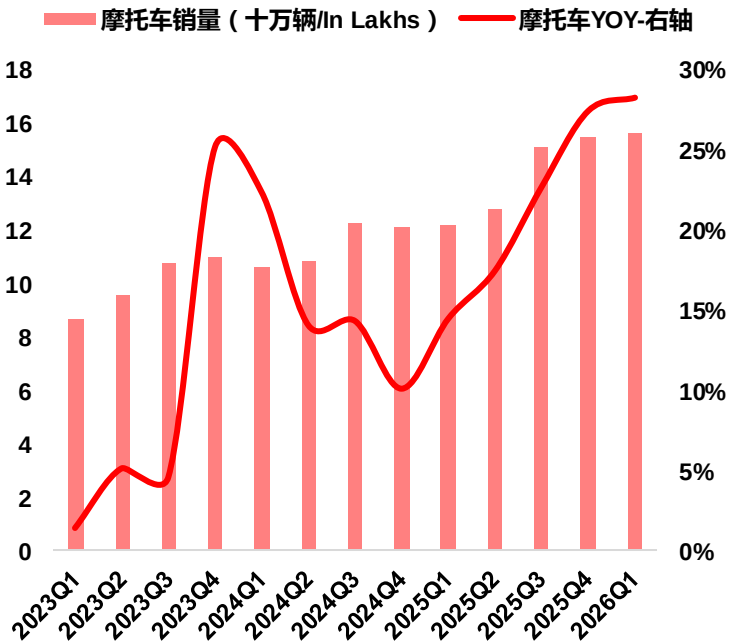
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：英雄汽车财报，中信建投

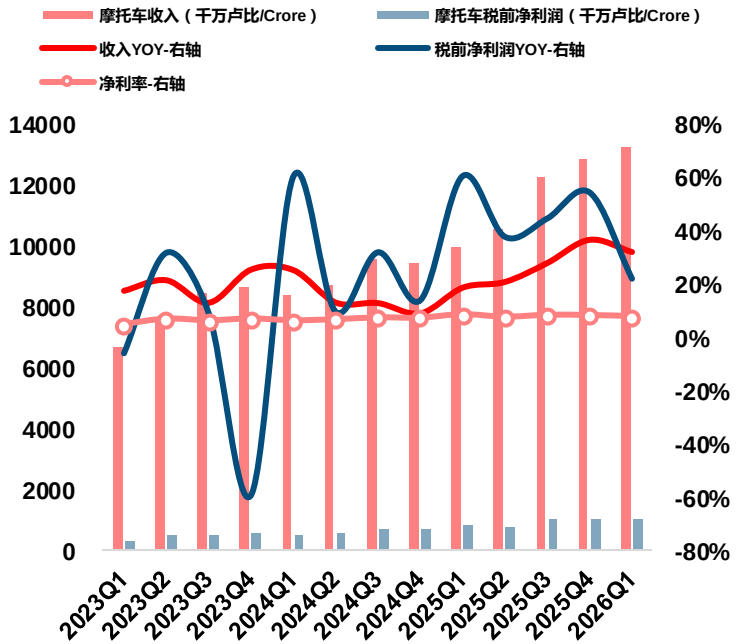
TVS：销量持续增长，收入利润稳定提升

➢ **销量连续10个季度实现同比两位数增长，收入利润规模持续增长。**2026Q1摩托车销量同比+28%、环比+1%至156.0万辆，收入同比+32%、环比+3%至1321.7亿卢比，税前净利润同比+22%、环比-2%至105.0亿卢比，单价同比+3%至84724卢比，单台利润同比-5%至6731卢比，税前净利率同比-0.7pct至7.9%。

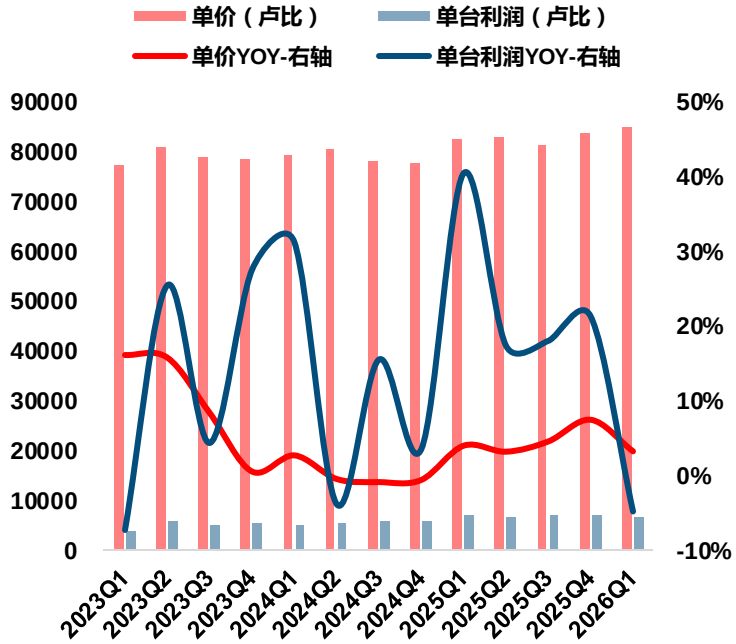
图：TVS摩托车销量及变化



图：TVS摩托车收入利润及变化



图：TVS摩托车单价、单台利润及变化



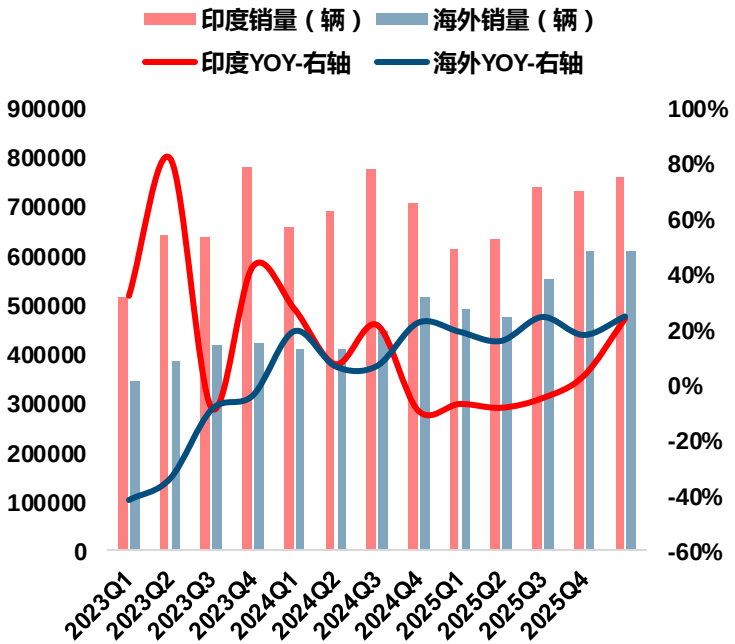
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：TVS财报，中信建投

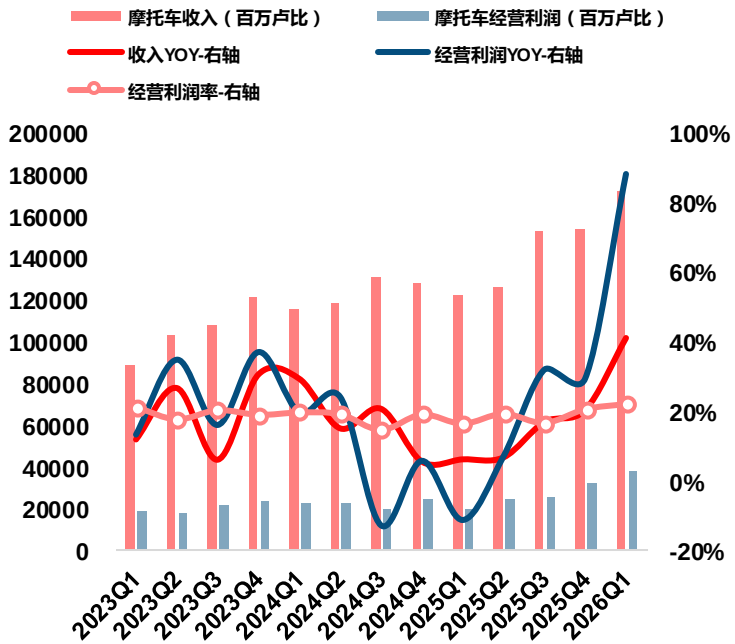
Bajaj：销量持续增长，收入利润稳定提升

➢ **销量连续10个季度同比增长，收入利润规模持续增长。**2026Q1摩托车销量同比+24%、环比+2%至137.1万辆，收入同比+41%、环比+12%至1721.4亿卢比，税前净利润同比+88%、环比+19%至383.8亿卢比，单价同比+13%至125550卢比，单台利润同比+51%至27991卢比，税前净利率同比+5.6pct至22.3%。

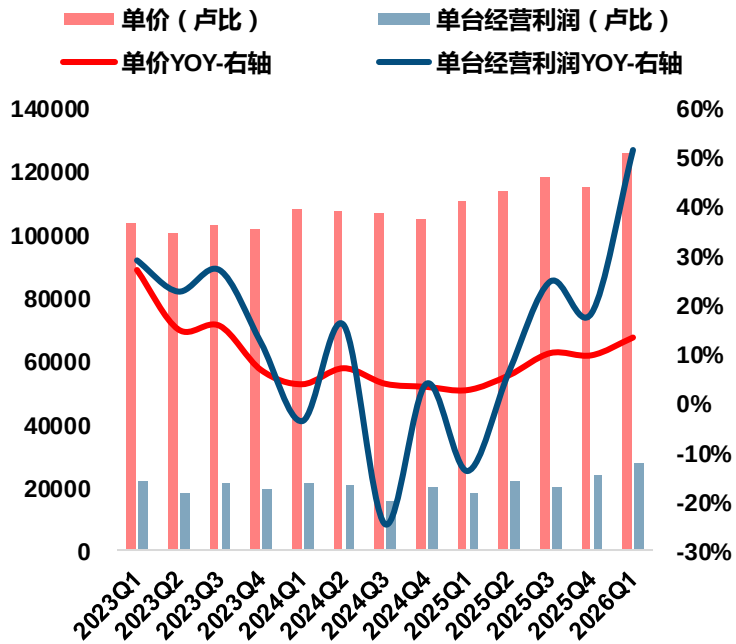
图：Bajaj摩托车销量及变化



图：Bajaj摩托车收入利润及变化



图：Bajaj摩托车单价、单台利润及变化



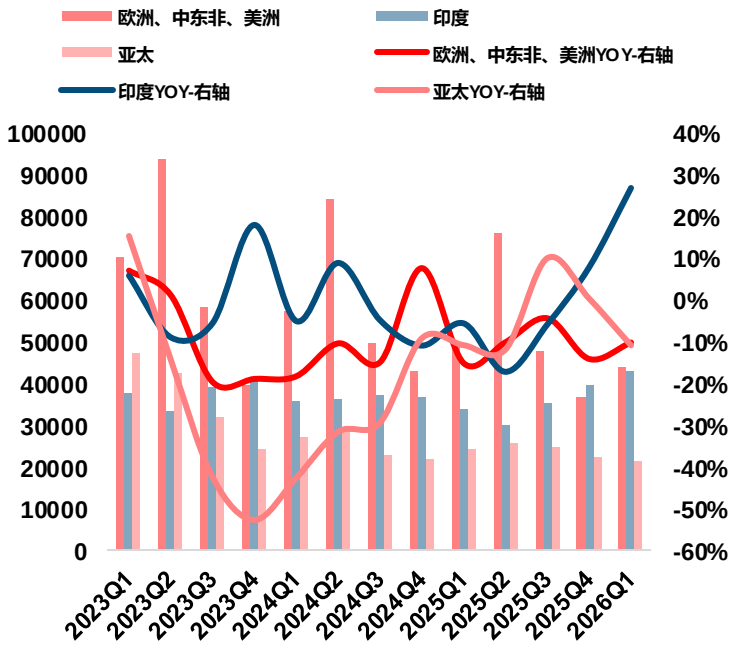
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：Bajaj财报，中信建投

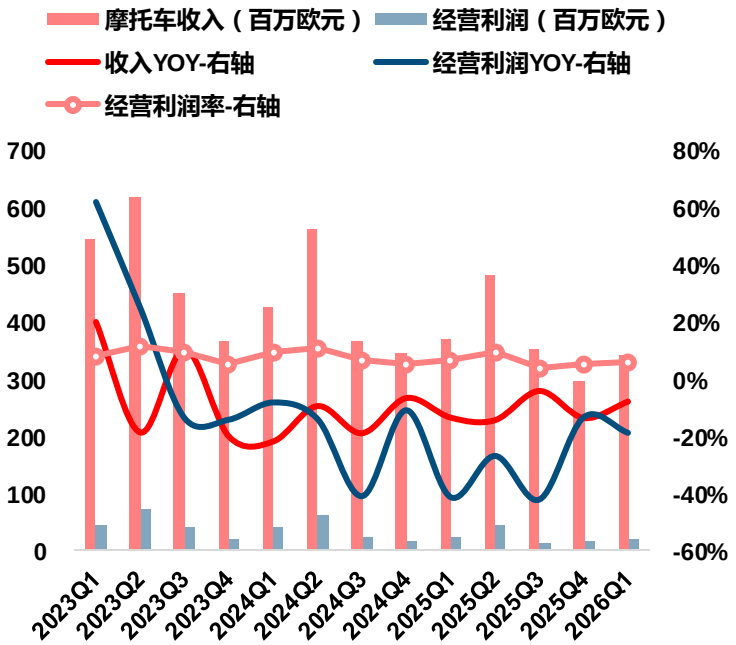
比亚乔：销量转正，收入持续下滑

➢ **销量同比转正，收入利润均下降。**2026Q1摩托车销量同比+1%，其中欧洲、中东非及美洲合计同比-10%，印度同比+27%，亚太同比-11%，整体销量结束连续11个季度的下滑，增速由负转正；Q1摩托车收入同比-8%，其中EMEA、印度和亚太分别同比-8%、+4%、-21%，经营利润同比-19%，单价、单台经营利润分别同比-9%、-20%，经营利润率同比-0.8pct至5.8%，利润率同比继续下降。

