

2024/3/28

两轮系列之全地形车赛道情况梳理及投资机遇

——涛涛/春风

证券分析师：刘洁冰

电话：19521279561

执业证号：S1190523090001

- 在两轮系列的第一篇报告中，我们对道路电动两轮车的市场机遇进行研判，一是《新国标》带来的替换需求已近尾声，本土增长在于技术驱动下的新品迭代和对更多低线城市需求的挖掘，利好具备渠道优势的传统龙头，二是向海外市场寻求新的增长，并论述我国品牌在东南亚的出海可行性和竞争力；经过一年的市场验证，我们的判断基本兑现，格局进一步清晰后，龙头竞争的重要抓手就在于出海拓展和研发推新兼降本。基于此，本文尝试在传统两轮品类之外，发掘更多以出海模式为主的细分赛道机遇，把握相关标的的投资机会。
- **全地形车九成出口，全球规模预计100-110万台。**我国的全地形车属于明显的出口型行业，本土产能超九成出口，七成流向欧美，国内相关消费起步晚、需求少；全球规模来看，根据Polaris年报，自2005年以138万台销量达峰之后，2008年全球金融危机影响行业销量降至最低谷的67万台，近年来逐渐恢复至100万台附近，2023年销量约96万台，我们认为，全地形车单价昂贵，有特定核心受众人群，不属于价格敏感型产品，只有在类似2008年金融危机的大幅度经济环境波动时才会出现明显的需求变动，2021年疫情也属于这种情况，但由于娱乐替代和社交距离的双重限制，反而对全地形车行业产生正面影响，我们判断，疫情刺激了潜在需求的出现，尽管疫情后销量表现有所消退，但行业缓慢增长的趋势不变，预计未来三年销量在100-110万台之间，更长期中，随着经济水平提升、娱乐需求多元化、产品性能体验提升等因素，行业的全球销量有望向峰值附近靠拢，达到130万台水平。
- **本土厂商的机会一是新兴市场潜在需求释放，二是借助性价比优势对老牌份额的替代。**全球主要产能源于美日系厂商，北美占比超5成，日系约3成；根据海关统计，中国全地形车每年出口量的3-4成是到欧洲，北美市场的出口占比从2020年的44%降至2023年的28%，导致欧美合计占比从2020年的78%降至2023年的66%，出口美国的份额主要转移到了东南亚如越南、泰国，以及南美如墨西哥等地，对欧美市场的依赖持续降低，同时我们也看到了更多新兴市场需求逐渐释放出来，相较老牌巨头扎根的欧美核心市场而言，这对我国厂商而言是潜在的机会。我们统计销量较高的春风动力、华洋赛车、涛涛车业和林海股份，2021-2022年4家合计约在30-40万台出口量，规模增速较高，且集中度也较高，本土龙头在欧美市场探索多年，目前春风动力全地形车在欧洲已经做到份额第一，产品性能和研发基本可与海外老牌厂商并肩，同时，本土厂商单价只有海外类似产品的1/3-1/2，且整体毛利率略高一筹，我们认为，在接下来进一步拓张全球份额、发展自主品牌方面，借助性价比优势和本地化的仓储营销，不断增加渠道渗透，本土厂商有望持续对老牌的部分份额进行替代，从而保持收入规模的成长。
- **推荐标的：**
 - **春风动力：**核心业务聚焦ORV非道路品类，不断精进产品性能，强化品牌认知度，拓增海外渠道和市场，对标产品相较于海外老牌极具性价比，具有较大的品牌替代能力和单价提升空间，我们看好公司未来的收入增长和盈利成长潜力，估计公司2023-2025年收入增长12.17%、19.70%、18.54%至128/153/181亿元，归母净利润12/14/19亿元，摊薄EPS为6.80/9.60/12.37元，当前股价对应PE为15/11/8倍。
 - **涛涛车业：**海外主要市场的不良因素已经基本消除，公司会在核心业务业绩反弹的情况下，借助原有的合作资源及渠道基础，进一步拓展大容量ATV/UTV、E-BIKE、电动休闲车三大新品类，作为成长的第二曲线。我们估计公司2023-2025年收入增长20.6%、25.03%、23.14%至21/27/33亿元，归母净利润2.73/3.52/4.60亿元，摊薄EPS为2.49/3.22/4.21元，当前股价对应PE为23/18/13倍。

1 整体情况：全球百万销量平缓增长，消费&制造端均呈现高集中度

- ❧ 1.1行业规模：全球销量预计在100-110万辆，核心北美市场占比超8成
- ❧ 1.2全球格局：美日系厂商份额集中格局清晰，我国发力晚占比低
- ❧ 1.3本土产能：以高性价比出口为主，7成流向欧美但依赖逐年降低
- ❧ 1.4出口政策：多年出口熟知规范，关注安全环保趋严
- ❧ 1.5出口格局：生产主体多，厂商集中度高

2 厂商机遇：关注本土厂商性价比优势下对传统老牌的替代

- ❧ 2.1本土主流厂商大多非单一品类，关注品牌力的塑造
- ❧ 2.2车型趋向高性能新能源，关注细分赛道成长机遇
- ❧ 2.3类似车型单价具有竞争力，本土性价比凸显
- ❧ 2.4销售模式和排量结构是导致本土厂商盈利差异的核心因素
- ❧ 2.5布局海外产能，缩短供应链、提升当地品牌影响力

3 推荐标的和投资建议：

- ❧ 3.1春风动力：聚焦非道路品类，打造全球高端品牌
- ❧ 3.2涛涛车业：老品迈过低谷业绩回弹+新品开辟第二增长曲线

4 风险提示

非道路车辆之全地形车

全地形车始于北美，用于多种复杂路况的娱乐和工作。

全地形车是一种设计用于在崎岖地形和多种地面上行驶的车辆，不需要上牌也不能上路，可在沙滩、草地、山路、农场、旅游景区等多种复杂路况行驶，因此被广泛应用于场地赛事、户外作业、运动休闲、代步工具、消防巡逻等众多场景。

表1：全地形车类型

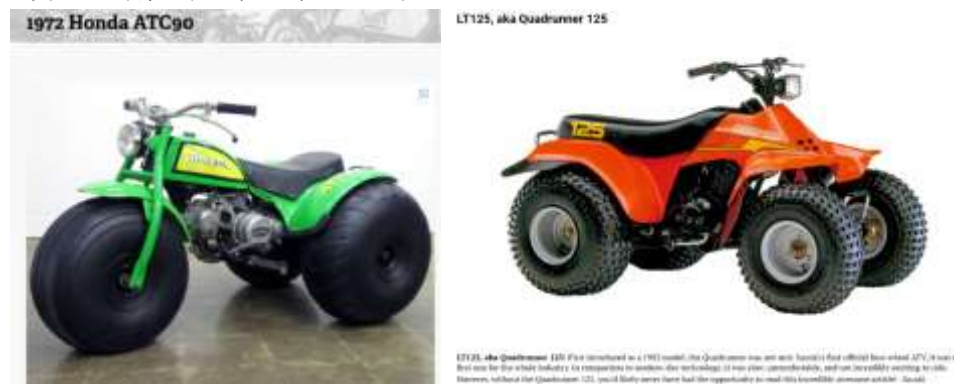
类别	ATV基础型 (All Terrain Vehicle)	UTV多功能车 (Utility Vehicle) *基础的工作用UTV	SSV并排车 (Side by side vehicle) *衍生的休闲用UTV	Go-Kart卡丁车 *全地形车标准化 技术委员会车标准
结构特点	轻巧、小排量、无顶棚和防滚架	广泛用于矿山、农场、沙滩、山区等场景，国外常见为“农夫车”	基础结构类似UTV，定位高性能，一般采用两座形式，例外也有北极星的四座版本	结构简单、轻量迅捷、底盘偏低（不是贴地型）
形式	车架式		底盘式	框架式
转向控制	把手（类似摩托）		方向盘	方向盘
座椅类型	跨骑型		向前乘坐的凹背式座椅	向前乘坐式座椅
驾驶室	开放式		封闭式	开放式
装物斗	无	有	无	无
用途	适应窄面和急转，常见为沙滩车、丛林越野娱乐活动	侧重工具辅助性能	偏重越野娱乐和赛事用途	偏重赛事娱乐

