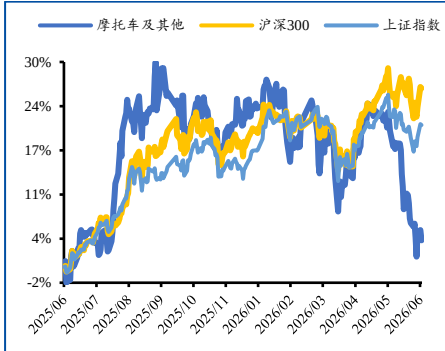


投资评级:看好 (维持)

最近 12 月市场表现



分析师 吴晓飞
 SAC 证书编号: S0160525090003
 wuxf01@ctsec.com

分析师 赵品钧
 SAC 证书编号: S0160526010001
 zhaopj@ctsec.com

相关报告

- 《中大排量车型景气依旧，国内市场稳步向好》 2025-08-19
- 《外销增、内销减，上半年收官维持增长》 2025-07-22

核心观点

- ❖ **行业技术消费驱动，市场进入增长与分化：**行业依靠技术驱动和消费驱动，2022 年以来迎来结构性增长，原因是出口持续增长、大排量摩托车市场景气及全地形车方向的突破；行业市场集中度较高，燃油摩托车市场由大长江主导，其中大排量市场由春风、隆鑫、钱江主导；全地形车市场春风为绝对龙头，其高端化路线带领行业进入量价齐升状态，出口表现向上；随着当前市场进入分化阶段，大排量摩托车 400-500cc 排量段出现异常萎缩信号但龙头企业仍旧维持强势表现，龙头企业和二三线品牌的差距将进一步扩大。
- ❖ **行业龙头产品力强势，品牌力向上，渠道布局需重视：**行业龙头相比二三线品牌有技术、工艺和政策壁垒，相比国际一线品牌产品力，自主品牌具备顶尖动力平台与技术积累、主打配置拉满的差异化策略以及极致低价，产品优势体现在质价比上；在产品力存在优势的前提下，自主品牌在 Moto GP、WSBK 等著名赛事成绩向上叠加产品销量向上，引导品牌力势能向上。因此，自主品牌的主要任务是保证用户感知触达，即渠道建设，特别是渠道质量与渠道韧性上，以及相应地全球化生产布局上。
- ❖ **自主品牌出海前景广阔：**欧洲大排量摩托车市场含金量高，自主品牌具备产品力优势，且品牌力跟随赛事成绩提升与销量持续景气共同增长，经营路线正确，稳健扩张即可；拉美市场系我国摩托车出口基本盘，大排量存在需求，自主品牌凭借子品牌下探、大小排量覆盖等方式打开市场，未来增长空间大；全地形车业务出海则聚焦美国与欧洲，目前自主品牌切换高端化路线，产品逻辑与大排量摩托车相似，两类产品增长逻辑通顺，空间广阔。
- ❖ **投资建议：**摩托车行业在技术消费双驱动下进入增长分化期，龙头企业凭借技术壁垒和极致性价比的产品力持续扩大优势，未来关键在于渠道建设和全球化生产布局，而出海欧洲、拉美及全地形车业务前景广阔，建议关注春风动力与隆鑫通用。
- ❖ **风险提示：**地缘政治风险、产品产销量不及预期、运费与汇率波动风险。

重点公司投资评级：

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
603129	春风动力	342.74	223.31	10.99	12.32	15.68	20.32	18.13	14.24	-
603766	隆鑫通用	258.34	12.58	0.80	0.94	1.14	15.73	13.41	11.07	-
301345	涛涛车业	235.55	216.00	7.50	7.06	9.49	28.80	30.59	22.76	-

数据来源: iFinD, 财通证券研究所

重点公司盈利预测均来自 iFinD 一致预期，收盘价为 2026 年 6 月 15 日数据

目录

1 行业总览：行业产品形态繁杂，细分产品类别的区隔明显.....	7
1.1 燃油摩托车：实用与玩乐属性的对撞，小排量通路车属性，大排量玩乐属性突出.....	7
1.1.1 摩托车基础分类和产品形态：从实用与玩乐属性出发，可分为轻便、街车、仿赛等六大品种.....	7
1.1.2 早期摩托车演化回顾：最早期便已出现玩乐和实用两种属性，二战后大小排量出现分化.....	9
1.1.3 目前的中小排量通路车和大排量玩乐车：小排量入门且竞争复杂，大排量玩乐进阶.....	11
1.2 全地形车：玩乐取向车型，越野属性突出.....	12
1.3 电动两轮车：燃油车替代品，通勤娱乐产品兼有.....	14
2 行业历史和现状：高价值产品出海带动行业势能向上.....	16
2.1 行业历史：回顾本田早期发展，技术驱动带动产品力提升，多年经营形成品牌力.....	16
2.2 2022 年以来国内行业复盘：多因素驱动，行业迎来结构性增长.....	18
2.2.1 内销持续向下，出口持续增长.....	19
2.2.2 小排量维持基本盘，电动摩托车势能向下.....	19
2.2.3 大排量摩托车持续渗透，带动行业增长.....	20
2.2.4 全地形车市场实现突破，成为第二增长曲线.....	21
2.3 摩托车市场结构分析：燃油摩托车主导，市场集中度逐步提高.....	21
2.3.1 市场竞争格局：市场集中度较高，小排量与大排量赛道龙头不同.....	21
2.3.2 大排量出海区域分布：欧洲是重点，拉美地区或有惊喜.....	23
2.3.3 大排量结构信号：出现异常信号，市场进入分化.....	25
2.4 全地形车市场分析：出口主导，寡头垄断，自主品牌向上.....	27
3 两轮车行业底层逻辑：产品力先行，品牌力向上，渠道布局需重视.....	28
3.1 从性能参数看产品力：准入门槛高，自主龙头品牌竞争力上升.....	29
3.1.1 国内大排量摩托车准入门槛：多重壁垒考验，技术壁垒极高.....	29
3.1.2 自主品牌的产品力：技术性能逼近国际一线，质价比策略突出优势.....	30
3.1.3 自主品牌大排量产品力提升的来源：上游供应链成长，进步势头汹涌.....	32
3.1.4 全地形车逻辑类似，自主龙头拥有质价比优势.....	33
3.2 从情绪价值看产品力：精细化打造，提供情绪价值.....	35
3.3 品牌力：赛事成绩与销量表现助力快速提升.....	36
3.4 渠道力：质量提升，韧性加强，产能布局抗风险.....	37
4 两轮车行业展望：出海前景广阔，看好龙头车企持续有盈利的 α 增长.....	39
4.1 多重因素压制，国内大排量或已触及天花板.....	39
4.1.1 从排量结构看，大排量渗透率或已难突破.....	39

4.1.2 消费角度分析，玩乐需求受到文化、政策、消费三重持续压制.....	40
4.1.3 现象根源：仿赛车型的超跑陷阱裹挟消费者、厂商与社会认同.....	41
4.2 海外竞争格局商业模式远胜国内，出海是必然趋势.....	42
4.2.1 欧洲市场作为出海起点，经营路线正确，稳健扩张即可.....	42
4.2.2 拉美市场担任出海基本盘，策略逻辑闭环，增长未来可期.....	43
4.3 全地形车和摩托车技术类似，海外需求高，出海是必然趋势.....	45
4.4 总结：看好两轮车龙头企业持续有盈利的阿尔法增长.....	45
5 重点标的.....	46
5.1 春风动力：多赛道龙头，强产品周期，成长性无忧.....	46
5.2 隆鑫通用：聚焦大排量玩乐车领域，质价比领先助力全球化.....	47
6 风险提示.....	48

图表目录

图 1：巡航/太子车代表：本田 Gold Wing GL1800.....	9
图 2：复古车代表：本田 CB650R.....	9
图 3：20 世纪前叶的军用摩托车	10
图 4：曼岛 TT(The Isle of Man TT)赛事	10
图 5：本田 1958 年推出的 Super Cub C100.....	10
图 6：本田摩托车历年来的标志性车型与技术突破	10
图 7：2024 年的“春风日”活动	12
图 8：2026 年张雪机车在 WSBK 葡萄牙站夺冠	12
图 9：全地形车具有实用价值	14
图 10：全地形车具有玩乐价值	14
图 11：电动摩托车具有改装价值.....	16
图 12：电动摩托车与其他文化的交互	16
图 13：1958-1986 年 Super Cub 年生产量（万辆）	17
图 14：1963 年本田摩托车已成为美国摩托车市场龙头	17
图 15：Super Cub C100 于 1963 年 5 月在欧洲开始生产	18
图 16：Dream CB750F 是当时世界顶级量产摩托车之一.....	18
图 17：我国摩托车分年度批售数量（万辆）	19
图 18：我国燃油摩托车分年度销量（万辆）	19
图 19：小排量摩托车（≤150cc）分年度销量（万辆）	19

图 20: 2022 年以来电动摩托车势能向下	19
图 21: 大排量摩托车 (>250cc) 分年度批售数量.....	20
图 22: 大排量摩托车 (>250cc) 分年度销量 (万辆)	20
图 23: 大排量摩托车 (>250cc) 分月度渗透率.....	20
图 24: 2019-2025 年全球全地形车分车型销量 (万辆)	21
图 25: 我国全地形车分年度出口量与单车 ASP.....	21
图 26: 我国摩托车 2025 年批发销量及占比 (万辆)	22
图 27: 我国主要燃油摩托车企业 2025 年销量及占比 (万辆)	22
图 28: 2023 年以来燃油摩托车 CR10 变化情况.....	22
图 29: 隆鑫 2025 年销量向下但营收向上	22
图 30: 大排量摩托车分车企年销量 (万辆)	23
图 31: 大排量摩托车分车企月度市占率	23
图 32: 国产摩托车在欧洲地区年销量	23
图 33: 国产摩托车在北美地区年销量	23
图 34: 国产摩托车在拉美地区年销量	24
图 35: 国产摩托车在东南亚地区年销量	24
图 36: 国产摩托车在非洲地区年销量	25
图 37: 大排量摩托车分排量年销量 (万辆)	26
图 38: 2025 年摩托车部分排量段月度同比增速	26
图 39: 2025 年国内大排量摩托车部分销量前 10 车型	27
图 40: 2019-2025 年全球全地形车分地区销量 (万辆)	28
图 41: 国产全地形车分区域 2025 年出口量及占比 (万辆)	28
图 42: 2014-2025 年春风动力的全地形车出口额在国内同类产品占比	28
图 43: 2025 年全球全地形车部分主要企业相关业务营收情况 (亿美元)	28
图 44: 春风动力 450cc 直列双缸水冷发动机.....	29
图 45: 张雪机车的 820cc 直列三缸发动机.....	29
图 46: 重庆隆鑫机车有限公司智能工厂	29
图 47: 春风动力的“未来工厂”组装线	29
图 48: 春风 1000MT-X 搭载触屏 8 英寸竖屏 TFT 仪表	31
图 49: 无极 DS900X 标配 Brembo 前后碟刹.....	31
图 50: 征和工业是张雪机车的官方技术合作伙伴	32
图 51: 征和工业是本田 HRC 车队的官方赞助商.....	32
图 52: 青岛征和工业公司发展历程	33

图 53: 全地形车中 UTV 尤其强调装载能力	33
图 54: UTV 的悬挂行程相比摩托车明显更长	33
图 55: 春风 450CL-C 外观颇具复古风格	35
图 56: 春风 450SR 的发动机外观风格相对而言过于现代	35
图 57: 2024 赛季 Moto GP 在欧洲超 300 万人次观赛	36
图 58: 春风动力 2024 年在 Moto3 组别实现三冠伟业	36
图 59: 春风动力的服务理念	37
图 60: 春风动力的掌上服务平台 CFMOTO APP	37
图 61: 2019 年 11 月无极开启全球战略, 晚于春风	38
图 62: 2020 年以来无极在国内外销售网点数量 (个)	38
图 63: 2025 年春风动力与隆鑫通用的出口月销量 (辆)	38
图 64: 2024 年 11 月 KTM 陷入破产危机	38
图 65: 2025 年起大排量分排量月度内销量 (辆)	40
图 66: 2025 年起 250-400cc 排量段月度表现	40
图 67: “鬼火少年”正在飙车、炫技	41
图 68: 摩托车事故现场	41
图 69: 杜卡迪仿赛 Panigale V4S 的动力实测曲线	42
图 70: 2026 年 1 月摩托车人气榜中前四名出现三款仿赛	42
图 71: 无极出口结构于 2025 年大幅改善	43
图 72: 2026 年春风在 Moto2 赛事连续七站登上领奖台	43
图 73: 2018 年 Italika Vort x300 即为隆鑫产品海外版本	44
图 74: 春风摩托推出子品牌 CFLite, 发布三款新车	44
图 75: 春风动力 2025 年在各地区的毛利率	45
图 76: 北极星公司在国内的野奢之旅活动	45
图 77: 春风 2025 年包揽大排量玩乐车单品销量前两名	46
图 78: KTM 450RC 基于春风平台开发	46
图 79: GOES 品牌是公司下沉市场覆盖子品牌	47
图 80: 2024 年以来极核品牌月销量	47
图 81: 2024 年宝马与隆鑫新发动机项目签约仪式	48
图 82: DS900 X 是 2025 年西班牙摩托车单品销量冠军	48
表 1: 伴随排量的增加, 摩托车的玩乐属性也在逐渐增强	7
表 2: 摩托车细分种类一览	8

表 3: 全球主要燃油摩托车厂商一览	11
表 4: 全地形车按结构分类一览	13
表 5: 全地形车部分主流车企一览	14
表 6: 电动两轮车分类一览	15
表 7: 1959 年本田 Super Cub C100 与主要竞品对比	17
表 8: 本田摩托车在东南亚生产基地一览	25
表 9: 自主品牌 Adv (拉力)摩托车与竞品对比一览	30
表 10: 春风 800MT-X 与 KTM 竞品的调校差距.....	31
表 11: 春风旗舰 UTV 与竞品对比一览	34
表 12: 春风旗舰 SSV 与竞品对比一览	34
表 13: 春风的两款 450 平台产品参数对比	35
表 14: 国内部分主要城市当前限摩政策一览	40
表 15: 本田摩托车在拉美地区的生产基地一览	44

1 行业总览：行业产品形态繁杂，细分产品类别的区隔明显

两轮车行业涵盖范围广泛。通常来说，行业内企业的生产范围包括摩托车、四轮全地形车、电动自行车等各类市售非机动车辆。但实际上，受消费需求的多样性影响，各类两轮车之间在产品形态、功能属性、消费人群和市场容量等多个方面又有着明显的区别；由此根据产品功能和属性的不同，又衍生出大量细分产品类别，具体来看：

1.1 燃油摩托车：实用与玩乐属性的对撞，小排量通路车属性，大排量玩乐属性突出

1.1.1 摩托车基础分类和产品形态：从实用与玩乐属性出发，可分为轻便、街车、仿赛等六大品种

摩托车是复杂的消费品，分类方式多样，如今的摩托车市场通常按照排量进行划分，但划分口径多样且标准不一，根据摩托车商会的划分数据，可以将其划分为小排量（≤150cc）、中排量（150–250cc）与玩乐型大排量（>250cc）三种；而也有说法将 250-500cc 称为中排量、500cc 以上称为大排量，其中 1000cc 以上称为公升级。本文将采用摩托车商会口径，即小排量（≤150cc）、中排量（150–250cc）与玩乐型大排量（>250cc）。

但不管如何划分，最终摩托车的使用属性只有两种：即中小排量通路车和大排量玩乐车，伴随排量的上升，其玩乐属性也就逐渐增强。

表1: 伴随排量的增加，摩托车的玩乐属性也在逐渐增强

类别	小排量通路车	大排量玩乐车
排量	150cc 及以下	250cc 及以上
	城市通勤、短途旅行	摩旅、赛道、越野等
使用场景		
代表厂商	大长江、隆鑫、宗申、大冶	春风、隆鑫、钱江

数据来源：摩托车商会，摩托范，搜狐网，财通证券研究所

不过受消费者需求多样性的影响，摩托车产品形态也比较繁杂，具体可以细分为六种不同形态，包括街车、仿赛/跑车、拉力/ADV、巡航、复古、踏板等。综合来看，街车是市场最为大众类别的产品，覆盖范围最广，兼具城区通勤和玩乐属性，竞争也会最为激烈；踏板车则集中于城市通勤场景；其他类别则更多用于玩乐，如长途旅行、街道竞速、休闲收藏等，也基本集中于大排量车型。

1、街车用于日常通勤、周末跑山、短途摩旅、街道玩乐、新手进阶等场景；作为最具摩托车本质的车型，我们认为其相当于乘用车里的轿车：

其核心特点是：无整流罩或仅有小部分整流罩，发动机与车架裸露，骑行坐姿直立，操控灵活，低转响应快；其主要优点有：1) 坐姿自然舒适，腰颈手腕负担小，适合长时间骑行；2) 车身轻盈灵活，操控较为方便，城市穿梭和山路弯道表现均

衡；3) 发动机散热好，维修保养便捷，故障率低；而其缺点同样来自其中庸属性，在性能、通过性和社交价值层面均无法达到极致。

国内车企中，春风的 NK 系列、隆鑫的 R 系列与钱江的追系列即为街车车型。

2、仿赛/跑车主要用于激情驾驶和赛道体验；是速度与激情的代名词，主打性能与操纵，我们认为其相当于乘用车里的跑车。

该类车型主要用于赛道体验、山路攻弯、短途激情驾驶、展示收藏、赛道日活动，核心特点是：全覆盖式整流罩，低趴战斗坐姿，高转速发动机调校，极致的空气动力学设计，操控乐趣高；其优点十分突出：1) 加速迅猛，极速最高，动力性能在所有摩托车类型中最强；2) 外观帅气动感，声浪高亢嘹亮，辨识度与回头率极高，社交属性强；但其缺点同样明显：1) 战斗坐姿导致腰、手腕、颈部负担极大，不适合长时间骑行；2) 对驾驶技术要求极高，新手易出事故。

国内车企中，春风的 SR 系列、隆鑫的 RR 系列与钱江的赛系列即为仿赛车型。

表2: 摩托车细分种类一览

类别	街车	仿赛/跑车	拉力/ADV/越野
代表产品	春风 450NK/无极 525R	春风 675SR-R/无极 RR500S	春风 800MT-ES/无极 DS525X
场景	城市通勤、街道游走	跑山、赛道日、社交展示	长途摩旅、非铺装穿越
特点	直立骑行三角，中段加速灵活，外观战斗	低趴坐姿，高转动力，空气动力学包围	高离地间隙，长悬挂行程，大风挡护杠三箱
类别	巡航/太子	复古	踏板
代表产品	春风 450CL-C/无极 CU625	无极 300AC	春风 150SC/无极 SR4 Max Pro
场景	长途骑行和铺装公路驾驶	休闲兜风，展示收藏	城市代步、近郊出游
特点	低座高、宽把手、长轴距、前置脚踏，强调低扭与声浪	外观线条圆润古典	无级变速，储物空间，防风挡雨，易上手

