

浙江春风动力股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【1100】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

浙江春风动力股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
春风转债	AA+	AA+

评级日期

2026年07月30日

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：薛辰
xuechen@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到浙江春风动力股份有限公司（以下简称“春风动力”或“公司”，股票代码：603129.SH）仍为国内全地形车及中大排量摩托车领域头部企业，跟踪期内持续完善产品矩阵及全球渠道布局，细分行业市场份额保持领先，受益于全地形车产品结构升级及“第三收入曲线”逐渐成型，公司经营收入维持高速增长态势，经营性现金流维持较佳，资金储备进一步增厚，债务负担仍较轻。同时中证鹏元也关注到，公司盈利能力面临内外部多重挤压，利润表现显著弱于收入端，跟踪期内海外产能布局逐渐清晰，但对美出口规模边际提升，仍面临海外运营、境外投资及跨境管理挑战，此外，本期债券募投项目将显著拉高电动两轮车扩产比例，考虑到当前相关行业已进入新国标主导的深度调整期，公司能否在行业调整周期中实现逆势增长并顺利消化新增产能仍有待观察。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	191.80	192.70	149.00	103.14
归母所有者权益	80.04	75.02	61.94	50.39
总债务	47.38	56.37	40.46	20.58
营业收入	53.59	197.46	150.38	121.10
净利润	4.27	17.34	14.94	10.57
经营活动现金流净额	-3.63	39.66	29.73	13.85
净债务/EBITDA	--	-1.75	-1.65	-1.78
EBITDA 利息保障倍数	--	71.46	108.19	131.39
总债务/总资本	36.50%	42.15%	38.92%	28.46%
FFO/净债务	--	-42.90%	-48.97%	-46.44%
EBITDA 利润率	--	10.01%	11.24%	10.07%
总资产回报率	--	11.16%	13.04%	12.09%
速动比率	1.13	1.11	1.13	1.25
现金短期债务比	1.96	1.77	1.86	2.33
销售毛利率	28.70%	26.94%	30.06%	33.50%
资产负债率	57.02%	59.85%	57.39%	49.85%

注：2023-2025年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致
资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **公司仍具备较强的综合竞争壁垒，并持续丰富渠道及产品布局，在细分行业市场份额保持领先。**公司主力产品全地形车及中大排量摩托车在细分市场仍具备较强的品牌影响力和产品竞争力，且公司持续加密全球经销渠道布局。2025 年全地形车国内出口份额高达 74%，并依托核心高端新品加速提升在北美市场的渗透率，同时中大排量摩托车部分细分车型市占率仍居国内前列，市场地位及竞争优势稳固。
- **全地形车产品结构优化及电动两轮车业务逐渐成型支撑公司营收持续高增。**公司在全地形车领域持续发力 UTV&SSV 等高端车型，2025 年以来依靠核心新品在北美市场实现结构性突破，带动该板块收入快速上行；随着电动两轮车产品推新节奏及终端渠道建设加快，全年该业务规模增长近 4 倍。与此同时，燃油摩托车业务在多重因素扰动下仍展现出较强的经营韧性，跟踪期内公司营收增速维持在 26%以上。
- **公司经营性现金流维持较优，自有资金储备更趋充裕，债务压力仍较轻。**公司产品附加值及销售毛利率仍优于行业平均水平，且对下游经销商货款回笼及时，经营性现金流持续大幅净流入，货币资金储备随经营扩张进一步增厚，仍可对总债务形成全额覆盖，且随着 KTM 破产重整落地，公司将前期计提的大额坏账准备予以转回，资产流动性保持较优；且截至 2026 年 3 月末，公司债务结构仍以应付票据为主，流动性压力维持低位。

关注

- **盈利能力面临内外部多重挤压，利润端表现远不及收入端。**受电动两轮车业务扩张期亏损以及美国出口税收抬升拖累，2025 年公司销售毛利率同比下探，而外向型市场特征使得公司累积了较大规模的外汇资产敞口，期末外币资金余额同比大幅攀升，人民币升值进一步挤占盈利空间。2026 年 1 季度电动两轮车业务毛利率虽实现转正，但汇兑损失对利润的侵蚀仍在加重，当期在收入延续高增的情况下归母净利润同比仅微增 1.81%，增幅显著弱于营收。
- **公司持续面临海外运营、境外投资及跨境管理挑战。**2025 年公司对北美洲出口占比提升至 36%，且当前出口税收成本仍由公司全额承担，短期内公司依托墨西哥和泰国产能布局以应对贸易政策影响，但若后续贸易壁垒升级或海外属地政策变化，产能对冲效果或将减弱，甚至带来新的成本冲击，且全球化产能配置仍存在较大的产业链跨境管理难度。
- **募投项目显著拉高电动两轮车扩产比例，行业深度调整期公司卡位能力及产能消纳情况有待观察。**本期债券募投项目一期正式投产在即，届时将新增较大规模电动两轮车产能，二期项目若接力启动，合计产能将大幅扩容至 280 万台/年，扩产比例高达 4 倍。中证鹏元关注到，2025 年底新国标落地推动电动两轮车行业进入深度调整期，行业面临整体需求收缩风险及电摩产品高增长机遇，公司能否穿越本轮政策周期并顺利消化新增产能仍有待观察。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为国内全地形车和中大排量摩托车细分行业的头部企业，主力业务核心竞争力仍较强，且持续发力产品矩阵拓宽及经销渠道扩容，有望支撑经营基本面稳步向好；同时公司账面货币资金仍充沛，对债务保障程度较高，整体财务安全边际充足。

同业比较（单位：亿元）

指标	钱江摩托	隆鑫通用	涛涛车业	公司
总资产	99.23	173.40	59.06	192.70
营业收入	54.14	191.35	39.41	197.46
销售毛利率	25.16%	19.03%	41.48%	26.94%
资产负债率	45.86%	44.38%	38.70%	59.85%
应收账款周转率	10.58	11.88	4.81	11.94
存货周转率	2.90	15.87	1.58	5.34

注：（1）钱江摩托和隆鑫通用均为摩托车生产厂家，其中代步类小排量车型及娱乐类中大排量车型均有涉及，亦有少量全地形车业务，涛涛车业产品线覆盖小排量的儿童全地形车、电动出行的滑板车、高尔夫球车三大类；（2）以上各指标均为 2025 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
春风转债	21.79	21.79	2025-7-21	2032-6-10

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于年产300万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套新建项目、营销网络建设项目及信息化系统升级建设项目。截至2026年6月30日，“春风转债”募集资金专项账户余额为20.32亿元。

“春风转债”即将于2026年12月16日进入转股期，当前转股价格241.70元/股，截至2026年07月29日，公司股票收盘价303.00元/股。

二、 发行主体概况

跟踪期内，因股权激励计划部分期权行权，截至2026年3月末公司注册资本和实收资本均增至1.53亿元，股权结构相对稳定，控股股东春风控股、第二大股东重庆春风投资有限公司分别持有公司28.05%和7.86%的股份，实际控制人赖国贵及其一致行动人直接及间接持股合计39.76%，家族持股比例仍较高。截至2026年6月末，第二大股东重庆春风投资有限公司累计质押股份360.00万股，占其所持公司股份的29.85%。2025年6月，司维辞去公司董事一职，但继续担任副总裁及财务负责人职务，当月选举贾方亮担任公司职工董事。

跟踪期内，随着电动两轮车业务规模快速上量，公司已构建以全地形车、燃油摩托车及电动两轮车三大产品线为主的业务体系，市场策略仍以内销与出口并重，其中全地形车在国内厂商中龙头地位稳固，出口份额稳居第一，同时在燃油摩托车领域深耕的中大排量产品在细分市场本土厂商中仍占据头部位置。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民

生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

（一）全地形车行业

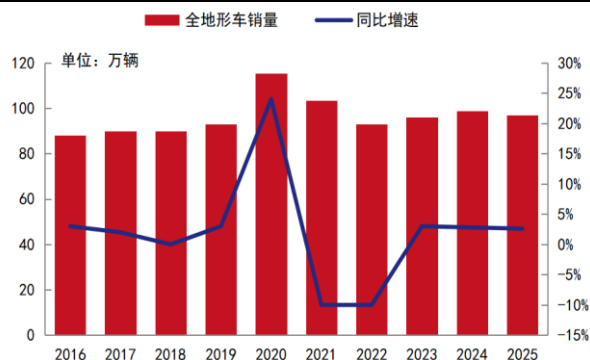
全球全地形车市场底盘稳固，2025年以来全球经济承压一定程度拖累行业高端化迭代节奏，但长期产品升级逻辑未变；市场维持寡头垄断格局，国产品牌加速海外市场渗透，但在高端车型细分领域仍存在突破潜力

全地形车全球市场需求在较长的历史周期内维持平稳，2025年全球销量约为97万台，同比增长2.6%，其中北美和欧洲市场仍是全球消费的核心地带，北美全地形车销量占比在80%以上，其中UTV&SSV销量占全球的比例甚至超过90%，美国仍是全球最大的全地形车消费市场。

从细分市场趋势来看，受全球消费升级浪潮驱动，近年UZ系列产品（UTV、SSV）凭借驾乘舒适、方向盘操控、载人载物能力更强等优势，快速抢占原属于ATV的部分休闲娱乐及轻度作业市场，市场份额持续提升，为全地形车行业主要增量市场。尽管UZ系列份额持续增长，但ATV在农林作业、应急救援等专业领域的核心地位依然稳固，呈现“份额回落、地位坚挺”的格局，反映出ATV需求正由泛娱乐化转向专业化刚需。2025年以来，全球及北美地区面临的经济下行压力加剧，对高端车型的需求略有回落，未来随着技术迭代加速及优质供给增加，有望进一步加快行业高端化升级趋势。

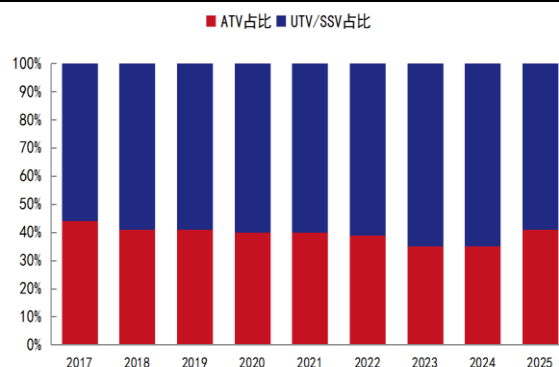
从产业竞争格局来看，全球全地形车市场呈现显著的寡头垄断特征，Polaris、BRP、Honda等厂商占据绝大多数市场份额，CFMOTO在北美深耕多年品牌价值日益显现，市场份额亦有所提升。我国全地形车行业受主要消费市场分布影响，长期呈现显著的出口导向特征，90%以上的产品均销往海外，近年国产厂商凭借高性价比优势快速抢占市场份额，2025年国内全地形车出口数量47.55万辆，出口金额13.94亿美元，同比增长15.39%，其中春风动力、涛涛车业、重庆润通出口销量位居前列，春风动力全地形车出口额占据全国的74.01%。但国产厂商产品布局多集中于ATV系列，在高端车型的产品矩阵、动力性能等方面较国际巨头仍存在一定差距，高端市场竞争力有待进一步提升。

图1 全球全地形车市场需求相对平稳



资料来源：Polaris 年报、公开资料，中证鹏元整理

图2 2025年高端车型市场份额略有回落



资料来源：Polaris 年报、公开资料，中证鹏元整理

（二）摩托车行业

2025年以来摩托车行业呈现“内冷外热”特征，国内市场在禁限摩政策、产品替代、消费降级等多重挤压下终端需求持续萎缩，短期内需疲软态势难以根本性扭转，但中大排量车型结构性机遇仍存，而出口市场延续高景气度预计仍将显著增强产业运行韧性

