

证券研究报告

2024年03月01日

行业报告| 行业专题研究

## 机械设备

# 从Polaris财报看全地形车行业发展：无须悲观！

作者：

分析师 张钰莹 SAC执业证书编号：S1110523080002

分析师 朱晔 SAC执业证书编号：S1110522080001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

**观点1:** 从周期角度看，全地形车全球销量存在周期性，21-23年已经去库存3年，和美国补库及去库周期大体保持一致。

**观点2:** 从零售端看，从零售端看，23Q4 Polaris全地形车欧洲销售虽下滑，但北美销量在增长！

**观点3:** 从dealer库存端看，复盘Polaris历年季度dealer库存，截至23Q4dealer端库存没有市场预期的那么高，仅比19Q4高5%。

**观点4:** 从消费者端看，北美消费者对ORV搜索量比19年高，经销商促销力度虽不及19年同期，但网络检索量逐年同比提升！

**总结:** 23Q4比19Q4 dealer库存+5%，而促销低于19Q4，消费者检索量高于19Q4，库存有望到达相对安全水位，因此无需过于担忧，无需悲观！

**风险提示:** 汇率波动风险、宏观经济景气度风险、贸易摩擦风险等。

1

观点1: 从周期角度看，全地形车全球销量存在  
周期性

## 1.1. 周期性：全地形车行业周期属性较为显著

- 1) 1995~2005年：全地形车行业加速成长，销量从34.5万辆增至139万辆，CAGR≈15%。
- 2) 2006~2010年：受金融危机影响，全球全地形车销量由2007年的125万台迅速下降至2010年的66.5万台。
- 3) 2011~2020年：全球全地形车销量从2011年的67.1万辆增至2020年的115.5万辆。A.2007年至2016年，全地形车销售也发生结构性变化，UTV则保持较好的增长态势，2007至2016年UTV销售复合增长率达6.17%。B.2020年以来，全地形车出现拐点，主要受疫情影响，全球销量同比+24%。
- 4) 2021~2022年：全球全地形车销量已经连续下滑2年，每年降幅10%，2022年全球销量为93万台。

表：1995-2022年全球全地形车销量（万台）

年份	ATV	UTV/SSV	合计	全地形车销量同比增速	ATV占比	UTV/SSV占比
1995	34.5		34.5		100%	0%
1996	38.5		38.5	12%	100%	0%
1997	43.5		43.5	13%	100%	0%
1998	52		52	20%	100%	0%
1999	65		65	25%	100%	0%
2000	77.5		77.5	19%	100%	0%
2001	86		86	11%	100%	0%
2002	93.9	10.3	104.2	21%	90%	10%
2003	104.1	11	115.1	10%	90%	10%
2004	113	14	127.3	11%	89%	11%
2005	114	25	135.3	6%	84%	18%
2006	109	26	133.1	-2%	82%	20%
2007	97	28	125	-6%	78%	22%
2008	66.5	29	95.5	-24%	70%	30%
2009	49.6	23.8	73.4	-23%	68%	32%
2010	42.5	24	66.5	-9%	64%	36%
2011	39.6	27.5	67.1	1%	59%	41%
2012	41.9	35.3	77.2	15%	54%	46%
2013	40.7	38.5	79.2	3%	51%	49%
2014	41.9	41.3	83.2	5%	50%	50%
2015	41.2	43.9	85.1	2%	48%	52%
2016	40	48	88	3%	45%	55%
2017	40	50	90	2%	44%	56%
2018	37	53	90	0%	41%	59%
2019	38	55	93	3%	41%	59%
2020	46.5	69	115.5	24%	40%	60%
2021	41.5	62	103.5	-10%	40%	60%
2022	36	57	93	-10%	39%	61%

## 2

观点2: 从零售端看，23Q4 Polaris全地形车欧洲销售虽下滑，但北美销量在增长！

## 2.1. 零售端：23Q4 Polaris全地形车欧洲销量虽下滑，但北美销量在增长

- 根据Polaris披露的财报数据，从零售端看，从23Q2开始，全地形车（ORV）零售整体逐季度同比在增长，23Q1/Q2/Q3/Q4零售端分别同比-10%/+14%/+5%/+7%。专业级UTV（Utility Task Vehicle）从23Q2开始销量持续增长；ATV（All-terrain Vehicle）在小范围内波动。
- 23Q4 Polaris全地形车欧洲销售低两位数下滑，但在北美销量同比增长7%。