数据来源：各公司官网，财通证券研究所

3、拉力/ADV 作为全能车型，主要用于长途摩旅、穿越探险、非铺装路面骑行，具备一定的非铺装路面驾驶能力，我们认为其相当于乘用车里的 SUV 或越野车。

其核心特点是：高离地间隙、长行程悬挂、坚固车架、大容量油箱，兼顾公路行驶与非铺装越野能力；其优点有：1) 全地形通行能力，能应对公路、砂石路、烂路等各种复杂路况；2) 长途续航能力强，装载能力出色，可加装三箱携带大量行李；3) 坐姿直立舒适，视野开阔，适合长时间骑行；4) 可靠性高，结构坚固耐用；其缺点则来自于较大的车重与车身大小，低速操控和原地挪车困难。

国内车企中，春风的 MT 系列、隆鑫的 DS 系列与钱江的骜系列即为拉力车车型。

4、巡航车主要用于长途骑行和铺装公路驾驶，是美式摩托车文化的代表。巡航车具有低座高、宽把手、长轴距、前置脚踏的特点，兼顾公路舒适性的同时也拥有一定运动性，其与街车的一大区别在于坐姿，呈现自然挺拔的特点，久坐不累。

巡航车发动机注重低扭输出，其优点有：1) 坐姿极度舒适，腿部空间宽敞；2) 低扭强劲，起步加速有力，无需频繁换挡；3) 外观大气沉稳，声浪浑厚低沉，自

带氛围感和仪式感；但其缺点同样突出：1) 车身笨重，转向笨拙，城市灵活性差；2) 离地间隙低，通过性差；3) 油耗普遍偏高；4) 弯道性能弱，不适合激烈驾驶；5) 散热不佳，夏天骑行腿部温度高。

国内车企中，春风的 CL 系列、隆鑫的 CU 系列与钱江的闪系列即为巡航车车型。

图1: 巡航/太子车代表：本田 Gold Wing GL1800



数据来源：摩托范，财通证券研究所

图2: 复古车代表：本田 CB650R



数据来源：摩托范，财通证券研究所

5、复古车主要用于休闲兜风和展示收藏，主要区别在于外观，其外观致敬上世纪 60-80 年代经典摩托车设计，尤其圆灯圆表设计，外观线条圆润古典，注重情怀和文化内涵，将现代技术与经典美学结合，其优点在于经典耐看的外观设计和舒适自然的骑行坐姿，性能普遍不如同排量现代车型，同等价格下配置较低，因而主要用于休闲兜风和展示收藏。

国内车企中，隆鑫的 AC 系列与钱江的逸系列即为复古车车型。

6、踏板车适配于日常通勤、短途代步和城市出行。是摩托车家族中最普及、最实用的分支，以无级变速、操作简单、坐姿舒适、储物空间大为核心特点，是全球城市通勤的首选交通工具之一。与跨骑车相比，踏板车采用“脚踏板+封闭式车身”设计，骑行时双脚可以放在平坦的踏板上，无需频繁换挡，大大降低了驾驶门槛，同时油耗极低，维护保养便宜，座桶装载性好，综合实用性极强；其缺点有：1) 动力较弱，高速稳定性差；2) 减震行程短，轮胎小，通过性较差。

国内车企中，春风的 SC 系列、隆鑫的 SR 系列与钱江的鸿系列即为踏板车型。

1.1.2 早期摩托车演化回顾：最早期便已出现玩乐和实用两种属性，二战后大小排量出现分化

可以看到，摩托车的不同形态也和玩乐以及通勤两种基本需求高度相关的，回顾摩托车的发展历史，事实上从摩托车量产之初，便已经开始出现玩乐和实用两种属性的碰撞：

摩托车在 1885 年由德国人戴姆勒发明，随后经历了漫长技术进步阶段，并在 1903 年由巨头美国哈雷公司正式量产、上市销售；至 20 世纪 30 年代，伴随鼓刹、后悬挂避震等相关技术的成熟，摩托车才进入成熟阶段；1936 年，美国哈雷公司正式生产了一款新摩托车，该车采用 1000mL、OHV、27.93kW 的 V 型双缸发动机，最高时速达 150km/h，这标志摩托车生产已经进入高水平阶段。

早期摩托车在军事上用途广泛，用于替代马匹进行中长距离的单人穿梭，而军事恰恰要求的是极致的实用性以应对战场突发情况；同时，彼时摩托车也会部分的应用于民间交通。同时摩托车在商业化之后就已经开始了赛道竞速，1907 年，曼岛 TT 大赛在英国正式举办，在高性能摩托车于 20 世纪 30 年代出现后，摩托车

在赛事上也趋于广泛。由此，摩托车在二战前便已广泛应用于交通、竞赛以及军事方面，此时便已出现玩乐和实用两种属性的碰撞。

图3: 20 世纪前叶的军用摩托车



数据来源：搜狐汽车，财通证券研究所

图4: 曼岛 TT(The Isle of Man TT)赛事



数据来源：汽车之家，财通证券研究所

但由于发动机技术落后，早期摩托车需要通过堆积排量的方式来保障通过性，市场普遍为大排量产品，入手门槛高、油耗高，因此对大排量玩乐与小排量通路的区分并不明晰。二战后全球经济进入恢复期，摩托车民用化进程加速，市场仍以大排量为主导，如美国市场主力品牌即为本土的哈雷和英国的凯旋；但原有的大排量高持有门槛已不适配更广大消费者的需求。

1958 年，本田推出 Super Cub C100，该车搭载四冲程 OHV 发动机（早年小排量多使用两冲程发动机，燃烧效率低、动力差），以其可靠耐用、操作简便的特点，迅速风靡全球，成为摩托车史上最具标志性的车型之一，并开启日系小排量车型崛起的时代。后续本田在通勤小排量车型上持续优化，推出了可以搭载两人的 CA100；1966 年推出的 C50 则迎来动力系统的重大升级，首次搭载 OHC 顶置凸轮轴发动机，在保持低油耗的同时显著提升中低速扭力输出，让城市通勤更加从容顺畅。

图5: 本田 1958 年推出的 Super Cub C100



数据来源：本田公司官网，财通证券研究所

图6: 本田摩托车历年来的标志性车型与技术突破



数据来源：superbike news，财通证券研究所

由此市场需求开始逐渐分化，小排量逐渐占据摩托车的实用属性，而大排量则开始逐渐占据摩托车的玩乐属性，并最终形成中小排量通路车和大排量玩乐车两大类，其中，小排量通路车强调实用属性，主要用于城市通勤和短途旅行；大排

量玩乐车强调玩乐属性，其玩乐方式呈多样化形式发展，包括摩旅、赛道、越野等；中间区间的燃油摩托车则兼具通勤与入门玩乐属性。

到如今，经过激烈的演化和淘汰，全球现存主要的燃油摩托车厂商有：日本的本田、雅马哈、川崎重工、铃木等，也被并称为日系四大厂商；印度的英雄、TVS、Bajaj、TVS 等；美国的哈雷戴维森等；欧洲的宝马、杜卡迪、凯旋等；以及中国的大长江、隆鑫、春风、钱江等。

表3: 全球主要燃油摩托车厂商一览

国家	车企	全球 / 国内地位
日本	本田	全球最大摩托车制造商，2025 年销量超 2000 万辆
	雅马哈	全球第三大摩托车制造商
	川崎	以高性能和机械暴力美学闻名
	铃木	全球第七大摩托车制造商
印度	英雄摩托	印度最大摩托车制造商，全球销量第二
	Bajaj Auto	全球第六大摩托车制造商
	TVS Motor	全球第四大摩托车制造商
美国	哈雷戴维森	美式巡航车代名词，摩托车文化象征
德国	宝马摩托车	全球高端摩托车领导者
意大利	杜卡迪	意大利性能摩托车代表，奥迪集团旗下
英国	凯旋	英国百年摩托车品牌
中国	大长江集团	中国燃油摩托车销量第一，质量口碑最好
	春风动力	中国大排量玩乐摩托车领导者，出口表现优异
	隆鑫通用	中国燃油摩托车销量与大排量玩乐摩托车销量均为第二
	钱江摩托	中国大排量玩乐摩托车销量第三，吉利集团旗下

数据来源：Motorcycles Data，摩托范，懂车帝，Paddock GP，太平洋汽车，搜狐汽车，摩托车商会，财通证券研究所

1.1.3 目前的中小排量通路车和大排量玩乐车：小排量入门且竞争复杂，大排量玩乐进阶

如前文所述，从属性的分析来看，如今的市场可以分为中小排量通路车和大排量玩乐车两大类，以及街车、仿赛/跑车、拉力/ADV、巡航、复古、踏板等六种不同的产品形态，具体的说：

1、小排量摩托车：入门之选，以街车和踏板车为绝对主导

小排量摩托车通常指排量 150cc 及以下的燃油摩托车，是摩托车工业中最基础、最简单、最普及的品类，主要用于城市通勤代步；操纵简便灵活，也是新手入门的一般款型。

经过长时间的发展，我们认为小排量摩托车目前已形成四大特性，包括：1) 经济性：购置成本与油耗均较低；2) 维护极简：单缸机结构简单，路边店即可保养，配件通用性极强；3) 通过性：车身窄重量轻，能钻缝、能走烂路、停车方便；4) 使用门槛低：操纵简单，车身轻，倒车能扶起，新手容错率高。但是小排量摩托车由于排量低、设计单薄，也有动力受限、极速低、安全性相对不足的缺点，因此也决定了小排量车型入门和通勤的基本事实。

由此，小排量摩托车由于基本适用于城区短途通勤场景，因此其中以街车和踏板车为绝对主导。

国内生产小排量摩托车的厂家众多，比较有代表性的是大长江、隆鑫、宗申、广东大冶、广州豪进、重庆银翔、洛阳北方、江门市珠峰等。海外则以日系（本田、雅马哈、铃木等）和印度车企为绝对主导，并集中分布于印度、东南亚、拉美等发展中国家市场。

2、大排量摩托车：进阶之选，主打情绪价值、悦己和玩乐属性

大排量摩托车相对于小排量摩托车，其核心在于玩乐属性的丰富。在排量增大的情形下，摩托车的入手门槛和操作难度提升，因此更多属于进阶之选。同时，伴随排量的增大，摩托车可应对的使用场景逐渐增多，玩法也趋于多样，并衍生了仿赛/跑车、拉力/ADV、巡航、复古、休旅等多种前文中提及的大排量产品形态，这些产品形态多并非处于通勤，而是适用于旅游、操纵等情景，因此称其为玩乐属性。

图7: 2024 年的“春风日”活动



数据来源：汽车之家，财通证券研究所

图8: 2026 年张雪机车在 WSBK 葡萄牙站夺冠



数据来源：汽车之家，财通证券研究所

具体而言我们认为，大排量摩托车玩乐属性体现在：1）情绪价值：大排量摩托车的驾驶乐趣和操控感相比其他交通工具更加出色，同时准入门槛远低于赛车，代表冒险与反叛精神，具备追求刺激、缓解压力的情绪价值；

2）社交属性：俱乐部、车友会是以车型/品牌/地域为纽带组建的固定社群，定期组织骑行/聚餐/技术交流，但其入会往往有排量门槛，大排量是社群的“入场券”；短途出行与长途摩旅过程中，骑手之间天然会交流、拍照、分享路线以及组队保障安全，这些行为本身就是社交过程；摩托车的改装文化和赛道文化衍生出改装店、工作室、赛道体验日、驾驶培训等高质量社交场景，各种方式可以帮助大排量车主在功能性需求的催化下形成身份认同圈层，获得社交情绪价值；

3）赛事文化：MotoGP、WSBK 等赛事提供了安全合法的极限场景，车主通过观看比赛可以将自己对速度的渴望投射到车手身上，获得替代性满足；一系列赛事塑造了草根逆袭、带伤作战、最后绝杀等明确的英雄叙事，帮助车主代入得到共鸣，获得专业身份溢价的赛事文化沉浸感。

目前，国内的三家主要大排量车企为春风、隆鑫与钱江；海外大排量则牢牢为日系车占据，此外也会有欧美本地厂商参与市场竞争，主要市场在欧洲、北美等经济发达地区。

1.2 全地形车：玩乐取向车型，越野属性突出

全地形车是一种被设计于非高速公路行驶的，具有四个或以上低压轮胎，可在非铺装路面行驶的车辆。顾名思义，全地形车具备较强的越野能力：作为集实工具、休闲娱乐与体育运动功能于一体的特种车辆，其可适应沙滩、草地、山路、

丛林等多种复杂路况，具备较强的地形适应性与灵活性，应用场景十分广泛，主要涵盖户外作业（农业、畜牧业、林业、狩猎、园林、工业、建筑等）、运动休闲及短途代步等领域。

全地形车的分类方式多样，但行业中通常按照结构形式，将全地形车分为 ATV（All Terrain Vehicle，沙滩车）、UTV（Utility Vehicle，农夫车）和 SSV（Side by Side Vehicle，运动型 UTV）三种：

表4: 全地形车按结构分类一览

类别	ATV	UTV	SSV
俗称	四轮摩托车、沙滩车	农夫车、多功能车	并排座车、运动型 UTV
操控方式	摩托车式方向把手	汽车式方向盘+踏板	汽车式方向盘+踏板
驾驶室结构	完全开放式，无顶棚	半封闭驾驶室，标配防滚架	半封闭驾驶室，标配防滚架
座位布局	单人或前后双人座	2-6 人并排座	2-4 人并排座
后部结构	无专用货箱或小型固定货箱	有可翻转自卸式货斗	无自卸货斗，仅有小型固定储物箱
设计理念	灵活机动，单人使用	实用为主，兼顾工作与娱乐	极致越野性能，纯娱乐竞技

代表产品



春风 CFORCE 625 TOURING



春风 UFORCE 1000



春风 ZFORCE Z10

数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

1、ATV：手把式四轮越野车型，俗称“沙滩车”，一般没有顶棚和防滚架，小巧轻便，主打低门槛体验，适配城市周边营地、沙滩景区等平缓地形，客群瞄准新手玩家、亲子家庭和女性群体，满足轻度越野和休闲代步需求。

ATV 的优点有：1) 灵活度高：车身窄、重量轻，能通过狭窄林道和复杂地形；2) 结构简单，操控直接；3) 价格亲民，维护成本相对较低；4) 通过性强：离地间隙高，轮胎抓地力好，能应对极端路况；而缺点有：1) 安全性低：无防滚架和安全带，翻车风险高；2) 载运能力差：最多承载两人，基本无载货能力；3) 舒适性差：暴露在自然环境中，长时间驾驶易疲劳。

2、UTV：方向盘式四轮越野车型，俗称“农夫车”，一般有防滚架、安全带等防护设施，主打极致动力性能，客群聚焦资深越野玩家、专业赛事参与者，场景集中在专业越野营地、沙漠探险基地和赛事活动。

其优点有：1) 安全性高：标配防滚架、三点式安全带和防护框架；2) 载运能力强，可载 2-4 人，后部配置装载货物的货斗；3) 舒适性好：座椅宽大，悬挂调校偏舒适，适合长距离行驶；4) 可加装各种工具附件，适应多种工作场景；其缺点有：1) 车身较宽，灵活性不足，无法通过狭窄地形；2) 车身重量大，油耗较高，在松软地形容易陷车；3) 结构较为复杂，维修成本更高。

3、SSV：源于 UTV，UTV 兼顾载货，SSV 更加偏重户外探险能力，一般拥有更大的引擎排量、更先进的避震，主要应用于越野。

其优点有：1) 动力强劲，悬挂行程长，能应对极限越野；2) 操控性能好，重心低，高速稳定性好；3) 专为比赛玩乐设计，有完善的赛事体系；缺点有：1) 价格高昂，实用性差；2) 大排量发动机导致燃油经济性差，高性能部件磨损快，维修费用昂贵，使用成本高。

表5: 全地形车部分主流车企一览

企业	国家	优势
北极星 Polaris	美国	全球市场龙头
庞巴迪 BRP (Can-Am)	加拿大	走豪华越野、改装文化路线，玩乐场景优势突出
雅马哈 Yamaha	日本	可靠性高
本田 Honda	日本	可靠性高
春风动力 CFMOTO	中国	性价比路线，UTV 快速追赶，大排量机型直接对标北极星、庞巴迪

数据来源：Market Reports world，财通证券研究所

国内的全地形车车企数量众多，以春风动力为绝对龙头，2025 年公司占据该品类出口额的 74.01%；涛涛车业、重庆润通为第二梯队。

海外市场呈寡头垄断态势，第一梯队为美国的北极星公司与加拿大的庞巴迪公司，第二梯队为日本的雅马哈与本田公司以及我国的春风动力；近年来，我国的春风动力切换高端化路线，在全球市场的地位快速攀升。

图9: 全地形车具有实用价值



数据来源：搜狐汽车，财通证券研究所

图10: 全地形车具有玩乐价值



数据来源：搜狐汽车，财通证券研究所

全地形车之所以能被两轮车车企纳入扩大经营的范围，核心在于它同时具备不可替代的实用价值和独一无二的玩乐价值。这两种价值在不同类型的全地形车上各有侧重，共同构成了其独特的产品魅力。

1.3 电动两轮车：燃油车替代品，通勤娱乐产品兼有

电动两轮车是以蓄电池为动力来源，在传统两轮交通工具基础上集成电机、控制器、仪表显示系统等核心部件形成的机电一体化个人交通工具。作为现代城市短途出行的重要载体，电动两轮车兼具经济性、便捷性与实用性，能够满足用户多样化出行及个性化、社交化消费需求。随着产品持续升级，部分电动两轮车已逐步超越基础代步功能，成为融合绿色出行、休闲娱乐与运动体验的新型交通工具。依据整车质量、最高车速、电机功率等核心技术指标，电动两轮车可划分为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车三大类别。

表6: 电动两轮车分类一览

类别	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
执行标准	GB 17761—2024	GB/T 24158—2018	GB/T 24158—2018
最高设计车速	≤ 25 km/h	≤ 50 km/h	> 50 km/h
电机额定功率	≤ 400 W	400 W - 4 kW	> 4 kW
电池标称电压	≤ 48 V	无限制	无限制
整车质量	≤ 55 kg (锂电) / ≤ 63 kg (铅酸)	无限制	无限制
车辆属性	非机动车	机动车	机动车
牌照	绿牌 (电动自行车号牌)	蓝牌 (机动车号牌)	黄牌 (机动车号牌)
驾驶证	无需 (年满 16 周岁即可)	需 D/E/F 证	需 D/E 证
载人规定	限载 1 名 12 岁以下儿童	严禁载人	可载 1 名成人 (后座不得乘坐未满 12 周岁未成年人)

代表车型



极核 EZ1i



极核 EZ3



极核 AE8S+ MY25

数据来源：国家标准信息公共服务平台，工业和信息化部，极核品牌官网，财通证券研究所

1、电动自行车：非机动车品类，使用方便，短途通勤首选

电动自行车指的是以车载电池为能源，实现电驱动或电助力功能的两轮自行车。它是目前城市中最为常见的短途代步工具之一。

使用场景方面，电动自行车适合日常短途通勤、接送学龄儿童、买菜购物等场景。其优势在于使用门槛低、无需驾照、停车方便、使用成本低廉；劣势是速度和续航有限，不适合长距离出行。

国内的电动自行车车企众多，代表车企有雅迪、爱玛、台铃、九号、小牛等；

2、电动轻便摩托车：过渡性质产品

电动轻便摩托车是指由电力驱动，其最高设计车速不超过 50km/h，且其电机额定功率总和不超过 4kW 的两轮或三轮摩托车。它属于机动车的一种，但动力和速度受到明确限制。

使用场景上，电动轻便摩托车适合中等距离的通勤出行；其优势在于速度适中、无需频繁充电、具备一定的储物能力；劣势在于需要考取驾照、购买保险、承担机动车管理成本，且不能载人可能带来不便。

国内的电动轻便摩托车需要机动车生产资质，因此参与者与电摩高度重叠；代表车企有两类：1) 传统电动车巨头下探：代表有雅迪、爱玛等；2) 燃油摩托车企业覆盖：代表有宗申、五羊本田等。

3、电动摩托车：玩乐突出改装属性

电动摩托车是指由电力驱动，其最高设计车速超过每小时五十公里，或者电机额定功率总和超过四千瓦的两轮或三轮摩托车。它是三类车型中动力最强、速度最快的，管理上完全对标传统燃油摩托车。

电动摩托车的划分没有明显的界限，只要满足以下任一条件即归入此类：最高设计车速大于 50km/h，或者电机额定功率总和大于 4kW；这类车辆的电池容量通常较大，续航里程较高，车身结构和重量通常也更大。

电摩的生产车企与电动轻便摩托车类似，代表车企有两类：1) 传统电动车品牌：代表有雅迪、绿源、爱玛等；2) 燃油摩托车企业覆盖：代表有宗申、极核等。

图11: 电动摩托车具有改装价值



数据来源：汽车之家，财通证券研究所

图12: 电动摩托车与其他文化的交互



数据来源：摩托范，财通证券研究所

电动摩托车作为玩乐车，与大排量燃油车的玩乐属性形成了以智能化改装为核心的差异化体系；大排量摩托车有强大的护城河：1) 发动机声浪、机械素质、操控感综合形成了不可替代的驾驶乐趣；2) 加油即走的补能体验和稳定的性能表现，仍是长途摩旅和越野的首选。

而电动摩托车的优势在于其改装潜力：1) 厂家可以通过 OTA 推送新的驾驶模式、性能优化甚至是新的娱乐功能；2) 改装成本低、风险小：电摩的性能主要由电机和控制器决定，通过刷写 ECU 程序等方式就可以大幅提升动力；3) 电摩没有复杂的发动机和排气系统，车身设计更加简洁，改装空间更大，在车身外壳、LED 灯组等方面个性化选择更多。

基于此，电动摩托车正在形成自己的文化，吸引了大量年轻消费者：电动摩托车被视为一种潮流单品和科技产品，而不仅仅是交通工具，与街头文化、电竞文化、二次元文化等深度融合，契合用户群体的品味。

因此，未来很长一段时间内，电动摩托车和燃油摩托车不会是简单的替代关系，大排量玩乐车将继续保持其玩乐属性，满足爱好者对驾驶乐趣的追求。

2 行业历史和现状：高价值产品出海带动行业势能向上

2.1 行业历史：回顾本田早期发展，技术驱动带动产品力提升，多年经营形成品牌力

为了探究摩托车的属性和市场规律，我们现在回顾早期本田摩托车的发展历史，验证摩托车市场的技术驱动和消费驱动属性。

如前文所说，二战后全球经济进入恢复期，摩托车民用化进程加速，市场仍以大排量为主导，如美国市场主力品牌即为本土的哈雷和英国的凯旋；但原有的大排量高持有门槛已不适配更广大消费者的需求。

在此背景下，1958 年，本田摩托车推出搭载 49cc 风冷 OHV 四冲程单缸发动机的 Super Cub C100，其革命性体现在：

- 1) 在当时二冲程发动机为主流的情况下，50cc 四冲程发动机实现了极高的燃油经济性和高度可靠性，使得产品的使用成本显著降低；
- 2) 首创自动离心离合器，彻底取消左手离合拉杆；采用前后脚踩式换挡杆，骑士不需用勾脚的方式来换挡并弄坏鞋子；采用了容易上下车的脊骨式车架，同时右手即可完成所有主要操作，易用性极佳；
- 3) 配置脚部挡泥板以及减轻迎面风压的大型塑料护腿板等，配置的 17 英寸大车轮，适合崎岖路面行驶，实用性极佳。

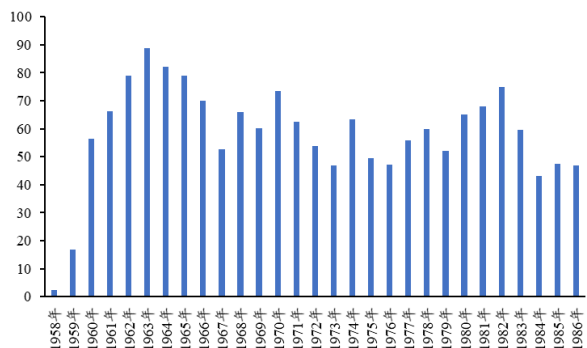
表7: 1959 年本田 Super Cub C100 与主要竞品对比

车型	本田 Super Cub C100	凯旋 Bonneville T120	哈雷 Duo-Glide FL
			
排量	49cc	649cc	1208cc
功率	4.5PS	46 bhp (34 kW)	52HP
最高时速	69km/h	174 km/h	100mph (约 160km/h)
重量	55kg	182 kg	267kg (648 磅)
价格 (1959 年)	295 美元 (美国)	316 英镑 (英国)	1280 美元 (美国)
目标用户	普通大众、家庭主妇、学生、外卖员	年轻男性、摩托车爱好者	中年男性、长途旅行者、摩托车爱好者

数据来源：motorcycle specifications, Specs Motorcycles, National Motorcycle Museum, superbike-news, Bonhams Cars, 财通证券研究所

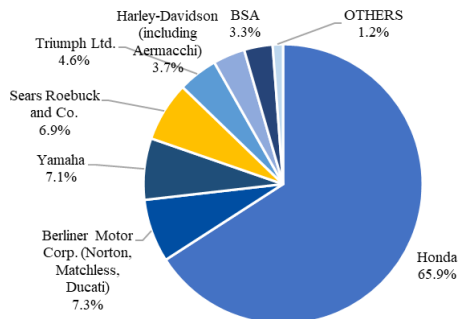
在诸多首创技术的引领下，Super Cub C100 在大众通勤市场取得了划时代的产品力优势，1958 年 8 月发布后迅速走红，当年即生产 24195 辆；1959 年，产品进入美国市场后迅速占领市场，1961 年 Super Cub 系列全球产量累计达到 100 万台，至 1963 年时公司已在美国市场占据 65.9% 份额，是美国市场的绝对龙头。

图13: 1958-1986 年 Super Cub 年生产量 (万辆)



数据来源：本田公司官网，财通证券研究所

图14: 1963 年本田摩托车已成为美国摩托车市场龙头



数据来源：Cycle World，财通证券研究所

在本田公司通过技术领先，形成产品力优势，进而拥有销量优势后，公司加速其全球化进程，1962 年开始进入欧洲市场，1963 年 5 月，Super Cub C100 在新建的

比利时工厂下线；1964 年正式拓展亚洲市场，在泰国成立摩托车销售子公司；1965 年，本田在泰国成立生产基地，同年本田获得越南南部当地进口商 20000 台的订单，首次将 Super Cub 出口到越南。

在美国市场，20 世纪 60 年代末期，本田转为根据当地市场大排量需求旺盛的情况开发相应产品；1969 年，本田推出配备四冲程 736cc 发动机的 Dream CB750F，为全球首个搭载直列 4 缸发动机的量产车型，具有高性能与强劲动力，受到市场欢迎。

图15: Super Cub C100 于 1963 年 5 月在欧洲开始生产



数据来源：本田公司官网，财通证券研究所

图16: Dream CB750F 是当时世界顶级量产摩托车之一



数据来源：本田公司官网，财通证券研究所

在产品本地化与产能出海的多种策略下，本田公司通过多年经营，已经连续超过 50 年占据全球摩托车市场销量第一的位置，2025 年全年全球销量达 2070 万辆，同比+4.9%，创下历史新高，连续五年实现增长，行业霸主地位极为牢固；销量的巨大规模使公司在全球各地形成文化，进一步筑牢其品牌力：在国内，“骑不坏的本田”已经成为中国摩托车市场最具影响力的口碑之一，经过 30 多年的市场验证，深深扎根于几代中国消费者心中；在东南亚，本田已经超越了普通品牌的范畴，成为一种文化符号和社会基础设施，深度融入了当地人民的日常生活：在马来西亚，许多年轻成年人将拥有一辆摩托车视为进入成年的仪式。父亲会把自己年轻时骑过的本田 C90 传给儿子，作为一种家族传承。

综上所述，我们认为摩托车行业与乘用车行业类似，首先是一个技术驱动的行业，其次是一个消费驱动的行业。

2.2 2022 年以来国内行业复盘：多因素驱动，行业迎来结构性增长

我国摩托车行业发展经历四个过程：1) 普及：2011 年之前，我国摩托车行业快速增长，2008 年两轮摩托车年销量达历史最高，为 2594 万辆；

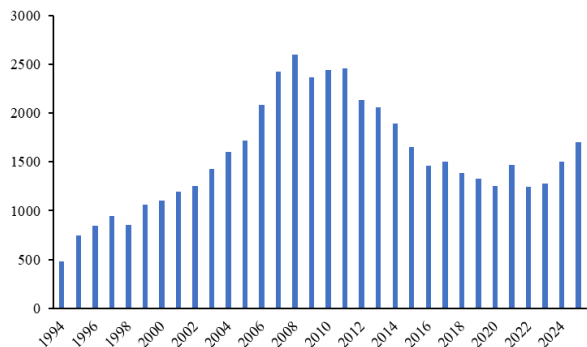
2) 萎缩：2011-2020 年，我国各地限摩令政策逐步收紧，叠加摩托车面临被电动车与乘用车代替的风险，销量承压，2020 年两轮摩托车销量降低到 1254 万辆；

3) 复苏：2021 年，行业迎来复苏，两轮摩托车销量增长至 1470 万辆，同比+17%；其中大排量摩托车销量增长至 33 万辆，同比+63.8%，渗透率增长至 2.24%，同比+0.84pct；

4) 结构性增长：2022 年以来，国内行业迎来结构性增长：摩托车批销量从 2022 年的 1243.1 万辆连续增长至 2025 年的 1698.9 万辆，同比+12.9%，三年 CAGR+11.0%。

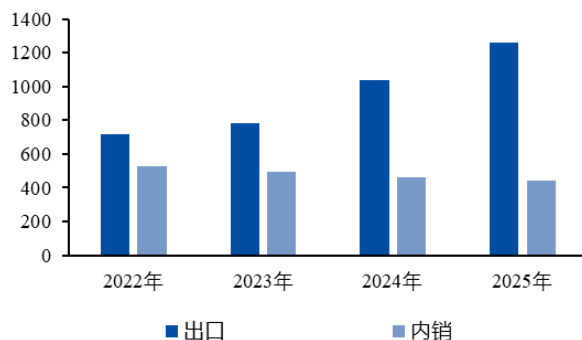
行业当前的增长态势主要来源于新的结构性增长点的出现，一是摩托车出海带动行业势能向上，二是玩乐需求引导大排量摩托车与电动摩托车快速增长，三是自主品牌在全地形车方向上实现突破，快速攻占此缝隙市场。

图17: 我国摩托车分年度批售数量 (万辆)



数据来源: 中国汽车工业年鉴, 摩托车商会, 财通证券研究所

图18: 我国燃油摩托车分年度销量 (万辆)



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

2.2.1 内销持续向下, 出口持续增长

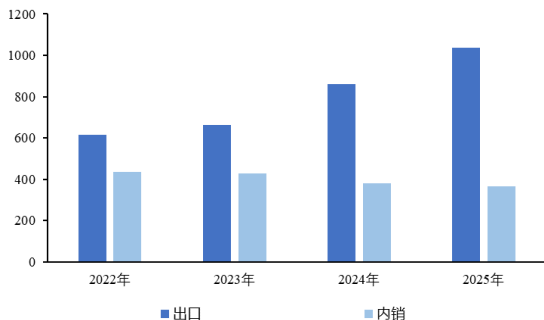
分内销与出口结构来看, 行业增长的主要原因是出口的持续景气。2022年以来两轮燃油摩托车内销量逐年下滑, 内销表现是持续承压的: 燃油摩托车内销量从2022年的524.5万辆连续下跌至2025年的438.7万辆, 同比降低5.5%, 三年CAGR减少5.8%, 内销处于负增长态势; 与之势能相反的是出口表现, 2022年以来两轮燃油摩托车出口表现呈增长形势, 出口量从2022年的718.6万辆稳步增长到2025年的1260.3万辆, 同比+21.2%, 三年CAGR+20.6%。

此消彼长之下, 出口占比逐步增长至2025年的74.18%, 成为行业中主导的销售方式, 而出口的增长姿态引领行业势能进入向上区间。

2.2.2 小排量维持基本盘, 电动摩托车势能向下

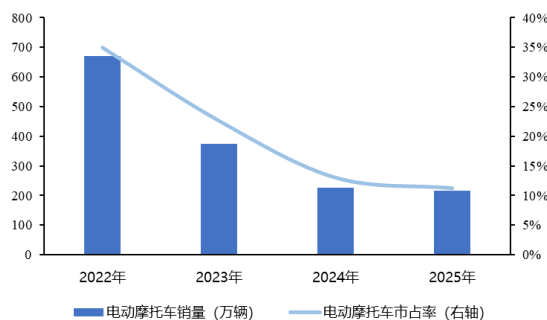
由于小排量摩托车是燃油摩托车市场的主体, 因而产品的市场表现与整体表现基本一致: 总体上, 小排量批售量从2022年的1052.4万辆稳步增长到2025年的1400.2万辆, 同比+12.8%, 三年CAGR+10.0%; 内销方面, 小排量表现不佳, 零售量从2022年的436.0万辆持续减少到2025年364.9万辆, 同比-4.4%, 三年CAGR-5.8%; 出口方面, 小排量实现强劲增长, 出口量从2022年的616.4万辆稳步增长到2025年的1035.3万辆, 同比+20.5%, 三年CAGR+18.9%。

图19: 小排量摩托车 ($\leq 150\text{cc}$) 分年度销量 (万辆)



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

图20: 2022年以来电动摩托车势能向下



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

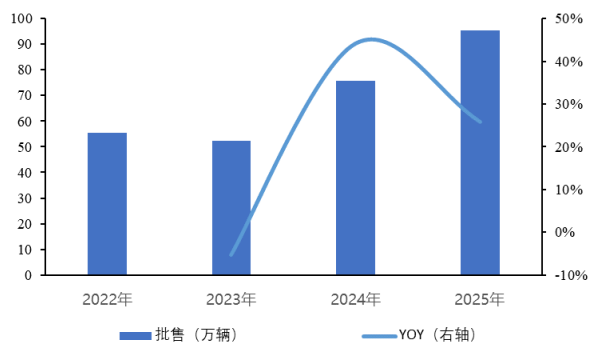
对车企而言，小排量产品与大排量玩乐车相比售价与利润较低，因而是维持工厂运转、保障就业、覆盖固定成本的基本盘，尤其是小排量产品内销带有强烈的被动维持性质：企业有产能、有渠道、有供应链，因此必须继续生产销售以摊薄固定成本，维持现金流和产能利用率。

另一值得关注的点是，电动摩托车的销量与市占率正在下降。2025 年，我国电动摩托车批售量 215.7 万辆，同比下降 4.4%；而同期燃油摩托车销量增长 12.9%至 1698.9 万辆，两者差距进一步拉大，导致电动摩托车的渗透率从 2022 年的 35.0% 连续下跌至 2025 年的 11.3%；这与汽车行业主打新能源的逻辑截然不同，反映出摩托车领域电动化渗透面临结构性阻力。

2.2.3 大排量摩托车持续渗透，带动行业增长

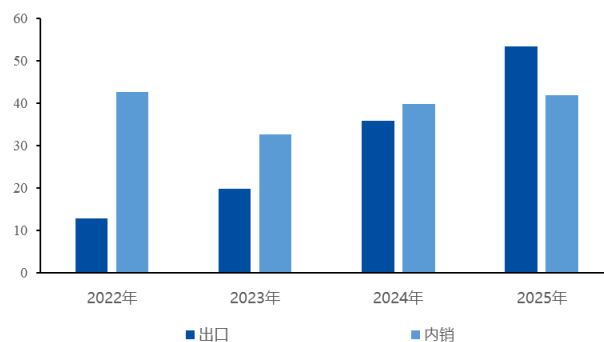
分排量结构来看，行业增长的主要原因是大排量产品销量的持续增长：2022 年以来大排量摩托车市场表现整体向上，批售量从 2022 年的 55.3 万辆波动增长到 2025 年的 95.2 万辆，同比+25.9%，三年 CAGR 达 19.8%。

图21: 大排量摩托车 (>250cc) 分年度批售数量



数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

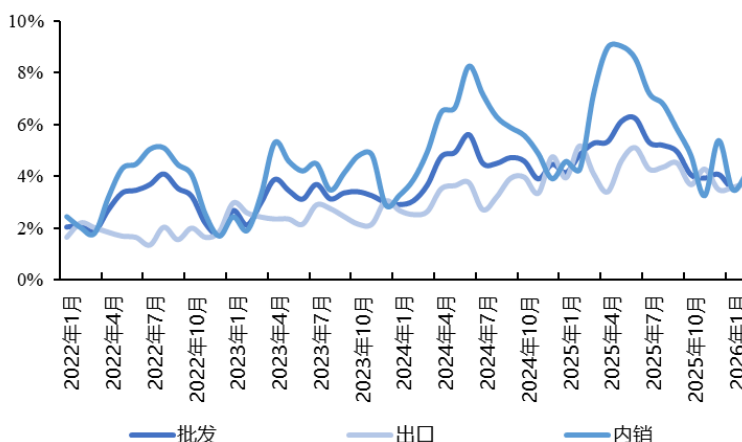
图22: 大排量摩托车 (>250cc) 分年度销量 (万辆)



数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

细分內销与出口结构，大排量內销与出口均为增长态势：內销方面，2022 年大排量国内销量达到高峰，达到 42.6 万辆；2023 年疫情管控调整后需求减少、销量下跌，而后稳步增长，2025 年內销 41.9 万辆；出口表现同样亮眼，出口量从 2022 年的 12.8 万辆稳步增长到 2025 年的 53.3 万辆，同比+48.5%，三年 CAGR+61.0%。

图23: 大排量摩托车 (>250cc) 分月度渗透率



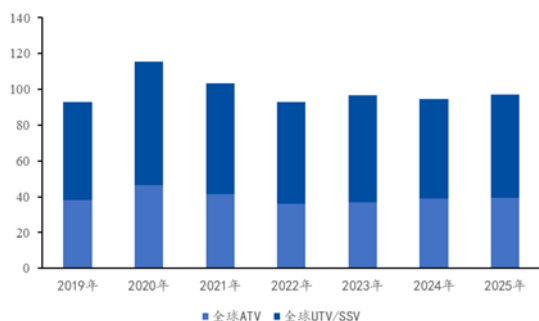
数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

大排量摩托车在渗透率的增长方面更明显：2022 年以来大排量渗透率持续提升，批售渗透率从 2022 年的 2.9% 提升至 2025 年的 5.0%，排量结构持续升级；其中内销方面，内销渗透率从 2022 年的 3.6% 稳步提升至 2025 年的 6.4%，整体增长明显；出口方面，出口渗透率从 2022 年的 1.8% 提升至 2025 年的 4.2%，增长势头强劲。两相结合，大排量行情的持续景气带动了行业迎来增长。

2.2.4 全地形车市场实现突破，成为第二增长曲线

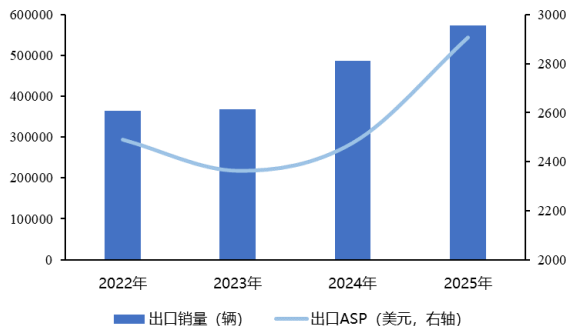
行业的第三个增长点来自于全地形车市场。全球全地形车市场属于缝隙市场，从市场规模角度，全球全地形车年销量约 100 万辆，远小于两轮摩托车和乘用车的市场体量；2025 年，全球全地形车年销量 97.0 万辆，同比+2.7%；其中 ATV 销售 39.5 万辆，同比+1.3%，占比 40.7%；UTV 与 SSV 合计销售 57.5 万辆，同比+3.6%，占比 59.3%。

图24: 2019-2025 年全球全地形车分车型销量（万辆）



数据来源：北极星公司公告，财通证券研究所

图25: 我国全地形车分年度出口量与单车 ASP



数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

由于全地形车在国内受使用场景、政策规范及消费者普及度等因素制约，国内应用与消费需求尚未完全释放；因而中国全地形车产业呈强出口导向，出口业务于 2024 年爆发式增长，实现量价齐升：2024 年出口全地形车 48.7 万辆，同比+32.3%；出口额 12.1 亿美元，同比+38.7%；2025 年出口延续强势表现，销量达 57.4 万辆，同比+17.8%；实现 16.7 亿美元收入，同比+38.2%，更惊喜的是单车出口 ASP 提升至 2907 美元，同比+17.3%，表明自主品牌在高端化方向上或已取得突破，全地形车产业存在进一步增长的空间。

综上所述，在摩托车出海、玩乐需求引导大排量摩托快速增长以及自主品牌在全地形车方向上实现突破的三重作用催化下，2022 年以来行业实现结构性增长，且存在进一步增长的空间。

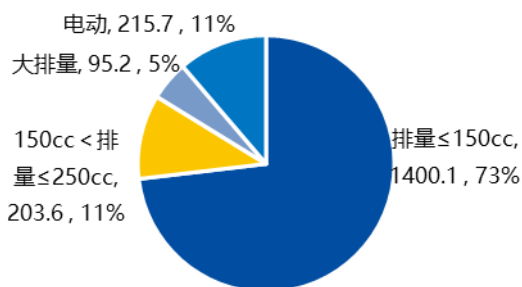
2.3 摩托车市场结构分析：燃油摩托车主导，市场集中度逐步提高

国内摩托车年销量约 2000 万辆，其中燃油摩托车约 1700 万辆，是市场的销售主体。2025 年国内摩托车批售 1914.6 万辆，其中燃油摩托车批售 1698.9 万辆，占比达 88.7%，是市场的主体部分。

2.3.1 市场竞争格局：市场集中度较高，小排量与大排量赛道龙头不同

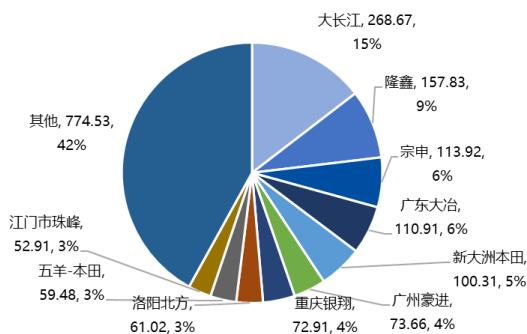
从市场竞争格局角度看，燃油摩托车市场较为集中：2025 年，CR10 达 58.05%，其中大长江集团以年销量 268.67 万辆以及 14.55% 的市占率稳居行业第一；隆鑫（8.55%）、宗申（6.17%）、广东大冶（6.01%）构成第二梯队。

图26: 我国摩托车 2025 年批发销量及占比 (万辆)



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

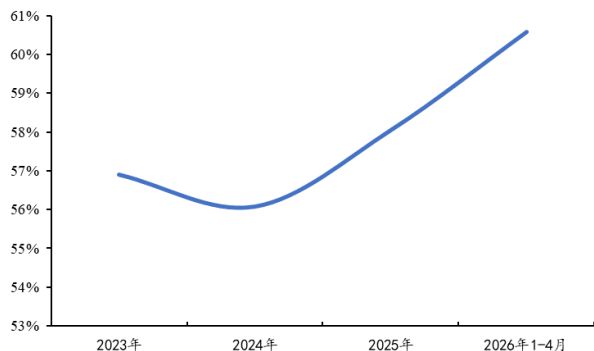
图27: 我国主要燃油摩托车企业 2025 年销量及占比 (万辆)



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

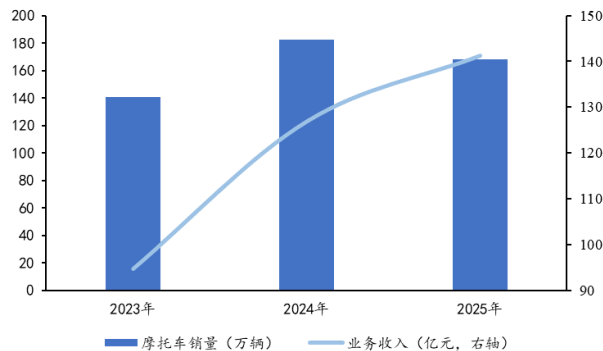
与 2024 年相比, 行业前十大保持不变, 市场集中度逐步提高: 2025 年 CR10 同比+1.98pct, 头部份额向大长江等龙头进一步集中, 中小品牌生存空间进一步被挤压。

图28: 2023 年以来燃油摩托车 CR10 变化情况



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

图29: 隆鑫 2025 年销量向下但营收向上



数据来源: iFinD, 公司公告, 财通证券研究所

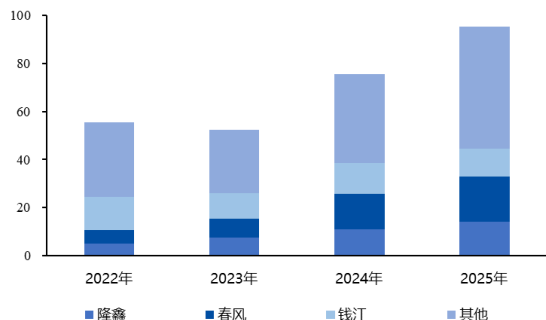
2025 年行业前十中, 唯一销量向下的是隆鑫通用, 2025 年公司燃油摩托车销量降至 157.83 万辆, 同比减少 9.4%, 但从经营角度看, 2025 年公司摩托车业务实现销售收入 141.27 亿元, 同比+11.34%, 实际仍是势能向上的; 因此可以判断, 隆鑫公司于 2025 年转变了经营思路, 经营策略切换成了高端化路线。

出口方面, 2025 年摩托车出口 CR10 为 61.44%, 同比+0.99pct, 头部企业为大长江、隆鑫、广东大冶等, 基本趋于稳定。出口 CR10 高于内销市场, 说明海外市场的认证壁垒、渠道建设门槛将中小厂商挤出, 头部企业优势被放大。

大排量市场是行业增长最快、利润率最高的细分领域, 从竞争格局看, 市场集中度较高: 2024 年大排量市场, 春风市占率为 19.78%, 钱江占据 16.76% 批售份额, 隆鑫收获 14.24% 市场额度, CR3 高达 50.78%; 2025 年春风份额为 19.84%, 隆鑫微升至 14.84%, 两家车企表现稳健; 钱江表现承压, 市占率降低至 11.92%, 三者合计市占率 46.60%, 同比-4.18pct。

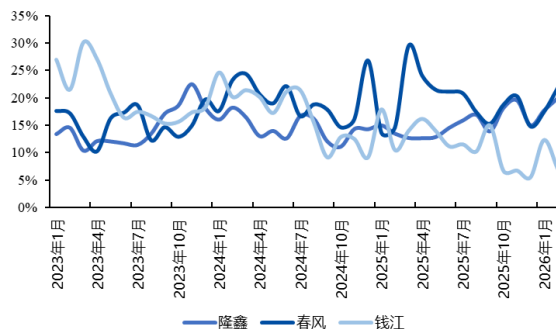
2025 年, 钱江摩托大排量出口高增, 但国内业务策略是“稳大排量、拓小排量”, 面对春风、无极的强势进攻, 内销份额受挤压, 迫使其表现不如预期。

图30: 大排量摩托车分车企年销量 (万辆)



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

图31: 大排量摩托车分车企月度市占率



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

2.3.2 大排量出海区域分布: 欧洲是重点, 拉美地区或有惊喜

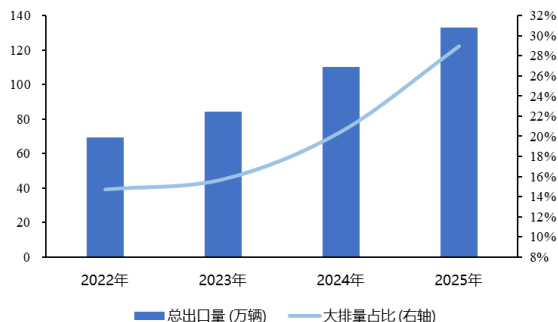
自主品牌大排量出口的第一选择是欧洲市场, 其次布局重点是拉美市场, 第三步再考虑攻克东南亚与非洲市场; 美国市场囿于当前关税壁垒, 增长较为缓慢。

1) 欧洲: 2025 年, 欧洲摩托车市场规模约 168 万辆, 其中前五大摩托车市场注册 100.3 万辆, 市场规模虽小, 但主要以休闲玩乐的大排量车型为主, 2012 年大排量渗透率约 52%, 市场含金量较高。考虑到其极大的大排量市场份额, 欧洲市场是大排量出海市场的第一选择。

2022 年以来, 我国摩托车出口在欧洲市场上取得显著突破, 该地区出口量从 2022 年的 69.4 万辆提升至 2025 年的 133.0 万辆, 同比+20.7%, 三年 CAGR+24.2%; 大排量出口成绩同样突出, 该地区出口量从 2022 年的 10.2 万辆提升至 2025 年的 38.5 万辆, 同比+70.8%, 三年 CAGR+55.6%, 渗透率从 2022 年的 14.7% 提升至 2025 年的 29.0%, 上升趋势良好, 且有进一步增长的空间。

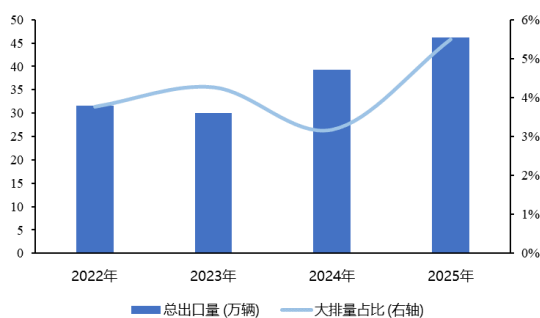
自主品牌的成绩更为亮眼, 2025 年, 无极 (隆鑫通用) 在欧洲销量同比+70.7%, 前五大市场合计市占率已接近 4.5%, 品牌于意大利和西班牙分别取得了 5.5% 与 7% 的市场份额; 升仕 (大冶) 销量同比+89.4%, 钱江摩托销量同比+71.3%, 国产品牌有望在欧洲不断提升市场地位。

图32: 国产摩托车在欧洲地区年销量



数据来源: 海关总署, 财通证券研究所

图33: 国产摩托车在北美地区年销量



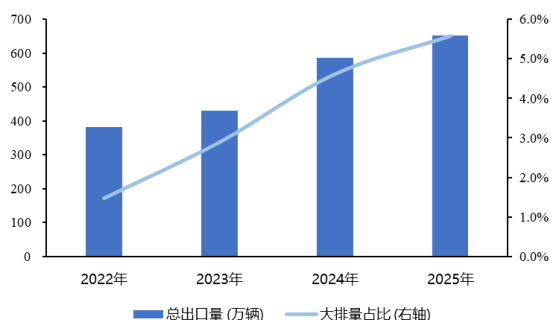
数据来源: 海关总署, 财通证券研究所

2) 北美: 北美地区的摩托车市场以美国市场为主体, 而美国市场是全球最大的大排量玩乐摩托车市场, 年销量约 50 万辆, 大排量渗透率超过 90%, 主流品牌是本土品牌哈雷以及本田、雅马哈、川崎、铃木等日系品牌; 当前出口的核心瓶颈是

美国商务部于 2025 年 8 月起调整的 232 条款 50%钢铝衍生品关税，但长期增长逻辑清晰。

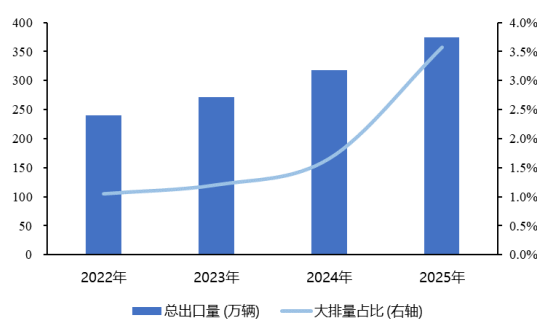
国产品牌目前整体处于早期导入阶段，份额极低、增速较快，该地区出口量从 2022 年的 31.6 万辆提升至 2025 年的 46.2 万辆，同比+17.7%，三年 CAGR+13.4%；但大排量产品的销售相比较为平淡，该地区出口量从 2022 年的 1.2 万辆提升至 2025 年的 2.5 万辆，渗透率从 2022 年的 3.8%提升至 2025 年的 5.5%，虽然增速较快，但并未取得阶段性突破，渗透率的缓慢增长与北美市场的 90%超高渗透率相比仍有很大距离，说明国产摩托车尚未在北美市场占据一席之地。

图34: 国产摩托车在拉美地区年销量



数据来源：海关总署，财通证券研究所

图35: 国产摩托车在东南亚地区年销量



数据来源：海关总署，财通证券研究所

3) 拉美：拉美地区长期以来是我国摩托车出口的最大市场，受该地区的经济水平影响，摩托车主要定位为代步工具和外卖快递商用车辆，消费者价格敏感度高；但由于部分地区地形崎岖，客观上存在越野车型需求，并且该地区拥有丰富的摩托车文化，存在对大排量休闲玩乐车型的需求，因而在巴西、墨西哥等国家具备一定制造业基础的背景下，大排量产品需求是旺盛但被忽视的。

我国摩托车出口在拉美市场上的惊喜出现在大排量产品的放量上，整体而言，该地区出口量从 2022 年的 381.0 万辆提升至 2025 年的 651.6 万辆，同比+11.2%，三年 CAGR+19.6%；大排量出口量从 2022 年的 5.6 万辆提升至 2025 年的 36.4 万辆，同比+34.4%，三年 CAGR+86.3%，渗透率从 2022 年的 1.5%提升至 2025 年的 5.6%，考虑到该地区公共交通基础薄弱，安第斯山区、亚马逊雨林、高原丘陵等地形崎岖难行，摩托车属于刚需；同时市场空间广阔，加之我国车企在西班牙的优秀表现可以辐射到同样使用西班牙语拉美地区，大排量出口拉美或成出海的第二增长曲线。

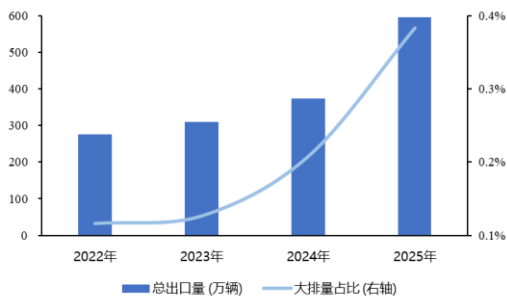
4) 东南亚：东南亚是全球摩托车保有量最高的区域之一，但日系品牌在该地区长期深耕；本田、雅马哈早在上世纪六七十年代便通过合资建厂、渠道下沉和本地化供应链完成了深度布局，在泰国、印尼、越南、菲律宾等国形成了近乎垄断的品牌认知；市场的通路车刚需属性极强，由于多数东南亚国家城市道路狭窄、公共交通欠发达，摩托车是工薪阶层通勤、载货、家庭出行的绝对主力工具，消费者购车决策高度理性，核心诉求是省油、耐用、维修便宜、保值率高。