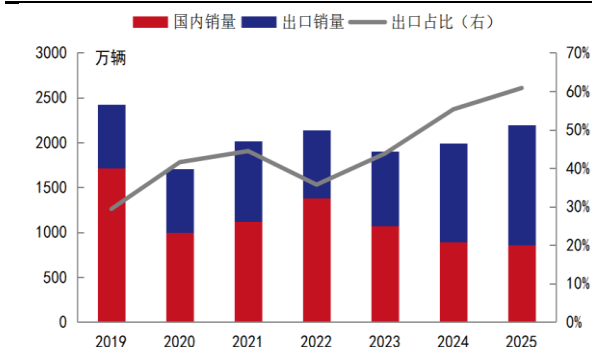
据Motor Cycles Data统计，2025年全球摩托车销量约6,520万辆，同比增长4.7%，连续三年创历史新高，较2020年疫情低谷回升近1,500万辆，行业整体呈现持续复苏态势，其中，印度、拉美及东盟（越南、泰国、菲律宾等）为核心增长区域，居民收入提升与城市化进程持续推动高性价比代步需求快速增长。当前全球摩托车消费市场仍主要集中于亚洲、欧洲、拉美及北美地区，但不同地区需求结构呈现差异化特征，其中北美、欧洲、大洋洲等成熟市场总量相对稳定且以大排量玩乐车型为主，东南亚、印度、拉美等新兴市场销量保持稳健增长且以通路车为主。

2025年，国内摩托车行业结构性分化突出，呈现“冰火两重天”格局：一方面，随着电动两轮车和乘用车的兴起对摩托车需求产生分流，叠加多地“禁摩”政策约束，国内市场需求趋于下降，而居民消费信心不足进一步抑制对大排量玩乐类车型的购买需求，全年摩托车国内总销量、250cc以上大排量车型销量分别下降3.45%、44.62%，其中燃油摩托车国内销量同比下降6.18%，内需市场持续萎缩；另一方面，出口市场仍然维持高景气度，2025年国内摩托车整车出口量同比增长21.33%，其中燃油摩托车仍然是出口主力，中大排量摩托车出口增速虽有所放缓，但仍高达48.50%，出口市场主要流向拉丁美洲、非洲和亚洲，本土摩托车品牌凭借较强的产品竞争力持续抢占发展中国家市场份额。短期来看，受国内电动化浪潮、城市交通管控制约，摩托车重返大众通勤场景的可能性已然极低，内需下行态势难以根本性逆转，中长期维度，摩托车消费将进一步向休闲娱乐属性聚焦，中大排量车型仍具备较大渗透提升空间；而持续高景气的海外出口市场，有望为行业整体需求提供重要支撑，维系产业运行韧性。

全球摩托车市场格局仍呈现多强竞争局面，以本田、雅马哈、川崎为主的日系品牌占据主导地位，哈雷、BMW等欧美老牌厂商亦享有一定份额，国产品牌海外渗透率总体较低。从中大排量摩托车细分领域来看，近年国内市场集中度持续提升，春风动力、钱江摩托、隆鑫通用三强格局相对稳固，2025年

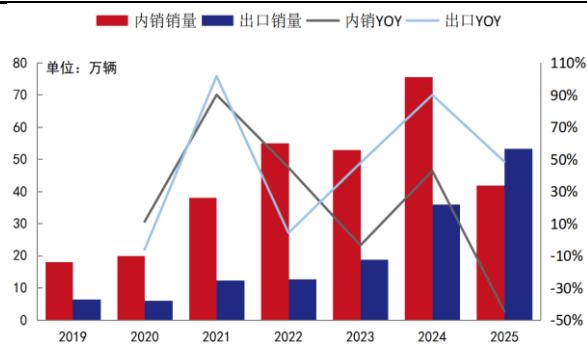
CR3达52.2%，而中大排量产品全球消费地主要集中在欧美地区，海外市场空间更为广阔，目前市场参与者仍以欧美本土企业及日本企业为主，但以自主品牌为首的国产厂商在国内经历多年的充分竞争，已具备与国际巨头比肩的产品力及显著的性价比优势，有望成为新的增长极。

图3 出口景气度上行支撑摩托车销量维持增长



资料来源：中国摩托车商会，中证鹏元整理

图4 中大排量摩托车内外销走势分化加剧



资料来源：中国摩托车商会，中证鹏元整理

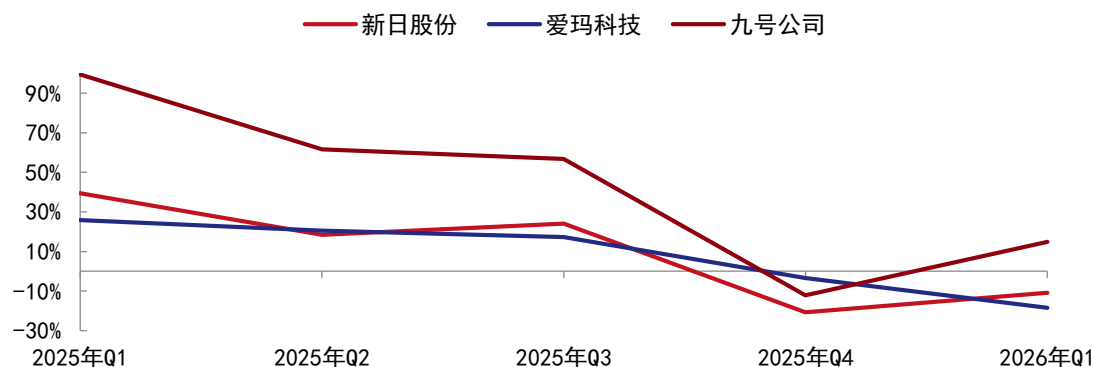
（三）电动两轮车行业

2025年电动两轮车行业受益于以旧换新、旧国标清库政策红利实现高增长；2026年政策红利退坡叠加新国标全面落地，行业进入政策切换深度调整期，新车型研发爬坡、终端接受度偏低制约整体销量，但性能出行需求外溢推动电摩渗透率提升，企业核心竞争壁垒将聚焦产品研发及成本传导能力