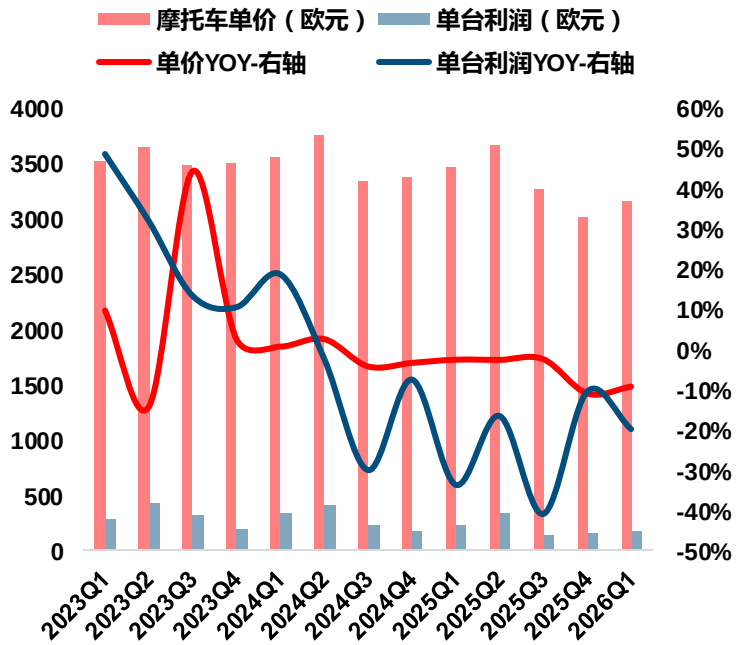
图：比亚乔摩托车销量（辆）及变化



图：比亚乔摩托车收入利润及变化



图：比亚乔摩托车单价、单台利润及变化



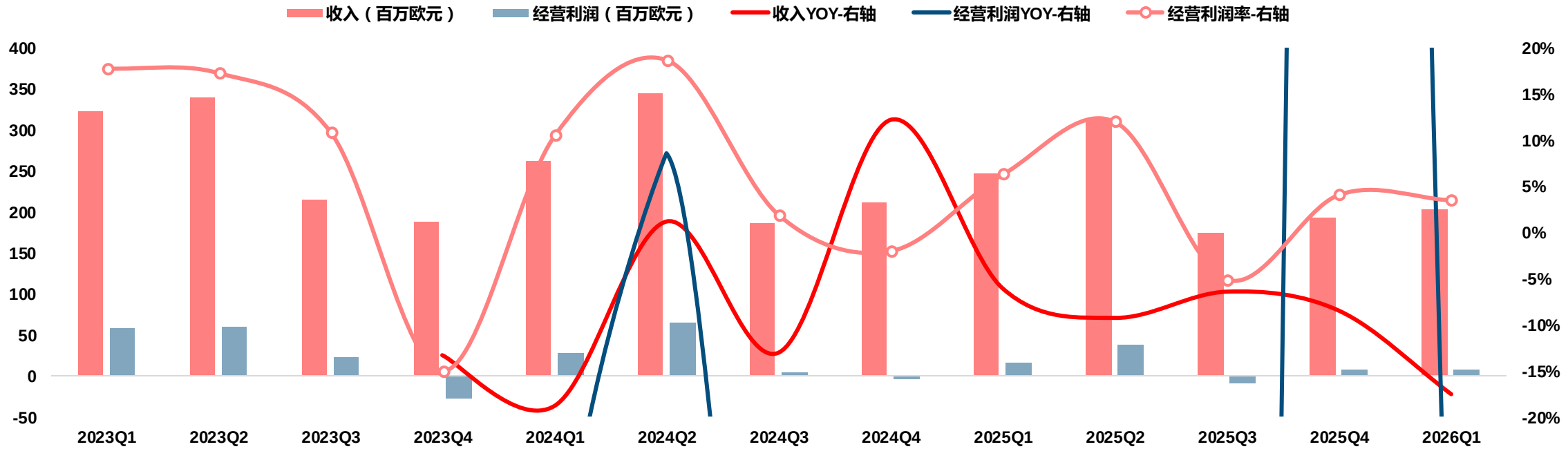
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：比亚乔财报，中信建投

杜卡迪：高端市场承压，收入及利润持续减少

➢ **高端需求承压，收入利润均下滑。**2026Q1摩托车收入同比-18%、环比+5%至2.03亿欧元，经营利润同比-54%、环比-13%至0.07亿欧元，经营利润率同比-2.8pct至3.5%，收入及利润减少主要系欧5+标准的后续阵痛和高端消费降温。

图：杜卡迪摩托车收入利润及变化



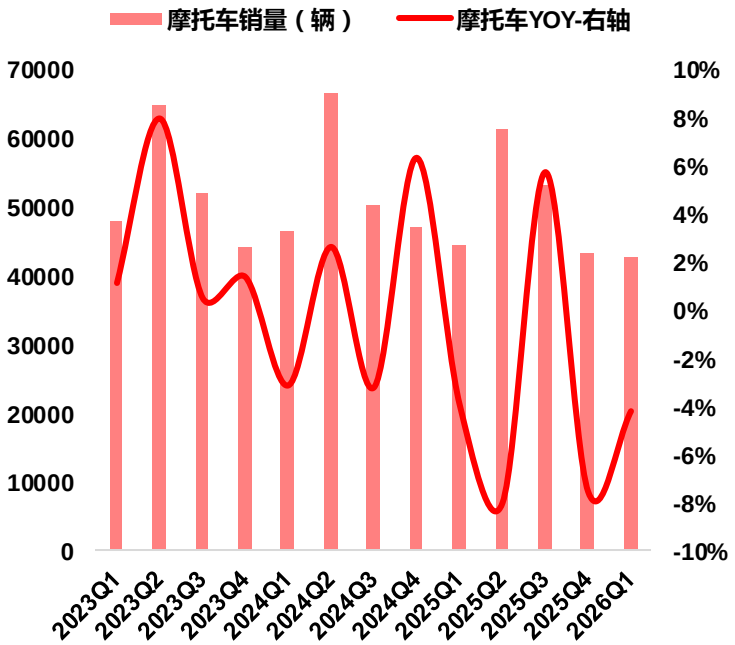
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：奥迪官网，中信建投

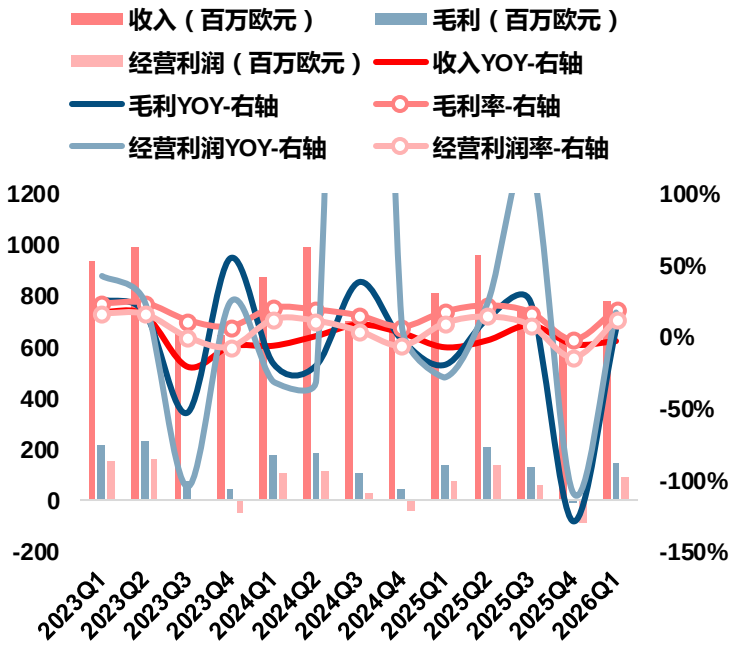
宝马：规模减小，利润率回升

➢ **销量收入下滑，利润率显著修复。**2026Q1摩托车销量同比-4%、环比-2%至4.3万辆，收入同比-3%、+25%至7.8亿欧元，毛利同比+5%、环比+1215%（2025Q4亏损）至1.5亿欧元，经营利润同比+17%、环比+195%（2025Q4亏损）至0.9亿欧元，毛利率同比+1.5pct至18.6%，经营利润率同比+2.0pct至+11.4%，欧美大排量需求承压，高端市场竞争加剧，销量、收入下滑。

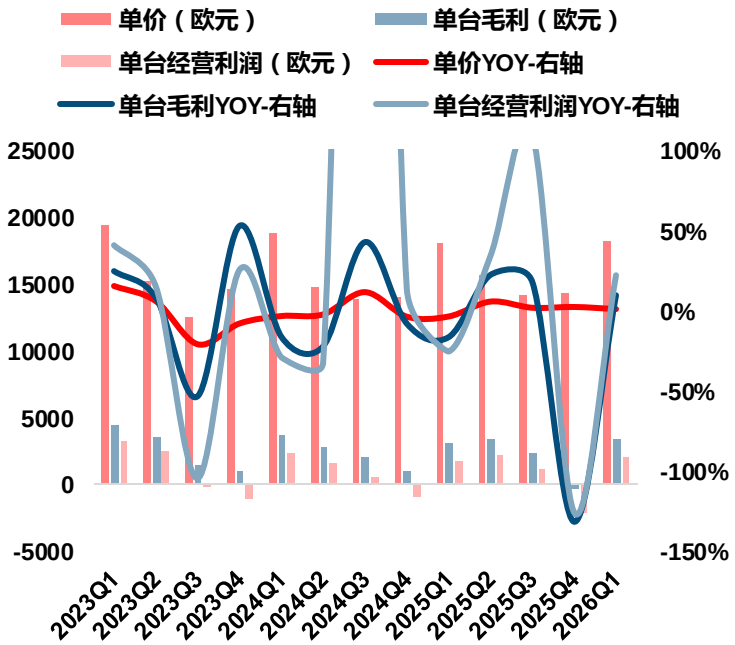
图：宝马摩托车销量及变化



图：宝马摩托车收入利润及变化



图：宝马摩托车单价、单台利润及变化



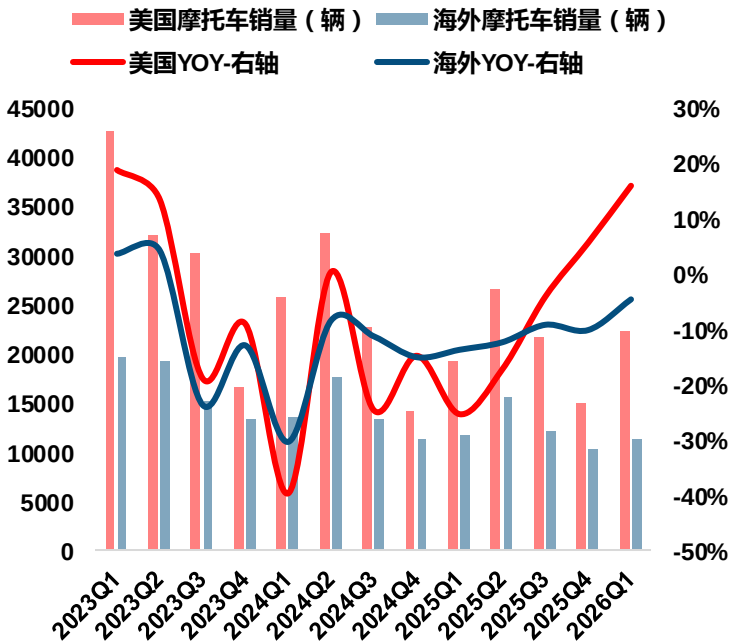
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：宝马财报，中信建投

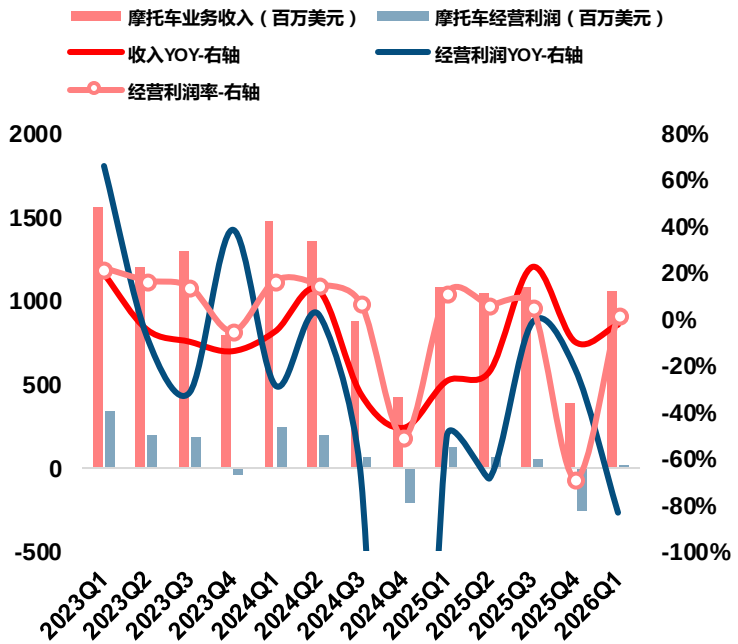
哈雷：销量恢复增长，利润率显著下降

➢ **高端市场竞争激烈，收入利润持续下滑。**2026Q1摩托车销量同比+8%、环比+33%至3.4万辆，其中美国同比+16%，海外同比-5%（加拿大、欧洲、亚太、拉美分别同比-8%、-3%、-9%、+21%），整体销量结束连续10个季度的下滑；Q1摩托车业务收入同比-2%、环比+178%至10.6亿美元，经营利润同比-84%、环比+107%（2025Q4亏损）至0.2亿美元，单价、单台经营利润分别同比-10%、-85%，经营利润率同比-9.0ct至1.8%，高端市场竞争加剧以及份额丢失等因素导致利润率连续下降。

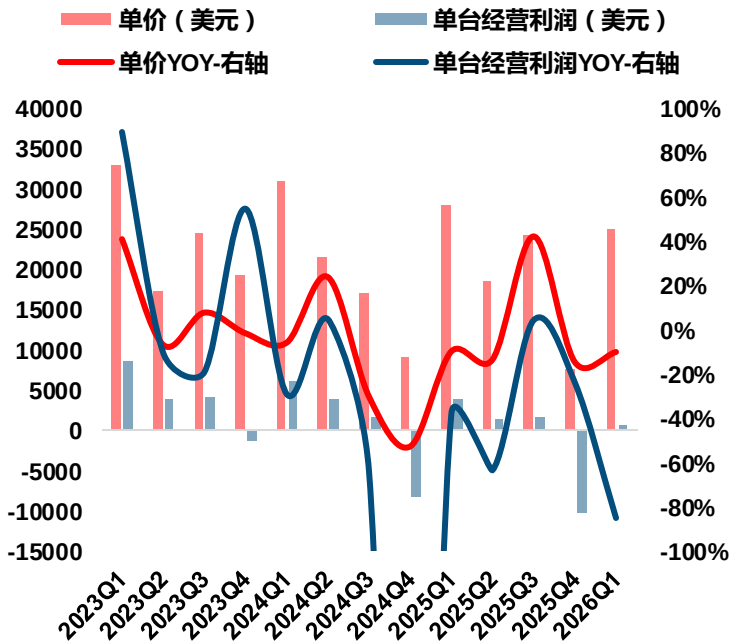
图：哈雷摩托车销量及变化



图：哈雷摩托车收入利润及变化



图：哈雷摩托车单价、单台利润及变化



中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：哈雷财报，中信建投

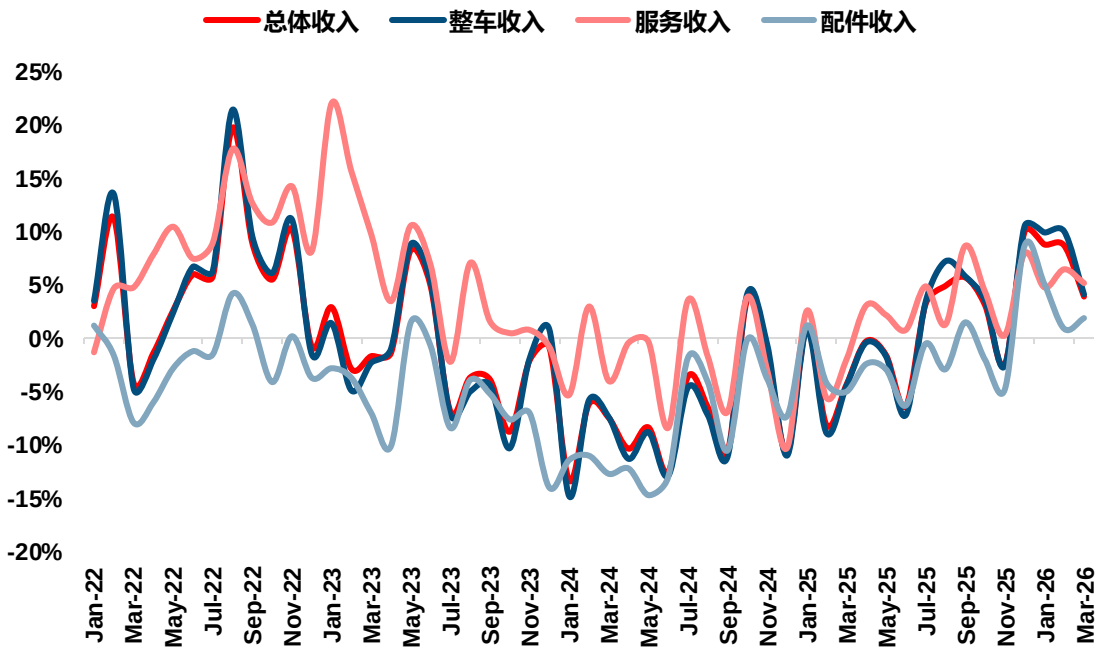
PART 2

四轮车：欧美需求增长，头部品牌表现分化

Q3：欧美全地形车的需求怎么变化？

- **北美需求持续增长，欧洲需求明显复苏。**根据经销商调查数据，2026Q1美国经销商整车收入平均同比高个位数增长，1-2月增速接近10%；根据北极星财报，北美全地形车行业终端零售销量增速回升，Q1同比低个位数增长，延续2025H2增长态势；与此同时，西班牙等欧洲国家的终端零售恢复增长，并且根据庞巴迪财报，欧洲全地形车行业终端零售销量实现高个位数增长。
- **总结来看，2026Q1北美需求延续温和增长态势，欧洲需求明显复苏。**

