仅供内部参考，请勿外传！

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

家电行业|公司深度

证券研究报告

2026/9/24

春风动力深度报告——

中国全地形车出海龙头，高端新品放量助推量价齐升

证券分析师： 孟昕（分析师）

分析师登记编号： S1190524020001

证券分析师： 赵梦菲（分析师）

分析师登记编号： S1190525040001

摘要

- 我们将通过系列报告的形式对公司三大业务进行详细拆解，本篇报告将重点剖析公司全地形车业务，围绕全球市场规模、区域结构、高端化趋势和竞争格局，以及公司产品、渠道、品牌维度展开；两轮业务及全球产能布局将在系列二中详述。

- **行业端：全球全地形车赛道成熟，结构高端化趋势明确。1）市场整体：**2025年全球全地形车销售额约1387亿元，预计2032年达1873亿元（CAGR 4.5%）；其中北美占全球约75%，欧洲约18%，亚太受益农业机械化与户外休闲兴起有望提速。**2）分品类看：**ATV守住刚需基本盘，UTV持续抢占主流份额（2025年北美UZ占比67.31%），SSV深耕高端竞技细分。3）竞争格局：全球全地形车市场集中度高，美日厂商约占91%份额，中国品牌有加速追赶趋势。**4）国内出口：**中国全地形车出口额从2019年2.89亿美元增至2025年13.87亿美元（CAGR 13.01%），出口均价从591美元升至1361美元（CAGR 14.92%），高端化与品牌溢价持续兑现；2025年春风动力出口额占全国全地形车出口总额的74.01%，龙头地位持续巩固。

- **公司端：全地形车产品矩阵丰富，高端新品放量助推业绩提升。1）产品端：**形成CFORCE（ATV）、UFORCE（UTV重载）、ZFORCE（SSV运动越野）、YOUTH（青少年）四大序列，实现全年龄段、价格带和场景覆盖；高端旗舰Z10、U10 PRO等持续热销，占比提升带动ASP上行，量价齐升有望带动整体收入业绩持续快速增长。研发端持续加码并重点优化动力系统，同时将智能化配置作为高端车型的核心卖点之一，强化产品差异化优势。**2）渠道端：**公司全地形车渠道2025年新增298家、总数突破3100家，覆盖100多个国家；北美通过美国子公司+墨西哥工厂（2023年投产、规划5万台/年）深化本地化运营，欧洲通过收购GOES形成“CFMOTO玩乐+GOES实用”双品牌布局。

- **投资建议：行业端，**全球全地形车市场需求保持韧性，摩托车消费升级及出口增长持续驱动行业扩容，国内2026年电动自行车行业新国标执行有望进一步提高行业准入门槛。**公司端，**作为国内全地形车及中大排量摩托车龙头，公司持续完善四轮车、摩托车及电动两轮车产品矩阵，加快新品推出与品牌国际化布局，不断提升高附加值产品占比；同时依托墨西哥、泰国等海外生产基地建设及供应链本地化优化，进一步增强全球交付能力与成本竞争优势。我们预计，2026-2028年公司归母净利润为23.91/30.98/37.32亿元，对应EPS为15.58/20.19/24.32元，当前股价对应PE为19.06/14.71/12.21倍。**维持“买入”评级。**

- **风险提示：**海外需求波动风险、国际贸易政策变化风险、汇率波动风险、行业竞争加剧风险、新品推进不及预期风险。

- 当前春风动力全地形车、燃油摩托车、极核电动两轮三大增长引擎已基本确立：全地形车覆盖ATV、UTV、SSV等品类，面向户外作业、运动休闲与公用场景，是公司起家业务和海外品牌壁垒的核心承载；燃油摩托车涵盖中大排玩乐与通勤产品，国内认知扎实并且外销成长空间广阔；极核定位高端电动出行，依托公司在动力、三电与智能化积累，覆盖高端电动自行车、电轻摩与电摩，处于产品矩阵和渠道扩张期，是公司中长期第三增长曲线。

- 我们将通过系列报告的形式对公司业务进行详细拆解，本篇报告将对公司做全景式基本介绍，并在此基础上重点拆解四轮业务，围绕全地形车行业的全球市场规模、区域需求结构、高端化与品类升级、竞争格局，以及公司产品迭代、海外渠道、品牌壁垒进行展开。两轮车业务（燃油摩托车、极核电动）和面向各业务的全球产能布局、基地协同与扩产节奏等内容，将在系列二深度报告中做具体展开。

目录

1 春风动力：全球动力运动产品领军企业

2 行业端：全球全地形车赛道成熟，新兴市场+高端品类打开增长空间

3 公司端：全地形车产品矩阵丰富，高端新品放量助推业绩提升

4 投资建议

5 风险提示

一、春风动力：全球动力运动产品领军企业

➢公司专业从事大排量摩托车、全地形车、电动两轮车及配套核心部件的研发、制造和销售。**1）产品端：**公司在全地形车和摩托车行业产品竞争优势显著，连续多年稳居中国全地形车出口额第一，同时在250cc以上的跨骑式摩托车细分赛道中销量领先。**2）品牌端：**公司以“CFMOTO”为核心持续巩固市场领先地位，并与KTM建立长期战略合作实现技术共享与联合研发；同时子品牌“极核（ZEEHO）”聚焦电动两轮车市场，第三增长引擎初见雏形。**3）渠道端：**公司业务遍布全球100多个国家和地区，并拥有超过9000家零售网点，成功建立了覆盖国内与国际、线上与线下的立体化销售与服务网络。

图表1：公司从事摩托车、全地形车、公务车及配套产品的研发、制造和销售



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

1.1 发展历程：从摩托车零部件到动力运动产品龙头

图表2：公司逐步实现“燃油+电动”双轨驱动和全球业务与产能布局

1989-2004 创立期

- 1989年2月于温州的手工作坊生产摩托车配件，标志着春风动力发展的起点。
- 1992年2月成功研制125cc发动机核心部件气缸头，填补了国内空白，迅速占领该排气量气缸头市场。
- 1997年9月成功研制第一台水冷发动机152MI，极大提升了春风动力的市场竞争力。
- 1998年5月成功研制水冷两轮踏板车，正式开启整车制造和销售。

2005-2018 崛起期

- 2005年11月首次参加意大利米兰国际摩托车及自行车博览会(EICMA)，成功迈出国际化的第一步。
- 2006年2月公司整体搬迁至杭州，全新制造工厂和设计研发中心投入使用。
- 2007年4月国际业务的不断扩张，美国明尼苏达州成立首个海外子公司。
- 2013年12月全年营收首次突破10亿元人民币。
- 2017年8月春风动力在上海证券交易所挂牌上市，正式登陆资本市场。
- 2014年9月发布150NK，成为公司摩托车业务崛起的开端。
- 2014年9月春风动力成为中国国宾护卫专用摩托车指定生产商。

2019-2024 升级期

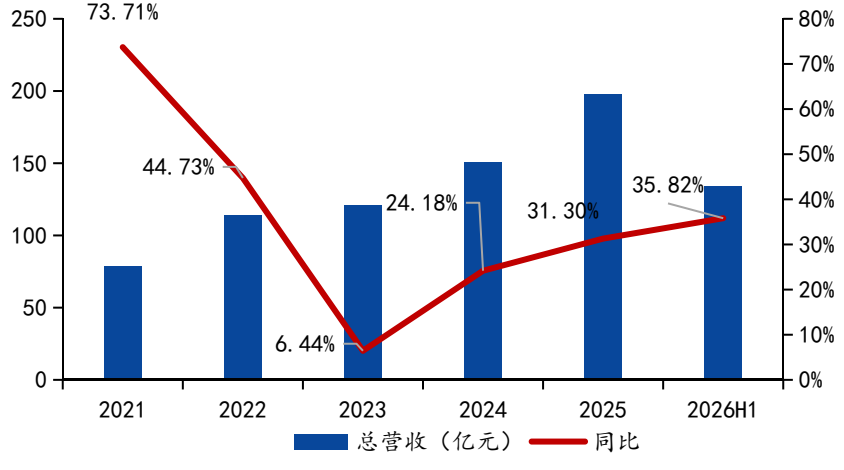
- 2019年11月发布首款电动全地形概念车Evolution A，开启电动化进程。
- 2020年9月发布第一款国产最大排量的公升级摩托车。
- 2020年12月正式发布旗下全新子品牌ZEEHO极核，开始“燃油+电动”双轨并行的全新征程。
- 2021年12月泰国制造基地建成投产，为全球化战略迈出坚实一步。
- 2022年9月CFMOTO 2022秋季战略发布会在杭州举办，宣告了春风动力向着“电动化+智能化”双核驱动迈进。
- 2023年7月墨西哥制造基地建成投产，成为公司全球化布局的重要环节。
- 2024年10月春风动力第100万辆全地形车下线，达成首个百万里程碑。
- 2025年12月极核整车年度交付量突破50万台。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