资料来源：公开资料整理，太平洋证券研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- 1960年，全地形车雏形起源于北美；
- 1970年，本田/Honda推出了全球第一款原名 US90、后改名为ATC90的三轮式全地形车，搭载一台驱动力为7马力的89cc四冲程单缸发动机；
- 1982年，铃木突破三轮式结构，推出一款 QuadRunner LT125 四轮式全地形车，自此四轮车成为全地形车的主要形式；
- 20世纪80年代，ATV造车成本和燃料消耗远低于拖拉机，全地形车迅速在美国市场流行，美国ATV经销商签署同意令，承诺在十年内向ATV行业投资1亿美元用于安全培训和车辆生产；
- 20世纪90年代，我国全地形车行业初具雏形，以小排量出口为主；
- 2008年，全球金融危机影响下，行业销量有所下滑；
- 2010年以来，全球全地形车市场重回平稳增长态势；
- 2020年，新冠下户外需求提升，全球全地形车市场规模增长较快。

图1：全球第一辆三轮&四轮全地形车



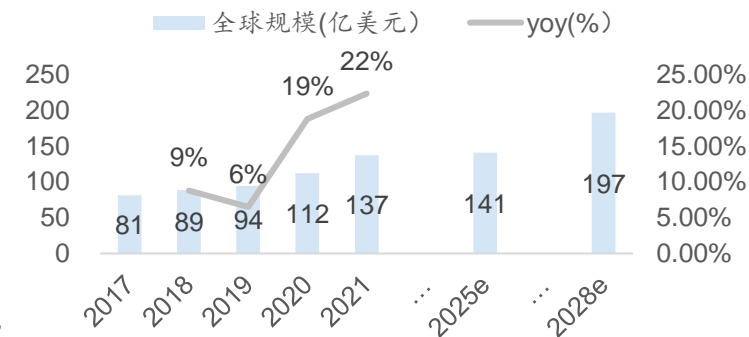
资料来源：涛涛公众号，太平洋证券研究院

1 全球百万销量平缓增长，消费&制造端均呈现高集中度

1.1 整体规模：全球销量预计在100-110万辆，核心北美市场占比超8成。

- 全球销量预计平缓增长。2008年金融危机冲击了欧美购买力，整体销量大幅下滑，此后进入十年平缓增长期，及至2020年疫情爆发，户外活动兼顾了健身娱乐和保持社交距离的需求，同时消费者也拥有更多时间和更少的娱乐选择，新用户大量进入促使行业规模快速提升。我们认为，行业产品单价较高，目标群体较为集中，正常大环境下的销量规模更趋于平稳成长，未来3年规模预计在100-110万辆之间，更长期中有望趋于130万台达峰水平。
- 核心北美市场占全球的超过8成。Statista指出，北美、欧洲、日本全地形销量分别占全球的73%、16%、7%，欧美合计近9成；据Polaris年报，2018-2023年北美销量的全球占比超8成。
- 销额有望更多受到产品升级和深度用户带来的单价提升驱动。QYResearch测算2021年全球全地形车市场规模约137亿美元，预计2028年将达到197亿美元（CAGR=5.66%）；Allied Market预测，全球全地形车市场将持续增长并有望于2025年达到141亿美元。

图2：2017-2028E全球全地形车销额规模（亿美元）



数据来源：QYResearch, AlliedMarket, 太平洋证券研究院

图3：1985-2023年全球全地形车销售规模（万辆）及增速（%）

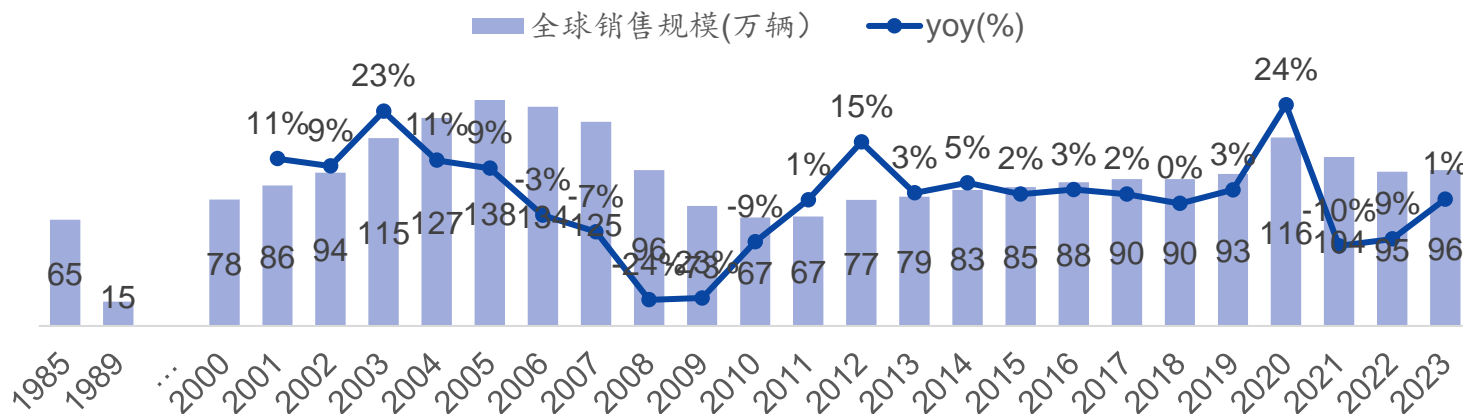
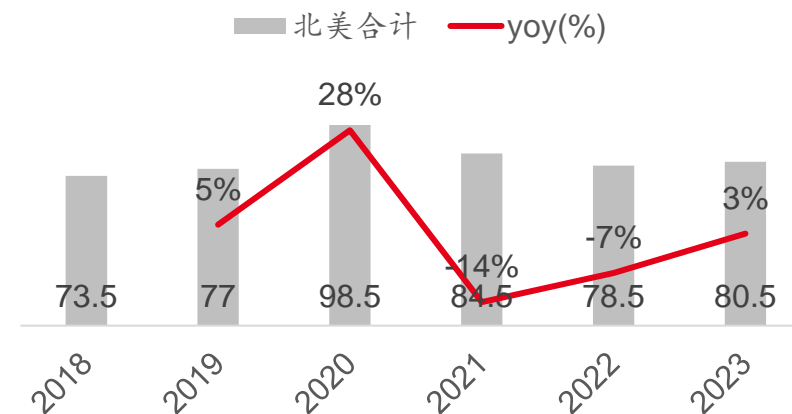


图4：2018-2023年北美全地形车销售规模（万辆）及增速（%）



数据来源：Polaris年报，太平洋证券研究院

*注：根据Polaris年报描述，该口径数据主要统计西欧、澳洲、墨西哥、北美市场上ATV和SSV两类产品，对工作用UTV的覆盖不足，口径和我国海关总署全地形车类目不一致。

1.2 全球格局：美日系厂商份额集中格局清晰，我国发力晚占比低；

全球产能8成集中于欧美及日系制造商，发展多年已形成清晰的格局。普华有策曾测算全球全地形车产能5成在美系，3成在日系；根据2017年Statista估算，全球全地形车销售份额前五的厂商依次为Polaris、Honda、BRP、Yamaha、Textron：

- Polaris: 1994年成立于美国明尼苏达州，世界第一大山地车制造商，Off Road、On Road和Marine三大业务板块下，主要涵盖ORV（ATV和SSV）、雪地摩托和公路车辆（摩托车和小型SV），通过北美约2,500家独立经销商，超过25家子公司下1,500个独立国际经销商，欧洲、南美洲、中印近90个国家约70家独立经销商销售，2005年左右开始把ORV业务的重心放在全地形车上。
- Honda: 日系知名汽车厂商，设立于1946年，1970年推出了世界首款三轮ATV在首家595美元，快速获得广泛认可，目前在全地形领域拥有丰富产线和前沿实力。
- BRP: 1942年设立于加拿大魁北克省，覆盖60余国的全球著名的动力运动品牌，产品线非常广泛，包括雪地摩托车（如Ski-Doo和Lynx系列）、摩托艇（如Sea-Doo系列）、全地形车以及公路车（如Can-Am系列），此外还专注于发动机技术的研发和生产，其Rotax发动机被广泛应用于摩托艇、卡丁车、摩托车以及运动飞机等领域。
- Yamaha: 1955成立的日本摩托车制造商并逐渐进入全地形车领域。
- Textron: 2017年以约2.4亿美元的价格收购了北极猫，拓展雪地摩托车和全地形车（ATV）业务；北极猫1982年设立于美国明尼苏达州，全球首位的雪地车厂商和最高端全地形车厂商，设计制造和销售全地形车、雪地摩托以及相关的零部件、服装等附属产品，销售遍布北美、欧洲、俄罗斯、南美、中东、亚洲等国际市