2025年，电动两轮车行业受到两项核心政策叠加影响。首先是全国性“以旧换新”补贴持续执行，单车补贴多在200-500元，直接刺激了替换需求，使2025年成为明显的“政策驱动年”，主要上市公司营业收入增长率均在15%以上。其次是《2024版新国标》设定的严格过渡节点：2025年9月1日起停止生产旧国标车，11月30日起停止销售。这导致渠道在当年三季度抢先大量备货旧国标车，并在9-11月形成一波集中清库高峰。12月1日起，市场强制切换至新国标车，因增配北斗定位、阻燃材料等带来终端价格上涨，同时铅酸车型整车质量上限从55kg放宽至63kg而锂电池仍限55kg，产品线需重新适配，消费者和渠道均进入适应期，终端动销明显放缓。受政策节奏主导，2025年行业销量呈明显前高后低特征：前三季度在补贴及旧国标清库驱动下同比增长良好，然而12月新国标车全面上市后终端流速大幅下降，叠加冬季淡季，四季度各上市公司营收同比均大幅下降。

进入2026年以来，以旧换新补贴到期的退坡效应显现，加之新国标车接受度仍在爬坡，行业需求明显回落，政策红利转化为调整压力。结构层面，新国标电动自行车仍为绝对主力但增速承压；电动摩托车受益于部分性能需求外溢，在整体收缩中占比稳中有升，行业中以电动摩托车为主要优势产品的九号公司于2026年1季度率先实现营收增速回正。整体而言，行业正处于政策强驱动后的消化与再平衡阶段。

图5 主要上市公司营业收入增长率呈明显前高后低特征



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2025年行业竞争格局未发生变化，雅迪控股与爱玛科技凭借庞大的渠道网络、成熟的供应链体系以及对旧国标库存的有效去化，全年销量继续稳居行业前二，龙头地位稳固；第二梯队中，台铃、绿源市场份额均有所下降；九号公司和小牛电动仍掌握中高端细分市场主导权。但进入2026年，政策切换窗口期或推动行业竞争格局重新洗牌，后续需重点关注各家公司的产品研发能力和成本传导能力。一方面，能否快速推出符合新国标同时被市场接受的电动自行车新车型以缩短“爬坡期”，以及能否及时向电动摩托车倾斜资源以抓住电摩快速增长的窗口期，研发响应速度将直接决定企业在新一轮竞争中的卡位。另一方面，在原材料成本上行和新国标刚性成本增加的背景下，企业能否通过产品提价、结构升级、供应链优化等方式，将成本压力有效传导至终端，同时保持市场份额和盈利能力，是考察其综合竞争力的核心标尺。

综合来看，具备产品创新能力、多品类运营能力以及强成本控制能力的龙头企业，更有可能穿越本轮政策周期，在行业整合中扩大份额。电动摩托车赛道的高增长趋势已初步确立，能够抢先布局并形成产品矩阵的企业，将有望在未来2-3年获得超额收益。

四、经营与竞争

公司仍主要从事全地形车、燃油摩托车及电动两轮车的研发、生产和销售，2025年营业收入同比增长31.30%，增量主要来自全地形车和电动两轮车业务。全地形车方面，公司持续发力UTV&SSV等高端车型，2025年以来依靠核心新品在北美市场实现结构性突破，带动该板块收入高增；极核电动两轮车业务随着产品推新节奏及终端渠道建设加快，全年增长动能强劲。相比之下，燃油摩托车终端动销增长放缓，核心原因包括国内消费信心不足导致大排量车型需求走弱、欧洲五国代理权切换造成阶段性业务扰动以及土耳其市场销量断崖式下滑，但多点市场布局策略下，板块经营韧性仍较强。2026年1季度，全地形车销量扩容继续驱动公司营业收入同比增长26.07%，但电动两轮车业务增长明显承压，在新国标重塑行业格局的背景下，其后续市场表现及增长持续性仍需重点跟踪。

毛利率方面，全地形车盈利空间一定程度受到对美出口税收挤压，燃油摩托车业务盈利表现相对稳健，电动两轮车业务拓展期渠道、产能等资本开支高企，2025年仍呈现经营亏损状态，但亏损幅度随规模效应释放已大幅收窄，并于2026年1季度实现毛利率转正，该业务收入占比提升拖累公司销售毛利率波动下行。

表1 收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
全地形车	96.08	48.66%	32.14%	72.10	47.95%	36.51%
燃油摩托车	64.71	32.77%	24.51%	60.37	40.15%	23.56%
电动两轮车	19.12	9.68%	-0.03%	3.97	2.64%	-6.78%
配件及其他	11.96	6.06%	39.75%	10.35	6.89%	45.92%
其他业务收入	5.58	2.83%	30.48%	3.58	2.38%	4.94%
合计	197.46	100.00%	26.94%	150.38	100.00%	30.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续发力全球经销渠道扩容，重点加密电动两轮车下沉市场门店布局，并依托全地形车产品高端化渗透战略，推动北美及国内两大主力市场销量实现可观增长，欧洲市场因代理权切换增长速度阶段性放缓，海外业务仍易受贸易政策、汇率波动等因素扰动，盈利存在不确定性

公司仍采取“经销主导、直销为辅”的销售策略，以线下为核心销售渠道并持续加密全球营销网络布局，2025年全地形车、燃油摩托车全球分别新增线下渠道298家、282家，电动两轮车新增1,260家门店，且极核品牌门店布局重心随产品矩阵同步向三、四线下沉市场倾斜。