图：美国动力运动经销商财务概况



表：行业全地形车季度销售

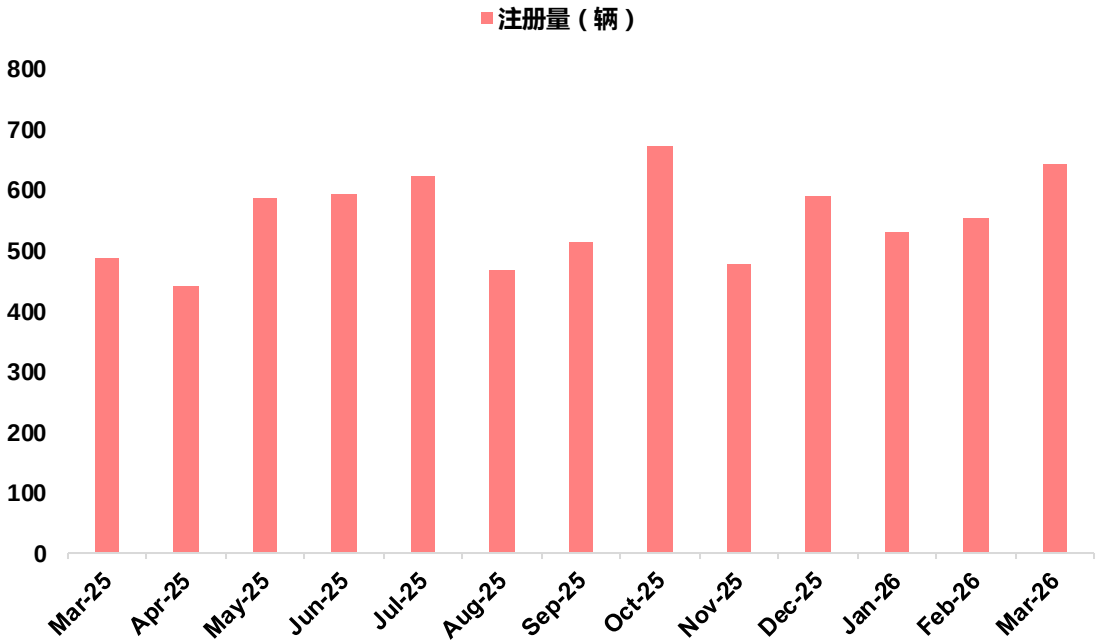
季度	北美	国际
2022Q1	-HIGH-TEENS%	-LOW-SINGLE DIGITS%
2022Q2	-MID-TEENS%	-LOW-DOUBLE DIGITS%
2022Q3	+LOW-SINGLE DIGITS%	-HIGH-SINGLE DIGITS%
2022Q4	-LOW-SINGLE DIGITS%	-LOW-SINGLE DIGITS%
2023Q1	-LOW-DOUBLE DIGITS%	-LOW-DOUBLE DIGITS%
2023Q2	+HIGH-SINGLE DIGITS%	-HIGH-SINGLE DIGITS%
2023Q3	+LOW-SINGLE DIGITS%	-HIGH-SINGLE DIGITS%
2023Q4	+MID-SINGLE DIGITS%	-MID-SINGLE DIGITS%
2024Q1	+LOW-SINGLE DIGITS%	+LOW-SINGLE DIGITS%
2024Q2	-MID-SINGLE DIGITS%	+HIGH-SINGLE DIGITS%
2024Q3	-LOW-SINGLE DIGITS%	+LOW-SINGLE DIGITS%
2024Q4	+MID-SINGLE DIGITS%	+LOW-TWENTIES%
2025Q1	-LOW-SINGLE DIGITS%	-HIGH-SINGLE DIGITS%
2025Q2	-LOW-SINGLE DIGITS%	-LOW-TEENS%
2025Q3	+LOW-SINGLE DIGITS%	+LOW-SINGLE DIGITS%
2025Q4	+LOW-SINGLE DIGITS%	-LOW-TWENTIES%
2026Q1	+LOW-SINGLE DIGITS%	+HIGH-SINGLE DIGITS%（庞巴迪）

资料来源：Powersports Business，北极星财报，中信建投

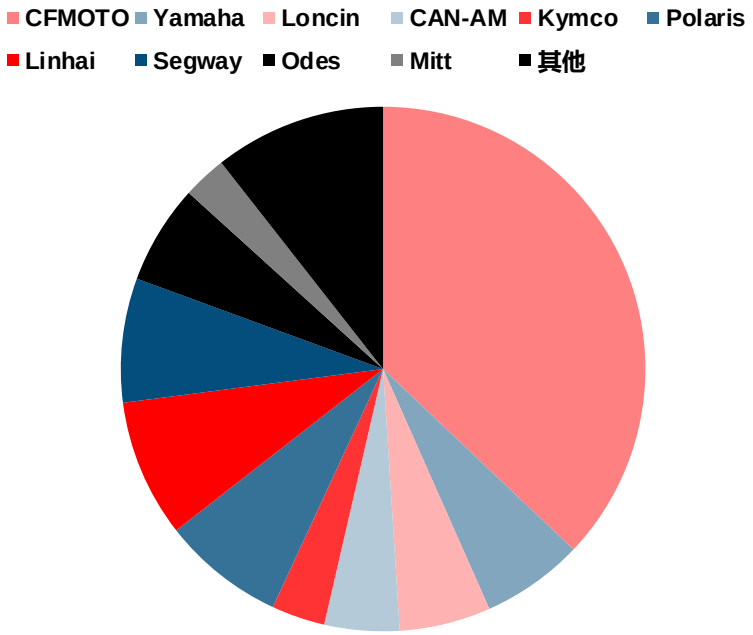
西班牙：行业需求增长，CFMOTO市场地位领先

➢ **注册量稳定增长，CFMOTO维持第一。**从市场需求来看，2026Q1全地形车注册量达到1723辆，同比维持双位数增长趋势。从竞争格局来看，中国品牌凭借性价比优势抢占市场份额，2025年以来CFMOTO、Linhai、Segway、Odes均实现双位数增长，1-5月CFMOTO、Linhai、Segway、Odes的增速为19%、59%、41%、98%，市占率分别为37%、8%、8%、6%，中国品牌在欧洲市场持续抢占份额。

图：西班牙全地形车注册量及同比增速



图：西班牙全地形车头部品牌注册量市占率

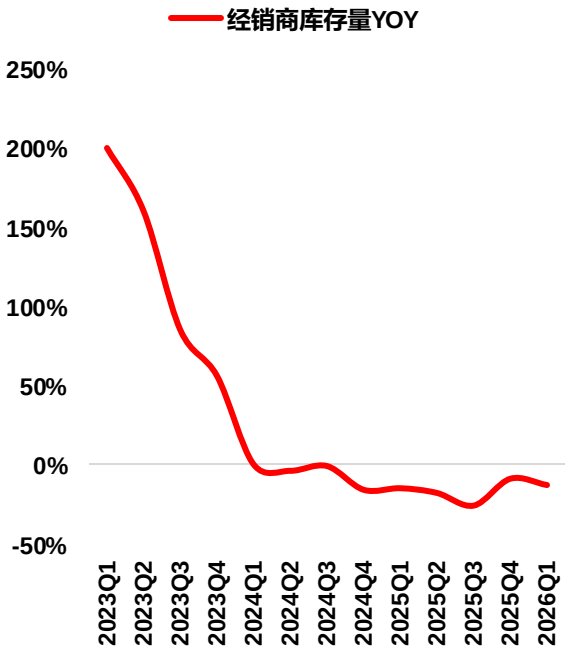


资料来源：西班牙摩托车协会，中信建投

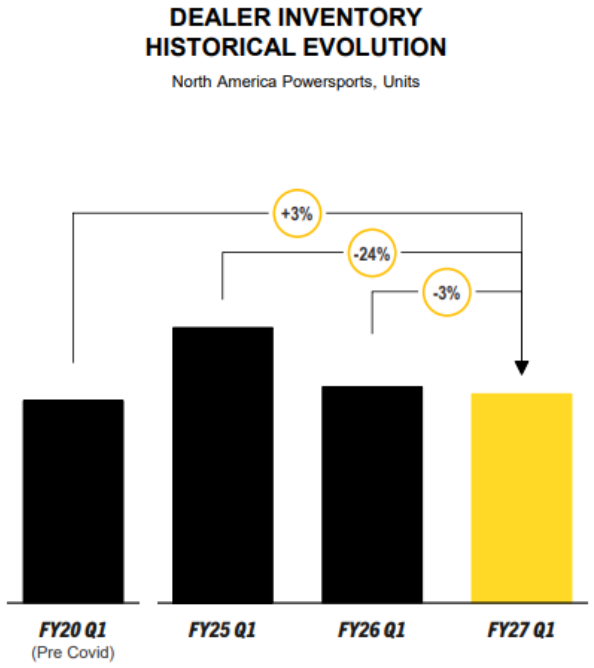
Q4：全地形车头部厂商的库存是什么水平？

➢ **头部品牌积极去库，雅马哈库存水平回落。**头部品牌采取促销策略清理渠道库存，2026Q1北极星经销商全地形车库存同比减少13%，已连续8个季度库存下降（主要系老库存去化）；庞巴迪北美经销商库存相比2025Q1、2024Q1、2019Q1（疫情前）分别同比-3%、-24%、+3%；雅马哈销量回升，库存压力减轻略低于适当水平。

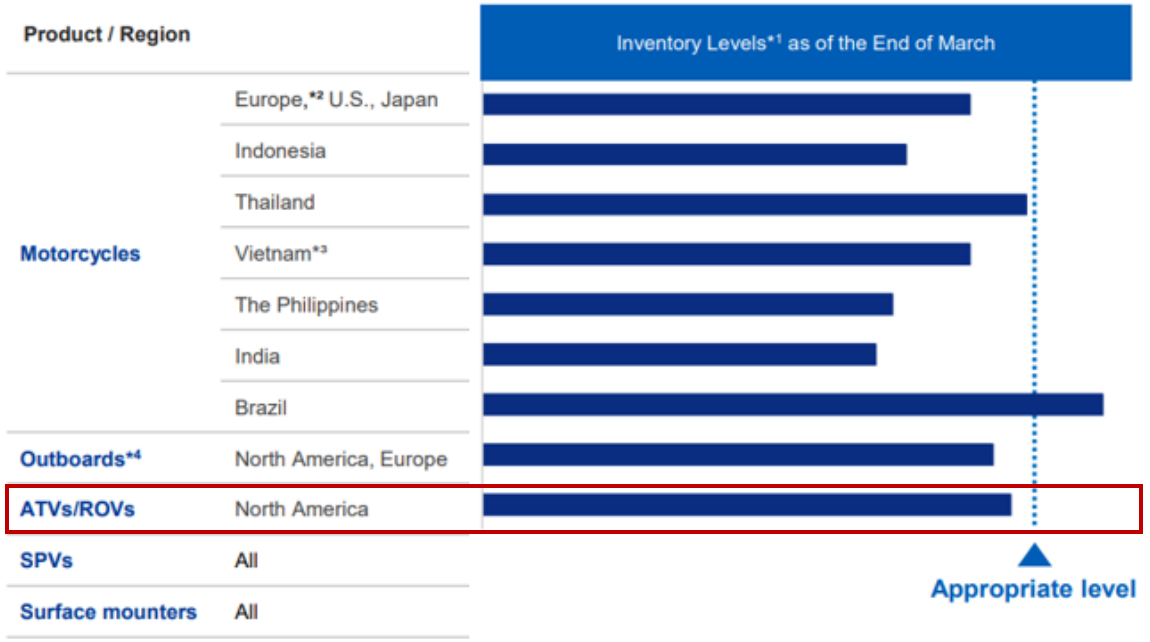
图：北极星经销商全地形车库存变化



图：庞巴迪经销商库存量情况



图：雅马哈2026Q1库存水平



中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：各公司财报，中信建投

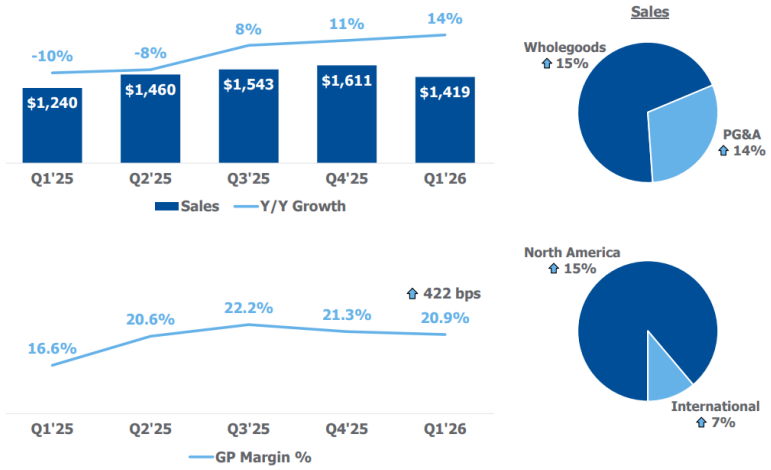
Q5：全地形车头部品牌的量额利润出现分化，表明什么？

- **头部品牌表现分化，雅马哈持续亏损可能掉队。**北美需求保持增长趋势，欧洲需求显著回暖，受低基数影响头部厂商利润率回升，2026Q1北极星动力运动业务收入增长14%，毛利率提升；庞巴迪收入增长超过30%，毛利率提升；雅马哈收入持续下滑，利润继续大幅亏损；川崎全地形车量价齐升，收入大幅增长；德事隆特种车收入双位数下滑，利润率企稳回升。
- **总结来看，在行业结构升级、产品矩阵完善之下，头部品牌表现分化，雅马哈逐渐掉队，德事隆份额被蚕食。**

