



证券研究报告·行业深度

张雪机车的海外竞争对手经营状况如何？ ——2025Q4复盘

分析师：马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号：S1440521070002

分析师：吕育儒

lvyyuru@csc.com.cn

SAC 编号：S1440524070012

分析师：胡天颢

hutiankuang@csc.com.cn

SAC 编号：S1440523070010

发布日期：2026年4月3日

核心观点

- **核心观点：**海外摩托车公司披露2025Q4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。两轮车领域的欧美市场增速短暂承压，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；四轮车领域的北美需求复苏，欧洲需求转弱，头部品牌受库存水平仍然较高、行业竞争加剧等因素影响，利润率明显下降，二线品牌受益于良好的库存管理实现量额增长。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：新兴市场高速增长，日印企业表现强势。**2025Q4欧洲受欧5+带来的高基数影响增速短暂承压（意西德法英土分别同比-26.9%/+0.5%/-68.6%/-26.7%/-33.5%/-42.3%），东南亚维持稳健（印尼越泰分别同比+7.9%/-6.8%/-1.3%），印度和拉美市场保持高增态势（印巴哥阿秘分别同比+16.9%/+25.3%/+29.8%/+20.0%/+45.1%）。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：北美需求复苏，头部品牌表现分化。**受益于低基数效应与降息刺激消费影响，Q4北美需求复苏，欧洲需求转弱。头部品牌继续采取促销策略清理渠道库存，但关税成本上涨和费用增加继续压制头部厂商的利润率，2025Q4北极星全地形车业务收入低双位数增长、利润率略降；雅马哈收入低双位数下滑、利润持续亏损；川崎全地形车量减价升、收入保持稳定；德事隆特种车收入双位数下滑，利润率下降。
- **中国企业：全球化新征程，涛涛/林海持续增长。**2025Q4中国企业积极布局海外市场，抢占全球市场份额，涛涛和林海的收入利润实现增长，二者的收入规模创历史单季度规模新高，同时，涛涛开始布局机器人、机器狗等领域，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2025财年和2026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：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明显下滑，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：新兴市场高速增长，日印企业表现强势
- 02. 四轮车：北美需求复苏，头部品牌表现分化
- 03. 中国企业：全球化新征程，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

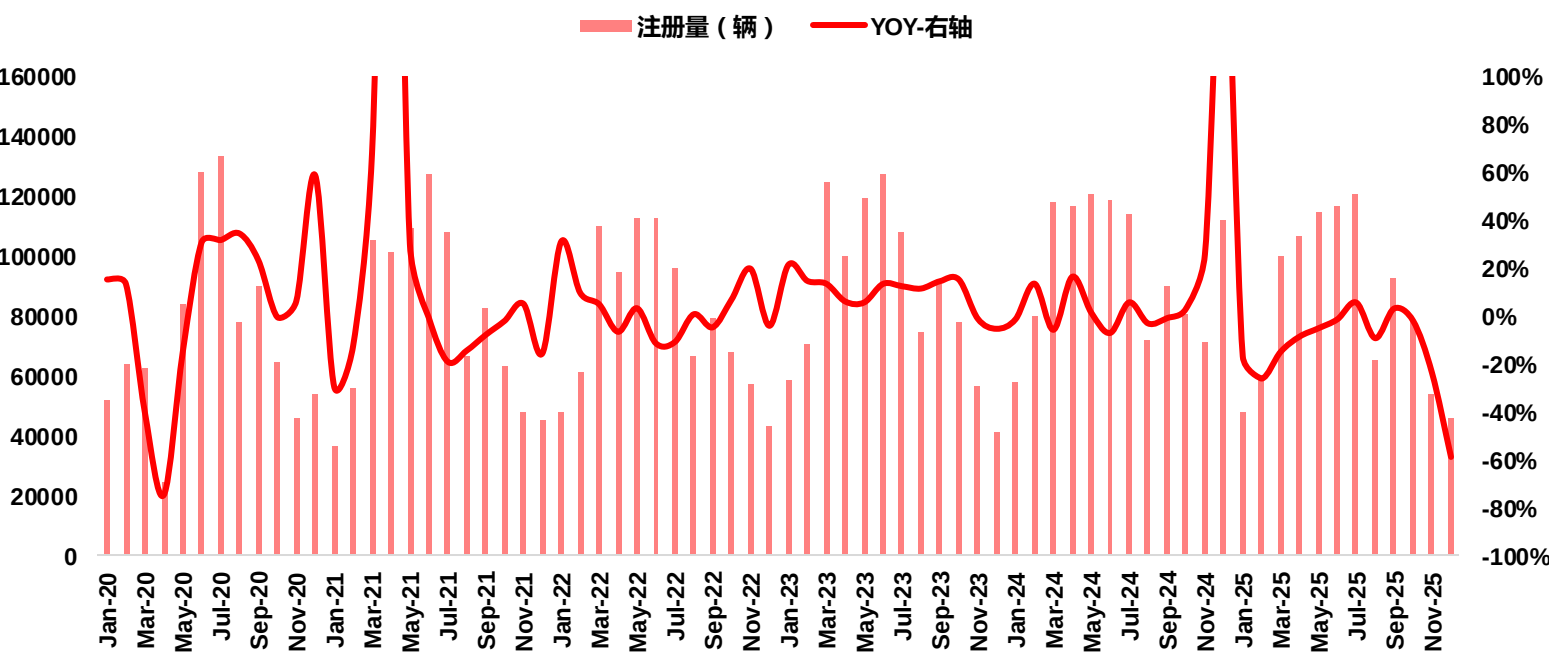
PART 1

两轮车：新兴市场高速增长，日印企业表现强势

欧美：欧洲注册量降幅扩大，北美需求回暖

➤ 通胀及欧5+过渡影响欧洲需求，北美销售增速回升。受欧5+排放标准切换的影响，2025年以来欧洲摩托车注册量有所减少，2025Q4受2024Q4高基数的影响，欧洲摩托车降幅持续扩大，Q4注册量同比-32%，但2026年需求增速有望恢复。此外，北美大排量摩托车零售复苏，2025Q4实现中个位数增长，结束连续6个季度的同比下滑。

图：欧洲摩托车注册量（辆）及同比增速



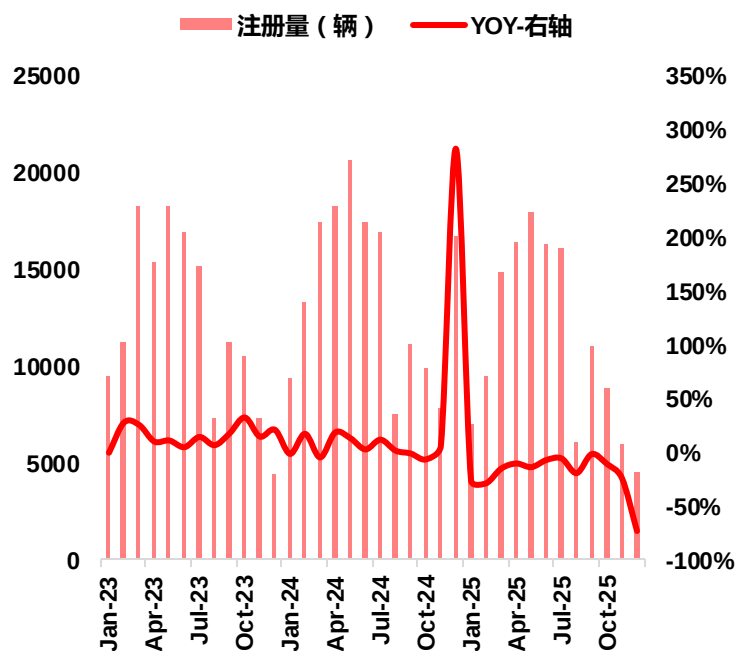
表：大排量摩托车行业季度销售

季度	北美	国际
2022Q1	- HIGH - SINGLE DIGITS %	+LOW - DOUBLE DIGITS %
2022Q2	- MID - TWENTIES %	- LOW - DOUBLE DIGITS %
2022Q3	- LOW - SINGLE DIGITS %	- LOW - TWENTIES %
2022Q4	- MID - SINGLE DIGITS %	+LOW - SINGLE DIGITS %
2023Q1	- LOW - DOUBLE DIGITS %	+HIGH - DOUBLE DIGITS %
2023Q2	+LOW - SINGLE DIGITS %	+MID - SINGLE DIGITS %
2023Q3	- MID - TEENS %	- LOW - DOUBLE DIGITS %
2023Q4	- LOW - DOUBLE DIGITS %	- LOW - TWENTIES %
2024Q1	+LOW - SINGLE DIGITS %	- MID - TWENTIES %
2024Q2	- MID - SINGLE DIGITS %	- LOW - DOUBLE DIGITS %
2024Q3	- HIGH - SINGLE DIGITS %	- MID - DOUBLE DIGITS %
2024Q4	- HIGH - SINGLE DIGITS %	- LOW - SINGLE DIGITS %
2025Q1	- MID - TWENTIES %	- LOW - THIRTIES %
2025Q2	- LOW - TEENS %	- LOW - TWENTIES %
2025Q3	- MID - SINGLE DIGITS %	- MID - TEENS %
2025Q4	+MID - SINGLE DIGITS %	- HIGH - THIRTIES %

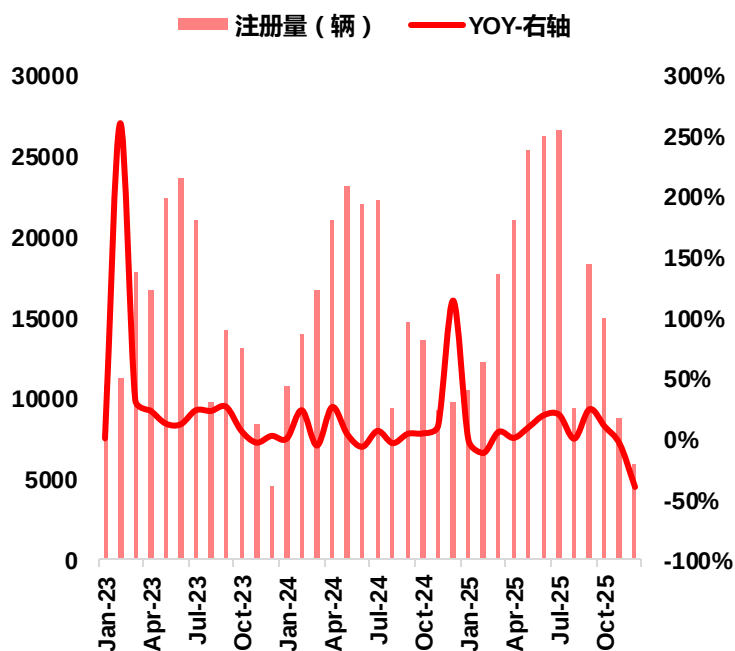
意大利：高基数扰动，注册量同比前年稳定

➤ 欧5+导致同期高基数，与2023Q4相比注册量增长。2025Q4摩托车、踏板车的注册量分别达到1.94、2.97万辆，两者合计注册量达到4.91万辆，三者增速分别为-43.6%、-9.3%、-26.9%，与前三季度相比降幅明显扩大，主要受2024Q4高基数的影响，但与2023Q4相比，合计注册量有所增长。

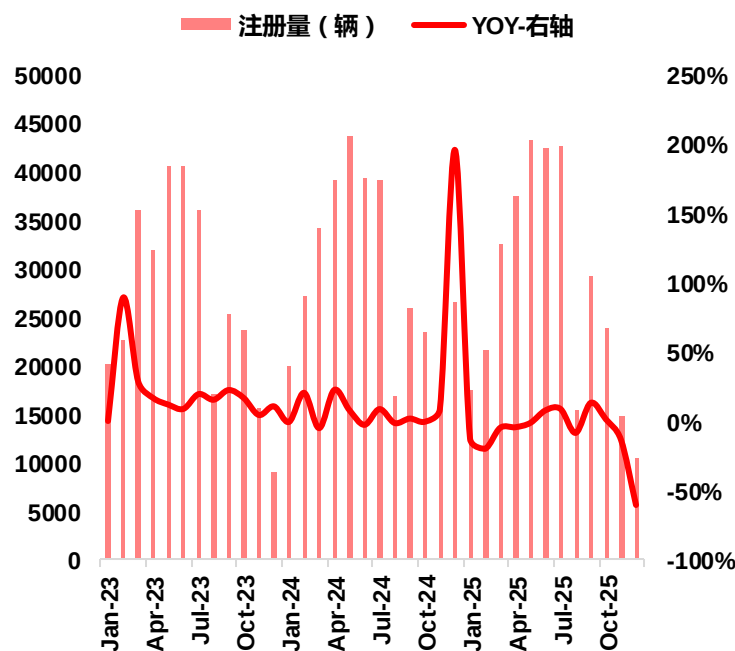
图：摩托车注册量及同比增速



图：踏板车注册量及同比增速



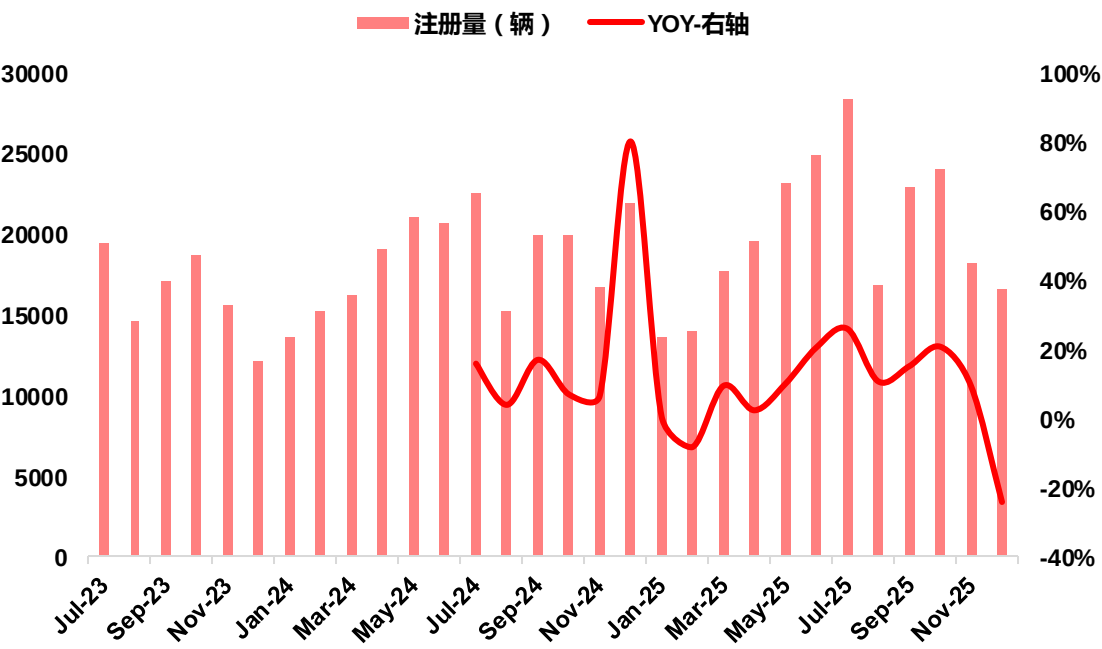
图：两轮车注册量及同比增速



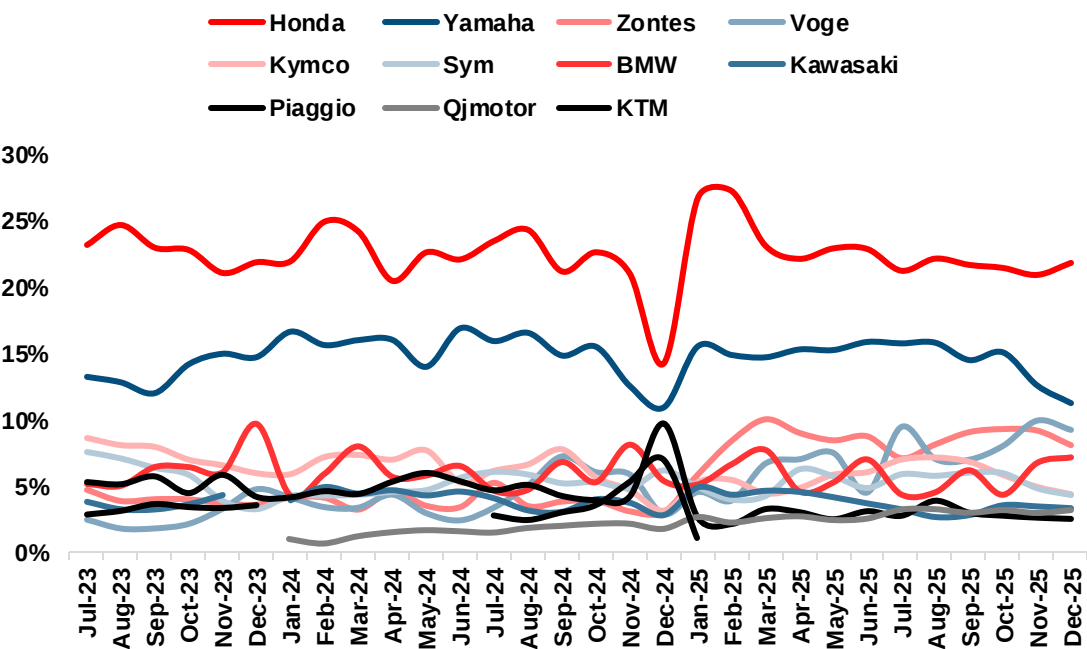
西班牙：行业需求稳定，中国品牌份额提升

➤ **注册量增速回落但仍为正，中国头部品牌高增。**从市场需求来看，2025Q4摩托车注册量达到5.88万辆，同比增长0.5%，相比Q2、Q3的11.0%、18.0%有所回落，与意大利相比，西班牙市场在2024Q4高基数的背景下已取得不错的成绩。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年以来升仕、无极、钱江均实现80%+增长，Q4三者的增速分别达到168.5%、87.2%、57.7%，升仕和无极分别位列全年第三、第四名，Q4二者的市占率均在9%左右，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



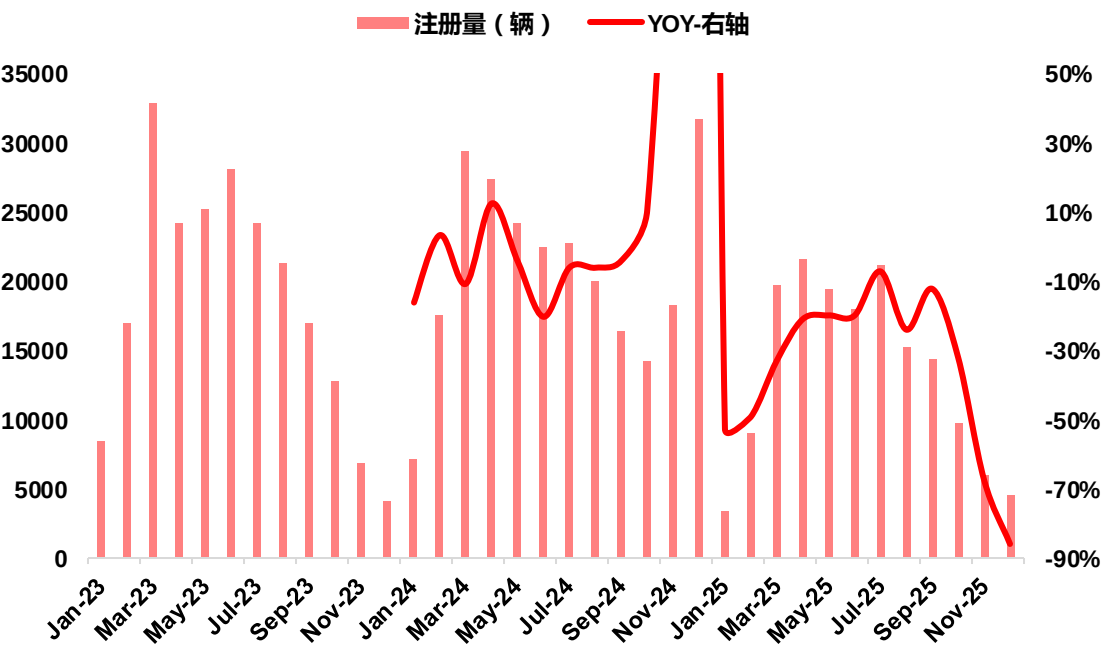
图：西班牙摩托车头部品牌注册量市占率



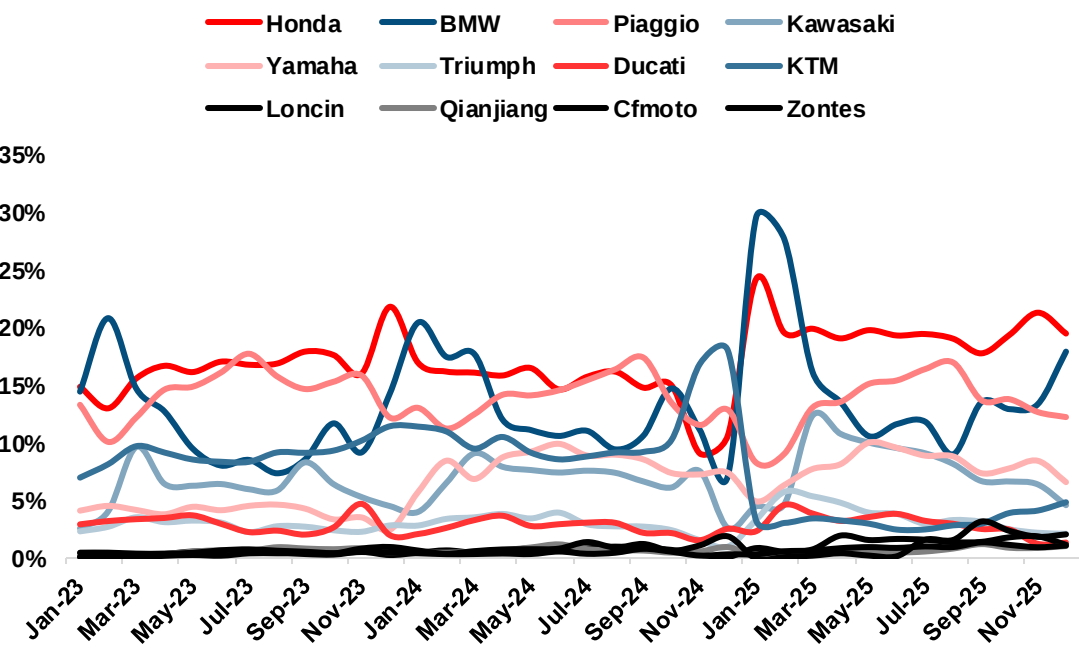
德国：行业降幅扩大，中国品牌开始放量

➢ 降幅环比扩大，中国头部品牌夯实渠道基础。从市场需求来看，2025Q4摩托车注册量为2.01万辆，同比减少68.6%，环比Q3、Q4的-20.1%、-14.1%有所下降，同样受欧5+带来的2024Q4高基数的影响。从竞争格局来看，中国品牌份额整体较低，但近期提升迅速，12月春风、隆鑫、升仕、钱江的市占率分别达到2.1%、1.1%、1.0%、1.0%，与2024年底相比均有所提升，并且未来提升空间巨大。