从市场结构来看，2025年国内及北美洲两大主力市场表现亮眼，欧洲市场增速稍有放缓。虽然美国贸易政策趋紧抬升全地形车出口成本，但公司并未通过终端提价向下游转嫁成本，并依托墨西哥、泰国两大海外基地对冲贸易风险，叠加当年高端新品U10PRO市场表现突出，多重因素共同驱动北美市场份额明显扩张，国内市场增长则主要依靠极核电动两轮车销量快速攀升拉动。欧洲市场方面，受原有欧洲五国总代理商KTM进入破产重整影响，公司于当年6月调整渠道模式，将区域独家代理权拆分授予各国本土独立经销商，渠道切换的空档期对欧洲业务形成阶段性影响，但区域全年销售仍保持良好增长态势。其他新兴市场走势分化，受土耳其燃油摩托车需求大幅下滑拖累，新兴市场整体收入小幅下降，现阶段对公司营收贡献仍然有限。当前国际贸易政策多变、地缘政治冲突风险加剧，仍需持续关注出口税收、汇率波动等因素对海外订单承接及盈利水平的扰动。

受营销渠道铺设加速及欧洲五国总代理权拆分影响，公司客户结构进一步分散，2025年前五大客户销售占比小幅回落至17.10%，总体来看经销渠道仍较为稳固，但各国总代理商位次随区域销售情况变化存在阶段性波动。

表2 公司分地区主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比
中国境内	53.97	28.13%	38.74	26.39%
北美洲	69.78	36.37%	45.35	30.89%
欧洲	48.95	25.51%	40.05	27.28%
亚洲（不含中国境内）	7.08	3.69%	13.54	9.22%
大洋洲	4.52	2.35%	4.29	2.92%
南美洲	6.01	3.13%	0.78	0.53%
非洲	1.57	0.82%	4.06	2.77%
合计	191.87	100.00%	146.80	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

价格方面，跟踪期内公司各产品均价走势呈现结构性分化：其中，全地形车所面向的海外市场价格竞争相对温和，叠加公司强化高端产品线布局，带动该品类单价稳步抬升；燃油摩托车部分基础车型受国内竞争环境影响面临价格下行压力，但公司高附加值车型销售占比提升支撑整体均价保持坚挺；电动两轮车方面，虽然新国标实施推高了行业价格中枢，但公司采取由高端产品切入并逐步向中低端产品下沉的市场策略，使得该品类均价小幅回落。总体而言，当前各产品终端价格变化未对盈利形成明显挤压，但仍需持续跟踪后续价格战演化态势。

表3 公司主要产品均价变化情况（单位：万元/台）

产品类型	2025 年	2024 年
全地形车	4.88	4.26
燃油摩托车	2.19	2.11
电动两轮车	0.35	0.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司全球产能布局进一步完善，产能扩张背景下，整体生产负荷虽有所松动但仍处于合理区间；即将投产的可转债募投项目将大幅扩充电动两轮车产能，在新国标政策驱动的行业深度洗牌周期中，公司卡位能力及产能消纳情况有待关注

公司主生产基地仍位于杭州市，同时已搭建重庆、桐乡、墨西哥、泰国多点产能布局体系，其中墨西哥及泰国工厂主要辐射美国市场以对冲贸易政策壁垒。跟踪期内，随着墨西哥托鲁卡基地及杭州杰西嘉基地陆续投产，加之可转债募投项目桐乡生产基地一期¹完工并投入试生产，公司全球产能布局进一步完善。整体来看，全球化产能配置有助于提升订单响应速度并降低物流运输成本，但也显著增加了产销统筹管理难度；此外，墨西哥、泰国劳动力及配套产业成熟度不及国内，或推高单位生产成本，后续若发生政策转向或调整亦可能加大公司境外投资及运营风险。

¹ 截至 2026 年 3 月末，本期债券募投项目之一“年产 300 万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套新建项目”（即桐乡生产基地）预计总投资 35.00 亿元，已投资 6.68 亿元；项目二期将视市场需求情况择机启动。

表4 公司全球生产基地布局情况

国家	生产基地	主要辐射区域	产品品类
中国	杭州总部北园区	全球	全地形车
	杭州总部南园区	全球	燃油摩托车
	杭州杰西嘉园区	国内	电动两轮车
	重庆	国内、中南美洲、墨西哥、拉丁美洲等	小排量摩托车
	桐乡	全球	电动两轮车、燃油摩托车
墨西哥	托鲁卡	墨西哥、拉丁美洲	燃油摩托车
	蒙特雷	北美洲	全地形车
泰国	罗勇府	北美洲	全地形车

注：桐乡生产基地目前处于在建状态。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍采用客户订单及市场预测相结合的生产组织模式，2025年各产品产销率均进一步抬升，其中全地形车和电动两轮车提升幅度明显，整体产销节奏更趋紧凑。产能利用方面，2025年公司推进泰国生产基地异地搬迁工作，对全地形车的产能释放产生阶段性扰动，同期燃油摩托车和电动两轮车均处于产能扩张周期，但终端订单增长略微滞后导致对应产品产能利用率出现不同程度回落。总体来看，当前公司整体产能负荷虽有所松动但仍处于合理区间。

考虑到桐乡生产基地一期项目正式投产在即，届时将显著增加电动两轮车及燃油摩托车产能，二期项目若接力启动，该生产基地承担的电动两轮车产能将大幅扩容至280万台/年，产能储备较大。中证鹏元关注到，2025年底新国标落地推动电动两轮车行业进入深度调整期，行业整体需求存在收缩风险，但电动摩托车等高端品类迎来结构性增长契机，行业呈现压力与机遇并存的格局，公司能否穿越本轮政策周期实现优先卡位仍有待观察；与此同时，在居民消费趋于保守的预期下，国内大排量燃油摩托车市场需求较难实现显著回暖，若相关产品后续市场表现未达预期，新增产能或面临较大的消纳压力。