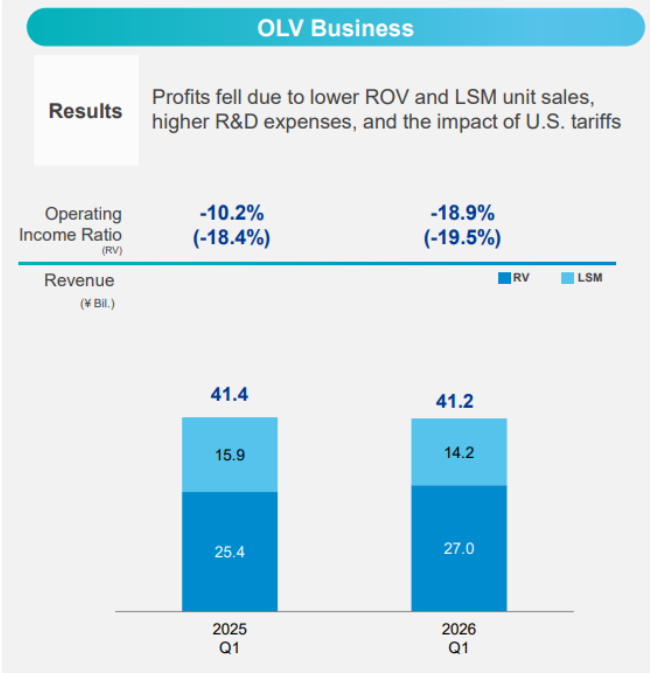
表：海外全地形车厂商及行业2026Q1情况

海外厂商	收入YOY	销量YOY	单价YOY	利润率YOY
北极星	14%（北美+15%/欧洲+7%）	北美+低个位数%（UTV+高个位数%/ATV-高个位数%）	-	+4.2pct（毛利率）
庞巴迪	31%	北美+2%（UTV+高个位数%/ATV+低个位数%）、欧洲&中东非+10%	-	+2.1pct（毛利率）
雅马哈	-0.4%（RV+6%/LSM-11%）	-	-	-8.7pct（经营利润率）
川崎	+37%	+17%	+17%	-2.8pct（经营利润率）
德事隆	-12%	-	-	+1.3pct（经营利润率）
行业	-	北美+低个位数%欧洲+高个位数%	-	-

图：北极星2026Q1全地形车业务表现



图：雅马哈2026Q1四轮车业务表现

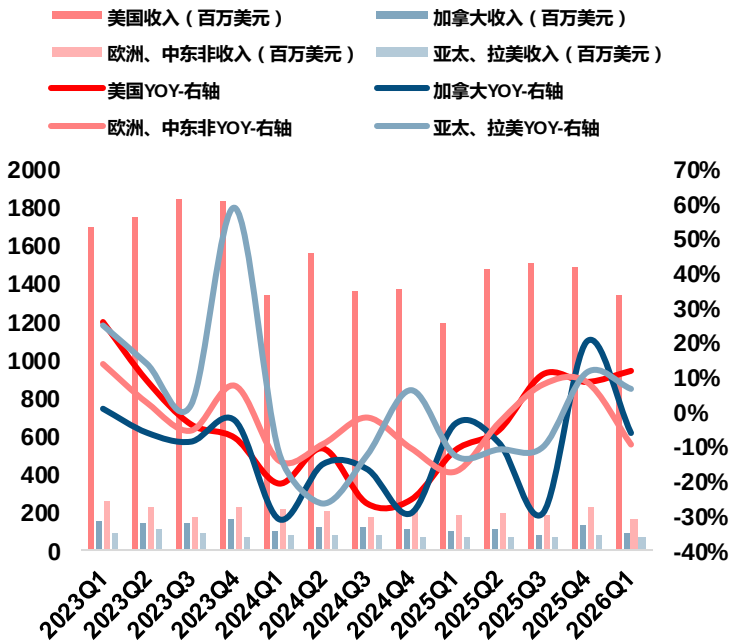


资料来源：各公司财报，中信建投

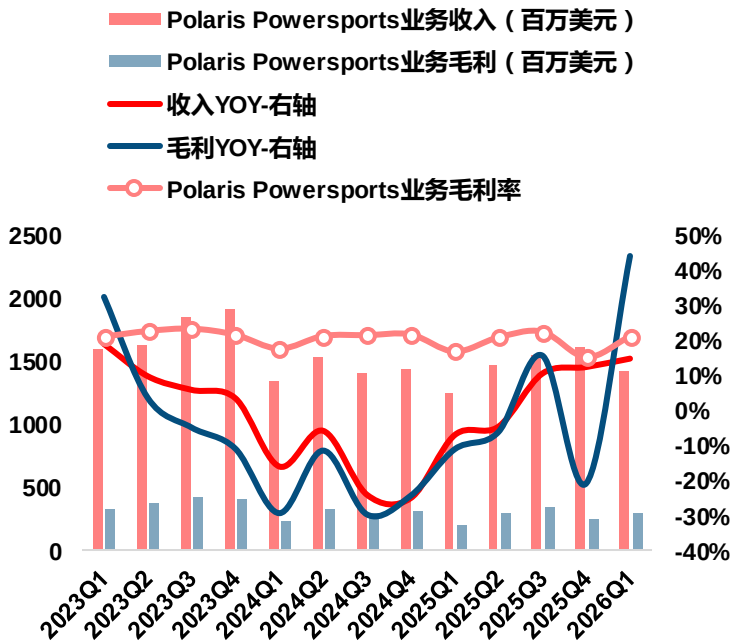
北极星：美国零售增长，利润率明显修复

➢ **美国销售持续增长，利润显著改善。**2026Q1动力运动业务收入同比+14%至14.2亿美元（整车、售后分别同比+15%、+14%，北美、国际分别同比+15%、+7%），连续3个季度实现增长，且增速逐季提升；北美零售增长低个位数%（UTV+高个位数%、ATV-高个位数%），整体、UTV、ATV市占率均实现提升；Q1全地形车业务毛利同比+44%至3.0亿美元，毛利率同比+4.2pct至20.9%，量额利润均实现增长。

图：北极星分地区收入及变化



图：北极星全地形车收入利润及变化



表：北极星全地形车季度零售

季度	北美			国际
	北极星	北极星SxS	北极星ATV	北极星
2023Q1	-10%	-HIGH-SINGLE DIGITS %	-MID-TEENS %	+HIGH-SINGLE DIGITS %
2023Q2	+14%	+LOW-DOUBLE DIGITS %	+HIGH-TEENS %	+HIGH-TEENS %
2023Q3	+5%	+MID-SINGLE DIGITS %	+MID-SINGLE DIGITS %	-MID-TEENS %
2023Q4	+7%	+LOW-DOUBLE DIGITS %	-LOW-SINGLE DIGITS %	-LOW-DOUBLE DIGITS %
2024Q1	+3%	+MID-SINGLE DIGITS %	-LOW-SINGLE DIGITS %	-LOW-DOUBLE DIGITS %
2024Q2	-4%	FLAT	-LOW-DOUBLE DIGITS %	+MID-SINGLE DIGITS %
2024Q3	-3%	-LOW-SINGLE DIGITS %	-LOW-SINGLE DIGITS %	-MID-DOUBLE DIGITS %
2024Q4	0%	-LOW-SINGLE DIGITS %	+MID-SINGLE DIGITS %	+LOW-DOUBLE DIGITS %
2025Q1	-11%	-HIGH-SINGLE DIGITS %	-HIGH-TEENS %	-LOW-SINGLE DIGITS %
2025Q2	+1%	+LOW-SINGLE DIGITS %	-MID-SINGLE DIGITS %	-LOW-THIRTIES %
2025Q3	+9%	+HIGH-TEENS %	-HIGH-SINGLE DIGITS %	+LOW-TEENS %
2025Q4	+5%	+9%	-10%	-LOW-TWENTIES %
2026Q1	+LOW-SINGLE DIGITS %	+HIGH-SINGLE DIGITS %	-HIGH-SINGLE DIGITS %	-

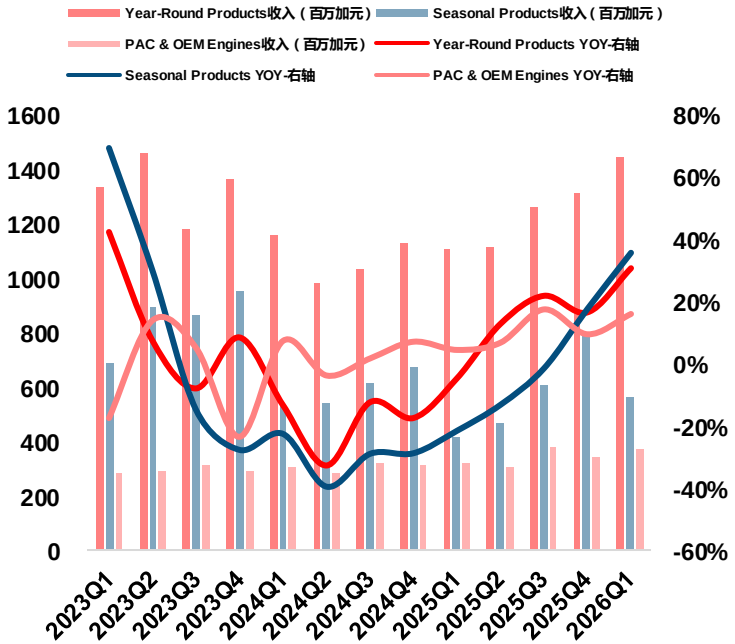
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：北极星财报，中信建投

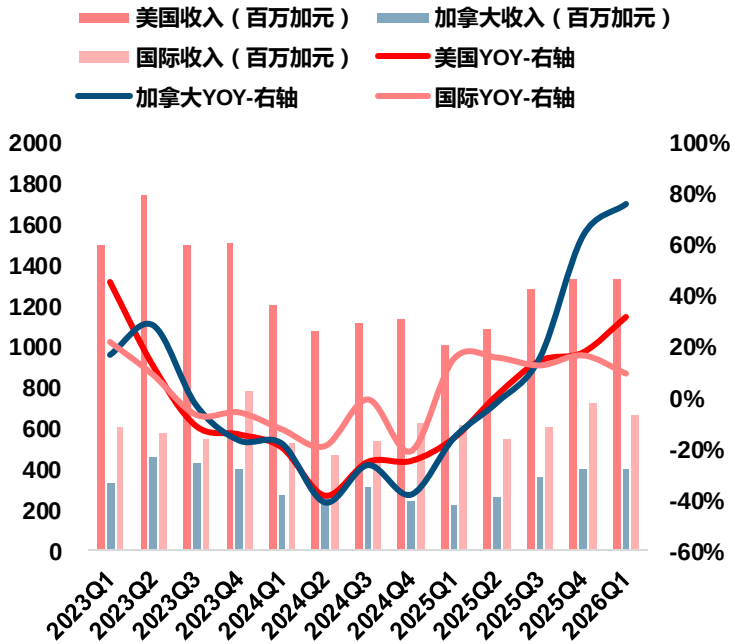
庞巴迪：整车销售个位数下滑，增速明显改善

➢ **北美零售低个位数下降，收入增速持续改善。**分品类来看，2026Q1动力运动业务收入同比+30%，其中，Year-Round、Seasonal、其他业务收入分别同比+31%、+31%、+16%，其中，UTV高个位数增长，ATV低个位数增长；分地区来看，美国、加拿大、亚太、拉美、欧洲、其他地区收入分别同比+31%、+75%、-4%、+13%、+13%、+78%；利润端来看，动力运动业务毛利率同比+2.1pct至23.5%，经营利润同比+140%，经营利润率同比+4.3pct至9.4%。

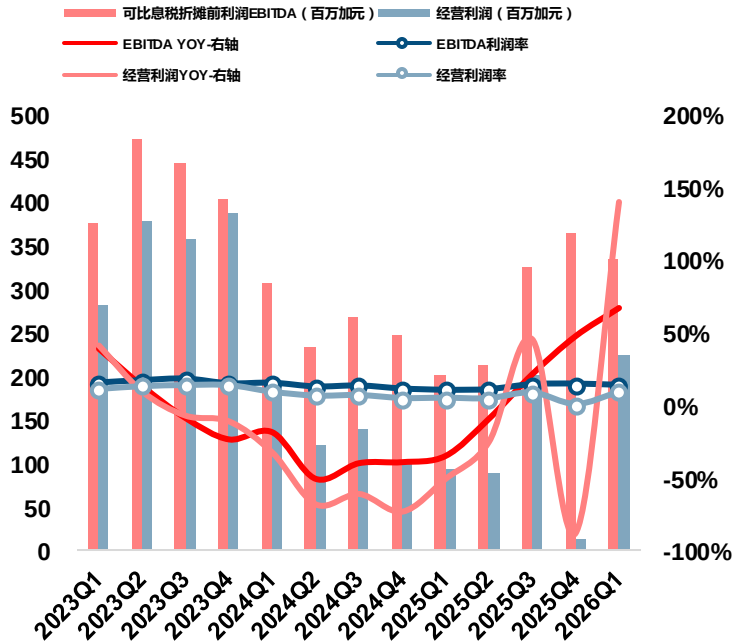
图：庞巴迪各业务收入及变化



图：庞巴迪各地区收入及变化



图：庞巴迪利润、利润率及变化



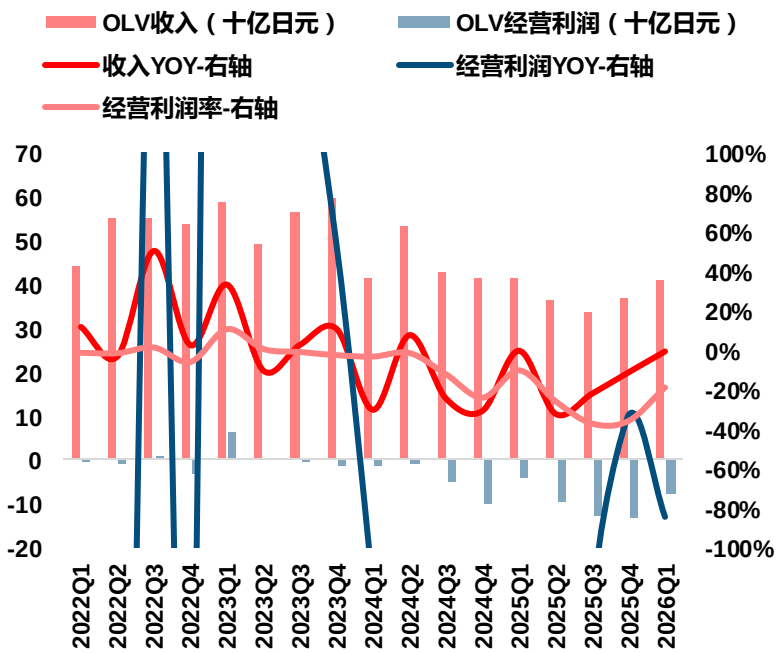
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：庞巴迪财报，中信建投