图：德国摩托车注册量及同比增速



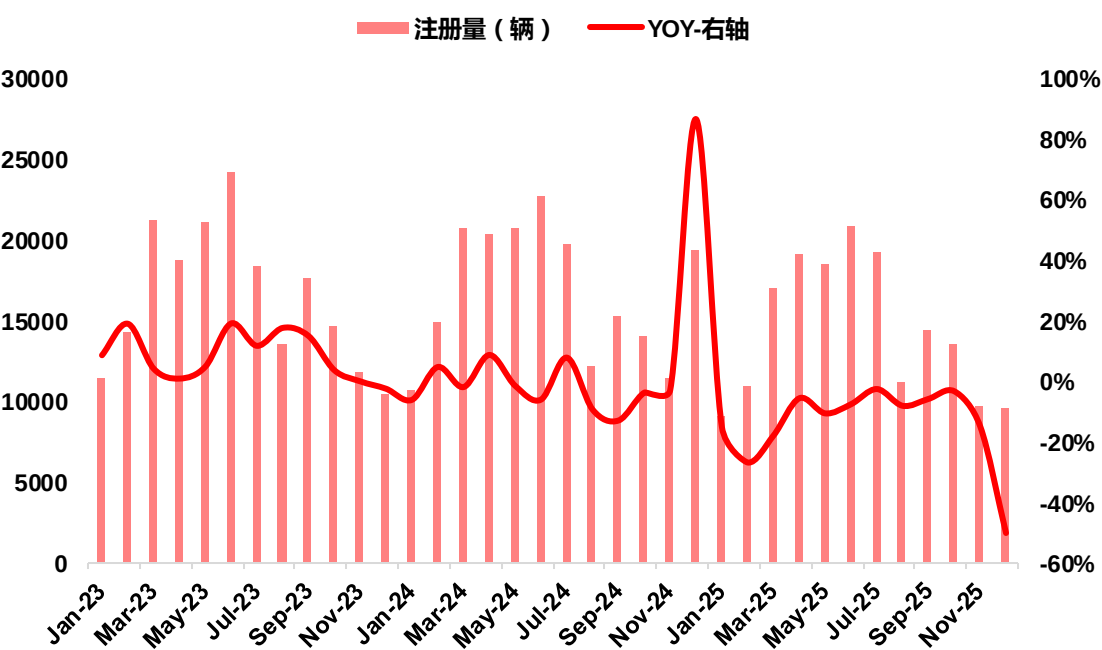
图：德国摩托车头部品牌注册量市占率



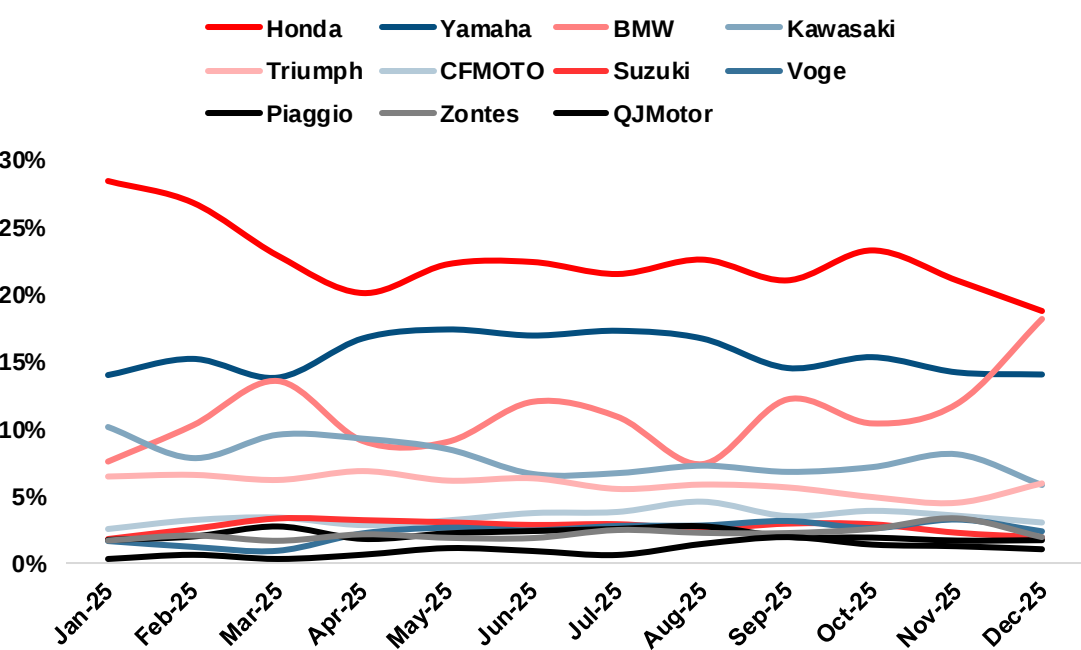
法国：行业增速回落，中国品牌逐渐崛起

➤ 增速受高基数影响回落，中国头部品牌挤入TOP10。从市场需求来看，2025Q4摩托车注册量达到3.30万辆，同比减少26.7%，环比Q3、Q4的-8.2%、-5.3%有所下降，也是受高基数的影响。从竞争格局来看，中国品牌份额提升明显，2025年春风、无极、升仕、钱江的市占率分别达到3.4%、2.3%、2.1%、0.9%，前三者分别位列第六、第八、第十名，未来提升空间较大。

图：法国摩托车注册量及同比增速



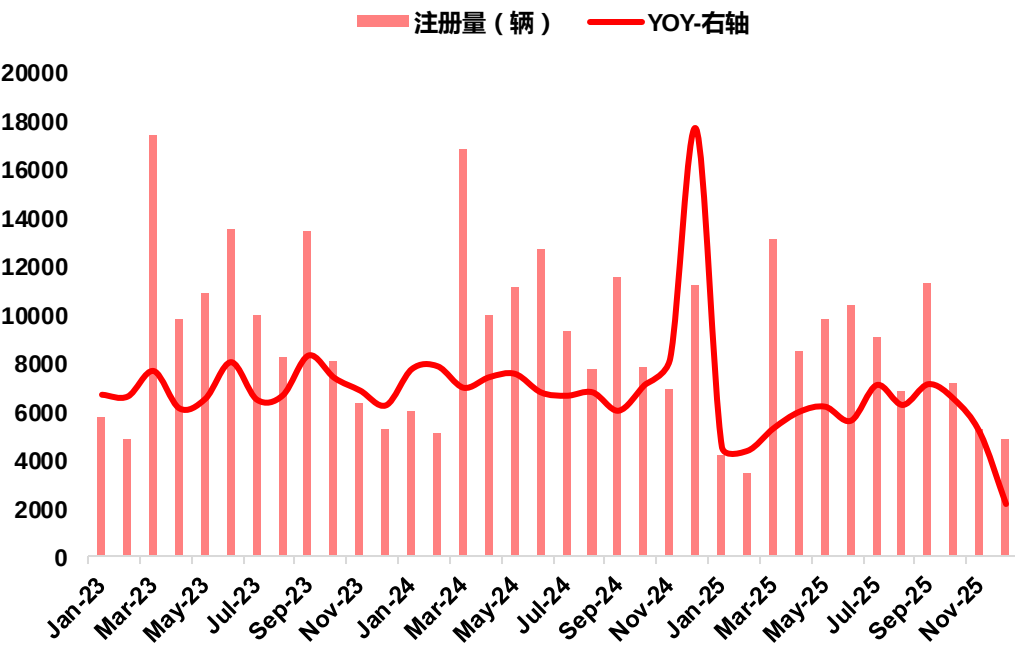
图：法国摩托车头部品牌注册量市占率



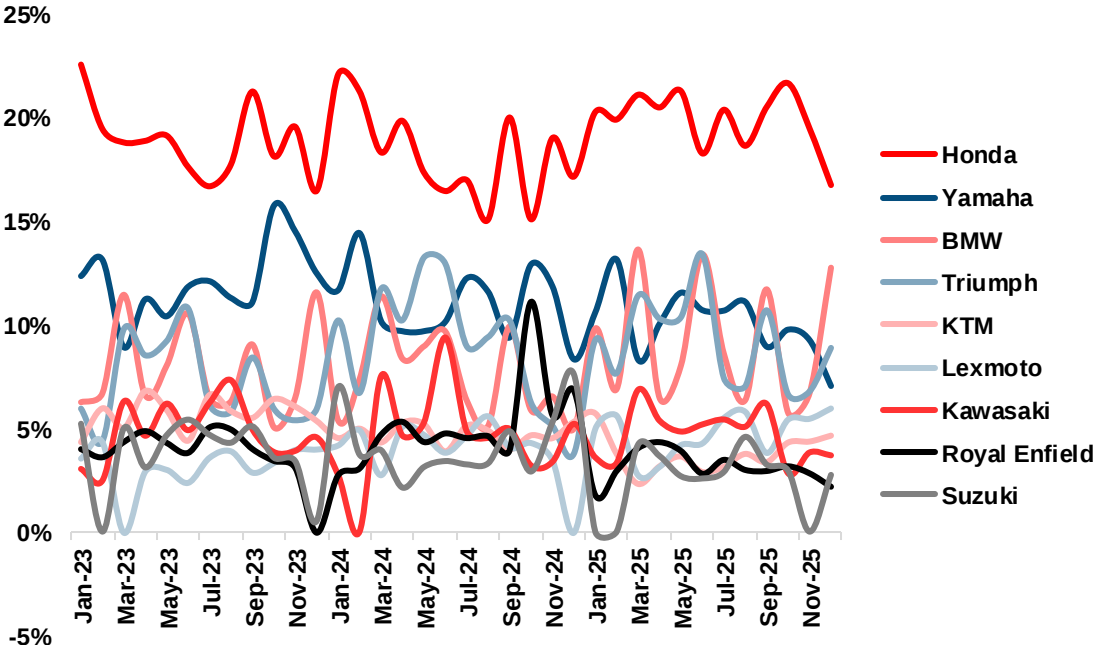
英国：行业增速承压，中国品牌成长迅速

➢ **增速下行，中国品牌开始进入TOP10。**从市场需求来看，2025Q4助动车、摩托车的注册量分别达到0.10、1.62万辆，二者增速分别为-1.6%、-34.9%，助动车降幅缩小，但是摩托车降幅扩大。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20%左右份额，中国品牌无极、升仕增长迅速，8月以来先后进入TOP10榜单，10-11月无极市占率稳定在3.5%-3.7%。

图：英国摩托车注册量及同比增速



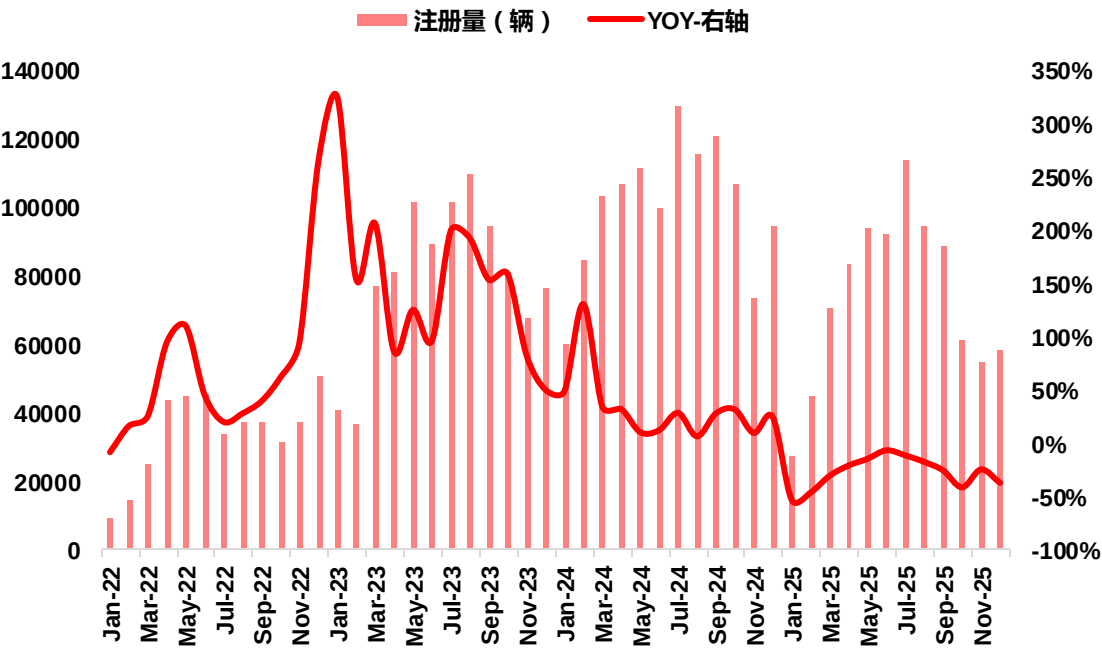
图：英国摩托车头部品牌注册量市占率



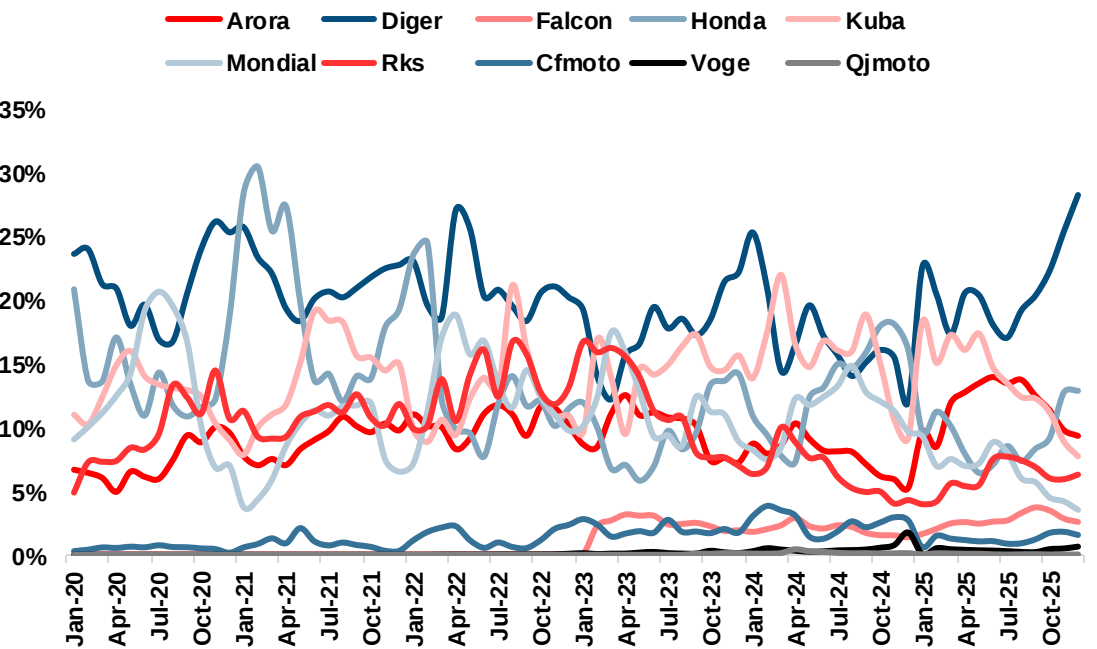
土耳其：行业需求继续承压，关注中国品牌去库情况

➤ **注册量增速下降，中国品牌继续去库。**从市场需求来看，2025Q4摩托车注册量为17.5万辆，同比减少36.3%，相比Q2-Q3的增速有所下滑。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Q4单月注册量稳定在一千辆左右，份额环比稳定提升，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



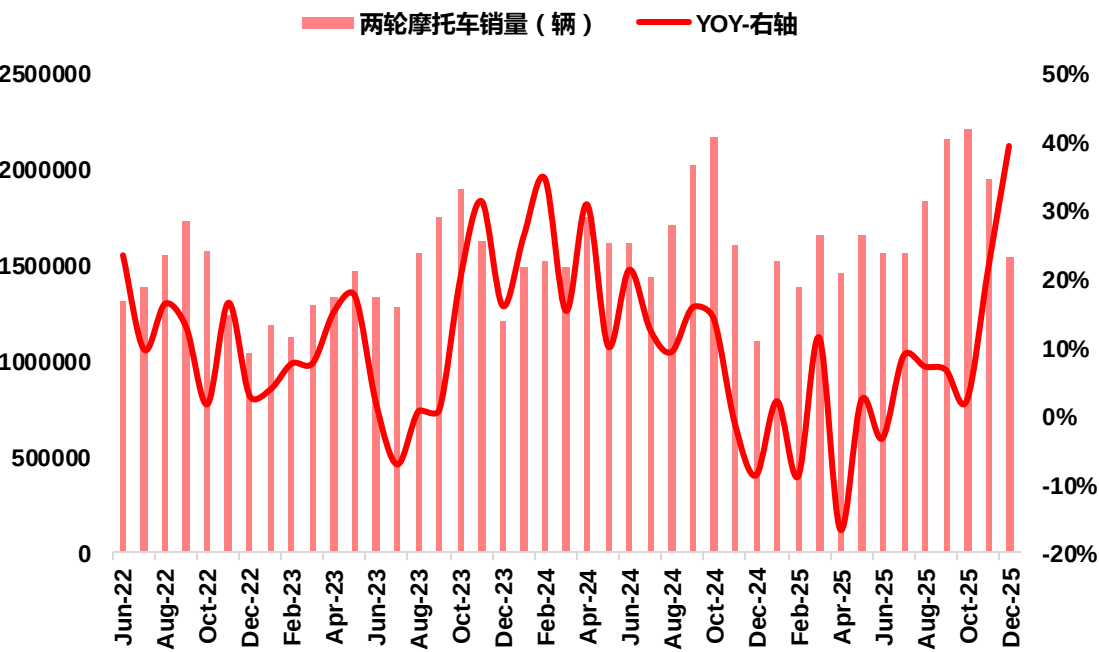
图：土耳其摩托车头部品牌注册量市占率



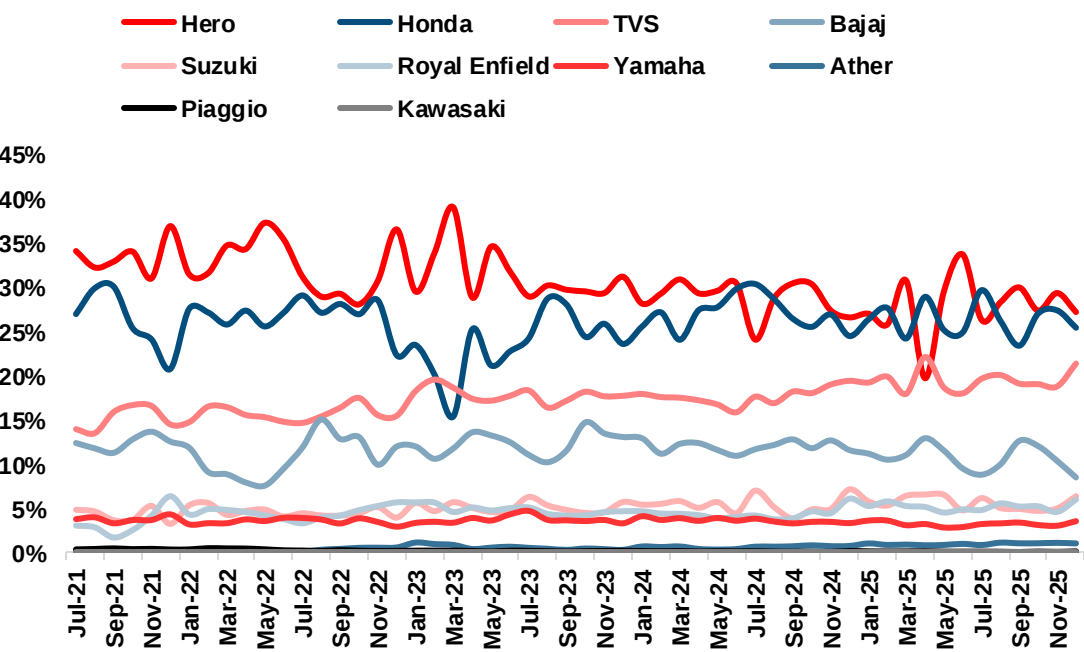
印度：增速持续提升，竞争格局稳定

➤ **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，2025Q4摩托车销量达到570万辆，同比增长16.9%，相比Q2、Q3的-6.2%和7.4%继续提升，印度2025年销量达到2050万辆，同比增长4.9%，再创历史新高。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



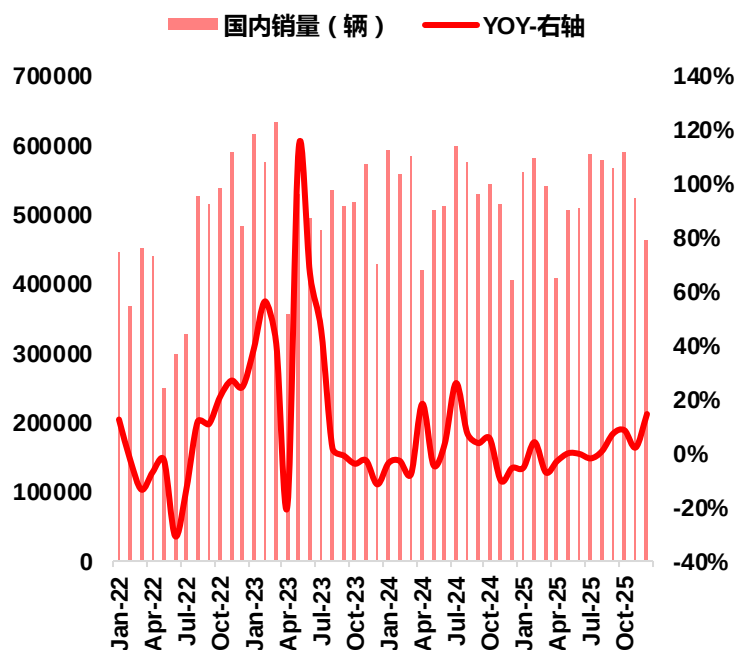
图：印度摩托车头部品牌销量市占率



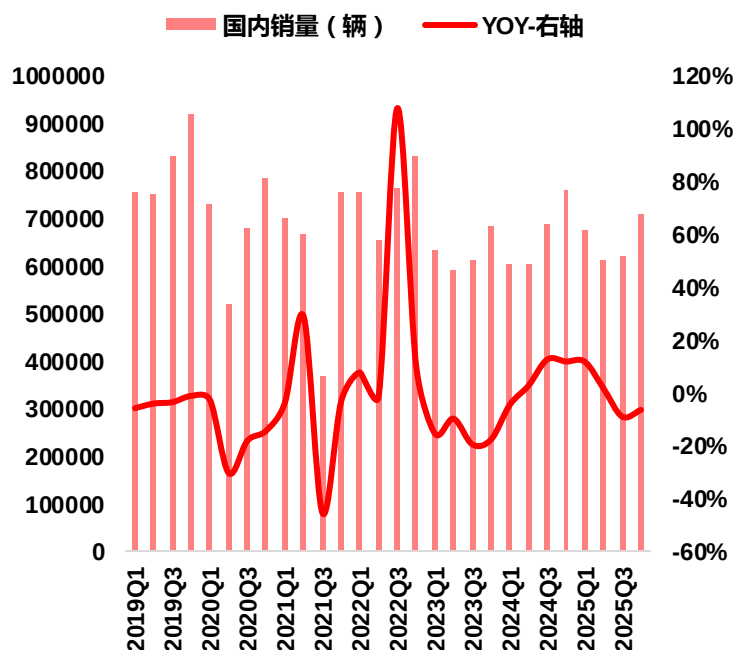
东南亚：需求维持稳健，消费升级明显

➤ **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，2025Q4印尼、越南、泰国摩托车销量分别达到158、71、40万辆，增速分别为+7.9%、-6.8%、-1.3%，增速环比Q3均有所改善。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2025年12月的6.1%，中大排量渗透率稳定提升。