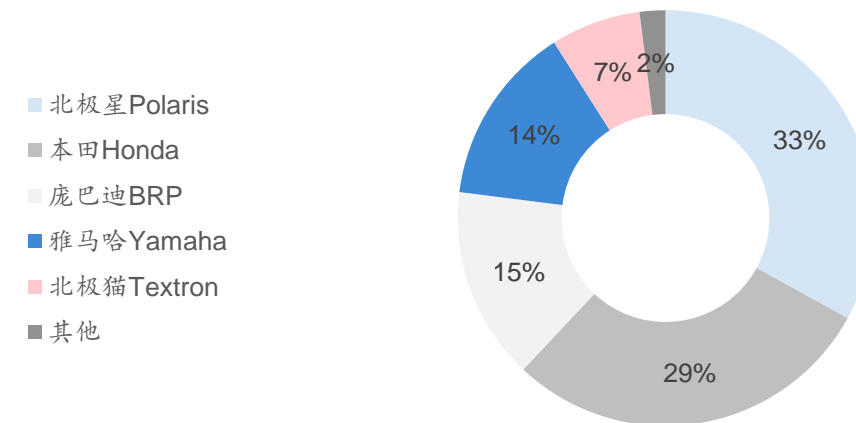
以春风为代表的本土厂商快速发力。近年来我国厂商在技术和设计方面取得长足进步，不断扩充车型和渠道，打造海外本土化营销，目前，据春风动力公告披露，其全地形车在欧洲市占率已列于第一（合计37%以上已经比较高难以提升了），在美国则与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩，市占率呈现逐年提升态势（目前高个位数），会成为主要的成长驱动。

表2：三大地域全地形车代表厂商及2015年产能份额（%）

地域	产能占比(2015)	代表厂商
美系	52%	Polaris、BRP、Textron、约翰迪尔等
日系	29%	本田Honda、雅马哈Yamaha、川崎Kawasaki、铃木Suzuki、久保田Kubota等
其他	19%	春风动力CFMOTO（大）、林海股份（大）、涛涛车业（小）、重庆润通（小）等

数据来源：公开资料，普华有策，太平洋证券研究院
*1) Textron于2017完成对Arctic Cat的收购，2) Can-Am是BRP旗下全地形车品牌，3) 大小代表排量，涛涛多在300cc以下，春风多在500cc以上。

图5：2017年全球全地形车厂商销售份额（%）



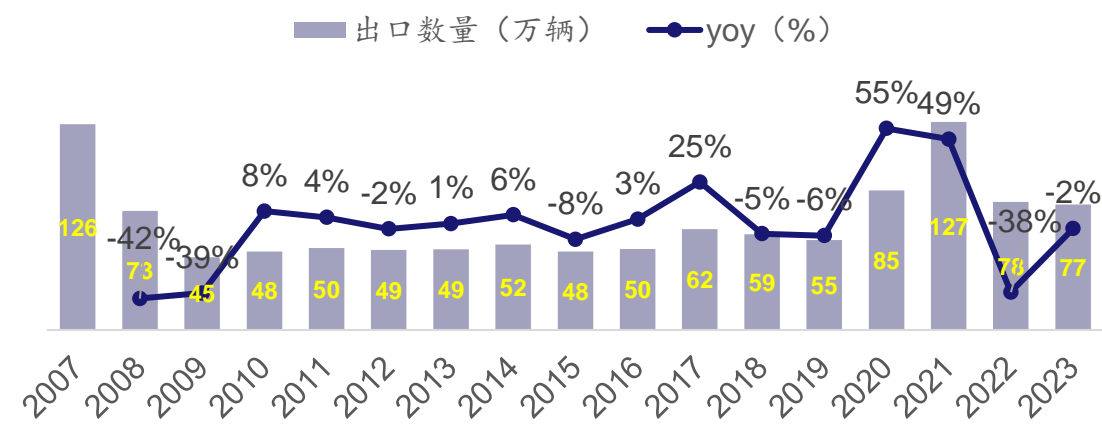
数据来源：Statista，太平洋证券研究院

1 全球百万销量平缓增长，消费&制造端均呈现高集中度

1.3本土产能：以高性价比出口为主，7成流向欧美但依赖逐年降低。

- **超九成出口海外，规模稳定在70-80万辆：**春风动力和涛涛车业均指出，我国全地形车超九成都是出口海外的，我们统计了2006年以来的海关出口数据，可以看到在2020-2021年疫情爆发时，中国生产链的正常运行促增当年全地形车出口超80万辆、120万辆，我们认为疫情后虽出口回落，但部分合作会延续，出口规模仍会保持高于过高的水平，预计未来5年保持在70-80万辆区间。
- **7成左右出口于欧美，但集中度逐年递减：**海关数据显示，2020-2023年我国对欧洲和北美全地形车出口量占比合计分别为78%/71%/67%/66%（在2015年占比高达89%），随着出口范围扩大我们对欧美的集中度逐年降低，其中美国作为首要市场，近4年出口量不断下滑，依次为33.54/38.6/25.81/20.05万台，出口转移向墨西哥、泰国、印尼等南美和东南亚地区。
- **国产全地形车均价约是海外品牌的30%-40%，主打高性价比：**我国自2010年以后进入行业快速发展期，并以较高性价比为主打，北极星的全地形车销售价格一般为2~3万美元（约10~20万人民币），春风动力2018年的销售均价在3万元人民币左右，中国制造的性价比优势凸显，尽管近年来春风开始打造高端化，但我国产品整体上依旧性价比占优。

图6：2007-2023年中国全地形车出口数量（万辆）及增速（%）



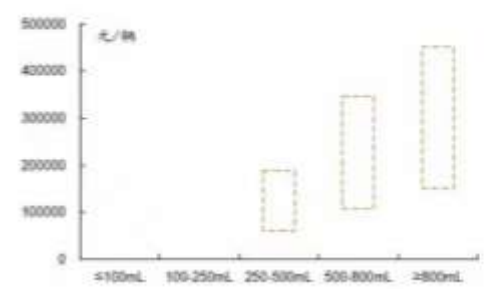
数据来源：中国海关总署，汽车工业协会官网，太平洋研究院
*海关总署的全地形车类目为编码87031011，根据口径释义（高尔夫球车类似车辆类）和全地形车辆结构比对，该类目车型更接近UTV，对Go-Kart等统计不足。

表3：2020-2023年中国全地形车出口主要区域销量占比（%）

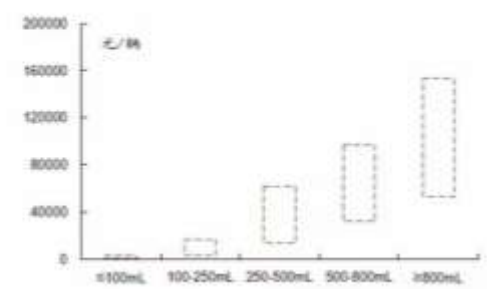
	2020	2021	2022	2023
北美	44%	34.95%	37.10%	28.08%
美国	39.24%	30.29%	32.90%	26.09%
加拿大	4.79%	4.66%	4.20%	1.99%
欧洲	33.94%	36.12%	30.04%	37.42%
欧美合计	77.97%	71.07%	67.14%	65.50%
其他	22.03%	28.93%	32.86%	34.50%

数据来源：海关总署，太平洋证券研究院整理
*此处北美只加总主要的美国和加拿大两国，欧美只含北美和欧洲。

海外全地形车单车销售均价



中国全地形车单车销售均价



数据来源：何孔说跨境，太平洋证券研究院

1.4 出口政策：多年出口熟知规范，关注安全环保趋严。

- 1985年，美国特种车辆协会（SVIA）就开始制定全地形车各项生产细节的标准，1990年经美国国家标准协会（ANSI）批准成为全地形车的第一个标准，后经过不断修订成为目前CPSC强制执行的ANSI/SVIA1-标准；借鉴于此，中国汽车工业协会摩托车分会制定SVIA-1标准于2017年1月1日正式实施，是中国全地形车行业的首个标准，我国行业政策具有一定沿袭性，兼厂商多年出口为主，对进入欧美的产品规范较为熟悉。
- 近年来，国外消费市场对于全地形车的排放标准、安全性要求等不断提高，在美国区域内进行商业销售的全地形车必须获得EPA认证，在美国加利福尼亚州销售全地形车还需获得CARB认证；根据欧盟相关法律法规的要求，在欧盟区域进行商业销售的全地形车必须获得CE认证及e-mark认证。未来，环保、安全趋严将会成为全球各市场在监管准入方面的统一趋势。

表4：全地形车进入中美欧市场需要考虑的相关政策

	中国	美国	欧洲
监管机构&标准协会	国家市场监督管理总局 工业和信息化部 国家标准化管理委员会 中国汽车工业协会摩托车	美国消费产品安全委员会（CPSC） 美国国家公路交通安全管理局（NHTSA） 美国环保署（EPA） 美国国家标准协会（ANSI） 美国特种车辆协会（SVIA）	欧洲经济委员会（ECE） 欧洲联盟（EU）
政策法规	《中华人民共和国道路交通安全法》 《机动车登记规定》	<ul style="list-style-type: none"> • Consumer Product Safety Improvement Act (CPSIA) • Clean Air Act 	<ul style="list-style-type: none"> • Directive 2002/24/EC on the Type-Approval of Two or Three-Wheel Motor Vehicles • Directive 2007/46/EC (EC Type-Approval Framework Directive)
安全&技术标准	《机动车安全技术检验项目和方法》 《机动车运行安全技术条件》 《全地形车（ATV）通用技术条件》（SVIA-1） 《摩托车乘用车安全技术要求》	<ul style="list-style-type: none"> • American National Standards Institute (ANSI) • Society of Automotive Engineers (SAE) J-Series Standards • CPSC ATV Safety Standards 	<ul style="list-style-type: none"> • European Committee for Standardization (CEN) Standards • European Committee for Electrotechnical Standardization (CENELEC) Standards • Economic Commission for Europe (ECE) Regulations

资料来源：公开资料整理，太平洋证券研究院

1 全球百万销量平缓增长，消费&制造端均呈现高集中度

1.5 出口格局：生产主体多，厂商集中度高

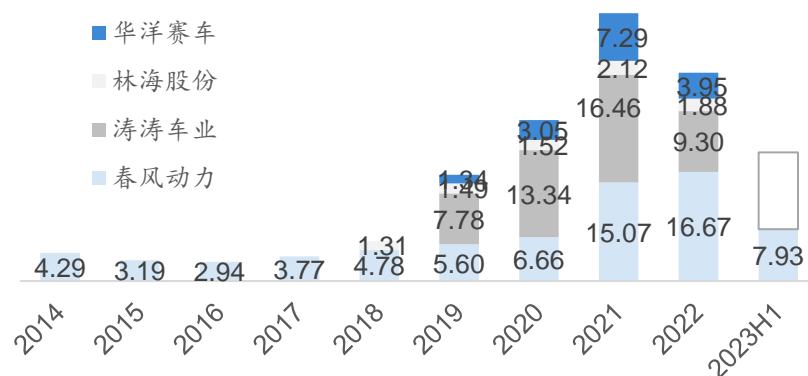
- **我国出口企业主体众多：**中国厂商90年代开始参与全地形车行业，根据汽车工业协会在2007-2008年的统计，我国市场上约有300-400家参与全地形车出口的企业，2007年出口超过1万辆的有34家，超过5万辆的只有4家。目前，国内全地形生产厂商主要集中在江苏、浙江和重庆地区，包括春风动力、林海股份、浙江涛涛、重庆润通等，产品涵盖休闲娱乐用途的沙滩车、UTV等品种，具有多品种、小批量的特征。
- **但厂商出口的集中度较高：**根据春风动力公告，春风动力、涛涛车业、重庆润通、林海动力、华洋赛车出口份额靠前；其中春风动力在2014-2023H1全地形车出口额占国内同类产品出口额保持在70%上下波动，多年蝉联销额份额第一。

表5：本土top企业全地形车*出口情况

年份	Top企业	出口量占比 (%)	出口额占比 (%)
2018	春风、润通、林海	-	96.47%
2019	春风、润通、林海	93.20%	97.15%
2020	春风、涛涛、润通、林海	95.69%	97.05%
2021	春风、涛涛、润通、林海	95.60%	97.08%
2022	春风、涛涛、润通、林海、华洋	96.66%	97.12%
23H1	春风、涛涛、润通、林海	88.05%	92.83%

数据来源：春风动力公告，中国汽车行业协会，太平洋研究院

图7：春风/涛涛/林海/华洋全地形车年销量（万辆）



数据来源：各公司公告，太平洋证券研究院
*涛涛23销量为估计值

图8：2017-2022年中国全地形车*出口数量（万辆）

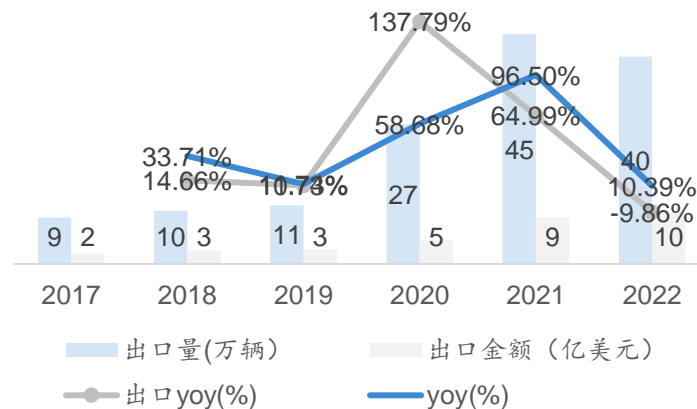
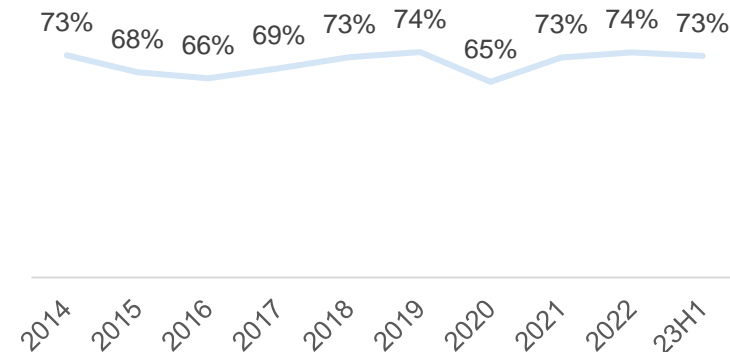


图9：春风动力出口金额占比 (%)



数据来源：春风动力公告，中国汽车行业协会，太平洋研究院

*注：春风动力摘自汽车工业协会的全地形车数据覆盖的车型（沙滩车为主）和统计企业少于海关，根据春风动力公告，“...截至2017年，我国沙滩车、UTV等休闲娱乐用途全地形车年出口量合计在50万台左右...”，符合海关口径。

2 厂商机遇：关注本土厂商性价比优势下对传统老牌的替代

2.1 本土主流厂商大多非单一品类，关注品牌力的塑造

- 1) 产品：九号和涛涛产品类型更丰富，春风油摩起家但已在全地形车形成完备车型布局，华洋主打ORV非道路两轮；
- 2) 品牌：春风和华洋车型聚焦，对应单一品牌，九号借助收购Segway切入境外电滑板车&平衡车市场，涛涛依托不同产品类型已打造三大品牌矩阵——GOTRAX投放商超&线上，DENAGO则以经销商为主。

-九号：Ninebot/Segway（境外收购）

-涛涛：DENAGO/GOTRAX/TAO MOTOR

-春风：CFMOTO

-华洋：KAYO

道路两轮



电自



电摩



儿童车

偏全动力电
动两轮车



D电自



G电自

偏电助力车，
娱乐休闲属
性更明显



油摩



电摩

主要是燃
油摩托



越野摩托

轻娱乐车



电平衡车



电滑板车



G滑板车



G平衡车



特种产品



全地形车



送餐



RMP



割草

*机器人研发早、产品多



高尔夫车



全地形车



越野摩托



卡丁车



雪地车

*特种车类型全面，依托TM品牌



全地形车



全地形车

车辆配件



卡丁车套件



新能源智能电源

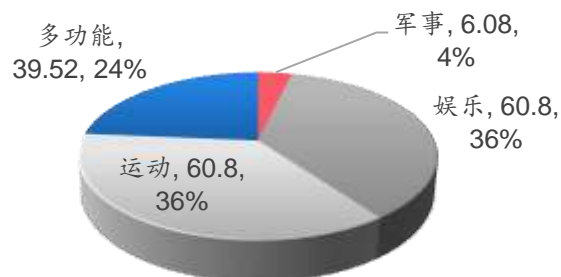
- 1、RMP:Robotics Mobility Platform智能移动平台，主要为商用；
 - 2、D代指Denago品牌，G代指Gotrax品牌，TM代指Tao Motor品牌；
 - 3、低速是指行驶速度在70公里/小时以内。（公司公告）
 - 4、涛涛和华洋全地形车仍以ATV为主
- *数据来源：公司公告，公司官网，太平洋研究院整理

2 厂商机遇：关注本土厂商性价比优势下对传统老牌的替代

2.2 车型发展趋向高性能新能源，关注细分赛道成长机遇

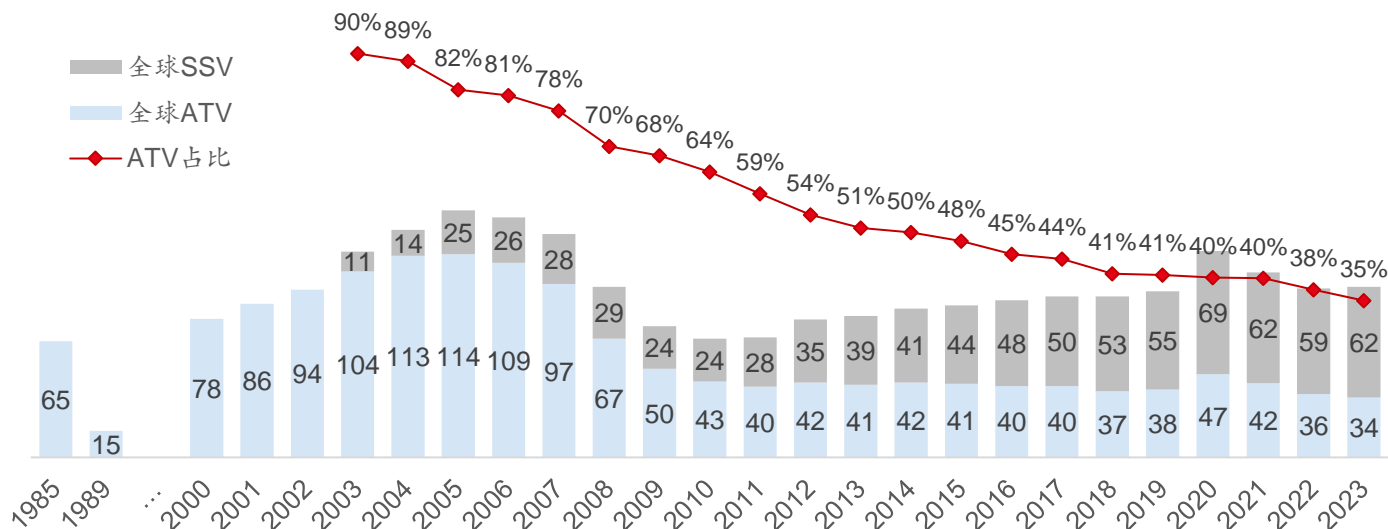
- **趋势一：娱乐需求驱动增长。** Statista预计全球ATV&UTV市场将在2020-2030年以约9.6%的CAGR增长至190亿美元以上，指出其中以休闲娱乐、赛事竞技、日常生活为用途的全地形车消费需求将保持较高增长。
- **趋势二：更舒适高性能的UTV成发展主流。** 在日益成熟的动力运动爱好者推动下，消费偏好从ATV产品逐渐转向更舒适、更安全的U/Z系列产品。UBS调研中，PowerSports行业中ATV产品占比由2021年40.10%下降为2022年38.71%，U/Z系列产品占比则由2021年59.90%上升至2022年61.29%，且预计仍有持续提升的空间；Polaris年报也显示，过去20多年间，全球ATV销量占比不断下降（近十年销量绝对值小范围波动），SSV销量绝对值和占比均呈上升趋势，至2023年，全球SSV销量估测62万台，占65%，预计未来舒适安全、高性能产品将持续成为市场增长的主力，比重进一步提升。
- **趋势三：动力能源多样化干净化，燃油转向纯电或混动。**

图10：2023年全球各用途全地形车规模（亿美元）及占比（%）



数据来源：gminisights, 太平洋证券研究院

图11：1985-2023年欧美市场ATV&UTV销量（万台）及占比结构（%）



数据来源：Polaris年报, 太平洋证券研究院

图12：九号发布2023混动新款SSV

2019年Segway全地形车的全场景布局

- ATV-Snarler 休闲运动出行
- UTV-Fugleman 户外狩猎农场
- SSV-Villain 竞速\越野冒险

➔ 2023SSV Super-Villain SX2.0T Hybrid (混动)/燃油版

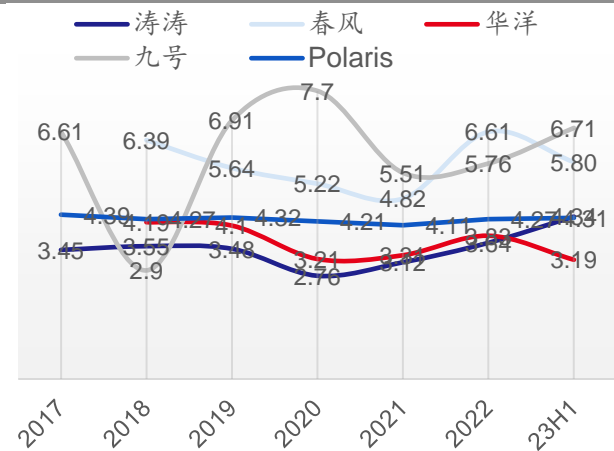
加强点：减震+稳定+超尺寸+三种动力模式

数据来源：九号官网, 太平洋证券研究院

2 厂商机遇：关注本土厂商性价比优势下对传统老牌的替代

2.2 车型发展趋向高性能新能源，关注细分赛道成长机遇

图13：本土厂商研发费率（%）对比



数据来源：同花顺，太平洋证券研究院

- 九号研发投入整体最高，大体在6%-7%之间波动，公司品类繁多，全地形车占比较小，机器人业务大量的研发投入也会拉高整体研发费率；
- 春风动力和华洋赛车的业务集中于特种ORV（即越野摩托和全地形车）产品，而且追求高端化、强性能，故研发费率居高，尤其是春风近年来研发费率在5%-7%之间波动，研发优势明显；
- 涛涛产品丰富，其中汽动全地形车基本占收入3成左右，疫情后整体研发投入也呈持续增加态势，23H1研发费率已经突破4%。
- Polaris研发费率稳定在4.2%-4.3%。

研发能力及技术发展对比

本土

- 九号**：主要借助收购的Segway品牌布局全地形车，2019年已有完整的车型布局，2022年全面进入欧洲市场，UTV和SSV也已顺利进入美国市场，在全球3000余个经销网点不断打造全地形移动解决方案。
- 2022年公司发布新品赛格威ATV Snarler AT6 L，是一款专为探索、冒险和耐力运动而设计ATV，全系标配CVTech无极变速、AWD驱动、双A独立悬架，具有良好的高低温、高海拔环境适应性；安全上，采用铬钼钢车架，保护它在探索极端路面期间可能发生的边缘撞击影响，智能化上，配备了Powersports行业有史以来第一套适用于全地形车路况的灵动智行系统，可通过Segway Powersports App 随时了解驾驶数据以及车辆信息，具备无感上电和EPS驾乘，功率曲线实时查看，危险报警监测等场景化功能。
- 2023推出混动SSV具有更高的马力和扭矩，加速和爬坡能力在全球市场上竞争力靠前。

- 涛涛**：公司核心部件自制率高达70%，研发实力强劲，主要产品通过了美国EPA、CARB、CPSC以及欧洲的e-mark、CE等认证；
- 截至2023年6月末，拥有323项境内专利（发明专利8项、实用新型专利127项、外观设计专利188项）和102项境外专利（发明专利2项，外观专利100项），其中自主形成的发明专利7项，各类专利广泛应用于动力装置、悬挂、减震、车架等方面；
- 紧跟“油改电”的新能源发展潮流，自主研发了青少年款电动ATV、合作开发了电动卡丁车等采用全新锂电技术及配置永磁电机的产品；
- 在美国麦迪逊设立了海外研发中心，以更加精准定位产品研发方向和把握技术发展趋势。