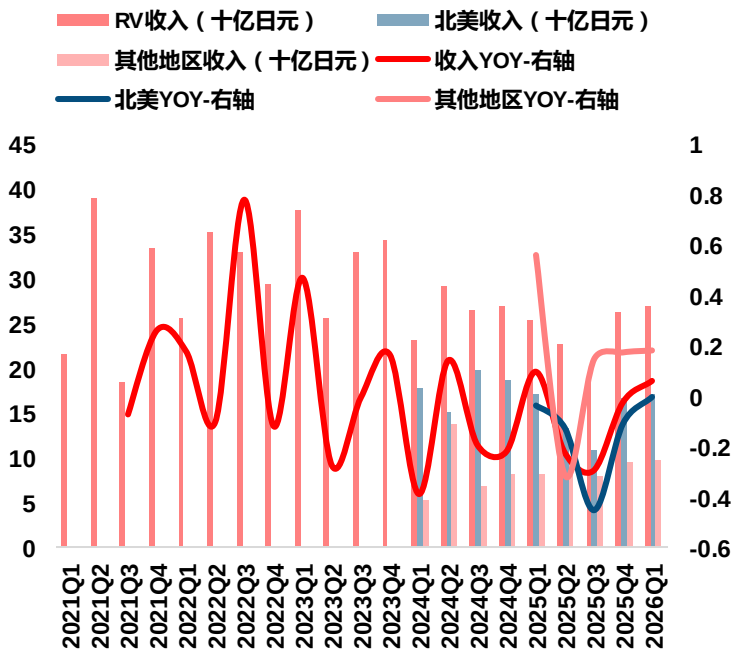
雅马哈：北美收入下滑，利润持续大幅亏损

➢ **RV出现修复+LSM持续下滑，OLV业务继续大幅亏损。**受市场竞争加剧的影响，2026Q1雅马哈OLV（全地形车+高尔夫球车）收入同比-0.4%至412亿日元，经营利润同比-84%至-78亿日元，经营利润率同比-8.7pct至-18.9%；其中，全地形车收入同比+6%至270亿日元（北美持平、非美+18%），低速车收入同比-11%至142亿日元（北美-5%、非美-24%）。

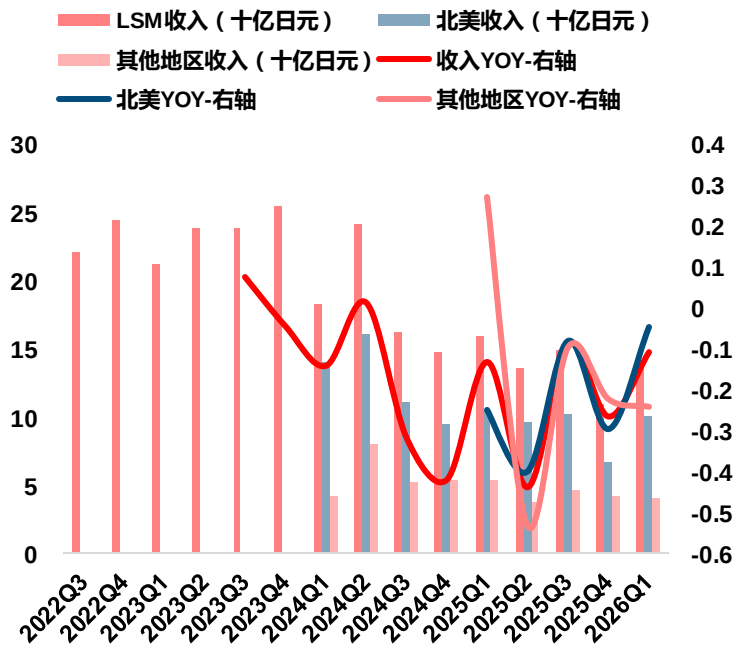
图：雅马哈四轮车收入利润及变化



图：雅马哈全地形车收入及变化



图：雅马哈低速车收入及变化



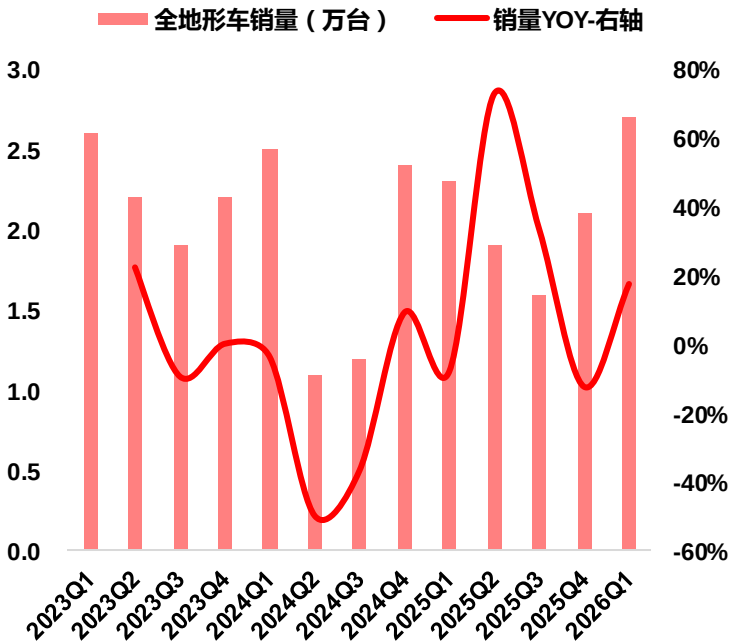
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：雅马哈发动机财报，中信建投

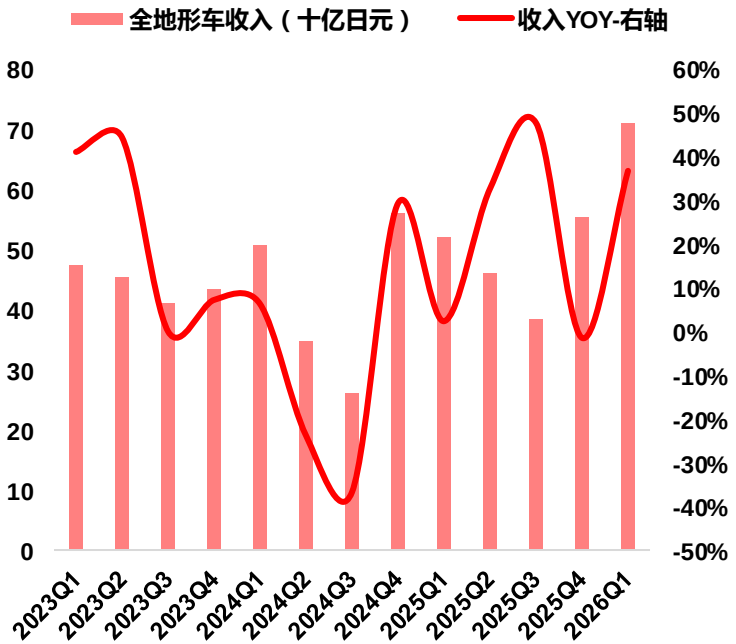
川崎：市占率和价格提升，收入大幅增长

➢ **量价双位数提升形成双击，收入大幅增长。**贷款利率和燃油价格上涨导致全地形车需求减弱，但川崎通过新产品上市和从召回影响中恢复，实现市场份额提升，2026Q1全地形车销量同比+17%、环比+29%至2.7万辆，单价同比+17%、环比-0.2%，收入在量价齐升的情况下同比+37%、环比+28%，达到712亿日元。

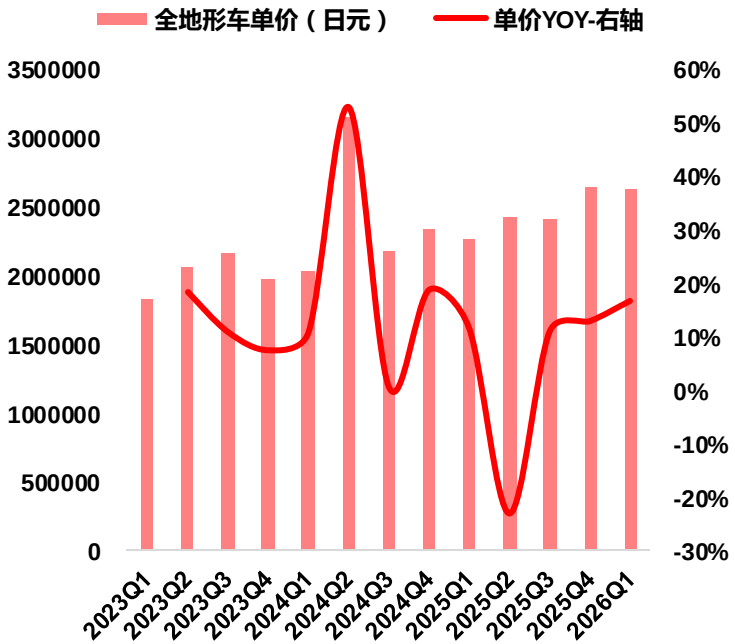
图：川崎全地形车销量及变化



图：川崎全地形车收入及变化



图：川崎全地形车单价及变化



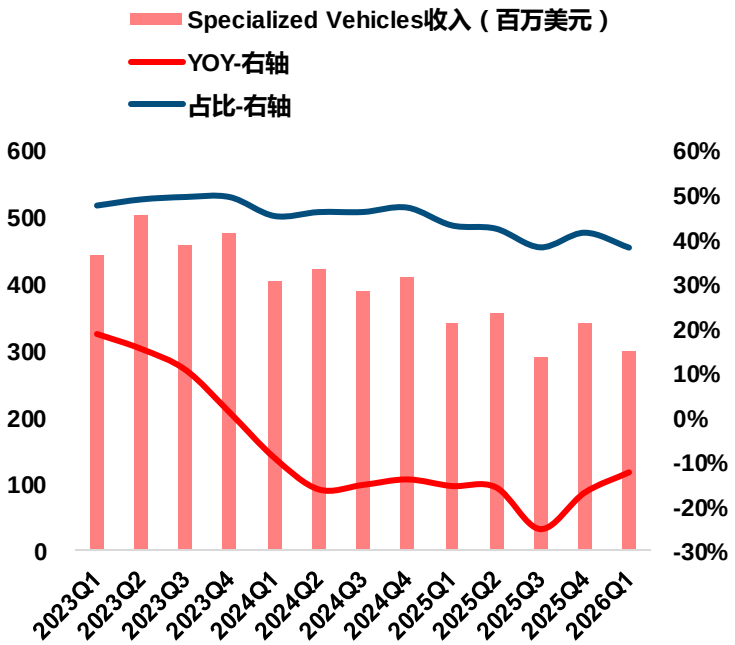
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：川崎重工财报，中信建投

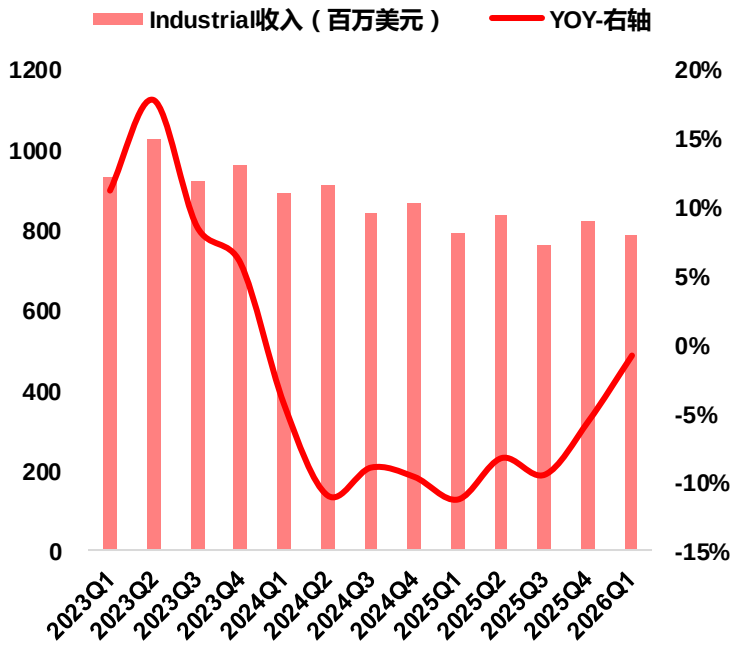
德事隆：特种车收入减少，利润率企稳

➢ **特种车收入持续双位数下滑，利润因效率提升修复。**受北美行业竞争加剧和剥离动力运动业务的影响，E-Z-GO高尔夫球车等业务规模持续收缩，2026Q1特种车收入同比-12%、环比-12%至3.0亿美元，受特种车销售拖累，Industrial业务收入同比-1%、环比-4%至7.9亿美元，经营利润同比+33%至0.4亿美元，经营利润率同比+1.3pct至5.1%，增利不增收主要系剥离部分业务后运营效率的提升。

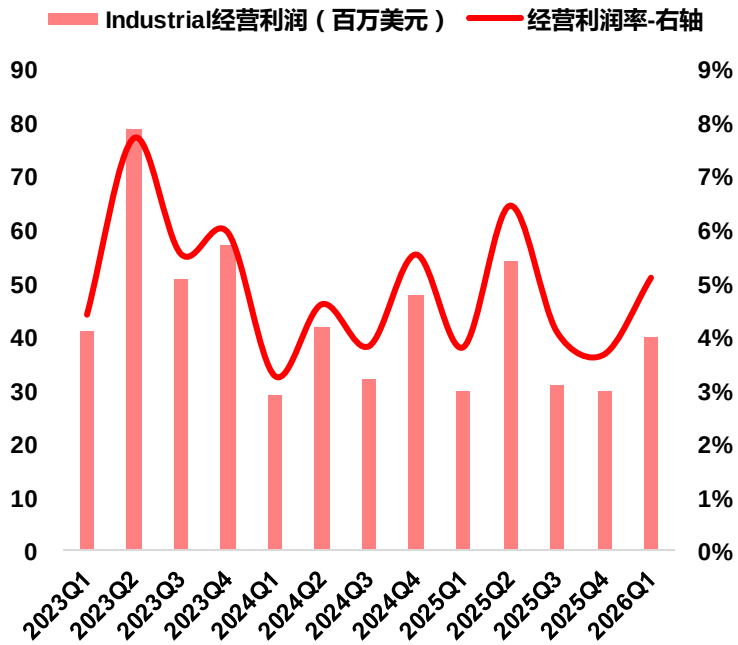
图：德事隆SV业务收入及变化



图：德事隆Industrial业务收入及变化



图：德事隆Industrial业务经营利润及变化



中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：德事隆财报，中信建投

PART 3

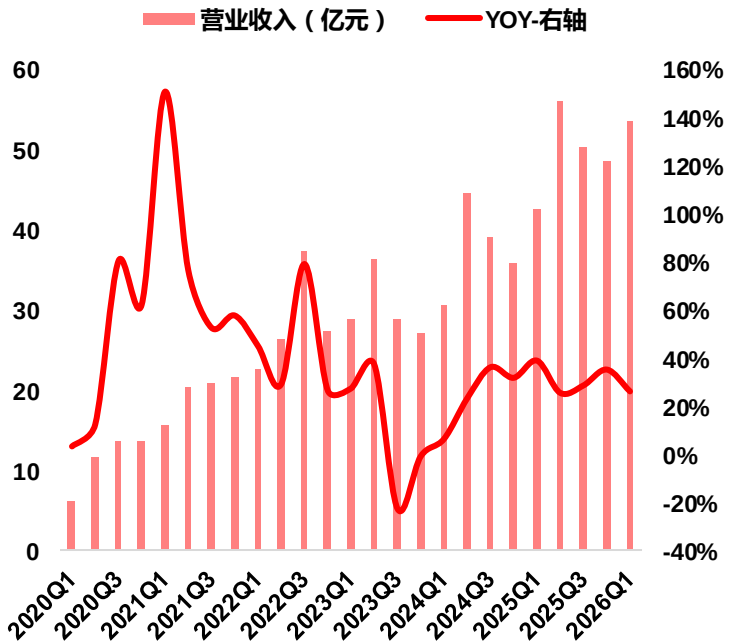
中国企业：全球化新征程，春风/涛涛/林海持续增长

Q6：中国企业的经营情况如何？

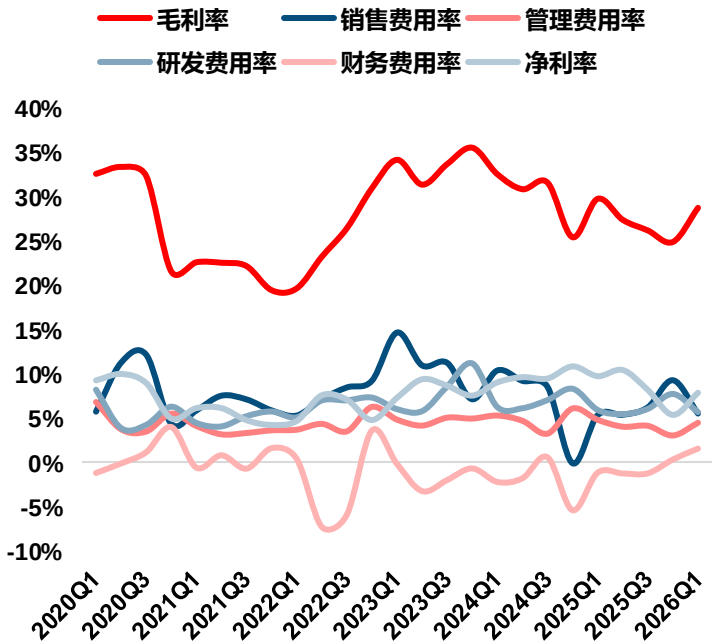
春风：出货增长，收入利润持续增长

➢ **四轮+极核出货增长，收入端延续双位数增长趋势。**收入端，2026Q1同比+26%至53.59亿元，主要受益于全地形车和极核电动两轮车业务的拉动。费用端，2026Q1销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/-0.3/-0.2/+3pct，期间费用率同比+2pct至17%。利润端，2026Q1毛利率同比-1pct至29%、净利率同比-2pct至8%，归母净利润同比+2%至4.23亿元。

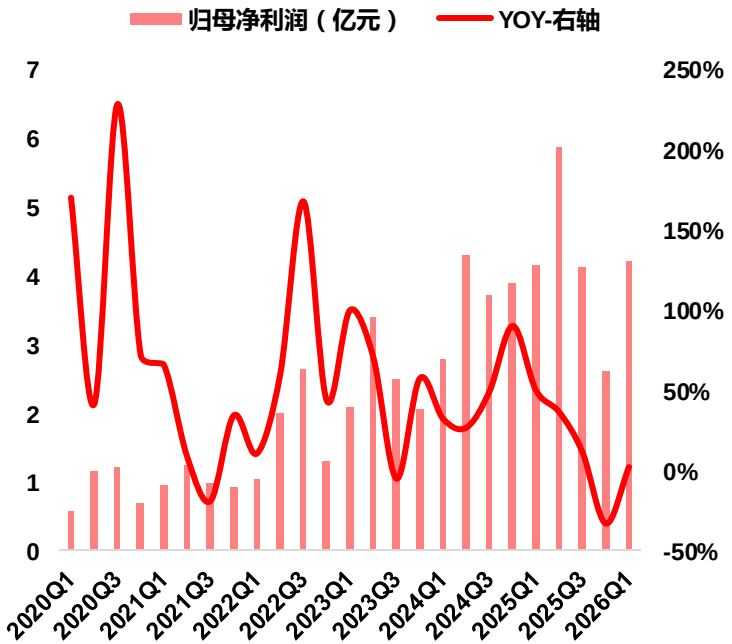
图：春风营业收入及变化



图：春风费用率及利润率变化



图：春风归母净利润及变化



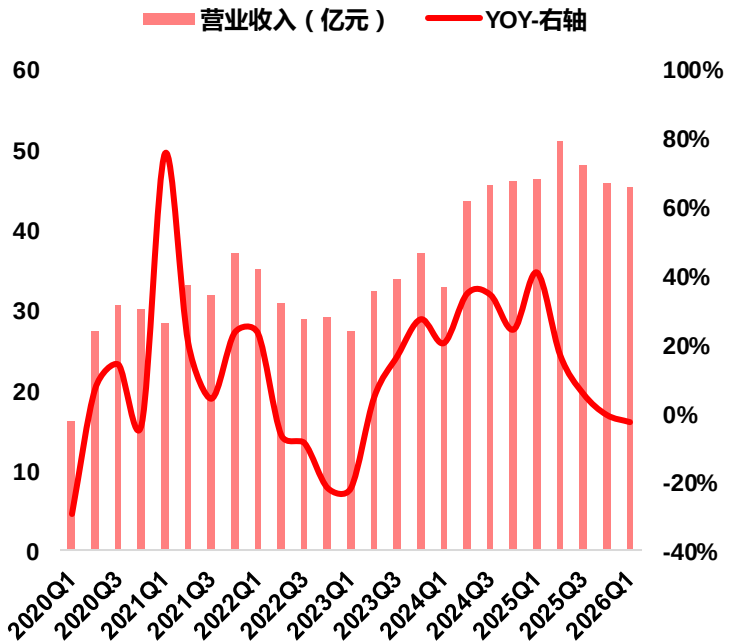
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：春风动力财报，中信建投

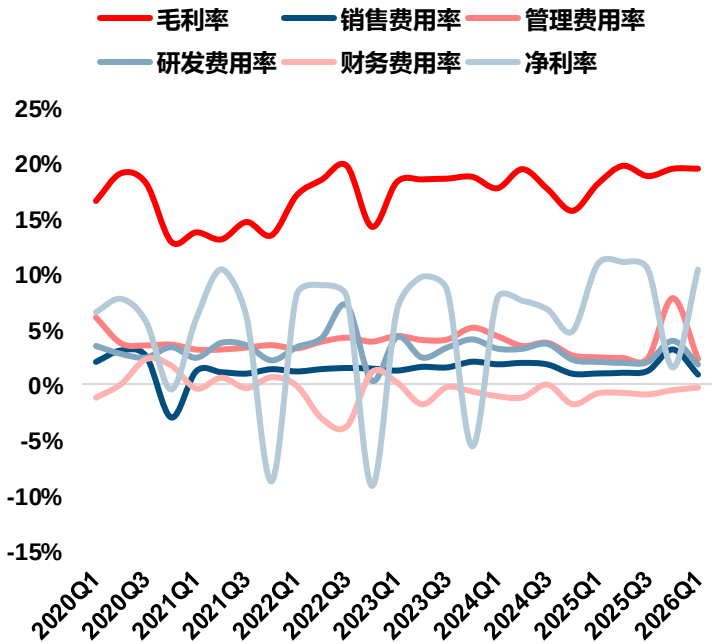
隆鑫：出口持续增长，收入利润略有下滑

➢ **无极+全地形车+三轮车出口强劲，高基数之下收入利润个位数下滑。**收入端，2026Q1同比-3%至45.22亿元，高基数下接近持平，主要受益于无极+全地形车+三轮车+发动机出口的拉动。费用端，2026Q1销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/-0.2/-0.3/+1pct，期间费用率同比+0.01pct至5%。利润端，2026Q1毛利率同比+1pct至19%、净利率同比-0.5pct至10%，归母净利润同比-7%至4.71亿元。

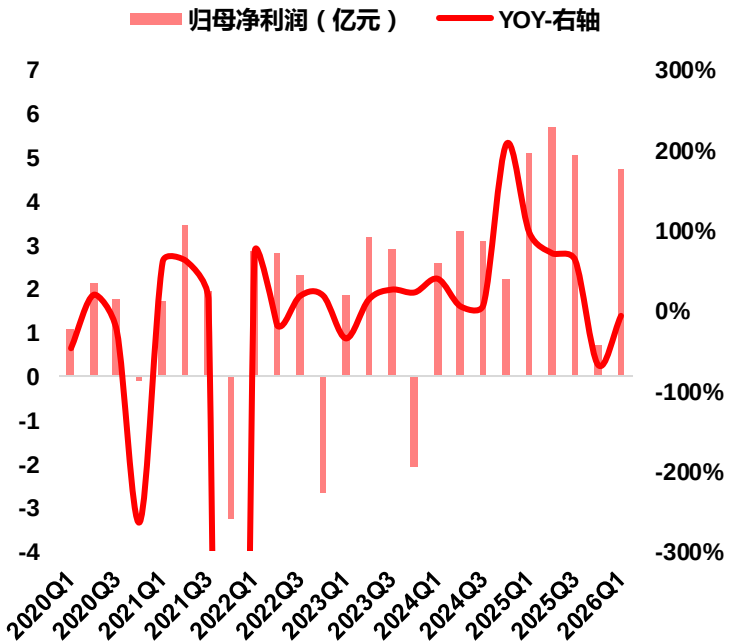
图：隆鑫营业收入及变化



图：隆鑫费用率及利润率变化



图：隆鑫归母净利润及变化



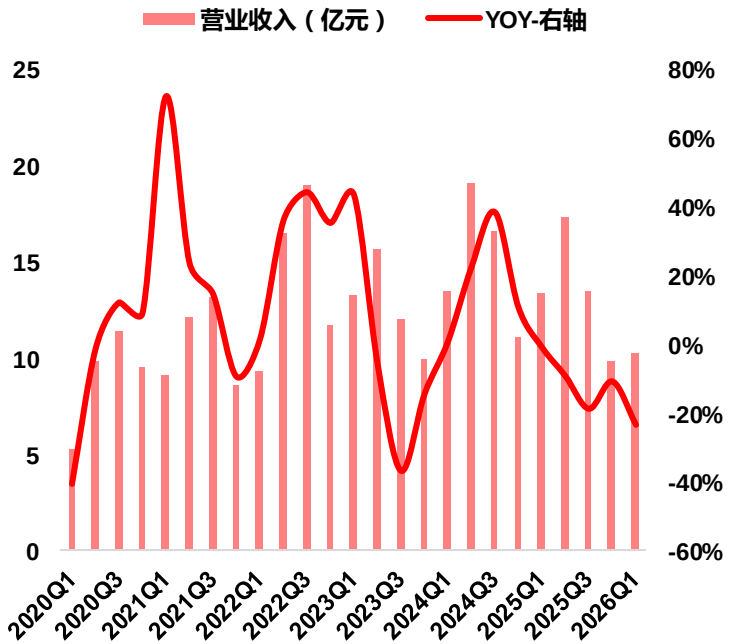
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：隆鑫通用财报，中信建投

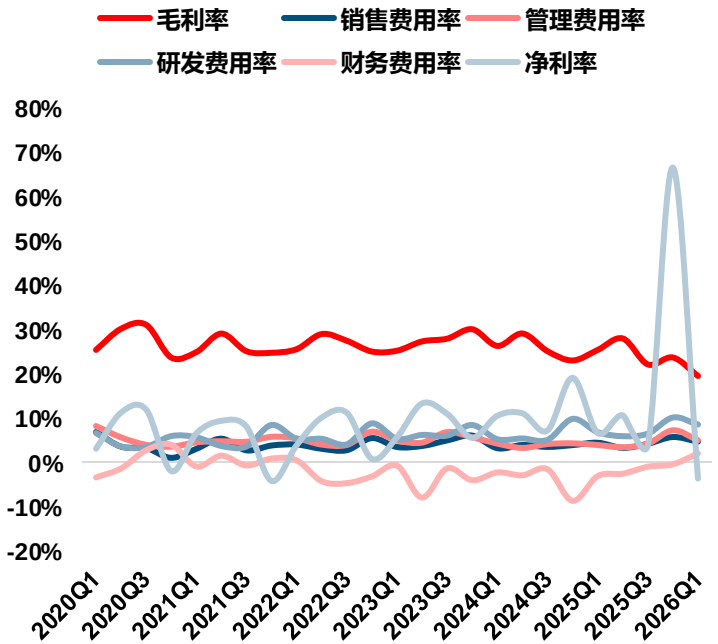
钱江：出货减少+费用率提升，收入利润均下滑

➢ **受内销市场拖累，收入利润降幅扩大。**收入端，2026Q1同比-23%至10.23亿元，主要受国内摩托车行业需求走弱的拖累，降幅继续扩大。费用端，2026Q1销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/+1/+2/+5pct，期间费用率同比+8pct至20%。利润端，2026Q1毛利率同比-6pct至20%、净利率同比-10pct至-4%，归母净利润同比-145%至-0.39亿元。

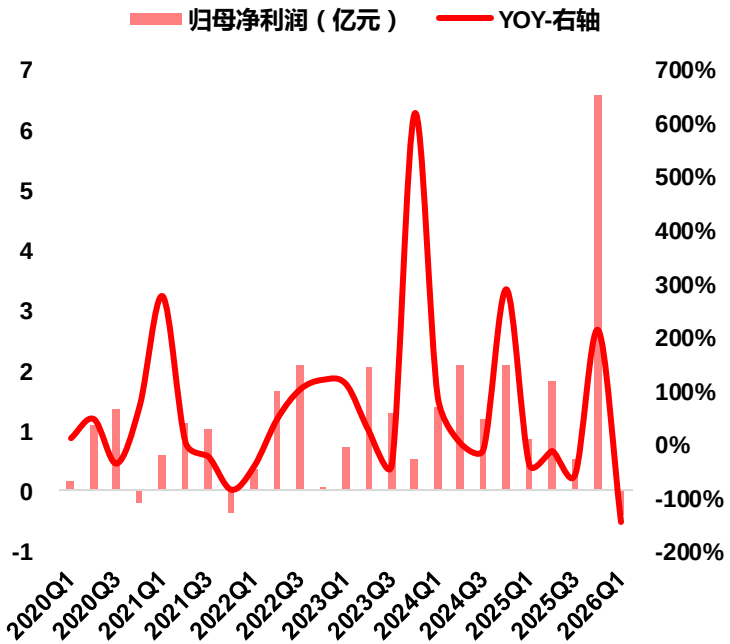
图：钱江营业收入及变化



图：钱江费用率及利润率变化



图：钱江归母净利润及变化



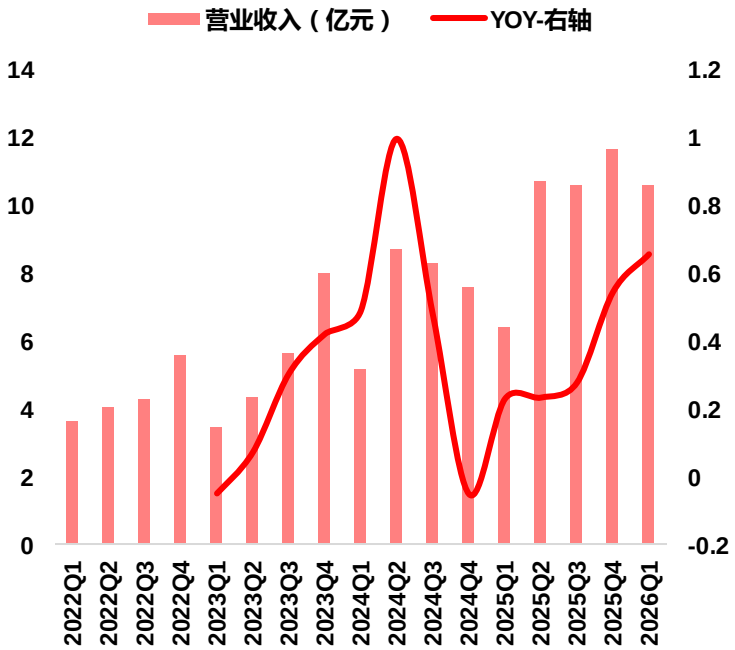
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：钱江摩托财报，中信建投

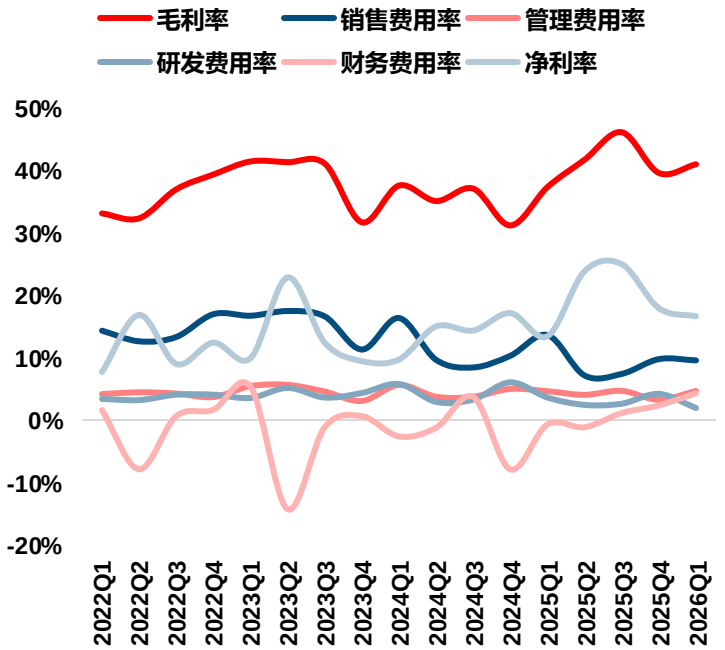
涛涛：出货持续增长，收入利润延续高增

➢ **高尔夫球车出货维持高增，收入利润持续增长。**收入端，2026Q1同比+66%至10.59亿元，单季营收继续超10亿元，主要受益于高尔夫球车业务的拉动。费用端，2026Q1销售/管理/研发/财务费用率分别同比-4/+0.1/-2/+5pct，期间费用率同比-1pct至20%。利润端，2026Q1毛利率同比+4pct至41%、净利率同比+3pct至17%，归母净利润同比+105%至1.76亿元。

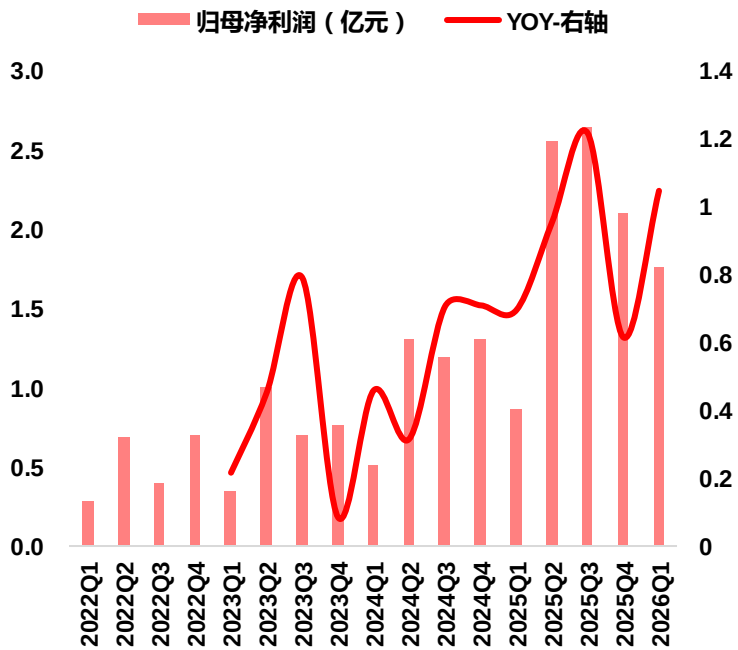
图：涛涛营业收入及变化



图：涛涛费用率及利润率变化



图：涛涛归母净利润及变化



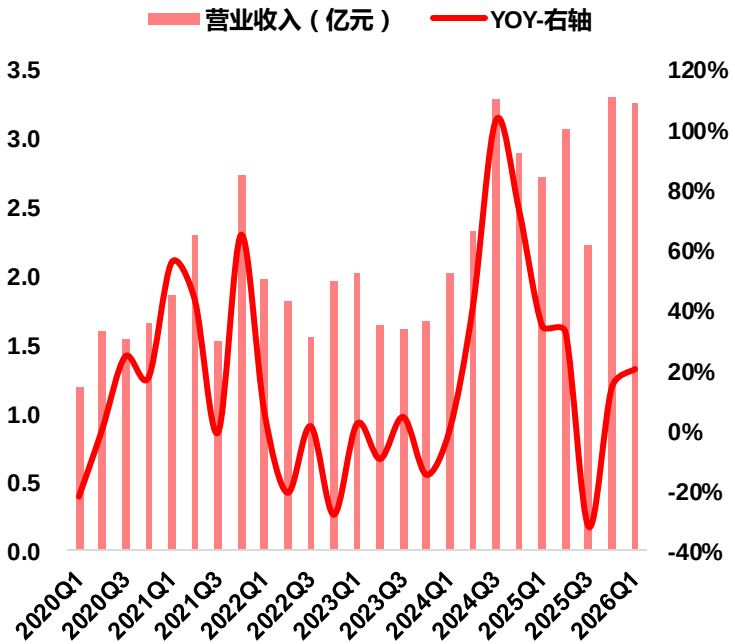
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：涛涛车业财报，中信建投

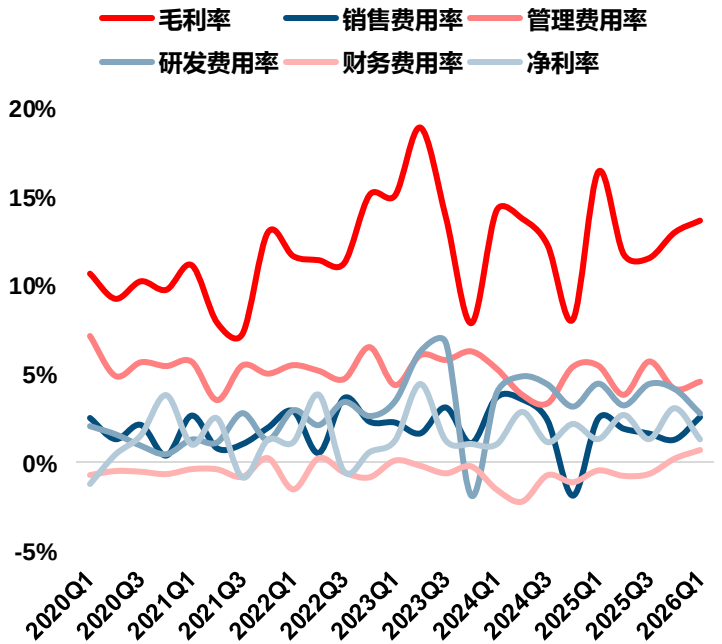
林海：特种车出货增长，收入利润同比增加

➢ **机械+特种车增长，收入利润增加。**收入端，2026Q1同比+20%至3.26亿元，主要受益于高速插秧机、收割机、全地形车、摩托车等业务的增长。费用端，2026Q1销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/-1/-2/+1pct，期间费用率同比-1pct至11%。利润端，2026Q1毛利率同比-3pct至14%、净利率同比-0.01pct至1%，归母净利润同比+19%至0.04亿元。

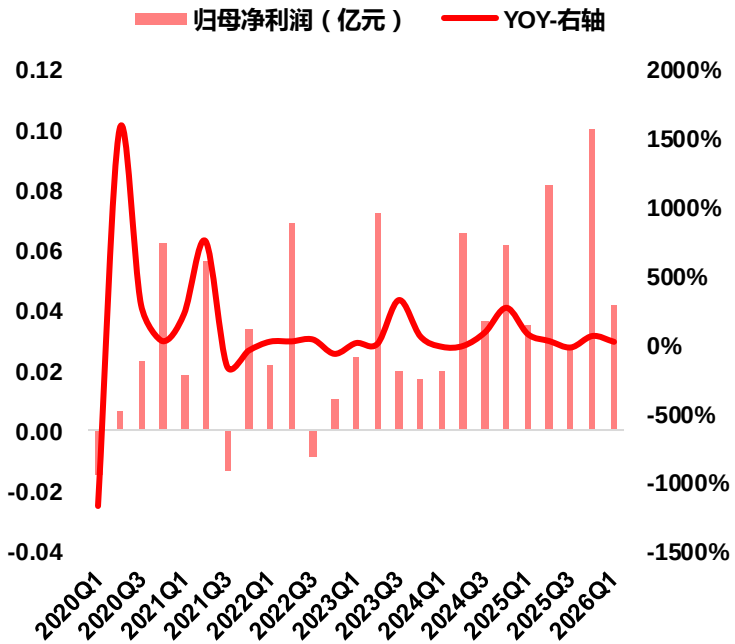
图：林海营业收入及变化



图：林海费用率及利润率变化



图：林海归母净利润及变化



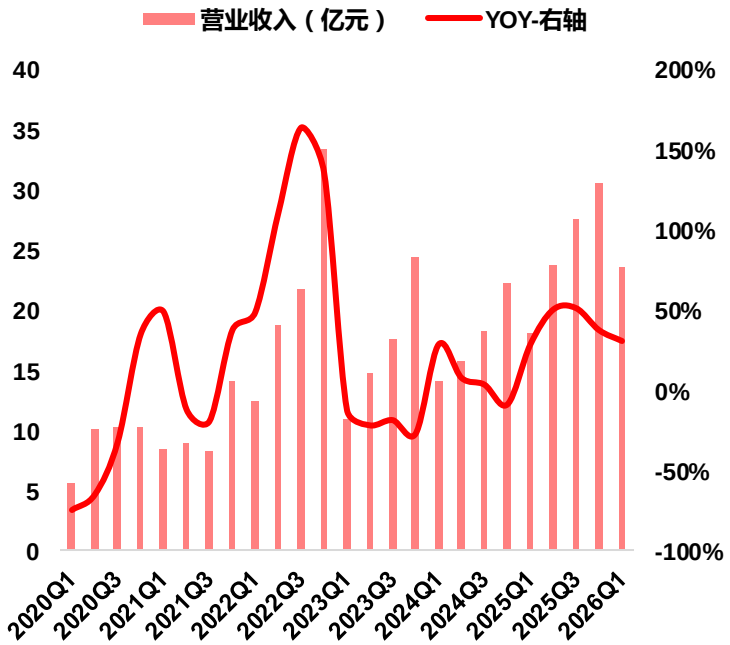
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：林海股份财报，中信建投

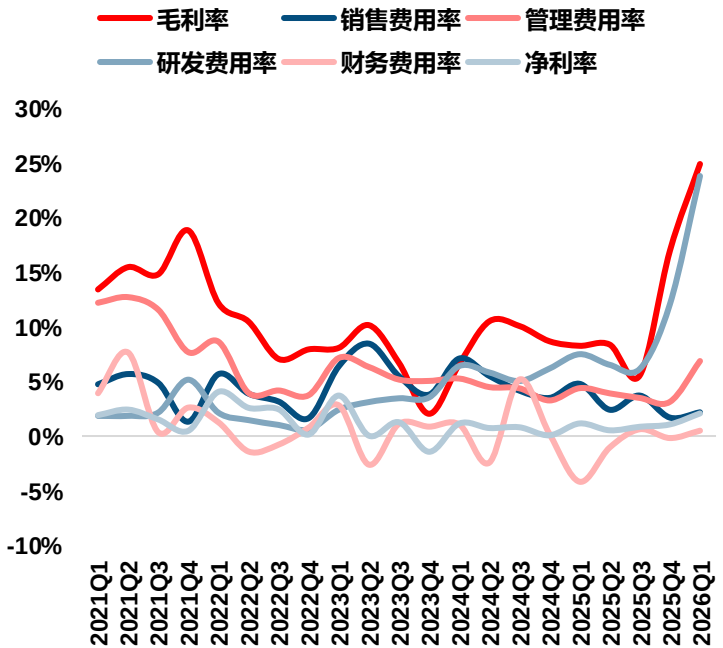
千里：AI+车协同发展，收入利润规模持续增长

➢ **摩托车+智驾收入增长，利润率持续提升。**收入端，2026Q1同比+31%至23.61亿元，主要受益于2025Q4重庆千里智驾科技有限公司纳入合并报表范围，公司新增智能驾驶收入。费用端，2026Q1销售/管理/研发/财务费用率分别同比-3/+2/+16/+5pct，期间费用率同比+21pct至33%。利润端，2026Q1毛利率同比+17pct至25%、净利率同比+1pct至2%，归母净利润同比+141%至0.48亿元。

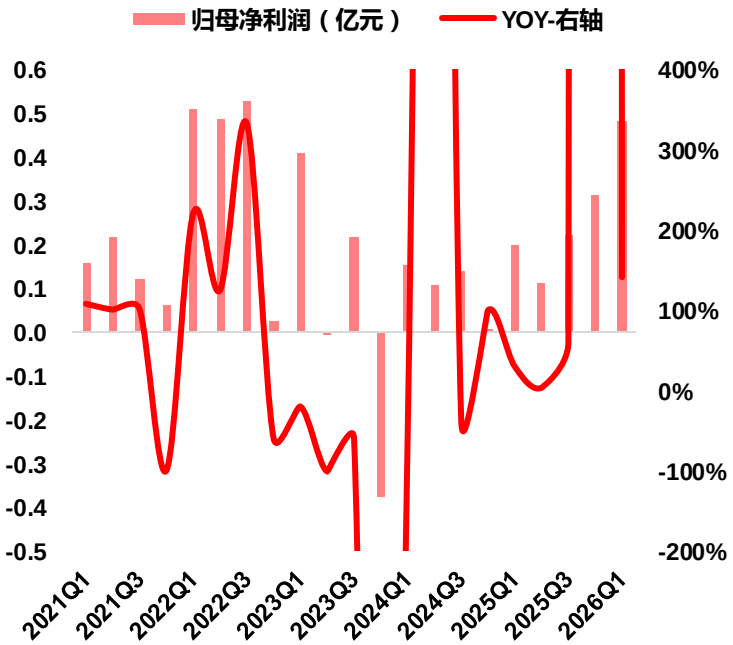
图：千里营业收入及变化



图：千里费用率及利润率变化



图：千里归母净利润及变化



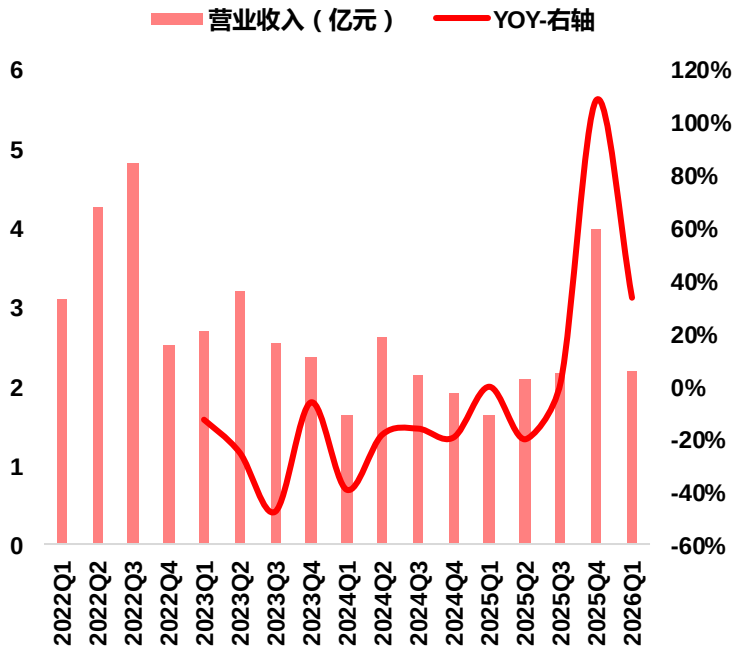
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：千里科技财报，中信建投

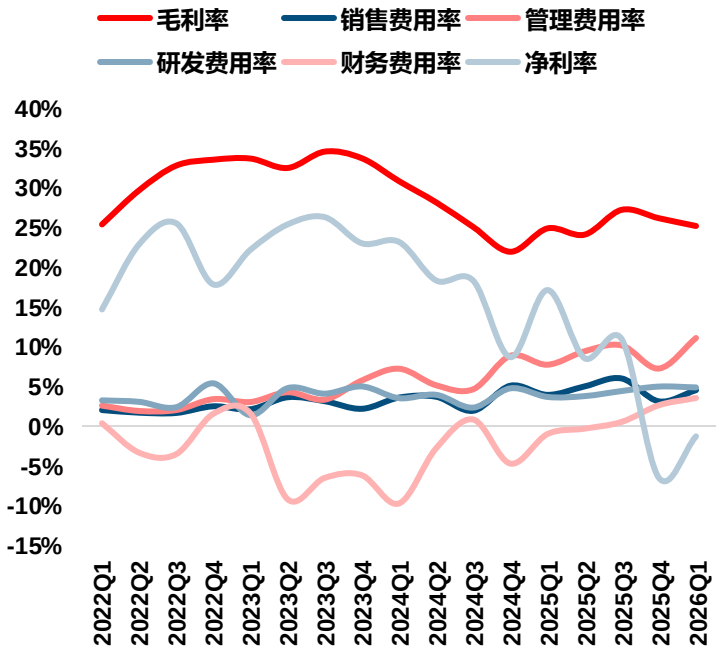
绿通：主业收入利润下滑，半导体贡献收入增量

➢ **高尔夫球车竞争加剧+大摩半导体并入，利润持续下滑。**收入端，2026Q1同比+34%至2.20亿元，收入连续三个季度实现增长，高尔夫球车、观光车等业务开始企稳，半导体贡献增量。费用端，2026Q1销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1/+3/+1/+4pct，期间费用率同比+10pct至24%。利润端，2026Q1毛利率同比+0.3pct至25%、净利率同比-18pct至-1%，归母净利润同比-110%至-0.03亿元。

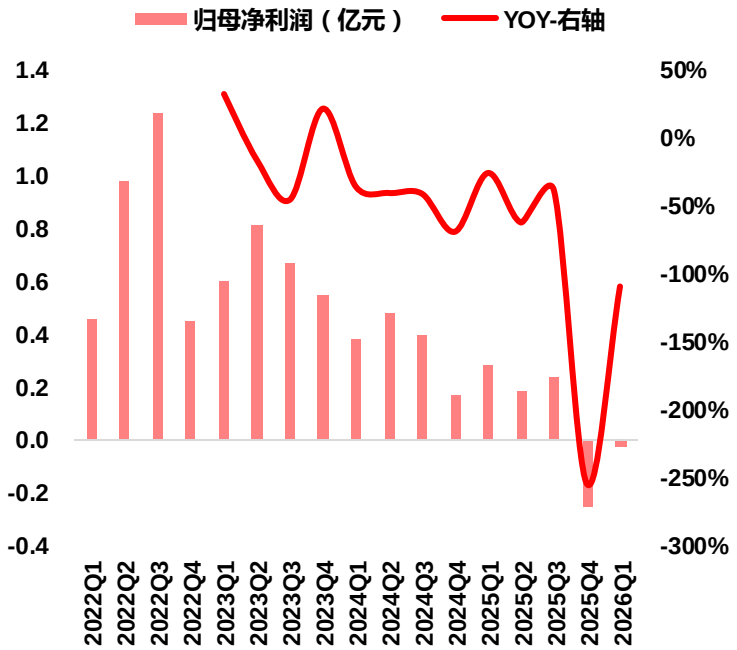
图：绿通营业收入及变化



图：绿通费用率及利润率变化



图：绿通归母净利润及变化



中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：绿通科技财报，中信建投

PART 4

展望：日企指引摩托车继续增长，四轮品牌阵营将分化

Q7：怎么看待后续的竞争格局变化，中国厂商有机会吗？

两轮车：日系指引积极，欧美和新兴市场均预期增长

➢ **日系品牌指引积极，整体预期继续增长。**受益于新兴市场的需求复苏，以及在成熟市场抢占当地品牌的市场份额，日本企业预测2026财年量额将继续增长，其中，本田、雅马哈、铃木预期2026财年日本本土市场下滑，海外市场实现增长，川崎预期2026财年在新兴市场和成熟市场均实现增长。

表：本田2026财年指引增长

单位：万辆	2024A	2025A	2026E
日本	22.4	20.5	16
YOY	-7%	-8%	-22%
北美	54.8	53.8	61
YOY	10%	-2%	13%
欧洲	47.5	40.7	44
YOY	8%	-14%	8%
亚洲	1059.1	1131	1161
YOY	12%	7%	3%
其他地区	184.7	221.3	237
YOY	14%	20%	7%
全球	**1368.5**	**1467.3**	**1519**
YOY	12%	7%	4%

表：雅马哈维持2026年增长指引

单位：万辆	2024A	2025A	2026E
日本	7.2	7.6	6.1
YOY	-5%	6%	-20%
北美	8.2	7.9	8.9
YOY	8%	-4%	13%
欧洲	22.6	21	22
YOY	8%	-7%	5%
亚洲	386.3	390.3	417
YOY	-1%	1%	7%
其他地区	71.8	73.1	76.5
YOY	23%	2%	5%
全球	**496.1**	**499.9**	**530.6**
YOY	3%	1%	6%

表：铃木2026财年指引增长

单位：万辆	2024A	2025A	2026E
日本	3.5	2.7	2.3
YOY	-10%	-23%	-12%
欧洲	4.0	2.8	4
YOY	3%	-30%	33%
北美	3.0	2.8	3
YOY	0%	-7%	7%
亚洲	169.5	181.1	191.7
YOY	6%	7%	4%
其他地区	26.4	31.5	31.1
YOY	25%	19%	-6%
全球	**206.4**	**220.9**	**232.1**
YOY	8%	7%	4%

表：川崎2026财年指引增长

单位：万辆	2024A	2025A	2026E
成熟市场	23.4	23.5	24.0
YOY	11%	0.4%	0.4%
新兴市场	24.6	25.7	28.0
YOY	6%	4%	4%
全球	**48.0**	**49.2**	**52.0**
YOY	8%	3%	2%

资料来源：各公司财报，中信建投

两轮车：美国品牌竞争力下降，哈雷预期2026年持平左右

- **北美+欧洲竞争加剧导致美国品牌丢失份额，哈雷和印第安连续两年下滑，哈雷2026年收入利润指引可能持平。**因行业竞争加剧及自身竞争力下滑，哈雷和印第安等美国品牌销售不及预期，哈雷2026年预期维持持平，印第安2026Q1末完成拆分。
- **预计中国以外的海外市场竞争加剧将延续，中国企业有望在成熟市场抢占长尾份额。**中国企业在技术和产品上的竞争力不断增强，同时具有更强的成本优势和性价比，随着海外渠道拓展和品牌影响力扩大，在通路车和中大排量市场的占有率有望提升。

表：哈雷连续两年下滑后，2026年指引维持持平左右

单位：百万美元	2024A	2025A	2026E（26Q1）
摩托车销量（辆）	151229	132535	130000~135000
YOY	-7%	-12%	-2 to +2%
摩托车业务收入	4121.9	3578.3	
YOY	-15%	-13%	
摩托车经营利润	277.8	-28.7	-40~10
YOY	-58%	-110%	-39%~135%
经营利润率	6.7%	-0.8%	

表：印第安连续两年下滑后，2026Q1末完成拆分

单位：十亿美元	2023A	2024A	2025A	2026Q1
On-Road业务收入	1.2	0.99	0.9	Q1末完成拆分
YOY	2%	-17%	-6%	

中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：各公司财报，中信建投

四轮车：北美市场需求回暖，本土品牌指引乐观

➢ **北美降息后需求复苏，北极星和庞巴迪2026年收入指引增长。**北美进入降息周期以来，行业需求整体回暖，叠加自身库存水平持续下降，北极星和庞巴迪等北美品牌2025年销售已经企稳，并且2026年指引收入继续增长，头部品牌的份额可能保持稳定。但利润端出现分化，北极星指引利润增长，庞巴迪指引利润下滑，主要受关税成本剧增的影响。

表：北极星连续两年下滑后，2026财年指引收入利润增长

单位： 十亿美元	2024A	2025A	2026E (2025Q4)	2026E (2026Q1)
总收入	**7.2**	**7.2**	**7.2 to 7.4**	**7.15 to 7.3**
YOY	↓ 20%	↓ 0.3%	↑ 1% to ↑ 3%	Flat to ↑ 2%
EBITDA	**0.6**	**0.4**	**0.47 to 0.51**	**0.48 to 0.53**
YOY	↓ 38%	↓ 35%	↑ 14% to ↑ 24%	↑ 14% to ↑ 24%
EBITDA利润率	**8.9%**	**5.7%**	**6.5% to 6.9%**	**↑20% to ↑32.5%**
EBITDA利润率 YOY	↓ 257 bps	↓ 312 bps	↑ 80 to 120 bps	↑ 100 to 140 bps

表：庞巴迪2026财年指引收入继续增长，但利润下滑

单位： 百万加元	2024A	2025A	2026E (2025Q4)	2026E (2026Q1)
Year-Round Products	4307.2	4802.4	5175-5325	5325-5450
YOY	↓ 19%	↑ 11%	↑ 8% to 10%	↑ 11% to 14%
Seasonal Products	2370.4	2291.5	2375-2450	2425-2500
YOY	↓ 31%	↓ 3%	↑ 4% to 7%	↑ 6% to 9%
PAC & OEM Engines	1225.3	1348.8	1350-1400	1375-1425
YOY	↑ 3%	↑ 10%	Flat to ↑ 4%	↑ 2% to 6%
Powersports业务收入	**7902.9**	**8442.7**	**8900-9150**	**9125-9375**
YOY	↓ 20%	↑ 7%	↑ 5% to 8%	↑ 8% to 11%
EBITDA	**1057.8**	**1103.4**	**1175-1275**	**925-975**
YOY	↓ 38%	↑ 4%	↑ 6% to 16%	↓ 16% to 12%
EBITDA利润率	**13%**	**13%**	**12.8%-14.3%**	**10.1%-10.4%**

资料来源：各公司财报，中信建投

四轮车：二线品牌指引分化，预计雅马哈全地形车将掉队

➢ **二线的日系品牌有所分化，中国企业有机会抢占份额。**由于北美市场价格竞争加剧，雅马哈2026财年指引全地形车继续下滑，川崎和春风等二线品牌继续扩大四轮车业务的产能投入和产品开发力度，预计将跑赢行业和头部品牌，市场份额持续提升。美国电动高尔夫球车行业需求高增，拥有海外产能布局的中国企业竞争力强劲，抢占三大品牌份额，雅马哈2025财年高尔夫球车业务收入大幅下滑，2026财年指引恢复增长，预计涛涛等中国企业将继续受益行业需求提升，同时提升市占率。

表：雅马哈2026财年全地形车指引下滑

单位：十亿日元	2024A	2025A	2026E
RV收入	105.8	93.9	87
YOY	-19%	-12%	-7%
RV经营利润	-18.3	-	-
YOY	-354%	-	-
经营利润率	-17.3%	-	-

表：川崎2026财年指引量额持续增长

单位：十亿日元；万辆；日元	2024A	2025A	2026E
全地形车收入	169.0	192.2	240.0
YOY	-6%	14%	14%
全地形车销量	7.0	7.9	9.5
YOY	-20%	13%	14%
全地形车单价	2414286	2546988	2526316
YOY	18%	5%	-1%

表：雅马哈2026财年高尔夫球车指引增长

单位：十亿日元	2024A	2025A	2026E
LSM收入	73.7	55.3	73
YOY	7%	-25%	32%
LSM经营利润	0.9	-	-
YOY	116%	-	-
经营利润率	1.2%	-	-

资料来源：各公司财报，中信建投

PART 5

投资建议与风险提示

投资建议与风险提示

- **投资建议：**动力运动行业处于增长快车道，消费升级、休闲娱乐需求增加助推全地形车、中大排量摩托车产品渗透，中国摩托车企业近年来产品力提升，性价比优势明显，有望抢占海外市场份额，产品结构不断优化，市占率与利润率持续提升。推荐全地形车出口龙头、从高端玩乐向大众出行领域拓展的**春风动力**，推荐高尔夫球车强势品牌、人形机器人新军的**涛涛车业**，关注**隆鑫通用**等中国摩托车出口企业。

- **风险提示：**
- **1）海外需求不及预期：**两轮车和四轮车海外销售占比持续扩大，其中两轮车出口主要以亚非拉等新兴市场为主，四轮车出口主要以欧美等成熟市场为主，受海外需求影响较大，如果海外面临经济下行或通胀加剧等情况，中国摩托车企业的境外销售将受到冲击。
- **2）运费及汇率波动风险：**中国摩托车企业外销收入占比整体提升，因此受运价和汇率影响较大。首先，如果运价大幅提升，既会增加产品运输成本，从而对毛利率造成负面影响，又会对出口形成阻力，从而影响公司整体经营。其次，汇率长期波动会影响外贸企业的价格策略和经营战略，美元汇率短期波动较大，当前美元兑人民币即期汇率为6.7左右。
- **3）贸易摩擦及加征关税风险：**由于近几年中国企业在ATV、电动高尔夫球车领域的市占率快速提升，抢占北美和日本品牌的市场份额，当前出口到美国的ATV被加征关税，电动高尔夫球车已经被双反，如果后续在UTV领域也抢占市场份额，并且贸易摩擦进一步加剧，或关税政策进一步收紧，将影响中国企业的竞争力和利润率。

分析师介绍

马王杰：中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等。

吕育儒：中信建投证券家电和农业行业分析师，西南财经大学经济学硕士。专注于大显示（电视/投影仪/激光投影）、动力运动（全地形车/摩托车）、科技消费（运动相机/AI眼镜/智能家居/便携储能）、地产链（厨电/集成灶/照明电工）、海外宠物等领域研究。

胡天贶：中信建投证券汽车行业分析师，中国人民大学经济学硕士，华中科技大学经济统计学学士，2021年加入中信建投证券。2021年新财富、水晶球团队成员，2022年新财富、水晶球、金牛奖团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）5613-5088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk

中信建投证券
CHINA SECURITIES