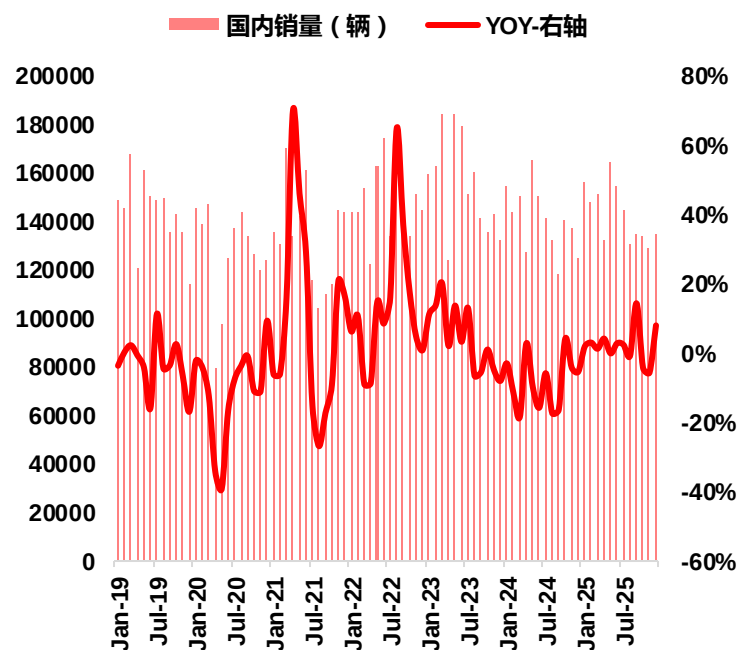
图：印尼摩托车销量及同比增速



图：越南摩托车销量及同比增速



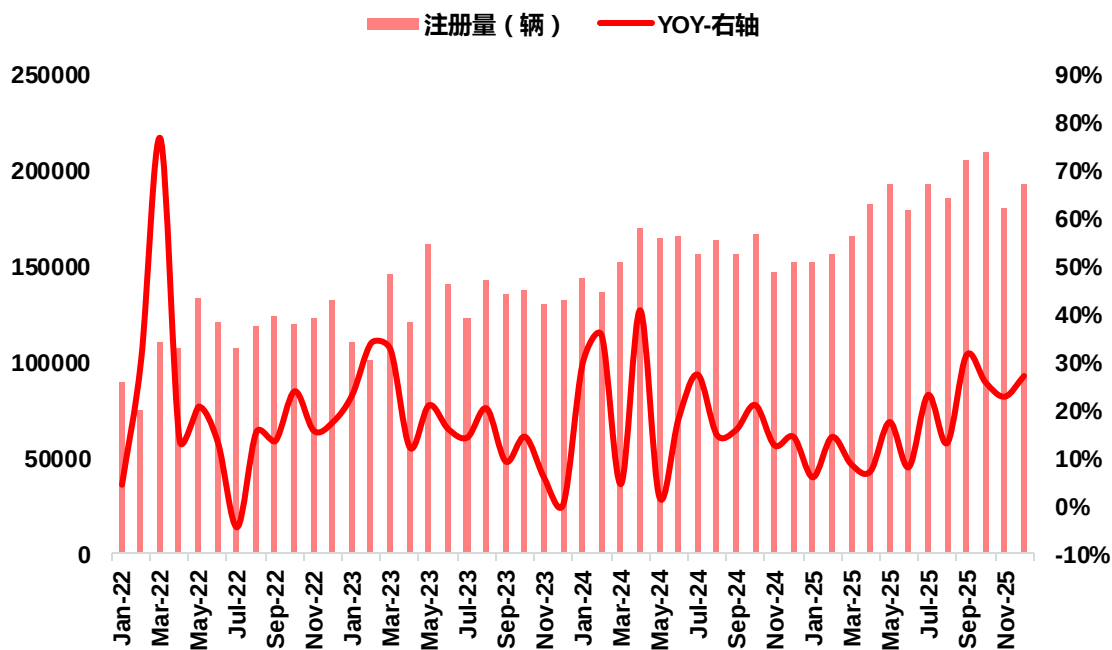
图：泰国摩托车销量及同比增速



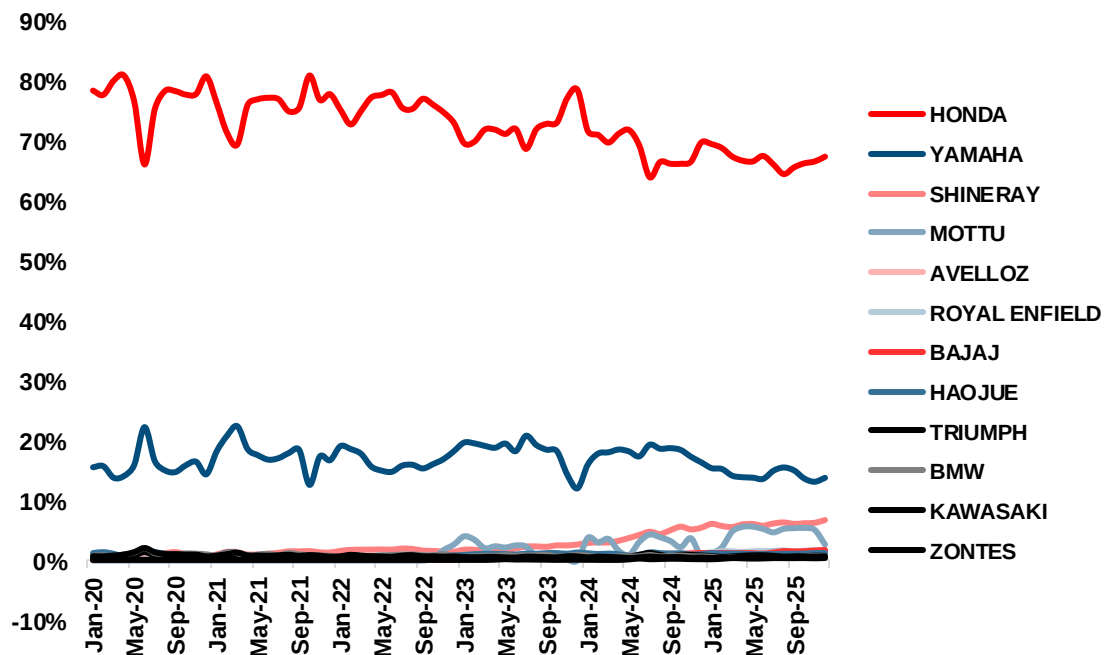
巴西：需求增速强劲，格局出现变化

➤ **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，2025Q4摩托车注册量达到58.4万辆，同比增长25.3%，相比Q2、Q3的+10.9%、+22.5%继续提速，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，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



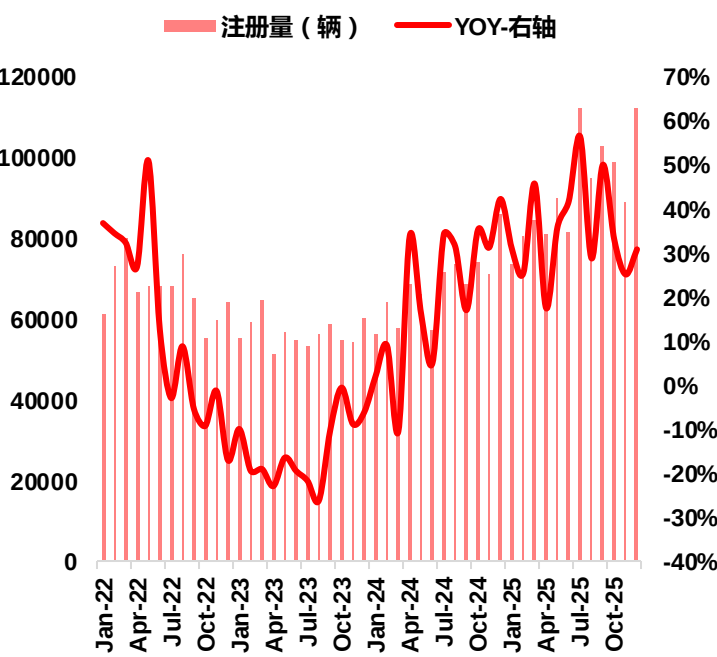
图：巴西摩托车头部品牌注册量市占率



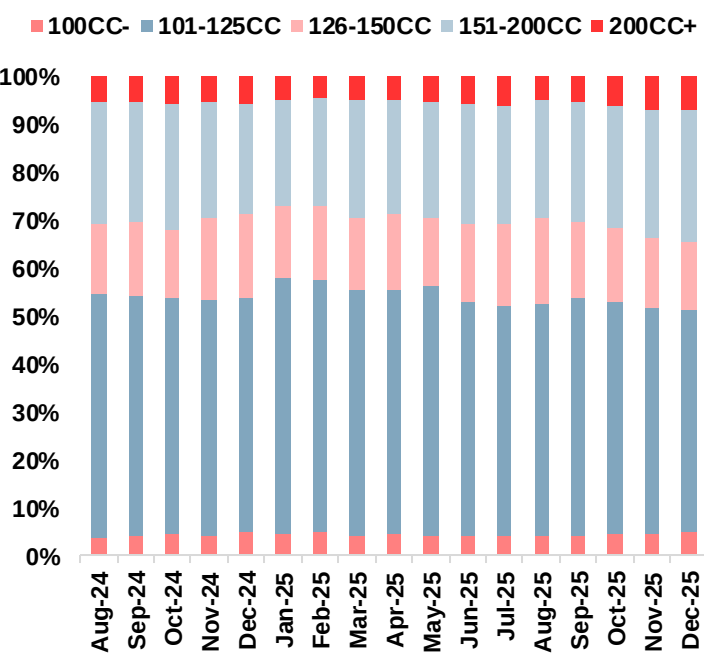
哥伦比亚：需求爆发式增长，格局集中但机会广阔

➤ **注册量维持30%增长，中国品牌有望突破。**从市场需求来看，2025Q4摩托车注册量达到30万辆，同比增长29.8%，仍然维持较高双位数增长，2025年突破110万辆。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7%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。

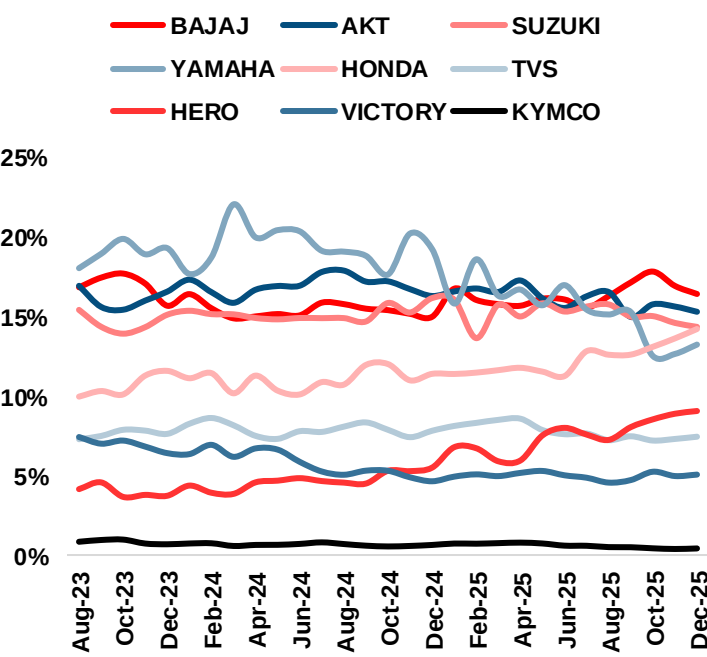
图：哥伦比亚摩托车注册量及同比增速



图：哥伦比亚摩托车排量段结构



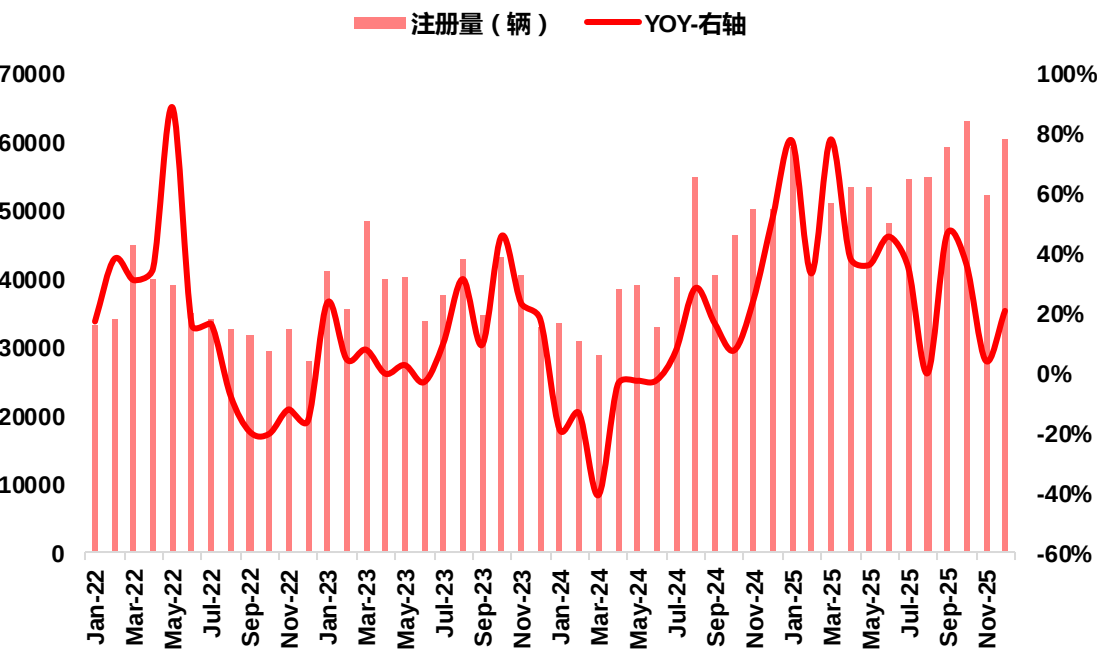
图：哥伦比亚摩托车头部品牌销量市占率



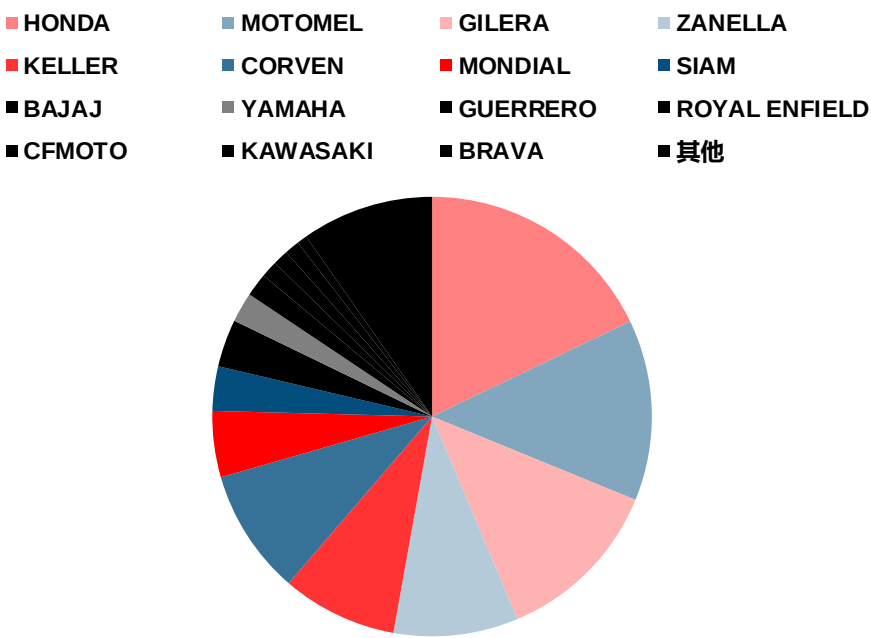
阿根廷：行业需求高增，竞争格局分散

➤ 注册量维持双位数增长，各品牌份额较低。从市场需求来看，2025Q4摩托车注册量达到17.6万辆，同比增长20.0%，环比Q1-Q3略有下降，但是仍然维持双位数增长趋势，2025年已突破65万辆，同比增长33.9%，创历史新高。从竞争格局来看，阿根廷市场格局分散，2025年1-11月市占率超过10%的品牌有3个，其中，本田的份额由20%+下降至20%以下，春风市占率提升至1%+，未来成长空间巨大。

图：阿根廷摩托车注册量及同比增速



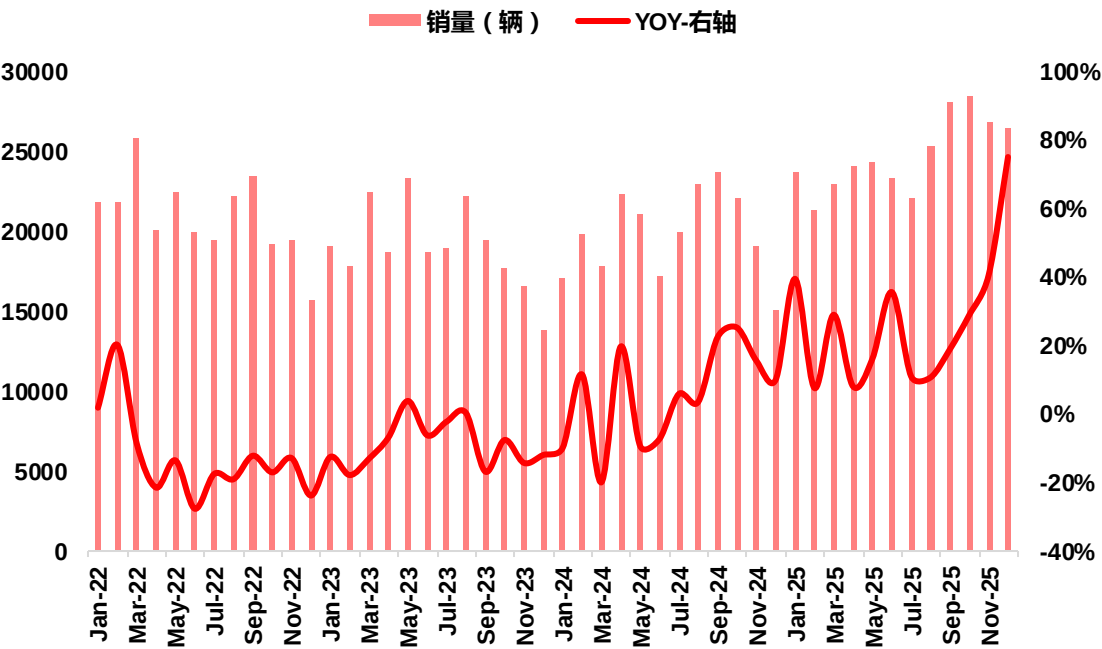
图：阿根廷摩托车头部品牌2025年1-11月累计注册量市占率



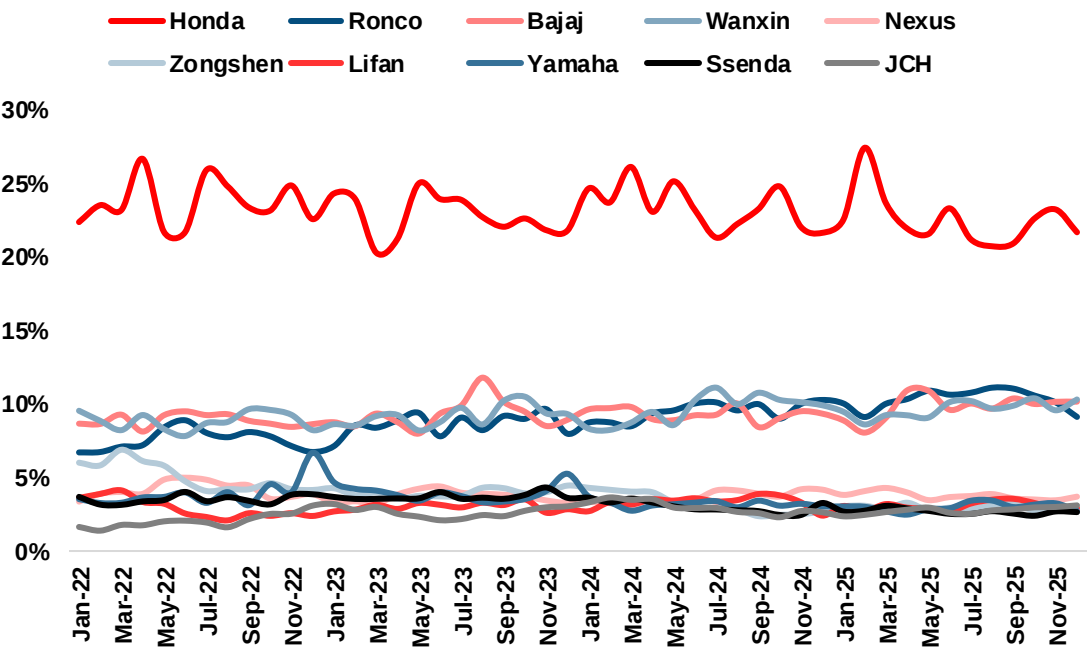
秘鲁：需求大幅增长，中国企业珠玉在前

- 销量维持双位数增长，中国企业表现亮眼。从市场需求来看，2025Q4摩托车销量达到8.2万辆，同比增长45.1%，环比Q1-Q3的+20%左右大幅提升。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，Q4欧洲受高基数影响降幅扩大，北美需求回暖，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



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。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，Q4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2025Q4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	13%	10%	3%	-8%
雅马哈	7%	1%	5%	932%
铃木	17%	11%	6%	-0.3%
川崎	-7%	-7%	-0.1%	-
英雄	21%	16%	4%	-3%
TVS	37%	27%	7%	21%
Bajaj	20%	10%	10%	18%
比亚乔	-14%	-3%	-11%	-10%
杜卡迪	-9%	-17%	+10%	340%
宝马	-5%	-8%	2%	-126%
哈雷	-10%	-1%	-15%	-24%
印第安	+4%	-	-	-