表8: 本田摩托车在东南亚生产基地一览

国家	基地	开始时间	主要生产排量与车型
泰国	Thai Honda Manufacturing	1965 年	早期 50cc - 110cc 为主； 2010 年后增加 250cc 中量级车型，2014 年追加 CBR650 系列等大排量车型，是本田全球出口基地
越南	Honda Vietnam	1996 年	110cc-125cc 为主
印尼	PT Astra Honda Motor	1971 年	110cc-160cc 为主
菲律宾	Honda Philippines	1973 年	100cc-200cc 为主
马来西亚	Boon Siew Honda	1969 年	100cc-150cc 为主

数据来源：acn newswire，本田全球官网，财通证券研究所

我国摩托车在该地区出口量从 2022 年的 239.5 万辆提升至 2025 年的 374.0 万辆，同比+17.5%，三年 CAGR+16.0%；大排量出口量从 2022 年的 2.5 万辆提升至 2025 年的 13.4 万辆，同比+152.7%，三年 CAGR+34.3%，渗透率从 2022 年的 1.1% 提升至 2025 年的 3.6%，综合考虑其庞大需求与日系品牌的盘踞态势，我们认为，东南亚是我国大排量摩托车出海的第三梯度市场。

图36: 国产摩托车在非洲地区年销量


数据来源：海关总署，财通证券研究所

5) 非洲：非洲是我国摩托车出海最具增量红利的区域，该地区多数国家仍处于摩托车渗透率快速提升的初期阶段，城市化进程催生了对低成本、高效率个人交通工具的爆发式需求。

受经济约束，大排量摩托车在非洲几乎不存在市场；非洲多数国家人均 GDP 较低，消费者预算上限被严格锁定在工具车范畴，大排量复杂的维修保养需求也与本地技术水平严重错配。

我国摩托车在该地区出口量从 2022 年的 276.4 万辆提升至 2025 年的 595.9 万辆，同比+59.1%，三年 CAGR+29.2%；大排量出口渗透率于 2025 年不足 0.4%，可以暂时不予考虑。

2.3.3 大排量结构信号：出现异常信号，市场进入分化

2025 年，400-500cc 排量段是唯一负增长的大排量区间；而形成鲜明对比的是，2025 年中国大排量摩托车销量前 10 车型中，有 4 款来自该排量段；异常信号的出现，说明市场已进入分化阶段。

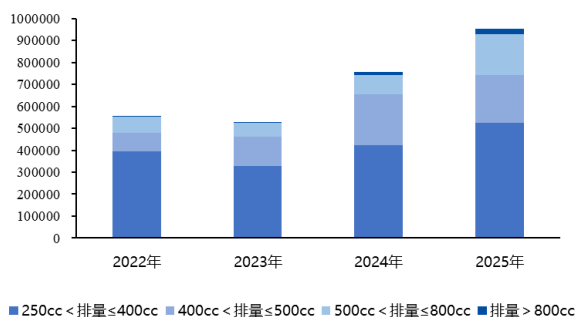
进一步细分大排量结构：1) 2025 年，250-400cc 的入门级国产产品累计销量 52.5 万辆，同比+24.7%；

2) 400-500cc 的进阶级产品 2025 年累计销量 21.8 万辆，同比-7.2%，处于结构调整期；结合其他排量段的增长势头可以推断，该排量段表现不佳的原因并非需求消失，而是产品供给出现空窗，消费者面临“加钱上 500cc+”或“省钱买 250-400cc”的选择题，导致需求被上下两端虹吸；

3) 500-800cc 的高阶级产品 2025 年累计销量 18.6 万辆，同比+115.9%，处于增长最强劲的区间；增长的核心驱动力在于，这一区间是国产车企技术突破的甜区，春风 700MT、无极 DS625X 等车型的密集投放，证明国产品牌已在这一排量段建立技术自信和产品矩阵；

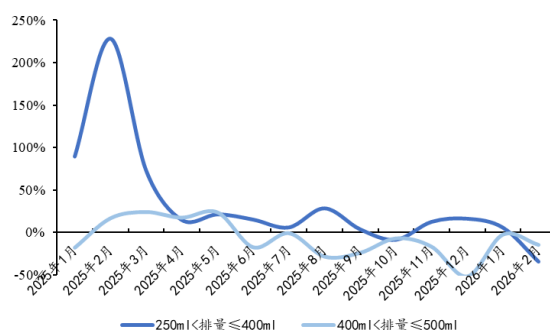
4) 800cc 以上的专业级产品 2025 年累计销量 2.3 万辆，同比+57.8%，说明国产超高端车型开始攻克原本由本田、宝马、KTM 等国外品牌垄断的高端市场，国产替代从性价比路线向性能平权路线演进。

图37: 大排量摩托车分排量年销量（万辆）



数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

图38: 2025 年摩托车部分排量段月度同比增速



数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

从消费的角度看，400-500cc 排量段的负增长是一个关键信号：消费者发现加少量预算即可获得 500cc+ 的显著性能跃升后，价格敏感度让位于“排量即正义”的心理；这验证了摩托车行业的消费逻辑，产品的排量是核心社交货币和身份标识。

与 400-500cc 排量段的负增长相反，2025 年大排量摩托车销量前五车型中，有 4 款来自 400-500cc 排量段，甚至前两名都是该范围的产品；对行业龙头春风而言，2025 年全年内销 11.2 万辆，450 平台的两款产品就已销售 5.9 万辆，占比达 52.6%；该排量段总体负增长的背后，是春风为代表的龙头车企打造的产品依旧受市场欢迎，说明市场已经出现分化，龙头车企的爆款产品将进一步占据市场份额。

图39: 2025 年国内大排量摩托车部分销量前 10 车型

2025 年年度单品销量前10 两轮燃油摩托单一车型零售量(>250CC)			
No.3			
排行	品牌车型	零售台数	
01	春风450SR	37416	
02	春风450CL-C	21595	
03	张雪500RR	21049	
04	奔达灰石250	20297	
05	凯越450RR	15181	
06	无极CU250	14847	
07	奔达金吉拉350	14589	

数据来源：摩托范，财通证券研究所

从企业经营角度看，400-500cc 排量段的负增长并非简单的需求收缩，而是行业正在经历的两轮结构性分化的集中体现：

1) 技术路线的分化：拥有成熟动力平台的企业正将研发与产能资源向 500cc+大排量集中，而缺乏大排量技术储备的企业仍被困在 250cc 以下的通路市场；这种技术能力的断层，正在通过销量数据不断自我强化，在大排量占比持续提升、中小排量增长乏力的背景下，市场结构性分化随之加剧；

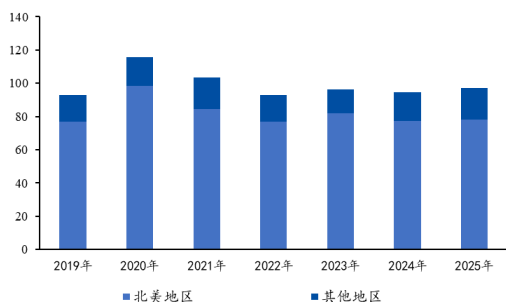
2) 产品能力的分化：即便在 400-500cc 这一细分赛道出现负增长，具备爆款打造能力的龙头企业仍能凭借单品优势保持经营韧性；而缺乏爆款方法论的企业，即便身处增长赛道，也难以建立稳定的用户认知和盈利模型。

简言之，前者决定了企业能进入哪个战场，后者决定了企业能否在战场上活下来。

2.4 全地形车市场分析：出口主导，寡头垄断，自主品牌向上

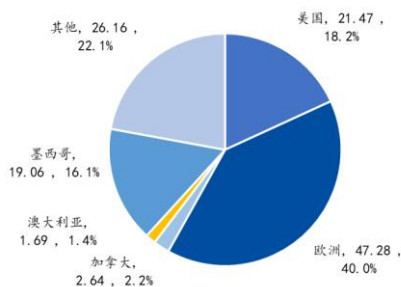
如前文论述，全地形车市场是出口为绝对主力的市场，因而我们主要考虑行业出海情况；全球全地形车最主要的市场为北美地区，2025 年该地区大约销售 78.0 万辆，占全球份额 80%；其中美国是北美市场主体，是全球最重要的全地形车市场；其他的主要市场还包括欧洲，澳大利亚和墨西哥等。

图40: 2019-2025 年全球全地形车分地区销量 (万辆)



数据来源: 北极星公司公告, 财通证券研究所

图41: 国产全地形车分区域 2025 年出口量及占比 (万辆)

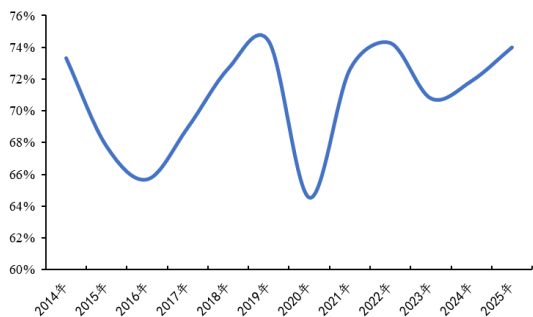


数据来源: 海关总署, 财通证券研究所

我国全地形车主要出口美国和欧洲地区, 2025 年出口美国 21.47 万辆, 累计金额 20.8 亿元, 同比小幅回落, 主要系美国关税政策影响; 出口欧洲 47.28 万辆, 累计金额 71.2 亿元; 其他出口流向主要是墨西哥与其他地区。

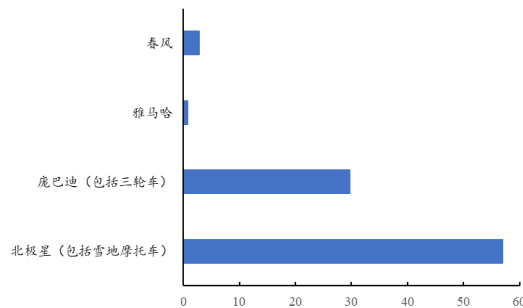
我国全地形车出口以春风为主力, 公司常年稳居中国品牌全地形车出口额第一, 2014 年至 2025 年, 公司全地形车出口额在国内同类产品占比均超过 60%, 展现出强大的市场竞争力与品牌影响力。

图42: 2014-2025 年春风动力的全地形车出口额在国内同类产品占比



数据来源: 春风动力公司公告, 财通证券研究所

图43: 2025 年全球全地形车部分主要企业相关业务营收情况 (亿美元)



数据来源: 各公司公告, 财通证券研究所

全球全地形车市场份额高度集中于头部公司, 行业壁垒高, 其中第一梯队为美国的北极星公司与加拿大的庞巴迪公司, 第二梯队为日本的雅马哈、川崎与本田公司, 以及我国的春风动力; 近年来, 我国的春风动力凭借高性价比策略对标欧美高端产品, UTV 处于快速追赶状态, 作为行业的后起之秀已经连续多年占据全球第二大的欧洲市场份额第一, 在美国也处于快速放量的阶段, 增长趋势迅猛。

3 两轮车行业底层逻辑: 产品力先行, 品牌力向上, 渠道布局需重视

本章将探究两轮车行业竞争的底层逻辑, 分析当前两轮车车企的竞争力。两轮车车企的核心兑现便是其产品的销量, 尤其是销量的成长性; 因此, 判定两轮车产品是否可以成为爆款大单品便是整车研究的重中之重。影响整车产品能否成为爆款的最核心因素包括市场竞争格局 (外部因素)、品牌力 (车企本身)、产品力 (产品本身) 三个, 叠加渠道力这一约束条件; 其中市场竞争格局已于上一章分析, 本章将聚焦另外三个因素。

3.1 从性能参数看产品力：准入门槛高，自主龙头品牌竞争力上升

当下的国内两轮车市场已建立起了较高的壁垒，一线品牌与二三线品牌逐步拉开差距；而相对国际一线品牌，自主品牌产品的性能与素质已处于高速赶超状态，结合价格上的显著优势，事实上产品力已处于领先地位。

3.1.1 国内大排量摩托车准入门槛：多重壁垒考验，技术壁垒极高

大排量摩托车作为成年人的大玩具和生活方式载体，国内一线品牌相比二三线品牌，技术、工艺和政策构建而成的综合壁垒极高：

1、在最核心的发动机技术上，一线品牌以春风 450cc 直列双缸、无极 KEL800 直列双缸、张雪三缸 820cc 等系列为代表，目前均已拥有多缸大排量自研平台；在多年的研发迭代下，发动机运转品质、振动控制、热管理能力已经实现巨大进步，在参数上和国际一线品牌相当，春风的 450cc 发动机甚至反向供应 KTM 的仿赛产品生产使用。

图44: 春风动力 450cc 直列双缸水冷发动机



数据来源：爱卡汽车，财通证券研究所

图45: 张雪机车的 820cc 直列三缸发动机



数据来源：汽车之家，财通证券研究所

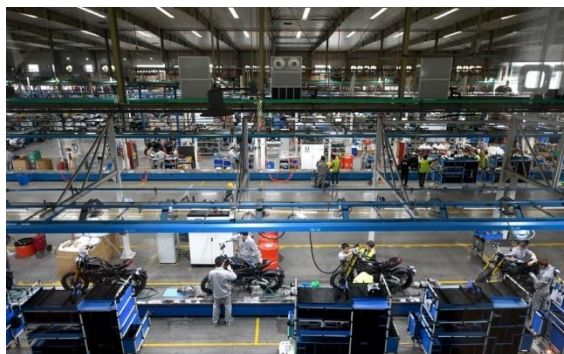
2、工艺层面，大排量发动机的高转速、高负荷、高热密度，使得微小的装配误差可能会被放大为致命缺陷。一线品牌拥有现代化生产线和扭矩管理系统，通过专用工装、数字化检测、分级选配、洁净环境等方法将微观精度转化为宏观可靠性，进而将误差锁死在安全区。

图46: 重庆隆鑫机车有限公司智能工厂



数据来源：重庆高新技术产业开发区管理委员会，财通证券研究所

图47: 春风动力的“未来工厂”组装线



数据来源：临平区工商联，财通证券研究所

3、政策支持方面，2026 年 1 月 21 日，工信部发布的《道路机动车辆生产企业准入审查要求》和《道路机动车辆产品准入审查要求》，自 2027 年 1 月 1 日实施，彻底改变了两轮车市场的准入格局，政策要求：

谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

29

1) 必须建立专门的设计开发机构，具备独立正向研发能力，买图纸、拼零件模式宣告彻底终结；

2) 车架焊接必须采用机器人作业，涂装生产线实现全封闭自动化；必须建立关键零部件全生命周期可追溯系统，数据存档期限不低于车辆全生命周期；

3) 不再受理摩托车生产企业新建子公司申请，现有生产资质成为稀缺资源。

政策出台后，截至 2026 年 1 月下旬，全国已有 12 家不具备正向研发能力的小作坊式企业被淘汰；预计到 2027 年新规全面实施后，大部分不规范的中小品牌将退出市场，使得市场集中度快速提升，一线品牌优势进一步扩大。

综上所述，大排量市场的技术和工艺壁垒是核心壁垒，且随着产品迭代将进一步提高，一线品牌将进一步巩固并且扩大当前的领先幅度。

3.1.2 自主品牌的产品力：技术性能逼近国际一线，质价比策略突出优势

和国际一线品牌相比，自主品牌的产品力优势主要是顶尖动力平台与技术积累、配置拉满的差异化策略以及极致低价，统称为质价比策略。

表9: 自主品牌 Adv（拉力）摩托车与竞品对比一览

产品	春风 800MT-X	无极 DS800X	KTM 790Adv R	铃木 V-Strom 800
				
排量 (cc)	799	798	799	776
最大功率 (kW)	70	70	70	60
最大功率转速 (rpm)	8500	9000	8250	8500
最大扭矩 (N·m)	87	81	87	76
最大扭矩转速 (rpm)	6750	6500	6500	6800
整备质量 (kg)	214	227	218	223
座高 (mm)	830	830	880	825
油箱容积 (L)	22.5	24	20	20
国内售价 (元)	53680	39980	83800	99800
德国售价 (欧元)	9499	8999	11290 (Adv 款价格, Adv R 未上架)	10390

数据来源：摩托范，各品牌德国官网，财通证券研究所

仅评价产品的技术性能，自主品牌和国际一线品牌的差距已大幅缩小。

以 800cc 排量段的 adv 车型为例，春风 800MT-X 发动机为 KTM LC8c 平台授权生产，硬件水平基本一致，差距仅体现在调校层面：虽然两者负责实时监测车身俯仰、侧倾、横摆姿态的 IMU 传感器相同，但 KTM 与博世在算法定制和联合开发长期深度合作，产品开发直接源于达喀尔拉力赛经验，因此在软件协同上有较大差距，以 ABS 为例，在越野场景中，KTM 策略可以自动激活，且允许后轮抱死，用于漂移入弯；而春风虽然 ABS 和牵引力控制可调节，但操作不够直观；因此，两者差距体现在调校与电控层面，表现在牵引力控制、ABS、骑行模式等差距上。

表10: 春风 800MT-X 与 KTM 竞品的调校差距

维度	春风 800MT-X	2026 KTM 790 Adv R	差距
IMU 传感器	博世 6 轴 IMU	博世 6 轴 IMU	无
牵引力控制	3 模式固定	9 级滑移可调+3 种油门响应	精细度差距大
ABS	弯道 ABS, 越野可关后轮	弯道 ABS+越野 ABS (可关后轮)	越野场景中, KTM 策略更专业
骑行模式	3 种固定模式	3 种+可选拉力模式	可玩性差距
软件协同	通用方案	赛事级成熟调校	算法成熟度差距

数据来源: 汽车之家, 摩托范, ADB Magazine, KTM 马来西亚官网, silicon-saxony, 财通证券研究所

隆鑫的产品无极 DS800X 搭载自研 KEL800 发动机, 采用前后布局干式油底壳+双机油泵设计, 动力参数和国际一线品牌总体持平, 差距同样在调校上, 后续还需依靠数据积累与迭代优化。

在技术性能大幅缩小的情况下, 自主品牌的优势在于:

1) 顶尖动力平台与技术积累: 春风动力的技术背景来源于与 KTM 深度合作获得的 LC8c 发动机平台技术, 800MT-X、1000MT-X 等车型均基于此平台开发, 动力性能与可靠性得到国际认可; 自研方面, 公司已掌握双缸、三缸发动机核心技术, 同时, 公司通过参加 Moto GP 赛事, 既获取关注度与知名度又得到了技术反哺, 2026 年收购 Moto2 核心供应商 Kalex, 将顶级赛事技术应用于量产车型。

隆鑫通用自 2005 年起为宝马代工 650cc 单缸发动机, 2013 年升级至 850cc 双缸发动机, 2015 年拓展至 C400 系列整车制造; 宝马严苛的工艺要求、品控体系和供应链管理全面渗透公司的生产流程, 使其建立了符合欧洲标准的世界级制造能力; 代工经验直接转化为无极品牌的技术实力, 为大排量车型研发提供了坚实基础。

2) 配置拉满的差异化竞争策略: 春风动力的产品主打配置拉满的差异化策略, 以旗舰 Adv 车型 1000MT-X 为例, 产品在电控系统和核心部件上采用国际知名品牌产品, 全系标配博世六轴 IMU 传感器, 采用 Brembo 制动系统、KYB 全可调减震、倍耐力轮胎等国际知名品牌部件; 同时舒适性配置进行标配: 大尺寸 TFT 仪表、手机互联、导航投屏、胎压监测等功能;

隆鑫通用的产品配置同样优秀, 其旗舰 Adv 车型 DS900X 同样标配博世六轴 IMU 传感器、Brembo 制动系统、KYB 全段可调减震, 同时在舒适性配置上标配 RDS 毫米波雷达 (BSD 盲区监测/LCA 变道辅助)、定速巡航、无钥匙启动、行车记录仪、手把与座椅加热、7 英寸 TFT 仪表、胎压监测等功能。

图48: 春风 1000MT-X 搭载触屏 8 英寸竖屏 TFT 仪表



数据来源: 春风动力官网, 财通证券研究所

图49: 无极 DS900X 标配 Brembo 前后碟刹



数据来源: 腾讯网, 财通证券研究所

3) 极致低价：自主品牌的定价策略对消费者十分友好，同级别车型国内价格仅为国际大牌 50%-60%，以 800cc 排量段的 adv 车型为例，春风 800MT-X 国内售价 53680 元，无极 DS800X 国内售价 39980 元，而欧洲品牌 KTM 的产品 790Adv R 国内售价 83800 元，日系品牌铃木 V-Strom 800 国内售价 99800 元；海外市场方面，以德国为例，春风 800MT 售价 9499 欧元，无极 DS800X 售价 8999 欧元，而奥地利品牌 KTM 790Adv R 的简配版 KTM 790Adv 售价 11290 欧元，日系品牌铃木 V-Strom 800 售价 10390 欧元，自主品牌仍有较大价格优势。

综上所述，自主品牌的产品在技术性能上已逼近国际一线品牌，叠加质价比策略，产品力已经获得了差异化的优势。

2025 年，春风和隆鑫等自主品牌摩托车在内销市场表现良好，而本田为首的国际品牌相比之下则略显保守，2025 年内销大排量销量仅排第五，且缺乏爆款车型，就是自主品牌产品力向上的佐证。

3.1.3 自主品牌大排量产品力提升的来源：上游供应链成长，进步势头汹涌

国产大排量摩托车的进步，属于主机厂自研突破与供应链能力升级的双向奔赴，供应链成长是至关重要的基础；一方面，自主品牌对极致性能的偏执定义，使得征和工业等国内供应商的高端产能得到练兵和展示；另一方面，供应链在材料、工艺上的厚积薄发，使得主机厂的赛事野心得以实现，进而又增加了产品力与品牌力。

张雪 820RR 是这场双向奔赴中最典型的样本；其成功原因在于，主机厂以赛事为磨刀石，定义了前所未有的性能需求，然后由供应链承接落地。张雪机车在 WSBK 夺冠的 820RR-RS 赛车版由量产版改造而来，而量产版国产化率达到 97%，发动机、电控、车架三大核心系统 100% 自主化，自研 819cc 三缸发动机的曲轴、连杆、气缸套等 12 项关键部件全部由国内供应商配套。

赛事版成功的一大原因是轻量化，通过大量应用镁合金活塞、钛合金连杆及碳纤维工艺，将整车从量产版的 193kg 压缩至 175kg，这种“不计成本”的减重背后，是对供应链的极致倒逼：螺栓、衬管缩颈减重 93g，成本增加 14%；碳纤维消声器尾盖减重 17.8g，成本增加 300%；

图50: 征和工业是张雪机车的官方技术合作伙伴



数据来源：征和工业微信公众号，财通证券研究所

图51: 征和工业是本田 HRC 车队的官方赞助商



数据来源：征和工业微信公众号，财通证券研究所

自主品牌成功的背后，是以征和工业为代表的供应链企业成长为国产大排量的隐形脊梁。作为张雪机车的官方技术合作伙伴，征和为 820RR-RS 提供了 SX2 系列赛事级定制链条，该产品采用航空级基材与纳米涂层，链板经 JIS 高碳钢等温热处理，抗拉强度提升 30%，在葡萄牙站连续两回合 WSBK 高强度比赛中保持零故

障、零衰减；更重要的是其产业意义，征和的发动机用强化齿形链成功打破了国外技术垄断，解决了链传动领域的“卡脖子”难题。根据中国机械通用零部件工业协会统计，征和工业摩托车链系统连续 10 年市场综合占有率第一，不仅为张雪、春风、钱江等国产主机厂配套，更已进入本田、雅马哈、铃木的全球供应链。

征和工业等企业的成长，证明国产大排量的进步不仅体现在整车厂和一级供应商，更体现在锻造链条、轮毂、钛合金螺丝等这类曾经完全依赖进口的“小而尖”领域。供应链的纵深成熟，让国产大排量从制造走向改装乃至参赛夺冠，产品力一步步跃升。

图52: 青岛征和工业公司发展历程



数据来源：征和锯链 2025 年中文样册，财通证券研究所

3.1.4 全地形车逻辑类似，自主龙头拥有质价比优势

全地形车与摩托车同属动力运动机械，在发动机、传动系统、悬挂系统等核心技术上高度同源；但作为四轮重载越野平台，全地形车与摩托车的两轮轻量化动力风格在取向上存在差异。

图53: 全地形车中 UTV 尤其强调装载能力



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

图54: UTV 的悬挂行程相比摩托车明显更长



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

和大排量摩托车相似，自主品牌的产品力优势主要为质价比策略，即配置拉满的差异化竞争策略和极致性价比。

对比 UTV 产品，春风品牌在海外主打 U10 PRO：1) 技术性能：功率 90HP 在基础款中最高，搭载 VVT（可变气门正时）和三缸架构，低扭响应更好；

2) 舒适性功能：配置 8 英寸触屏、OTA 功能，电动换挡、电子差速锁和电动货箱升降控制功能齐全，智能化程度高；

3) 价格: 四款产品中价格最低、配置最高的, 性价比优势显著; 以本田 Pioneer1000 为例, 该产品价格比 U10 PRO 高, 但动力低约 18HP, 所以产品力方面不如 U10 PRO。

表11: 春风旗舰 UTV 与竞品对比一览

产品	春风 U10 PRO	北极星 RANGER XP 1000	庞巴迪 DEFENDER	本田 Pioneer 1000
				
发动机排量 (cc)	998	999	976	999
最大功率 (HP)	90	82	65	~72
在美价格 (美元)	17499	20999	17599	17599

数据来源: Off-Road Lord, 各品牌全球/美国官网, 财通证券研究所

对比 SSV 产品, 春风品牌在海外主打 Z10: 1) 技术性能: 优势在于功率 154HP 为五款最高; FOX QSE 电控可调减震, 可通过触屏或方向盘按钮实时调节, 兼顾高速稳定性和越野舒适性; 劣势在于 Z10 的 CVT 相比本田的 DCT 双离合在运动驾驶参与感上略逊;

2) 舒适性功能: 优势在于 12.3 英寸触屏、CarPlay 与后置摄像头, 座舱智能化体验接近乘用车; 标配电子助力转向、倒车影像、4500 磅绞盘、LED 灯组、NFC 智能钥匙, 功能丰富齐全;

3) 价格: Z10 在 19999 美元的价位与北极星的竞品相同, 低于庞巴迪的 Maverick X3 与本田 Talon 1000X。

但考虑到北极星公司的 RZR Pro R Rally 在 2024-2026 年达喀尔 SSV 组别赢得三连冠, 庞巴迪公司的 Maverick X3 在 2018-2023 年达喀尔 SSV 组别实现六连冠, 而 Z10 以及春风动力公司尚未参加达喀尔 SSV 组别赛事, 品牌力相比之下存在较大差距, 且短期内难以追赶。

因此我们认为, Z10 的性能参数优势完全无法抵消其品牌力短板, 因而综合考虑, SSV 产品的产品力仍有差距。

表12: 春风旗舰 SSV 与竞品对比一览

产品	春风 Z10	北极星 RZR XP	庞巴迪 Maverick X3	本田 Talon 1000X
				
发动机排量 (cc)	998	999	900	999
最大功率 (HP)	154	114	135	~105
悬挂	前独立后 Quadlink™ Gen II	Walker Evans	SHOWA HPG Piggyback	SHOWA shocks
在美价格 (美元)	19999	19999	24999	20599

数据来源: 摩托范, 财通证券研究所

从上文可以看出，自主品牌的全地形车产品在技术性能上做到同级别纸面实力最强，舒适性和竞品相比达到大幅领先，性价比方面已处于市场领先地位。

3.2 从情绪价值看产品力：精细化打造，提供情绪价值

大排量摩托车与全地形车有很强的玩乐属性，因此评价产品力不能仅停留在产品的性能参数层面，情绪价值甚至是产品力更重要的评价标准。

产品的精细化打造可以提供良好的情绪价值，而且这种价值往往比单纯的功能满足更为深刻和持久。以春风 450CL-C 为例，其精细化打造为消费者提供了三类情绪价值：消除隐性焦虑、提供显性愉悦及产品持续升级的希望感。

1、消除隐性焦虑：国内消费者对大排量产品存在三个潜在焦虑：座高够不着、车重扶不住、动力难驾驭；450CL-C 对此进行了精细化打造：

1) 705mm 超低座高、181kg 整备质量，降低了产品的使用门槛；

2) 450CL-C 沿用仿赛 450SR 的 449cc 直列双缸水冷平台，但春风针对巡航定位进行了专门化的重新调校，通过降低功率、提升扭矩、前置发力点等手段，将一台中高转取向的仿赛发动机重塑为巡航风格，追求更低转速下的更大扭矩输出，让城市起步、低速跟车更从容。

表13: 春风的两款 450 平台产品参数对比

	最大功率	最大功率对应转速	最大扭矩	最大扭矩对应转速
450CL-C（巡航）	30kW	8000rpm	42N·m	6250rpm
450SR（仿赛）	38kW	9500rpm	40N·m	7750rpm

数据来源：摩托范，财通证券研究所

2、提供显性愉悦：包括外观、声浪乃至驾驶乐趣、操控感等主观感受，本产品的精细化主要体现在外观上；

450CL-C 作为英伦复古风格的巡航车型，产品的发动机沿用仿赛 450SR 的直列双缸发动机，而该发动机外观上作为水冷发动机存在外壳体积太小且过于光滑的问题，风格过于现代而与整车复古风格不协调；春风公司通过添加散热鳍片、重新设计发动机外壳实现了风格的统一，最终实现了整车造型复古、精致优雅的效果。

图55: 春风 450CL-C 外观颇具复古风格



数据来源：摩托范，财通证券研究所

图56: 春风 450SR 的发动机外观风格相对而言过于现代



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

3、产品持续升级：属于“双刃剑”式的情绪价值，操作得当的情况下可以传递品牌仍在生长的活力信号与用户被持续倾听的尊重感；但如果把握不好升级的节奏、

幅度与姿态，老车主的负面感受以及舆论影响将十分强烈；产品从 2023 年到 2025 年的迭代过程就是提供情绪价值模范：

1) 潜在买家的决策安全感：产品在 2023 年上市后，2024 款加厚坐垫、2025 款又延展坐垫并优化挡泥板；这种进化轨迹让潜在买家相信，品牌在收集反馈，产品会越来越好，现在入手不会被快速淘汰；

2) 品牌社群的参与感：450CL-C 的改款细节解决了坐垫太硬、挡泥板太短、换挡容易脏鞋的问题，几乎精准回应了车主在各大论坛的反馈；当老车主发现自己的声音在下一代产品上得到验证，他们获得的是一种参与产品塑造的荣誉感，将消费者从被动用户升格为品牌共建者；

3) 舆论导向的进取感：在竞争激烈的大排量市场，持续升级塑造了品牌的进取者人设；450CL-C 在销量表现极佳的情况下仍坚持改款，传递出春风“不啃老本”的态度，进而转化为消费者对品牌的情感信任。

在产品交付意味着契约终止的共识下，精细化打造的 450CL-C 的持续升级构建了一种情感契约，老车主收获了长期归属感，新车主购买的是公司会不断进取的情绪价值；跨越时间的情绪共鸣，正是精细化产品运营所能提供的最高级价值。

450CL-C 的热销是情绪价值叠加 21980 元的理性定价的结果，产品超越性价比范畴，提供被精心对待的消费体验。消费者在这台车上获得了一种“懂我、适配我、表达我”的认同感，系精细化打造所能提供的最高级情绪价值。

3.3 品牌力：赛事成绩与销量表现助力快速提升

与乘用车类似，两轮车消费不仅仅在于产品质量自身，品牌也是其中的核心要素，由于两轮车具有明显在耐用消费品要素，购车者在购买新车时，往往会同时考虑产品制造厂商的品牌力，因此两轮车消费不仅仅是单纯的产品力比拼，消费者个人禀性和对各品牌认可度的体现。

自主品牌当前的品牌力和本田、宝马等国际一线品牌的差距是多年来经营、爆款车型、技术标签乃至品牌叙事与价值观输出等综合差距的结果，其追赶方向也较为明确：一是依靠赛事成绩突破，建立品牌的技术调性；二是依靠销量增长，积累品牌的用户口碑。

图57: 2024 赛季 Moto GP 在欧洲超 300 万人次观赛



数据来源：paddock GP，财通证券研究所

图58: 春风动力 2024 年在 Moto3 组别实现三冠伟业



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

春风在 2024 年 Moto3 赛季包揽车手总冠军、车队总冠军、制造商总冠军三项桂冠；对公司而言，胜利的意义远超奖杯本身：Moto3 赛事要求所有车队使用相近规格的引擎，胜负取决于车架调校、悬挂设定、电子系统和团队运营；公司的 Moto3

赛车的核心动力单元来自 KTM，但春风正是用 KTM 的引擎打败了 KTM 车队，证明其在整车集成调校上的技术水平已达到世界级水准。

诚然，Moto3 的绝对技术含金量不及 MotoGP 顶级组别，但欧洲消费者的认知逻辑是：能在世界锦标赛任何组别夺冠的品牌，其民用产品的运动基因是可信的。KTM 正是通过 Moto3 的统治逐步建立品牌信仰，春风正在复制这一路径。

三冠王之后，公司的技术水平彻底取得欧洲消费者认可，春风晋升成为拥有冠军级技术实力的国际运动品牌；随着公司的稳健经营与赛事成绩再创新高，其品牌力还会继续提升。

无极品牌的品牌力则更多来自销量增长，销量带来真实用户体验积累的品牌信任，在多年的经营下更具影响力。随着海外销售网点已达 1300 家、实现对欧洲市场的全面覆盖，无极的渠道密度正在进一步放大品牌认知。

可以看到，自主品牌的品牌力处于追赶阶段，但随着产品力优势在赛事成绩和销量表现上的持续兑现，品牌力的差距将会逐步缩小。

3.4 渠道力：质量提升，韧性加强，产能布局抗风险

在产品力结合质价比超过国际一线品牌竞品的情况下，自主品牌的重点就是提升用户的感知与触达，也就是渠道力，除了显而易见的渠道数量，胜负手还在于渠道质量与渠道韧性。

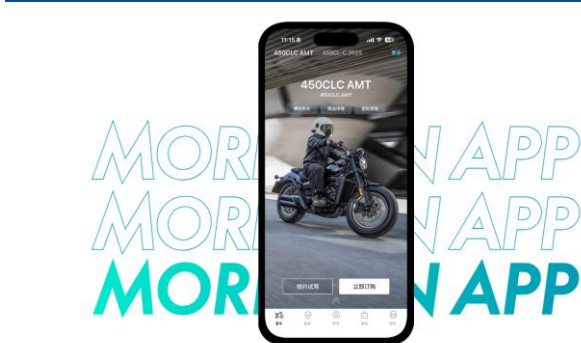
1、渠道质量是春风提升服务能力的关键因素，公司全国有超过 790 家独立品牌专卖店，更重要的是 2025 年升级至了标杆级的服务水平，推出 4 个全新服务承诺和 2 项特色服务：1) 承诺“联保 0 拒保，拒保赔 500”；2) 承诺“配件价格全面下调，消费更透明”；3) 承诺“7x24 小时在线，专家一站式服务”；4) 承诺“服务不满意，码上来吐槽”；5) 在 Prime 门店设立了一整套的规范化流程的专属服务区，春分车主专享，专车专修；6) C-Calling 紧急救援服务可以通过车辆内置的 T-BOX 监测到车辆异常倾倒，急速响应，提供紧急救援。

图59: 春风动力的服务理念



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

图60: 春风动力的掌上服务平台 CFMOTO APP



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

2、2025 年自主品牌在欧洲市场的表现，凸显了渠道韧性的重要性。

2024 年及以前，春风动力凭借战略聚焦、赛事营销和全地形车协同三大核心优势在出海欧洲领先隆鑫，但 2025 年隆鑫成功反超，这一现象是渠道运营造成的。

早期春风有三大优势：1) 先发优势：春风早在 2007 年就进入欧洲市场，多年来持续投入；公司全地形车业务先于摩托车在欧洲取得成功，2018 年就成为欧洲全地形车市占率第一的品牌，为摩托车业务积累了宝贵的品牌认知和渠道资源；

作为对比，隆鑫的高端品牌无极 2018 年才正式发布，2019 年才开始开拓欧洲市场；早期隆鑫在欧洲主要以代工和小排量通路车为主，品牌形象低端，直到 2022 年 DS900X 上市才真正切入高端市场；