1.2 财务分析：收入端快速扩张，盈利能力持续增强

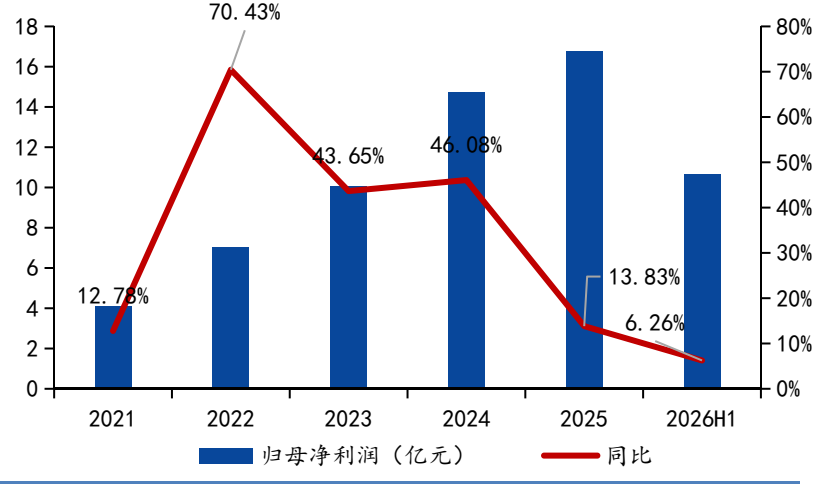
➢公司收入端保持快增态势，业绩端实现稳健增长。1）**收入端：**2021年至2025年，公司总营收从78.61亿元增长至197.46亿元，CAGR为20.23%，整体呈现快速增长趋势；2026H1公司总营收达133.86亿元（+35.82%），在全地形车和电动两轮产品类的带动下延续较快增长趋势。**2）利润端：**公司归母净利润从2021年的4.12亿元快速提升至2025年的16.75亿元，CAGR为+32.38%；2026H1实现归母净利润10.65亿元（+6.26%），受电动两轮车业务占比提升影响，业绩端增速略有放缓。

图表3：2026H1公司总营收达133.86亿元（+35.82%）



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

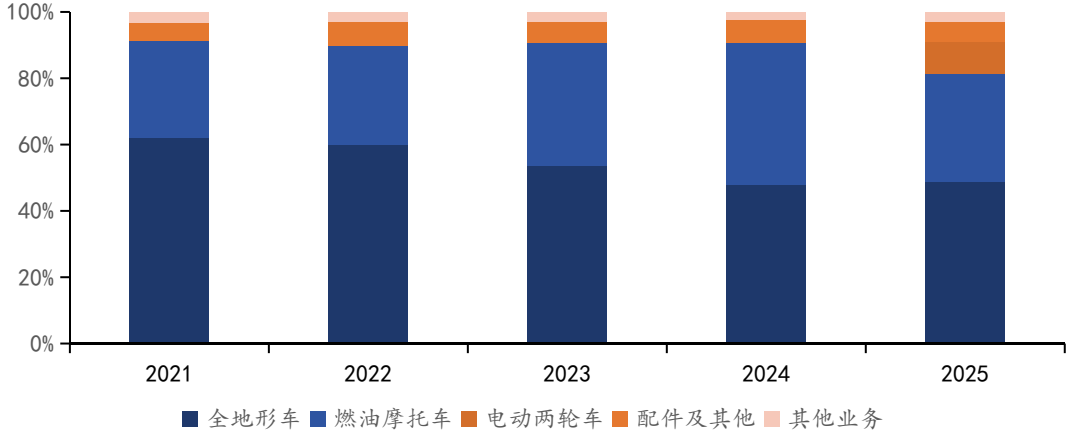
图表4：2026H1公司归母净利润达10.65亿元（+6.26%）



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

➢**全地形车产品结构持续优化，第三增长曲线极核增长韧性较强。**2026H1公司全地形车收入达71.64亿元（+51.05%），作为核心基本盘，高端旗舰 Z10 批量交付带动量价齐升，2026H1公司全地形车出口额占全国比重达72.47%，龙头地位稳固；燃油摩托车内销、外销收入分别达16.85亿元（-0.71%）、23.15亿元（+40.41%），国内业务表现平稳，境外收入实现高增；极核电动两轮板块收入为11.62亿元（+33.15%），完善全价格带产品矩阵的同时渠道持续扩张，作为第三增长曲线展现出较强增长韧性。

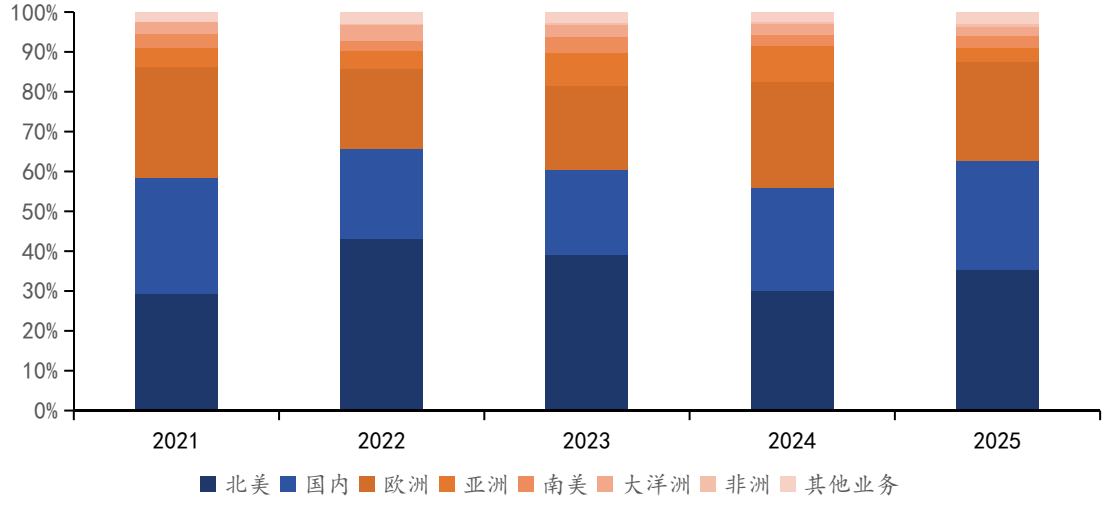
图表5：公司全地形车、摩托车产品合计收入占比维持在90%左右



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

➢**分地区看，公司全球化布局持续兑现，欧美及新兴市场共同驱动收入增长。**2025年公司北美洲、大洋洲、非洲、中国、南美洲、欧洲、亚洲（不含中国）收入分别为69.78亿元（+53.86%）、4.52亿元（+5.35%）、1.57亿元（+102.55%）、53.97亿元（+39.31%）、6.01亿元（+47.86%）、48.95亿元（+22.23%）、7.08亿元（-47.67%）；北美、欧洲、中国三大市场合计贡献收入约87%，其中北美、南美市场均实现高增，非洲市场表现亮眼，中国、欧洲市场快速增长。

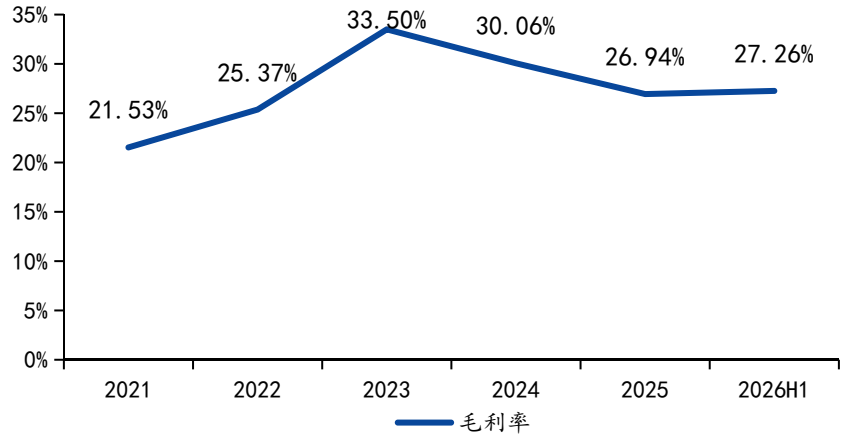
图表6：2025年公司欧美及新兴市场共同驱动收入增长



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

➢**毛利率：**2021-2026Q1公司毛利率从21.53%提升至28.70%，整体呈现“稳步提升—短暂波动—显著修复”的特征。其中2021-2023年毛利率持续上行，主要得益于规模效应显现、产品结构优化及成本管控有效实施；2025年毛利率为26.94%（-3.12pct），或系经销商补贴、美国收入占比下降、国内两轮车价格竞争、低毛利率的极核业务线占比提升等因素所致；2026H1毛利率为27.26%（-1.12pct），持续承压或系受到原材料价格波动、关税政策反复和新品牌极核收入占比快速提升导致产品结构短期调整的影响。