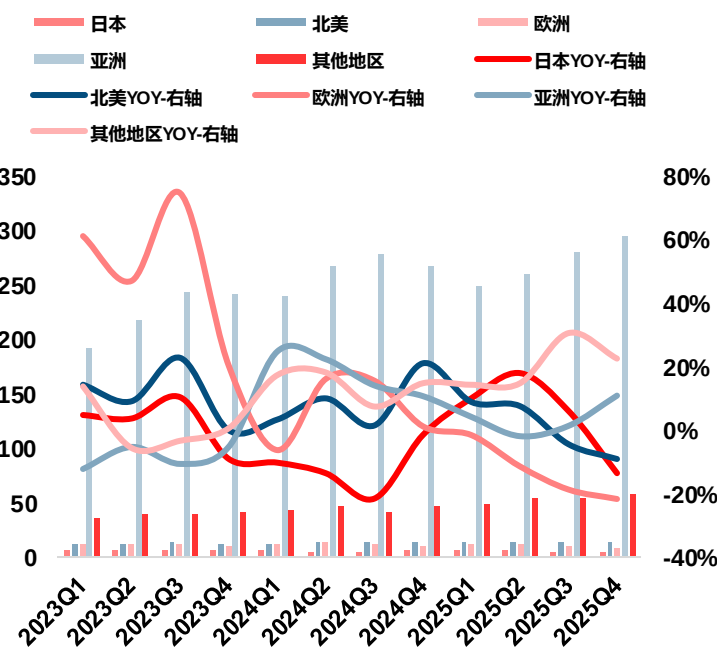
表：代表厂商2025Q4利润率情况

海外厂商	2024Q4利润率	2025Q4利润率	变化
本田	19.6%	17.6%	-2.0pct
雅马哈	-1.0%	7.8%	+8.8pct
铃木	8.7%	8.2%	-0.5pct
川崎	8.4%	0.9%	-7.5pct
英雄	11.8%	10.9%	-0.8pct
TVS	7.3%	8.3%	+0.9pct
Bajaj	19.3%	20.8%	+1.5pct
比亚乔	5.3%	5.4%	+0.03pct
杜卡迪	-2.0%	4.1%	+6.1pct
宝马	-6.8%	-15.1%	-8.3pct
哈雷	-50.8%	-68.7%	-17.9pct
印第安	10.0%	15.4%	+5.4pct

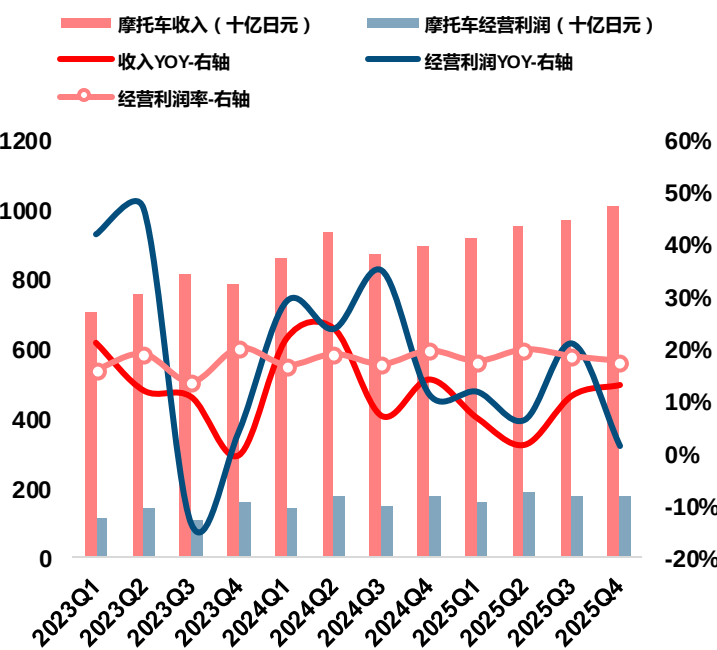
本田：新兴市场增速稳健，量额利润齐增

➢ 亚洲和拉美等新兴市场贡献增量，摩托车业务表现突出。2025Q4摩托车销量同比+10%，其中日本、北美、欧洲、亚洲、其他地区分别同比-14%、-9%、-22%、+11%、+23%，欧美和日本增速下行，但亚洲和巴西等其他地区表现亮眼；Q4摩托车收入、经营利润分别同比+13%、+1%，单价、单台经营利润分别同比+3%、-8%，经营利润率同比-2.0pct至17.6%，均价提升，但单台利润下滑。

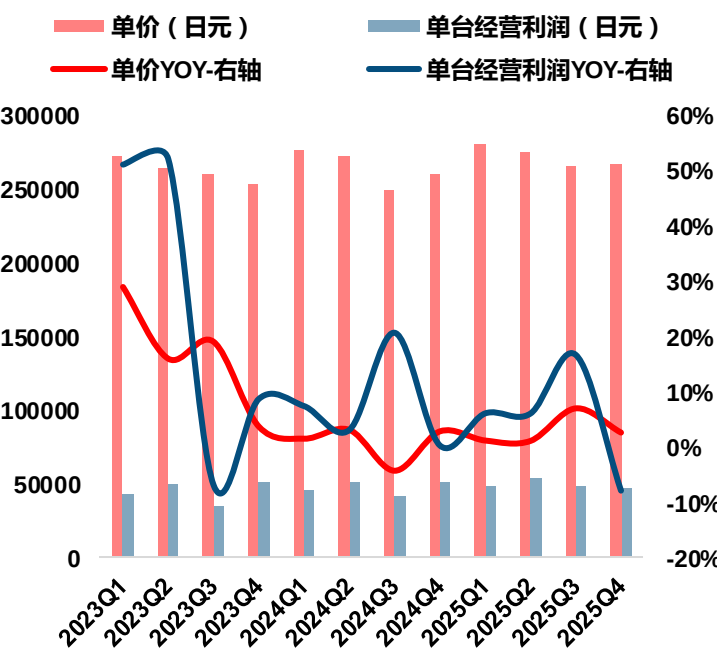
图：本田摩托车销量（万辆）及变化



图：本田摩托车收入利润及变化



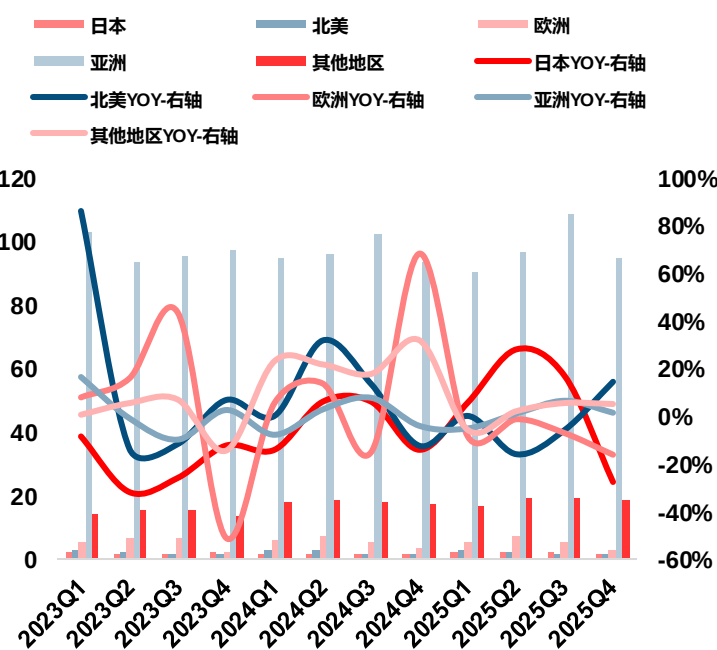
图：本田摩托车单价、单台利润及变化



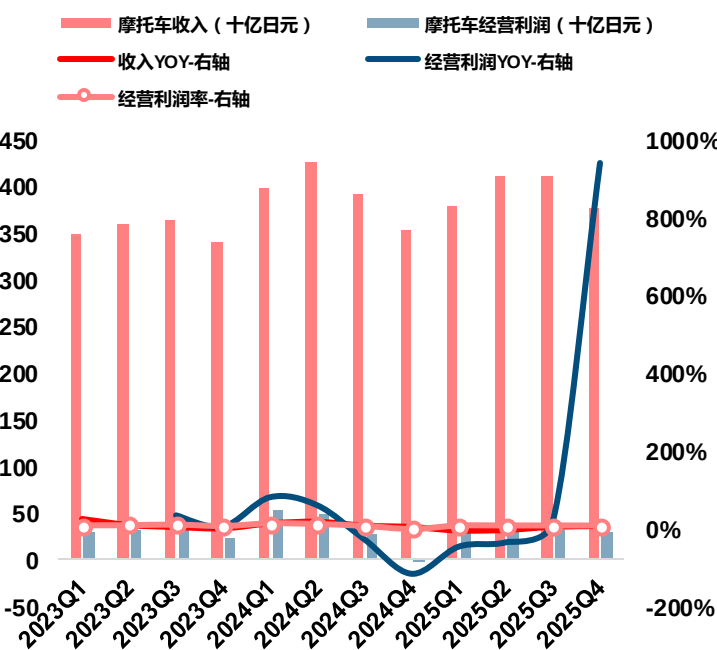
雅马哈：新兴市场销量增长，利润率提升

➤ **北美和新兴市场销量增长，规模及利润率持续回升。**2025Q4摩托车销量同比+1%，其中日本、北美、欧洲、亚洲、其他地区分别同比-28%、+14%、-16%、+1%、+5%，欧洲和本土市场需求下滑，北美和新兴市场增长；Q4摩托车收入、经营利润分别同比+7%、+943%（2024Q4亏损），单价、单台经营利润分别同比+5%、+932%，经营利润率同比+8.8pct至7.8%，主要系成本费用减少，推动收入和利润增长。

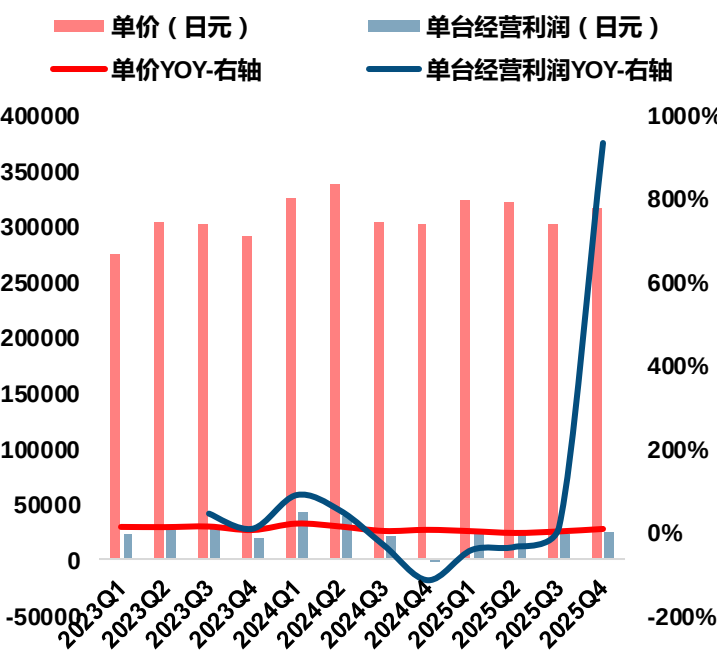
图：雅马哈摩托车销量（万辆）及变化



图：雅马哈摩托车收入利润及变化



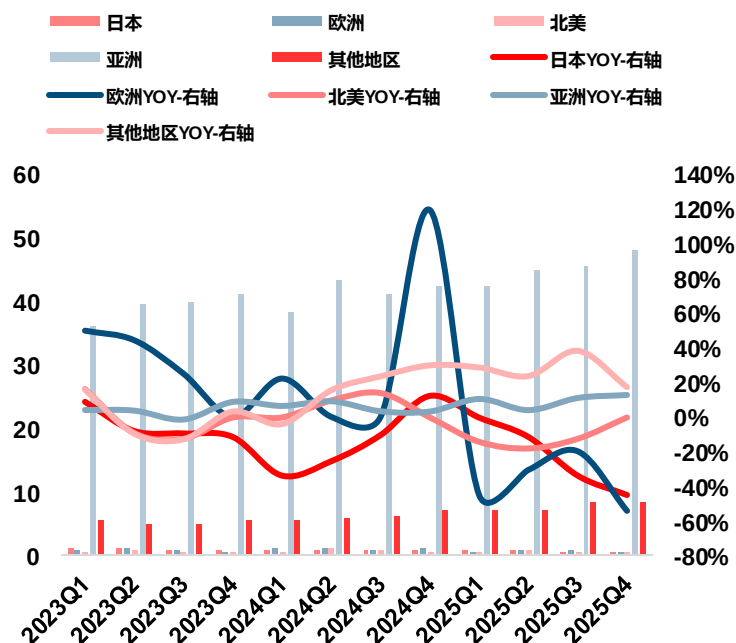
图：雅马哈摩托车单价、单台利润及变化



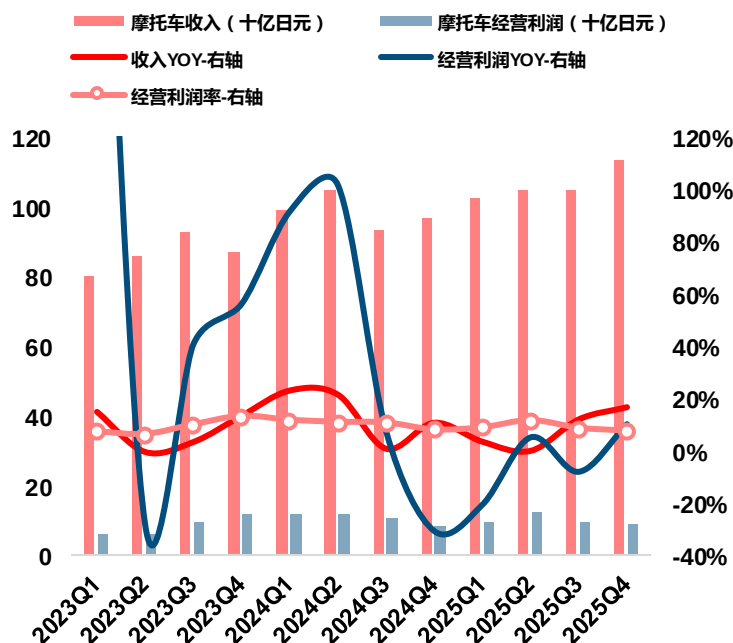
铃木：新兴市场贡献增量，单价恢复提升

➤ **成熟市场表现较弱，新兴市场增量明显。**2025Q4摩托车销量同比+11%，连续两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-44%、-55%、0%、+13%、+18%，日本和欧洲销量大幅下滑，北美出货企稳，主要增量来自亚洲、拉美等新兴市场；Q4摩托车收入、经营利润分别同比+17%、+11%，单价、单台经营利润分别同比+6%、-0.3%，经营利润率同比-0.5pct至8.2%。

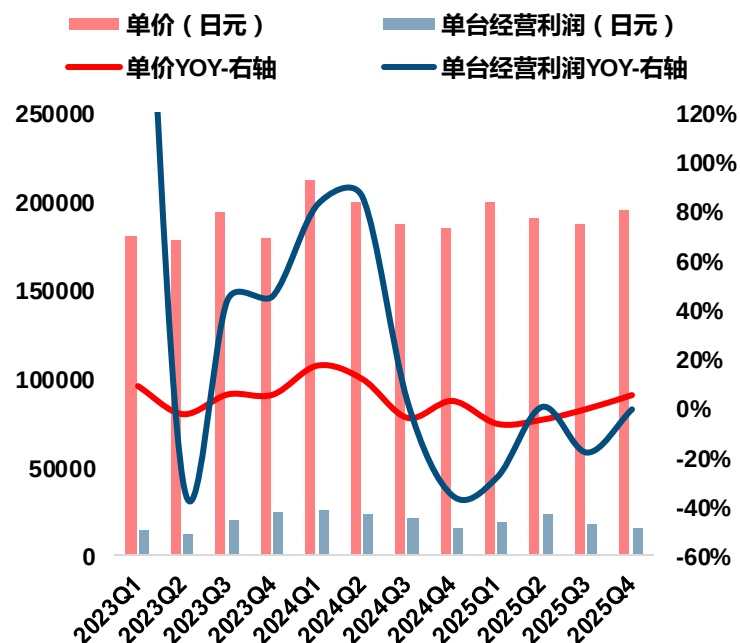
图：铃木摩托车销量（万辆）及变化



图：铃木摩托车收入利润及变化



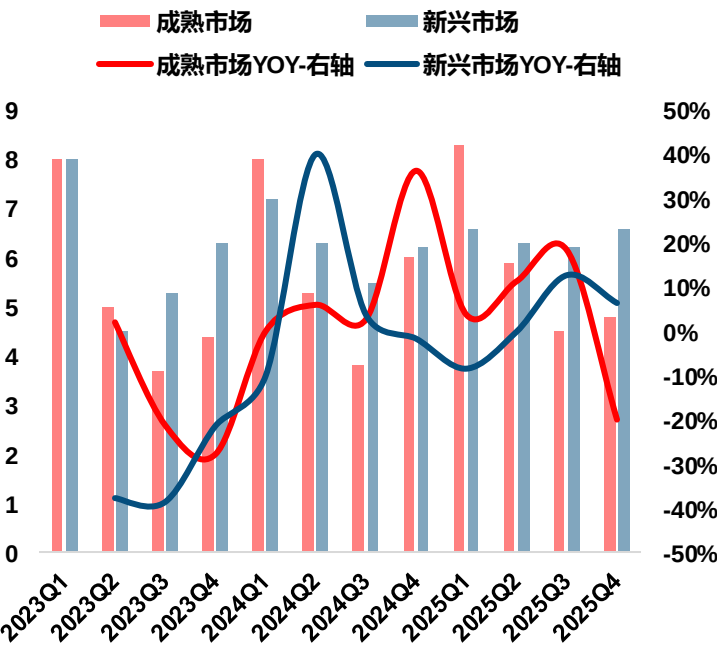
图：铃木摩托车单价、单台利润及变化



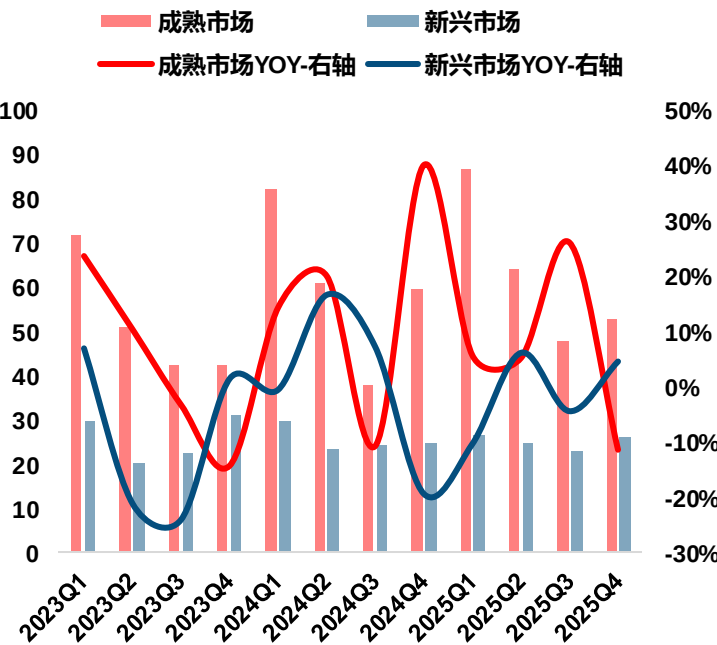
川崎：产品及价格策略积极，新兴市场销量坚挺

➢ **成熟市场拖累销售，东南亚需求稳健。**2025Q4摩托车销量同比-7%，其中成熟市场同比-20%（日本、北美、欧洲、其他地区分别同比+43%、-33%、0%、-25%），新兴市场同比+6%（菲律宾、印尼、拉美、其他地区分别同比+8%、0%、+33%、-25%），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；Q4摩托车收入同比-7%（成熟市场、新兴市场分别同比-11%、+4%），单价同比-0.1%（成熟市场、新兴市场分别同比+11%、-2%）。

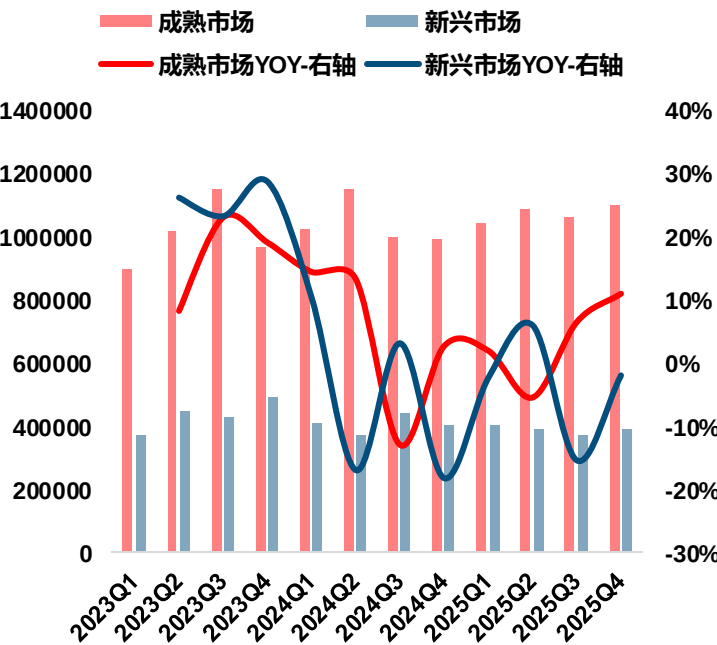
图：川崎摩托车销量（万辆）及变化



图：川崎摩托车收入（十亿日元）及变化



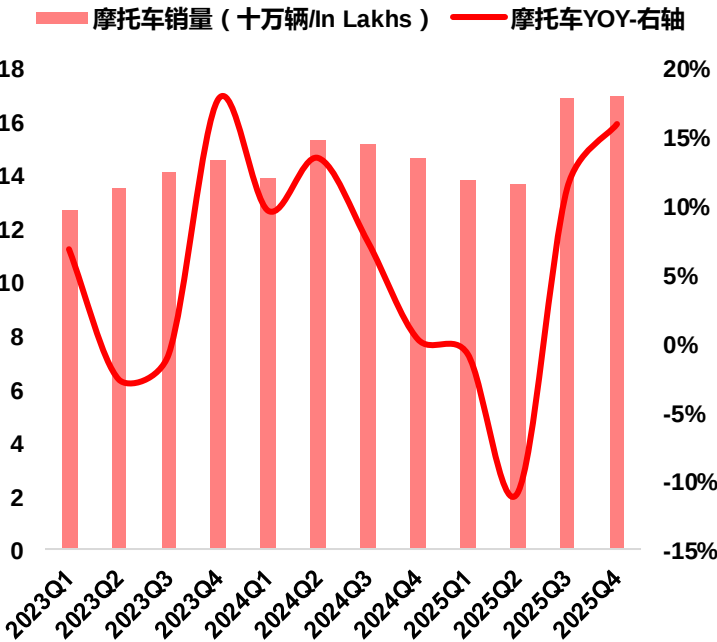
图：川崎摩托车单价（日元）及变化



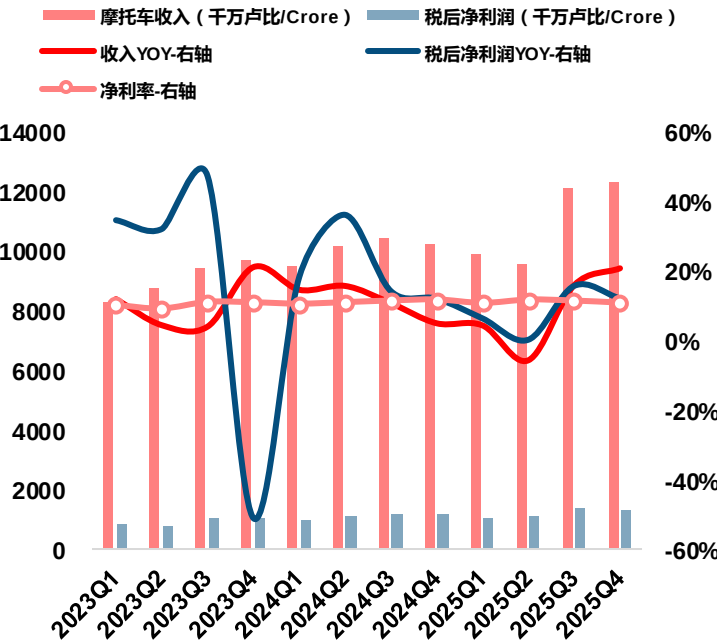
英雄：量价齐升，规模稳健增长

➤ 量价继续提升，收入和利润规模持续增长。2025Q4摩托车销量同比+16%、环比+0.4%至169.7万辆，收入同比+21%、环比+2%至1232.8亿卢比，税后净利润同比+12%、环比-3%至134.9亿卢比，单价同比+4%至72648卢比，单台利润同比-3%至7947卢比，税后净利率同比-0.8pct至10.9%。