2) 赛事营销带来的品牌力：春风于 2024 赛季一举斩获 Moto GP Moto3 组别车手、车队、制造商三项总冠军，这是中国品牌首次在世界顶级摩托车赛事中获得如此成就，品牌调性直接从“中国性价比品牌”提升至“国际运动品牌”；

隆鑫的品牌营销主要依赖产品口碑和经销商推广，缺乏能引爆市场的标志性事件；

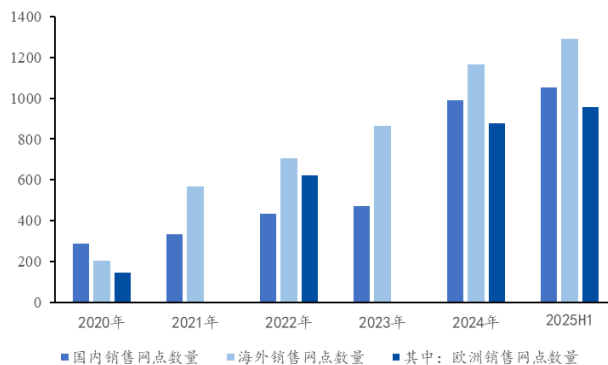
3) 全地形车业务的协同效应：春风公司的全地形车在欧洲市占率连续多年稳居第一，为摩托车业务带来了三大协同：一是品牌认知，欧洲消费者先通过全地形车认识春风品牌，再接受其摩托车产品；二是渠道共享，摩托车经销商同时也可以是全地形车经销商；三是供应链协同，共享物流体系，降低了摩托车业务的成本。

图61: 2019 年 11 月无极开启全球战略，晚于春风



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

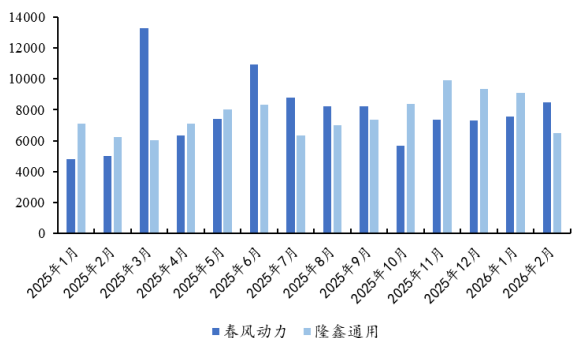
图62: 2020 年以来无极在国内外销售网点数量（个）



数据来源：隆鑫通用公司公告，财通证券研究所

在此背景下，隆鑫在 2025 年的反超，核心在于构建了一张密度更高、覆盖更广、控制力更强的本地化渠道网络：截至 2025 年 6 月末，无极在欧洲已布局 957 个销售网点，占其海外总网点数的 74%。

图63: 2025 年春风动力与隆鑫通用的出口月销量（辆）



数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

图64: 2024 年 11 月 KTM 陷入破产危机



数据来源：搜狐网，财通证券研究所

春风在 2025 年欧洲市场的增速放缓，核心原因是其高度依赖的合作伙伴 KTM 爆发严重财务危机，导致核心渠道突然断裂。

2024 年 11 月，KTM 集团正式申请破产保护，为了自救，KTM 采取了大规模裁员、暂停摩托车生产、大幅削减 Moto3/Moto2 等赛事投入等措施，并终止了多项非核心业务合作。

2025 年 4 月，KTM 宣布自 2025 年 5 月 31 日起，停止在欧洲 5 个国家代理销售春风和极核品牌产品；这一决定是 KTM 战略收缩的一部分，旨在集中资源拯救自身品牌；渠道切换需要时间，春风在德国、英国、西班牙等核心市场出现了销售真空期；KTM 的经营危机也间接影响了春风的品牌形象，部分欧洲消费者对春风的未来发展产生了担忧，观望情绪浓厚。

面对突如其来的渠道危机，春风迅速采取了一系列补救措施，寻找新的欧洲五国区域代理商，在西班牙、德国和奥地利等市场，春风与本地龙头经销商（如西班牙的 Jets Marivent、德国和奥地利的 Hans Leeb GmbH）签订了独家代理协议；目前公司在欧洲的经营已重回正轨。

3、全球产能布局也是广义上渠道韧性（抑或是供应链韧性）的一类体现；为节约物流费用和时间成本、分散国际政治经济因素对企业带来的风险，春风构建了中国、泰国、墨西哥三地制造体系，其中墨西哥基地于 2025 年 1 月成立，一期规划年产能五万台，作为北美前沿阵地，直接供应美国市场，同时积极推进通过美墨加贸易协定（USMCA）豁免关税，有效对冲美国对华加征关税的风险。

综上所述，自主品牌的两轮车产品力存在质价比优势，渠道力同样逐步提升，在美国额外面临的关税挑战也相应地进行了产能布局应对，因此增长逻辑是通顺且可持续的。

4 两轮车行业展望：出海前景广阔，看好龙头车企持续有盈利的 α 增长

4.1 多重因素压制，国内大排量或已触及天花板

4.1.1 从排量结构看，大排量渗透率或已难突破

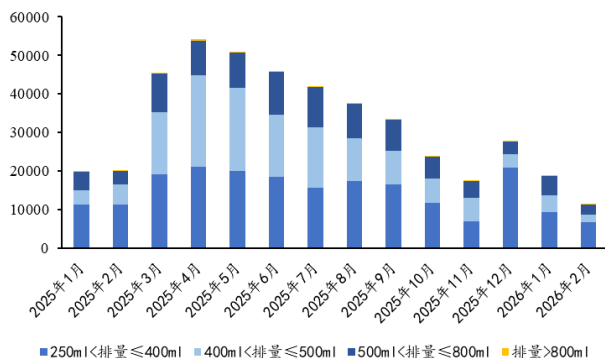
大排量摩托车在国内是明确的玩乐消费品，内部分排量结构呈现出一个风险逐级递减、韧性逐级递增的倒金字塔结构：

1) 入门级(250-400cc)是中国大排量市场的绝对销量主力，也是最脆弱的基本盘，客群画像以 25-35 岁年轻白领为主，处于职业上升期，但资产积累较少，抗风险能力较弱；这类客群的购买决策往往由短视频平台的内容种草驱动，属于情绪型消费，因此容易受到露营、骑行等娱乐替代和追热点转移，极易容易流失；

2) 中端排量(400-800cc)是当前行业公认的黄金排量段，但存在明显的结构性矛盾；该排量段的核心驱动力来自入门级用户的换车升级：当入门级车主度过新手期，对动力、配置、品牌产生更高要求时，400-800cc 成为自然承接区间；该群体已有一定骑行经验和经济实力，复购意愿明确，且对自主品牌的接受度较高，推动了国产中排车型的爆发；但中端市场是存量博弈市场，其增长完全依赖于入门级市场的健康度，因此入门级也是当前总量受限的根源；

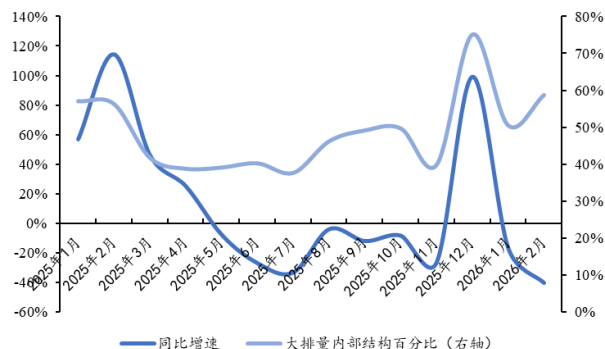
3) 高端排量段(800cc+)主打奢侈品逻辑，其客群画像是高净值人群和资深玩家，摩托车完全是玩具属性；这类客群大多具有强烈的品牌崇拜，骑行活动与商务社交、生活方式深度绑定，并且具有价格脱敏的特征；因此，该排量段的消费呈收藏化趋势，无论当前环境如何，该群体仍保持稳定的换车、增购节奏。

图65: 2025 年起大排量分排量月度内销量 (辆)



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

图66: 2025 年起 250-400cc 排量段月度表现



数据来源: 摩托车商会, 财通证券研究所

2025 年 5 月起, 入门级排量段 (250-400cc) 进入萎缩状态, 仅 2025 年 12 月为同比增长状态; 同时大排整体销量自 2025Q4 起也进入负增长状态, 结合上文入门级作为基本盘与风向标的论断, 我们判断, 国内大排量市场短期内或已触顶。

4.1.2 消费角度分析, 玩乐需求受到文化、政策、消费三重持续压制

中国摩托车玩乐需求面临的是一个政策、文化、消费三重叠加的压制环境。

表14: 国内部分主要城市当前限摩政策一览

城市	发布时间	政策文件名	政策概要
北京	2021 年	《关于对摩托车采取交通管理措施的公告》	京 A 牌照可通行除长安街、二至五环主路及四环内部分路段外的区域; 京 B 牌照禁止进入四环内 (含四环辅路); 外埠牌照全天禁止进入六环内。
上海	2017 年	《关于本市道路禁止通行、限制通行措施的公告》	沪 A、沪 B 牌照可全市通行 (部分主干道限行); 沪 C 牌照仅限郊区; 禁止上高速。
广州	2017 年	《广州市非机动车和摩托车管理规定》	市区 (含天河、越秀等核心区) 禁止摩托车上路, 仅允许邮政、残疾人专用车等特殊车辆通行, 增城、从化等非中心区域允许本地牌照摩托车行驶。
深圳	2025 年	《关于禁止摩托车在部分道路行驶的公告》	福田、罗湖、南山、盐田、宝安、龙岗、龙华、坪山、光明区除 107 国道、坪山大道外全天禁摩; 大鹏新区除部分道路外全天禁摩。有效期至 2028 年 12 月 31 日。
杭州	2017 年	《关于杭州市区道路各类摩托车、人力三轮车禁止通行的通告》	主城区 (上城、西湖等六区) 全面禁摩; 余杭、萧山等郊区不限。
武汉	2019 年	《关于进一步加强摩托车管理工作的通告》	三环线以内区域 (含三环线) 全天禁止摩托车通行; 中心城区停止摩托车注册登记及外地/新城区摩托车转入。
成都	2018 年	《成都市摩托车管理规定》	锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区行政区域内及 G4201 绕城高速外侧 500 米生态保护带以内地区, 根据交通情况实行摩托车限制通行。
天津	2021 年	《天津市公安局关于确定摩托车禁止通行区域的通告》	禁止摩托车在外环线以内道路 (不含外环线) 通行, 特种车辆除外, 有效期 5 年。

数据来源: 各地公安局, 各地公安交通管理局, 各地人民政府门户网站, 财通证券研究所

1、政策层面上, 各地的限摩令的长期执行逐渐演变为对摩托车品类本身的否定。

从 1985 年北京首次限摩至今, 截至 2025 年底, 全国仍有 170 多个大中城市执行严格的摩托车限行、禁行措施, 这类政策最初基于治安管理和交通疏导, 但随着长期执行的惯性, 限摩不仅抑制了日常通勤需求, 更关键的是摧毁了摩托车的合法使用场景; 产品在城市空间中被定义为非法或受限, 其文化建构和社交传播自然转入地下, 进一步加剧了负面标签。

尽管部分城市（如西宁）尝试解禁，但大多数城市基于管理成本考量，维持甚至加码限摩。摩托车始终未被纳入主流城市交通规划，其边缘化地位固化了玩乐需求的非正当性。

2、文化层面上，媒体放大了大排量摩托车的负面刻板印象。

短视频平台上，少数未成年人驾驶改装踏板/小排量摩托车炸街、翘头的极端案例，被算法无限放大，最终泛化为对整个摩托车群体“鬼火少年”的污名化。社会认知中，骑摩托与危险、叛逆、底层形成强关联。

交通事故新闻与视频，尤其是仿赛车型的事故，在社交媒体上以戏谑化、惊悚化标题传播，构建了一种非理性但极具传播力的集体恐慌。

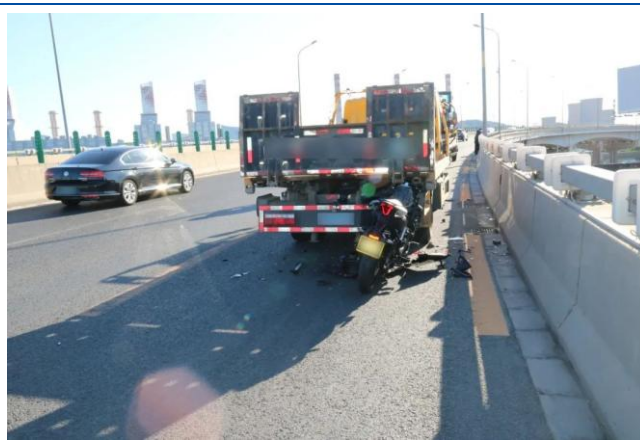
因此，中国摩托车文化始终停留在亚文化甚至反文化的灰色地带。

图67：“鬼火少年”正在飙车、炫技



数据来源：搜狐网，财通证券研究所

图68：摩托车事故现场



数据来源：北京市公安局交通管理局，财通证券研究所

3、消费层面上，家庭决策中对大排量摩托车几乎均倒向否决机制。

1) 家庭层面上，在中国家庭消费决策中，大排量摩托车尤其是大排量仿赛，往往面临来自配偶、父母的一票否决，反对理由不仅出于安全担忧，更包含不成熟、不务正业、浪费钱等社会评价焦虑。

2) 社会层面上，拥有一辆大排量仿赛，意味着在职场、邻里、亲戚关系中需要持续解释和辩护。这种社交成本对注重社会认同的中产群体构成显著抑制。

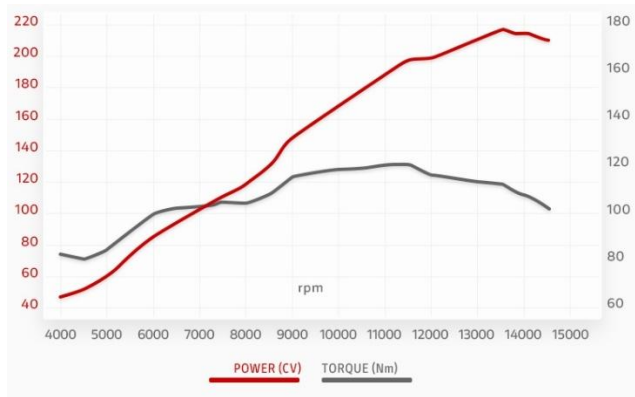
3) 决策层面上，在出行工具消费中，家庭普遍支持购买一辆轿车/SUV 作为“正经车”，摩托车几乎不可能成为家庭支持的首个“大件消费”，其购买行为往往带有对抗性或隐秘性，更加剧了其消费的不合理程度。

4.1.3 现象根源：仿赛车型的超跑陷阱裹挟消费者、厂商与社会认同

中国大排量摩托车市场的特殊困境，与产品取向的极度单一化密切相关；仿赛车型占据了舆论的绝对主导，但这种车型特性与中国的使用环境存在结构性矛盾。

仿赛车型的设计哲学与乘用车里的超级跑车高度一致：牺牲低转速平顺性，换取高转速爆发力；其发动机通过短行程、高压比设计，将最大功率点推至 8000-12000rpm 区间；因此，产品在常规骑行转速（3000-5000rpm）下动力输出疲软，动力与转速形成几乎线性的曲线；这种通过提高转速压榨马力带来的“推背感”在赛道上是乐趣，在公共道路上则是危险源。

图69: 杜卡迪仿赛 Panigale V4S 的动力实测曲线



数据来源：摩托范，财通证券研究所

图70: 2026年1月摩托车人气榜中前四名出现三款仿赛



数据来源：摩托范，财通证券研究所

在国内，仿赛车主绝大多数在乡镇道路、城市街区、国道骑行，而非封闭赛道。导致了当前困境：

- 1) 在视线受限、路况复杂的乡镇道路，高转速意味着高车速，而仿赛的低坐姿、低把手设计导致视野狭窄，紧急避让能力弱，事故后果严重，即所谓“吃席”；
- 2) 若车主克制转速，保持安全驾驶，则面临动力疲软、发动机高热等现象，花数万元购买的大排量产品体验不到动力快感，产生强烈的价值失落感；
- 3) 最终市场陷入满怀期待进入与失望离场的循环中。一方面，大量入门级仿赛在购入后一段时间即流入二手市场，形成新车、二手、再二手的快速折旧链；另一方面，仿赛的外观极具侵略性和吸引力，成为绝大多数年轻人的第一辆大排，但驾驶特性对新手极不友好，导致高事故关注度、高退坑率、市场口碑降低。

最终市场进入循环，仿赛热度高销量好，于是车企继续集中资源推出仿赛；市场上仿赛最多，消费者误以为这是大排量产品的标杆；整个市场被锁定在仿赛赛道，更加剧了民众的负面印象。

总之，中国大排量摩托车市场正面临困局：需求进入被压制状态，环境受到政策、文化、家庭的三重压制，产品方面仿赛车型的“超跑陷阱”加剧了安全事故和社会负面认知，导致国内无法构建稳定的骑行文化。

4.2 海外竞争格局商业模式远胜国内，出海是必然趋势

与国内形成鲜明对比的是，海外摩托车市场呈现高成长、高利润、高品牌空间的特征，隆鑫通用无极系列 2025 年出口收入增幅高达 86.28%，欧洲市场销量突破 8 万台、同比+89.35%，已经证明出海的可行性。

同时，海外市场不存在国内品牌低端的刻板印象，自主品牌以质价比直接切入中高端，避免了国内从低端向上攀爬的品牌损耗。海外消费者对摩托车作为通勤工具与休闲玩具的双重认知，也为品牌溢价提供了土壤。

4.2.1 欧洲市场作为出海起点，经营路线正确，稳健扩张即可

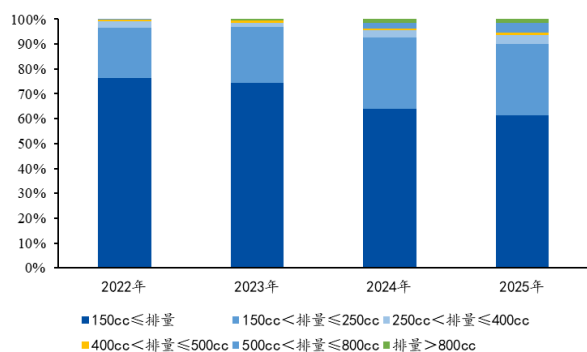
欧洲是全球中大排量摩托车的核心消费高地，2025 年，欧洲摩托车市场规模约 168 万辆，其中前五大摩托车市场注册 100.3 万辆，市场规模虽小，但主要以休闲娱乐的大排量车型为主，2012 年大排量渗透率约 52%，市场含金量较高。更重要的是，欧洲拥有全球最严苛的 Euro 5+排放法规、最成熟的骑行文化以及最挑剔的用户群体，被业内公认为“地狱难度”的市场。