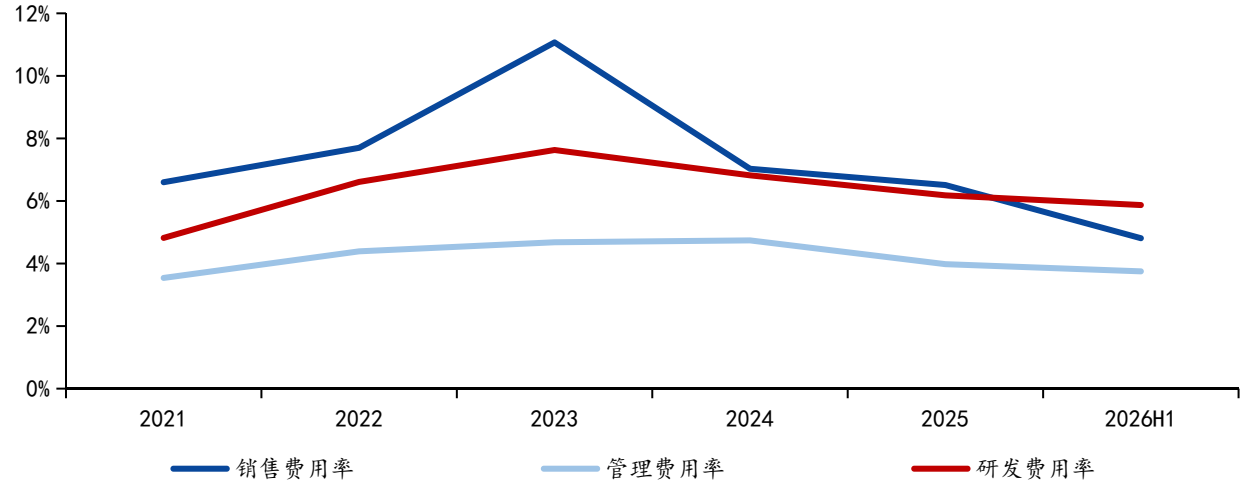
图表7：2026H1公司毛利率为27.26%（-1.12pct）



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

➢**费用率：**2021-2025年，公司销售/研发/管理费用率分别由6.60%/4.82%/3.54%变动至6.51%/6.18%/3.98%。其中，2022-2023年公司持续推进品牌建设、渠道拓展及新品研发，销售及研发费用率有所抬升；2024年以来伴随收入规模持续扩张，规模效应逐步释放，销售及研发费用率整体呈下降趋势，期间费用率保持合理水平。2026H1公司销售/研发/管理费用率分别为4.81%/5.87%/3.75%，同比分别-0.51/+0.30/-0.60pct，费用结构持续优化，经营效率进一步提升。

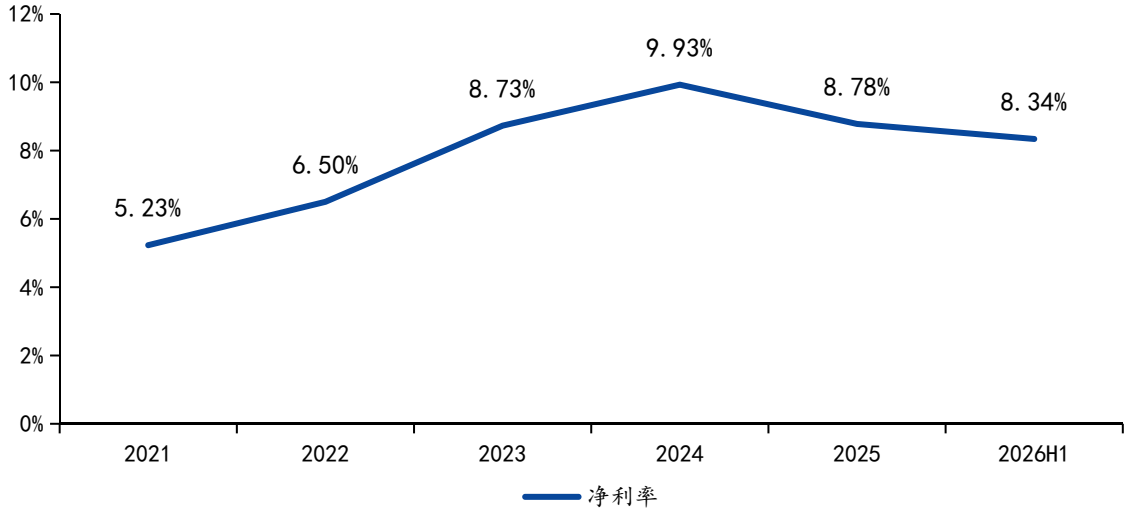
图表8：2026H1公司期间费用率进一步收窄



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

➢**净利率：**2021-2024年公司净利率由5.23%升至9.93%，实现持续快速提升；2025年公司净利率达8.78%（-1.15pct），出现小幅下滑或系受到汇率波动、产品结构短期调整等的影响。2026H1公司净利率为8.34%（-2.23pct），持续承压或系原材料价格波动、关税政策反复、新品牌极核收入占比快速提升等因素所致。