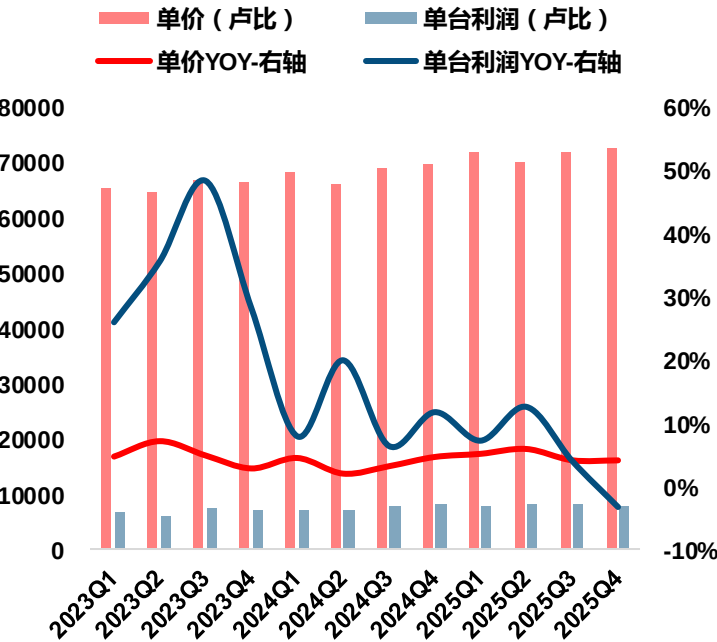
图：英雄摩托车销量及变化



图：英雄摩托车收入利润及变化



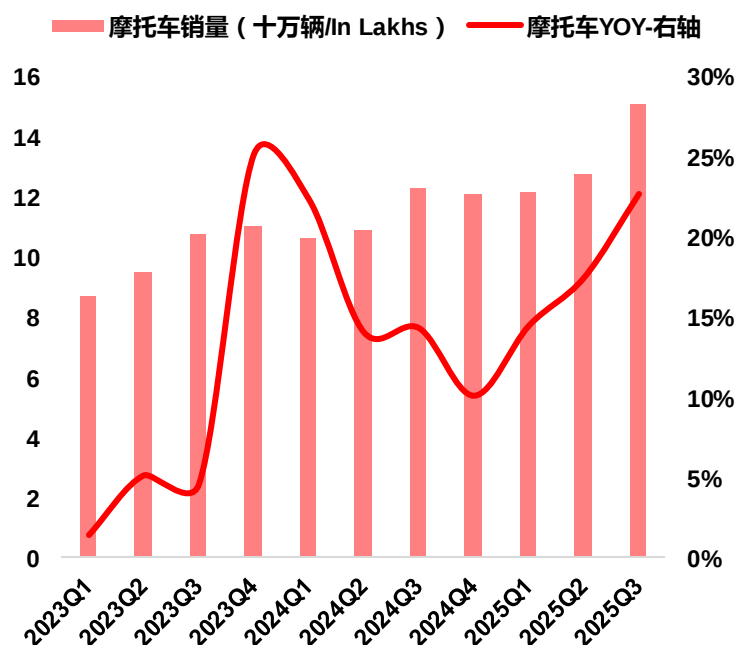
图：英雄摩托车单价、单台利润及变化



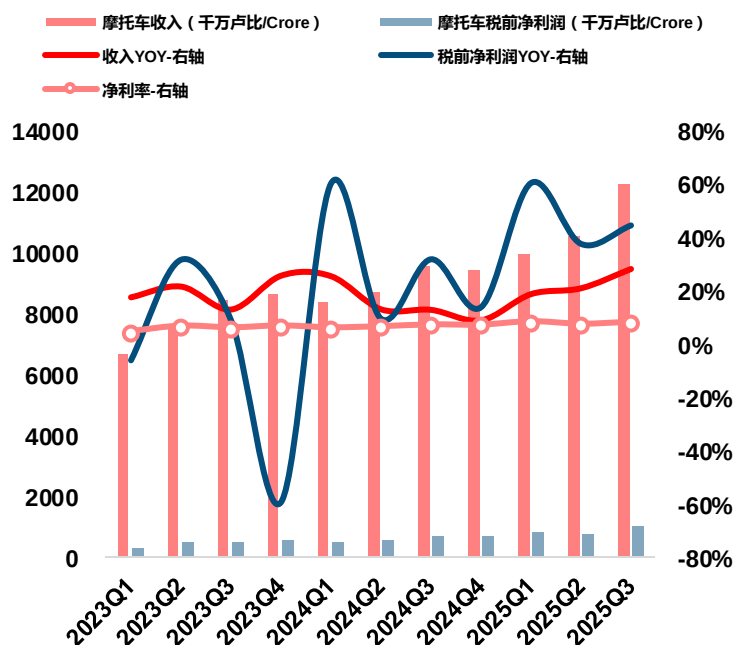
TVS：销量持续增长，收入利润稳定提升

➤ 销量连续9个季度实现同比两位数增长，收入利润规模持续增长。2025Q4摩托车销量同比+27%至154.4万辆，收入同比+37%至1288.0亿卢比，税前净利润同比+54%至106.8亿卢比，单价同比+7%至83394卢比，单台利润同比+21%至6916卢比，税前净利率同比+0.9pct至8.3%。

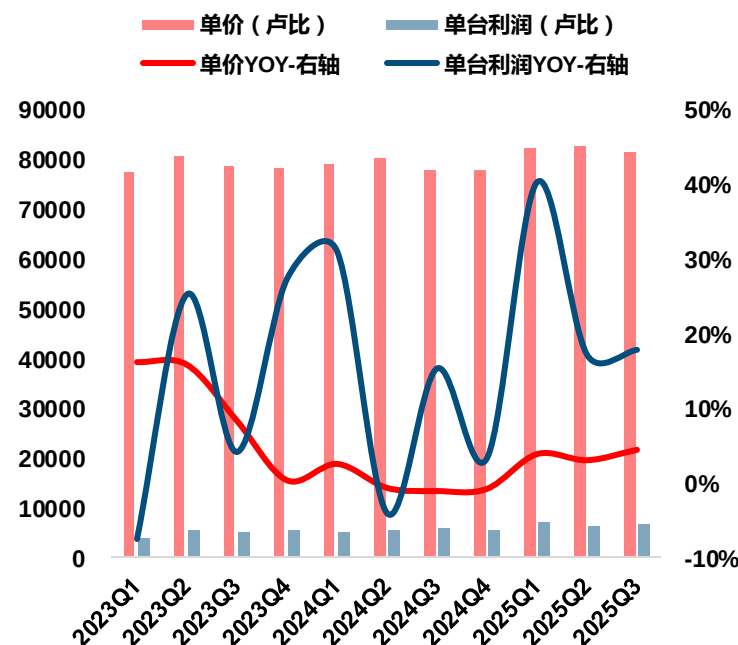
图：TVS摩托车销量及变化



图：TVS摩托车收入利润及变化



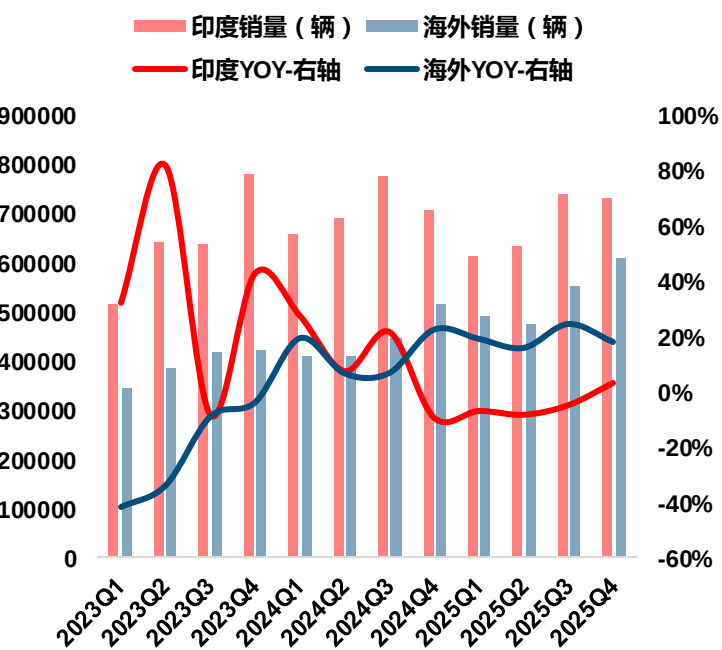
图：TVS摩托车单价、单台利润及变化



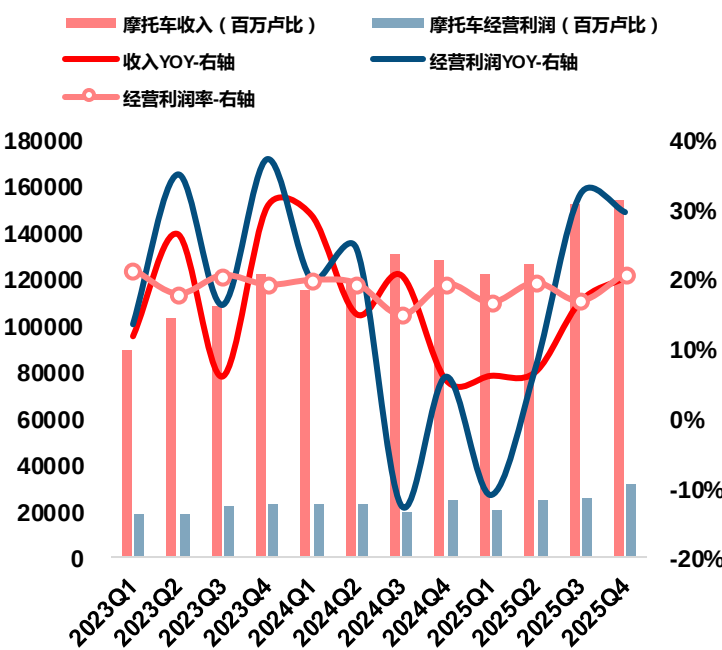
Bajaj：销量持续增长，收入利润稳定提升

➤ 销量连续9个季度同比增长，收入利润规模持续增长。2025Q4摩托车销量同比+10%至134.1万辆，收入同比+20%至1542.9亿卢比，税前净利润同比+30%至321.2亿卢比，单价同比+10%至115033卢比，单台利润同比+18%至23947卢比，税前净利率同比+1.5pct至20.8%。

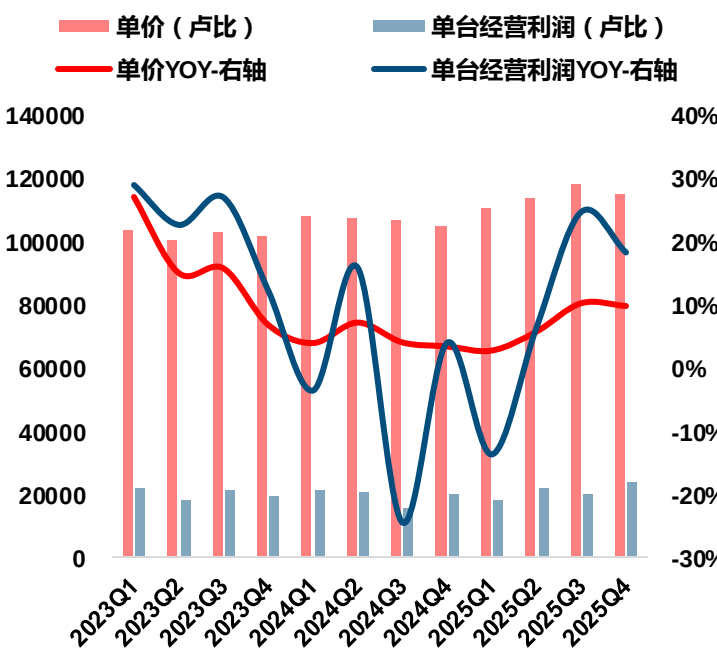
图：Bajaj摩托车销量及变化



图：Bajaj摩托车收入利润及变化



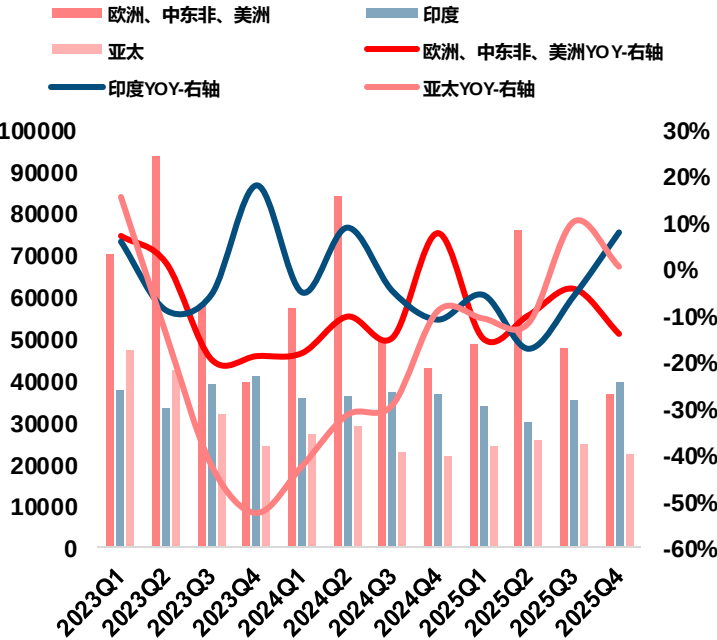
图：Bajaj摩托车单价、单台利润及变化



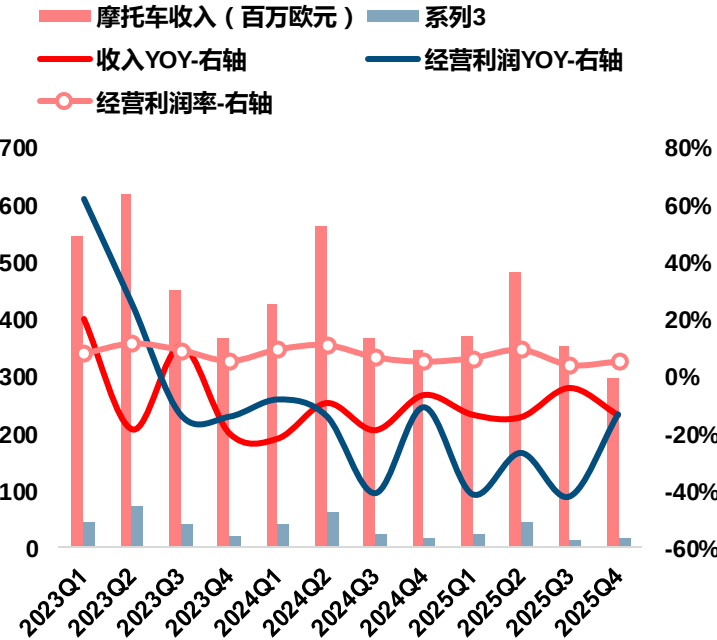
比亚乔：销量收入个位数下滑，规模持续缩小

➤ **销量同比减少，收入利润均下降。**2025Q4摩托车销量同比-3%，其中欧洲、中东非及美洲合计同比-14%，印度、亚太分别同比+8%、0%，整体销量连续11个季度同比减少，并且降幅有所扩大；Q4摩托车收入、经营利润分别同比-14%、-13%，EMEA、印度和亚太分别同比-16%、-9%、-14%，单价、单台经营利润分别同比-11%、-10%，经营利润率同比+0.03pct至5.4%，利润率同比继续下降。

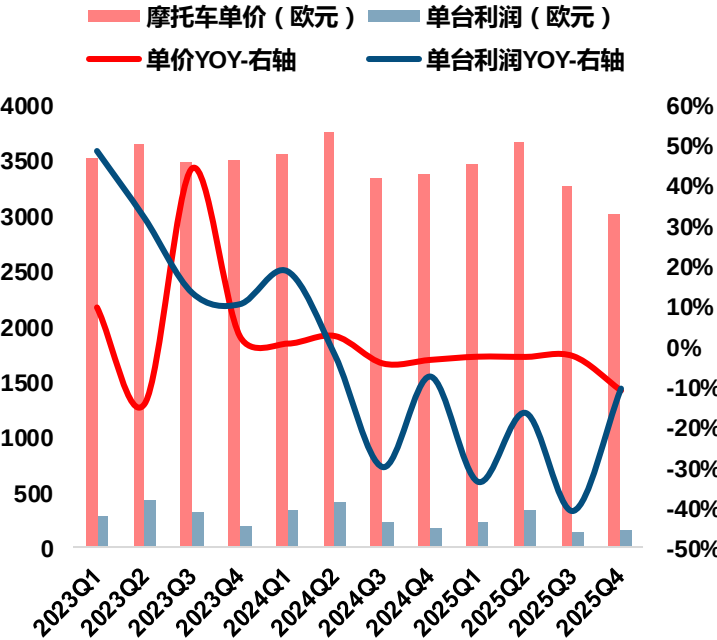
图：比亚乔摩托车销量（辆）及变化



图：比亚乔摩托车收入利润及变化



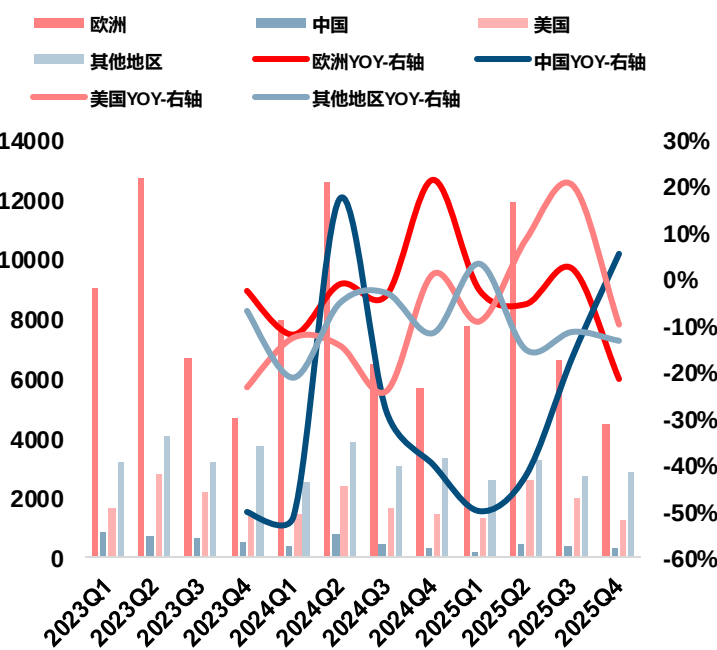
图：比亚乔摩托车单价、单台利润及变化



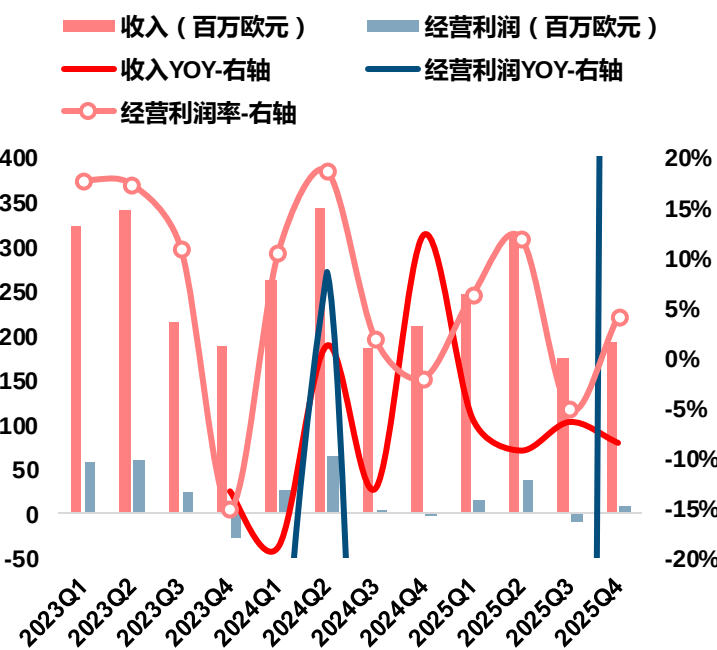
杜卡迪：大排量需求承压，利润率波动较大

➢ 高端市场需求仍然承压，单价和单台利润有所好转。2025Q4摩托车销量同比-17%，其中欧洲同比-21%（德国同比-35%），中国、美国、其他地区分别同比+5%、-10%、-13%，中国恢复增长，但欧美和其他地区承压并大幅下滑；Q4摩托车收入、经营利润分别同比-9%、+300%，单价、单台经营利润分别同比+10%、+340%，经营利润率同比+6.1pct至4.1%。