表：Polaris：ORV、ATV和Side by Sides零售数据季度梳理

	ORV retail sales同比增速	ATVs retail sales同比增速	Side-by-Sides retail sales同比增速
Q4 2015	-low-single digits%	-low-single digits%	-mid-single digits%
Q1 2016	flat	+low-single digits%	-slightly
Q2 2016	-low-double digits%	-mid-teens %	-high-single digits%
Q3 2016	-high-single digits%	-low-double digits%	-high-single digits%
Q4 2016	-mid-single digits%	-high-single digits%	-low-single digits%
Q1 2017	-mid-single digits%	-low-double digits%	-low-single digits%
Q2 2017	-low-single digits%	-high-single digits%	+low-single digits%
Q3 2017			
Q4 2017	-low-single digits%	flattish	-low-single digits%
Q1 2018	+mid-single digits%	+low-single digits%	+high-single digits%
Q2 2018			
Q3 2018			
Q4 2018	+low-single digits%	-mid-single digits%	+mid-single digits%
Q1 2019	-mid-single digits%	-low-double digits%	-low-single digits%
Q2 2019	-low-single digits%	-high-single digits%	+low-single digits%
Q3 2019	flat	-mid-single digits%	+low-single digits%
Q4 2019	+low-single digits%	+mid-single digits%	+low-single digits%
Q1 2020	-high-single digits%	-high-single digits%	-high-single digits%
Q2 2020	+low-sixty%	+up strong	+up strong
Q3 2020	+low-double digits%	+low-double digits%	+low-double digits%
Q4 2020	+low-thirties%	+high-teens%	+high-thirties%
Q1 2021	+Approx. 80%	+about 100%	+70%
Q2 2021	+low-double digits%		
Q3 2021	-mid-twenties%	-about 20%	- mid-twenties%
Q4 2021	-mid-teens%	-low-double digits%	-mid-teens%
Q1 2022	-high-20s%	-mid-30s%	-mid-20s%
Q2 2022	-mid-20s%	-low-30s%	-high-teens%
Q3 2022	-8%	-high-teens%	-low-single digits%
Q4 2022	-4%	+low-single digits%	-high-single digits%
Q1 2023	-10%	-mid-teens%	-high-single digits%
Q2 2023	+14%	+high-teens%	+low-double digits%
Q3 2023	+5%	+mid-single digits%	+mid-single digits%
Q4 2023	+7%	-low-single digits%	+low-double digits%