图表9：2026H1公司净利率为8.34%（同比-2.23pct）



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

1.3 股权结构相对集中，高管团队结构稳定

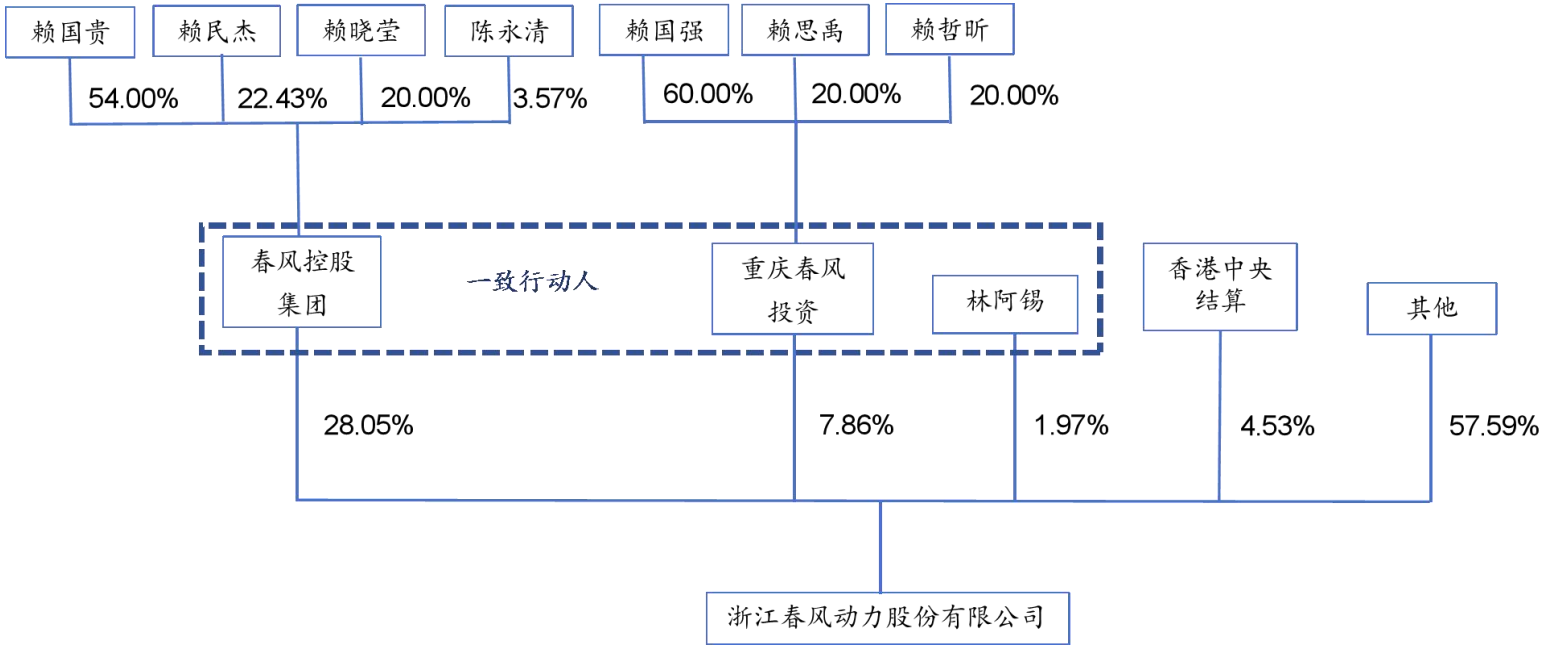
图表10：公司高管团队拥有较丰富的产业经验和管理背景

姓名	职务	主要工作经历
赖国贵	实控人/董事	历任春风控股集团有限公司总经理、总裁、执行董事，春风控股集团杭州摩托车制造有限公司董事长、总经理，浙江春风动力股份有限公司董事长等职。现任春风控股集团有限公司执行董事兼总经理、重庆春风实业集团有限公司董事、浙江春风动力股份有限公司董事。
赖民杰	总裁/董事长	2008年入职公司，历任公司市场部经理、创意中心总监、研究院副院长、副董事长兼总经理等职。现任公司董事长、总裁，全面负责公司发展战略、经营管理及主持董事会工作。
倪树祥	副总裁	曾任职于中央电视台新闻部、浙江省机械设备进出口公司。2004 年 6 月入职公司，历任国际贸易部经理、销售副总经理（国际），现任公司董事、副总裁，负责公司全球化营销和服务网络体系的管理工作及四轮车业务发展。
司维	副总裁/财务负责人	曾任职于立信会计师事务所（特殊普通合伙）。2021年1月入职公司，历任财务总监，现任公司董事、副总裁、财务负责人，负责公司财务体系管理工作。
张素珠	副总裁	2002 年入职公司，历任国际贸易部副经理、总经理办公室主任、春风美国公司财务总监、春风凯特摩副总经理等职，现任公司副总裁，负责公司人力资源与行政的管理工作。
陈志勇	副总裁	曾任职于浙江钱江摩托股份有限公司。2007 年 5 月入职公司，历任整车研究所所长、研究院院长、技术副总经理、两轮车事业发展部总经理，现任公司副总裁，负责公司研发体系的管理工作。
陈柯亮	副总裁	曾任职于西藏珠峰工业股份有限公司。2006 年 3 月入职公司，历任生产部经理、生产副总经理兼供应链管理中心副总经理，现任公司副总裁，负责公司制造体系的管理工作。
马刚杰	副总裁	曾任职于五羊本田摩托（广州）有限公司。2016 年 5 月入职公司，历任销售副总经理（国内）、质量中心副总经理，现任公司副总裁，负责公司 ZEEHO 业务的发展。
高青	副总裁	曾任职于浙江省中西医结合医院、杭州万泰认证有限公司等。2012年10月入职公司，历任公司行政副总经理、运营副总经理，现任公司董事、副总裁，负责公司数字化建设及合规体系的管理工作。
周雄秀	董事会秘书	曾任职于乐清市亿新科技有限公司、春风控股集团有限公司。2009 年 10 月入职公司，历任公司总经理办公室主任、企业管理部经理等职，现任公司董事会秘书，负责公司证券事务相关管理工作。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

➢**股权结构：**公司实控人赖国贵及其一致行动人合计持股39.77%，各方基于家族关联形成一致行动关系，共同构成较为稳定的控制核心。

图表11：公司股权结构较为集中



资料来源：同花顺（截至2026年9月18日），太平洋证券整理

目录

1 春风动力：全球动力运动产品领军企业

2 行业端：全球全地形车赛道成熟，新兴市场+高端品类打开增长空间

3 公司端：全地形车产品矩阵丰富，高端新品放量助推业绩提升

4 投资建议

5 风险提示

二、行业端：全球全地形车赛道成熟，新兴市场+高端品类打开增长空间

- 全地形车属于非道路专用特种车辆，产品设计定位为非铺装路面行驶，可适配沙滩、草地、山地、丛林等复杂越野路况，兼具地形高适应性与机动灵活性，是融合户外作业、休闲娱乐、专业运动多重功能的轻型越野装备。

- 行业通用结构分类标准将全地形车划分为ATV、UTV、SSV三类，核心差异体现在操控形式、产品定位与适用场景。

图表12：全地形车根据结构可分为ATV、UTV和SSV三类

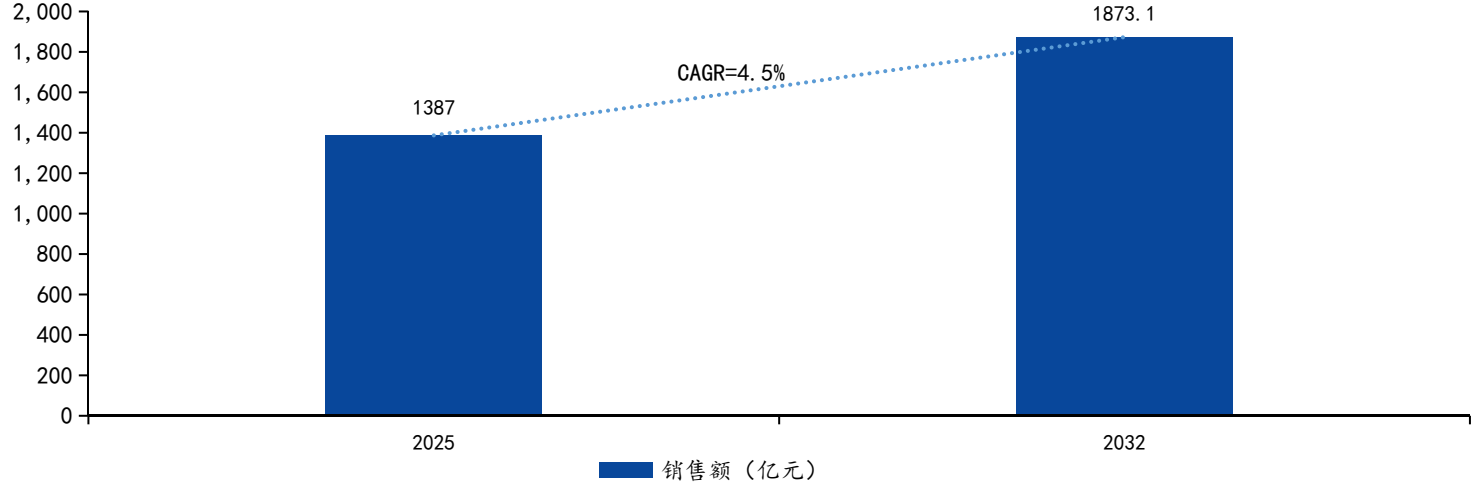
分类名称	英文名称	主要特点简介
ATV	All-TerrainVehicle	俗称"沙滩车"或"四轮摩托车"，骑跨式驾驶，像骑摩托车一样用方向盘操控。通常为四轮，也有三轮或六轮型号，是最经典和常见的类型。
UTV	UtilityTaskVehicle	俗称"农夫车"或"多功能全地形车"。并排座椅驾驶，拥有汽车式的方向盘、油门和刹车踏板。通常带有防滚架和货斗，强调载物和多功能性。
SSV	Side-by-SideVehicle	同为方向盘式四轮越野构型，采用双人并排座舱布局，强化高速通过性、极限越野性能，面向专业户外越野赛事、高端户外娱乐运动场景，运动属性为产品核心卖点。

资料来源：春风动力年报，太平洋证券整理

2.1 市场整体：全球全地形车市场规模稳步增长，UTV占比持续提升

➢ **全球全地形车市场已进入成熟发展期，规模保持稳步增长。**据QYResearch统计，2025年全球全地形车市场销售额达到1387亿元，预计2032年将达到1873.1亿元，2026-2032年CAGR为4.5%，考虑到行业基数及成熟度，该增速凸显了市场需求的刚性特征——无论是户外休闲场景的稳定消费，还是农业、特种作业等领域的功能性需求，均为行业增长提供了持续动力。

图表13：2026-2032年全球全地形车销额CAGR为4.5%



资料来源：QYR（恒州博智），太平洋证券整理

➢ **三大赛道呈现明显分化格局，产品结构高端化趋势明显。**

1）ATV守住刚需基本盘：ATV作为行业刚需基本盘，整体市场份额虽持续小幅回落，但在山地农林作业、山林巡护、应急救援等场景具备不可替代的使用壁垒。据Global Market Insights预测，2025-2035年全球ATV销量有望从39.50万辆提升到54.06万辆，CAGR为3.2%；销售额从28亿美元提升至44亿美元，CAGR为4.5%；销量和市场规模稳步抬升，呈现“份额回落、地位坚挺”特征。

2）UTV持续抢占主流份额：由于方向盘式多功能UTV具有载人、重载、休闲多功能属性，其正逐步取代传统手把式ATV成为市场主流车型。当前全球全地形车行业产品结构持续向UTV倾斜，UTV成为全地形车第一大增量品类，份额持续扩张。据Polaris年报，2025年全球UZ（UTV+SSV）占全地形车总销量 59.28%；北美UZ占比由2020年64.97%提升至2025年67.31%，份额持续扩张。

3）SSV深耕高端竞技细分：SSV赛道属于高端小众细分品类，受众圈层规模有限但单品盈利能力极强，产品主要适配专业越野赛事、高端私人户外娱乐圈层。伴随全球越野赛事文化持续普及，各大整车厂商持续投放旗舰级SSV车型，该品类既是企业前沿动力、底盘技术的核心展示载体，也能够带动品牌全系车型整体溢价提升。

➢ **全地形车行业未来增长空间广阔，多因素推动持续扩容。**我们认为，全球全地形车行业未来增长空间广阔，多重积极因素共同驱动市场持续扩容：1）随着全球户外休闲文化持续普及，以休闲娱乐、日常使用及赛事竞技为导向的全地形车消费需求仍将保持增长。2）全地形车在农业、林业、矿业等领域的应用不断拓展，功能性需求为行业增长提供了坚实的基本盘。3）电动化与智能化趋势正在重塑行业格局，清洁能源全地形车需求快速增长。据The Brainy Insights预测，2033年全球全地形车市场规模将达到295亿美元，预计2030年全球年均销量将维持在100—110万辆；随着消费能力提升、娱乐需求多元化及产品性能与体验持续升级，全地形车行业产品结构不断优化，高端化趋势日益显著。