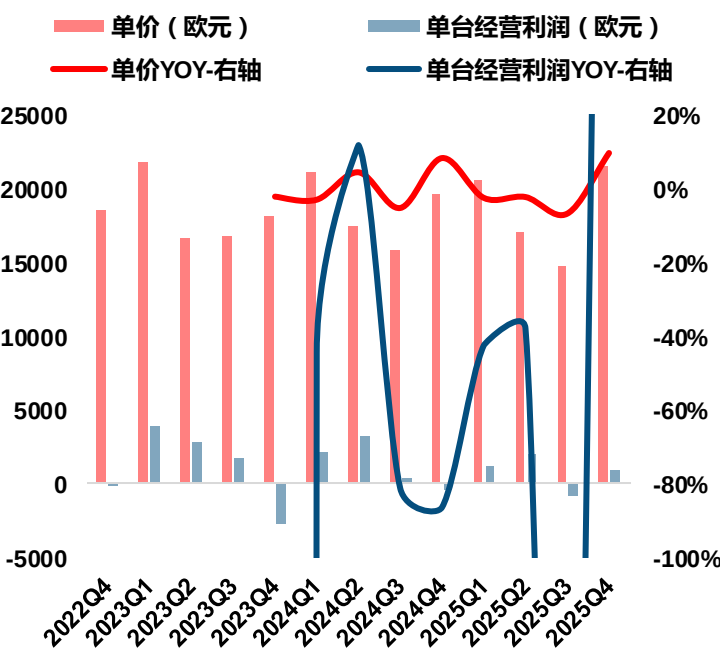
图：杜卡迪摩托车销量（辆）及变化



图：杜卡迪摩托车收入利润及变化



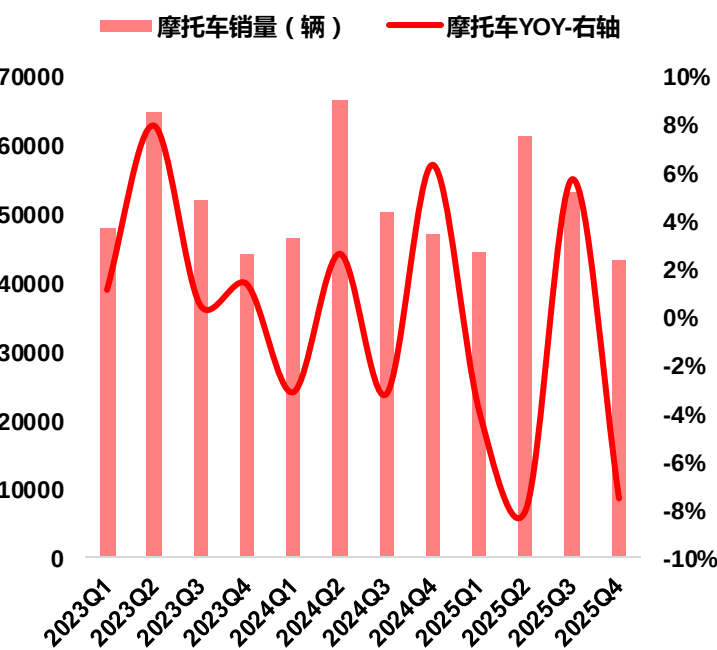
图：杜卡迪摩托车单价、单台利润及变化



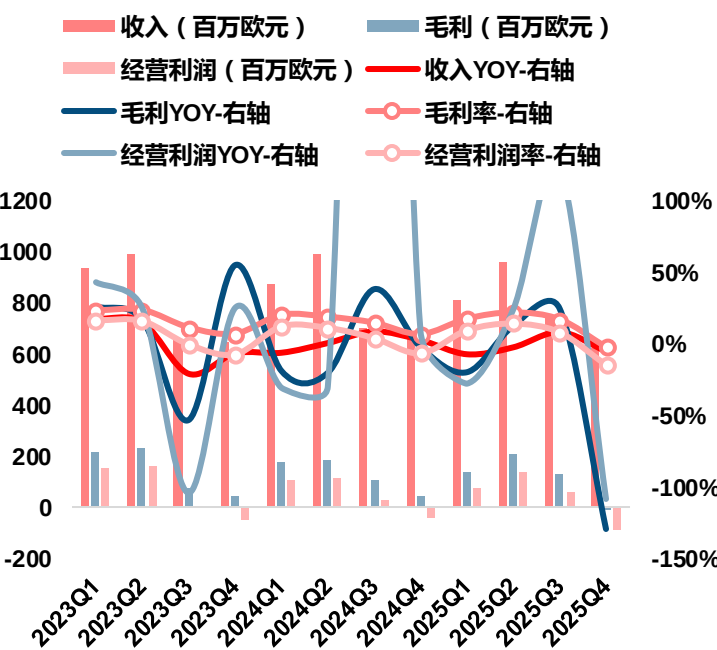
宝马：规模减小，利润率大幅下降

➤ 量减价升，收入及利润率下滑。2025Q4摩托车销量同比-8%，收入、毛利、经营利润分别同比-5%、-130%、-109%，单价、单台毛利、单台经营利润分别同比+2%、-132%、-126%，经营利润率同比-8.3pct至-15.1%，欧美大排量需求承压，高端市场竞争加剧，销量、收入、利润均下滑。

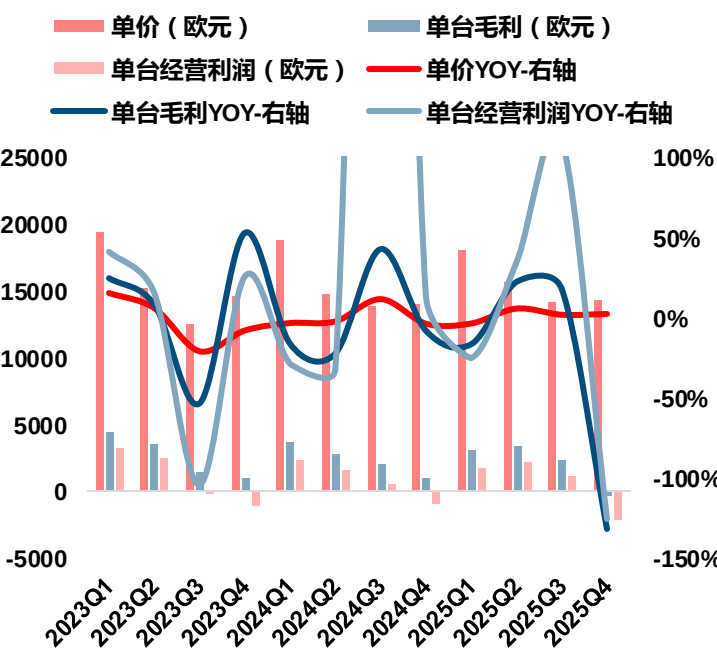
图：宝马摩托车销量及变化



图：宝马摩托车收入利润及变化



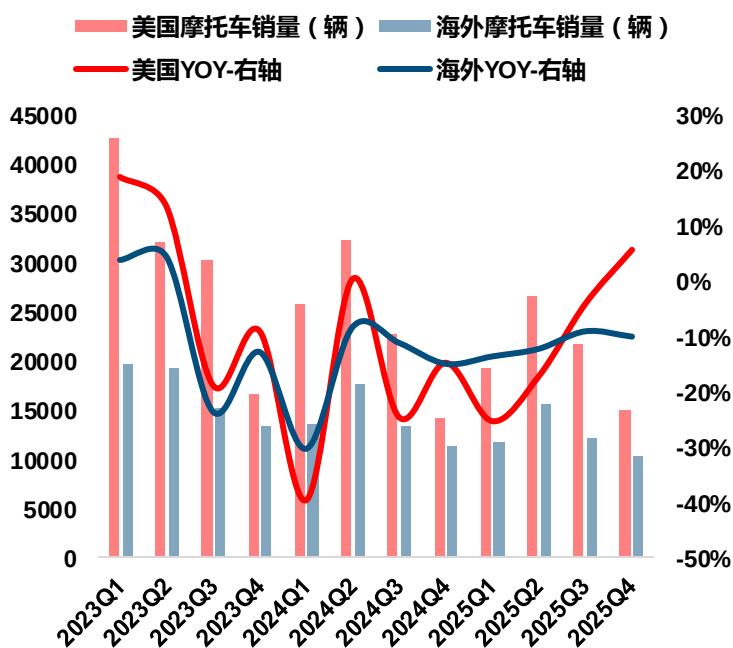
图：宝马摩托车单价、单台利润及变化



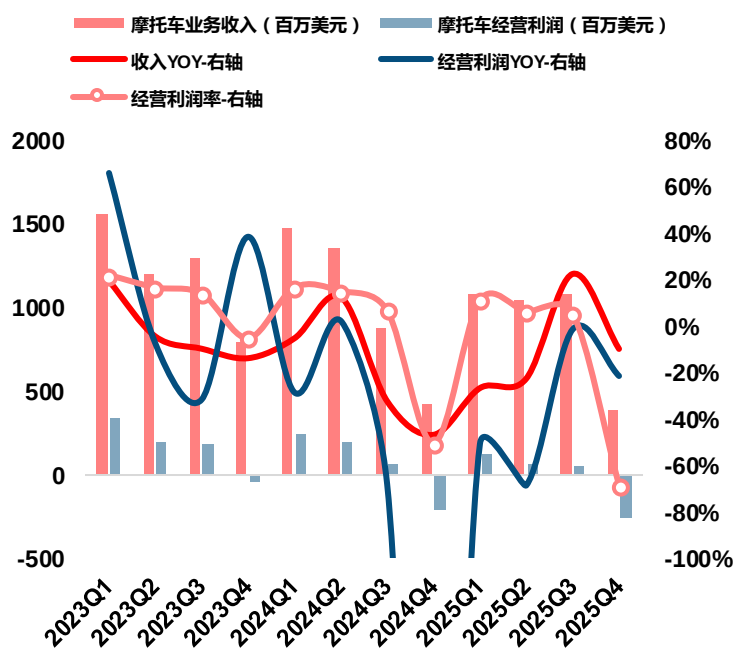
哈雷：海外销量下降，利润明显下滑

➤ 高端市场竞争激烈，销量利润同步下滑。2025Q4摩托车销量同比-1%，其中美国同比+6%，海外同比-10%（加拿大、欧洲、亚太、拉美分别同比-7%、-24%、-1%、+10%），整体销量连续同比减少，市场竞争加剧致销量不佳；Q4摩托车整车收入、经营利润分别同比-10%、-22%，单价、单台经营利润分别同比-15%、-24%，经营利润率同比-17.9ct至-68.7%，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。

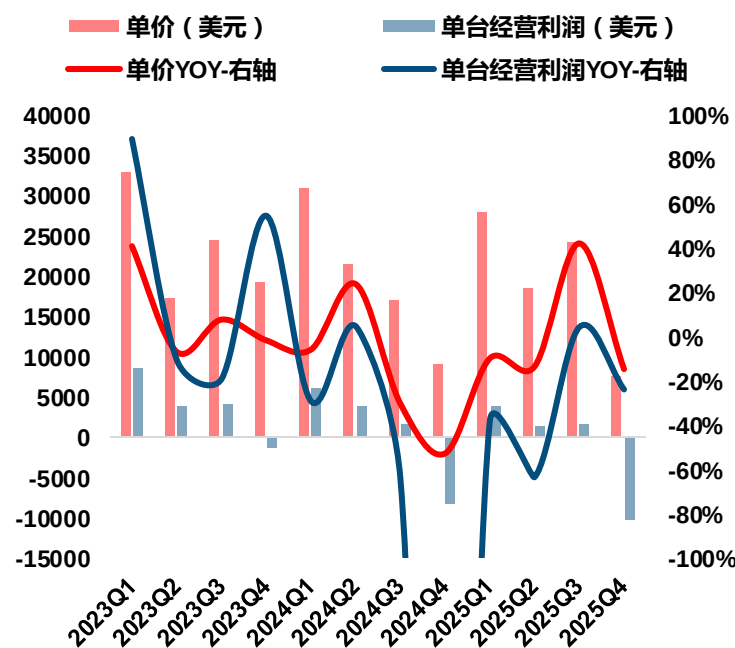
图：哈雷摩托车销量及变化



图：哈雷摩托车收入利润及变化



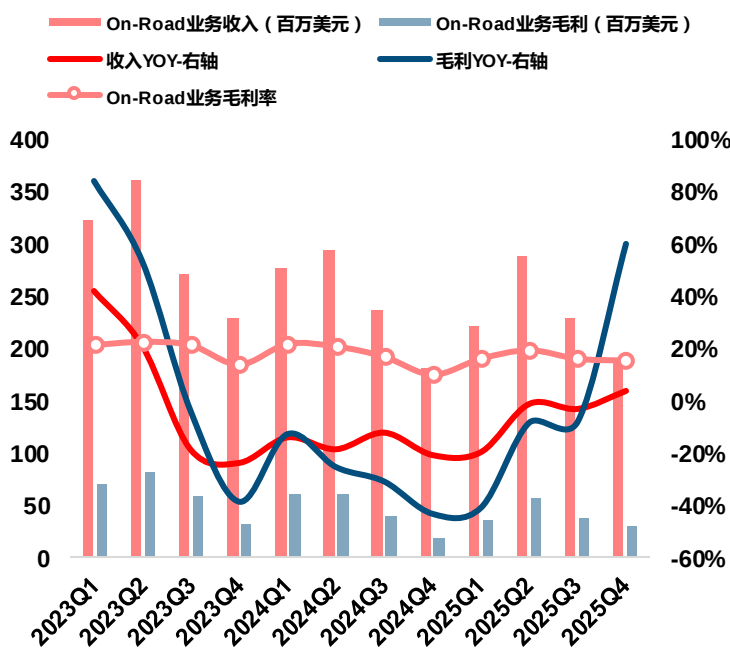
图：哈雷摩托车单价、单台利润及变化



印第安：大排量需求减少，收入和利润率回升

➤ 零售下滑但收入增长，毛利率提升。2025Q4摩托车业务收入同比+4%至1.87亿美元，已结束连续9个季度的同比下滑，其中整车同比+3%至1.54亿美元，配件同比+6%至0.34亿美元，北美和国际市场分别同比-9%、+10%；Q4摩托车业务毛利同比+60%至0.29亿美元，毛利率同比+5.4pct至15.4%，主要受益于Aixam和Goupil产品组合带来的结构优化。

图：印第安摩托车收入利润及变化



表：印第安及行业摩托车季度零售

季度	北美		国际	
	印第安	行业	印第安	行业
2022Q1	- LOW - THIRTIES %	- HIGH - SINGLE DIGITS %	- HIGH - TWENTIES %	+ LOW - DOUBLE DIGITS %
2022Q2	- LOW - 40s %	- MID - TWENTIES %	- MID - THIRTIES %	- LOW - DOUBLE DIGITS %
2022Q3	+ HIGH - SINGLE DIGITS %	- LOW - SINGLE DIGITS %	- HIGH - TWENTIES %	- LOW - TWENTIES %
2022Q4	+ LOW - SINGLE DIGITS %	- MID - SINGLE DIGITS %	- LOW - DOUBLE DIGITS %	+ LOW - SINGLE DIGITS %
2023Q1	FLAT	- LOW - DOUBLE DIGITS %	+ HIGH - DOUBLE DIGITS %	+ HIGH - DOUBLE DIGITS %
2023Q2	+ LOW - 40s %	+ LOW - SINGLE DIGITS %	+ MID - TEENS %	+ MID - SINGLE DIGITS %
2023Q3	- LOW - TEENS %	- MID - TEENS %	- HIGH - SINGLE DIGITS %	- LOW - DOUBLE DIGITS %
2023Q4	- HIGH - TEENS %	- LOW - DOUBLE DIGITS %	- HIGH - TWENTIES %	- LOW - TWENTIES %
2024Q1	+ LOW - TEENS %	+ LOW - SINGLE DIGITS %	- LOW - TWENTIES %	- MID - TWENTIES %
2024Q2	- LOW - TWENTIES %	- MID - SINGLE DIGITS %	- HIGH - SINGLE DIGITS %	- LOW - DOUBLE DIGITS %
2024Q3	- LOW - DOUBLE DIGITS %	- HIGH - SINGLE DIGITS %	- LOW - DOUBLE DIGITS %	- MID - DOUBLE DIGITS %
2024Q4	FLAT	- HIGH - SINGLE DIGITS %	+ HIGH - TWENTIES %	- LOW - SINGLE DIGITS %
2025Q1	- LOW - TEENS %	- MID - TWENTIES %	- HIGH - TEENS %	- LOW - THIRTIES %
2025Q2	+ LOW - DOUBLE DIGITS %	- LOW - TEENS %	+ LOW - SINGLE DIGITS %	- LOW - TWENTIES %
2025Q3	- MID - SINGLE DIGITS %	- MID - SINGLE DIGITS %	- LOW - TWENTIES %	- MID - TEENS %
2025Q4	- HIGH - SINGLE DIGITS %	+ MID - SINGLE DIGITS %	- HIGH - THIRTIES %	- HIGH - TWENTIES %

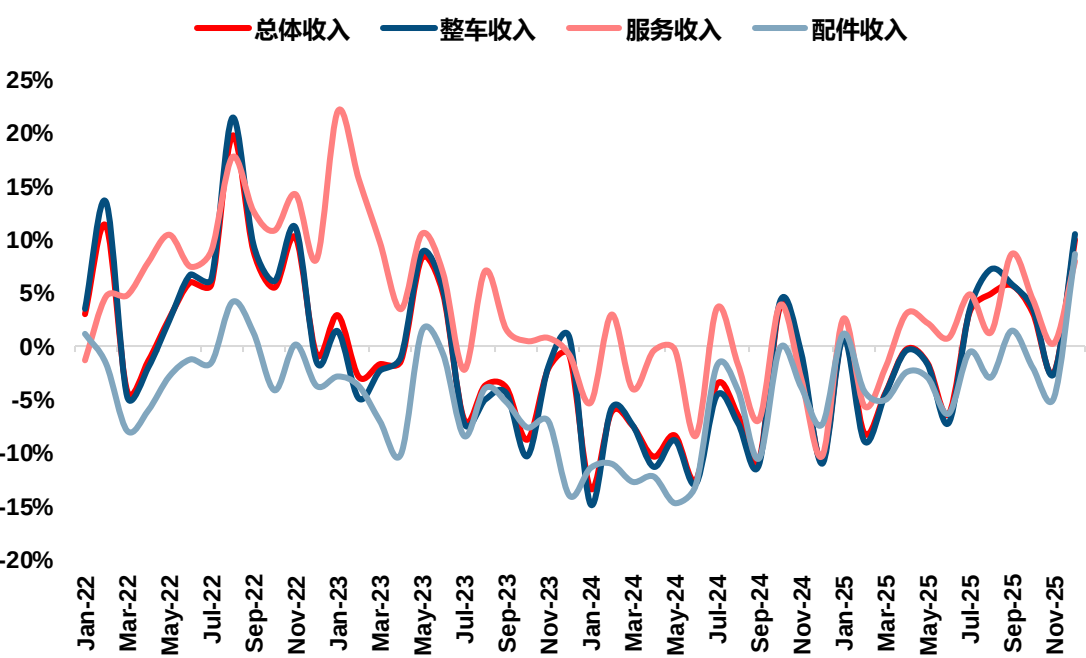
PART 2

四轮车：北美需求复苏，头部品牌表现分化

Q3：欧美全地形车的需求怎么变化？

- **美国降息推动需求回升，欧洲需求转弱。**根据经销商调查数据，2025Q4美国经销商整车收入平均同比个位数增长，12月增速达10.4%；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，Q4同比低个位数增长，延续Q3增长态势；而欧洲终端零售在经历Q3的低个位数增长之后，Q4出现同比20%出头的下滑。
- **总结来看，Q4北美需求延续温和增长态势，欧洲需求出现明显下滑。**

图：美国动力运动经销商财务概况



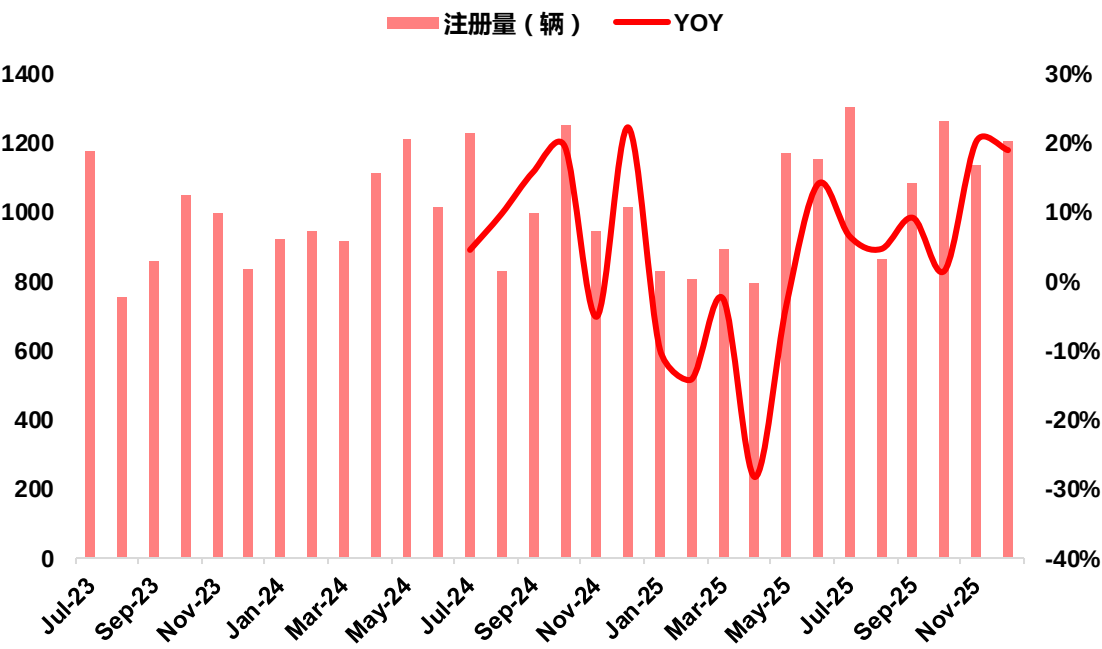
表：行业全地形车季度销售

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 %

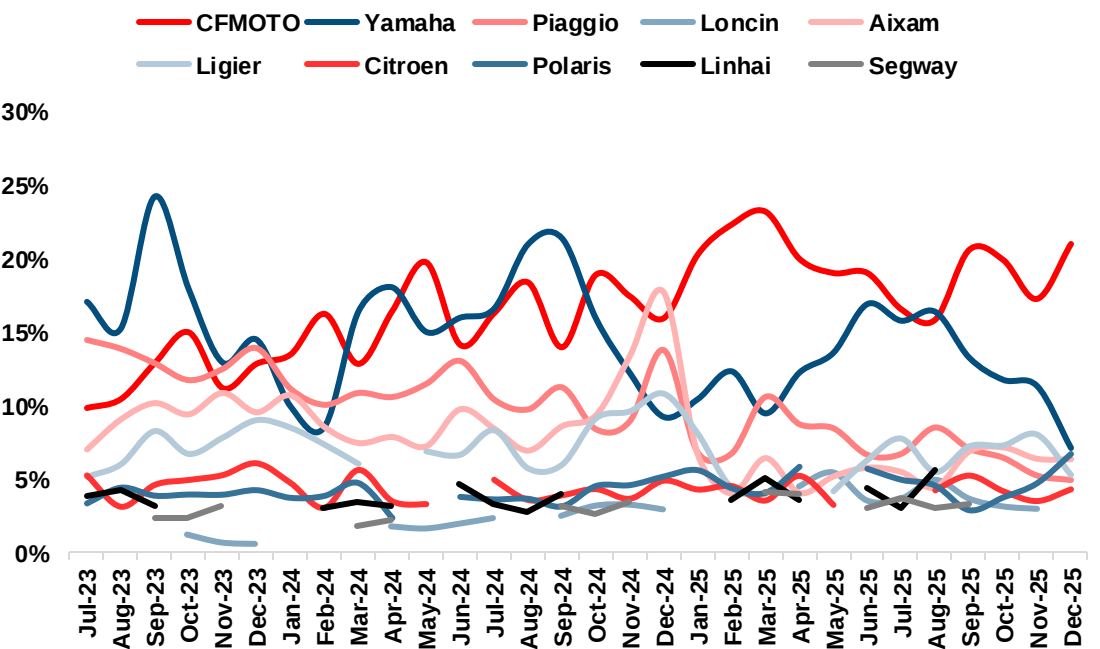
西班牙：行业需求增长，CFMOTO市场地位领先

➤ **注册量双位数增长，CFMOTO高增维持第一。**从市场需求来看，2025Q4全地形车注册量达到3602，同比增长12.4%，增速环比继续提升。从竞争格局来看，中国品牌凭借性价比优势抢占市场份额，2025年以来CFMOTO、Segway均实现双位数增长，2025Q4，CFMOTO、雅马哈、北极星的增速分别为24.5%、-11.1%、19.2%，CFMOTO的市占率稳定在20%左右，远超第二名雅马哈的10%左右。

