下载日志已记录，仅供内部参考

春风动力：全地形及油摩深化全球发展，电动两轮开拓第三曲线

春风动力（603129.SH）
摩托车及其他

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 09 月 08 日

评级： 买入（首次）

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

Email：hejy02@zts.com.cn

分析师：刘欣畅

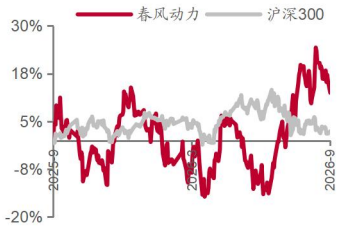
执业证书编号：S0740522120003

Email：liuxc03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	153.48
流通股本(百万股)	153.48
市价(元)	288.60
市值(百万元)	44,295.13
流通市值(百万元)	44,295.13

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,038	19,746	26,788	32,679	40,027
增长率 yoy%	24%	31%	36%	22%	22%
归母净利润（百万元）	1,472	1,675	2,379	2,970	3,805
增长率 yoy%	46%	14%	42%	25%	28%
每股收益（元）	9.72	10.98	15.50	19.35	24.79
每股现金流量	19.48	25.84	25.19	33.12	43.94
净资产收益率	23%	22%	23%	22%	22%
P/E	30.1	26.4	18.6	14.9	11.6
P/B	7.2	5.9	4.4	3.4	2.6

备注：股价截止自2026 年 09 月 07 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **全地形车：产品结构升级量利齐增，竞对走弱&关税改善迎发展良机。**
全地形车需求集中于北美与欧洲，占全球需求量分别约 73%和 16%，2025 年全球行业总量约 97 万辆，预计未来三年年均销量维持在 100-110 万辆；北美市场 UTV 占比在 65%以上、结构趋于中高端。公司为利润与现金流核心来源，拥有 CFORCE/UFORCE/ZFORCE/XFORCE 四系列产品、覆盖 400-1000cc 全排量段，近年 U10 Pro、Z10、X10 等高端新品持续推出，加强在高端市场竞争力。2024-2026H1 销量同比分别+15%/+17%/+29%，出口 ASP 由约 3.3 万元提升至约 5.5 万元，呈现量价共振；泰国、墨西哥工厂陆续落地并处于爬产阶段，毛利率有望进一步上行。关税端，2026.04 后公司墨西哥工厂产品与满足 USMCA 认证产品的关税差距收窄至 2.5%、2026.06 后进一步收窄至 0%附近，竞争压力显著缓解。竞对方面，北极星、庞巴迪渠道收缩、财务承压，2025 年毛利率分别为 20.2%、22.7%，而公司 2024-2025 年营收同比+9%/+36%、毛利率达 32.1%，持续增长且盈利优势显著。
- **燃油摩托：欧洲代理权优化完毕迎高增，拉美或成增量市场。**
两轮燃油摩托内销端国内总量略承压，但中大排量格局集中，2026H1 春风+隆鑫+钱江合计份额达 56.5%、春风份额达 27%；公司自 2024 年起加快小排量踏板投放，2026H1≤250cc 摩托内销达 4.2 万辆、同比+250%，形成"中大排玩乐车+通勤踏板"双线结构。出口端行业温和扩张，出口总量由 2023 年 785 万辆增至 2025 年 1260 万辆、2026H1 达 718 万辆同比+18%，欧洲及拉美贡献主要增量。欧洲五国占据欧洲 80%销量、总量约 100-110 万辆，公司在意大利份额达 5.6%、法国份额达 4.5%；西班牙、德国于 2025.06 完成代理商切换，切换后进展迅速，西班牙 2026 年 1-7 月增速达 345%、德国 2026H1 份额达 5.3%且五款产品进入跨骑 TOP50。拉美四国 2025 年销量合计约 594 万辆、同比+18%且持续扩容，公司在阿根廷大排量市占率第三、哥伦比亚 2025 年销量同比+53.9%，后续有望持续提升。
- **电动两轮车：渠道产能高速扩张，公司成长新引擎。**
2025 年新国标对车速、重量、电机功率等限制更严苛，合规成本上升，切换后电自需求短期承压、中长途与高性能需求部分转向电摩/电轻摩，2026H1 电动两轮车销量 2825 万辆、同比-13%，而国内电摩销量达 190 万辆、同比+13%。极核背靠春风油摩底蕴、以高端定位切入电摩，2025 全年销量达 55 万辆、同比+420%，已成为公司继全地形车、大排量燃油摩托之后的第三增长曲线。渠道端 2025 年极核门店突破 2050 家、新增 1260 家同比翻倍，并计划 2026 年突破 3200 家、2028 年突破 8500 家；产能端嘉兴年产 300 万台套项目总投 35 亿元、建设期 2 年，达产后新增燃油摩托 20 万辆、电动自行车 170 万辆、电动摩托 110 万辆，为后续上量提供产能保障。
- **盈利预测：**根据我们预测，2026-2028 年公司归母净利润分别为 23.8/29.7/38.0 亿元，对应 PE 分别为 18.6/14.9/11.6，考虑到公司全地形车在北美高端化进程加速，油摩在欧洲份额稳步上行，电动两轮高速起量中，我们认为公司估值仍存在向上提升空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：国内大排量摩托车增速不及预期、海外市场开拓不及预期、新品投放进度不及预期的风险、报告中公开资料信息滞后及更新不及时的风险、第三方数据失真、不准确或不完整的风险。**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、全地形车及油摩布局全球稳健成长，电动两轮开拓第三成长曲线 5
1.1 发展历程：全地形车+油摩布局全球，电动两轮开拓第三曲线 5
1.2 产品结构：全地形及油电两轮共筑产品矩阵 5
1.3 营收端：全地形及油摩稳健成长，电动两轮营收高增 6
1.4 毛利率端：历经海运费/关税扰动，当前逐步企稳回升 6
1.5 费用及利润端：费率控制较好，利润稳健增长 7

二、全地形车：产品结构升级量利齐增，竞对走弱&关税改善公司迎发展良机 8
2.1 全地形车分类：ATV&SSV 定位休闲娱乐，UTV 更具实用性 8
2.2 全地形车行业：需求集中于北美&欧洲，北美高端占比高 8
2.3 全地形车行业：北美以日系+欧系主导、春风在欧洲稳居龙头 9
2.4 公司全地形：C/U/Z/X 四系列产品、结构逐步高端化头 9
2.5 边际变化：美国全地形车关税政策调整，公司与竞品当前基本无差距 11
2.6 竞对分析①：竞品渠道收缩，公司高速扩张 12
2.7 竞对分析②：竞品财务承压，公司稳健成长 12

三、燃油摩托：欧洲代理权优化完毕迎高增，拉美或成增量市场 13
3.1 油摩内销：总量承压且格局分散，大排量格局集中 13
3.2 油摩出口：总量温和增长，全排量段表现均较好 14
3.3 欧洲油摩：市场集中于欧洲五国，代理商切换+产品节奏共促公司份额上行 15
3.4 拉美油摩：拉美四国占比较高，市场高速扩容中 19

四、电动两轮车：渠道产能高速扩张，公司成长新引擎 20
4.1 电动两轮车：2025 新国标出台后对电自行冲击较大，电摩短期受益 20
4.2 电动两轮车：极核销量高增，由高端化切入电动两轮市场 21
4.3 电动两轮车：渠道+产能高速扩张，极核成为公司第三成长曲线 21

五、盈利预测与投资建议 22
盈利预测 22
估值及可比公司对比 23

六、风险提示 24

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：春风动力公司发展历程 5
图表 2：公司产品矩阵梳理 6
图表 3：2018-2026H1 公司营收（亿元）及同比 6
图表 4：2018-2026H1 公司分业务营收（亿元） 6
图表 5：2018-2026H1 公司整体毛利率（左轴）与中国出口集装箱运价指数（右轴:点）情况 7
图表 6：2018-2025 公司分业务毛利率情况 7
图表 7：2018-2026H1 公司期间费用率情况 7
图表 8：2018-2026H1 公司归母净利润（亿元）及利润率 7
图表 9：公司产品矩阵梳理 8
图表 10：2019-2025 全球 UTV/SSV 总量（辆） 8
图表 11：2019-2025 北美及其余地区 UTV 占全地形车比例情况 8
图表 12：2023 年美国+加拿大全地形车市场格局 9
图表 13：2020 年 1-9 月欧洲全地形车市场格局 9
图表 14：公司在美国全地形车产品矩阵 9
图表 15：2019-2026H1 公司全地形车销量（万辆）及同比 10
图表 16：2019-2026H1 公司全地形车单车平均价值量（万元） 10
图表 17：公司全地形车产能情况 10
图表 18：公司全地形车产能（万辆）及产能利用率 10
图表 19：国内工厂 ATV 出口美国关税税率变化 11
图表 20：国内工厂 UTV 出口美国关税税率变化 11
图表 21：泰国工厂全地形车出口美国关税税率变化 12
图表 22：墨西哥工厂全地形车出口美国关税税率变化 12
图表 23：公司与北极星、庞巴迪全球网点数量（个）变化 12
图表 24：公司与北极星、庞巴迪全地形车相关业务营收对比 13
图表 25：公司与北极星、庞巴迪全地形车相关业务毛利率对比 13
图表 26：2023-2026H1 排量≤250cc 油摩国内销量（万辆）及同比 13
图表 27：2023-2026H1 排量＞250cc 油摩国内销量（万辆）及同比 13
图表 28：2024 年国内两轮燃油摩托车市场格局 14
图表 29：国内＞250cc 两轮燃油摩托格局 14
图表 30：公司国内在售的踏板油摩产品 14
图表 31：公司国内排量≤250cc 油摩销量（万辆）及同比 14
图表 32：2023-2026H1 两轮燃油摩托出口总量（万辆，左轴）及同比增速 15
图表 33：2023-2026H1 排量＞250cc 两轮燃油摩托出口总量（万辆，左轴）及占比 15
图表 34：近年 250＜排气量≤500cc 的燃油摩托及脚踏车出口增量（辆）流向 15
图表 35：近年排气量＞500cc 的燃油摩托及脚踏车出口增量（辆）流向 15
图表 36：2019-2026H1 欧洲五国摩托车合计销量（万辆） 16
图表 37：2019-2026H1 欧洲五国摩托车销量结构 16
图表 38：2021 年意大利跨骑摩托品牌格局 16
图表 39：2026H1 意大利跨骑摩托品牌格局 16
图表 40：春风跨骑摩托在意大利销量（辆）及份额 17
图表 41：2022 年西班牙摩托品牌格局 17
图表 42：2026 年 1-7 月西班牙摩托品牌格局 17
图表 43：2022 年法国摩托品牌格局 18
图表 44：2026H1 法国摩托品牌格局 18
图表 45：公司油摩在法国销量（辆）及份额 18
图表 46：2026H1 德国跨骑摩托市场格局 19
图表 47：2026H1 进入德国跨骑摩托 TOP50 的春风产品 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 48：2015-2025 拉美地区摩托车市场格局 19
图表 49：2022-2026H1 拉美四国摩托车销量（万辆） 19
图表 50：2025.10 哥伦比亚摩托车市场格局 20
图表 51：2025.10 阿根廷摩托车格局 20
图表 52：电动车新国标调整细则 20
图表 53：2021-2026H1 中国电动两轮车销量（万辆）及同比 21
图表 54：2019-2026H1 中国电动摩托车销量（万辆）及同比 21
图表 55：极核电摩月度销量（万辆） 21
图表 56：极核以高端定位进入电摩市场 21
图表 57：极核渠道数量及后续展望 22
图表 58：极核产能规划 22
图表 59：盈利预测（亿元） 23
图表 60：可比公司估值对比 23

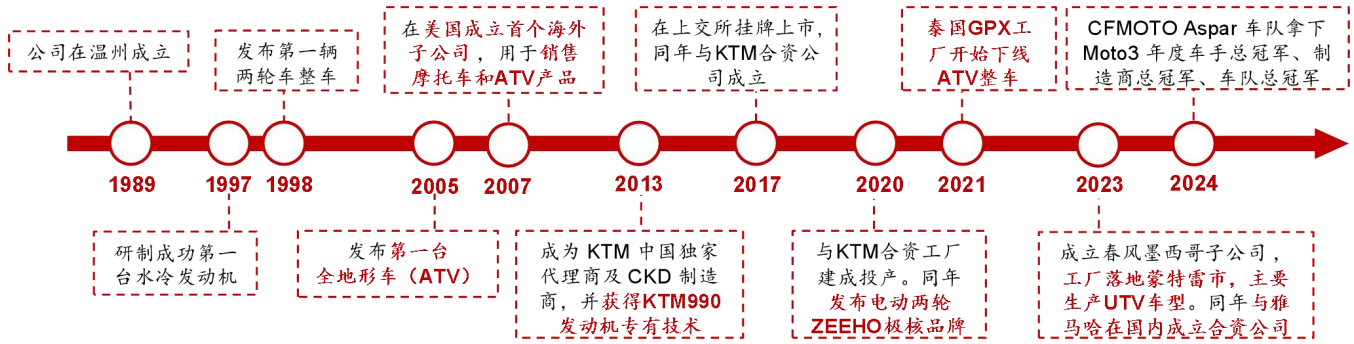
下载日志已记录，仅供内部参考

一、全地形车及油摩布局全球稳健成长，电动两轮开拓第三成长曲线

1.1 发展历程：全地形车+油摩布局全球，电动两轮开拓第三曲线

- **立足动力技术，切入两轮整车（1989-2000）：**1989 年公司在温州成立，开启创业征程。经过多年在核心动力技术上的积累，1997 年研制成功第一台水冷发动机，1998 年公司发布第一辆两轮车整车，正式进入摩托车整车领域，为后续的规模化发展打下基础。
- **深化两轮，拓展四轮进军海外（2001-2018）：**2000 年后公司品类与版图持续扩张，2005 年发布第一台全地形车（ATV），实现从两轮到四轮的拓展，2007 年在美国成立首个海外子公司，正式进军北美。2013 年与 KTM 合作并获得 KTM990 发动机专有技术，为大排量技术奠基，“四轮全地形+双轮油摩”双产品线格局初步形成。
- **开拓电动两轮品类，四轮产能布局海外（2019-至今）：**2020 年公司发布电动两轮品牌 ZEEHO 极核，正式开辟电动化新赛道。2021 年，泰国工厂开始下线 ATV 整车，2023 年春风墨西哥工厂落地，同年又与雅马哈在国内成立合资公司，全球产能与合作生态进一步完善。此外公司在国际赛事中斩获冠军，标志着公司以赛事实力站上世界顶级摩托运动舞台，从中国制造迈向全球品牌。

图表 1：春风动力公司发展历程



来源：公司官网，公司公告，财经网，摩托范,中泰证券研究所

1.2 产品结构：全地形及油电两轮共筑产品矩阵

- **①全地形车：**品牌欧洲市占率连续十年稳居第一。是公司利润与现金流的核心来源；SSV/UTV 在全球全地形车结构性升级中占比抬升，将带动均价与盈利中枢上移。
- **②燃油两轮摩托：**公司为 2025 年国内 200cc 以上排量段跨骑份额第一，国内大排量摩托龙头；出口端在欧洲、拉美加速渗透，持续替代海外品牌，同样是公司重要的增长引擎。
- **③电动两轮车：**定位中高端电动两轮，承接公司在动力、智能化与设计上的技术外溢，成长空间较大，或成为公司第三增长曲线。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：公司产品矩阵梳理

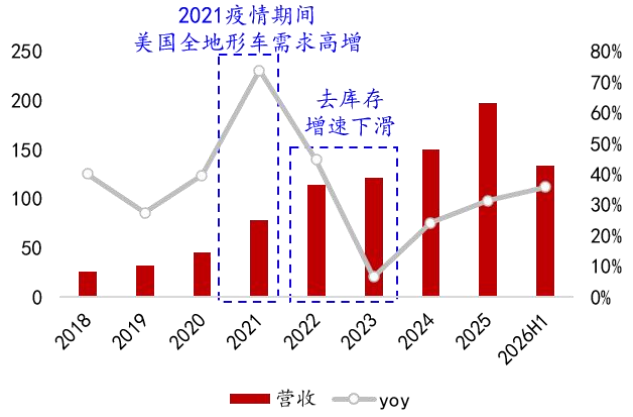


来源：公司官网，公司公告，有驾，中泰证券研究所　注：图中全地形车图片不包含收购的法国 GOES 品牌以及 CFLITE 产品

1.3 营收端：全地形及油摩稳健成长，电动两轮营收高增

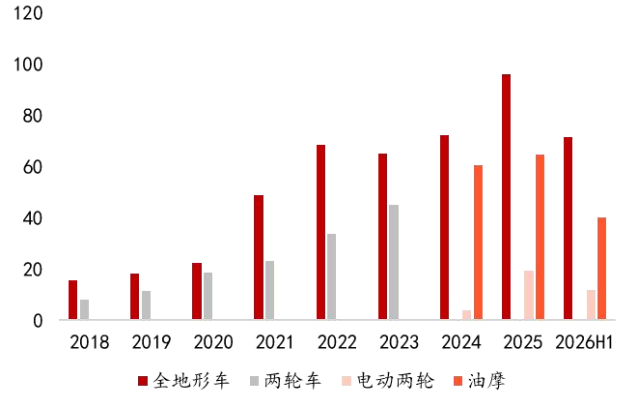
- **营收-经历海外需求高增及去库周期，当前重回高增：**2018-2021 年为高速成长期，营收从 25.5 亿元提升至 78.6 亿元，其中 2021 年高增主要由全地形车拉动，即受益于疫情期间海外户外消费景气及渠道补库。2022-2023 年增速收窄主要系海外四轮车市场在前期渠道超额补库后进入去库存周期，公司调整发货节奏去库存。2024-2025 年随去库周期结束，全地形车业务重回快车道，叠加油摩业务持续向好、新增电动两轮业务，以及欧洲油摩代理商切换完毕，公司营收增速再度回升。分结构看，2026H1 全地形车/油摩/电动两轮营收占比分别为 53.4%/29.9%/8.7%，同比分别+51.1%/+19.5%/+33.2%，均保持较好增速。

图表 3：2018-2026H1 公司营收（亿元）及同比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：2018-2026H1 公司分业务营收（亿元）



来源：wind，中泰证券研究所

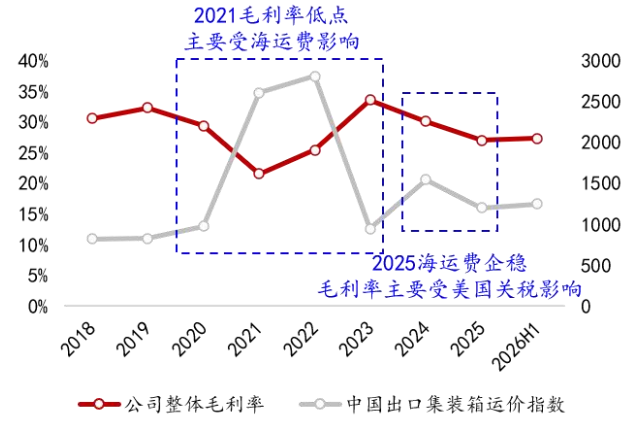
1.4 毛利率端：历经海运费/关税扰动，当前逐步企稳回升

- **毛利率-产品结构持续优化，受海运费/关税扰动：**整体看，2021 年公司毛利率因海运费上涨及原材料涨价降至低点约 21.5%；2022-2023 年随海运费逐步回落、产品结构优化（全地形 UZ 系列产品逐步推出）修复至 33.5%；2024-2025 年，受美国进口关税成本上升及人民币升值导致收入结算下降，

下载日志已记录，仅供内部参考

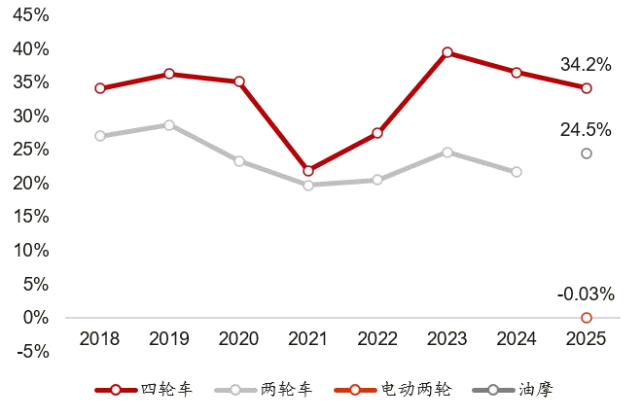
毛利率承压；2026H1 回升至 27.3%，主要系全地形/油摩产品结构改善及电动两轮车规模上行带来的规模效应陆续体现。分业务看，各业务毛利率走势与整体毛利率较为相近，2025 年电动两轮车毛利率已随销量提升而达到 0%附近。

图表 5：2018-2026H1 公司整体毛利率（左轴）与中国出口集装箱运价指数（右轴：点）情况



来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：2018-2025 公司分业务毛利率情况

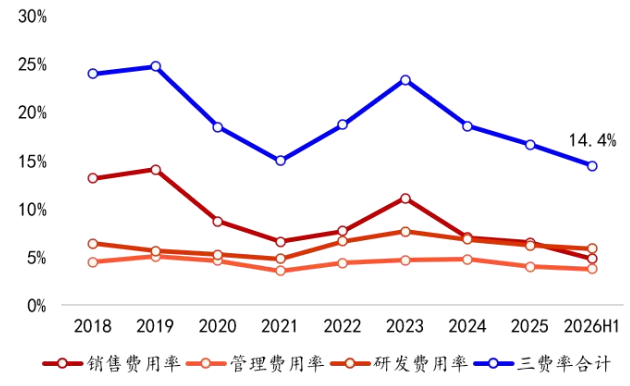


来源：wind，中泰证券研究所

1.5 费用及利润端：费率控制较好，利润稳健增长

- **费用率-销售费率与促销政策相关波动较大，管理及研发费率趋于稳定：**公司管理及研发费用率长期较为稳定，2018-2026H1 管理费率均在 3.5%-5%区间内波动，研发费率在 4.8%-7.6%区间，期间费率 2021-2023 年的大幅度上行主要与研发费率相关。2022-2023 年为北美全地形车去库存周期，因此公司投放较多费用用于市场促销，2024 年至今随销售费率回落，公司整体费率也呈现下降态势。
- **净利润-处于稳健增长区间：**公司净利率走势与毛利率基本相同，受海运费及汇兑影响较大，26H1 归母净利率达 8%，同比略承压，主要系受人民币升值导致的汇兑损失影响较大，后续随关税/汇率边际影响减弱，净利润有望重回稳健增长。

图表 7：2018-2026H1 公司期间费用率情况



来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：2018-2026H1 公司归母净利润（亿元）及利润率



来源：wind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

二、全地形车：产品结构升级量利齐增，竞对走弱&关税改善公司迎发展良机

2.1 全地形车分类：ATV&SSV 定位休闲娱乐，UTV 更具实用性

- **全地形车行业产品分类：**根据操控方式区分为 ATV（摩托车方向把手）和 SSV&UTV（汽车方向盘），ATV&SSV 定位休闲娱乐，UTV 作为生产工具车更具实用性。

图表 9：公司产品矩阵梳理

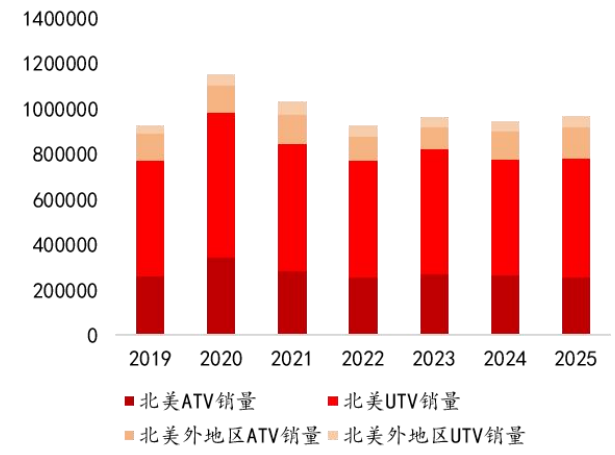
	ATV	UTV	SSV
结构	全开放式，无驾驶舱棚顶	半封闭/全封闭式	
安全性	无防滚架，安全性低	有防滚架、安全带等，安全性高	
操控方式	通过方向把手（类似摩托车）	通过方向盘操控	
载客量	1-2人	2-4人	
装载物品	一般无载货斗	一般有载货斗	一般无载货斗
用途特点	偏娱乐 注重越野、比赛特性	最初定位是农林和林业生产用工具车 注重实用性与载物性	偏娱乐 注重越野、比赛特性
例图			

来源：中华网汽车，懂车帝，新浪网，春风动力官网，中泰证券研究所

2.2 全地形车行业：需求集中于北美&欧洲，北美高端占比高

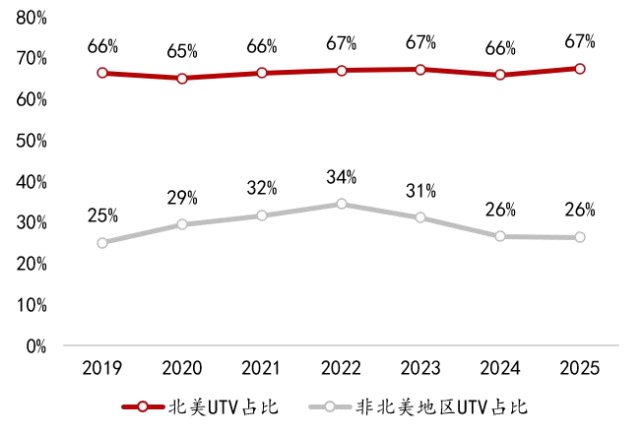
- **全地形车行业总量温和增长，北美是全球最大市场且产品结构趋于高端；**全球全地形车市场呈现显著的区域集中特征。据 Statista 统计，北美、欧洲市场需求量分别占全球总量的 73%和 16%。2025 年全球全地形车行业总量约 97 万辆，随户外休闲文化普及，以及全地形车在农业、林业等领域应用拓展，预计未来三年全球年均销量将维持在 100-110 万辆。从结构看，2019-2025 年北美市场 UTV 占北美全地形车比例均在 65%以上，产品结构趋于中高端；非北美地区 UTV 占非北美地区全地形车比例在 25-35%区间内波动，产品结构以 ATV 为主导。

图表 10：2019-2025 全球 UTV/SSV 总量（辆）



来源：Polaris 年报，中泰证券研究所

图表 11：2019-2025 北美及其余地区 UTV 占全地形车比例情况



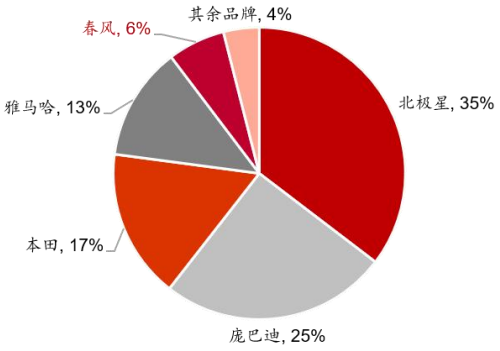
来源：mrmotorcycleparts，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 全地形车行业：北美以日系+欧系主导、春风在欧洲稳居龙头

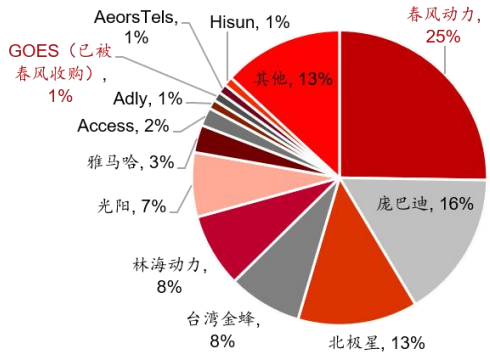
- **北美全地形市场以欧系&日系&春风为主，春风在欧洲稳居龙头；**在美国市场，2023 年北极星+庞巴迪份额合计约 60%，雅马哈+本田合计份额约 30%，春风份额约 6%，其余品牌份额约 4%，竞争格局较为清晰，春风已与国际龙头同台竞争。在全球第二大全地形车市场欧洲，春风连续十余年市场占有率第一，龙头地位稳固，此外春风在欧洲收购 GOES 后，形成“CFMOTO+GOES”双品牌协同战略，市场份额进一步提升，2020 年 1-9 月春风+GOES 在欧洲全地形车市场合计份额约 26%。

图表 12：2023 年美国+加拿大全地形车市场格局



来源：mrmotorcycleparts，中泰证券研究所

图表 13：2020 年 1-9 月欧洲全地形车市场格局

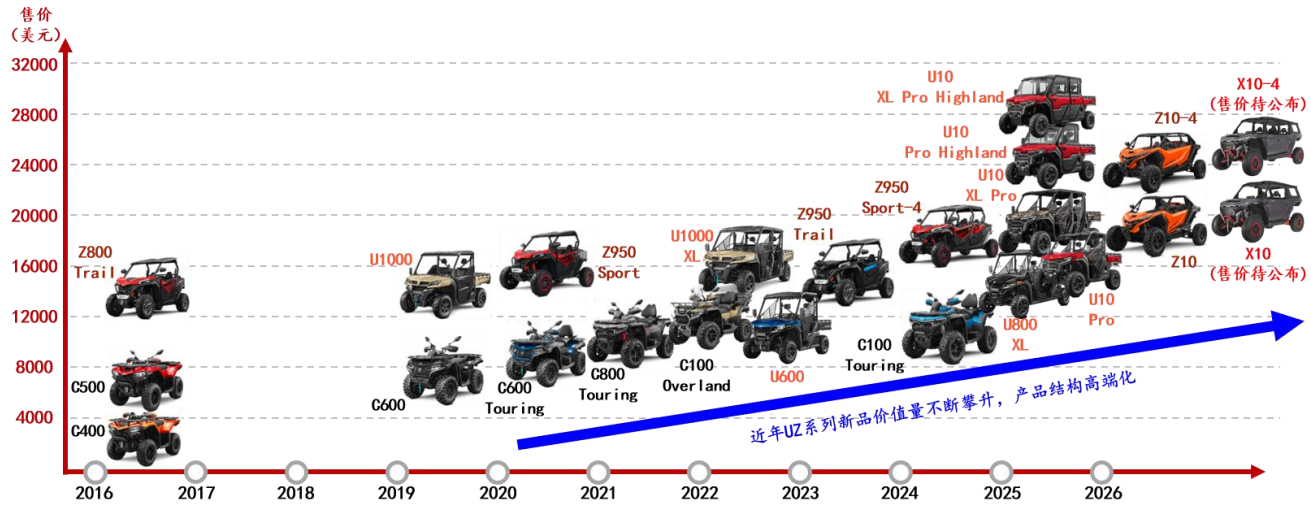


来源：公司英国官网，中泰证券研究所

2.4 公司全地形：C/U/Z/X 四系列产品、结构逐步高端化头

公司全地形车：当前共四系列产品，近年新品结构逐步高端化；公司当前全地形车产品共 CFORCE、UFORCE、ZFORCE、XFORCE 四大产品矩阵，排量段覆盖 400cc-1000cc 全排量段。此外近年公司新品高端化占比较高，此前 CFORCE 及 ZFORCE 系列产品价格基本在 1.6 万美元以内，2025-2026 年推出 U10 pro、Z10、X10 系列产品，售价均超过 1.7 万美元（X10 当前未公布售价），新品更契合美国市场的高端化需求。

图表 14：公司在美国全地形车产品矩阵

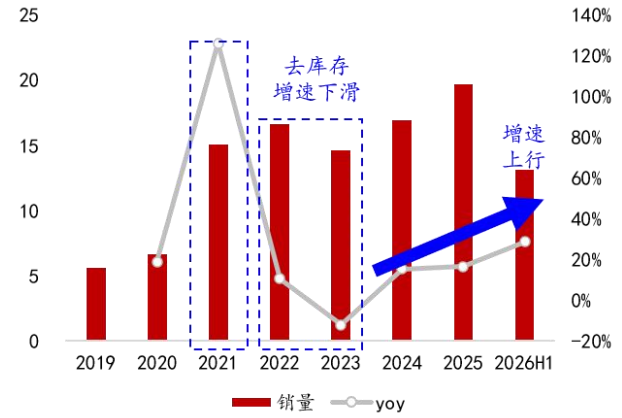


来源：公司美国官网，中泰证券研究所　　注：图中统计的车型以当前美国在售车型为准，停售产品/2026 年未售卖产品暂不统计；X10 价格区间为预测值

下载日志已记录，仅供内部参考

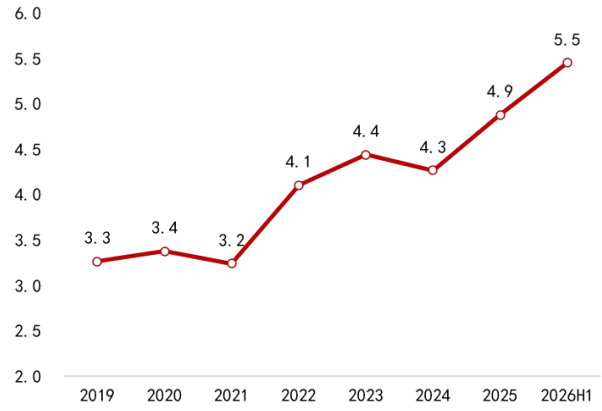
- **公司全地形车：近年销量增速上行，ASP 逐年攀升；**公司全地形车近年迎来量利双增，经历 2022–2023 年去库存导致的增速下探后，2024–2026H1 已回归常态发展，销量增速逐步上行，2024-2026H1 销量同比分别+15%/+17%/+29%。此外单车价值量同样贡献弹性。得益于近年 UZ 系列等高端化新品推出与放量，公司全地形车出口单车平均价值量（ASP）中枢持续上移，2019–2026H1 整体由约 3.3 万元提升至约 5.5 万元，考虑到后续 UZ 系列出货量逐步上行，叠加 X 系列新品同样定位高端，公司全地形车 ASP 有望持续上行。销量恢复性增长与 ASP 抬升叠加，收入端呈现“量价共振”，构成近年全地形车业务量利双增的主逻辑。

图表 15：2019-2026H1 公司全地形车销量（万辆）及同比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16：2019-2026H1 公司全地形车单车平均价值量（万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

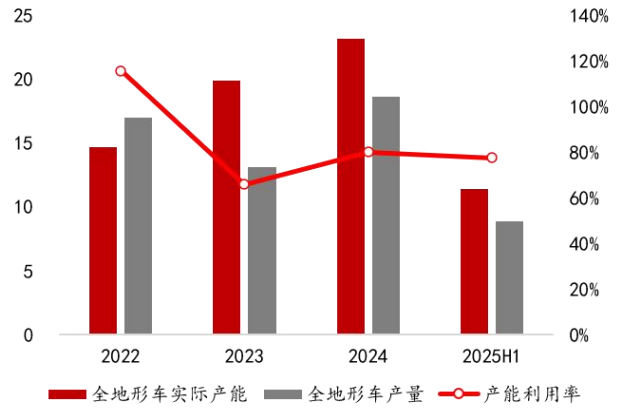
- **公司全地形车：海外产能陆续落地，仍处于爬产阶段；**公司全地形车海外产能主要包括泰国及墨西哥工厂，泰国工厂 2021 年投产，以 ATV 为主；墨西哥工厂 2023 年 7 月投产于阿波达卡，以 UZ 系列为主，主要辐射北美。国内杭州基地设计产能约 20 万台，面向全球。此外墨西哥工厂目前仍处于爬产中，海外产能爬升节奏对总产量的贡献仍在抬升通道，产能利用率回稳在相对较高但仍有空间的水平，说明供给能力具备，海外侧（尤其墨西哥）仍有爬产释放的产量弹性。后续随产能利用率提升、单车制造费用进一步摊薄，叠加 U、Z、X 系列等高端产品本地化放量，公司全地形车毛利率有望进一步上行。

图表 17：公司全地形车产能情况

国家	生产基地	投产时间	主要辐射区域	产品类别	设计产能
中国	杭州	-	全球	全地形车，全系	约20万台
墨西哥	阿波达卡	2023年7月	北美洲	全地形车，UZ系列为主	约5万台
泰国	罗勇	2021年	北美洲	全地形车，ATV全系及U6、U8	约4万台

来源：公司公告，公司官网，财联社，Jalopnik，中泰证券研究所

图表 18：公司全地形车产能（万辆）及产能利用率



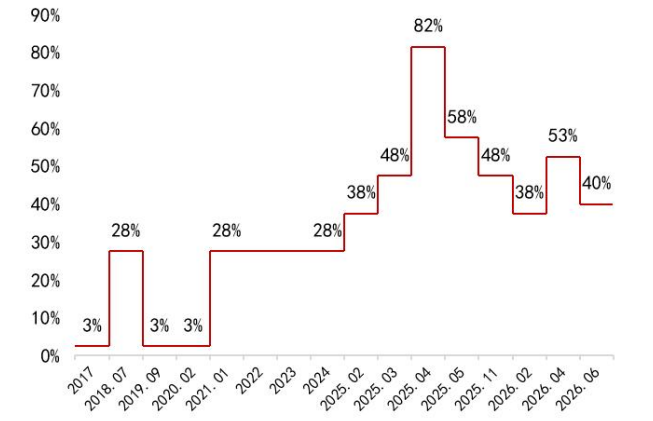
来源：公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.5 边际变化：美国全地形车关税政策调整，公司与竞品当前基本无差距

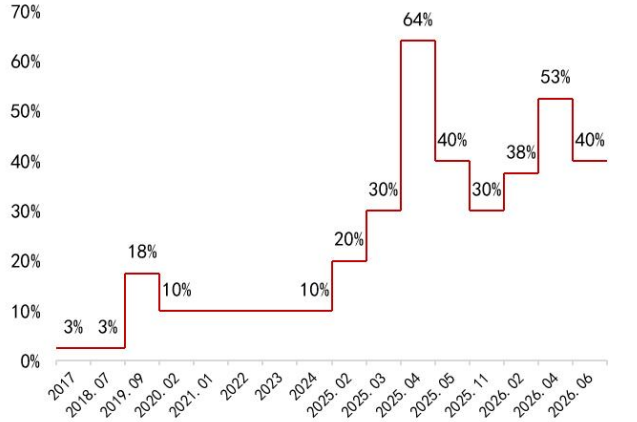
- **全地形车输美关税情况梳理：**
  ①国内工厂：国内工厂生产的全地形车（以 ATV 为例），2018.7 起被纳入对华 301 关税后，综合税率由约 3%抬升至约 28%（基础约 2.5%+301 约 25%）；2025 年起叠加 IEEPA 芬太尼、对等关税等多层措施，经历阶梯性调整后稳定在 38%附近；2026.06 起按照 232+基础关税合计 15%，再独立叠加对华 301 约 25%，当前综合税率约 40%，处于较高水平。

图表 19：国内工厂 ATV 出口美国关税税率变化



来源：HTS，USTR 官网，工业贸易署官网，联邦公告，白宫官网，公司公告，中泰证券研究所

图表 20：国内工厂 UTV 出口美国关税税率变化

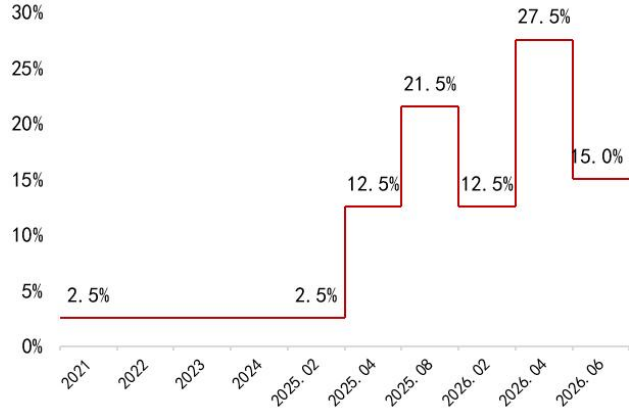


来源：HTS，USTR 官网，工业贸易署官网，联邦公告，白宫官网，公司公告，中泰证券研究所

- **②泰国工厂：**泰国工厂可有效规避美国对华 301 关税，公司泰国工厂投产至 2025.03 前后，对美大体仅承担 2.5%基础关税。2025.04 起叠加对等关税等；2026.06 起按照 232+基础关税合计 15%，当前整体面临税率约为 15.0%。
- **③墨西哥工厂：**
  符合 USMCA（图 22 中蓝线）的产品：历史上长期可享受 0%优惠税率（与北美竞品墨/加产符合协定车型一致）；且 2025 年面临 IEEPA 等政策仍可维持 0%优惠税率，2026.04 起 232 关税改按整车全值计征，且 USMCA 难以豁免，当前面临约 15%关税税率。
  不符合 USMCA（图 22 中红线）的产品：2025 年前只需承担 2.5%基础关税；2025 年后由于 IEEPA 等政策，所需承担税率抬升至约 27.5%；2026.04 起 IEEPA 退出，当前按照 232+基础关税合计 15%进行征收。
  公司与竞品关税差距显著缩小；2026.04 后，公司墨西哥工厂产品与满足 USMCA 协定认证的产品的关税税率收窄至 2.5%，2026.06 后进一步收窄至 0%附近，相比 2025 年约 27.5%的差距改善明显。且从边际变化角度，公司产品面临关税税率降低，竞品面临税率增加，因此公司竞争压力显著缓解，后续在美国的市场经营策略灵活度有望显著提升。

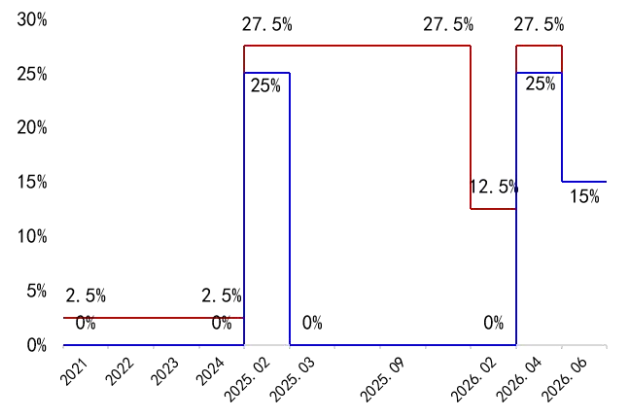
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 21：泰国工厂全地形车出口美国关税税率变化



来源：HTS，USTR 官网，工业贸易署官网，联邦公告，白宫官网，公司公告，中泰证券研究所

图表 22：墨西哥工厂全地形车出口美国关税税率变化

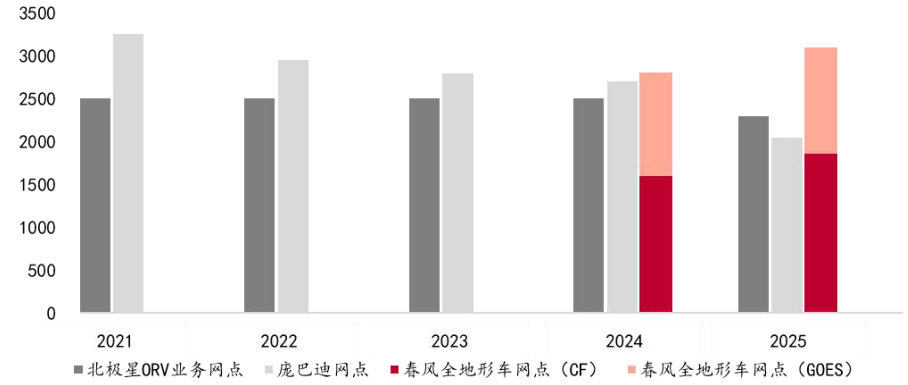


来源：HTS，USTR 官网，工业贸易署官网，联邦公告，白宫官网，公司公告，中泰证券研究所
注：红色为不符合 USMCA 认证产品关税税率,蓝色为符合 USMCA 认证产品关税税率

2.6 竞对分析①：竞品渠道收缩，公司高速扩张

- **北极星与庞巴迪渠道数量逐步收缩，公司渠道持续扩张；**2021-2025 年，公司全地形车业务重要竞争对手北极星及庞巴迪全球渠道均有收缩，其中北极星全地形车业务渠道由 2500 家减少至 2300 家；庞巴迪整体渠道由 3250 家减少至 2050 家。在此背景下公司渠道持续扩张，2025 年公司全地形车业务渠道新增 298 家，且考虑到 GOES 品牌渠道基本稳定，因此增量更多来自于公司自有品牌 CFMOTO。

图表 23：公司与北极星、庞巴迪全球网点数量（个）变化



来源：Polaris 年报，BRP 年报，公司公告，中泰证券研究所
注：公司及北极星网点数量参考全地形车业务网点数量，庞巴迪为全部业务网点数量

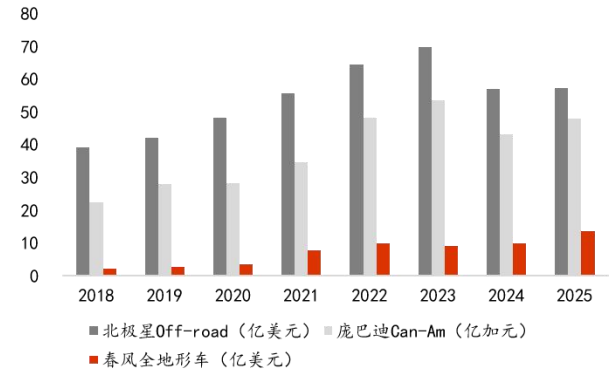
2.7 竞对分析②：竞品财务承压，公司稳健成长

- **竞品财务承压，公司逆势增长且利润率优势显著：**2024-2025 年，北极星 off-road 业务营收分别为 57.07、57.13 亿美元，庞巴迪 Can-Am 营收分别为 43.1、48.0 亿加元，二者营收相比 2022 及 2023 年均有下滑，主要系北极星及庞巴迪在北美仍处于降库存阶段，出货量减少。相比之下，春风全地形车业务营收较为健康，2024-2025 年分别实现同比 9%、36%的营收增长。此外毛利率端，北极星与庞巴迪相关业务 2025 年毛利率分别为 20.2%、

下载日志已记录，仅供内部参考

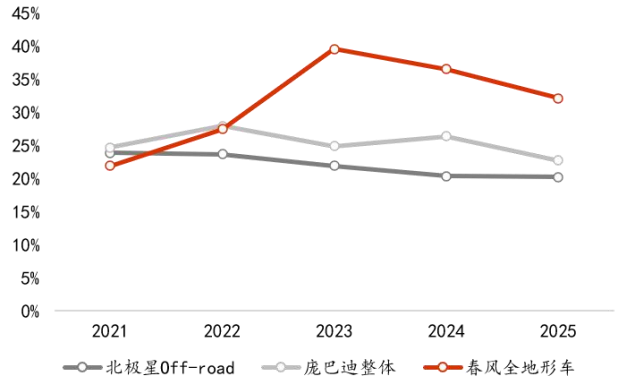
22.7%，相比之下春风动力依托优秀的组织架构及供应链管理能力，全地形车业务毛利率达 32.1%，盈利水平存明显优势。

图表 24：公司与北极星、庞巴迪全地形车相关业务营收对比



来源： Polaris 年报，BRP 年报，公司公告，中泰证券研究所
注：北极星 off-road 包含全地形车及雪地摩托、庞巴迪 Can-Am 包含全地形车、三轮全地形车和极少量的电动摩托。

图表 25：公司与北极星、庞巴迪全地形车相关业务毛利率对比



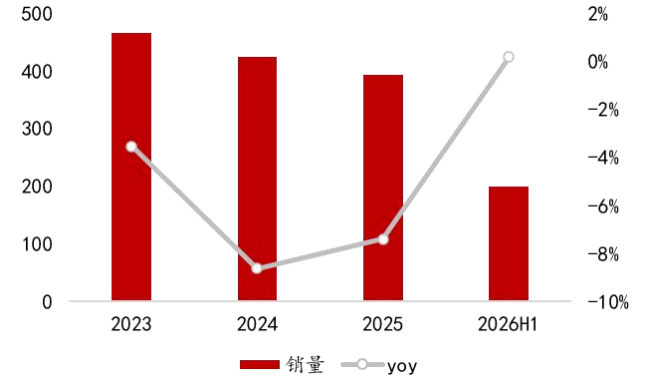
来源： Polaris 年报，BRP 年报，公司公告，中泰证券研究所
注：北极星 off-road 包含全地形车及雪地摩托、庞巴迪 Can-Am 包含全地形车、三轮全地形车和极少量的电动摩托。

三、燃油摩托：欧洲代理权优化完毕迎高增，拉美或成增量市场

3.1 油摩内销：总量承压且格局分散，大排量格局集中

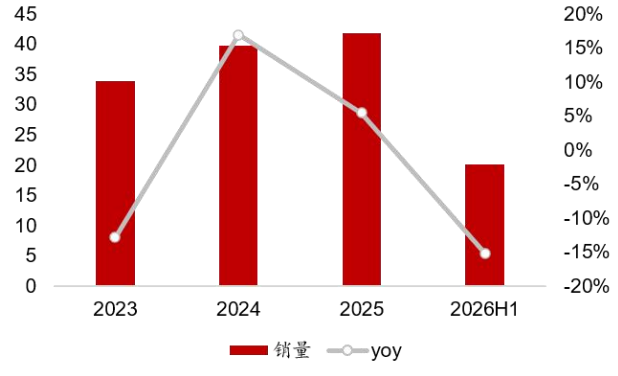
- **油摩行业内销总量：近年国内两轮燃油摩托车内销总量略有承压。**国内摩托车市场整体承压，2023-2025 年每年均呈现同比-6%下滑，2026 年 1-6 月累计同比-1%。分结构看，小排量在 2023-2025 年均有下滑，2026 年 1-6 月总量稳定；中大排量 2024-2025 年同比均有增长，2026 年 1-6 月出现同比下滑。综合看，由于限摩令在多个城市仍存在且不断收紧，以及电动两轮车对油摩的影响，国内需求预计承压。