地狱难度的另一面是，一旦品牌在欧洲完成产品验证和渠道扎根，就可以实现全球市场的降维打击；而无极的出海路径已经验证了这一逻辑：先在最难啃的欧洲市场建立口碑，再以此辐射拉美、北非、东南亚等新兴市场；在巴西，当地经销商看到无极在欧洲的销量数据后主动寻求合作；在北非，欧洲认证成为消费者信任背书。

如前文所说，自主品牌在欧洲的核心竞争力并非单纯低价，而是相同价格配置更优、相同配置价格更低的质价比优势，而且这种质价比已转化为强劲的销量增长：2025 年，春风动力公司燃油摩托车外销 15.95 万台，营业收入 35.87 亿元，同比+21.88%；2025 年，隆鑫通用公司的无极品牌产品出口收入 25.07 亿元，同比+86.28%；无极品牌欧洲市场销量突破 8 万台，在前五大市场合计市占率接近 4.5%，居中国品牌首位；其中意大利市占率 5.5%，西班牙市占率达 7%，其旗舰车型 900DSX 在西班牙更是以 5805 辆的年销量成为最畅销的 ADV 产品。

更关键的是结构向上，无极品牌出口方面大排量产品占比从 2024 年的 7.23% 跃升至 2025 年的 9.92%，高价值量车型占比持续扩大，带动盈利能力同步提升。

图71: 无极出口结构于 2025 年大幅改善



数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

图72: 2026 年春风在 Moto2 赛事连续七站登上领奖台



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

品牌力方面，欧洲消费者对品牌故事和技术实力并重，而如前文所说，春风和无极分别在赛事文化和产品口碑两个维度上完成了原始积累，并且随着赛事成绩的持续提升和销量的稳步增长，其品牌力也在逐步成长。

当前，无极与春风的表现均已验证模式可行，两家车企进入加速渗透的阶段；欧洲市场虽然竞争激烈，但自主品牌凭借产品质价比和渠道深耕能力，正在从边缘进入者转变为主流挑战者。

因此，自主品牌无需激进冒进，稳健扩张即可，春风与无极为代表的自主品牌在欧洲市场的份额天花板远未触及，大排量出海欧洲是一条逻辑坚实且可持续的增长路线。

4.2.2 拉美市场担任出海基本盘，策略逻辑闭环，增长未来可期

中国摩托车产业出海拉美并非新故事，而是有着近二十年深厚积淀的成熟路径：2025 年中国对拉美出口摩托车达 651.6 万辆，同比+11.2%；同期，拉美地区摩托车销售量同比+20.6%，成为全球增长最快的区域之一；巴西年销量从 2016 年的 89.0 万辆扩大至 2025 年 219.8 万辆，哥伦比亚新注册摩托车 112.2 万辆，秘鲁销量达到 42.6 万辆、同比+25.3%。

拉美市场容量约 586 万辆，是全球第二大摩托车市场；表观上拉美以小排量通路车为主，多用于日常代步；但是拉美地区多高原、山地、雨林与荒漠，路况复杂，

对 Adv 大排量车型存在天然需求；随着拉美中产阶级壮大与消费信心回暖，被压抑的大排量需求正逐步觉醒。

表15: 本田摩托车在拉美地区的生产基地一览

国家	城市	开始年份	特点
巴西	玛瑙斯	1976	2025 年 10 月本田投资 16 亿雷亚尔扩建
墨西哥	埃尔萨尔托	1988	主要面向墨西哥及美国市场
阿根廷	坎帕纳	2006	曾同时生产摩托车和汽车
秘鲁	伊基托斯	2007	位于亚马逊雨林深处

数据来源：CPG, CarInterior, 本田全球官网, 财通证券研究所

竞争格局方面，拉美市场长期由日系品牌（本田、雅马哈等）、印度品牌及拉美本土品牌主导，日系品牌深耕多年，拥有完善的渠道与品牌认知，而自主品牌的破局方法是：1) 如前文所说，产品高质价比，实现差异化替代；

2) 与本土品牌深度合作，实现渠道借势；墨西哥本土品牌 Italika 是该国摩托车市场的绝对龙头，其背后是隆鑫集团多年来的战略合作；通过技术输出与本地化组装，中国制造与拉美本土渠道资源实现了高效耦合。

面对拉美市场的消费结构，自主品牌采取了全排量段覆盖的策略：

1) 小排量端，隆鑫的通路车业务以早期贴牌形式供货墨西哥 Italika、哥伦比亚 AKT，受拉美市场需求增长而实现快速发展；春风在墨西哥推出多款畅销车型，2025 年当地销量增长 42.9%；这些布局承担着走量保份额、维持渠道密度的功能；

2) 大排量端，大排量车型出口单价远高于小排量产品，是提升出口均价与利润率的关键；自主品牌用高端产品树品牌、用小排量产品扩基盘的协同逻辑，已经得到验证。

品牌力方面，自主品牌近年来在欧洲市场建立的品牌势能形成了辐射；由于历史、语言与文化联系，拉美消费者对欧洲市场的品牌趋势具有较高敏感度；无一是这一效应的最大受益者，品牌的全球化策略是：“欧洲铸标杆、拉美树品牌、亚非谋破局”，首先在实现欧洲区域全覆盖基础上，持续强化高端品牌形象与市场标杆地位；其次，拉美区域在阿根廷市场屡创佳绩的情况下，成功突破巴西关键市场，逐步建立品牌高地。

图73: 2018 年 Italika Vort x300 即为隆鑫产品海外版本



数据来源：新丝路，财通证券研究所

图74: 春风摩托推出子品牌 CFLite，发布三款新车



数据来源：腾讯网，财通证券研究所

春风在巩固高端形象的同时，针对拉美等新兴市场市场于 2024 年 9 月正式推出全新子品牌 CFLite，2025 年在菲律宾 Makina Moto Expo 上完成首秀，发布 250NK Lite、250SR Lite 以及 Dual 230 三款车型。

这一动作目的在于以独立子品牌实现市场下探，避免主品牌价值稀释。Dual 230 搭载 223cc 单缸引擎，配 21 寸前轮与长行程悬挂，兼顾实用性与越野性能；250NK Lite 在保留原版设计优势的基础上优化成本结构；公司在高端树品牌的同时，以独立下探品牌抢份额，双轨并行。

综合来看，当前自主品牌在拉美市场的战略布局已经形成了清晰的逻辑闭环：基本盘稳固、需求存在空间、产品覆盖全排量段、竞争格局通过合作与质价比打开缺口、欧洲品牌势能辐射拉美、子品牌下探扩大用户基盘。

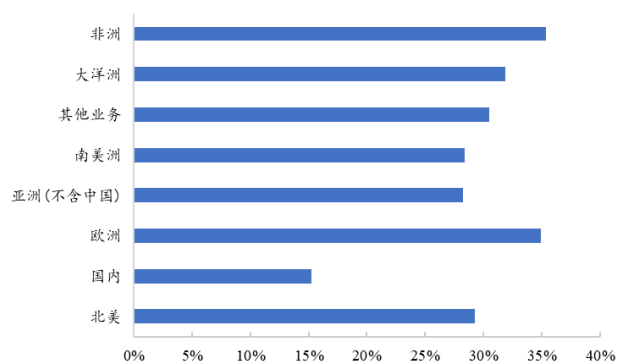
随着拉美城市交通需求持续释放、快递产业和骑行文化不断推广，摩托车市场增长潜力巨大，中国摩托车持续升级，驰骋拉美市场未来可期。

4.3 全地形车和摩托车技术类似，海外需求高，出海是必然趋势

全地形车与摩托车同属动力运动机械，在发动机、传动系统、悬挂系统等核心技术上高度同源，自主品牌在摩托车领域积累的技术能力与制造优势，天然可向全地形车领域迁移。而海外市场全地形车需求旺盛、商业模式成熟，进一步印证了出海是产业发展的必然趋势。

中国全地形车出口已形成规模效应，2025 年，中国全地形车出口 47.55 万辆，出口金额 13.94 亿美元，同比增长 15.39%；更关键的是，海外市场的利润率显著高于国内：2025 年，春风动力北美地区毛利率高达 29.30%，中国大陆仅 15.25%，欧洲为 34.95%；巨大的毛利率差距已经说明了出海的必要性。

图75: 春风动力 2025 年在各地区的毛利率



数据来源: iFinD, 公司公告, 财通证券研究所

图76: 北极星公司在国内的野奢之旅活动



数据来源: 北极星中国官网, 财通证券研究所

在北美和欧洲，全地形车拥有完善的消费文化、赛事体系与渠道网络；消费者将全地形车视为户外生活方式，愿意为品牌、性能与体验支付溢价；国内全地形车受使用场景、政策规范及普及程度等因素制约，需求尚未完全释放，整体市场规模仍相对有限，行业企业仍以出口业务为主。因此，与燃油摩托车类似，国内市场依旧是为国内企业提供规模化的生产经验、供应链整合能力与成本优势。

综上所述，全地形车与摩托车高度同源，使自主品牌能够以较低的技术迁移成本切入海外百亿级市场。而海外市场旺盛的需求、成熟的商业模式、远高于国内的毛利率，以及头部企业已验证的高增长路径，共同构成了不可逆的出海逻辑。

4.4 总结：看好两轮车龙头企业持续有盈利的阿尔法增长

综合两轮车与全地形车的海外表现，两轮车龙头企业的增长逻辑已非常清晰：海外市场的商业模式优于国内，出海已从战略选择转变为利润引擎。

当前，春风动力、隆鑫通用等头部企业的海外收入占比已超过 60%，且海外业务毛利率显著高于国内；未来，随着拉美地区需求持续兑现、欧洲品牌势能持续转化为销量、北美全地形车高利润业务继续扩张，两轮车龙头企业的海外收入占比有望进一步提升，毛利率曲线将继续向上。在国内存量博弈与政策压制的背景下，海外业务已成为龙头企业穿越周期、实现持续盈利增长的核心支柱。两轮车与全地形车的协同出海，正在为中国动力运动产业的全球化写下最坚实的注脚。

5 重点标的

5.1 春风动力：多赛道龙头，强产品周期，成长性无忧

春风动力是国内大排量玩乐摩托车与全地形车双龙头，2025 年营收达 197.46 亿元，同比+31.3%，归母净利润 16.75 亿元，同比+13.8%，三大业务板块：全地形车、燃油摩托车、极核电动两轮车均处于产品强势周期，全球化布局与高端化战略持续推进，具备长期成长确定性。

春风动力摩托车业务的平台化研发策略已进入收获期。以 450 平台为例，自 2022 年 5 月推出 450SR 以来，该平台持续热销，2025 年 450SR 单车型销量达 3.75 万辆，是年度最热门大排量单一车型。基于 450 平台，公司快速衍生出 450NK（街车）、450CL-C（巡航）、450MT（Adv）等多款车型，形成一平台多车型的高效产品矩阵，显著降低研发成本并缩短上市周期。

该平台不仅孕育了大获成功的诸多车型，更反向输出至国际合作伙伴，KTM 的 450RC 正是基于 450 平台设计与生产；春风动力通过自主研发平台的成熟，逐步从 KTM 的技术引进方转变为技术协同方。

图77: 春风 2025 年包揽大排量玩乐车单品销量前两名



数据来源：摩托范，财通证券研究所

图78: KTM 450RC 基于春风平台开发



数据来源：摩托范，财通证券研究所

公司在国内中大排量摩托车市场稳居龙头地位。2025 年，公司 200cc 以上跨骑摩托车销量达 11.2 万辆，蝉联行业第一，其中仿赛车型 450SR 年销 3.7 万辆，成为年度最热门大排量单一车型。

海外市场是公司两轮车业务的重要增长极。2025 年，公司两轮摩托车外销收入达 35.87 亿元，同比大幅增长 21.88%。公司采取差异化出海策略：在欧美等成熟市场，以 CFMOTO 主品牌主打 450cc 以上中高端玩乐车型；针对东南亚、拉美等新兴市场出行刚需，加快推进子品牌“CF-lite”，专注 400cc 以下经济实用车型，深挖下沉市场出行需求。

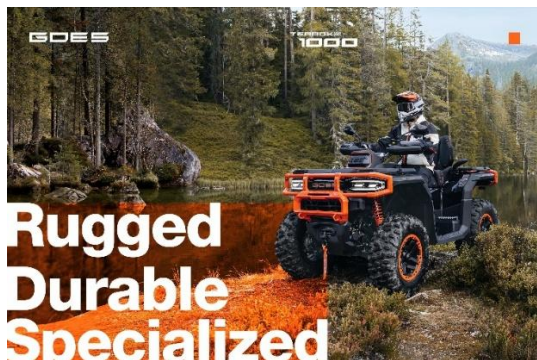
公司是中国摩托车品牌参与国际顶级赛事的标杆。2022 年，公司成为首家登陆 MotoGP 轻量级组别的中国厂商；2024 年，与西班牙 Aspar 车队深度合作，包揽 Moto3 车手、车队、制造商三项年度总冠军；2026 赛季，春风动力延续强势表现，至 6 月 1 日已连续七站登上领奖台；赛事成绩持续转化为品牌溢价，推动公司产品力升级。

公司是全地形车领域的绝对龙头。2025 年，公司全地形车累计销售 19.7 万辆，实现销售收入 96.08 亿元，同比+33.3%，出口额占国内同类产品出口额的 74.01%。

在欧洲市场，公司市占率常年保持行业第一，是公司全地形车业务的基本盘。公司通过“CFMOTO+GOES”双品牌协同战略，完善产品与渠道布局，持续巩固领先地位。GOES 品牌作为全资子品牌，有效补充了下沉市场覆盖，双品牌协同下欧洲市场份额及产品均价有望继续提升。

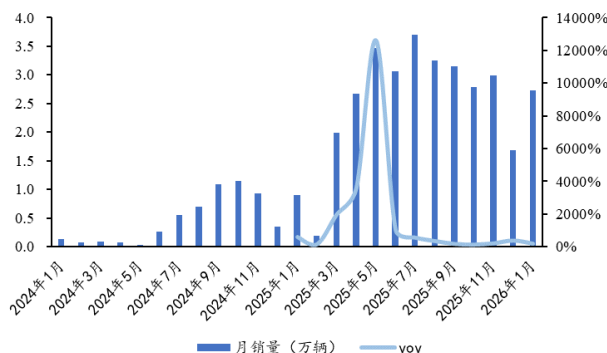
北美市场是春风动力四轮车业务的重要增长引擎。公司在美国市场与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩，销量稳步提升，加速迈向全球第一梯队；公司高端化策略成效显著，核心车型 U10 PRO 表现突出，带动产品结构持续向高性能、高价值进阶。

图79: GOES 品牌是公司下沉市场覆盖子品牌



数据来源：春风动力官网，财通证券研究所

图80: 2024 年以来极核品牌月销量



数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

极核电动（ZEEHO）已成为春风动力的第三增长曲线。2025 年，极核电动实现销量 55.12 万辆，营收 19.12 亿元，同比增长 381%。

该业务的渠道扩张迅猛，2025 年全年新增门店 1260 家，门店总数突破 2050 家，覆盖一线至三线城市，国内核心城市实现 100% 覆盖。公司提出“三年跃迁”战略，计划 2026 年门店超 3200 家、2027 年超 5500 家、2028 年超 8500 家，2028 年冲刺销量 400 万台、进入行业前五。

2025 年极核毛利率为-0.03%，逼近盈亏平衡线。依托母公司两大成熟业务的稳定盈利与充沛现金流支撑，极核得以实施相对激进的市场策略，从烧钱换市场向盈利阶段过渡。

春风动力三大业务板块均处于产品强势周期，全地形车量价齐升，大排量摩托车平台化能力验证、出海空间打开；极核电动即将进入盈利拐点，2026 年成长性无忧，建议关注。

5.2 隆鑫通用：聚焦大排量玩乐车领域，质价比领先助力全球化

隆鑫通用在国内大排量玩乐摩托车领域稳居第二，旗下品牌无极（VOGE）依托 20 年宝马代工积淀，以质价比策略在欧洲市场快速突破。2025 年公司净利润 16.32 亿元，同比+54.52%，经营表现良好。

公司深耕摩托车及发动机领域多年，自 2005 年起为宝马代工已逾 20 年，累计向宝马供应超过 33 万台 650cc/850cc 大排量发动机及 9 万余台 350cc 整车，从单缸到双缸、从发动机代工到整车量产，2024 年宝马最新的大排量发动机项目仍选择与隆鑫签约，证明公司过硬的工艺水平；宝马同源的动力集成能力与品控体系，为无极品牌构筑了难以复制的技术护城河。

无极品牌充分吸收宝马合作中的发动机技术、制造工艺及品控标准，将动力领先、配置越级、价格亲民的质价比策略贯穿全系产品。在 Adv 领域，DS800/DS900X 系列动力参数对标宝马 F 系列，价格却显著低于同级竞品；在巡航领域，CU625 于 2025 年 7-11 月零售 8344 辆，位列细分市场第一；这种超高质价比的产品逻辑，使无极在意大利、西班牙等成熟市场快速增长。

图81: 2024 年宝马与隆鑫新发动机项目签约仪式



数据来源：摩托范，财通证券研究所

图82: DS900 X 是 2025 年西班牙摩托车单品销量冠军



数据来源：摩托范，财通证券研究所

出海方面，2025 年，无极品牌出口销售收入达 25.07 亿元，同比暴增 86.28%，其中欧洲市场表现极佳；2026Q1 淡季不淡，无极出口收入 6.65 亿元，同比+22.69%，创历年一季度新高。

公司 2025 年净利率 8.53%，2026Q1 进一步提升至 10.53%，随着高毛利自主品牌收入占比持续提升，盈利弹性有望继续释放；在与宗申资产置换完成后，公司将更加聚焦摩托主业，全球化成长属性凸显。建议关注。

6 风险提示

地缘政治风险：两轮车行业出口业务占比较高，若地缘政治情况发生波动，将影响行业运营情况。

产品产销量不及预期：燃油摩托车、电动两轮车与全地形车产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响，存在不确定性。

运费与汇率波动风险：两轮车行业出口业务占比较高，若运费与汇率波动，将影响行业的产品交付周期与盈利能力。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。