图：西班牙全地形车注册量及同比增速



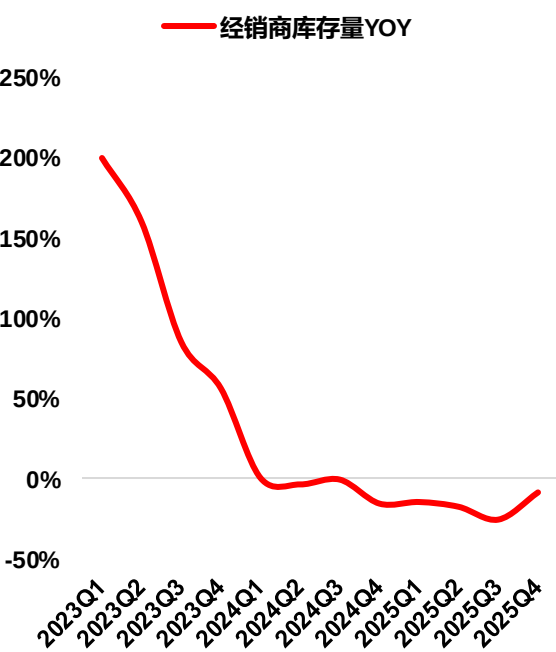
图：西班牙全地形车头部品牌注册量市占率



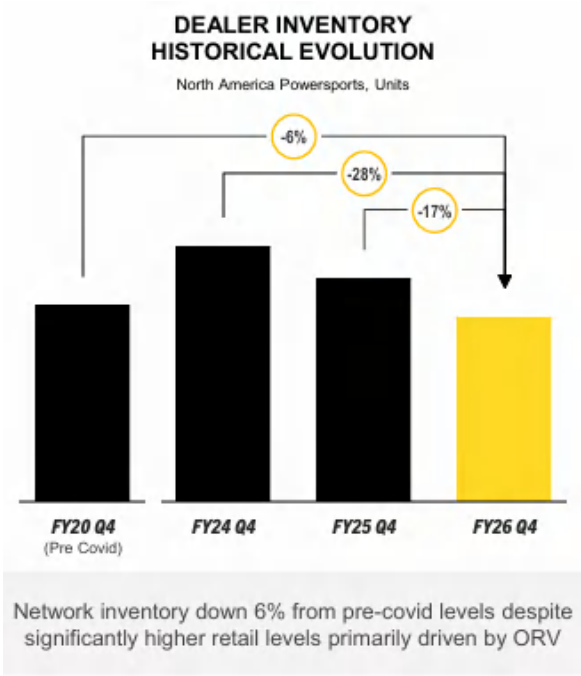
Q4：全地形车头部厂商的库存是什么水平？

➤ 头部品牌积极去库，雅马哈库存水平稍高。头部品牌采取促销策略清理渠道库存，2025Q4北极星经销商全地形车库存同比减少9%，当前库存的比例在提升（老库存去化）；庞巴迪北美经销商库存相比2024Q4、2023Q4、2019Q4（疫情前）分别减少-17%、-28%、-6%；雅马哈销量下滑，导致库存水平高于适当水平，主要受市场竞争加剧的影响，

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2025年库存水平



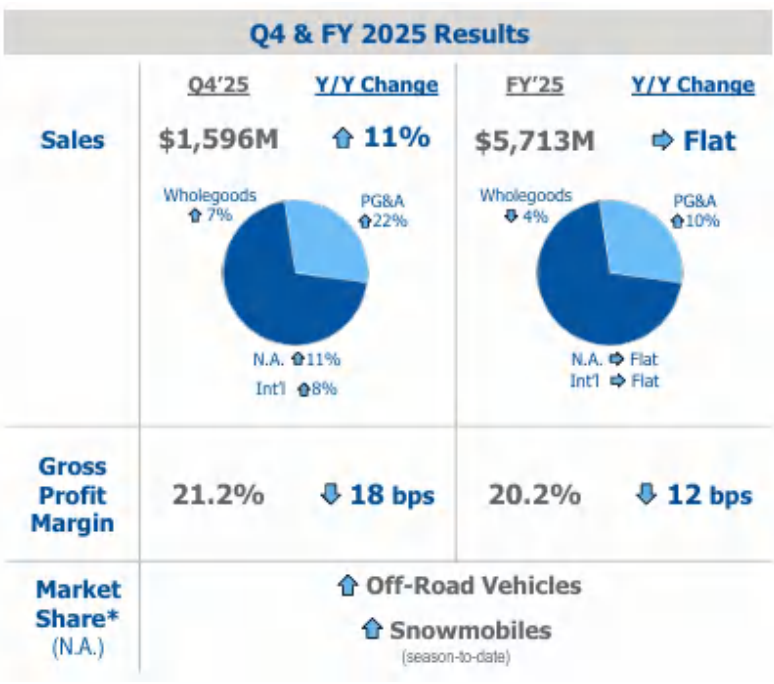
Q5：全地形车头部品牌的量额利润出现分化，表明什么？

- 头部品牌表现分化，雅马哈持续亏损可能掉队。在北美需求回暖和欧洲需求转弱之下，头部品牌继续采取促销策略清理渠道库存，但关税成本上涨和费用增加导致头部厂商利润率下滑，2025Q4北极星全地形车业务收入低双位数增长、利润率略降；雅马哈收入低双位数下滑、利润持续亏损；川崎全地形车量减价升、收入保持稳定；德事隆特种车收入双位数下滑，利润率下降。
- 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。

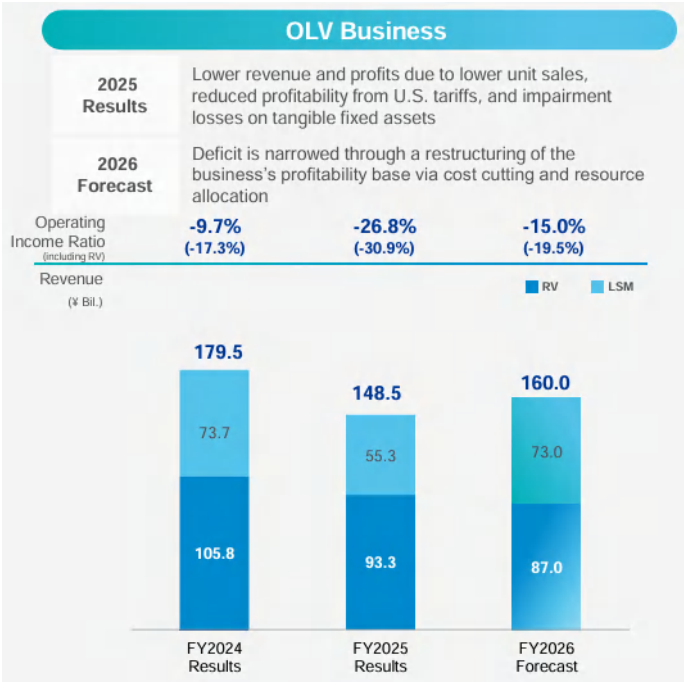
表：海外全地形车厂商及行业2025Q4情况

海外厂商	收入YOY	销量YOY	单价YOY	利润率YOY
北极星	11% (北美+11%/欧洲+8%)	北美+5% (UTV+9%/ATV-10%) 欧洲-低30%	-	-0.2pct (毛利率)
雅马哈	-11% (RV-2%/LSM-26%)	-	-	+8.7pct (经营利润率)
川崎	-1%	-13%	+13%	-7.5pct (经营利润率)
德事隆	-17%	-	-	-1.9pct (经营利润率)
行业	-	北美+低个位数%、欧洲-低10%	-	-

图：北极星2025Q4全地形车业务表现



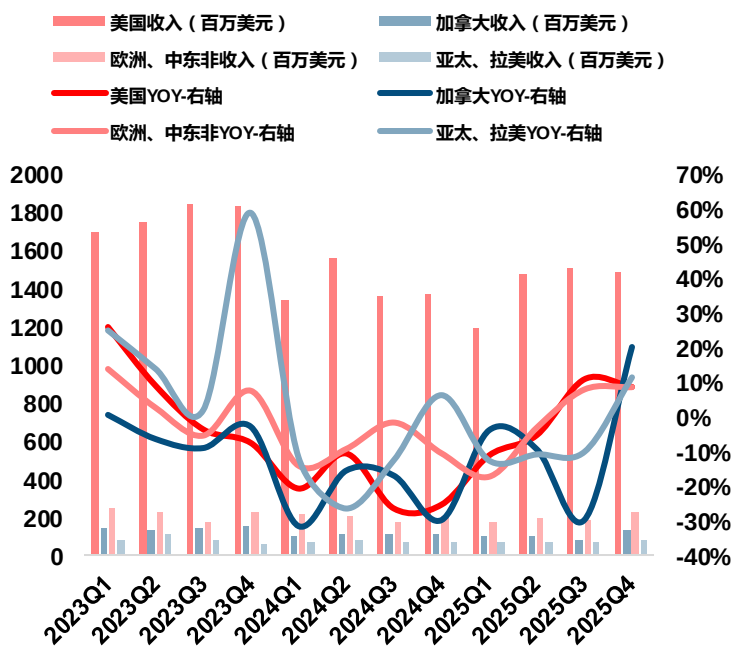
图：雅马哈2025年四轮车业务表现



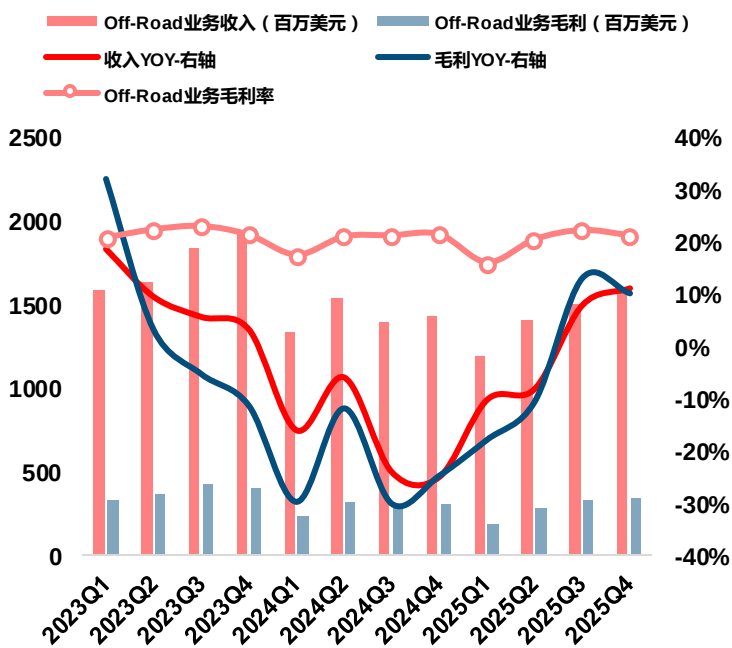
北极星：北美零售增长，利润率平稳

➤ 北美市场连续增长，增长和效率优化抵消关税和促销影响。2025Q4全地形车业务收入同比+11%至15.96亿美元（北美、国际分别同比+11%、+8%），连续2个季度实现增长，北美零售增长5%（UTV+9%、ATV-10%），欧洲零售下滑20%出头；Q4全地形车业务毛利同比+10%至3.39亿美元，毛利率同比-0.2pct至21.2%，销量增长和运营效率提升部分抵消了关税和促销的影响。

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



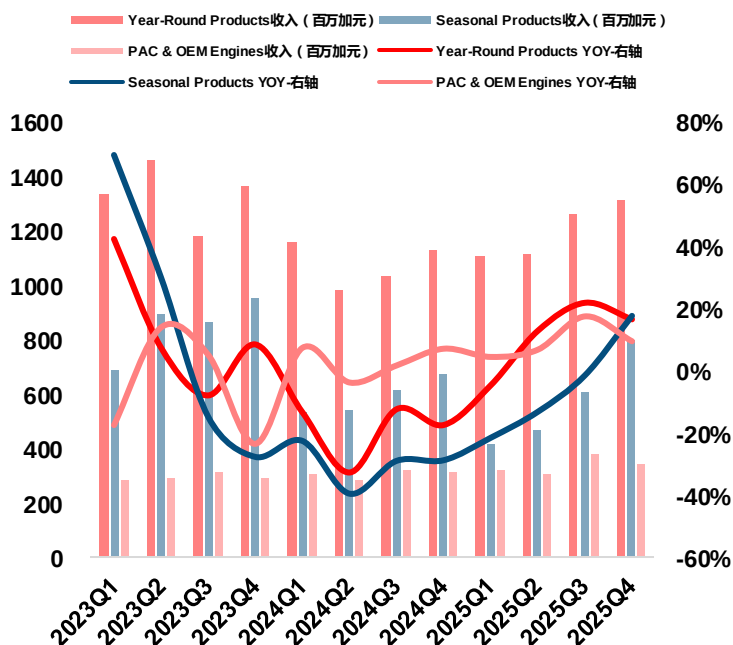
表：北极星全地形车季度零售

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 %

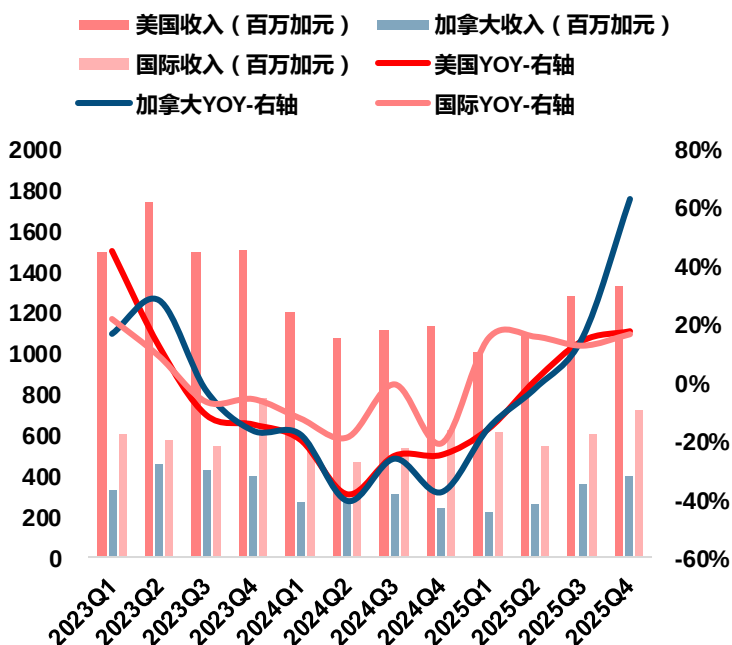
庞巴迪：整车销售持续回暖，增速明显改善

➤ **北美零售双位数增长，收入增速持续改善。**分品类来看，2025Q4动力运动业务收入同比+16%，其中，Year-Round、Seasonal、其他业务收入分别同比+17%、+18%、+10%，其中，UTV高个位数增长，ATV低双位数增长；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+18%、+63%、+86%、+10%、+1%、+41%；利润端来看，动力运动业务毛利率同比+2.6pct至22.5%，经营利润同比-88%，经营利润率同比-4.4pct至0.5%。

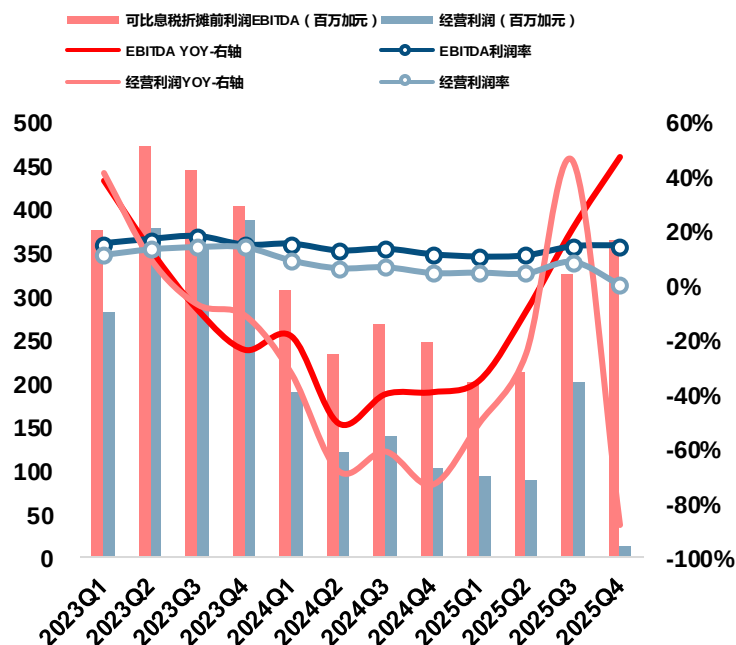
图：庞巴迪各业务收入及变化



图：庞巴迪各地区收入及变化



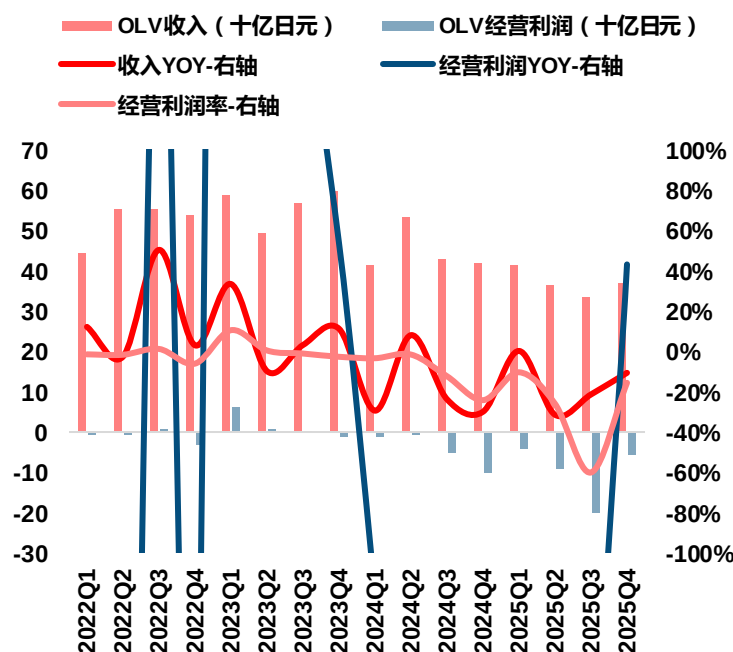
图：庞巴迪利润、利润率及变化



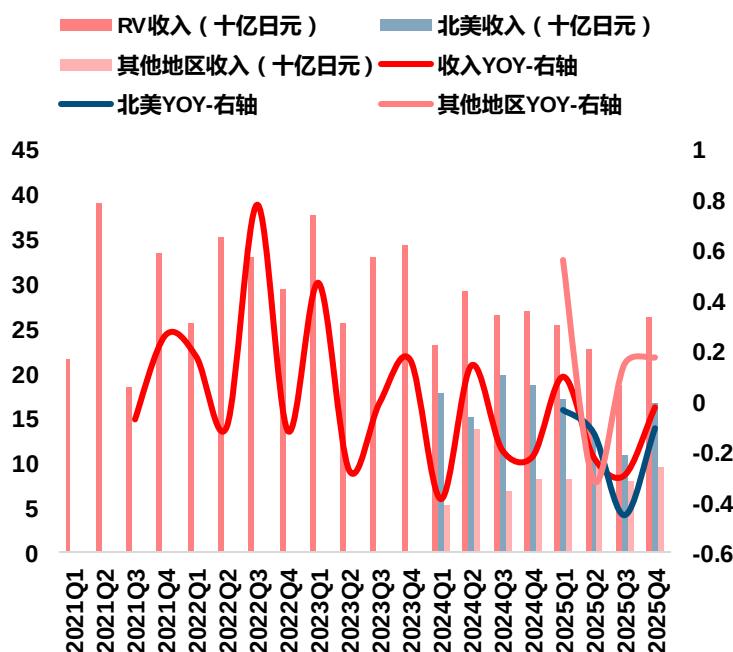
雅马哈：持续亏损，北美各业务大幅下滑

➤ **销售规模减小，RV+LSM均下滑。**受市场竞争加剧的影响，2025Q4雅马哈OLV（全地形车+高尔夫球车）收入同比-11%至371亿日元，经营利润率为-15.5%，经营利润为-58亿日元，仍处于大幅亏损阶段，其中全地形车收入同比-2%至263亿日元（北美-11%、非美+17%），低速车收入同比-26%至109亿日元（北美-29%、非美-22%）。

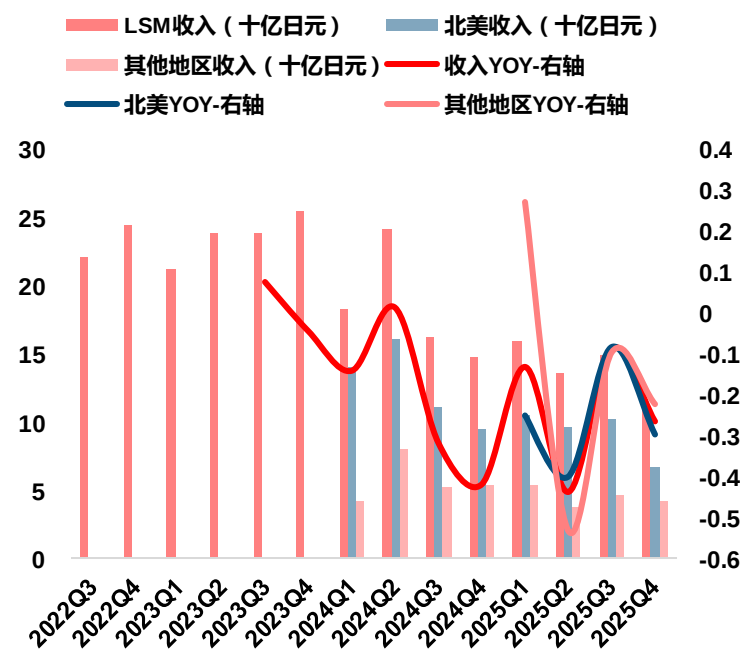
图：雅马哈四轮车收入利润及变化



图：雅马哈全地形车收入及变化



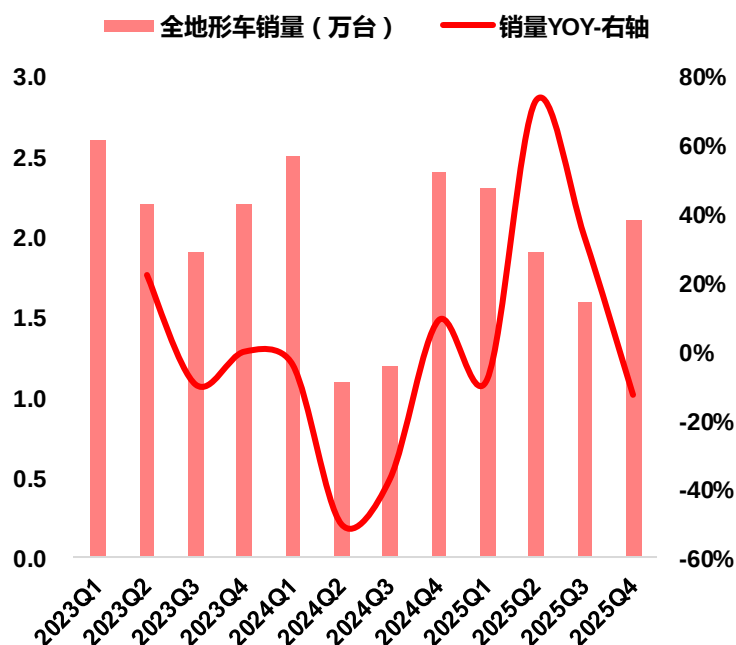
图：雅马哈低速车收入及变化



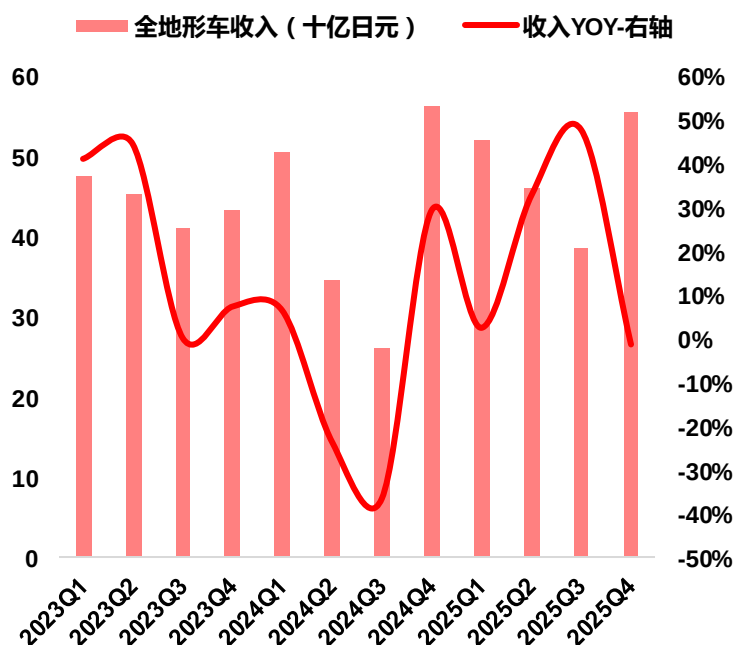
川崎：市占和价格提升，收入保持稳定

➤ **价格双位数提升，收入规模平稳。** 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，2025Q4全地形车销量同比-13%，单价同比+13%，收入在量减价升的情况下同比+1%，达到555亿日元。