图表14：随着应用领域拓展，全地形车行业未来增长空间广阔



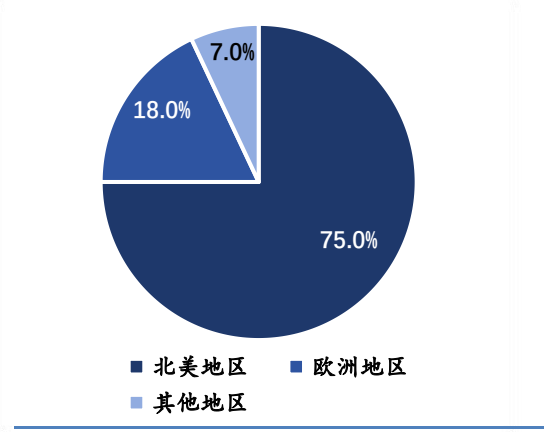


资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

2.2 分区域看：全地形车行业分布呈现欧美为主，亚太区崛起的格局

- **全球全地形车市场呈现显著的区域集中特征，北美市场占据主导地位。**根据QYR（恒州博智）2025年发布的数据显示，北美地区全地形车销售额占全球的75%左右；欧洲市场紧随其后，占比约为18%。
- **北美：**拥有深厚的户外休闲文化、广阔的户外场景资源，以及农业、林业等行业对全地形车的刚性作业需求等；同时，北美地区成熟的消费市场体系、完善的售后配套设施，进一步巩固了其领先地位；根据Global Market Insights数据，预计在2034年美国全地形车市场规模有望达248亿美元，2025-2034年复合年增长率为7.5%。

图表15：全球全地形车市场分布集中于欧美地区



资料来源：QYR（恒州博智），太平洋证券整理

- **欧洲：**德国、法国和意大利是欧洲地区全地形车的主要消费国家，并且较为注重车辆安全与环保性能。受环保法规影响，欧洲市场对清洁能源全地形车的需求正快速增长。同时欧洲消费者对产品性能与舒适性标准要求严苛，为中高端产品提供了良好的市场土壤。

- **亚太地区被普遍视为未来增长潜力较大的区域。**根据Research Nester预测，到2037年底，亚太地区的全地形车市场将成为全球增速领先的地区，并且市场份额也有望达到24%。这一增长预期主要得益于两大核心驱动力：**1）农业领域的机械化升级需求：**随着亚太地区农业现代化进程加快，传统人力/小型机械作业模式逐步向高效机械化转型，全地形车因适配小地块作业、复杂地形通行等特点，在农田作业、农产品短途运输等场景的应用逐步普及；**2）户外休闲活动的兴起：**随着亚太地区居民人均可支配收入提升、消费观念升级，越野、露营等户外休闲活动从“小众爱好”向“大众消费”转变，带动全地形车休闲需求增长。

图表16：农业机械化升级需求推动全地形车市场增长



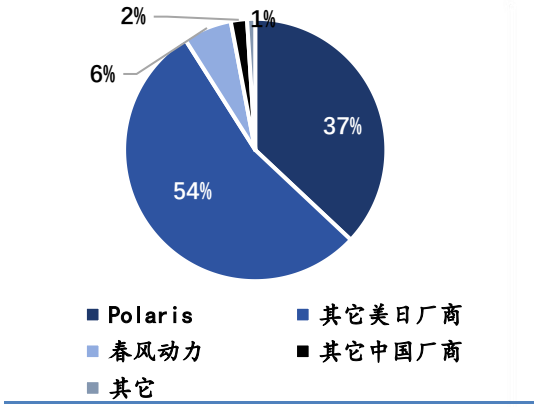
资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

- **不同区域市场需求特征存在显著差异。**北美市场偏好高承载重载UTV车型，欧洲市场偏好轻量化休闲ATV车型，亚太市场则兼顾农用平价车型与中端休闲车型需求。我们认为，这种区域需求的结构性差异，为具备差异化产品能力的中国企业提供了广阔的出海空间。

2.3 竞争格局：全球全地形车市场集中度较高，中国品牌加速追赶

➢ **行业集中度较高，美日头部厂商占据主导地位。**根据观研天下2025年发布报告，以2023年全球市场为统计基准，包括Polaris在内的美日厂商抢占了全球全地形车市场约91%的市场份额；其中行业龙头Polaris市占率约为37%，春风动力市占率约为6%。我们认为，当前全地形车头部企业依靠技术、品牌、海外渠道形成高行业壁垒，新进入者短期难以突破；春风动力等中国厂商出海提速，市场份额有望进一步提升，同时其在欧洲多个国家市场份额持续领先，全球格局正在缓慢重构。

图表17：全地形车行业集中度较高，2023年美日厂商市场份额达91%



资料来源：观研天下，太平洋证券整理

➢ **行业竞争壁垒较高，多重门槛抬高新玩家入场难度。**全地形车市场较高的集中度，源于其产品特性对技术性能、耐用性的要求更高。全地形车通常用于重载运输、多人出行或专业作业，须具备更强的动力输出、承载能力和稳定性，头部企业在核心部件研发、定制化设计上的优势更为突出，进一步挤压了中小厂商的生存空间。此外，北美EPA、欧洲E-MARK、DOT排放安全认证流程复杂、成本高，认证周期长达1-2年，中小厂商承担合规成本的难度较大。

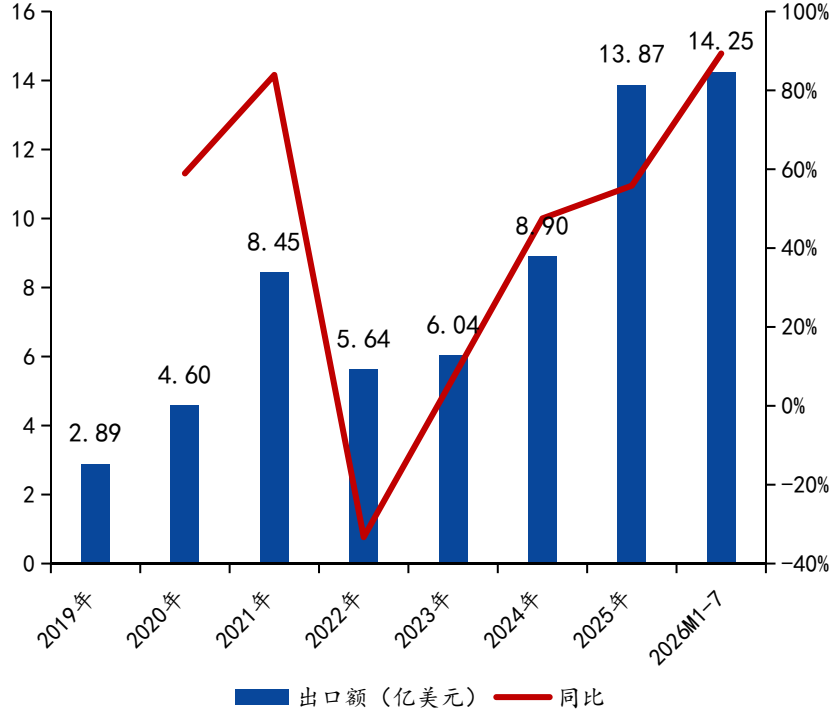
2.4 中国全地形车出口高增扩容，春风动力龙头地位持续巩固

- **我国全地形车行业出口实现快速发展，春风动力等龙头企业充分受益海外需求红利。**

- **1）市场整体：**根据海关总署数据，中国全地形车出口额从2019年的2.89亿美元提升至2025年的13.87亿美元，CAGR达13.01%，整体呈加速增长态势；2026年1-7月出口额达14.25亿美元（+89.33%），实现高增。中国全地形车出口额的持续增长既反映出海外市场需求的集中释放，也体现了中国企业在订单响应、产能供给上的能力提升。这一市场布局与全球消费需求分布高度契合：中国企业通过“性价比优势+精准适配需求”，快速打开海外销路；例如，针对北美农业市场推出高承载型全地形车，针对欧洲休闲市场推出轻量化、智能化车型等举措。

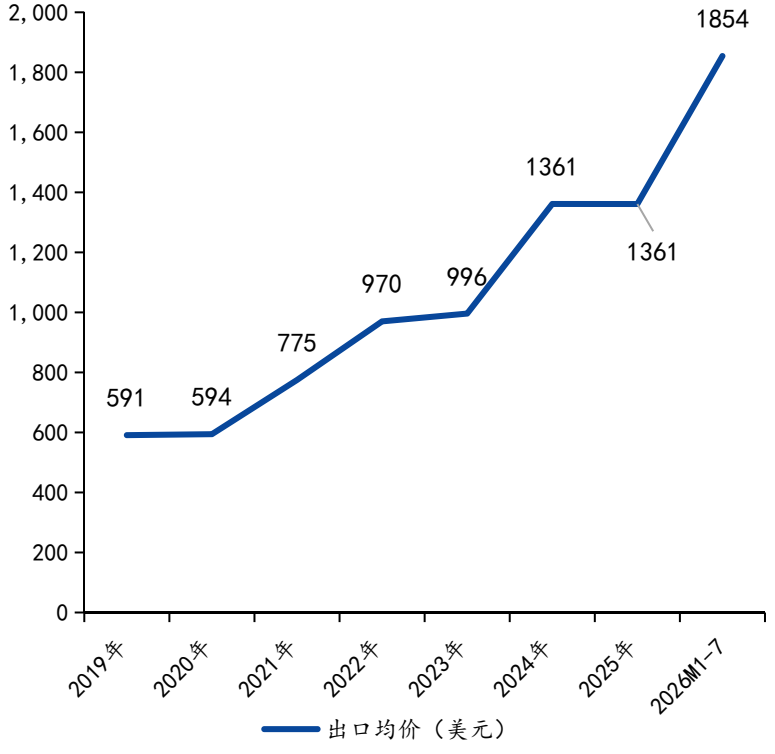
- **2）均价：**根据海关总署数据，中国全地形车出口均价从2019年的591美元提升至2025年的1361美元，CAGR达14.92%，价格中枢实现快速上移；2026年1-7月出口均价达1854美元（+30.35%），实现较快增速。我们认为，均价快速提升或系受到产品向高端UTV/SSV升级、品牌溢价增强及关税认证等成本转嫁等多重因素影响；未来在行业高端化与电动化趋势的支撑下，中国全地形车出口均价仍有上行空间。

图表18：2019-2026年6月中国全地形车出口呈增长态势



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

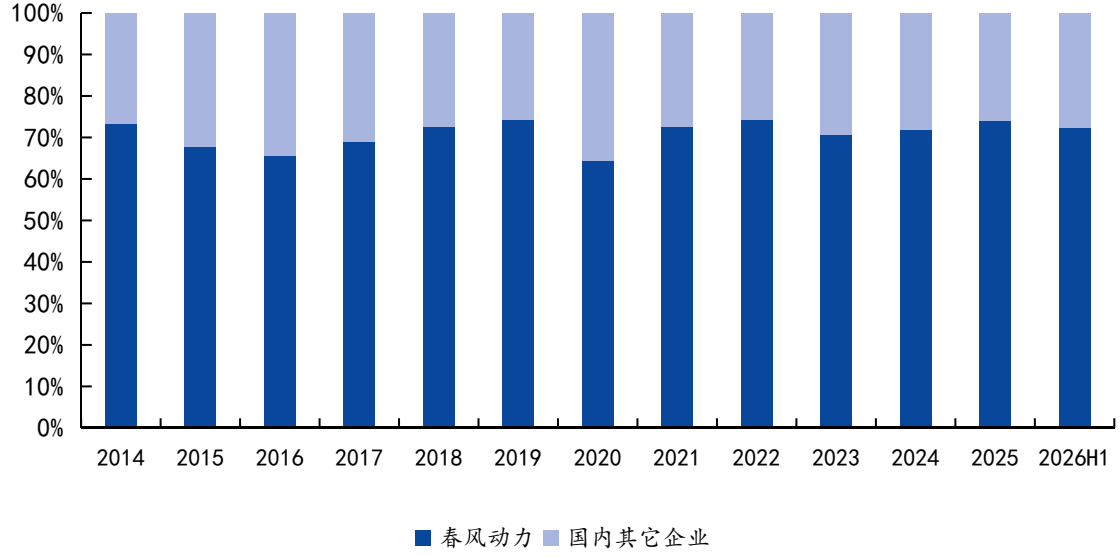
图表19：2019-2026年7月中国全地形车出口均价迅速攀升



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

➢ **春风动力全地形车出口份额维持在70%，龙头地位稳固。**公司常年稳居中国品牌全地形车出口额第一，根据海关总署数据，2014年-2025年公司全地形车出口额在中国整体的比重稳定在70%左右，展现出较强的市场竞争力与品牌影响力；2025年春风动力出口额占全国全地形车出口总额的74.01%，龙头地位持续巩固。

图表20：2014-2025年春风动力全地形车出口额占比稳定在70%左右



资料来源：中国海关总署，太平洋证券整理

目录

1 春风动力：全球动力运动产品领军企业

2 行业端：全球全地形车赛道成熟，新兴市场+高端品类打开增长空间

3 公司端：全地形车产品矩阵丰富，高端新品放量助推业绩提升

4 投资建议

5 风险提示

三、公司端：全地形车产品矩阵丰富，高端新品放量助推业绩提升

3.1 产品端：精准定位+高端升级，构建差异化竞争优势

- **产品矩阵：多层级完整产品矩阵，覆盖全价格、全场景需求。**公司全地形车覆盖110cc青少年入门至1000cc旗舰高端，分为CFORCE（ATV单人/双人多功能）、UFORCE（UTV重载多功能）、ZFORCE（SSV运动越野）、YOUTH青少年儿童四大产品序列，满足休闲娱乐、农林作业、专业越野、景区工程等多场景需求，实现价格带全覆盖。

图表21：春风动力全地形车系列产品覆盖多客群、多场景

系列名称	系列产品			价格区间（元/台）
YOUTH系列	CFORCE 110 			6890-9350
ATV系列	CFORCE 450L 	FORCE 520L 	CFORCE 625 TOURING 	34100-50380

系列名称	系列产品			价格区间（元/台）
SSV系列	ZFORCE 650 SPORT 	ZFORCE 950 SPORT-4 	ZFORCE 950 SPORT 	98800-104500
UTV系列	U10 XL PRO HIGHLAND 	U10 PRO HIGHLAND 	UFORCE 600 	81650-256800
	UFORCE 1000 	U6 EV 	UFORCE 1000 XL 	105380-206800

资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

➢ **1）入门青少年款：**核心车型为CFORCE110，售价6,899元，建议适应年龄为6岁+，精准面向青少年群体与有亲子户外需求的家庭。车型搭载110cc发动机，最高车速45km/h，配备限速可调功能和磁吸安全绳，确保骑行安全。轻量化车身适配营地、草坪等平缓路况，既可以满足国内亲子露营、青少年越野培训的需求，也是海外欧美家庭休闲市场的低门槛引流产品。依靠亲民售价降低消费者接触CFMOTO品牌的门槛，长期培育用户品牌认知，为成年款车型转化奠定基础。

图表22：CFORCE110青少年款作为品牌入门级产品，可通过培育青少年用户支撑成年车型转化

	YOUTH系列 CFORCE 110
产品图片	
售价（元）	6,899
最大载重	70.5kg
整备质量	130kg
排量	110cc
压缩比	9.1:1
驱动模式	2WD
仪表	3.5寸LCD液晶仪表
油箱容量	6.4L
特色功能	磁吸安全绳
	有限速



资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

- **2）中端大众款：**是春风产品线中最丰富、覆盖面最广的层级，兼顾了休闲娱乐与多场景作业。也是公司全地形车业务稳定营收的核心基本盘，细分包含CFORCE ATV多功能车与基础款UFORCE重载UTV两大产品线，合计拥有6款标准化SKU。

- ATV：公司CFORCE ATV系列定价区间集中在31,800元至62,900元，覆盖450cc、520cc、600cc等多个排量梯度，车型配备前后双货斗与长行程独立悬挂，拖拽、承载能力突出，高度适配果园、牧场、林场农资运输。同排量产品对比海外一线品牌具备显著性价比优势。

- UTV：公司UFORCE基础重载UTV定价62,800元至99,800元，代表车型包含UFORCE600与UFORCE800XL，搭载大容量液压自卸货斗，最大载重可达300kg，双人并排座舱兼顾工程作业与短途户外穿越，也是8万元以内为数不多配V型双缸动力的国产UTV，在商用刚需市场形成差异化竞争力。

图表23：ATV+UTV双线产品支撑公司中高端业务规模

	ATV系列 CFORCE 450L	UTV系列 UFORCE 600
产品图片		
售价（元）	31,800	62,800
最大载重	240kg	410kg
整备质量	350kg	640kg
排量	400cc	580cc
压缩比	10.3：1	10.68:1
驱动模式	二驱/四驱电控转换	二驱/四驱电控转换
仪表	3.5英寸数字仪表	-
油箱容量	17L	35L
特色功能	配备差速锁	货斗 LSD限滑差速器

资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

- **3）高端性能款：**是公司推进产品高端化、拉升单车盈利水平的核心抓手，分为ZFORCE运动SSV专业越野系列与UFORCE高端重载旗舰UTV两大细分赛道。
- ZFORCE系列定价覆盖59800元至139800元，从650cc入门运动车型延伸至1000cc四缸四座旗舰Z10-4，全系搭载长行程减震、超高离地间隙与大尺寸专业越野轮胎，专为沙漠、戈壁、山地极限越野场景调校，旗舰车型配备12.3英寸智能中控大屏、多模式动力切换系统，赛道级大排量动力能够输出强劲马力，精准匹配海外高端越野玩家、专业越野俱乐部需求。

图表24：公司ZFORCE系列精准匹配高端专业越野需求

	SSV系列 ZFORCE 650 SPORT
产品图片	
售价（元）	93,800
最大载重	315kg
整备质量	675kg
排量	963cc
压缩比	10.8:1
驱动模式	二驱/四驱电控切换
仪表	5寸LCD
油箱容量	37L
特色功能	后货箱



资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

- UFORCE高端旗舰UTV系列以UFORCE U10 PRO为核心，U10 PRO售价146,800元，搭载998cc三缸发动机，拥有90匹马力与VVT可变气门正时技术，搭配坡道缓降及多模式电控系统，树立全尺寸UTV性能标杆；UFORCE 1000（94,800 元）、UFORCE 1000 XL（99,800 元）搭载963cc V型双缸发动机，最大功率53kW，配备可升降自卸货箱，XL版载重350kg、拖挂800kg，兼顾强悍动力与重载实用性。系列通过差异化排量与空间布局覆盖高强度作业、户外探险场景，产品竞争力突出；继2025Q3 U10 PRO销量近1万台之后，2026H1该车型在北美市场持续热销，高端品类占比提升，带动全地形车业务均价上行，进一步印证产品实力。

图表25：公司UFORCE高端旗舰系列为高强度作业和户外探险提供了可靠选择

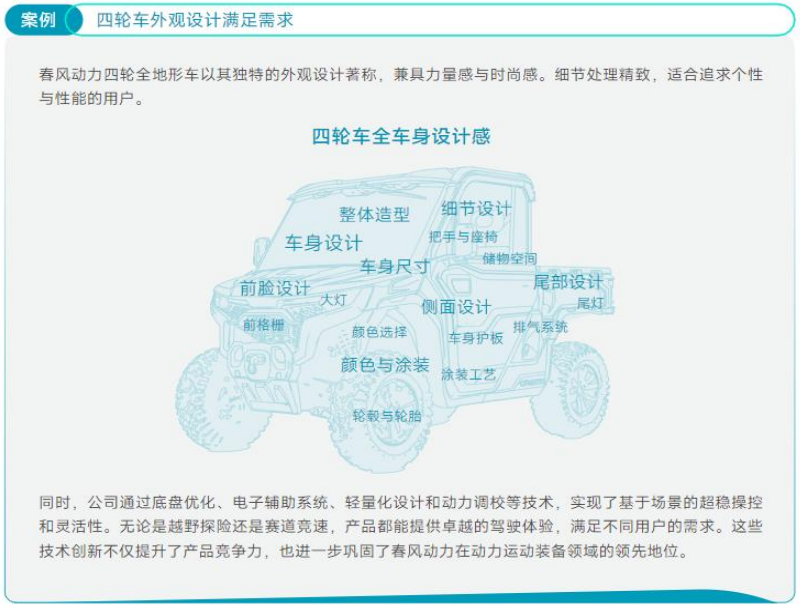


整车	×
长x宽x高	3770×1615×1850 mm
轴距	2850 mm
最小离地间隙	280 mm
最小转弯直径	11 m
整车整备质量	870 kg
最大乘载质量	1550 kg
油箱容量	40 L
拖挂重量	800 kg
货斗尺寸	1420×865×290 mm
货斗荷载能力	350 kg

资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

➢ **4）场景化衍生SKU：**公司针对不同细分需求推出限量版、定制化车型——如针对户外越野爱好者推出“沙漠版”强化防尘、提升散热的型号，针对景区推出“观光定制版”增加座椅舒适性、加装音响系统的型号，通过个性化设计强化品牌调性，满足消费者日益增长的个性化需求，提升用户黏性。

图表26：春风动力全地形车个性化设计满足不同用户需求



资料来源：春风动力2024年ESG报告，太平洋证券整理

- **研发端：重点优化动力系统，持续加大研发投入。**公司聚焦于提升发动机热效率、降低油耗，优化底盘减震、提升转向精准度等操控性能，不断缩小与海外高端品牌的体验差距；同时在大排量与多缸动力领域持续突破，构建了ZPrime自研岛、Motomind魔核体系、Apextest超级测试三大体系，支撑产品在“性能、品质、安全”方面的核心价值。2019-2025年，公司研发费用从1.83亿元提升到12.20亿元，CAGR达37.19%；2026H1研发费用为7.86亿元（+43.24%），投入持续加大。

- **智能化：**公司将智能化配置作为高端车型的差异化核心卖点之一，在交互体验方面，旗舰车型ZFORCE Z10搭载了12.3英寸触摸显示屏，除了显示车辆信息，还能一键调节驾驶模式、悬挂系统；公司车机系统普遍支持无线Apple CarPlay手机互联，并内置了导航和在线音乐等功能。在智能驾驶辅助与安全技术方面，公司800MT 探险版配备了与博世联合开发的牵引力控制系统（TCS）、弯道ABS以及RDS毫米波雷达，能实现盲区监测、变道辅助和后碰撞预警等功能。

图表27：公司持续推动产品智能化进程

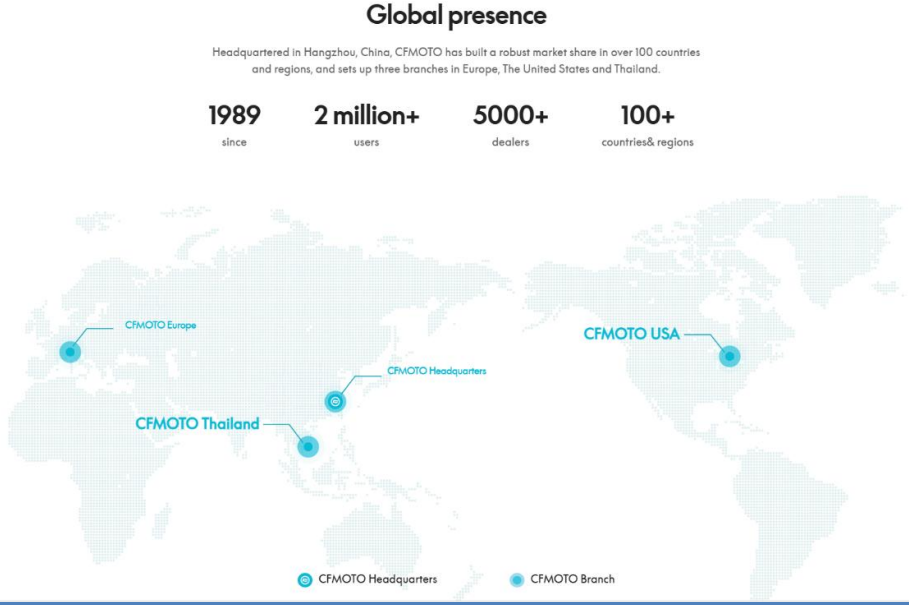


资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

3.2 渠道端：全球销售网络迅速扩张，本地化经营深耕北美核心市场

➢ **快速扩张全地车渠道网络，覆盖全球多个国家和地区。**截至2025末，公司全地形车业务全年新增渠道298家，总数突破3100家；广泛的渠道网络支撑产品覆盖北美洲、欧洲、南美洲、东南亚及大洋洲等100多个国家和地区，实现“全球市场广度覆盖”，也为后续业务扩张奠定坚实基础。

图表28：公司渠道覆盖全球市场，2025年全地车渠道突破3100家



资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

- **通过布局本地化运营、生产和售后，深耕北美核心市场。**公司采取了多维度举措以提升在该核心市场的竞争力：**1)深化本土化运营与本地化生产：**春风动力在美国成立子公司，组建本地团队精准对接消费需求，持续拓展线下经销商网络，扩大品牌覆盖。此外，公司于2023年7月20日正式投产墨西哥新工厂，规划产能5万台/年，依托该基地供货对冲关税压力，保障美国市场稳定经营。**2)强化售后服务体系：**针对海外用户担心的"售后难"痛点，公司通过本地化渠道布局，建立了更高效的零部件供应链和本地维修服务能力，旨在逐步打破由Polaris等本土品牌建立的售后壁垒，提升用户满意度和品牌忠诚度。

图表29：公司于2023年7月20日在墨西哥开设新工厂



资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

➢ **在欧洲市场，春风动力采取了独特的“CFMOTO+GOES”双品牌渠道布局策略。1）GOES品牌基本情况：**GOES是2004年创立于法国的欧洲本土专业全地形车品牌，深耕工具实用型全地形车赛道，收购前与公司维持长期OEM代工合作关系，春风动力于2024年1月完成对GOES品牌100%全资收购。**2）运营模式：**收购后春风动力落地“CFMOTO+GOES”双品牌差异化布局，CFMOTO定位全球高性能玩乐向品牌，GOES保留欧洲本土实用工具型品牌定位，两大品牌各自维持独立的产品序列与经销商渠道；同时共享研发、供应链与营销资源，发挥业务协同效应，分别覆盖“玩乐”与“实用”两大细分市场，助力公司快速提升欧洲市场渗透率与占有率，夯实全球化布局。

图表30：GOES旗舰级专业全地形车TERROX 1000专为极限地形打造



资料来源：春风动力官网，太平洋证券整理

目录

1 春风动力：全球动力运动产品领军企业

2 行业端：全球全地形车赛道成熟，新兴市场+高端品类打开增长空间

3 公司端：全地形车产品矩阵丰富，高端新品放量助推业绩提升

4 投资建议

5 风险提示

1）全地形车：行业端，全球全地形车市场需求保持韧性，北美核心市场库存逐步回归健康，消费升级及场景拓展推动高端化发展。**公司端，**持续丰富四轮车产品矩阵，聚焦大排量及场景化细分市场，叠加海外产能布局及本地化供应链优化，有望支撑业务快速增长。

2）摩托车：行业端，全球中大排量摩托车需求持续增长，国内消费升级、骑行文化普及及出口景气共同推动行业扩容。**公司端，**坚持品牌向上战略，持续完善街车、仿赛、ADV等产品矩阵，加快海外渠道建设及新品投放，有望带动销量及盈利能力持续提升。