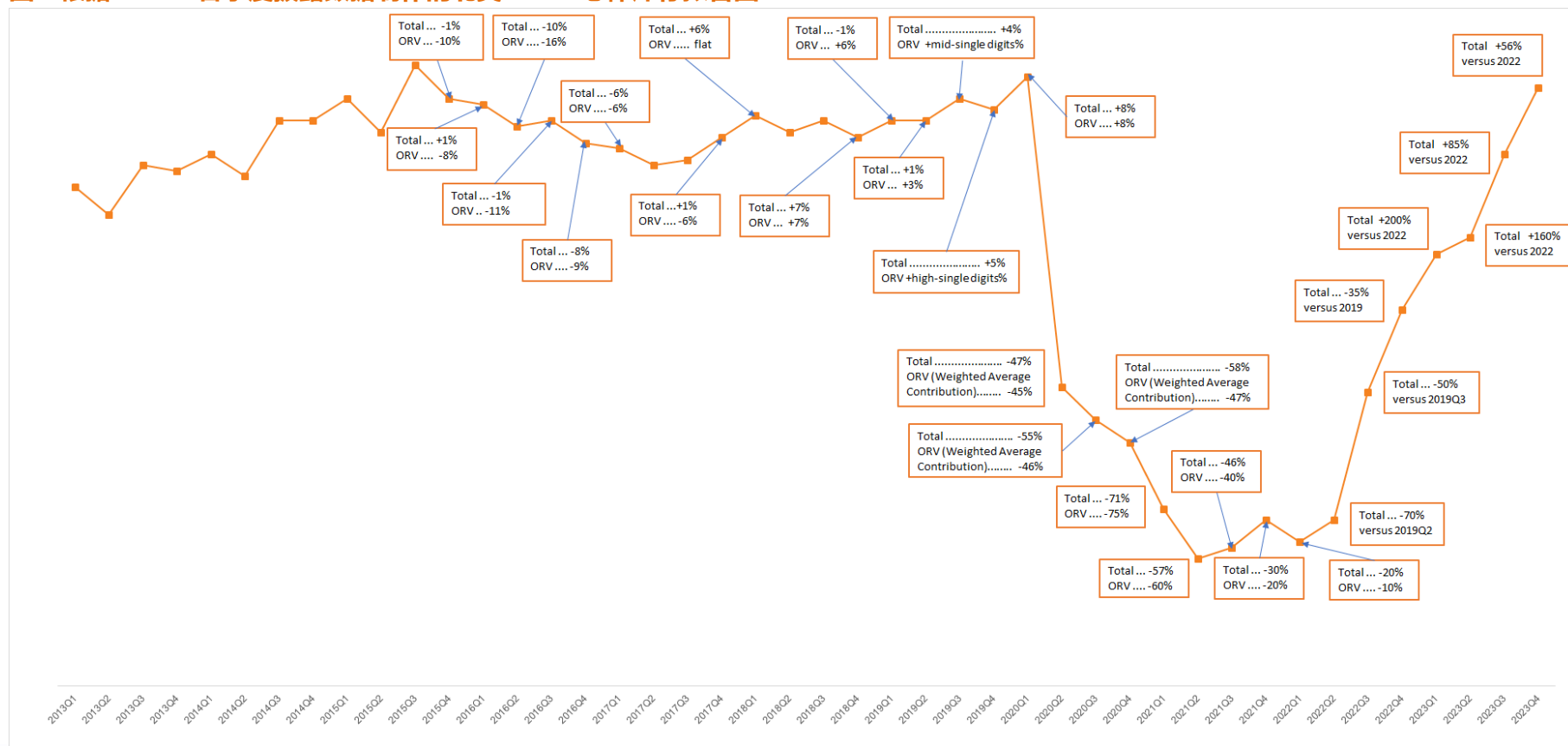
# 3

观点3: 从dealer库存端看，截至23Q4 dealer端  
库存仅比19Q4高5%!

# 3.1. 库存端：复盘Polaris各季度dealer库存，截至23Q4 dealer端库存仅比19Q4高5%

□ 根据Polaris 23Q4公告，23Q4 Polaris dealer库存同比+56%，比19年Q4高5%。我们认为，当前时点与19年同期进行对比更为合适（应该剔除20-23年由于疫情影响的补库和去库周期的影响），现在dealer端库存略高但合理（因为23Q4销售也比19Q4销售要多）；24Q1 dealer端进一步去库之后，行业dealer库存有望回归至正常水平，因此无需过分担忧。

图：根据Polaris各季度披露数据制作的北美dealer总体库存拟合图



资料来源：Polaris各季度Presentation，天风证券研究所  
注：上图中方框文字代表Total/ORV在单季度同比增幅



# 4

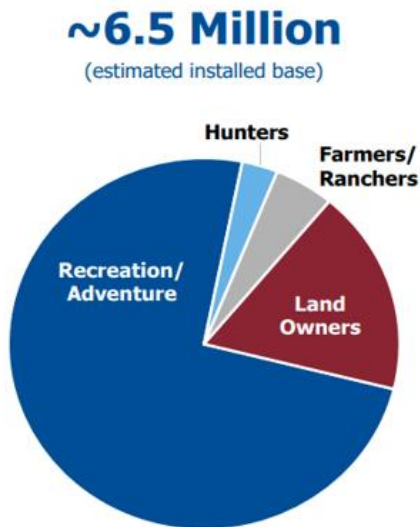
观点4：从消费者端看，北美消费者对ORV搜索量比19年高，促销力度不及19年同期，但网络检索量逐年同比提升！

## 4.1. 消费者：北美消费者对ORV搜索量比19年高，促销力度不及19年同期，但网络检索量逐年同比提升！

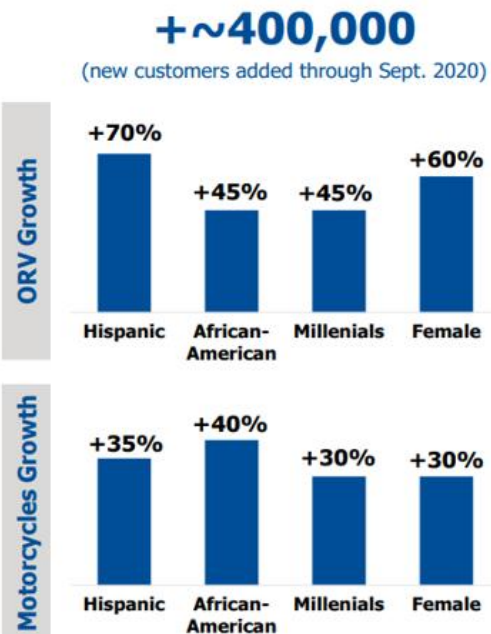
- 23Q1：促销回归，但低于19年水平；消费者财务状况健康；ORV网络搜索量比峰值有所下降，但比19年同期上升约80%。
- 23Q2：促销活动恢复，但仍低于19年水平；客户财务状况健康；所有产品细分市场的网络访问量均呈两位数增长。
- 23Q3：促销力度提升，但仍低于2019年水平；客户结构健康，新客户占70%；网站建设和引用同比增长。
- 23Q4：预计23Q4促销活动会延续到24Q1且持续升温。

图：Polaris消费者画像

### Existing N.A. Customer Base - 2019



### New N.A. Customers in 2020 – Year-to-Date



# 5 风险提示

## 5.1. 风险提示

- **汇率波动风险：**出口型企业订单大部分以美元计价，人民币对美元汇率波动直接影响产品的价格竞争力，从而对企业经营业绩产生影响。
- **宏观经济景气度风险：**全地形车行业销售具有周期性，受北美需求影响较多，与宏观经济景气度密切相关，宏观经济景气度变化或将影响行业销售情况。
- **贸易摩擦风险：**国内主要企业大多数出口到美国的ATV会被加征关税，关税政策、贸易摩擦等因素将影响行业盈利能力。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS