

证券研究报告

2024年09月05日

行业报告：行业深度研究

电力设备

全地形车：需求在欧美，出海看产品力、性价比

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券
TF SECURITIES

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

全地形车意思为“适合所有地形的交通工具”，相比其他车辆适合更多的地形。根据车辆结构分类，全地形车可分为车把转向的ATV，方向盘转向的UTV，以及同样带方向盘，但性能更强、更偏娱乐属性的SSV三大类产品。

- 1) ATV：以休闲娱乐、日常实用为主要目的，发展主要依赖于消费者休闲时间增多和户外工作方式、生活方式升级。北极星2001年报披露，ATV下游需求分为农牧场爱好、户外运动、骑术，各占约1/3。
- 2) 并排车（包括UTV、SSV）：北极星2006年报统计，并排车目标人群为猎人、大型全地形车骑手、运动型骑手。65%需求来自实用性需求，20%来自商业/工业需求，15%来自休闲娱乐需求。相比ATV，并排车辆能够载运乘客、运输货物及拖拽更重的负载。

需求主要在欧美，零售端行业空间预计超100亿美金

根据北极星年报，2016年以来全球ORV零售量稳定在90万辆及以上。2023年全球ORV（包括ATV、并排车辆）零售销量95.5万辆，其中北美占84%，其中ATV北美占比72%，并排车辆（UTV、SSV）北美占比达91%。

全球全地形车/雪地摩托车市场规模从2018年100亿美元提升至2021年140亿美元。2020、2021年全球全地形车零售销量提升明显，2022、2023年回落至95万辆附近，但仍高于2019年水平，我们预计目前全地形车/雪地摩托车市场规模仍超过100亿美元。此外，动力运动的配件售后、服装、配饰的市场空间2021年达到50亿美元，接近2021当年零售规模的36%。

复盘北极星，产品创新、关键零部件自制成就行业龙头

北极星成立于1954年，主要产品为全地形车。总体来看，北极星营收增速超过全地形车行业增速。1985年北极星推出首款美国制造的ATV，之后率先推出许多改进技术，如自动变速器、长行程/独立后悬架（IRS）、单杆液压制动、业内首款电子燃油喷射等。

经济低迷时，北极星通过减少库存、精简运营、推出新品减小影响。2007-2008年，全地形车全球销量125、95.5万辆，同降7%、24%，而北极星营收17.8、19.5亿美元，同增7%、9%。2007年经济发展缓慢，耐用品受到重创，非必需品受到的影响更严重。北极星在经销商、工厂层面减少库存，比竞争对手更早地精简了运营，同时继续推出Ranger RZR、Victory Vision等革命性新产品。

Ranger越野多功能车系列以业界领先的动力和驾驶品质重新定义了市场。2007年推出Ranger RZR，是最轻的并排式全地形车，宽度50英寸，是同类产品中唯一一款可在越野条件下行驶的并排式全地形车。设计上将发动机放置在座椅后方，在所有运动型并排式车辆中重心最低，使其有出色的越野响应能力、速度和安全性。Ranger RZR销量远远超出公司最初的销售预期。

北极星有多个子品牌，定位不同消费者需求。包括：RZR（竞技娱乐全地形车）、Ranger（用于农场、庄园、猎场等）、Sportsman（探索户外的强大工具），Youth（安全，让超过6岁的孩子可以开始探索）。从产品品类看，北极星相对国内全地形车企业品类更多，1-6座车型不等。以1000cc排量附近的SSV为例，北极星Ranger 1000售价20999\$起，九号UT10 Crew 15999\$起，春风ZFORCE 950 sport 15299\$起。

北极星具有较强的运营效率：1）经销方面：2010年以来所有北美ORV经销商都采用MVP流程，订单被纳入每个产品的生产计划；2）供应链：自制关键零部件构建竞争力，组装厂遍布全球，为公司带来优势为降低成本、加快产品上市时间、产品更具创新性、灵活性等。

摘要

国内企业的突破

2023年，北极星、雅马哈在ATV市场合计占据40%以上份额，在多功能越野车行业（UTV），北极星有超过30%市场份额。国内企业快速跟进，市占率逐步提升。国内企业产品差异化明显：

- 涛涛：小排量为主，多数产品在120cc以下，青少年产品款式明显多于北极星、春风等企业。
- 九号：从品牌到性能，树立高端产品形象。产品种类较少，但各项指标性能对标市场上最优产品，定价端保障产品的性价比及竞争力，给骑行者带来丰富的产品体验。
- 春风：主打性价比路线，产品品类丰富，从入门款到专业款选择多样。

国内企业如何打开局面？

- 性价比&成本优势：以110cc排量附近的青少年款为例，北极星2024 OUTLAW 110 EFI 3599\$起，春风CFORCE 110售价2999\$起步，涛涛Denago品牌Mudhawk 6 ATV售价1099\$。国内企业产品价格较低但毛利率高于海外企业，2023年北极星全地形车毛利率21.9%，春风、涛涛分别为39.5%、34.1%。
- 培育自有品牌：九号全地形车使用Segway，涛涛有高端品牌Denago、自有品牌Tao Motor，春风也采用自有品牌CFMOTOR。疫情期间高需求，且老牌企业供应链问题或带给国内企业一定机会。
- 产品差距缩小：经过多年积累，国内企业产品性能逐步向海外企业靠拢，春风、涛涛等企业自制发动机等核心零部件。

关税方面，2021年1月1日起，美国对中国进口的ATV产品重新加征25%关税，税率为27.5%，UTV关税税率继续保持10%。加拿大自中国进口的全地形车关税税率6.1%，加拿大、欧洲无针对中国产品的贸易壁垒。对于国内企业，九号、春风、涛涛均在海外建立工厂降低关税带来的影响。

相关标的

九号公司：两轮车进入快速成长期，规模效应明显。2024年上半年，九号电动两轮车销量120万辆，同比增长122%。前期投入初见成效，两轮车业务预计成为主要利润板块。割草机器人、全地形车等品类进入收获期。随着规模效应体现，盈利能力也有望超预期。

春风动力：公司加速市场零售去库存，并且深挖区域市场潜力，调整高端市场、高端商品比重。2023年公司全地形车出口额占国内同类产品出口额71%，稳居龙头。美国市场经销网点持续铺开，欧洲市占率继续提升。

涛涛车业：公司本土化运营主要包括深耕北美多年的本土化团队，融合地理与时间效率的仓储式销售，快速响应的全流程售前售后服务体系。公司出口到美国的产品部分加征7.5%-25%的关税，但公司凭借自有品牌、自有销售渠道等优势，把握对客户的主动议价权，并加大力度开拓新渠道新市场。

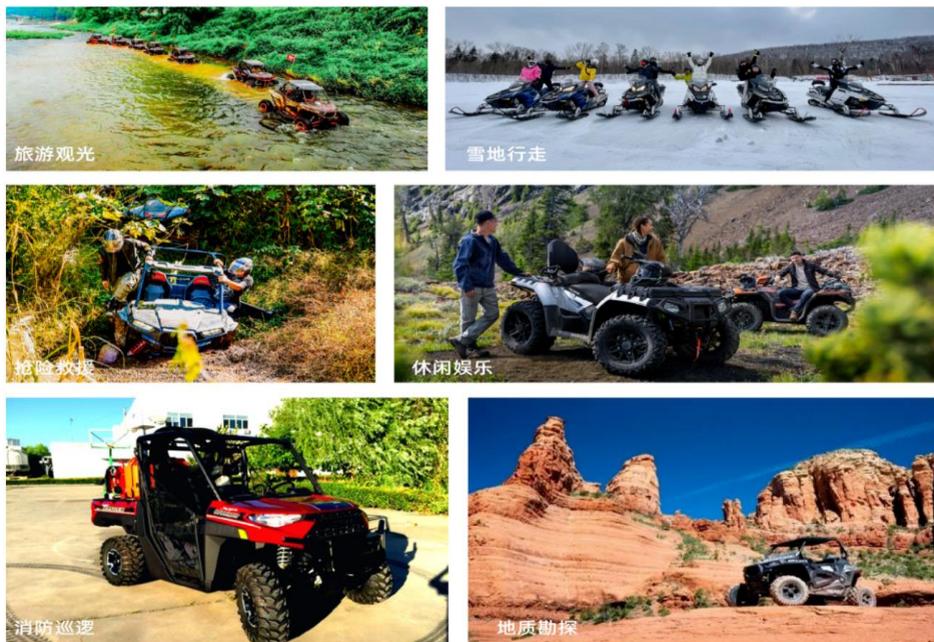
风险提示：全地形车需求不及预期、渠道扩张不及预期、原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、经销商管理风险、产品研发风险等。

1. ATV、SSV更偏向休闲娱乐，UTV更注重工具车特性

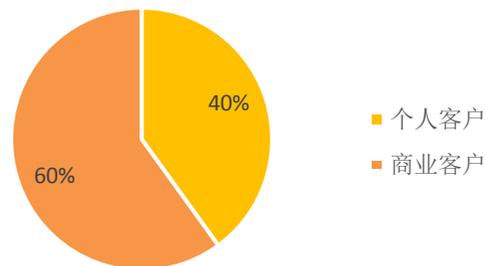
全地形车：非道路交通工具，应用场景广泛

- 全地形车意思为“适合所有地形的交通工具”，相比其他车辆适合更多的地形。尽管在大部分国家全地形车是非道路交通工具，但应用场景广泛。全地形车具有极高的越野性能，是集实用、娱乐、体育运动等于一体的特种车辆，目前主要用于越野、运动休闲、农牧场、矿山、林地、抢险等领域。
- 全地形车消费群体分为个人、商业客户、政府客户，2013年个人客户占比已经占据多数。个人客户主要为娱乐玩家，如赛车手、竞技爱好者、探险爱好者等；商业客户包括度假村、运动场、马场、公园等；政府客户包括军队、林业部门等。以北美地区为例，2000年个人、商业客户比重分别为40%、60%，2013年个人客户比例已上升至84.2%、商业客户占比下降至14.4%，政府购买量占比为1.4%。

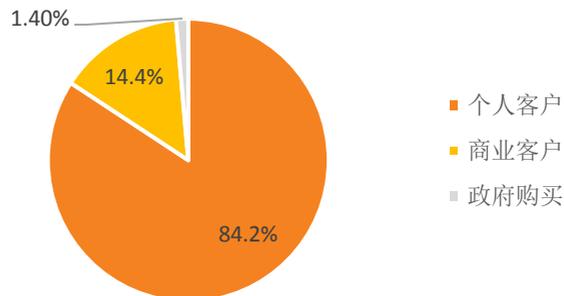
图：全地形车用途



图：2000年北美市场全地形车个人、商业客户占比（%）



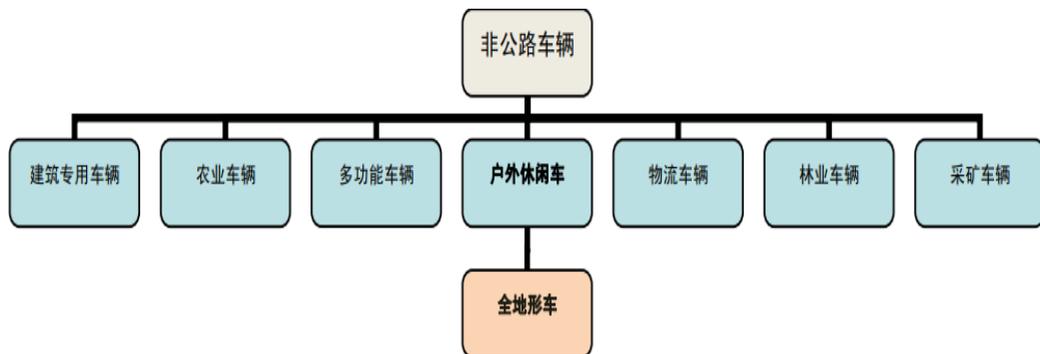
图：2013年北美市场全地形车个人、商业客户占比（%）



全地形车：非道路交通工具，应用场景广泛

- 全地形车属于非公路户外休闲车辆。非公路车辆包括建筑专用车辆、农业车辆、多功能车辆、户外休闲车、物流车辆、林业车辆、采矿车辆等，全地形车属于其中的户外休闲车。按驱动类型划分，可分为电动全地形车、内燃机式全地形车；根据车辆结构分类，全地形车可分为车把转向的 ATV，方向盘转向的 UTV，以及同样带方向盘，但性能更强、更偏娱乐属性的 SSV 三大类产品。
- 从发展历程看，**1) 初期**：全地形车前身是三轮且使用低压气胎，上世纪60年代后开始在北美市场销售，因其宽大的轮胎能增加与地面接触面积，产生摩擦力且降低车辆对地面的压强，容易行驶于沙滩、河床、林道、溪流等场景，其全天候、全地形运输的特性逐步获得消费者的认可，并逐步开始用于特殊场地竞赛、户外休闲娱乐、农牧等方面。**2) 兴起**：开始于上世纪70年代，各厂商开始投入全地形车生产。全地形车在1985-1987年在美国市场流行，全地形车也由三轮变为四轮。**3) 推广期**：上世纪80年代中后期，北美部分厂商如北极星、庞巴迪进入全地形车行业，众多厂商推广下，全地形车进入快速发展阶段，产品用途也逐渐多元化。

图：非公路车分类



ATV：跨坐式座椅、方向把式控制的“四轮摩托车”

- **ATV以跨坐式座椅、方向把控制式转向系统为主要特征。** ATV全称All Terrain Vehicle，即“适合所有地形的交通工具”的英文缩写，又称“全地形四轮越野机车”。外观一般无篷，可以在普通车辆难以机动地形上行走自如。与UTV相比，ATV结构为全开放式，使用摩托车的发动机和摩托车的方向把手，且许多部件与摩托车通用，也被称为“四轮摩托车”。
- **ATV使用场景广泛，可作为越野玩具，也可作为交通工具。** 使用场景：沙滩、河床、林道、溪流、沙漠等，可以载送人员或运输物品作为交通工具。是越野的玩具，也在探险、科考及军事任务中承担重要角色。ATV主要品牌：来自日本的本田、雅马哈；来自美国的北极星、北极猫；加拿大庞巴迪，以及中国的春风动力等。

表：ATV主要品牌及简介

品牌	国家	简介
Honda本田	日本	1970年，世界上第一辆ATV由本田发明，代号为US90，主要面向北美市场发售，这款产品主要面对北美的冰雪、沼泽及沙漠路面
Yamaha 雅马哈	日本	也是最早的ATV生产厂家之一，雅马哈在动力类产品表现出色
Polaris 北极星	美国	成立于1940年，是世界上最大的山地车制造商之一
Arctic cat 北极猫	美国	北极星的兄弟公司
CAN-AM 庞巴迪	加拿大	庞巴迪的can-am系列有“ATV中的劳斯莱斯”的美誉。该品牌以豪华、舒适、安全和科技文明著称，是高端玩家的选择
CFMOTO 春风	中国	ATV的“拳头产品”已出口欧美各国，其品质和性能不亚于其他一线品牌，而且性价比极其亲民，也成了众多国内玩家的选择

UTV：封闭或半封闭驾驶室、方向盘式转向系统，注重实用性

- **UTV有封闭/半封闭的驾驶室，有两位以上乘驾人员，且方向盘为转向系统。**UTV全称为Utility Terrain Vehicle，即“实用型全地形车”的英文缩写，又称为“多功能全地形车”。UTV以凹背式座椅、封闭或半封闭驾驶室、两位以上驾乘人员和方向盘式转向系统为主要特征。从结构看，UTV和通用型ATV一样为四驱或六驱轴传动结构，不同在于UTV设有防滚架、带载物货斗，且通过方向盘操控。UTV是由ATV所衍生出来的一种车型，相比ATV，UTV更像汽车，UTV使用方向盘、油门、踏板操控，且也有四驱与两驱的分别，使用体验感更像越野车。
- **UTV装有防滚架、安全带等防护措施，是ATV的升级版。**UTV有点类似于皮卡汽车，它一般采用排气量为400cc-1000cc的单缸或者多缸CVT无级变速发动机作为动力输出。UTV车身长度在2.4-4米，宽在1.3-1.6米，高1.5-1.9米，重量达到了550kg-950kg。使用场景：农牧业、巡逻、狩猎、探险、运输救援等行业，起初它经常被用在农场作业上，又别称为“农夫车”。
- **UTV主要品牌：**全球畅销的UTV车型基本上被两家公司垄断，北极星和庞巴迪。除此之外，日本的雅马哈和美国的北极猫也在国际市场有小范围的使用人群。对于国内UTV市场，份额基本被北极星、庞巴迪占据。

SSV：与UTV同源，更注重越野、比赛特性

- **SSV由UTV演变而来，与UTV相比没有装物的车斗。**SSV全称为side by side vehicle，即“肩并肩坐全地形车”的英文缩写。SSV形态和UTV类似，一般采用排量在400cc-1000cc的单缸或多缸CVT发动机作为动力输出，车身长度在2.5- 4米，宽度在1.4-1.7米，高度在1.6-1.9米，车辆毛重在500-900kg。SSV是UTV演变而来，算是UTV的一种。UTV后面有个装物的车斗可以翻起，而SSV没有。
- **UTV更注重实用性与载物的性能，SSV更注重越野、比赛的特性。**SSV最直接的区别是它除去了UTV后货斗的实用性设计，强化了安全防护，优化了车辆重心和车架结构，调整为更加注重专业竞技性能的各种参数配置。使用场景：在沙漠、陡坡、泥沼等困难地形中快速通过，通常用来进行各种场地竞赛、拉力竞赛等。
- **SSV和UTV同源，主要企业与UTV类似。**SSV主要制造商基本被北极星和北极猫所垄断,最具代表的车型是北极星的剃刀RZR，也是全球首款的SSV全地形车。国产品牌的代表为春风和杰纳，主要车型为春风ZFORCE 1000 SPORT、ZFORCE 550 EX以及杰纳骑兵TR。

总结：ATV、SSV更偏向休闲娱乐，UTV更注重工具车特性

□ **ATV、SSV更偏向休闲娱乐，UTV更注重工具车特性。** ATV和SSV都更偏向于越野和赛车等休闲娱乐活动，UTV则更加注重工具车的特性辅助人们实现载货或者特殊作业等功能。

✓ 从外观看，ATV单人座位且更小巧，没有装物的斗；UTV、SSV座位双人/多人，类似于汽车。SSV与UTV基础结构相同，但SSV没有装物的斗。

✓ 从应用场景看，ATV更适合狭窄的表面和快速转弯，通常用于越野、赛车等休闲娱乐活动；UTV专为崎岖地形、运输和公用事业任务而设计，更常作为一种交通工具车使用；SSV相对于UTV，更注重越野、比赛的性能。

表：ATV、UTV、SSV对比

类型	外观	座位数量	驾驶操作	应用场景
ATV	更小巧, 没有装物的斗	单人	使用车把作为转向系统跨座驾驶, 操作类似于摩托车	更适合狭窄的表面和快速转弯, 通常用于越野、赛车等休闲娱乐活动, 一种常见的户外动力设备— Powersports
UTV	更大, 有装物的斗	双人/多人	使用类似于汽车的方向盘, 坐在座椅上驾驶, 类似于汽车	专为崎岖地形、运输和公用事业任务而设计, 更常作为一种工具车使用
SSV	和UTV基础结构相同但没有装物的斗	双人/多人	拥有独特的并排座椅设置操作方式与UTV相同	相较于更注重实用性与载物性能的UTV, SSV更注重越野, 比赛的特性

图：ATV、UTV、SSV



ATV_all terrain vehicle

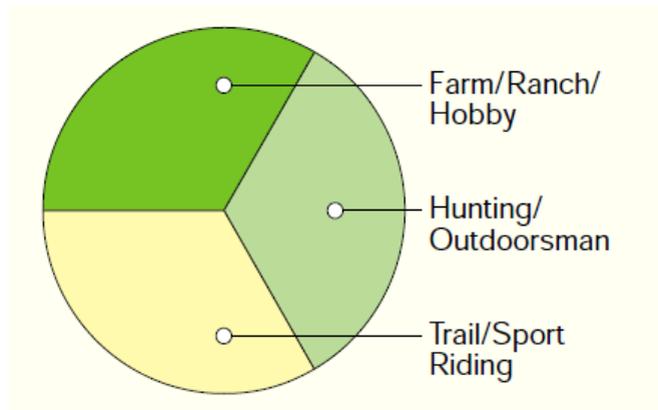
UTV_utility terrain vehicle

SSV_side by side vehicle

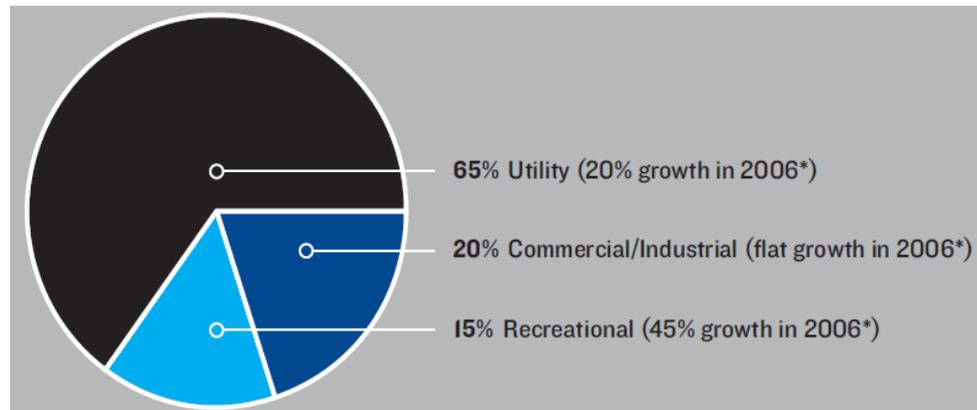
下游需求：美国农场更适合并排车，平均农场面积大于欧洲

- **ATV**：以休闲娱乐、日常实用为主要目的，发展主要依赖于消费者休闲时间增多和户外工作方式、生活方式升级，因此北美、欧洲等发达经济体长期为全地形车的主要消费市场。北极星2001年报披露，ATV下游需求分为农牧场爱好、户外运动、骑术，各占约1/3。
- **并排车（包括UTV、SSV）**：北极星2006年报统计，并排车目标人群为猎人、大型全地形车骑手、运动型骑手。65%需求来自实用性需求，20%来自商业/工业需求，15%来自休闲娱乐需求。相比ATV，并排车辆能够载运乘客、运输货物及拖拽更重的负载。
- ✓ **美国**：美国农场更适合并排车。美国有200万个家庭农场，平均经营面积800公顷（1公顷=1万平方米），最多的达2000公顷。美国地广人稀，土地价格、生产设备便宜，劳动力价格较高，通常使用大型机械大面积耕作、粗放式经营。
- ✓ **欧洲**：平均农场面积仅为34公顷，不到美国的5%，且70%的农场规模在5公顷以下。

图：2001年ATV应用场景



图：并排车辆下游需求（2006年）



2. 需求主要在欧美，零售端行业空间 预计超100亿美金

全地形车：零售端行业规模90多万辆，并排车辆（包括UTV、SSV）占比从2010年36%提升至2023年65%

- 根据北极星年报，2016年以来全球全地形车零售量稳定在90万辆及以上。全球全地形车零售端销量从2010年66.5万辆增长至2023年95.5万辆，CAGR为3%。其中ATV零售销量从2010年42.5万辆下降至2023年33.5万辆，CAGR为-2%；并排车辆（包括UTV、SSV）零售销量从2010年24万辆提升至2023年62万辆，CAGR达8%。
- 并排车辆占比不断提升，而ATV占比则下降。从2010-2023年，并排车辆（包括UTV、SSV）销量占比从36%提升至65%，而ATV销量占比从2010年64%下降至2023年35%。并排车辆价格更高，需求保持强劲且销量占比不断提升，原因为制造商持续创新，推出多样化的产品。并排车辆（UTV、SSV）安全性、实用性、舒适性更强。
- ✓ **安全性**：SSV、UTV采用并排座位布置，相比ATV体积更大，配备防滚架或保护架，并且通常具有防风功能，提高安全性并抵御恶劣天气。
- ✓ **实用性**：UTV提供宽敞的载货空间和重型牵引能力，能供运载乘客、运输货物，以及拖拽比ATV更重的负载。
- ✓ **更舒适**：SSV采用符合人体工程学的座椅、可调节悬架和类似汽车的控制装置设计，可满足各种驾驶员的需求。

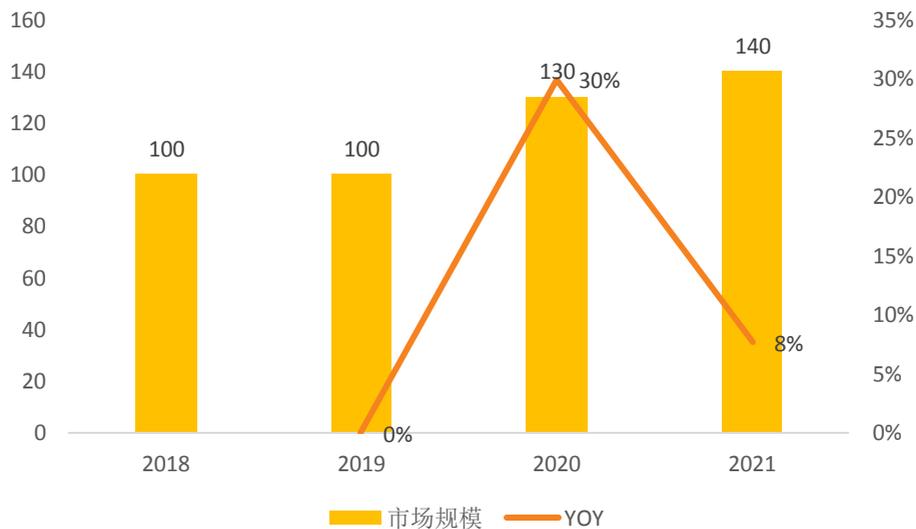
表：全球全地形车销量、增速&占比（万辆，%、%）

	单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ATV	万辆	42.5	39.6	41.9	40.7	41.9	41.2	40	40	37	38	46.5	41.5	35.5	33.5
并排车辆	万辆	24.0	27.5	35.3	38.5	41.3	43.9	50.0	50.0	53	55	69	62	59	62
ORV	万辆	66.5	67.1	77.2	79.2	83.2	85.1	90	90	90	93	115.5	103.5	94.5	95.5
YOY	%														
ATV			-7%	6%	-3%	3%	-2%	-3%	0%	-8%	3%	22%	-11%	-14%	-6%
并排车辆			15%	28%	9%	7%	6%	14%	0%	6%	4%	25%	-10%	-5%	5%
ORV			1%	15%	3%	5%	2%	6%	0%	0%	3%	24%	-10%	-9%	1%
销量占比	%														
ATV		64%	59%	54%	51%	50%	48%	44%	44%	41%	41%	40%	40%	38%	35%
并排车辆		36%	41%	46%	49%	50%	52%	56%	56%	59%	59%	60%	60%	62%	65%

行业空间：预计全地形车零售规模超100亿美金，2021年售后市场达50亿美金

- **全地形车市场规模分为零售市场、售后市场。**根据北极星年报，全球全地形车/雪地摩托车市场规模从2018年100亿美元提升至2021年140亿美元。2020、2021年全球全地形车零售销量提升明显，2022、2023年回落至95万辆附近，但仍高于2019年水平，我们预计目前全地形车/雪地摩托车市场规模仍超过100亿美元。此外，动力运动的配件售后、服装、配饰的市场空间2021年达到50亿美元，接近2021当年零售规模的36%。
- **产品结构升级+全地形车保有量提升，全地形车市场空间仍有提升空间。**由于SSV、UTV安全性、实用性更强，预计在产品结构中占比不断提升，因此全地形车零售规模仍有提升空间。售后市场方面，随着全地形车保有量提升，以及全地形车企业开始开拓配件、服装、配饰等市场，全地形车售后市场规模也有望不断提升。

图：全球全地形车/雪地摩托车市场规模（亿美元）



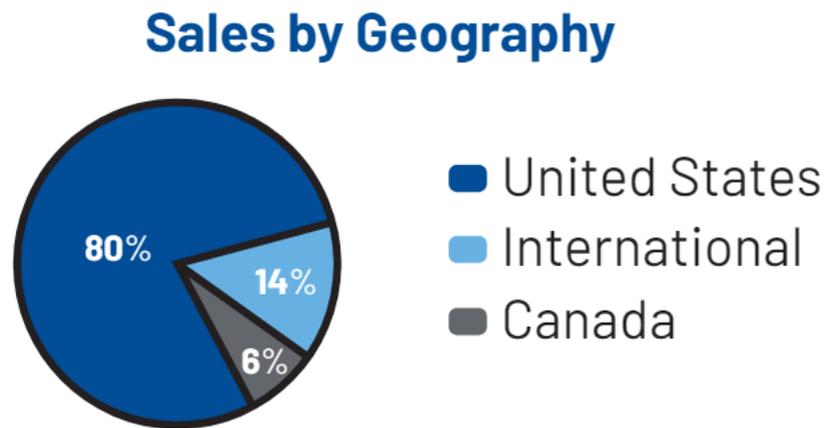
需求主要在北美、欧洲，2023年ORV(包括ATV、并排车辆)北美零售端销量占比达84%

- ORV (包括ATV、并排车辆) 需求主要在北美，2023年北美零售端销量占比84%。全地形车是以休闲娱乐、日常实用为主要目的的动力运动装备，发展主要依赖于消费者休闲时间增多和户外工作方式、生活方式升级带来的机遇，因此北美、欧洲等发达经济体长期以来一直是全地形车的主要消费市场。
- 根据北极星年报，2023年全球ORV零售销量95.5万辆，其中北美占84%。根据春风动力2023年年报，北美、欧洲是全地形车的主要消费市场，分别占据73%、16%的市场份额。从北极星分区域销量结构看，2023年美国、加拿大、其它地区的销售额占比分别为80%、6%、14%。

表：北美全地形车/雪地摩托车市场规模及占比 (亿美元、%)

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北美							
ATV	万辆	26	26	34.5	28.5	25	24
并排车辆	万辆	47.5	51	64	56	53.5	56.5
ORV	万辆	73.5	77	98.5	84.5	78.5	80.5
YOY	%						
ATV			0%	33%	-17%	-12%	-4%
并排车辆			7%	25%	-13%	-4%	6%
ORV			5%	28%	-14%	-7%	3%
销量占比	%						
ATV		35%	34%	35%	34%	32%	30%
UTV+SSV		65%	66%	65%	66%	68%	70%
全球							
ATV	万辆	37	38	46.5	41.5	35.5	33.5
并排车辆	万辆	53	55	69	62	59	62
ORV	万辆	90	93	115.5	103.5	94.5	95.5
YOY	%						
ATV		-8%	3%	22%	-11%	-14%	-6%
并排车辆		6%	4%	25%	-10%	-5%	5%
ORV		0%	3%	24%	-10%	-9%	1%
销量占比	%						
ATV		41%	41%	40%	40%	38%	35%
并排车辆		59%	59%	60%	60%	62%	65%
北美占比							
ATV		70%	68%	74%	69%	70%	72%
并排车辆		90%	93%	93%	90%	91%	91%
ORV		82%	83%	85%	82%	83%	84%

图：北极星2023年分区域销售占比 (%)



竞争格局：北极星为行业龙头，国内企业快速追赶

- **ATV**：2023年北极星、雅马哈合计占据40%以上份额。北极星、雅马哈、北极猫、BRP、Hisun、Honda等企业引领市场。北极星与Zero Mortocycles 建立合作伙伴关系，推出全电动动力系统选项，进一步增强ATV领域产品。
- **UTV**：2023年在多用途越野车行业，北极星有超过30%市场份额。北极星、庞巴迪、雅马哈等企业主导提供多样化的产品，以满足消费者的需求和偏好。
- **国内企业快速跟进，销量增速超过行业**。国内企业增速超过行业增速，市占率逐步提升：1) 春风动力：2020-2023年全地形车销量6.7、15.1、16.7、14.6万台，2021-2023年同比增长126%、11%、-12%；2) 九号公司：2023年全地形车销量1.8万辆，同比增长41%。2024H1全地形车销量1.2万辆，同比增长60%。

表：春风动力全地形车业务收入&销量（亿元、万台）

	单位	2020	2021	2022	2023
营收	亿元	22.5	48.8	68.4	65.0
YOY			117%	40%	-5%
销量	万台	6.7	15.1	16.7	14.6
YOY			126%	11%	-12%
ASP	万元	3.4	3.2	4.1	4.4
YOY			-4%	27%	8%

表：九号公司全地形车业务收入&销量（亿元、万台）

	单位	2022	2023	2023H1	2024H1
营收	亿元	5.9	7.0	2.84	5.07
YOY			19.0%		79%
销量	万台	1.3	1.8	0.76	1.21
YOY			41.1%		60%
ASP	万/台	4.7	3.9	3.8	4.2
YOY			-16%		11%

3. 复盘北极星，产品创新、关键零部件自制成就行业龙头

发展历史：北极星1985年进入ATV市场，全地形车需求与经济环境相关

□ 全地形车发展可分为几个阶段：

- ✓ 1985年之前：1971年本田将ATV引入北美市场，其他日本摩托车制造商包括雅马哈、川崎摩托车、川崎重工、铃木汽车公司于1970年代末和1980年代初进入北美ATV市场。北极星在1985年进入ATV市场，北美同行如北极猫在1995年进入该市场，庞巴迪在1996年进入该市场；
- ✓ 1985-1989年：1985年北美三轮、四轮ATV销售数量增长到每年65万台，然后在1989年急剧下降至14.8万台；
- ✓ 1990-2008年：北美ATV行业每年都在增长，但2006-2008年出现下滑，2008年经济危机影响全地形车需求；
- ✓ 2009-2020年：由于经济疲软以及并排式车辆的普及，直到2012-2014年恢复增长。
- ✓ 2020-2022年：由于疫情持续，消费者需求强劲，供不应求，同时全球供应链受到挑战。

图：全球零售端全地形车销量（万辆）及增速（%）

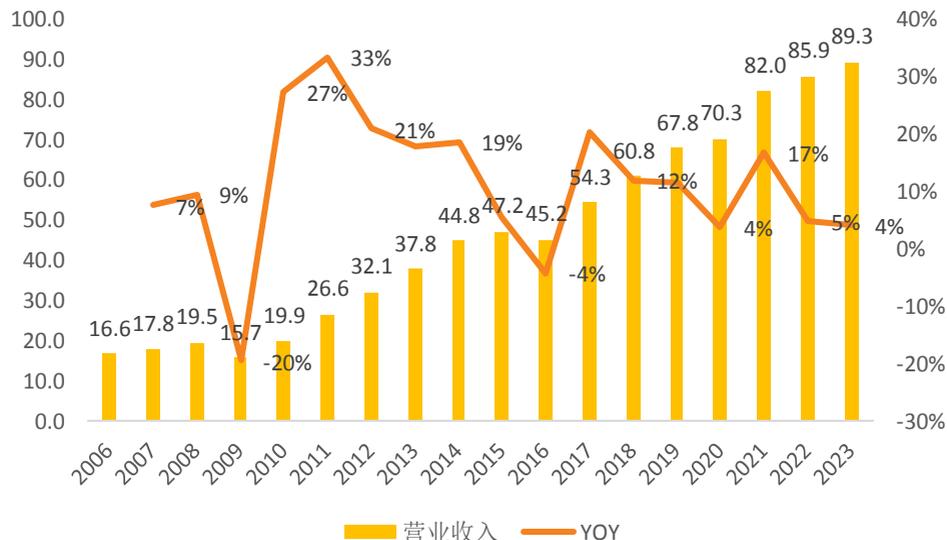


北极星营收增速超越行业，但在部分年份受到产品/供应链影响

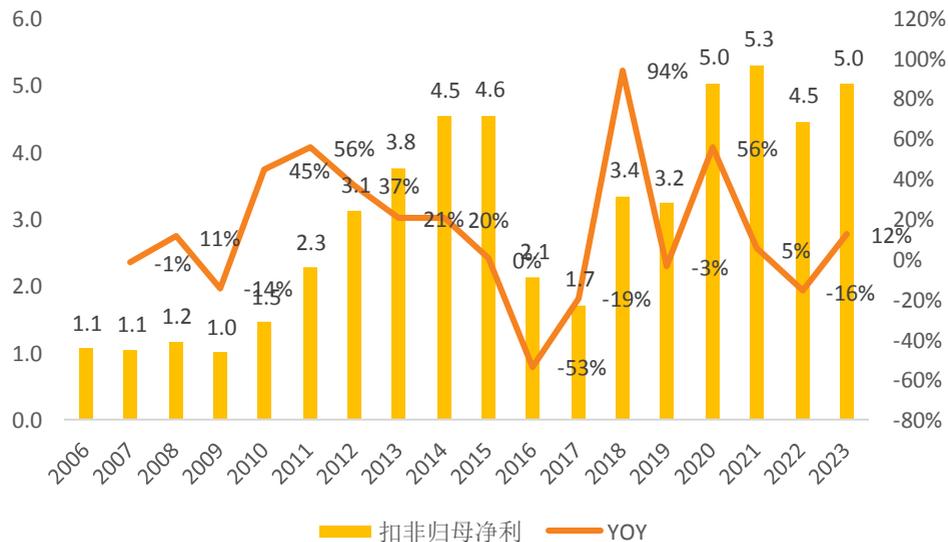
□ 北极星成立于1954年，主要产品为全地形车。公司设计、制造越野车（ORV），包括休闲和实用用途的全地形车和并排车辆，此外公司还有雪地车、摩托车、相关零部件、服装和配饰。公司在1995年首次实现10亿美元销售额，营收从2006年16.6亿美元提升至2023年89.3亿美元，CAGR10%；扣非归母净利从2006年1.1亿美元提升至2023年5亿美元，CAGR 10%。

□ 总体来看，北极星营收增速超过全地形车行业增速。公司在2010-2015年营收增速远超全地形车行业销量增速；2009年经济环境较为恶劣，全地形车行业和全球经济条件出现了衰退和不确定性，但公司通过成本控制、产品结构调整使毛利率增加2.2pct，净利率增加0.5pct；2016年公司业绩低于预期原因为公司应对了一系列车辆召回事件（热相关事故），销量下降、产品组合不利、促销活动增加和保修成本上升，导致销售额下降；2020年由于疫情推动了ORV的销售，因为全地形车为客户提供了具有吸引力的社交距离解决方案，但同时公司也受到了供应方面的挑战。

图：北极星营业收入及增速（亿美元，%）



图：北极星扣非归母净利及增速（亿美元，%）

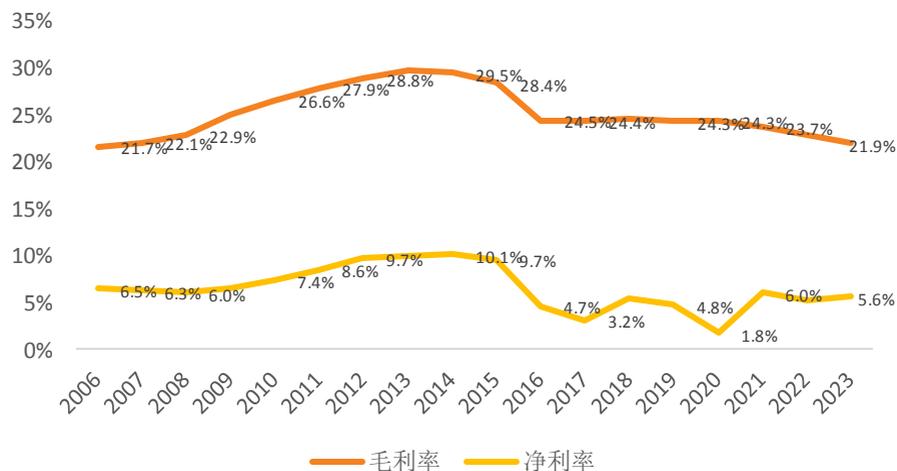


营收主要由非公路车贡献，利润率较为稳定

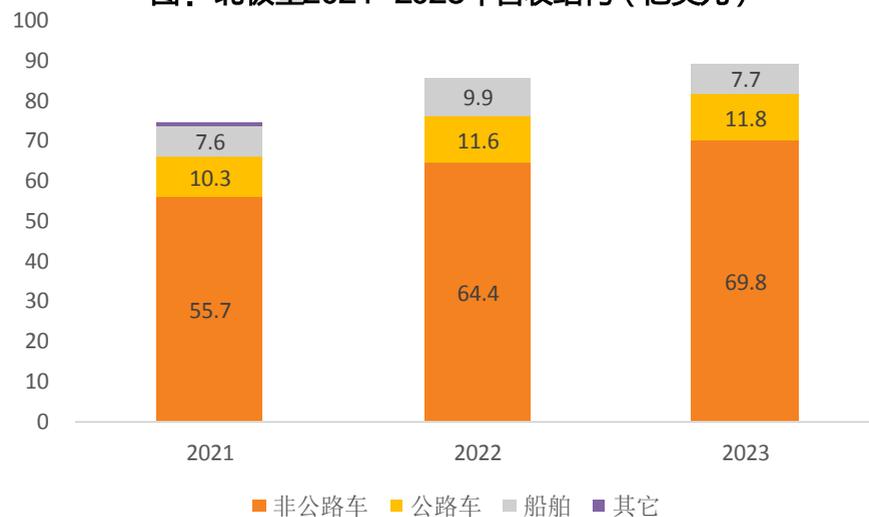
□ 北极星2023年毛利率达21.9%，净利率达5.6%。公司整体毛利率从2006年21.7%提升至2013、2014年接近30%，2016年由于车辆召回，销量下降、产品组合不利、促销活动增加和保修成本上升等影响到利润率，2016年后公司毛利率保持在21%以上。净利率波动情况与毛利率相似，2020年公司净利率仅1.8%原因为公司计提售后部门相关商誉和其它无形资产减值约3.8亿美元。

□ 从营收结构看，公司主要收入来自非公路车。非公路车业务主要包括全地形车、雪地摩托车，2023年营收69.8亿美元，YOY+9%，营收占比78%；公路车（摩托车、摩托跑车、轻型运输车、乘用车）营收11.8亿美元，YOY+2%，营收占比13%；船舶业务营收7.7亿美元，YOY-23%，营收占比9%。三块业务毛利率较为接近，2023年非公路车、公路用、船舶业务毛利率分别为21.9%、20.3%、22.1%。

图：北极星毛利率、净利率（%）



图：北极星2021-2023年营收结构（亿美元）



产品创新能力强，2007年推出Ranger RZR销量远超公司预期

- 推出改进技术，产品不断创新。1985年北极星推出首款美国制造的ATV，之后率先推出许多改进技术，如自动变速器、长行程悬架等。
- 经济低迷时，北极星通过减少库存、精简运营、推出新品减小影响。2007-2008年，全球ORV销量125、95.5万辆，同降7%、24%，而北极星营收17.8、19.5亿美元，同增7%、9%。2007年经济发展缓慢，耐用品受到重创，非必需品受到的影响更严重。北极星在经销商、工厂层面减少库存，比竞争对手更早地精简了运营，同时继续推出Ranger RZR、Victory Vision等革命性新产品。
- Ranger越野多功能车系列以业界领先的动力和驾驶品质重新定义了市场。2007年推出Ranger RZR，是最轻的并排式全地形车，宽度50英寸，是同类产品中唯一一款可在越野条件下行驶的并排式全地形车。设计上将发动机放置在座椅后方，在所有运动型并排式车辆中重心最低，使其有出色的越野响应能力、速度和安全性。Ranger RZR销量远远超出公司最初的销售预期。

图：北极星RZR



图：北极星Ranger



多个子品牌，车型丰富且产品具有一定溢价

□ 北极星全地形车有多个子品牌，定位不同消费者需求。子品牌包括：

- ✓ RZR：竞技娱乐全地形车，以创新推动性能表现，帮助骑手突破边界。强大动力、高操控性来激发自信的驾驭感受；
- ✓ Ranger：在农场、庄园、猎场，游侠系列凭借高性能与高可靠性，广受用户信赖；
- ✓ Sportsman：探索户外的强大工具，此系列为林道、探险而生。动力强悍，可征服不同地形；
- ✓ Youth：安全特性，让超过6岁的孩子可以开始探索。可调速度控制、头盔等配置。

□ 车型丰富且，且产品具有溢价。从产品品类看，北极星相对国内全地形车企业品类更多，1-6座车型不等。每个子品牌也有不同排量的多种车型。以1000cc排量附近的SSV为例，北极星Ranger 1000售价20999\$起，九号UT10 Crew 15999\$起，春风ZFORCE 950 sport 15299\$起。

表：北极星全地形车产品

子品牌	车型	型号	座位数量	发动机	建议零售价
RZR	Trail	2024 RZR TRAIL	2座	875cc	15999\$起
		2024 RZR TRAIL S	2座	875cc	17999\$起
	Multi-Terrain	2025 RZR XP	2-4座	999cc	19999\$起
		2024 RZR PRO XP	2-4座	925cc	24599\$起
	Wide Open	2024 RZR TURBO R	2-4座	925cc	27799\$起
		2024 RZR PRO R	2-4座	1997cc	37499\$起
Polaris XPEDITION		2024 Polaris XPEDITION XP	2-5座	999cc	31999\$起
		2024 Polaris XPEDITION ADV	2-5座	999cc	32999\$起
General		2024 Genral 1000	2座	999cc	17499\$起
		2024 Genral XP 1000	2-4座	999cc	24499\$起
Ranger Models	Mid-Size	2024 Ranger SP 570	2-4座	567cc	11699\$起
		2024 Ranger SP 570 Northstar	2-4座	567cc	19499\$起
	Full Size	2024 Ranger 570 Full-Size	3-6座		12499\$起
		2025 Ranger 1000	3-6座	999cc	20999\$起
		2025 Ranger XP 1000	3-6座	999cc	20999\$起
	EXTREME DUTY	2025 Ranger XP 1000 Northstar	3-6座	999cc	27999\$起
		2024 Ranger XD 1500	3-6座	1498cc	29999\$起
		2024 Ranger XD 1500 Northstar Edition	3-6座	1498cc	39999\$起
	Special Editions	2024 Ranger XP 1000 Northstar Edition Trail BOSS	3-6座	999cc	34599\$起
		2025 Ranger XP 1000 TEXAS Edition	6座	999cc	24499\$起
	Electric	2024 Ranger XP Kinetic	3座		29999\$起
	Sportsman Model	Recreation&Utility	2024 Sportsman 450	1座	499cc
2024 Sportsman 570			1座	567cc	7999\$起
2024 Sportsman 850			1座	850cc	10699\$起
2024 Sportsman XP 1000			1座	952cc	15499\$起
Touring		2025 Sportsman Touring 570	2座	567cc	9999\$起
		2024 Sportsman Touring 850	2座	850cc	13599\$起
		2024 Sportsman Touring XP 1000 Trail	2座	952cc	15599\$起
Sport		2024 Sportsman XP 1000 S	1座	952cc	17799\$起
		2024 Scrambler 850	1座	850cc	12499\$起
		2024 Scrambler XP 1000S	1座	952cc	17799\$起
Special Editions		2025 Sportsman X2 570	2座	567cc	13999\$起
		2025 Sportsman 6X6 570	2座	567cc	14999\$起
	2024 Sportsman Ride Command Edition	1座	567cc	12399\$起	
	2024 Sportsman Hunt Edition	1座	567cc	11699\$起	
Youth	Side-by-sides	2024 Sportsman High Lifter Edition	1座	850cc	12199\$起
		2024 RZR 200 EFI	2座	180cc	6799\$起
	ATVs	2024 Ranger 150 EFI	2座	150cc	6299\$起
		2024 OUTLAW 70 EFI	1座	70cc	2999\$起
		2024 OUTLAW 110 EFI	1座	112cc	3599\$起
		2024 Sportsman 110	1座	112cc	3599\$起
2024 Phoenix 200	1座	196cc	4499\$起		

表：北极星全地形车子品牌及特点

	品牌特点
RZR	将动力、悬架和灵活性完美结合，可主宰小径、沙漠、沙丘、攀岩和泥泞等地形
Polaris XPEDITION	并肩冒险，与家人、朋友和所有装备一起远离人群，深入偏远地区
General	跨界并排车，提供更多的功能性、舒适性和性能，因此可以走的更远
Ranger	凭借功能、舒适性和强度的出色结合，可以完成更多的工作并在工作完成后享受乐趣
Sportsman Model	超过100万个车主信赖的ATV，驾驶和操控性、多功能性、可靠性都令人信赖

产品品类拓张+产品定制化，超越全地形车行业增速

- 北极星全地形车产品包括两轮驱动、四轮驱动、六轮驱动的通用车型、商用车型、休闲车型和并排车型。公司推出业界首款电子燃油喷射ATV，第一款用独立后悬架的运动型ATV，并通过推出RZR帮助打造休闲并排车细分市场。公司深挖细分市场，在不同场景中提供多样化产品，包括年轻、超值、中型、越野和高性能车辆，既有单人座位也有多人座位。
- ✓ 2000年：北极星推出第一款青年全地形车；
- ✓ 1998年：推出Ranger，一款六轮越野并排多用途车，并在2000年推出Ranger多用途车四轮版本。
- ✓ 2007年：推出第一款休闲并排车RZR和第一款六座并排车Ranger Crew；
- 定制化：北极星推出定制化车辆以满足特定消费者需求，带来新增客户。2014年公司引入5个定制化套餐，并在2015年新增4个，如适合农场主的Ranger越野版、RZR攀岩车、配备FOX减震器的高级RZR套件等。
- 北极星大部分ORV采用全自动Polaris变速箱，无需手动换挡，其中几款采用麦弗逊式前悬架，可增强控制力和稳定性。

经销：ORV经销商使用RFM订购系统，订单纳入生产计划

- 渠道数量：2023年，北极星ORV在北美有1400家经销商，有1100家国际经销商，许多ORV经销商也是授权雪地摩托车经销商。
- 公司根据经销商、分销商、客户订单制定全年生产和交付产品，经销商级别的订单被纳入每个产品的生产计划。北极星 ORV经销商使用零售流管理（“RFM”）订购系统，该系统允许经销商每日订购并创建分段备货订单，有助于缩短订单履行时间。
- 竞争方面，北极星在年报指出竞争主要来自北美和亚洲制造商，竞争基于多种因素，包括价格、质量、可靠性、款式、产品特性、保修，以及不断变化满足消费者需求的能力。

供应链：自制关键零部件构建竞争力，组装厂遍布全球

- **关键零部件自制，构建产品竞争力、加快新产品上市并控制成本。**北极星从1995年开始小规模生产发动机，2009年开始加大对发动机的投入。自制发动机为公司带来优势：1) 降低成本：外采定制引擎比公司自制成本高20-30%；2) 加快产品上市时间：供应商提供定制发动机通常需要4-5年开发时间，而公司可大幅缩短上市时间，比如Thunder Stroke 111引擎只用了27个月；3) 产品更具创新性、灵活性：公司能够更经济有效对产品做出创新改进，以满足客户需求。例如切换典型的全地形车曲轴由东西向排列转换为南北向排列，能够将Sportsman XP更狭窄，从而提高舒适度。在2015年，85%的动力系统由公司内部开发，入门级、高性价比产品仍使用原有的发动机供应商。
- **组装厂遍布全球，制造环节关键部分进行垂直整合。**截至2023年，北极星产品遍布在全球20家工厂组装，其中许多工厂由各个业务部门公用。在制造流程的几个关键环节北极星进行垂直整合，包括塑料注塑、精密加工、焊接、离合器组装和喷漆。
- **精益化转型，节约成本。**2014年在新任高管的带领下公司启动精益转型，当年制造流程改进节约成本20%，此外公司提高向客户交付的速度、可靠性，提高产品质量，并减少工厂库存。精益转型包括三个方面：1) 实施零售流程管理：专注于改进客户服务，更好的响应消费者并管理库存；2) 优化工厂网络：工厂定位高需求区域以减少运输时间和成本；3) 改善物流运输：改进物流中心，使用车辆控制中心和交叉运转模式，而不是运送车辆到不同目的地。

4.国内企业的突破

国内企业：差异化竞争，性价比、电动化、智能化弯道超车

□ 产品先ATV后UTV/SSV，地区从欧洲到北美：

- ✓ **先ATV后UTV/SSV**：国内企业多数从ATV做起，再延展到更大型的UTV、SSV。ATV单价相比UTV/SSV要低，消费者或对ATV产品价格更敏感，给国内企业切入机会；从产品结构看，更类似于摩托车，而UTV/SSV结构更接近汽车，是ATV升级版。
- ✓ **欧洲本土竞争企业少**：全地形车国外企业主要有美国的北极星、北极猫、约翰迪尔；日本的本田、雅马哈、川崎；加拿大的庞巴迪。欧洲本土企业较少，且没有针对中国产品的贸易壁垒。

□ 差异化竞争：

- 1) **涛涛**：小排量为主，多数产品在120cc以下，青少年产品款式明显多于北极星、春风等企业。
- 2) **九号**：从品牌到性能，树立高端产品形象。产品种类较少，但各项指标性能对标市场上最优产品，定价端保障产品的性价比及竞争力，给骑行者带来丰富的产品体验。
- 3) **春风**：主打性价比路线，产品品类丰富，从入门款到专业款选择多样。

□ 国内企业如何打开局面？

- 1) **性价比&成本优势**：以1000cc排量附近的SSV为例，北极星Ranger 1000售价20999\$起，九号UT10 Crew 15999\$起，春风ZFORCE 950 sport 15299\$起；以110cc排量附近的青少年款为例，北极星2024 OUTLAW 110 EFI 3599\$起，春风CFORCE 110售价2999\$起步，涛涛 Denago品牌 Mudhawk 6 ATV售价1099\$。成本端国内企业也具有优势，2023年北极星全地形车毛利率21.9%，春风、涛涛分别为39.5%、34.1%
- 2) **培育自有品牌**：九号全地形车使用Segway，涛涛有高端品牌Denago、自有品牌Tao Motor，春风也采用自有品牌CFMOTOR。疫情期间高需求，且老牌企业供应链问题或给了国内企业一定机会。
- 3) **电动/混动、智能化**：电动版/混动版车型类似于新能源车对燃油车的替代，国内产业链配套较为全面。智能化方面九号具有先发优势。

春风动力：产品性价比优势，品类丰富度高

□ 春风产品分为ATV、SSV、UTV，其中ATV品类更为丰富。从美国官网产品看，公司ATV车型有10款、SSV有5款、UTV有3款。

✓ **ATV**：排量从110cc到963cc，产品覆盖青少年款，110cc排量，建议零售价2999\$起步；实用、耐用款，如CFORCE 400、500，建议零售价分别为5399、6399\$起步；高性能款如CF 1000 Touring，963cc排量，建议零售价9999\$起步。

✓ **SSV**：有经济性较高的ZFORCE 800 Trail，建议零售价13099\$起步，也有高性能款如ZFORCE 950 H.O.EX 15799\$起。

✓ **UTV**：实用性强，三款产品都适合工作需求，三款产品UFFORCE 600、1000、1000XL建议零售价分别为10799、13299、15299\$ 起。

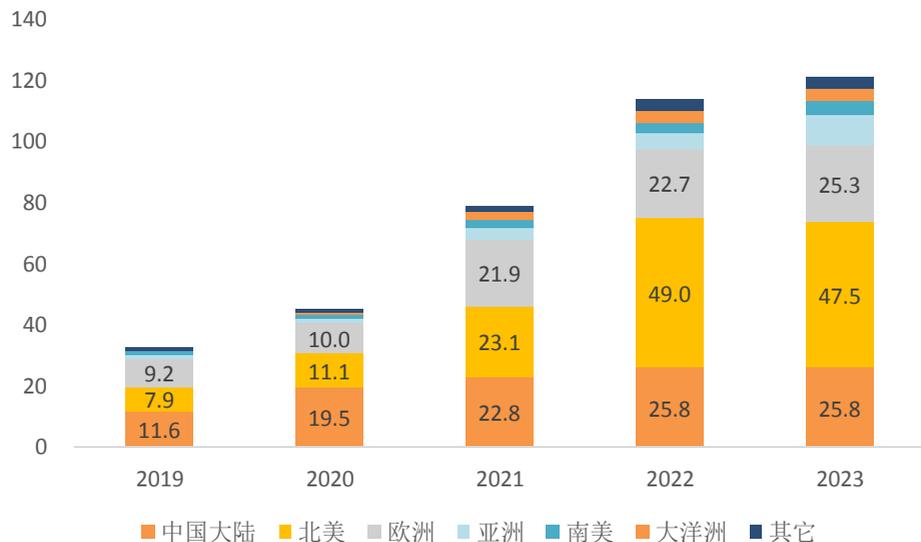
表：春风动力美国产品

	产品	发动机	建议零售价(美元)	描述
ATV	CFORCE 1000 TOURING	963cc	9999\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	由全新防弹高输出双缸发动机驱动，可提供顶级动力和性能
	CFORCE 800 TOURING	800cc	9299\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	全新的 800cc 发动机和线控油门，可提供更大的马力和扭矩，以及完全重新设计的 CVT 变速箱，可实现无缝动力分配，以及最先进的骑手界面
	CFORCE 1000 OVERLAND	963cc	10399\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	满足骑行者一切需求
	CFORCE 800 XC	800cc	9399\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	动力、舒适性和可靠性的完美结合
	CFORCE 600	580cc	7399\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	每位农场主都需要的一款，用于钓鱼、打猎、工作、耕作、甩泥等
	CFORCE 600 TOURING	580cc	7899\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	配备舒适的乘客座椅、液冷式 580cc 发动机、轻松的 CVTech 变速箱和电子助力转向，可能是终极双人探险车
	CFORCE 500	495cc	6399\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	这款坚固的搬运车可以轻松完成最繁重的任务
	CFORCE 400	400cc	5399\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	中型、耐用的机器
	CFORCE EV110	相当于110cc	2999\$起+运费、安装费+150\$运费附加费	旨在激发 10 岁及以上骑手的探索精神，它将未来主义风格与先进功能相结合，重新定义了电动 ATV 体验
	CFORCE 110	110cc	2999\$起+运费、安装费+150\$运费附加费	专为 10 岁及以上的骑手打造，配备了 110cc 发动机、盘式制动器、自动变速器和电启动等所有功能
SSV	ZFORCE 950 H.O. EX	963cc	15799\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	释放 90 马力的纯粹越野优势。征服崎岖地形
	ZFORCE 950 SPORT	963cc	15299\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	在岩石战场上具有出色的稳定性。您还可以使用 27 英寸的 CST Stag 宽轮胎，适合在沙地上行驶
	ZFORCE 950 SPORT 4	963cc	18299\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	CFMOTO 推出的首款 4 座运动型 SXS，结合了 ZFORCE 950 Sport 车型的刺激感和四人座的便利性
	ZFORCE 950 TRAIL	963cc	14299\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	拥有坚固的 85 马力 V-Twin、顺滑的 CVTech 变速箱和独立的双 A 臂悬架
	ZFORCE 800 TRAIL	800cc	13099\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	轴距合适，可实现无限制通行；功率重量比合适，可实现稳健操控；价格合适
UTV	UFFORCE 1000 XL	963cc	15299\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	大型工作需要大型 UTV，CFMOTO 再次为你带来了这个经济上更优的选择
	UFFORCE 1000	963cc	13299\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	配备了一个可容纳三名成人的宽敞长椅、一个容量为 1,000 磅的气动倾斜货箱
	UFFORCE 600	580cc	10799\$起+运费、安装费+250\$运费附加费	从合金轮毂到硬顶车顶，这款多功能野外机器旨在取悦世界各地的户外运动爱好者、牧场主等

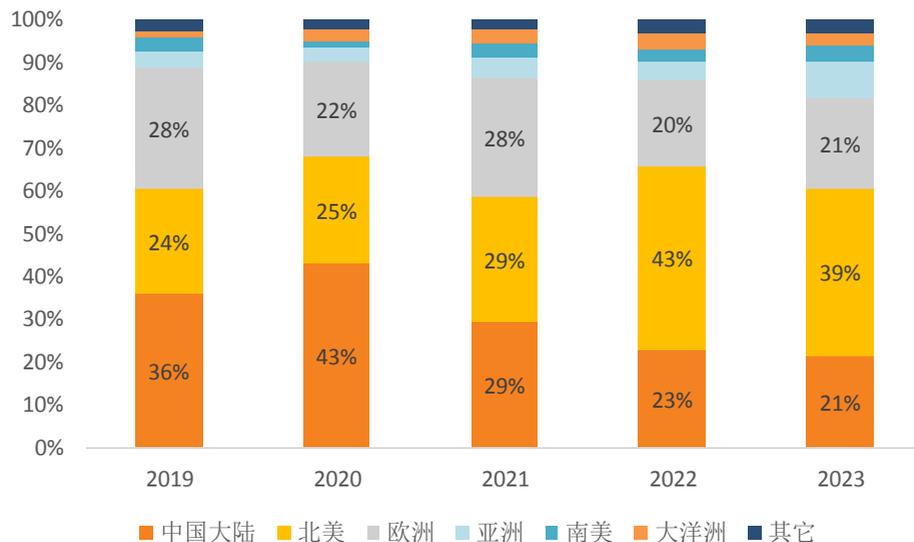
春风动力：从欧洲到北美，小排量到大排量

- 海外营收占比超过国内，美国收入占比不断提升。从分地区营收结构看，2023年春风在北美、欧洲的营收分别为47.5、25.3亿元，营收占比分别为39%、21%。从2019-2023年，欧洲地区收入从9.2亿元提升至25.3亿元，CAGR为29%，营收占比从2019年28%下降至2023年21%；北美地区收入从7.9亿元提升至47.5亿元，CAGR为56%，营收占比从2019年24%提升至2023年39%。
- 欧洲市占率2023年为第一，美国市场市占率提升。2023年，春风全地形车出口额占国内同类产品出口额70.79%，稳居龙头地位；美国市场成长势能强劲，经销网点持续铺开，欧洲市占率不降反增，继续蝉联市占率第一。

图：春风动力分地区营收（亿元）



图：春风动力分地区营收占比（%）



春风动力：海外当地构建渠道、品牌力，深耕用户市场

- 坚持以自主品牌销售，掌握大排量水冷发动机自研和生产能力。春风全地形车系列坚持以自主品牌“CFMOTO”销售，品质及性价比优势突出，在海外市场获得消费者认可。公司坚持自主研发，掌握多种形式大排量水冷发动机的自研与生产能力。
- 渠道扩张+新产品开拓，延续出口业务高增。2023年，公司新增渠道400余家，累计经销商网络近1700家。通过渠道扩张、新品上市共同发力，公司出口业务延续较快增长。
- 北美地区毛利率显著高于国内水平。2023年春风中国大陆地区毛利率26.3%，北美地区毛利率达43.7%，欧洲毛利率为28.6%，我们认为欧美地区对全地形车产品的需求更大且价格接受度更高，利润率水平高于国内。

表：春风动力分地区毛利率（%）

	2019	2020	2021	2022	2023
中国大陆	30.0%	25.6%	24.3%	23.5%	26.3%
北美	47.7%	46.5%	24.6%	28.1%	43.7%
欧洲	28.6%	25.1%	19.8%	24.9%	28.6%
亚洲	24.1%	17.0%	16.1%	21.0%	27.3%
南美	25.0%	16.5%	11.2%	15.2%	26.0%
大洋洲	24.0%	20.9%	17.6%	24.9%	32.5%
综合毛利率	32.2%	29.3%	21.5%	25.4%	33.5%

差异化竞争-九号：欧洲地区覆盖三种车型

□ 产品已涵盖ATV、UTV、SSV三大系列，满足多场景需求。九号产品已包括全地形车三大系列，满足跑山骑行、娱乐竞技、农场运货、赛事、复杂地形穿越等多场景需求，同时销售三种全地形车车型。以英国官网为例，ATV产品包括Snarler AT6 S、Snarler AT6 L；SSV包括Villain SX W、SX 10；UTV包括Fugleman。2023年上半年公司发布Segway AT5全地形车，采用全自研四冲程单程单缸双顶置凸轮轴发动机，最高时速达100km/h，最大轮边扭矩可达840Nm，且具备100kg货架载重能力和600+kg拖拽能力。

- ✓ **ATV**：采用燃油发动机，570cc发动机采用绝缘体火花塞优化设计，凸轮轴优化设计，配合电子燃油喷射系统。动力系统在高低温、高海拔等环境下具有良好适应性，0-60km/h加速时间4.6秒。
- ✓ **SSV**：有64、72英寸两种型号，以64英寸产品为例，发动机105马力，电动机峰值功率93.5Nm。1000cc发动机具有先进的燃油喷射和点火系统，以及长寿命、高升程凸轮轴。
- ✓ **UTV**：与SSV产品类似，采用1000cc发动机、凸轮轴。通过采用双油柱活塞冷却系统，发动机在恶劣行驶条件下保持冷却并确保长期机械耐用性。

图：赛格威英国官网全地形车车型（Snarler、Villain、Fugleman）



差异化竞争-九号：美国以SSV、UTV为主，产品结构升级有望带动ASP提升

- 美国地区产品主要以SSV、UTV为主。美国地区车型包括Villain、Super Villain、UT10 Crew、UT10四款车型，其中Villain建议零售价16299美元起，UT10 Crew 15999美元起，UT10 13999美元起。相比ATV，UTV、SSV车型更大且单价更高，有望带动公司全地形车ASP水平。
- 不同系列车型都有多种产品配置，动力性能相同，但尺寸、车轮材料有区别。以Villain为例，分为三种型号，分别为SX10 WP(72英寸)、SX10 P(64英寸)、SX10 S (64英寸)，尺寸差异之外，差异来自车轮，前两款车型车轮为14英寸铝合金带锁，后一款为14英寸铝。
- 新车型发布，有望带动北美地区销量。2023年8月，公司发布全新产品Segway UT10 Crew全地形车，搭载1000cc四冲程双缸双顶置凸轮轴发动机，拥有105匹马力，最高时速90km/h，空间最多可容纳6人乘坐，具备1134kg拖拽能力和450kg货箱载重能力，轻松满足作业需求，兼具越野性能和实用功能。

图：赛格威美国地区车型（Villain、Super Villain、UT10 Crew、UT10）



差异化竞争-九号：混动车型+智能化打造差异化，树立新能源标杆

- **混动款全地形车全球首发，性能出众。**2023年11月7日，赛格威高端旗舰车型Super Villain SX20T Hybrid在米兰EICMA首发，为全球首款混动全地形车，配备2000cc Turbo燃油机，搭载70kw电机，最高功率达到330马力。车型搭载7.9kwh电池，混动系统搭配2.0升GDI发动机，0-100km/h加速仅3.9s。此外，车型也配备赛用减震系统，多路况模式一键可调。智能科技方面，具备离线地图、实时驾驶、驾乘一键设定、安全报警功能。
- **混动车具有低速高扭矩的特征，兼具新能源、内燃发动机优势。**相比内燃机发动机，混动全地形车具有安静、起步扭矩大、低速段加速性能好的特性，可明显降低起步和低速段油耗。而内燃机发动机大部分工况下工作在高效区，混动车型具备燃油经济性、低排放等特点。公司希望通过混动车型发布，在美国树立新能源标签，拉高品牌价值。
- **智能化方面，九号融合其它产品线智能化功能，增加驾驶趣味性。**全地形车系列产品融入IOT、IOV等公司核心技术，开发无感上电、驾乘设定、危险监测、数据掌控等智能化功能。用户可通过Segway Powersports App随时了解驾驶数据信息，也可以监测、控制车辆状态。

差异化竞争-九号：品牌知名度结合定价优势，渠道不断扩张

- Segway品牌在欧洲、美国有较高知名度，相比其它国内品牌具有优势。全地形车产品在欧美都以Segway品牌进行销售，是有别于国内其他品牌重要的竞争力。公司在2023年Q3进入美国市场，由于新品UTV拉动，销售额增长加速。
- 渠道稳步扩张，在美国目标市占率10%以上。对于全地形车产品，2023年Q4九号在美国增加70家网点，2024年公司预计增加200-300家网点。美国全地形车市场门店总量大约2500-3000家，公司在美国市场市占率目标为10%以上。

涛涛：小排量ATV为主，用户儿童&青年，产品品类多样

涛涛产品集中在小排量发动机，以ATV为主，主要目标人群为儿童、青年。九号ATV产品发动机排量570cc，而涛涛发动机排量多数低于200cc。从产品目标人群看，涛涛ATV产品覆盖儿童、青年、成年人入门款，如Mudhawk 6适合6岁及以上的小骑手，TRAILHAWK 10、MUDHAWK10适合10岁及以上的青少年骑手，G200、RHINO 250为成人尺寸车型，且可以用于拉货。

Tao Motor ATV产品多数在千元美金以下，款式选择多样且价格实惠。从Tao Motor官网列出的产品型号看，有21款ATV产品，产品选择多样，且售价端多数产品在千元美金以下，类似于ebike价格，相比高排量ATV产品价格实惠。

表：Tao Motor ATV产品

序号	型号	发动机	描述
1	Boulder	107cc	涛涛最小的汽油驱动青年 ATV，专为 10 岁及以上的骑手设计，适合初学骑行
2	Rock 110	107cc	适合年轻人的汽油动力 ATV，具有运动风格和倒档
3	Mudhawk 6	四冲程、风冷单缸	适合 6 岁及以上的小骑手，配备自动变速箱，可让侧轮前进和后退
4	D125	107cc	青年尺寸的汽油动力 ATV，具有实用造型，具备出色的安全功能
5	TFORCE	107cc	青年尺寸的汽油驱动 ATV，具有D125 的所有出色安全功能，但结构更为激进，包括更大的车轮
6	CHEETAH	107cc	运动而敏锐，低维护的四冲程发动机和带倒档的自动变速箱可让您享受数小时的乐趣，同时仍可让您轻松学习如何驾驶运动型 ATV
7	TFORCE PLATINUM	120cc	中型实用型 ATV 适合 12 岁及以上的儿童，配备 120cc 四冲程发动机和带倒档的自动变速箱，为身材较小但经验丰富的骑手提供更多动力
8	TRAILHAWK 10	四冲程、风冷单缸	适合 10 岁及以上的经验丰富的青少年骑手
9	Cheetah Platinum	120cc	中型产品线的一部分，Cheetah Platinum 是渴望拥有运动型 ATV 的竞技车手的绝佳起点。大量升级的组件使 Cheetah Platinum 成为同类产品中的佼佼者
10	MUDHAWK10	120cc	更适合 10 岁及以上的经验丰富的青少年骑手
11	F125 (ATA125F1)	107cc	适合所有人的中型摩托车
12	ATA150G	149cc	运动型自动四冲程发动机，提供骑行者所需的所有动力
13	BULL150	149cc	实用型自动四冲程发动机，提供骑行者所需的所有动力
14	BULL 200S	169CC	成人尺寸的多功能 ATV，以安全性为重
15	G 200	169cc	成人尺寸的多功能 ATV，以安全性为重
16	RHINO 250	197cc	成人尺寸的多功能 ATV，耐用且功能强大的 197cc 四冲程发动机可用于农场或小径。大型货架提供额外的空间
17	B1 (BOULDERB1)	107cc	小型 ATV，专为热爱这项运动的年轻人设计
18	G125 (CHEETAH)	107cc	Cheetah 是 Tao Motor 的第一款青年运动车型
19	New Cheetah	120cc	全自动中型赛车式 ATV，这款出色的 ATV 拥有许多比之前版本更高级的功能
20	T125 (TFORCE)	107cc	新型高输出 110cc 发动机，是少数配备倒档的 110cc 发动机之一，这提高了这款 ATV 的机动性
21	NEW TFORCE	120 cc	全自动中型实用型 ATV，比之前的车型升级了许多功能，功能多样、价格实惠的家庭 ATV

表：涛涛 ATV产品价格

车型	发动机	价格 (美元)
TaoTao Rock 110 with Reverse Kids ATV	110cc	699.95
Tao Motor 250 Rhino Adult ATV	197cc	1549.95
Tao Motor 110cc NEW Boulder - Kids	110cc	559.95
NEW Tao Motor D125 Kids	125cc	549.95
NEW Tao Motor TForce Mid-Size	125cc	699.95
Tao Motor 125 T-Force Platinum	120cc	1149.95
Tao Motor G125	107cc	899.95
Tao Motor 125 Mud Hawk10 Kids Rival	120cc	989.95
Tao Motor 110 Mud Hawk6 Kids Rival ATV	110cc	789.95
Tao Motor 110 TForce Mid-Size ATV	107cc	689.95
Tao Tao 150cc D-Type Bull 150 Adult ATV	150cc	1249.95
TaoTao 125 New TForce Mid-Size ATV	120cc	999.95
Tao Tao Bull 200 Type-S Adult ATV	169cc	1499.95
Tao Motor 200 Sport Adult ATV	169cc	2219.9
Tao Motor 125 Trail Hawk10 Kids Rival ATV	120cc	989.95

涛涛：高端品牌扩大产品线，小排量向大排量拓张

- 自有品牌Tao Motor主打实用，高端品牌Denago更注重专业性。公司有Tao Motor、Gotrax、Genago三大主力品牌，全地形车、越野摩托车的自有品牌为Tao Motor，主打“实用、乐趣、动感”；电动高尔夫球车、大排量特种车的自有品牌Denago主打“高端、专业、活力”。Denago产品价格高于Tao Motor品牌，产品同样主要面向儿童及青少年，售价都在1000美金以上。
- 大排量ATV车型已实现量产，UTV产品也计划进入美国市场，产品线不断开拓。到2023年末，涛涛300ATV已实现量产，500UTV完成研发并将陆续进入小批量试产，且陆续收到客户订单。2024年，300ATV将进入欧洲市场，550UTV将进入美国市场，同时大排量全地形车的各个产品线也稳步推进。此外，2024年小排量全地形车计划进入高端经销商网络。

表：Denago ATV产品

系列	车型	发动机	价格 (美元)	产品描述
Youth ATVs	Denago E-Hawk 6 ATV	750W/1600W 无刷电动机	1499	6岁及以上儿童电动全地形车
	Mudhawk 6 ATV	107cc	1099	一流的107cc 发动机排量和带前进挡、空挡和倒挡的全自动变速箱，将在 6 岁及以上的青少年 ATV 类别中处于领先地位
	Mudhawk 10 FI ATV	120cc	1499	同类产品中最高的 CC 发动机，并搭配具有前进和后退功能的全自动变速箱，
	Trailhawk 10 FI ATV	120cc	1499	适合10岁及以上的年轻骑手，是外观和性能俱佳的终极青年四轮摩托车
ATVs	Mudhawk 200FI ATV	169cc	2299	运动型多用途车类别的入门产品，配备强大的单缸四冲程发动机和带倒档的全自动 CVT 变速箱

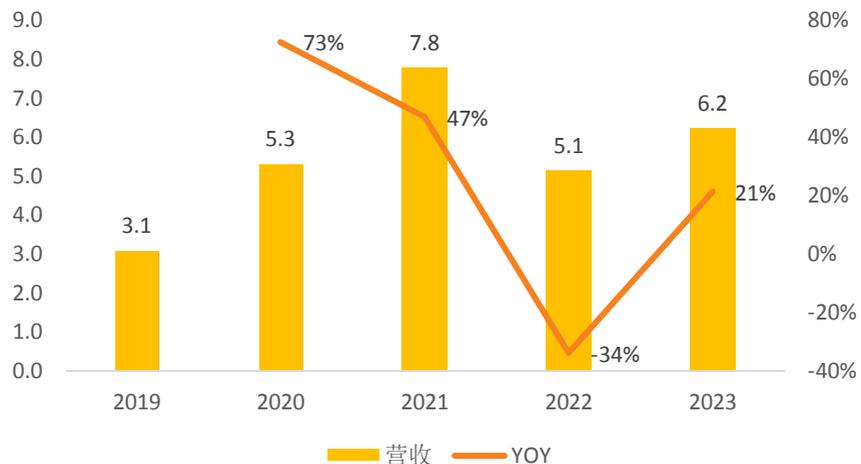
图：Denago ATV产品



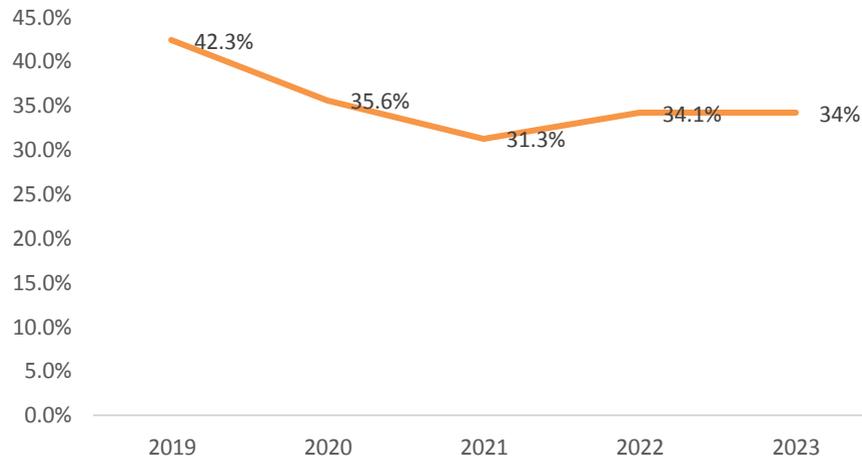
涛涛：高性价比产品取得高利润率，成本制造与售后兼具优势

- 全地形车产品高性价比，但维持高利润率。涛涛全地形车2023年营收6.2亿元，YOY+21%，营收占比29%。涛涛产品在售价端具有性价比优势，但保持高毛利率。北极星2023年毛利率21.9%，涛涛2021-2023年全地形车毛利率分别为31.3%、34.1%、34%。
- 重要部件自制降低成本，重视售后服务提升品牌力。涛涛全地形车核心部件自研自制为主，有效降低成本且让经销商获得更高毛利。售后方面，公司有近5000平方米境外仓库专门存放各类配件，便于客户采购和售后维修，提升客户体验感。

图：涛涛车业全地形车营收（亿元）及增速（%）



图：涛涛车业全地形车毛利率（%）



海外产能加速布局，以应对潜在关税风险

- **美国对中国进口全地形车加征关税。** 2019.9.21-2020.12.31期间，美国对中国进口全地形车产品执行税率2.5%，豁免加征25%关税，2021年1月1日起，ATV产品重新加征25%关税，税率为27.5%，UTV关税税率继续保持10%。加拿大自中国进口的全地形车关税税率6.1%，无针对中国产品的贸易壁垒；欧洲针对不同品类全地形车及两轮车关税税率0-15%，无针对中国产品的贸易壁垒。
- ✓ **九号：**在越南设有工厂，向大多数东盟国家/地区出口产品时享有关税优惠。
- ✓ **春风：**2023年墨西哥项目一期建设投产，公司在中国、泰国、墨西哥均建立生产基地。
- ✓ **涛涛：**中国工厂外，美国组装工厂、越南工厂筹建工作进一步推进中，打造中国、美国、越南三大制造基地。到2024年5月，越南工厂部分设备安装调试已完成，人员培训和配件采购在继续进行，预计6月底进入小批量生产阶段。

表：全地形车美国关税

产品	征税期间	美国征收的关税情况说明
全地形车、卡丁车	2019.1.1—2019.9.20	执行的关税税率为 27.50%，含加征的 25.00%关税
	2019.9.21—2020.12.31	执行的关税税率为 2.50%；豁免加征 25.00%关税
	2021.1.1—2021.12.31	执行的关税税率为 27.50%，含加征的 25.00%关税
	2022.1.1—2022.6.30	执行的关税税率为 27.50%，含加征的 25.00%关税

表：全地形车进口政策

销售国家/地区	产品进口国家和地区的政策简介
欧洲	欧洲各国对不同品类全地形车及两轮车的关税税率有所差异，关税税率为 0%-15%，无针对中国产品的贸易壁垒
美国	2021 年 1 月 1 日之前，美国自中国进口 ATV 产品关税税率为 2.5%，从 2021 年 1 月 1 日起，加征关税豁免有效期已届满，美国自中国进口的 ATV 产品重新开始加征 25% 关税，即关税税率为 27.5%；UTV 关税税率继续保持 10%
加拿大	加拿大自中国进口的全地形车关税税率为 6.1%，无针对中国产品的贸易壁垒
俄罗斯	俄罗斯自中国进口的全地形车中，ATV 关税税率为 5%、SSV/UTV 关税税率为 17%，无针对中国产品的贸易壁垒

5.相关标的：九号、春风、涛涛

九号公司：两轮车进入快速成长期，规模效应明显

- 两轮车进入快速成长期，规模效应明显。2023年九号电动两轮车销量147万辆，同比增长78%；营收42.3亿元，同比增长74%；ASP 2876元，同比减少2%。2024年上半年，九号电动两轮车销量120万辆，同比增长122%。
- 前期投入初见成效，两轮车业务预计成为最主要利润板块。展望24年，我们预计九号两轮车销量280万辆，同比增长90%。销量快速增长，规模效应下净利率快速提升。24年两轮车利润占比进一步提升，预计成为公司主要利润贡献板块。

图：九号公司电动两轮车营收、销量、ASP

	单位	2020	2021	2022	2023
营收	亿元	4.3	12	24.3	42.3
YOY			179%	103%	74%
销量	万辆	11.4	42	82.6	147
YOY			267%	97%	78%
ASP	元/辆	3761	2857	2942	2876
YOY			-24%	3%	-2%

九号公司：底层技术具有通用性，智能化延展至不同品类

- 九号为平台型公司，底层技术具有通用性，不断开拓产品品类。公司基于机器人的感知计算等更多技术下放到电动两轮车产品上，帮助骑手安全驾驶、提高用户体验感，并有望赋能割草机器人、全地形车等品类。往未来看，公司的底层技术可不断延展到各类场景，在机器人领域具有先发优势。2017年公司发布服务类机器人Loomo；2018年联合美团发布第一代Segway配送机器人S1；2023年与英伟达合作，为机器人开发平台提供移动底盘。
- 九号为英伟达机器人开发平台提供移动底盘。九号与英伟达共同开发下一代自主移动机器人（AMR），以及部署完整机器人开发平台Nova Carter AMR，其移动底盘来自Segway Robotics的旗舰产品RMP Lite 220（售价2999美金），其软件系统包括芯片、算法和传感器来自NVIDIA，Segway Robotics除了提供底盘外还负责整个产品的集成。

图：Segway Robotics旗舰产品RMP Lite 220



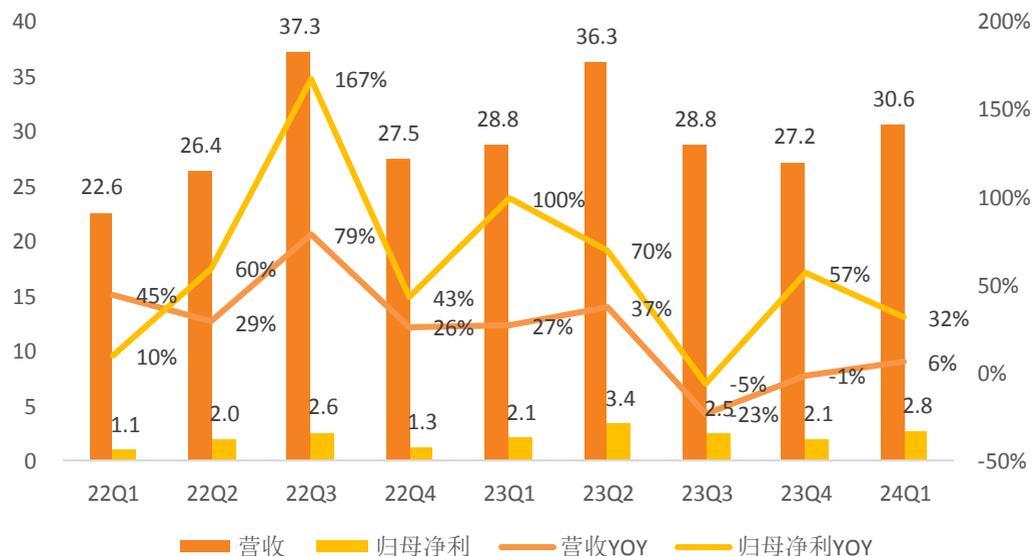
春风动力：产品结构高端化，市占率持续提升

□ 去库存加速，调整产品结构实现增长。海外四轮车市场受宏观经济形势和局部地缘政治因素影响，疫情后有所回调。公司加速市场零售去库存，并且深挖区域市场潜力，调整高端市场、高端商品比重。2023Q3公司营收28.8亿元，同比下降23%，归母净利2.5亿元，同比下降5%；Q4收入降幅大幅收窄，利润实现同比增长，Q4收入27.2亿，同比下降1%，归母净利2.1亿元，同比增长57%；2024年一季度收入、利润均恢复正增长，实现收入30.6亿元，YOY+6%，归母净利润2.8亿元，YOY+32%。2023年公司全地形车出口额占国内同类产品出口额71%，稳居龙头。美国市场经销网点持续铺开，欧洲市占率持续提升。

表：春风动力分业务营收、毛利率（亿元、%）

单位	2020	2021	2022	2023
四轮车				
营收 亿元	22.5	48.8	68.4	65.0
YOY		117%	40%	-5%
销量 万台	6.7	15.1	16.7	14.6
YOY		126%	11%	-12%
ASP 万元	3.4	3.2	4.1	4.4
YOY		-4%	27%	8%
毛利率 %	35.1%	21.9%	27.5%	39.5%
营收占比 %	50%	62%	60%	54%
两轮车				
营收 亿元	18.6	23.0	33.7	44.8
YOY		23%	47%	33%
销量 万台	8.7	11.1	14.5	19.7
YOY		28%	30%	36%
ASP 万元	2.1	2.1	2.3	2.3
YOY		-4%	12%	-2%
毛利率 %	23.3%	19.7%	20.5%	24.6%
营收占比 %	41%	29%	30%	37%
配件及其它				
营收 亿元	3.2	5.0	8.4	7.9
YOY		58%	66%	-5%
毛利率 %	35.2%	33.7%	30.4%	42.8%
营收占比 %	7%	6%	7%	7%

图：春风动力分季度营收、归母净利及增速（亿元，%）



春风动力：北美地区营收占比最大，且毛利率最高

- **参加顶级赛事，增加品牌影响力。**公司针对主力消费人群、主力消费地区实施品牌传播，如参加春季广交会、北京摩博会、青少年ATV越野挑战赛等。公司征战MOTOGP Moto 3级别赛事，美国站和澳大利亚站两次登上世界顶级赛事领奖台。
- **产品线不断丰富，新品市场投放速度加快。**1) 四轮车大排量、大功率技术迭代升级。2023年公司四轮车完成了Z950 Chill 及四座版本、X6 OVERLAND、新款 X8 和 X10 等系列产品的创新研发，丰富了产品操控性、灵活性。2) 两轮车产品谱系和排量段不断完善，不断丰富产品线。
- **北美市场营收占比最大，且毛利率最高。**从分地区营收结构看，2023年春风北美洲营收47.5亿元，YOY-3%,营收占比39%，毛利率43.7%，为所有地区中最高。

表：春风动力2023年分地区营收、毛利率（亿元、%）

	营收（亿元）	YOY	营收占比（%）	毛利率（%）
北美洲	47.5	-3%	39%	43.7%
大洋洲	3.7	-13%	3%	32.5%
非洲	0.5	51%	0%	33.0%
国内	25.8	0%	21%	26.3%
南美洲	4.6	52%	4%	26.0%
欧洲	25.3	11%	21%	28.6%
亚洲（不含中国）	10.3	97%	8%	27.3%
合计	121.1	7%	100%	34.1%

涛涛车业：高尔夫球车为24年最大看点，大排量全地形车有望接力

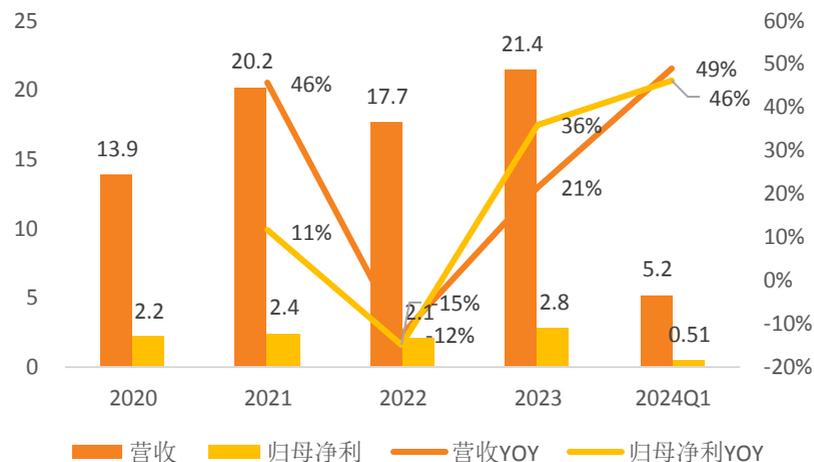
□ **2024年主要增长点来自高尔夫球车。**2024年以来涛涛电动高尔夫球车在美国销售业务开展顺利，一季度销售同比增长9000多万元。2023年涛涛电动高尔夫球车营收0.8亿元，营收占比3.7%，2024年一季度已经超过9000万元。公司通过高端经销商、大型专业商超两大渠道以保证新品投放，到2024年1月涛涛已拓展高端经销商60多家，并和美国当地多家经销商达成合作意向；同时已入驻TSC商超300多家门店，后续入驻门店计划拓展到1000多家。

□ **全地形车看点在新品类开拓，大排量全地形车进入欧洲市场、UTV产品进入美国市场。**2023年涛涛全地形车营收6.2亿元，YOY+21.2%，营收占比28.9%。公司全地形车产品核心部件自研自制为主，有效降低成本。小排量全地形车2024年计划进入北美高端经销商网络，大排量300ATV已获得欧盟T3B认证，在手订单已陆续生产和出货；550UTV已获得EPA认证，将进入美国市场。

表：涛涛车业分产品营收（亿元）、毛利率（%）

	2023年营收（亿元）	YOY	营收占比（%）	毛利率（%）
智能电动低速车				
其中：电动滑板车	7.2	4.5%	33.5%	42.4%
电动平衡车	3.0	1.8%	13.8%	34.9%
电动自行车	1.6	111.1%	7.7%	45.0%
电动高尔夫球车	0.8	0.0%	3.7%	28.3%
其他电动车	0.2	121.2%	1.0%	22.3%
特种车				
其中：全地形车	6.2	21.2%	28.9%	34.1%
越野摩托车	1.2	303.2%	5.7%	35.5%
其他	1.2	-22.4%	5.7%	34.8%
公司整体收入	21.4	21.44%	100%	37.6%

图：涛涛车业营收、归母净利及增速（亿元、%）



涛涛车业：关税加征或影响短期估值，公司积极应对

- **涛涛深耕美国市场，产品需求多数在美国。**从2023年分地区收入看，美国营收15.3亿元，YOY+41.3%，营收占比达71.3%，毛利率达到40.9%。公司本土化运营主要包括深耕北美多年的本土化团队，融合地理与时间效率的仓储式销售，快速响应的全流程售前售后服务体系。公司出口到美国的产品部分加征7.5%-25%的关税，但公司凭借自有品牌、自有销售渠道等优势，把握对客户的主动议价权，并加大力度开拓新渠道新市场。
- **积极应对贸易摩擦，海外产能加速布局。**除中国工厂外，美国组装工厂、越南工厂的筹建工作在推进中。公司陆续在美国得克萨斯州（德州）、佛罗里达州（佛州）和加利福尼亚州（加州）分别组建电动高尔夫球车组装工厂。其中，德州、佛州工厂已于2024年一季度开始组织生产，加州工厂计划于2024年年内投入使用，逐步加强美国制造能力。

表：涛涛车业2023年分地区收入（亿元）、毛利率（%）

	2023年营收（亿元）	YOY	营收占比（%）	毛利率（%）
美国	15.3	41.3%	71.3%	40.9%
欧洲	2.7	-27.1%	12.5%	26.3%
美洲（不含美国、加拿大）	1.5	47.9%	7.2%	26.8%
加拿大	1.1	-22.7%	5.1%	35.9%
亚洲（不含中国）	0.5	15.3%	2.5%	31.4%
中国	0.2	35.5%	1.1%	45.4%
大洋洲	0.1	-3.3%	0.2%	42.8%
非洲	0.0	7.3%	0.1%	32.4%

风险提示

- 全地形车需求不及预期：若经济情况低迷，消费者消费能力下降，可能影响全地形车需求。
- 渠道扩张不及预期：若渠道扩张进度不及预期，销量或受到影响。
- 原材料价格大幅上涨：近期大宗商品价格大幅上涨，材料成本大幅提高，如果不能向消费端传导成本压力，盈利能力将受到影响。
- 行业竞争加剧：若行业出现价格战，单车价格、利润可能都受到影响。
- 对经销商管理风险：若经销商销售业绩不佳或有大量经销商退出，盈利能力将受到影响。
- 产品研发风险：若产品研发不顺利，新产品入市节奏放缓，未来持续盈利能力会受到影响。

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/或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/或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