3）电动两轮车：行业端，2026年电动自行车行业由新国标产能切换阶段进入全面实施后的规模化落地与市场适配阶段，标准升级进一步提高行业准入门槛。**公司端，**围绕年轻消费群体打造智能化、个性化产品，持续丰富电动两轮车布局，第三增长曲线有望加速扩张。

4）配件及其他：行业端，高端车型保有量提升带动骑行装备、改装件及售后服务需求增长，后市场发展空间广阔。**公司端，**持续完善官方精品配件及售后服务体系，强化整车与配件协同销售，提升用户黏性及单车价值。

我们预计，2026-2028年公司综合毛利率分别28.56%、28.92%、29.13%，费用率保持稳定。

图表31：春风动力分产品收入业绩预测表

分产品	2025A	2026E	2027E	2028E
全地形车				
收入（百万元）	9608.42	13443.33	16662.63	19056.77
YOY	33.26%	39.91%	23.95%	14.37%
毛利率	32.14%	34.71%	35.06%	35.41%
毛利（百万元）	3088.08	4666.24	5841.50	6747.64
摩托车				
收入（百万元）	6470.73	7771.34	8708.57	9496.26
YOY	0.56%	20.10%	12.06%	9.05%
毛利率	24.51%	24.75%	25.00%	25.25%
毛利（百万元）	1585.90	1923.71	2177.27	2397.94
电动两轮车				
收入（百万元）	1912.03	2445.49	2957.21	3421.31
YOY	/	27.90%	20.93%	15.69%
毛利率	-0.03%	3.00%	10.00%	16.53%
毛利（百万元）	-0.65	73.36	295.72	565.54
配件及其他				
收入（百万元）	1196.07	1363.03	1534.26	1707.74
YOY	15.51%	13.96%	12.56%	11.31%
毛利率	39.75%	35.77%	32.20%	28.98%
毛利（百万元）	475.40	487.59	493.96	494.83
其他业务				
收入（百万元）	558.33	610.52	2361.46	4642.08
YOY	56.00%	9.35%	286.80%	96.58%
毛利率	30.48%	27.86%	21.63%	20.63%
毛利（百万元）	170.15	170.09	510.76	957.87
合计				
收入（百万元）	19745.58	25633.71	32224.13	38324.16
YOY	31.30%	29.82%	25.71%	18.93%
毛利率	26.94%	28.56%	28.92%	29.13%
毛利（百万元）	5318.88	7320.99	9319.22	11163.83

资料来源：Wind，太平洋证券整理

全球化布局持续深化，产品矩阵不断完善，维持“买入”评级。行业端，全球全地形车市场需求保持韧性，摩托车消费升级及出口增长持续驱动行业扩容，国内2026年电动自行车行业新国标执行有望进一步提高行业准入门槛。**公司端，**作为国内全地形车及中大排量摩托车龙头，公司持续完善四轮车、摩托车及电动两轮车产品矩阵，加快新品推出与品牌国际化布局，不断提升高附加值产品占比；同时依托墨西哥、泰国等海外生产基地建设及供应链本地化优化，进一步增强全球交付能力与成本竞争优势。未来公司有望凭借领先的产品力、品牌影响力及全球化运营能力持续提升市场份额，推动收入与盈利能力稳步增长。

图表32：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	PE（倍）				EPS（元）			
			2025A	2026A	2027E	2028E	2025A	2026A	2027E	2028E
689009.SH	九号公司	37.48	18.78	13.26	9.66	7.54	23.89	28.26	38.80	49.74
301345.SZ	涛涛车业	241.61	31.41	20.30	15.84	12.53	7.49	11.9	15.25	19.29
603529.SH	爱玛科技	21.66	9.08	10.62	8.56	7.34	2.35	2.04	2.53	2.95
平均			19.76	14.73	11.35	9.13				
603129.SH	春风动力	296.97	25.36	19.06	14.71	12.21	10.99	15.58	20.19	24.32

资料来源：携宁，太平洋证券整理（注：截至2026年9月23日）

我们预计，2026-2028年公司归母净利润为23.91/30.98/37.32亿元，对应EPS为15.58/20.19/24.32元，当前股价对应PE为19.06/14.71/12.21倍。**维持“买入”评级。**

图表33：春风动力盈利预测

■ **盈利预测和财务指标**

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	19,746	25,634	32,224	38,324
营业收入增长率(%)	31.30%	29.82%	25.71%	18.93%
归母净利（百万元）	1,675	2,391	3,098	3,732
净利润增长率(%)	13.83%	42.73%	29.57%	20.46%
摊薄每股收益（元）	10.92	15.58	20.19	24.32
市盈率（PE）	27.21	19.06	14.71	12.21

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资料来源：携宁，太平洋证券整理

2、盈利预测

资产负债表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,149	9,577	12,052	15,486	19,329
应收和预付款项	1,597	1,992	2,583	3,246	3,859
存货	2,530	2,873	3,647	4,561	5,409
其他流动资产	657	892	980	1,141	1,286
流动资产合计	11,933	15,334	19,262	24,434	29,883
长期股权投资	231	231	231	231	231
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,805	1,872	2,056	2,184	2,048
在建工程	144	508	586	729	946
无形资产开发支出	194	267	295	328	360
长期待摊费用	27	60	60	60	60
其他非流动资产	12,500	16,332	20,340	25,546	31,085
资产总计	14,900	19,270	23,568	29,078	34,730
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	7,183	9,710	12,325	15,416	18,280
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,368	1,823	2,186	2,607	2,997
负债合计	8,551	11,533	14,511	18,023	21,277
股本	151	153	153	153	153
资本公积	2,699	2,940	3,069	3,069	3,069
留存收益	3,554	4,642	5,787	7,693	9,990
归母公司股东权益	6,194	7,502	8,763	10,669	12,965
少数股东权益	155	235	294	387	489
股东权益合计	6,349	7,737	9,057	11,056	13,454
负债和股东权益	14,900	19,270	23,568	29,078	34,730

现金流量表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	2,973	3,966	4,326	5,457	5,984
投资性现金流	-403	-773	-707	-817	-692
融资性现金流	-237	-502	-818	-1,205	-1,449
现金增加额	2,455	2,607	2,475	3,434	3,843

利润表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,038	19,746	25,634	32,224	38,324
营业成本	10,517	14,427	18,313	22,905	27,160
营业税金及附加	287	372	486	609	726
销售费用	1,057	1,286	1,615	2,040	2,414
管理费用	713	786	1,015	1,295	1,564
财务费用	-310	-153	67	30	-12
资产减值损失	-74	-70	0	0	0
投资收益	-2	1	-2	0	-2
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,632	1,866	2,647	3,454	4,153
其他非经营损益	-3	13	10	7	10
利润总额	1,629	1,879	2,657	3,461	4,163
所得税	135	145	206	270	328
净利润	1,494	1,734	2,451	3,191	3,834
少数股东损益	22	58	59	92	102
归母股东净利润	1,472	1,675	2,391	3,098	3,732

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	30.06%	26.94%	28.56%	28.92%	29.13%
销售净利率	9.79%	8.48%	9.33%	9.61%	9.74%
销售收入增长率	24.18%	31.30%	29.82%	25.71%	18.93%
EBIT 增长率	31.07%	29.97%	58.41%	28.14%	18.91%
净利润增长率	46.08%	13.83%	42.73%	29.57%	20.46%
ROE	23.76%	22.33%	27.29%	29.04%	28.79%
ROA	11.85%	10.15%	11.44%	12.12%	12.02%
ROIC	18.56%	19.87%	26.96%	28.43%	27.87%
EPS(X)	9.59	10.92	15.58	20.19	24.32
PE(X)	30.97	27.21	19.06	14.71	12.21
PB(X)	7.36	6.08	5.20	4.27	3.52
PS(X)	3.03	2.31	1.78	1.41	1.19
EV/EBITDA(X)	10.94	16.71	10.83	7.75	5.77

资料来源：携宁，太平洋证券

目录

1 春风动力：全球动力运动产品领军企业

2 行业端：全球全地形车赛道成熟，新兴市场+高端品类打开增长空间

3 公司端：全地形车产品矩阵丰富，高端新品放量助推业绩提升

4 投资建议

5 风险提示

风险提示

- **海外需求波动风险：**公司海外收入占比较高，若北美、欧洲等核心市场终端需求走弱，或渠道库存去化不及预期，可能对公司销量及业绩增长造成压力。
- **国际贸易政策变化风险：**全球贸易环境仍存在不确定性，若主要出口市场关税政策、贸易壁垒或监管政策发生变化，可能增加公司出口成本，对海外业务拓展及盈利能力产生影响。
- **汇率波动风险：**公司海外业务占比较高，汇率波动将影响出口收入及汇兑损益，若人民币汇率出现较大波动，可能对公司经营业绩产生一定影响。
- **行业竞争加剧风险：**全地形车及中大排量摩托车行业竞争持续加剧，若市场竞争进一步升级或价格竞争加剧，公司产品售价及盈利能力或将承压。
- **新品推进不及预期风险：**公司持续加大新品研发及产品矩阵布局，若新品上市进度、市场推广或终端销售表现不及预期，可能影响公司未来收入增长及市场份额提升。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；
看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告

或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提

构和个人不得以任何形

式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。