海外

- Polaris**：主打SSV包括RZR Sports系列、RANGER Utility系列、GENERALcrossover系列，XPEDITION adventure系列，以及 Sportsman ATV。全线横跨107款车型，包括两驱、四驱和六驱通用及娱乐车；
- 2023年ORV的主要产品有Extreme Duty RANGER XD 1500, RANGER XP Kinetic和Polaris XPEDITION。
- 春风**：自2000年始，春风动力在全地形车上研发积累超20年。
- 截至2023年6月，参与过13项国家标准制定，已获有效授权的专利1,211项（境内1075项、境外专利136项），其中发明专利86项、实用新型专利947项、外观设计专利178项；
- 23H1主要新车型包括Trail 800、Trail1000等大排量全地形车系列；
- 2024/03/20推出两款新品，1) ATV新品CFORCE520L，更窄的17L油箱优化乘骑体验，负重和牵引力提升加强作业能力，灵活度提升等；2) SSV新品ZFORCE950T，均在现有顶配性能上提升了舒适度和操控性。

2 厂商机遇：关注本土厂商性价比优势下对传统老牌的替代

2.3类似车型单价具有竞争力，本土性价比凸显

- ✓ **车型：**Polaris重视高端和娱乐，尤其是SSV布局丰富，经典剃刀系列现有5款2座和3款4座SSV，设计感十足；7款ATV主要集中在SPORTSMAN系列，兼具竞技与休闲所需，另有5款UTV布局；春风在高端系列布局相对较少，目前有4款ATV分别覆盖400/600/800/1000cc，1款600cc和2款1000cc的UTV，500/1000cc的SSV各一款（数据来源：春风动力和Polaris官网，截至2024年3月12日）。
- ✓ **价格：**本土厂商具有明显成本优势。相近性能的车辆来看，Polaris的单价是春风的2-3倍，越是低价车系价格倍数差距越大，本土厂商成本优势越明显。
- ✓ **排量：**春风和Polaris在500cc中大排量布局更多、追求极致性能，涛涛产品则聚焦300cc以下小排量、注重轻娱乐。

表6：性能对比_国产主流全地形车vs. 海外品牌

明星款车型号	CFORCE450L	SPORTSMAN450H.O	UFORCE 1000	RANGER XP 1000	ZFORCE1000SPORT R	RZRXP1000SPORT	2023 TITAN 300
车辆外形							
厂商	春风动力	Polaris	春风动力	Polaris	春风动力	Polaris	涛涛车业
单价(元)	31,800	92,800	94,800	235,800	96,800	23,7500	-
细分类型	ATV	ATV	UTV	UTV	SSV	SSV	ATV
排量(cc)/油箱(L)	400/17	499/17	963/40	999/43.5	962.6/36.5	999/36	270/14
整备/承载质量(kg)	346/240	317/220	690/685	737/680.4	685/-	662/336	260/200
最大功率	22.5kw/7200rpm	-	53kW/7000rpm	-	66kw/7750rpm	-	17kw/7000rpm
最大转速/扭矩	33N.m/6000rpm	-	74N.m/6500rpm	-	87N.m/6750rpm	-	24.5N.m/5000rpm
驱动方式	二/四驱电控转换	一键按需AWD/2WD	二/四驱电控转换	高性能适时四驱/两驱/草坪模式	-	高性能适时四驱/两驱	-
变速方式	无级变速	自动PVTP/R/N/L/H	无级变速	自动PVTH/L/N/R/P	CVT	自动PVTP/R/N/L/H	-

资料来源：各公司官网，太平洋证券研究院

2 厂商机遇：关注本土厂商性价比优势下对传统老牌的替代

2.4 销售模式和排量结构是导致本土厂商盈利差异的核心因素

- ① 收入占比上，春风全地形车收入占比最高在50%~60%之间，业务最为聚焦，华洋和涛涛的全地形车收入贡献整体位于30%~40%的水平。
- ② 盈利能力上，涛涛全地形车毛利率水平最高在35%-40%，其次是春风在30%-35%左右，2021年在疫情影响下有所降低而后持续修复，春风全地形车业务对整体盈利具有较好的提振作用，而涛涛各业务间盈利能力较为均衡。华洋大多采用分/经销模式导致毛利率相对更低。
- ③ 长期稳态上，海外老牌全地形车龙头Polaris长期稳态毛利率逐渐靠近20%，考虑我国具有较强的成本优势兼直营比例更高，我们估计，本土厂商的稳态毛利率能维持在更高的30%左右。

图14：Polaris越野车/雪地车毛利率（%）

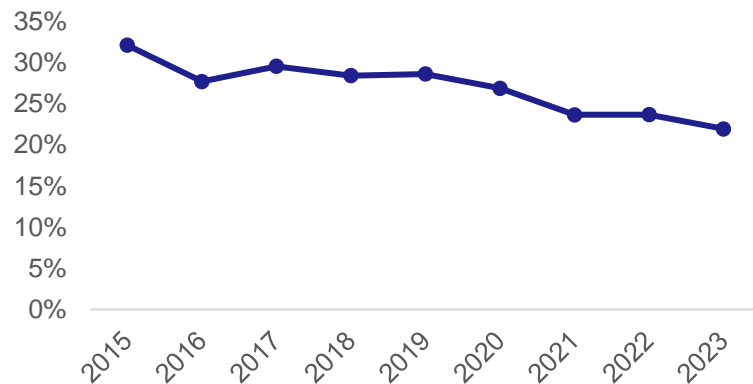


图15：春风/涛涛/华洋全地形车收入占比（%）

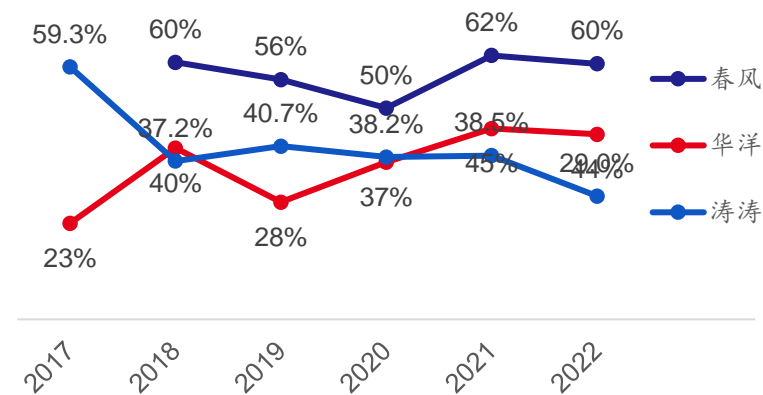


图17：春风主要业务的毛利率水平（%）

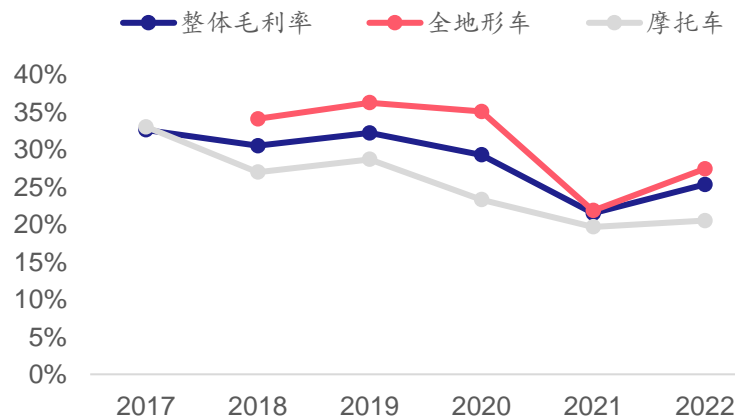


图16：华洋主要业务的毛利率水平（%）

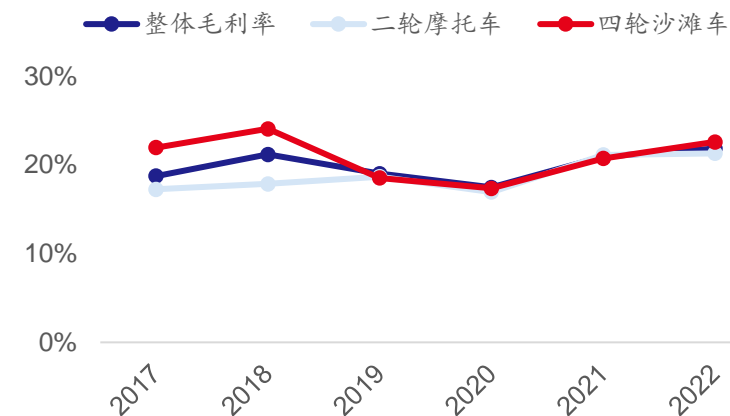
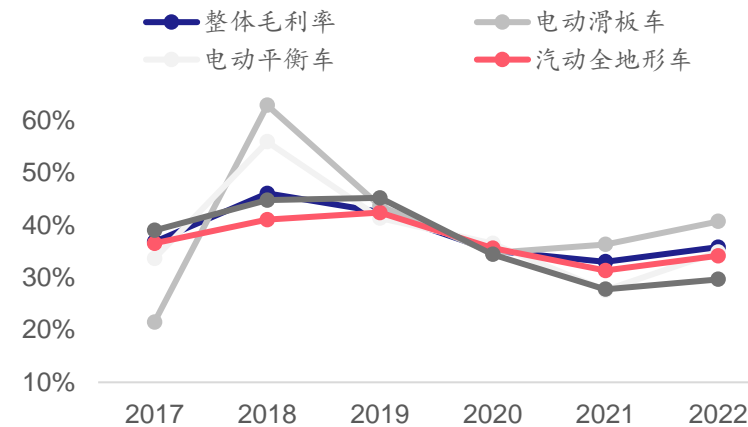


图18：涛涛主要业务的毛利率水平（%）



本页数据来源：同花顺，各公司年报（涛涛披露品类是汽动全地形车，华洋披露品类是四轮沙滩车，Polaris只披露了越野品类和雪地车的综合），太平洋证券研究院整理

2 厂商机遇：关注本土厂商性价比优势下对传统老牌的替代

2.4 销售模式和排量结构是导致本土厂商盈利差异的核心因素

涛涛全地形车毛利率高于华洋，核心因素包括销售模式及产品排量结构三个方面：

- 销售模式上，涛涛在北美主要市场的全地形车以仓储式生产（其他地区主要为“订单式”），再通过批发商、零售商、自由网站和三方网站等多渠道销售，一方面，仓储式跨境销售表现为“国内生产、国外存放、跨境销售、当地服务”，仓库在海外当地，一定程度上降低物流成本，提升客户服务质量，有利于产品获得更高溢价能力，另一方面，兼具“直销+经销”也有利于提升整体毛利率——直销模式相对经销属于“高毛利率、高费用率”，华洋则主要采用经销模式，相对成本更高；
- 排量结构上，小排量车的原材料成本占比相对较低，但单价和盈利空间相对也较低，考虑运费成本和营销推广等费用，大排量的单车毛利相对更高，根据华洋招股书，涛涛的小排量车占比更高，在材料成本上更具优势。

表7：小排量全地形车量价拆解_华洋vs. 涛涛

	年份	单位价格（元/辆）	销量（万辆）	收入（亿元）	单位成本（元/辆）	单车利润（元/辆）	单车毛利率（%）
华洋 (ATV为主, 分销为主)	2019	3,937	1.34	0.53	3,209	728	18.49%
	2020	3,857	3.05	1.18	3,189	668	17.32%
	2021	4,378	7.29	3.19	3,473	905	20.68%
	2022	4,668	3.95	1.84	3,613	1,056	22.61%
涛涛 (小排量ATV为主, 线上直 营+线下经销)	2019	4,017	7.62	3.06	2,317	1,701	42.34%
	2020	4,045	13.07	5.29	2,178	1,868	46.17%
	2021	4,719	16.46	7.77	2,460	2,259	47.88%
	22H1	5,380	4.58	2.47	2,849	2,531	47.04%

资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

表8：涛涛全地形车各模式的毛利率对比

	2019	2020	2021	22H1
线上销售	53.85%	66.79%	69.41%	61.21%
自主品牌	48.57%	54.89%	63.67%	59.16%
线下经批发商、零售商销售	41.36%	44.68%	47.21%	46.72%
ODM	30.10%	36.11%	37.04%	41.77%
外购	30.54%	36.21%	37.57%	18.66%

资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

注：“外购”指公司采购其他公司产品后直接对外销售的形式。

春风以大排量全地形车为主，同时采用“经销+直营”的模式进行海外销售，因此毛利率水平也相对较高；

对于本土厂商而言，销售模式和产品排量结构的不同是毛利率出现差异的核心要素，对于北极星这种海外老牌而言，尽管单车价格很高，但原料成本及人工成本也很高，压低了毛利水平。

2 厂商机遇：关注本土厂商性价比优势下对传统老牌的替代

2.5 布局海外产能，缩短供应链、提升当地品牌影响力。

春风：海外工厂缩短供应链、提升海外的品牌知名度，支撑全球市占进一步扩大。2023年8月，春风墨西哥工厂正式落成并且投产，首台UTV车型正式下线，该工厂主要以四轮摩托车为主，生产ATV以及UT等全地形摩托车，供给北美洲和南美洲。此外，春风在泰国也有工厂，在美国和欧洲还有设立研发中心，新加坡、法兰克福以及弗吉尼亚建立了四大云计算中心，方便吸纳海外高新技术人才。

图19：春风动力墨西哥工厂投用



数据来源：公开新闻，太平洋证券研究院

涛涛：兼顾东南亚和北美产能布局，支撑销售规模扩大。一方面，以生产小排量特种车和电动低速车为主的越南工厂预计在2024年6月左右投产，有望进一步降本增效，分散出海风险。另一方面，美国3大组装工厂目前已开始少量投产，主要负责组装如电动高尔夫球车等电动低速产品，借以配合公司“扩展电动新能源相关产品”的战略方向。

图20：涛涛美国3大组装工厂将于2024年逐步投用



数据来源：官方公众号，太平洋证券研究院

海外工厂有利于规避关税风险：根据涛涛招股书披露的2018-2019年间，美国加征关税对公司销售收入的影响情况，实际加征关税税率为25%，公司提价15%转移至下游，我们认为，尽管这个提价幅度不足以动摇公司成本优势，但是通过布局海外产能，有利于规避关税风险下不必要的成本耗费，同时留出更多结构性提价的空间。

表9：涛涛全地形车受美国加征关税影响情况测算

项目（单位：亿元）	2018年度	2019年度
全地形车扣除关税前销售额	2.65	3.06
加征关税对销售的影响额	0.10	0.16
扣除加征关税影响后的销售额	2.55	2.90
销售成本	1.60	1.76
原始毛利率	39.69%	42.34%
扣除加征关税影响后的毛利率	37.26%	39.17%
关税影响毛利率的大小	-2.43pct	-3.17pct

资料来源：涛涛招股书，太平洋证券研究院

*1) 雪地车不在加征之列，加征类目对排量有要求，2) 全地形车被加征25%关税的期间为2018年7月6日至2019年9月20日，美国海关实际取消加征时间在2019年10月中旬，加征影响额的计算期间为2018年7-12月、2019年1-10月，对应期间的加征后销售额分别为7851.26/12218.94万元，公司因关税上调价格约15%，关税影响额=加征后销售额÷1.15×0.15。

3.1 春风 (603129.SH)：聚焦非道路品类，打造全球高端品牌

收入预测基本假设：

- ① 全地形车目前在销量会随着海外布局持续增长，高端新品的推进也会结构性提振单价，但品类收入占比上会有所下降；
- ② 摩托车品类作为公司近年打响“潮”这个品牌调性的重点依托，受众群体更大，单价相对全地形车更低，预计销量增速会高于全地形车，同时价格端也会缓步提升，收入比重逐渐增加。

投资建议：

公司核心业务聚焦ORV非道路品类，不断精进产品性能，强化品牌认知度，拓增海外渠道和市场，对标产品相较于海外老牌极具性价比，具有较大的品牌替代能力和单价提升空间，我们看好公司未来的收入增长和盈利成长潜力，估计公司2023-2025年收入增长12.17%、19.70%、18.54%至128/153/181亿元，归母净利润12/14/19亿元，摊薄EPS为6.80/9.60/12.37元，当前股价对应PE为15/11/8倍。

表10：春风动力盈利预测和财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11,378	12,763	15,278	18,110
营业收入增长率(%)	44.73%	12.17%	19.70%	18.54%
归母净利（百万元）	701	1,023	1,444	1,862
净利润增长率(%)	70.43%	45.80%	41.22%	28.90%
摊薄每股收益（元）	4.68	6.80	9.60	12.37
市盈率（PE）	24.04	15.04	10.65	8.26

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算
更新时间：2024-03-25

表11：春风动力盈利预测模型

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入（百万元）	7,861.49	11,378.02	12,763.17	15,277.59	18,110.30
	yoy (%)	73.71%	44.73%	12.17%	19.70%	18.54%
	毛利率 (%)	21.53%	25.37%	27.85%	29.51%	30.73%
收入拆分-按业务						
全地形车	营业收入（百万元）	4,879.47	6,837.90	7,622.04	8,923.85	10,290.22
	yoy (%)	117.04%	40.14%	11.47%	17.08%	15.31%
	收入占比 (%)	62.07%	60.10%	59.72%	58.41%	56.82%
	销量（万台）	15.07	16.67	17.29	18.58	19.83
	yoy (%)	126.06%	10.66%	3.73%	7.46%	6.72%
	单价（元/台）	32,386	41,013	44,072	48,017	51,885
摩托车	营业收入（百万元）	2,298.45	3,371.76	3,863.18	4,991.87	6,390.83
	yoy (%)	23.48%	46.70%	14.57%	29.22%	28.02%
	收入占比 (%)	29.24%	29.63%	30.27%	32.67%	35.29%
	销量（万台）	11.14	14.53	15.85	18.45	21.18
	yoy (%)	28.07%	30.41%	9.12%	16.42%	14.78%
	单价（元/台）	20,636	23,213	24,373	27,051	30,173
配件及游艇	营业收入（百万元）	425.99	835.00	915.17	976.68	1,022.63
	yoy (%)	60.07%	96.01%	9.60%	6.72%	4.70%
	收入占比 (%)	5.42%	7.34%	7.17%	6.39%	5.65%
其他	营业收入（百万元）	257.58	333.36	362.78	385.20	406.61
	yoy (%)	71.80%	29.42%	8.83%	6.18%	5.56%
	收入占比 (%)	3.28%	2.93%	2.84%	2.52%	2.25%

资料来源：同花顺，太平洋证券研究所（更新时间：2024-03-25）

3.2涛涛(301345.SZ): 老品迈过低谷业绩回弹+新品开辟第二增长曲线

收入预测基本假设:

① 核心业务板块业绩回暖

-电滑板车&电平衡车: 在22年大环境理想情况下仍取得较好增速, 接下来借助渠道逐步渗透和拓展, 收入业绩有望进一步增厚。

-小排量ATV&越野摩托: ORV两大主要品类因为单价高、使用场景特殊而在22年受宏观影响较大, 我们预计23年收入回暖, 就毛利率来看, 2022年全地形车为34.12%/+2.81pct, 越野摩托车29.62%/+4.09pct, 盈利扩增的趋势有望保持。

② 第二增长曲线开始放量

-大排量ATV/UTV: 大排量及UTV符合全地形车市场需求的主流趋势, 目前公司的大排量全地形车300ATV已获得欧盟 T3B 认证, 并开始向欧洲出货; 550UTV也已获得EPA 认证并计划进入美国市场。

-E-bike: 全球规模约300亿美元, 欧美户外娱乐的重要选择, 公司目前已进入沃尔玛、Target、Bestbuy、Academy、Kohl's 等大型线下商超, 在线上亚马逊也有良好排名表现。

-电动高尔夫球车: 全球约4万家高尔夫球场, 消费规模超20亿美元, 公司2020年开始布局电动低速车赛道, 2023H1已实现销售收入0.28亿元, 占总收入的3.63%; 目前, 第二代电动高尔夫球车已研发完成并进行试产, 此前超募资金总计不超过5.4亿元人民币(项目投资合计7,200万美元)向全资子公司Tao Holding LLC. 增资建设“年产3万台智能电动低速车建设项目”中就包括了电动高尔夫球车的制造, 营销端也已陆续收到来自美国、马来西亚、加拿大、墨西哥等地的订单, 并逐步开拓TSC、劳氏、BestBuy等大型商超渠道, 业务呈现良好的增长潜力。

投资建议:

公司2022年受到俄乌冲突及欧美宏观环境影响, 整体营业收入下滑较多, 但智能电动低速大类的销售收入仍同比增长14.43%至10.65亿元, 反应出良好的消费韧性和需求趋势, 截至2023年底来看, 海外主要市场的不良因素已经基本消除, 公司会在核心业务业绩反弹的情况下, 借助原有的合作资源及渠道基础, 进一步拓展大容量ATV/UTV、E-BIKE、电动休闲车三大新品类, 作为成长的第二曲线。我们估计公司2023-2025年收入增长20.6%、25.03%、23.14%至21/27/33亿元, 归母净利润2.73/3.52/4.60亿元, 摊薄EPS为2.49/3.22/4.21元, 当前股价对应PE为23/18/13倍。

表12: 涛涛车业盈利预测和财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,766	2,129	2,662	3,278
营业收入增长率(%)	-12.49%	20.60%	25.03%	23.14%
归母净利(百万元)	206	273	352	460
净利润增长率(%)	-15.00%	32.09%	29.05%	30.86%
摊薄每股收益(元)	1.89	2.49	3.22	4.21
市盈率(PE)	30.04	22.74	17.63	13.47

资料来源: Wind, 太平洋证券(摊薄EPS按最新总股本计算)

表13: 涛涛车业盈利预测模型

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
合计	营业收入(百万元)	2,017.69	1,765.67	2,129.45	2,662.40	3,278.38
	yoy(%)	45.62%	-12.49%	20.60%	25.03%	23.14%
	毛利率(%)	32.97%	35.75%	37.34%	37.95%	38.25%
收入拆分-按业务						
电滑板车及配件	营业收入(百万元)	644.29	687.04	741.74	948.43	1,186.29
	yoy(%)	83.35%	6.63%	7.96%	27.87%	25.08%
	收入占比(%)	31.93%	38.91%	34.83%	35.62%	36.19%
电平衡车	营业收入(百万元)	151.22	290.48	424.22	560.96	732.72
	yoy(%)	-19.70%	92.09%	46.04%	32.23%	30.62%
	收入占比(%)	7.49%	16.45%	19.92%	21.07%	22.35%
E-Bike	营业收入(百万元)		78.08	93.69	121.80	155.91
	yoy(%)			20.00%	30.00%	28.00%
	收入占比(%)		4.42%	4.40%	4.57%	4.76%
全地形车	营业收入(百万元)	776.75	511.87	631.92	750.47	877.19
	yoy(%)	46.90%	-34.10%	23.45%	18.76%	16.89%
	收入占比(%)	38.50%	28.99%	29.68%	28.19%	26.76%
越野摩托	营业收入(百万元)	234.18	30.40	35.84	41.62	47.67
	yoy(%)	22.40%	-87.02%	17.92%	16.13%	14.52%
	收入占比(%)	11.61%	1.72%	1.68%	1.56%	1.45%
其他	营业收入(百万元)	211.25	167.81	202.03	239.11	278.61
	yoy(%)	67.98%	-20.57%	20.39%	18.35%	16.52%
	收入占比(%)	10.47%	9.50%	9.49%	8.98%	8.50%

资料来源: 同花顺, 太平洋证券研究所(更新时间: 2024-03-25)

4 风险提示

1、原料价格波动风险。

相关产品直接材料占比较高且较为稳定，如果主要原材料价格发生波动，而公司不能及时向下游客户传导，将对公司经营业绩造成不利影响。

2、汇率风险。

主要市场集中在欧美，涉及汇兑损益，如果汇率大幅度波动或影响利润表现。

3、行业竞争加剧超预期。

受到海外高端老牌和本土众多产能的竞争挤压，参与者众多，如果竞争过于激烈或导致收入趋势及业绩空间不理想。

4、海内外政策性风险。

相关产品可能列入美国对中国出口产品加征关税清单目录，若未来中美贸易摩擦加剧，美国在现有基础上进一步加征关税，预计对生产经营及业绩出现不利影响。相关产品外销占比较高，若未来其他区域有关国际局势、进口政策、贸易摩擦、海外疫情等经营环境发生重大变化，也可能对行业和主要厂商的生产经营、合作关系、货物发运和清关时效等方面产生不利影响。

5、技术发展或应用受阻。

相关产品从研发上市到性能测试再到通过市场准入的周期较长，资金投入较多，技术对产品、产品对利润的转化结果均存在不确定性。

6、新品上市和海外推广效果不理想。

前沿新品迭代和开发是行业重要竞争力，同时主要消费市场位于海外，如果市场反应不理想，可能导致收入业绩和研发投入的效率不佳。

行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

公司地址

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七号
上海市浦东南路500号国开行大厦17楼 太平洋证券
深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904
广州大道中圣丰广场988号102 太平洋证券

研究院

中国北京100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
投诉电话：95397
投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