图表 26：2023-2026H1 排量≤250cc 油摩国内销量（万辆）及同比



来源：摩托车商会，中泰证券研究所

图表 27：2023-2026H1 排量＞250cc 油摩国内销量（万辆）及同比

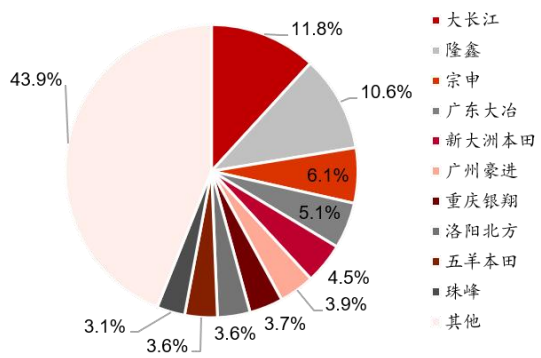


来源：摩托车商会，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

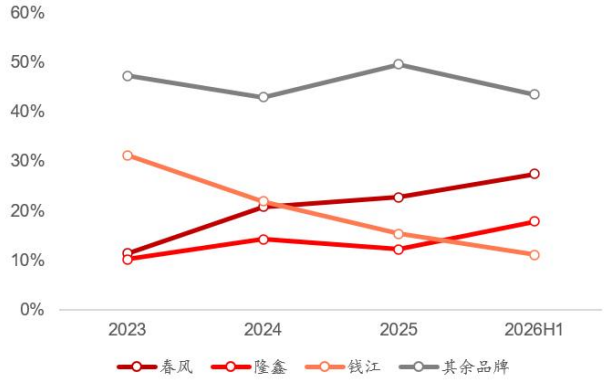
- **油摩行业内销格局：整体格局分散，中大排量自主三强格局集中；**2024 年国内两轮燃油摩托车市场 CR5 占比约 38.1%，行业格局较为分散，且市占率较前的大部分企业以中小排量通路车产品为主。在中大排量细分市场中，格局呈现头部集中的趋势，2026H1，春风+隆鑫+钱江三者合计份额达 56.5%，且春风近年份额持续攀升，2026H1 达 27%，发展趋势表现较好。大排量头部集中主要系三家企业技术积累领先，且近年持续发布多款中大排量摩托（街车、仿赛、拉力、巡航等）相较于国外品牌性价比更高，对消费者吸引力更强。

图表 28：2024 年国内两轮燃油摩托车市场格局



来源：摩托车商会，中泰证券研究所

图表 29：国内＞250cc 两轮燃油摩托格局



来源：摩托车商会，中泰证券研究所

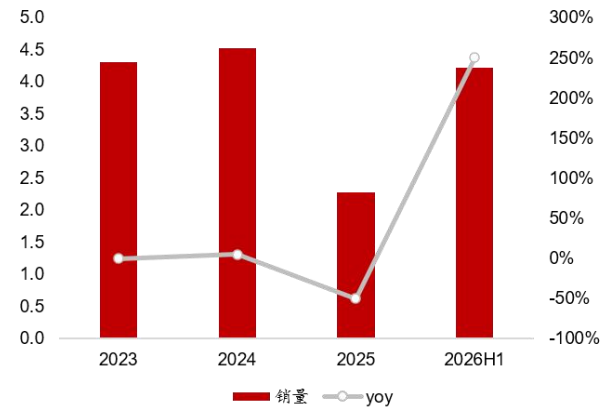
- **公司油摩内销：公司拓展小排量踏板，内销增量显著；**公司过往燃油两轮主线长期聚焦≥250cc 中大排玩乐类跨骑产品，在国内大排量跨骑市场长期领先；相比之下小排量踏板产品此前并非主航道，产品谱系偏薄。公司自 2024 年起明显加快小排量踏板投放（150SC），并在 2025H2 后陆续推出 150Aura、150SC-F、125Aura 等小排量踏板产品，在小排量踏板市场取得突破，2026H1，公司≤250cc 摩托内销达 4.2 万辆，同比+250%，增量显著。公司当前燃油两轮形成“中大排玩乐车+通勤踏板”双线发力结构，小排量踏板产品有望在此前公司空白领域带来更多增量。

图表 30：公司国内在售的踏板油摩产品

车型	车型推出时间	售价（人民币元）	车型图片
150SC	2024.07.11	13580-14380	
150Aura	2025.06.25	11980-13580	
150SC-F	2026.04.15	11580-13180	
125Aura	2026.06.23	9680-10680	

来源：汽车之家，摩托范，中泰证券研究所

图表 31：公司国内排量≤250cc 油摩销量（万辆）及同比



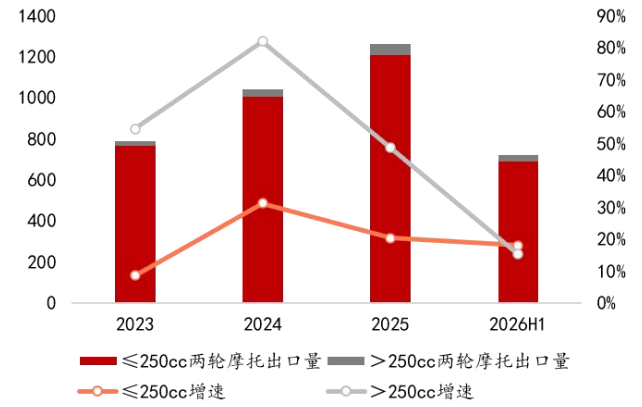
来源：摩托车商会，中泰证券研究所

3.2 油摩出口：总量温和增长，全排量段表现均较好

下载日志已记录，仅供内部参考

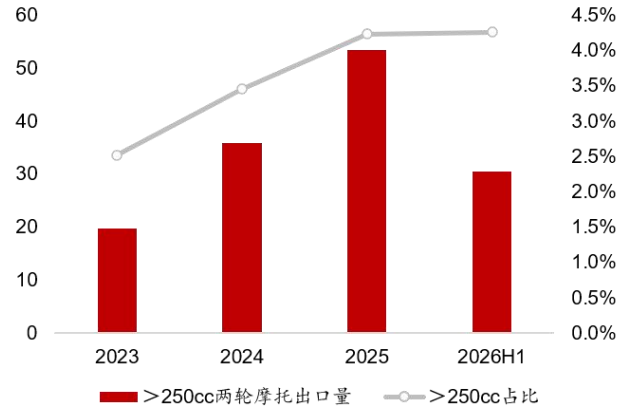
- **摩托车出口：行业出口温和扩张、多年正增长；**2023-2025 年，国内两轮燃油摩托出口总量由 785 万辆增长至 1260 万辆，2026H1 达 718 万辆，同比+18%，连续多年实现正增长，出口已是拉动燃油两轮产销的主引擎。分结构看，2026H1 排量≤250cc 的两轮摩托出口量达 687 万辆，同比+18%；排量＞250cc 的两轮摩托出口量达 31 万辆，同比+15%；占出口比重由 2023 年的 2.5%提升至 2026H1 的 4.3%，高端玩乐属性产品份额逐步抬升。

图表 32：2023-2026H1 两轮燃油摩托出口总量（万辆，左轴）及同比增速



来源：摩托车商会，中泰证券研究所

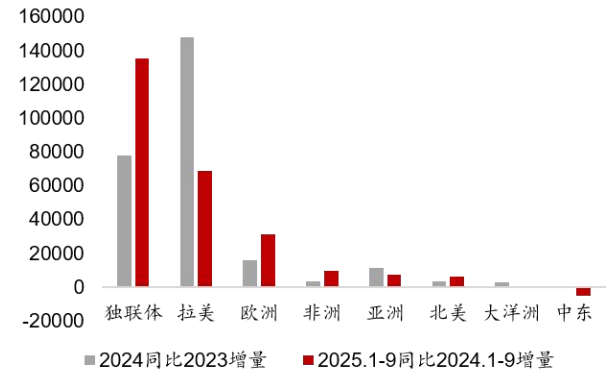
图表 33：2023-2026H1 排量＞250cc 两轮燃油摩托出口总量（万辆，左轴）及占比



来源：摩托车商会，中泰证券研究所

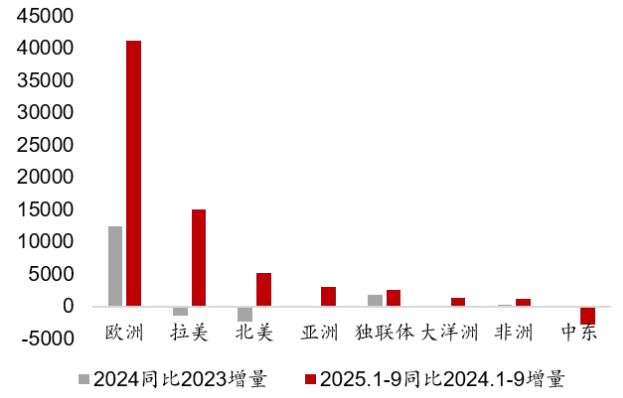
- **摩托车出口：拉美及欧洲贡献主要增量；**近年中大排量出口增量地区主要为欧洲及拉美；根据海关数据，2024 年及 2025 年 1-9 月，排量区间在 250-500cc 的摩托车产品中，出口同比增量前三的地区均为独联体国家、拉美以及欧洲；而欧洲、拉美、北美则成为排量大于 500cc 摩托车出口同比增量前三的地区。综合看，欧洲及拉美占据 250cc 以上排量出口增量最明显的地区。

图表 34：近年 250＜排气量≤500cc 的燃油摩托及脚踏车出口增量（辆）流向



来源：海关总署，中泰证券研究所
注：以 KD 形式出口的散件也算在内

图表 35：近年排气量＞500cc 的燃油摩托及脚踏车出口增量（辆）流向



来源：海关总署，中泰证券研究所
注：以 KD 形式出口的散件也算在内

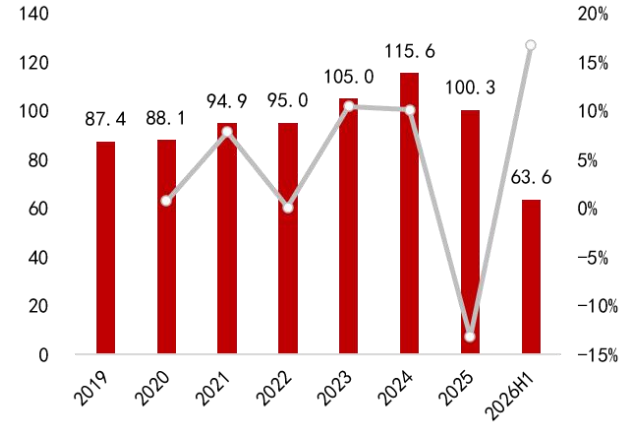
3.3 欧洲油摩：市场集中于欧洲五国，代理商切换+产品节奏共促公司份额上行

- **欧洲五国摩托车容量约为 100-110 万辆，较为稳定：**欧洲市场主要包括欧盟+英国，其中核心 5 国占据欧洲市场 80%的摩托车销量，根据 2025 年销量降序，分别为意大利、西班牙、法国、德国、英国。欧洲五国摩托车市场

下载日志已记录，仅供内部参考

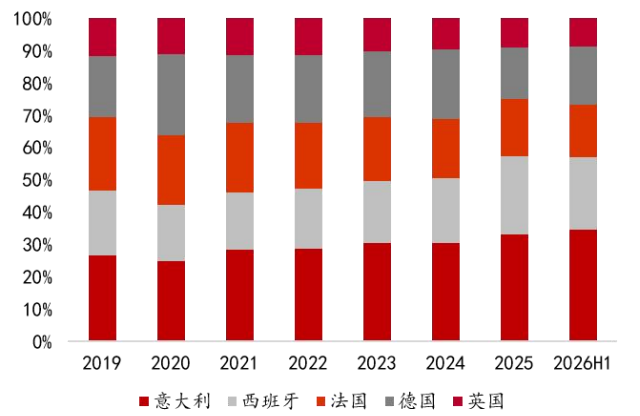
总量基本稳定在百万销量规模，其中 2024 年销量达 116 万辆，同比提升主要系欧 5+排放标准于 2025 年初落地导致抢装，因此 2025 年销量回落至 100 万辆也主要为 2024 年透支所致。2026H1 欧洲五国销量约 63.6 万辆，同比+16.8%，主要为部分需求回补。

图表 36：2019-2026H1 欧洲五国摩托车合计销量（万辆）



来源：ACEM，中泰证券研究所

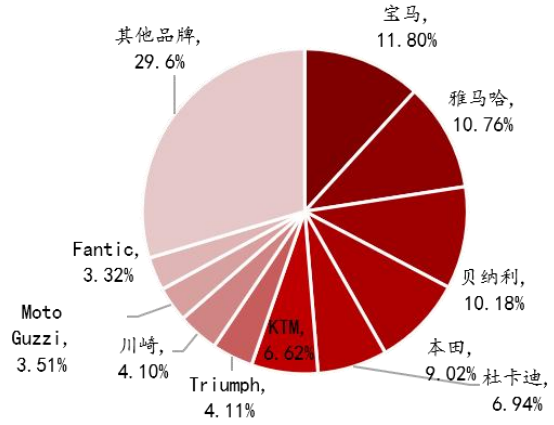
图表 37：2019-2026H1 欧洲五国摩托车销量结构



来源：ACEM，中泰证券研究所

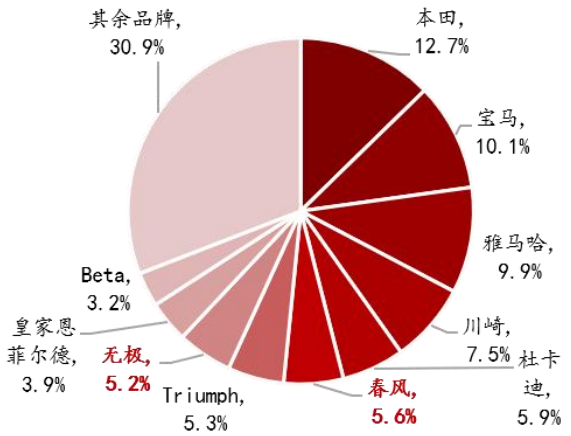
- **意大利：欧洲油摩最大市场，公司跨骑份额表现较好。**
- **意大利摩托格局：**意大利是欧洲摩托车容量最大的市场，对比 2021 年及 2026H1 意大利跨骑摩托格局，CR10 集中度较接近，均约 70%。相比 2021 年，当前意大利摩托车跨骑 TOP10 品牌中，贝纳利、KTM、Moto Guzzi、Fantic 均下榜,取而代之的是春风、凯旋、无极、皇家恩菲尔德。此外 2021 年和 2026H1，宝马、本田、雅马哈、杜卡迪、川崎合计份额分别为 43%、46%，第一梯队龙头格局较为稳固。

图表 38：2021 年意大利跨骑摩托品牌格局



来源：dueruote ，中泰证券研究所

图表 39：2026H1 意大利跨骑摩托品牌格局

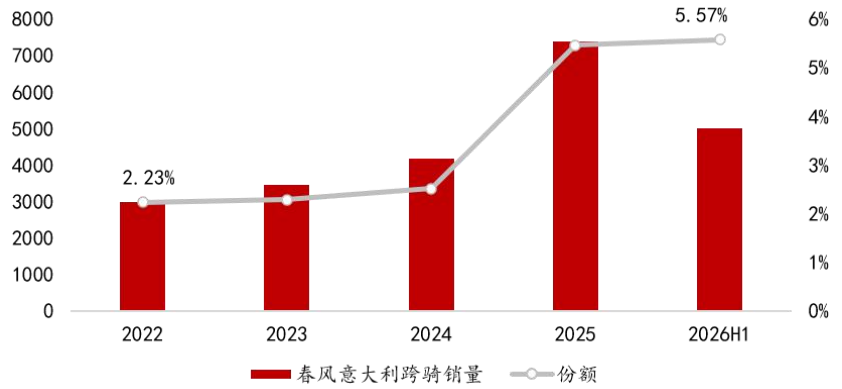


来源：dueruote ，中泰证券研究所

- **公司在意大利进展：**2022-2026H1,公司跨骑产品在意大利份额由 2.2%提升至 5.6%，其中 2025 年份额同比接近翻倍，主要为 450MT 爆款带动。春风在意大利经销商始终为 Padana Sviluppo(2021 年开始在意大利代理春风)，因此份额变动主要由产品节奏影响。后续随产品查缺补漏，以及小排量踏板有望逐步出海，公司在意大利份额或持续提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

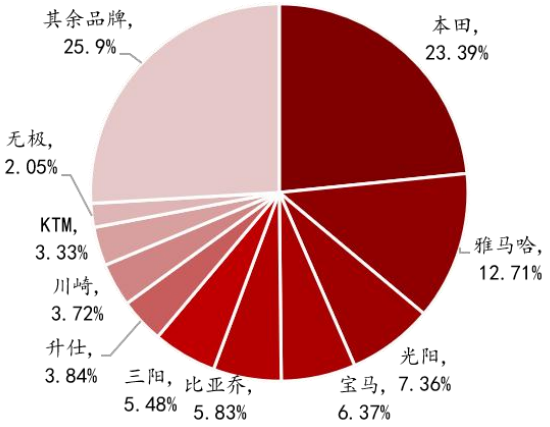
图表 40：春风跨骑摩托在意大利销量（辆）及份额



来源：dueruote ，中泰证券研究所

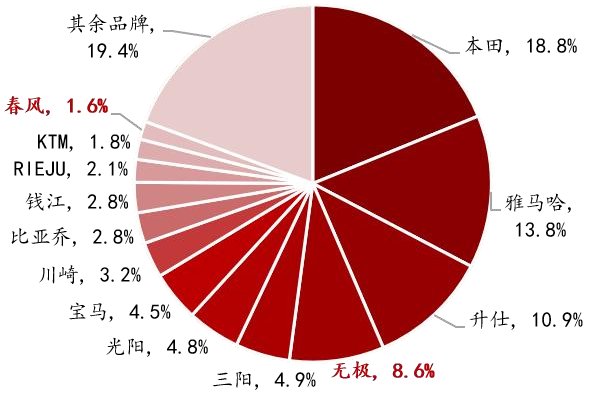
- **西班牙：市场结构与意大利类似，公司切换代理后发展较快。**
- **西班牙摩托格局：**分析 2022 年与 2026 年 1-7 月西班牙摩托车市场格局，CR10 分别为 74%、75%，较为接近。相比于 2022 年，2026 年 1-7 月 KTM 品牌下榜，中国品牌钱江上榜，且无极份额提升约 6.5%，钱江抢占约 2.8%，因此中国品牌上量对原先品牌均有不同程度影响。
- **公司在西班牙进展：**公司在西班牙此前主要由 KTM 代理，2025.06 后切换为 Jets Marivent，代理商切换后春风在西班牙进展迅速。2026 年 1-7 月春风在西班牙份额约 1.6%，位列第 13 名，但增速达 345%，为 TOP13 品牌中增速最快的，因此受益于代理商切换，当前春风在西班牙处于份额高速提升进程中，后续考虑到更多产品导入以及渠道逐步调整完毕，份额有望持续提升。

图表 41：2022 年西班牙摩托品牌格局



来源：syp ，中泰证券研究所

图表 42：2026 年 1-7 月西班牙摩托品牌格局

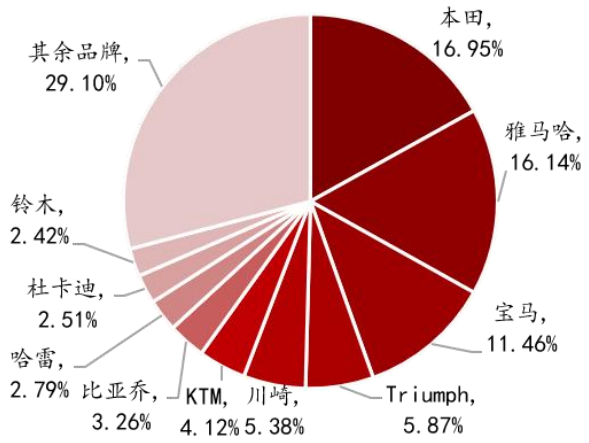


来源：syp ，中泰证券研究所

- **法国：街车占据主导地位，公司份额稳健增长。**
- **法国摩托格局；**相比 2022 年，2026H1 法国摩托车（跨骑+踏板）TOP10 品牌中，比亚乔（意大利）、哈雷（美国）、杜卡迪（意大利）下榜，中国品牌春风、无极、升仕上榜。法国市场 TOP5 份额较为稳固，2022 年 CR5 达 55.8%，26H1 约为 56.5%，基本无变化，中国品牌主要抢占长尾的二三线摩托品牌。

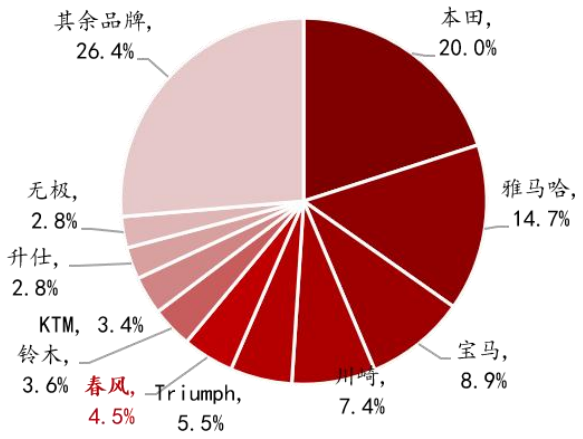
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 43：2022 年法国摩托品牌格局



来源：Moto-net，中泰证券研究所

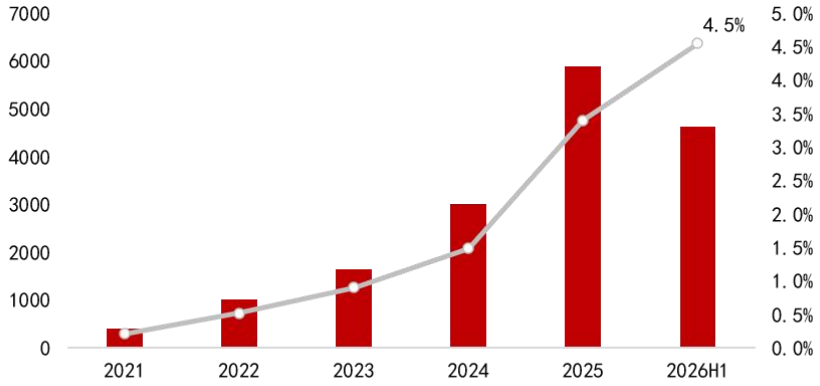
图表 44：2026H1 法国摩托品牌格局



来源：Moto-Station ，中泰证券研究所

- **公司在法国进展：**公司油摩在法国份额提升快且进程较为顺利，主要系法国并不面临代理商切换问题，且公司擅长打造仿赛、街车产品，而街车是法国占比最高摩托品类，2025 年占比约 30%。2021-2026H1，春风在法国摩托车市场份额由 0.2%提升至 4.5%，且 2026H1 份额相比 2025 年提升约 1.1pct，增速表现较好。

图表 45：公司油摩在法国销量（辆）及份额

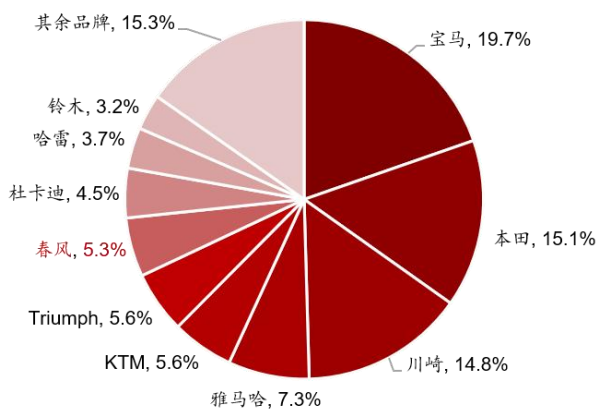


来源：Emoto，Moto-net，中泰证券研究所

- **德国：公司切换代理后产品表现较好，26H1 多款产品上榜。**
- **公司切换代理后在德国表现较好，多款产品进入跨骑 TOP50：**公司此前在德国由 KTM 代理，2025.06 进行代理商切换。2026H1 在德国跨骑摩托市场份额达 5.3%，表现较好。2025 年公司仅有一款 125NK 产品进入德国跨骑 TOP50，而 26H1 公司进入德国跨骑摩托 TOP50 产品共五款，增量显著。其中 450MT 及 800MT 在 2025H1 及更早已经进入德国市场，675SR-R、675NK、100MT-X 等产品于 2025H2 后陆续进入。因此我们认为公司代理商切换以及产品节奏共同促进其在德国市场的份额提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 46：2026H1 德国跨骑摩托市场格局



来源：IVM，中泰证券研究所

图表 47：2026H1 进入德国跨骑摩托 TOP50 的春风产品

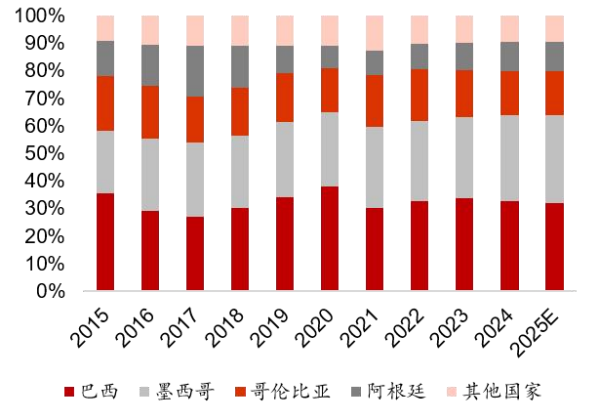
车型	26H1 销量	排名	上市/改款时间
450MT	1035	9	2024H1
675SR-R	851	12	2025H2
675NK	521	33	2025H2
1000 MT-X	483	36	2025年底
800 MT	375	48	2025Q2改款

来源：IVM，EICMA，motospotmuenchen，公司官网，中泰证券研究所

3.4 拉美油摩：拉美四国占比较高，市场高速扩容中

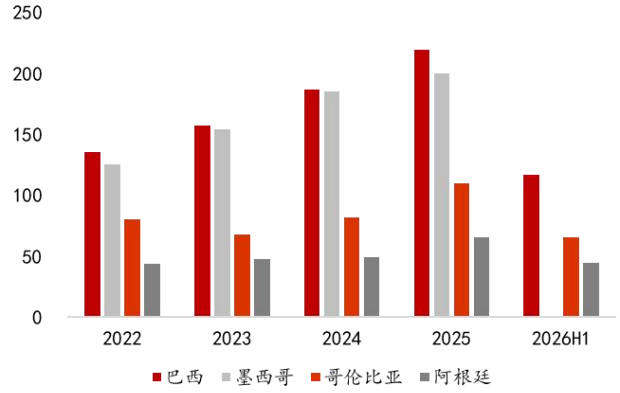
- **拉美摩托车市场容量较大且近年持续扩容：**拉美摩托车市场重点关注巴西、墨西哥、哥伦比亚、阿根廷四国，2025 年，以上四国摩托车销量合计约 594 万辆，同比+18%，拉美四国占据拉美摩托车市场总量约 91%，因此拉美摩托车 25 年总量约为 653 万辆。此外 2026H1，阿根廷摩托车市场总量同比+43.6%；哥伦比亚同比+33.7%、巴西同比+13.9%，均保持较高增速，因此相比欧洲市场，拉美摩托车总量持续扩容。

图表 48：2015-2025 拉美地区摩托车市场格局



来源：statista，中泰证券研究所

图表 49：2022-2026H1 拉美四国摩托车销量（万辆）



来源：MOTOO，CAFAM，larepublica，motofichas，中泰证券研究所

- **哥伦比亚及阿根廷格局较为分散，春风近年高增速；**哥伦比亚及阿根廷市场格局集中度与欧洲较为相似，龙头份额在 15-20%区间，格局较为分散，为中国品牌提供更多切入市场的机会。2025 年阿根廷摩托车市场 250cc 以上排量段，春风销量达 6757 辆，在大排量（250cc 以上）摩托中市占率第三，当前春风在阿根廷处于导入阶段，目前大排量市场已站稳。此外 2025 年春风在哥伦比亚 25 年销量达 2349 辆，同比+53.9%，同样高速上量中。展望后续，随拉美摩托市场扩容，以及公司更多产品导入，预计公司在拉美总量将持续提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 50：2025.10 哥伦比亚摩托车市场格局

排名	品牌	10月上牌（辆）	10月份额	归属国家
1	BAJAJ	17659	17.9%	印度
2	AKT	15542	15.7%	哥伦比亚
3	铃木	14907	15.1%	日本
4	本田	12907	13.1%	日本
5	雅马哈	12349	12.5%	日本
6	HERO	8404	8.5%	印度
7	TVS	7081	7.2%	印度
8	VICTORY	5149	5.2%	阿根廷
9	BERA	1120	1.1%	阿根廷
10	KTM	642	0.6%	奥地利
11	FRATELLI	624	0.6%	阿根廷
12	三阳	490	0.5%	中国台湾
13	光阳	485	0.5%	中国台湾
14	皇家恩菲尔德	392	0.4%	印度
15	VENTO	234	0.2%	阿根廷
-	其他	804	0.8%	多品牌
以上日本品牌份额合计		40.7%		-
以上印度品牌份额合计		33.9%		-
以上拉美品牌份额合计		22.9%		-

来源：motor，中泰证券研究所

图表 51：2025.10 阿根廷摩托车格局

排名	品牌	10月上牌（辆）	10月份额	归属国家
1	本田	12401	19.5%	日本
2	MOTOMEL	7728	12.2%	阿根廷
3	GILERA	7489	11.8%	意大利
4	ZANELLA	6219	9.8%	阿根廷
5	KELLER	5582	8.8%	阿根廷
6	CORVEN	5170	8.1%	阿根廷
7	SIAM	2814	4.4%	阿根廷
8	BAJAJ	2265	3.6%	印度
9	MONDIAL	2063	3.3%	巴西
10	雅马哈	1664	2.6%	日本
11	无极	1046	1.6%	中国
12	GUERRERO	1008	1.6%	阿根廷
13	IKA	860	1.4%	阿根廷
14	皇家恩菲尔德	681	1.1%	印度
15	春风	642	1.0%	中国
-	其他	5814	9.2%	多品牌
以上阿根廷品牌份额合计			46.3%	-
以上份额合计			100.0%	-

来源：motoblog，中泰证券研究所

四、电动两轮车：渠道产能高速扩张，公司成长新引擎

4.1 电动两轮车：2025 新国标出台后对电自行冲击较大，电摩短期受益

- 2025 电自新国标对车速、重量、电机功率等限制更严苛，叠加塑料占比、安全监测等新要求，合法电自续航与速度空间受限、合规成本上升。切换新国标后电自需求承压，中长途与高性能需求部分转向电摩/电轻摩。

图表 52：电动车新国标调整细则

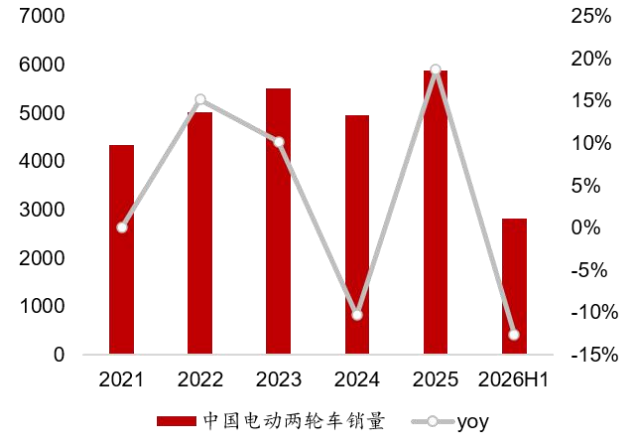
项目	25年新国标	19年国标	99年国标
最高车速	不大于25km/h	不大于25km/h，且控制系统内应当具有防速度篡改设计	不大于20km/h
制动性能	25km/h时干态同时使用前后闸的制动距离应不大于7m；16km/h时湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于5m。	以最高车速电动骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应不大于7m，湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于9m	以最高车速电动骑行时，其干态制动距离应不大于4m，湿态制动距离应不大于15m
整车质量	铅酸电池：≤63kg 其他：≤55kg	不大于55kg	不大于40kg
脚踏行使能力	仅具有电驱动功能的电动自行车，可设置脚踏骑行装置，也可不设置脚踏骑行装置	30min的脚踏行驶距离应不小于5km	30min的脚踏行驶距离应不小于7km
电动机功率	额定连续输出功率应不大于400W	额定连续输出功率应不大于400W	额定连续输出功率应不大于240W
蓄电池的标称电压	蓄电池的标称电压应不大于48V	蓄电池的标称电压应不大于48V	蓄电池的标称电压应不大于48V
北斗模块	商用：强制安装 非商用：消费者自选	-	-
塑料占比	电动自行车使用的塑料的总质量不应超过整车质量的5.5%	-	-
防篡改	电池组、控制器、限速器防篡改，充电互认协同功能，电池组与充电器/充电设施充电时应识别相关信息并且匹配后方可充电。	-	-
一致性要求	基本要求：生产企业应直接具有或间接具有与电动自行车整车产能相匹配的符合质量要求的车架生产能力。	-	-

来源：奥维云网，中泰证券研究所

- **新国标切换透支，电自需求短期承压；**2021–2023 年电动两轮车销量整体抬升，2024 年在高基数、去库存与需求疲弱下同比回落；2025 年底切换新国标，使部分消费者在 2025 年进行抢装，因此透支部分 26 年需求，2026H1 电动两轮车销量达 2825 万辆，同比-13%。
- **电摩承接部分电自需求，26H1 总量回升；**新国标导致部分电自需求转向电摩/电轻摩，2026H1 国内电摩销量达 190 万辆，同比+13%。

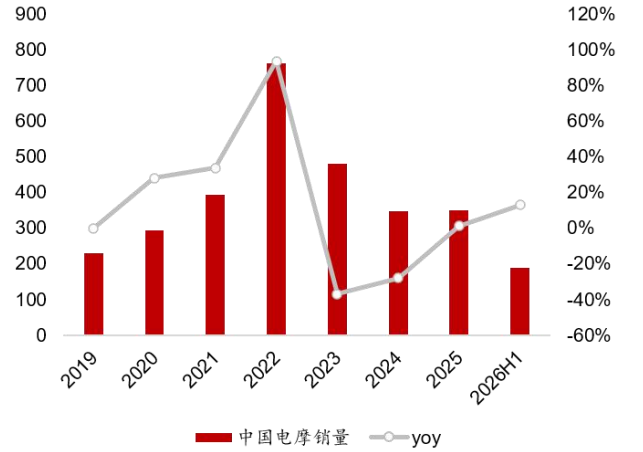
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 53：2021-2026H1 中国电动两轮车销量(万辆）及同比



来源：奥维云网，EVTank，华经情报网，网易新闻，中泰证券研究所

图表 54：2019-2026H1 中国电动摩托车销量（万辆）及同比

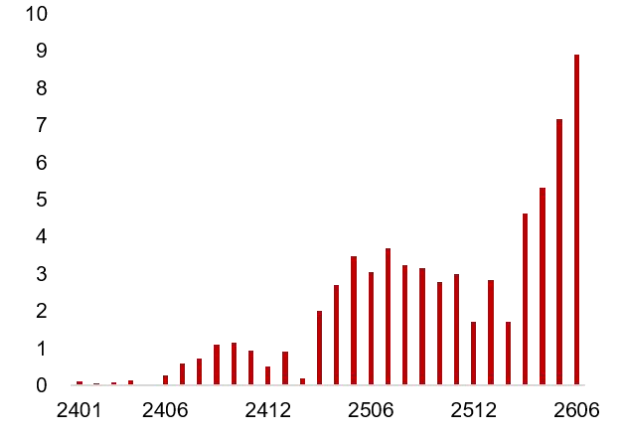


来源：华经情报网，摩托车商会，中泰证券研究所

4.2 电动两轮车：极核销量高增，由高端化切入电动两轮市场

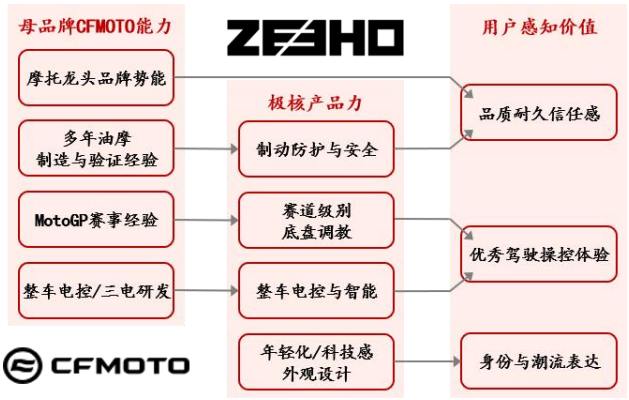
- **极核：背靠春风油摩底蕴，以高端定位切入电摩，销量步入陡峭放量期：**极核以高端电摩入局，销量成长曲线陡峭，2025 极核全年销量达 55 万辆，同比+420%，已成为公司继全地形车、大排量燃油摩托之后的第三增长曲线。“极核”自诞生起便承袭“春风动力”的赛事基因，将专业赛事级的稳定性能与安全标准落地到民用电动车型之上，让普通消费者也能体验到赛道级的骑行质感与安全防护，高端逻辑受认可程度高。

图表 55：极核电摩月度销量（万辆）



来源：摩托车商会，中泰证券研究所

图表 56：极核以高端定位进入电摩市场



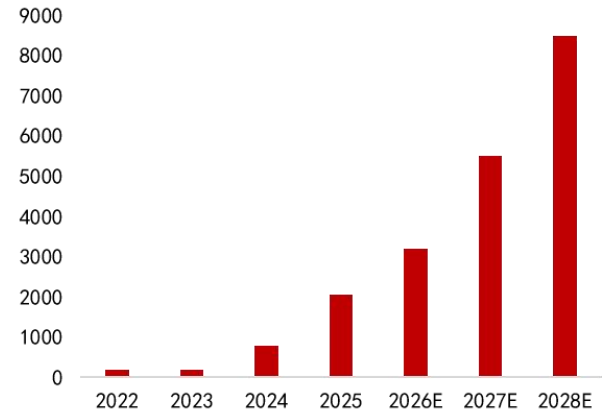
来源：公司公告，极核官网，中泰证券研究所

4.3 电动两轮车：渠道+产能高速扩张，极核成为公司第三成长曲线

- **极核渠道高速扩张中：**2025 年极核门店突破 2050 家，新增 1260 家，同比翻倍，此外公司发布三年跃迁计划，计划 2026 年极核门店突破 3200 家，2028 年将突破 8500 家。
- **两轮车产能储备充足：**2025 上半年，公司嘉兴“年产 300 万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套生产基地项目”正式启动建设，项目建设期为 2 年，项目总投 35 亿元，项目达产后预计新增燃油摩托车销量 20 万辆、新增电动自行车销量 170 万辆、新增电动摩托车销量 110 万辆。公司为电动两轮车储备产能充足，为后续上量提供产能端保障。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 57：极核渠道数量及后续展望



来源：公司公告，搜狐新闻，中泰证券研究所

图表 58：极核产能规划

项目名称	项目投资总额（元）	拟使用募集资金金额(元)
年产300万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套新建项目	350,000.00	145,876.30
营销网络建设项目	90,000.00	45,000.00
信息化系统升级建设项目	12,000.00	12,000.00
补充流动资金项目	15,000.00	15,000.00
合计	467,000.00	217,876.30

来源：公司公告，中泰证券研究所

五、盈利预测与投资建议

盈利预测

- **营收端：**
  ①全地形车业务：公司全地形车业务近年在欧洲龙头地位稳固，北美份额稳步提升中。考虑到北美关税税率缓和，以及竞争对手渠道/营收承压，我们认为公司全地形车在北美销量及市占率有望持续上行。此外考虑到公司近年全地形新品以 U 系列、Z 系列、X 系列高端产品为主，ASP 及盈利能力有望持续提升。综上，我们预计公司全地形车业务在 2026-2028 年营收分别为 142.3/173.9/212.4 亿元，且随高价值车型占比提升及美国关税政策缓和，预计 27 年毛利率有望进一步上行，28 年趋稳，综上预计 2026-2028 年全地形车业务毛利率分别为 32.0%、33.0%、33.0%。
  ②两轮油摩业务：公司油摩当前在欧洲已完成代理商切换，且踏板产品在国内表现较好，后续出海有望显著促进海外市占率提升。综上，我们预计公司两轮油摩业务在 2026-2028 年营收分别为 79.1/88.3/103.3 亿元，且考虑到踏板产品 ASP 及盈利能力相比大排量跨骑略低，我们预计 27-28 年毛利率呈现同比略微下滑趋势，综上预计 2026-2028 年两轮油摩业务毛利率分别为 22.0%/21.7%/21.5%。
  ③电动两轮车业务：公司电动两轮车业务当前处于低基数高成长阶段，考虑到公司产能布局充分，渠道高速扩张，且高端化形象有望与竞品形成差异化定位，因此我们预计公司电动两轮车业务后续将实现稳定增长，且毛利率随量增逐步改善。综上，我们预计公司电动两轮车业务 2026-2028 年营收分别为 25.6/38.5/52.5 亿元，毛利率分别为 0.8%/5%/9%。
- **费用端：**
  （1）销售费用：随着公司各产品在海外规模提升，销售费用预计随之稳定上行，预计 2026-2028 年分别为 13.1/15.8/18.8 亿元；**（2）管理费用：**公司人员规模趋于稳定，但随业务规模扩大，相关激励费用预计也将同步上行，因此预计管理费用保持平稳增长，预计 2026-2028 年分别为 10.0/12.3/14.9 亿元；**（3）研发费用：**随全地形车、油摩及电动两轮产品矩阵逐步完善，相关产品研发费用预计将持续增长，预计 2026-2028 年分别为 15.9/19.2/23.1 亿元。
- **综上，我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 267.9/326.8/400.3 亿元，归母净利润分别为 23.8/29.7/38.0 亿元。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 59：盈利预测（亿元）

	2025	2026E	2027E	2028E
整体营收	197.5	267.9	326.8	400.3
整体毛利率	26.9%	27.2%	27.2%	27.4%
主要业务拆分：				
①全地形车	96.1	142.3	173.9	212.4
全地形车毛利率	32.1%	32.0%	33.0%	33.0%
②两轮油摩	64.7	79.1	88.3	103.3
两轮油摩毛利率	24.5%	22.0%	21.7%	21.5%
③电动两轮车	19.1	25.6	38.5	52.5
电动两轮车毛利率	-0.03%	0.84%	5%	9%
销售费用	12.9	13.1	15.8	18.8
管理费用	7.9	10.0	12.3	14.9
研发费用	12.2	15.9	19.2	23.1
归母净利润	16.8	23.8	29.7	38.0

来源：WIND，中泰证券研究所

估值及可比公司对比

- 选取主业同为摩托车产品的企业作为可比公司：1）隆鑫通用、2）钱江摩托、3）涛涛车业。
- 2026-2028 年可比公司平均 PE 分别为 18.2/14.0/11.9；我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 23.8/29.7/38.0 亿元，对应 PE 分别为 18.6/14.9/11.6，考虑到公司全地形车在北美高端化进程加速，油摩在欧洲份额稳步上行，电动两轮高速起量中，我们认为公司估值仍存在向上提升空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 60：可比公司估值对比

标的	代码	股价	市值（亿人民币）	归母净利润（亿人民币）				PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
隆鑫通用	603766.SH	14.4	295	16.5	21.6	25.9	30.8	17.9	13.7	11.4	9.6
钱江摩托	000913.SZ	11.2	59	9.8	2.8	3.7	4.0	6.0	21.1	15.8	14.7
涛涛车业	301345.SZ	228.9	250	8.2	12.5	16.7	21.7	30.6	20.0	14.9	11.5
可比公司平均值								18.2	**18.2**	**14.0**	**11.9**
春风动力	**603129.SH**	288.6	443	16.8	23.8	29.7	38.0	26.4	**18.6**	**14.9**	**11.6**

来源：WIND，中泰证券研究所
注：股价及市值参考 2026.09.07 数据；可比公司盈利预测参考 WIND 一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

六、风险提示

- **国内大排量摩托车增速不及预期**
  国内禁摩令尚未放开，部分地区对摩托车购买仍存在较多限制，因此存在国内大排量摩托车增速不及预期导致油摩内销增速不及预期，导致市场规模测算出现偏差的风险。

- **海外市场开拓不及预期**
  公司全地形车在北美市占率较低，油摩当前在部分欧洲国家以及南美部分国家渗透率较低，存在业务推进速度不及预期导致海外销量增速下滑，导致市场规模测算出现偏差的风险。

- **新品投放进度不及预期的风险**
  公司较多业务依靠新品推动，存在全地形车、两轮油摩、电动两轮产品投放进度不及预期导致业务增长不及预期，导致市场规模测算出现偏差的风险。

- **报告中公开资料信息滞后及更新不及时的风险**
  存在公司公开信息与实际情况相比存在滞后性，以及数据更新不及时的风险。

- **第三方数据失真、不准确或不完整的风险**

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	9,577	12,825	17,513	23,891
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,859	2,302	2,543	2,983
预付账款	133	195	238	290
存货	2,873	3,954	4,821	5,885
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	892	1,104	1,346	1,649
流动资产合计	15,334	20,380	26,460	34,699
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	231	231	231	231
固定资产	1,872	2,092	2,348	2,639
在建工程	508	608	608	508
无形资产	267	307	348	391
其他非流动资产	1,057	1,069	1,081	1,092
非流动资产合计	3,936	4,307	4,616	4,862
资产合计	**19,270**	**24,687**	**31,076**	**39,561**
短期借款	0	97	226	335
应付票据	5,388	6,194	7,714	10,035
应付账款	4,321	5,853	7,208	8,887
预收款项	0	0	0	0
合同负债	465	536	654	801
其他应付款	212	212	212	212
一年内到期的非流动负债	30	30	30	30
其他流动负债	780	976	1,171	1,396
流动负债合计	11,196	13,897	17,215	21,695
长期借款	0	50	65	145
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	337	337	337	337
非流动负债合计	337	387	402	482
负债合计	**11,533**	**14,284**	**17,617**	**22,177**
归属母公司所有者权益	7,502	10,084	13,023	16,798
少数股东权益	235	319	436	586
所有者权益合计	7,737	10,403	13,459	17,384
负债和股东权益	**19,270**	**24,687**	**31,076**	**39,561**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,966	3,865	5,083	6,744
现金收益	1,812	2,831	3,291	4,237
存货影响	-343	-1,081	-867	-1,065
经营性应收影响	-325	-445	-223	-450
经营性应付影响	2,617	2,337	2,875	4,000
其他影响	205	222	7	23
投资活动现金流	-773	-595	-564	-533
资本支出	-736	-589	-556	-525
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-36	-6	-8	-8
融资活动现金流	-502	-21	168	168
借款增加	4	147	144	189
股利及利息支付	-597	-58	-72	-101
股东融资	141	0	0	0
其他影响	-50	-110	96	80

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	19,746	26,788	32,679	40,027
营业成本	14,427	19,509	23,788	29,042
税金及附加	372	455	719	921
销售费用	1,286	1,313	1,576	1,875
管理费用	786	1,004	1,235	1,494
研发费用	1,220	1,590	1,920	2,310
财务费用	-153	138	-54	-10
信用减值损失	65	53	10	7
资产减值损失	-70	-60	-60	-42
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	5	3	4
其他收益	61	80	15	30
营业利润	1,866	2,477	3,456	4,400
营业外收入	24	200	18	50
营业外支出	11	0	5	5
利润总额	1,879	2,677	3,469	4,445
所得税	145	214	382	489
净利润	1,734	2,463	3,087	3,956
少数股东损益	58	84	117	150
归属母公司净利润	1,675	2,379	2,970	3,805
NOPLAT	1,593	2,590	3,039	3,947
EPS（按最新股本摊薄）	10.98	15.50	19.35	24.79

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	31.3%	35.7%	22.0%	22.5%
EBIT 增长率	30.8%	63.1%	21.3%	29.9%
归母公司净利润增长率	13.8%	42.0%	24.8%	28.1%
获利能力				
毛利率	26.9%	27.2%	27.2%	27.4%
净利率	8.8%	9.2%	9.4%	9.9%
ROE	21.7%	22.9%	22.1%	21.9%
ROIC	24.9%	27.0%	26.4%	25.8%
偿债能力				
资产负债率	59.8%	57.9%	56.7%	56.1%
债务权益比	4.7%	4.9%	4.9%	4.9%
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.0
应收账款周转天数	30	28	27	25
应付账款周转天数	95	94	99	100
存货周转天数	67	63	66	66
每股指标（元）				
每股收益	10.98	15.50	19.35	24.79
每股经营现金流	25.99	25.18	33.12	43.94
每股净资产	49.17	65.70	84.85	109.44
估值比率				
P/E	26	19	15	12
P/B	6	4	3	3

来源：WIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。