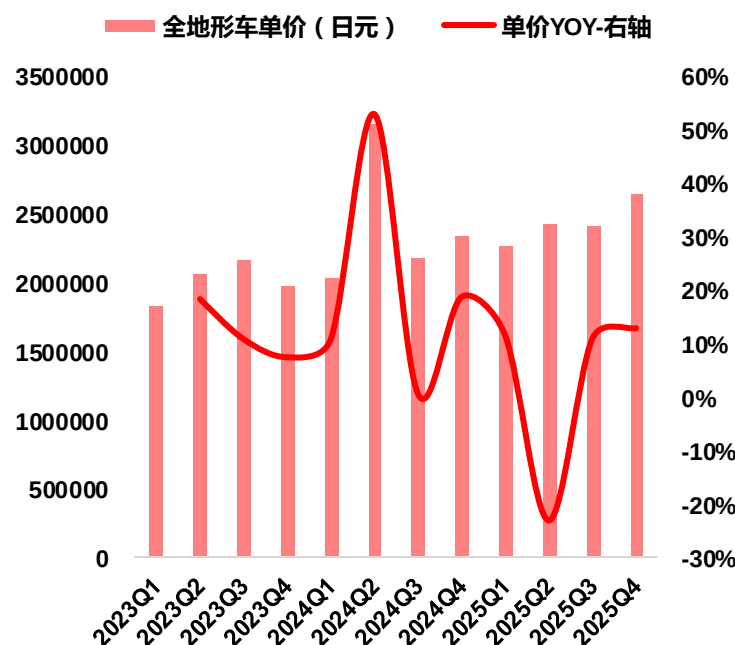
图：川崎全地形车销量及变化



图：川崎全地形车收入及变化



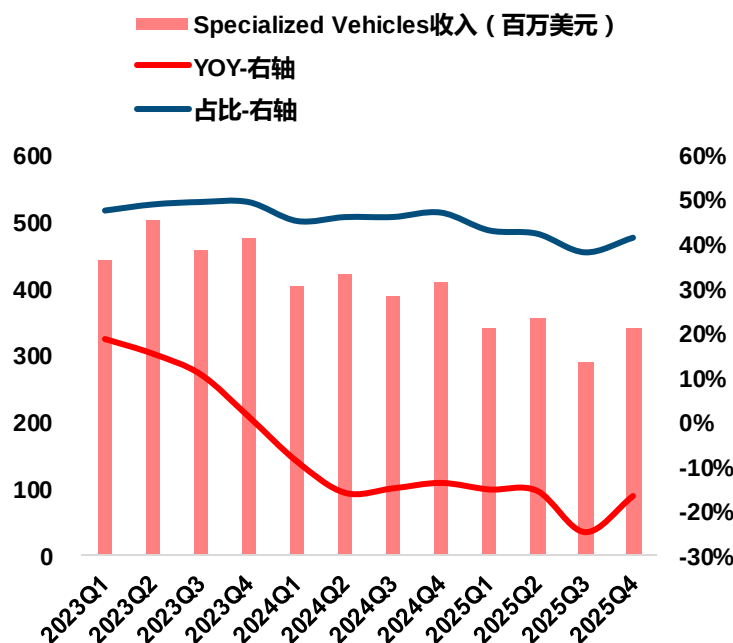
图：川崎全地形车单价及变化



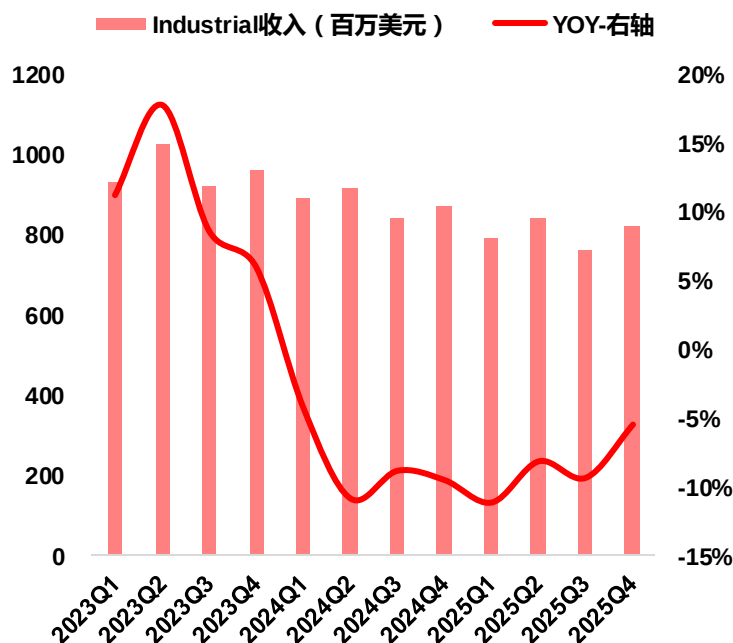
德事隆：特种车收入持续减少，Industrial业务收入利润下滑

➤ 特种车销售拖累，Industrial业务收入利润再次下滑。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，2025Q4特种车收入同比-17%至3.41亿美元，受特种车销售拖累，Industrial业务收入同比-6%至8.21亿美元，经营利润同比-38%至0.30亿美元，经营利润率同比-1.9pct至3.7%。

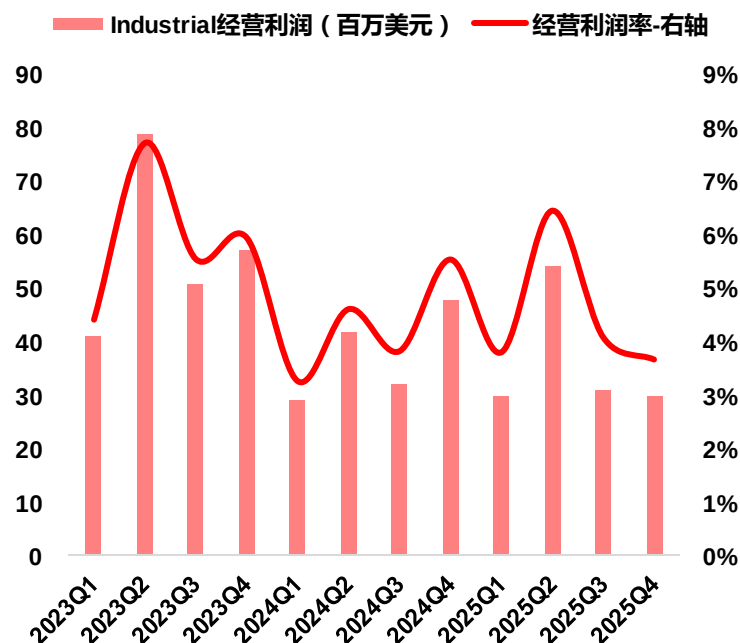
图：德事隆SV业务收入及变化



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



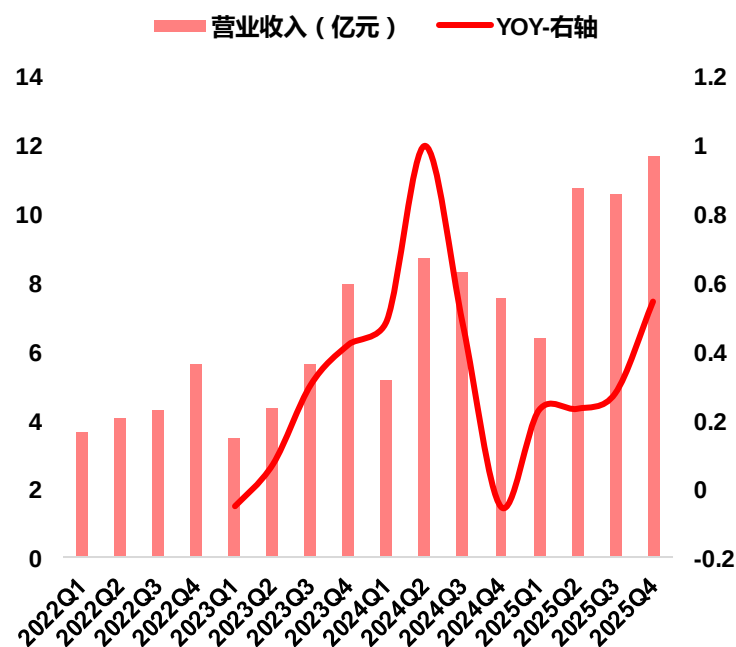
PART 3

中国企业：全球化新征程，涛涛/林海持续增长

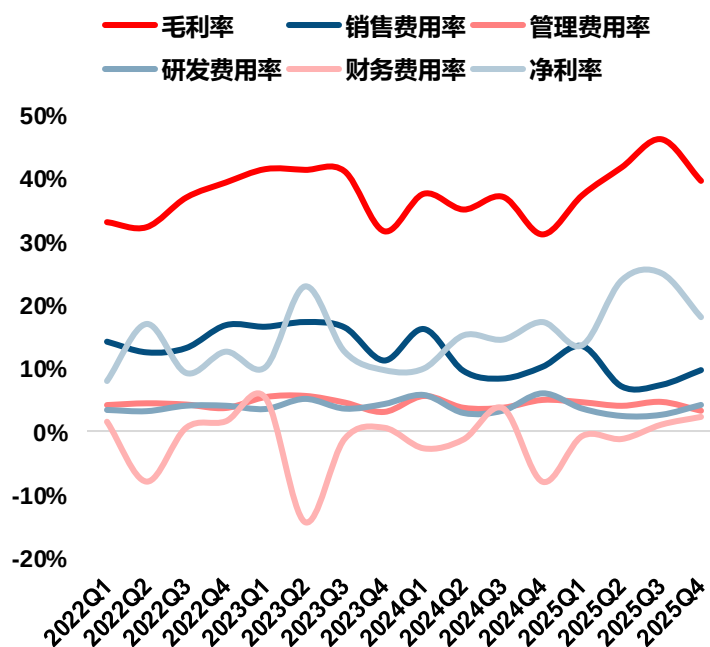
涛涛：出货维持高增，收入规模创新高

➤ **高尔夫球车出货维持高增，收入利润持续增长。**收入端，2025Q4同比+54%至11.69亿元，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，2025Q4销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1/-2/-2/+10pct，期间费用率同比+6pct至19%。利润端，2025Q4毛利率同比+8pct至40%、净利率同比+1pct至18%，归母净利润同比+61%至2.10亿元。

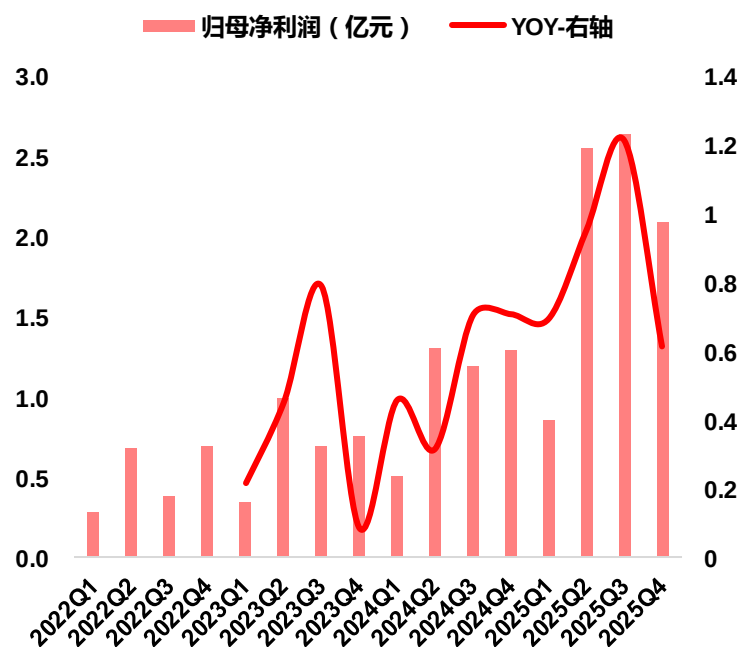
图：涛涛营业收入及变化



图：涛涛费用率及利润率变化



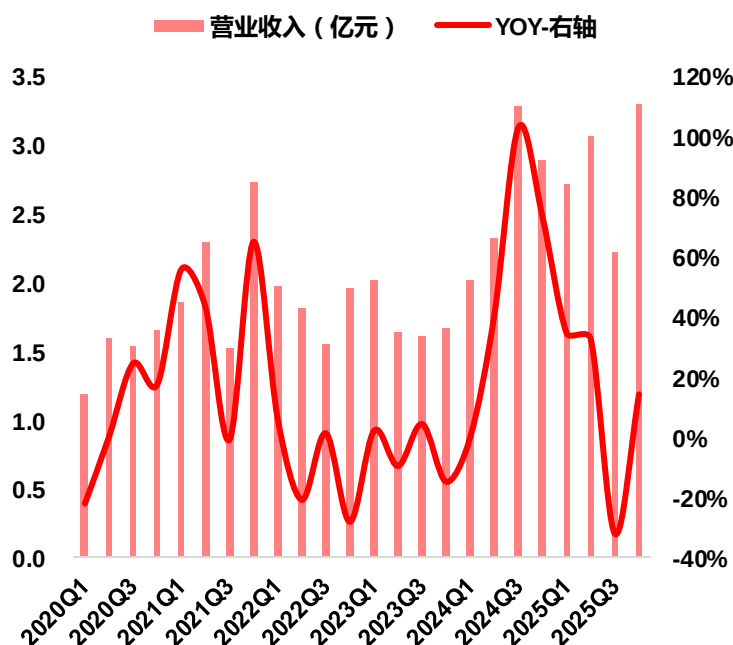
图：涛涛归母净利润及变化



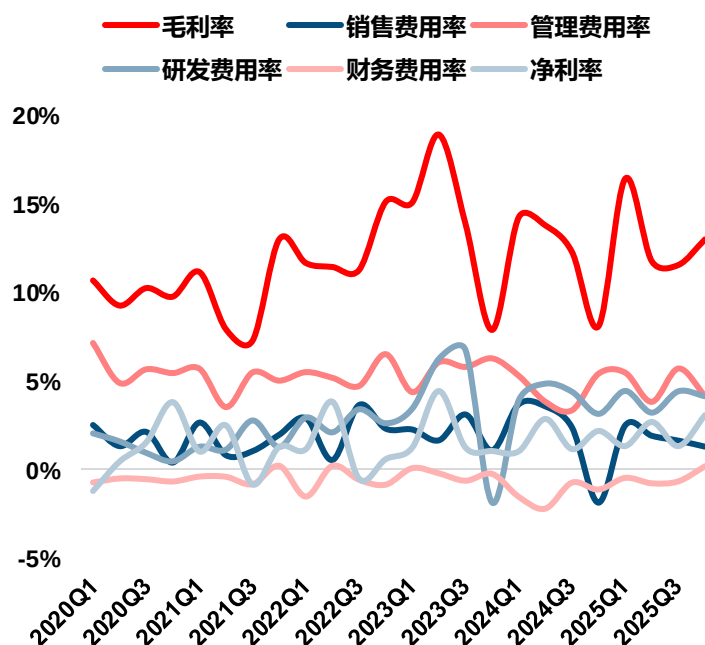
林海：特种车出货增长，收入利润同比增加

➤ **机械+特种车增长，利润率提升。**收入端，2025Q4同比+14%至3.30亿元，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，2025Q4销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3/-1/+1/+1pct，期间费用率同比+4pct至10%。利润端，2025Q4毛利率同比+5pct至13%、净利率同比+1pct至3%，归母净利润同比+62%至0.10亿元。

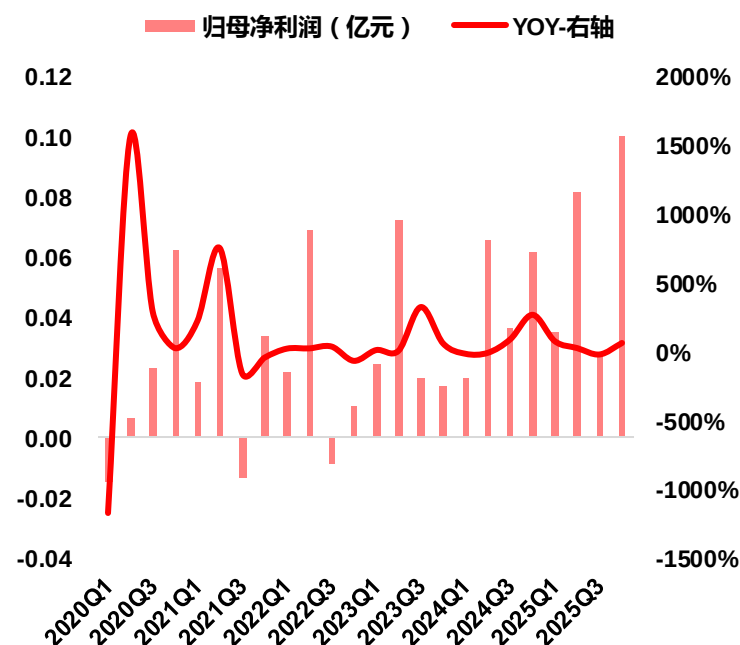
图：林海营业收入及变化



图：林海费用率及利润率变化



图：林海归母净利润及变化





PART 4

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：日系指引积极，新兴市场贡献增长

➤ **日系品牌指引积极，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，日本企业预测全年量额将继续增长，其中，本田、铃木、川崎预期2025财年在新兴市场实现增长，雅马哈预期2026年在新兴市场和成熟市场均实现增长，并且铃木上调了亚洲和其他新兴市场的指引。

表：本田维持2025财年增长指引

单位：万辆	2023A	2024A	2025E
日本	24.1	22.4	21
YOY	-2%	-7%	-6%
北美	49.8	54.8	54.5
YOY	8%	10%	-1%
欧洲	44	47.5	41.5
YOY	27%	8%	-13%
亚洲	941.6	1059.1	1091
YOY	-1%	12%	3%
其他地区	162.4	184.7	217
YOY	2%	14%	17%
全球	1221.9	1368.5	1425
YOY	0%	12%	4%

表：雅马哈指引2026年继续增长

单位：万辆	2024A	2025A	2025E
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：铃木上调2025财年增长指引

单位：万辆	2023A	2024A	2025E
日本	3.9	3.5	2.6
YOY	-15%	-10%	-26%
欧洲	3.9	4.0	3.1
YOY	26%	3%	-23%
北美	3.0	3.0	2.9
YOY	-6%	0%	-3%
亚洲	159.3	169.5	180.7
YOY	4%	6%	7%
其他地区	21.1	26.4	33.3
YOY	-5%	25%	26%
全球	191.2	206.4	222.7
YOY	3%	8%	26%

表：川崎维持2025财年增长指引

单位：万辆	2023A	2024A	2025E
成熟市场	21.1	23.4	23.5
YOY	-11%	11%	0.4%
新兴市场	23.3	24.6	29.0
YOY	-27%	6%	18%
全球	44.4	48.0	52.5
YOY	-20%	8%	9%

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年预期可能持平，印第安预计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年指引持平左右

单位：百万美元	2024A	2025A	2026E（25Q4）
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，预计2026Q1末完成拆分

单位：十亿美元	2023A	2024A	2025A	2026E（25Q4）
On-Road业务收入	1.2	0.99	0.9	Q1末完成拆分
YOY	2%	-17%	-6%	

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年收入利润指引增长。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，北极星和庞巴迪等美国品牌2025年销售已经企稳，并且2026年指引收入和利润增长，增速和利润率提升，头部品牌的份额可能保持稳定。

表：北极星连续两年下滑后，2026年指引收入利润增长

单位： 十亿美元	2023A	2024A	2025A	2026E (2025Q4)
总收入	8.9	7.2	7.2	7.2 to 7.4
YOY	↑ 4%	↓ 20%	↓ 0.3%	↑ 1% to ↑ 3%
EBITDA	1.0	0.6	0.4	0.47 to 0.51
YOY	↓ 5%	↓ 38%	↓ 35%	↑ 14% to ↑ 24%
EBITDA利润率	11.4%	8.9%	5.7%	6.5% to 6.9%
EBITDA利润率YOY	↓ 110 bps	↓ 257 bps	↓ 312 bps	↑ 80 to 120 bps

表：庞巴迪2025年实现增长后，2026年指引收入利润继续增长

单位： 百万加元	2023A	2024A	2025A	2026E (25Q4)
Year-Round Products	5339.4	4307.2	4802.4	5175-5325
YOY	11%	-19%	11%	UP 8% TO 10%
Seasonal Products	3410.7	2370.4	2291.5	2375-2450
YOY	-1%	-31%	-3%	UP 4% TO 7%
PAC & OEM Engines	1184.6	1225.3	1348.8	1350-1400
YOY	-7%	3%	10%	FLAT TO UP 4%
Powersports业务收入	9934.7	7902.9	8442.7	8900-9150
YOY	4%	-20%	7%	UP 5% TO 8%
EBITDA	1699.6	1057.8	1103.4	1175-1275
YOY	0%	-38%	4%	UP 6% TO 16%
EBITDA利润率	16%	13%	13%	12.8%-14.3%

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年高尔夫球车业务收入大幅下滑，2026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：雅马哈指引2026年全地形车下滑

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：川崎维持2025财年量额增长指引

单位： 十亿日元； 万辆； 日元	2023A	2024A	2025E
全地形车 收入	180.6	169.0	210.0
YOY	13%	-6%	24%
全地形车 销量	8.8	7.0	8.5
YOY	1%	-20%	21%
全地形车 单价	2052273	2414286	2470588
YOY	11%	18%	2%

表：雅马哈指引2026年高尔夫球车增长

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%	-	-

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6.9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。

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，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。

胡天凯： 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

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