表5 公司主要产品产销率及产能利用率情况（单位：台）

主要产品	项目	产量	销量	产销率	产能	产能利用率
2025 年	全地形车	189,858	196,965	103.74%	228,672	83.03%
	燃油摩托车	297,567	295,882	99.43%	464,688	64.04%
	电动两轮车	558,969	551,237	98.62%	691,200	80.87%
	合计	1,046,394	1,044,084	99.78%	1,384,560	75.58%
2024 年	全地形车	186,023	169,147	90.93%	232,128	80.14%
	燃油摩托车	293,917	286,513	97.48%	376,704	78.02%
	电动两轮车	122,515	105,973	86.50%	138,240	88.62%
	合计	602,455	561,633	93.22%	747,072	80.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司可变成成本灵活性尚可，但芯片等关键零部件或面临潜在断供担忧；公司下游资金回笼效率及上游占款能力维持较优水平，且产销节奏衔接更为顺畅，营运资金周转效率进一步优化

公司营业成本中直接材料占比仍超80%，其中除发动机、车架等核心部件需自制外，其他部件主要从国内采购，部分电子元器件等关键零部件需通过国外进口，供应商仍维持较为分散且稳定的格局。2025年以来，受贸易管制影响，部分高端芯片进口供给受阻，公司积极推进国产化及多渠道替代以维持供应链稳定，但仍面临潜在的断供担忧。议价能力方面，公司对于发动机零配件、整车配件等非标准件具备较强议价权，而钢材、铝材、铜材、塑料等标准件市场价格较为透明，且当前铜、铝价格均处于相对高位，但因其采购占比不高，原材料价格波动未对成本端构成明显压力。

跟踪期内，公司与上下游信用政策保持稳定。对下游经销商仍根据不同市场实施差异化结算模式：内销执行较为严格的“现款现货”政策，出口业务则普遍设有一定信用期，其中美国子公司CFP延续经销商库存融资的结算方式；与此同时，公司与供应商的结算周期维持1-2个月，结算方式以票据为主，资金回笼效率及上游占款能力保持较好水平。此外，2025年公司产销率接近100%，当年度基本未形成库存积压，存货周转速度加快，带动整体经营性资金运用效率进一步优化。

表6 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2026年1-3月	2025年	2024年
应收账款周转天数	33.67	30.16	30.34
存货周转天数	68.91	67.42	71.76
应付账款周转天数	105.13	95.41	95.34
净营业周期	-2.55	2.16	6.76

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计的财务报表。

公司资产规模随业务经营持续扩大，资金储备亦进一步增厚，资产流动性保持较优，但外汇风险敞口显著扩大，加大盈利对汇率波动的敏感性，同时需关注电动两轮车行业深度调整以及贸易政策波动对利润的扰动；当前公司债务结构仍以应付票据为主，流动性压力维持低位，但本期债券成功发行将显著抬升财务杠杆水平

资本实力与资产质量

2025年以来公司总资产规模大幅提升但结构保持稳定，其中货币资金、存货、应收账款及固定资产仍系资产主要沉淀方向。随着经营性资金逐步累积，公司货币资金储备进一步增厚，截至2025年末仅1%的资金因保证金用途受限，流动性更趋充裕，但其中以美元为主的外币现金占比高达90%以上，同比大幅提升，2025年以来美元贬值已产生大额汇兑损失，后续仍面临汇率波动带来的盈利扰动风险。存货

和应收账款规模随业务扩张继续稳步提升，随着KTM集团破产重整事项于2025年落地，公司将前期计提的专用配件跌价准备及应收账款坏账损失予以转回，但因当年产品迭代加快，公司对停产车型计提存货跌价，对冲作用下整体存货跌价准备余额保持平稳，同时，因下游经销商资质总体较优且欠款集中度低，应收账款坏账风险相对可控。此外，受KTM重整期间股价大幅波动影响，公司持有其母公司PMAG的股权持续产生投资损失侵蚀权益，后续仍存在进一步减值的压力。

跟踪期内，在建工程余额随本期债券募投项目投入而持续扩张，该项目投资体量较大，完工转固后将显著加大折旧压力。公司当前经营发展对债务融资依赖度仍低，截至2025年末除货币资金外无其他资产受限，资产流动性与融资弹性进一步优化。

图6 公司资本结构

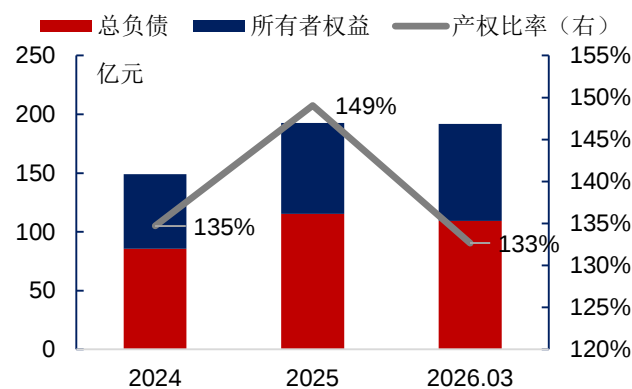
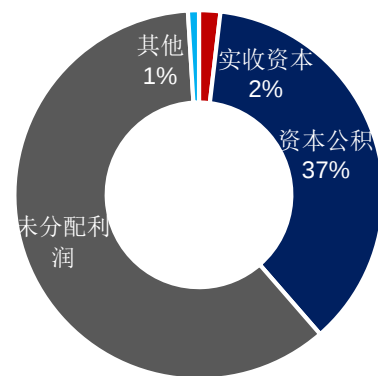


图7 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026 年 3 月		2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	87.57	45.66%	95.77	49.70%	71.49	47.98%
应收账款	21.50	11.21%	18.59	9.65%	14.49	9.72%
存货	29.77	15.52%	28.73	14.91%	25.30	16.98%
流动资产合计	149.93	78.17%	153.34	79.57%	119.33	80.09%
其他权益工具投资	0.83	0.43%	0.84	0.44%	1.05	0.70%
固定资产	18.68	9.74%	18.72	9.72%	18.05	12.12%
在建工程	7.39	3.85%	5.08	2.64%	1.44	0.96%
非流动资产合计	41.88	21.83%	39.36	20.43%	29.67	19.91%
资产总计	191.80	100.00%	192.70	100.00%	149.00	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

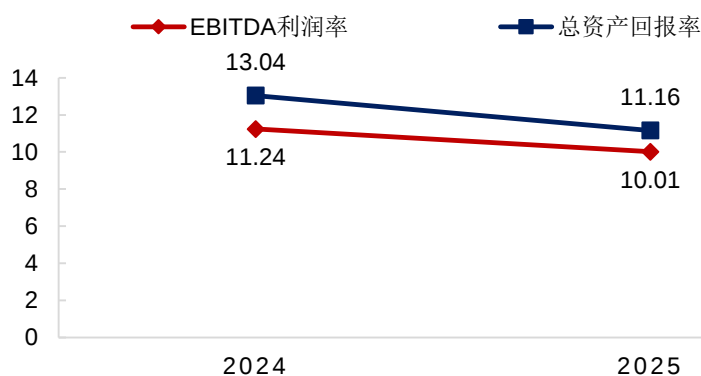
盈利能力

2025年，公司营业收入维持高增态势，且控费能力仍较强，虽然年内汇兑损失增加（当年发生汇兑

损失1.19亿元）弱化了财务费用表现，但得益于其他费用管控良好，整体期间费用率小幅下行，与此同时，前期大额坏账准备转回对利润起到有效补充，但受电动两轮车亏损以及美国出口税收拖累，当年销售毛利率明显下探，综合影响下，公司利润端表现不及收入端，销售净利率同比下降1.15pct，EBITDA利润率和总资产回报率亦同步走低。

预计公司未来在全地形车领域的高端化战略有助于其进一步扩大北美市场份额，同时欧洲五国代理权切换已完成顺利过渡，区域业务有望迎来恢复性增长，但电动两轮车行业在新国标落地后加速洗牌，或动摇公司极核业务的增长持续性，而前期产能扩建带来的折旧摊销压力将陆续释放，此外，若贸易壁垒进一步升级或人民币升值幅度超预期，亦可能持续挤压公司利润空间。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司对上游供应商保持较强话语权，随着经营体量持续做大，2025年末通过应付账款、应付票据形成的上游占款规模大幅增长，2026年3月末因采购节奏放缓而略有回落，其中总债务主要为以银行承兑汇票为主的短期债务，考虑到票据可滚续的特性，公司实际面临的刚性偿付压力仍较小。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026 年 3 月		2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	44.99	41.14%	53.88	46.72%	38.58	45.11%
应付账款	46.04	42.10%	43.21	37.47%	33.26	38.89%
流动负债合计	106.14	97.05%	111.96	97.08%	82.88	96.92%
负债合计	109.37	100.00%	115.33	100.00%	85.51	100.00%
总债务	47.38	43.32%	56.37	48.88%	40.46	47.31%
其中：短期债务	45.29	95.59%	54.18	96.13%	38.84	96.00%
长期债务	2.09	4.41%	2.18	3.87%	1.62	4.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司产品销售仍保持较高的资金回笼效率，2025年经营活动现金流保持大幅净流入状态，但由于采

购端普遍采用票据结算，资金支付较为滞后，收支周期错配导致2026年1季度经营活动现金流转为净流出。伴随着经营性利润扩张，EBITDA和FFO亦同步上行，EBITDA利息保障倍数虽因利息支出增加有所回落但仍处高位，且账面货币资金储备仍可对总债务形成全额覆盖，净债务持续为负。但经营性占款增加推高财务杠杆，加之本期债券于2026年6月发行，公司债务规模与杠杆水平将面临进一步抬升的压力。

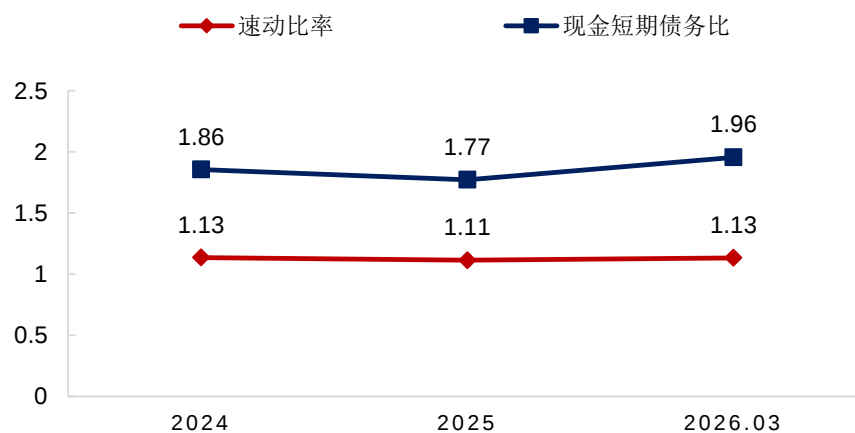
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-3.63	39.66	29.73
收现比	97.25%	104.31%	96.19%
FFO（亿元）	--	14.86	13.67
资产负债率	57.02%	59.85%	57.39%
净债务/EBITDA	--	-1.75	-1.65
EBITDA 利息保障倍数	--	71.46	108.19
总债务/总资本	36.50%	42.15%	38.92%
FFO/净债务	--	-42.90%	-48.97%
经营活动现金流净额/净债务	9.10%	-114.47%	-106.46%
自由现金流/净债务	18.61%	-92.55%	-88.47%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司现金短期债务比和速动比率仍维持窄幅波动，且短期债务主要由应付票据构成，具有一定偿还弹性、流动性压力较小。截至2026年3月末，公司银行授信均用于票据融资，剩余可用授信额度尚余25.43亿元，且依托多元通畅的融资渠道以及稳定持续的造血能力，后续获取外部资金支持的空间充足，整体偿债安全边际较高。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年6月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

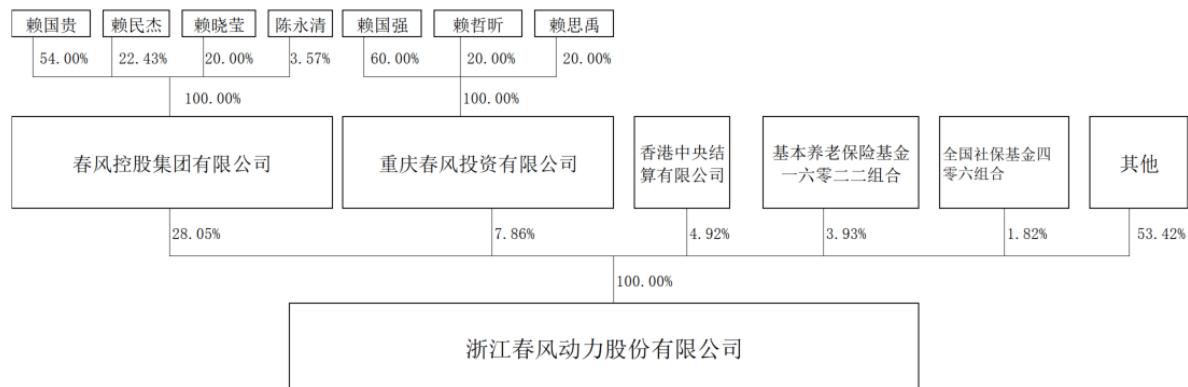
根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年7月23日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
货币资金	87.57	95.77	71.49	45.06
应收账款	21.50	18.59	14.49	10.86
存货	29.77	28.73	25.30	16.63
流动资产合计	149.93	153.34	119.33	77.09
固定资产	18.68	18.72	18.05	13.34
非流动资产合计	41.88	39.36	29.67	26.05
资产总计	191.80	192.70	149.00	103.14
应付票据	44.99	53.88	38.58	19.28
应付账款	46.04	43.21	33.26	22.45
一年内到期的非流动负债	0.30	0.30	0.26	0.21
流动负债合计	106.14	111.96	82.88	48.36
负债合计	109.37	115.33	85.51	51.42
所有者权益	82.44	77.37	63.49	51.72
营业收入	53.59	197.46	150.38	121.10
营业利润	5.30	18.66	16.32	12.02
净利润	4.27	17.34	14.94	10.57
经营活动产生的现金流量净额	-3.63	39.66	29.73	13.85
投资活动产生的现金流量净额	-3.79	-7.73	-4.03	-8.62
筹资活动产生的现金流量净额	0.84	-5.02	-2.37	-1.60
财务指标	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
EBITDA（亿元）	--	19.77	16.90	12.20
FFO（亿元）	--	14.86	13.67	10.11
净债务（亿元）	-39.88	-34.65	-27.92	-21.77
销售毛利率	28.70%	26.94%	30.06%	33.50%
EBITDA 利润率	--	10.01%	11.24%	10.07%
总资产回报率	--	11.16%	13.04%	12.09%
资产负债率	57.02%	59.85%	57.39%	49.85%
净债务/EBITDA	--	-1.75	-1.65	-1.78
EBITDA 利息保障倍数	--	71.46	108.19	131.39
总债务/总资本	36.50%	42.15%	38.92%	28.46%
FFO/净债务	--	-42.90%	-48.97%	-46.44%
经营活动现金流净额/净债务	9.10%	-114.47%	-106.46%	-63.60%
速动比率	1.13	1.11	1.13	1.25
现金短期债务比	1.96	1.77	1.86	2.33

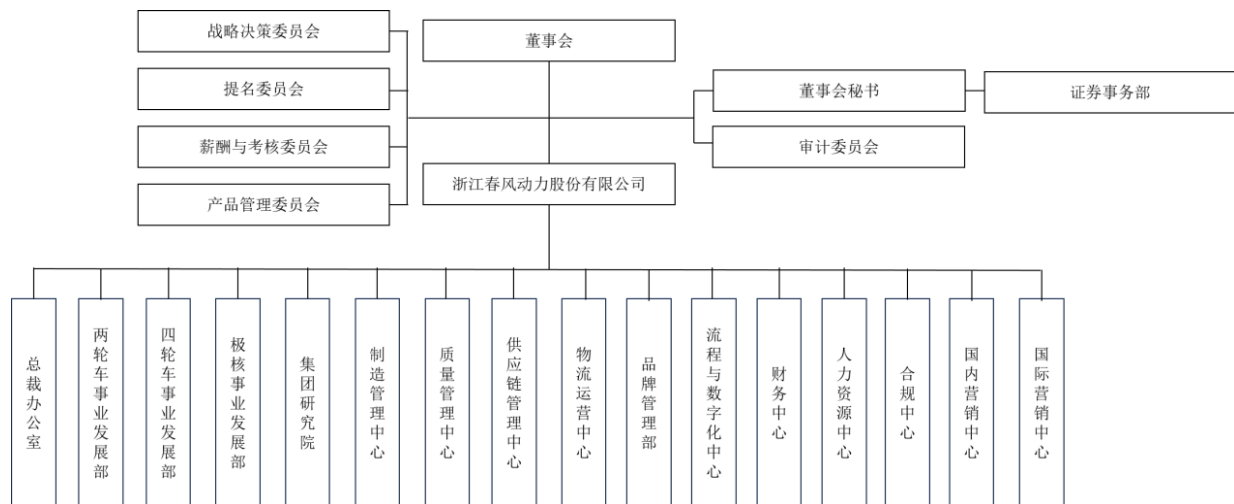
资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T: 0755-8287 2897

W: www.cspengyuan.com