

证券研究报告·行业动态

摩托车行业专题： 从海外摩托车公司财报看2024年发展趋势

分析师：马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号：S1440521070002

研究助理：吕育儒

lvyyuru@csc.com.cn

发布日期：2024年5月26日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

核心观点

- **核心观点：**海外摩托车企业陆续披露2024Q1财报，两轮车领域的新兴市场需求表现优于欧美，日本和印度企业实现增长，欧美品牌短暂承压，同时海外消费升级趋势显著，推动单价和利润率提升；四轮车领域由于此前库存水平较高且需求较弱，头部厂商促销导致利润率下滑，但当前需求企稳且高端细分市场持续增长，后续库存和需求有望持续改善。展望2024年，两轮车和四轮车的需求均维持平稳，并且结构升级趋势延续，中国摩托车企业的份额和利润率有望提升。
- **两轮车：**新兴市场需求增长，海外呈现结构升级趋势。从需求端看，新兴市场需求增长，欧美通胀导致需求下滑，因此2024Q1本田、雅马哈、川崎、铃木等日系品牌，以及英雄等印度品牌普遍实现量额增长，而欧美品牌短暂承压。从结构端看，海外摩托车市场消费升级，中大排量及高端车型需求增长，产品结构优化推动单价及单台利润提升，海外企业利润率普遍优化。展望2024年，欧美及新兴市场需求有望保持稳定增长，日本企业预期在欧洲等成熟市场实现个位数以上的增长，在亚太等新兴市场维持稳定增长趋势，欧美企业受日本、中国品牌抢占份额的影响，预期销售规模仍会下滑。中国出口，亚非拉地区的燃油、越野摩托车出口数量占比接近90%，并且出口结构持续改善，中国摩托车企业有望享受新兴市场需求增长以及海外消费升级红利。
- **四轮车：**需求复苏库存下降，高端市场存在增量机会。从需求端看，欧美行业需求企稳且逐步回升，主要系各品牌进行促销，出现量增价降，头部厂商收入、利润普遍下滑。从库存端来看，当前北极星经销商库存持平，随着2024Q1各品牌促销活动的持续进行，行业渠道库存有望回归健康水平。从结构端看，UTV/SSV销量增速及占比提升，未来全球全地形车市场主要由高端产品驱动增长，北极星、庞巴迪等北美龙头品牌占据产品和渠道优势，随着日本、中国品牌加大高端市场布局，产品结构和利润率有望持续优化。展望2024年，头部厂商预计全地形车市场恢复复苏趋势，并且UTV车型将表现强劲，头部厂商迭代产品，川崎的墨西哥工厂开始批量生产，产能从5万辆翻倍至10万辆，2024财年量额目标增长60%左右。中国出口，欧美出口数量占比超过70%，欧洲出口连续增长，北美开始补库，同时出口均价整体提升反映海外结构升级趋势，中国摩托车企业的出口规模及结构有望逐季提升。
- **投资建议：**动力运动行业处于增长快车道，消费升级、休闲娱乐需求增加助推全地形车、中大排量摩托车产品渗透，中国摩托车企业近年来产品力提升，性价比优势明显，有望抢占海外市场份额，产品结构不断优化，市占率与利润率持续提升。推荐全地形车出口龙头、中大排量摩托车领导者**春风动力**，推荐具有美国本土化运营和成本控制优势的**涛涛车业**，关注海外布局理顺和开拓第二增长曲线的**钱江摩托**。
- **风险提示：**海外需求不及预期、运费及汇率波动风险、贸易摩擦及加征关税风险。

汇报内容

- 01. 两轮车：新兴市场需求增长，海外呈现结构升级趋势
- 02. 四轮车：需求复苏库存下降，高端市场存在增量机会
- 03. 投资建议与风险提示

PART 1

两轮车：新兴市场需求增长，海外呈现结构升级趋势

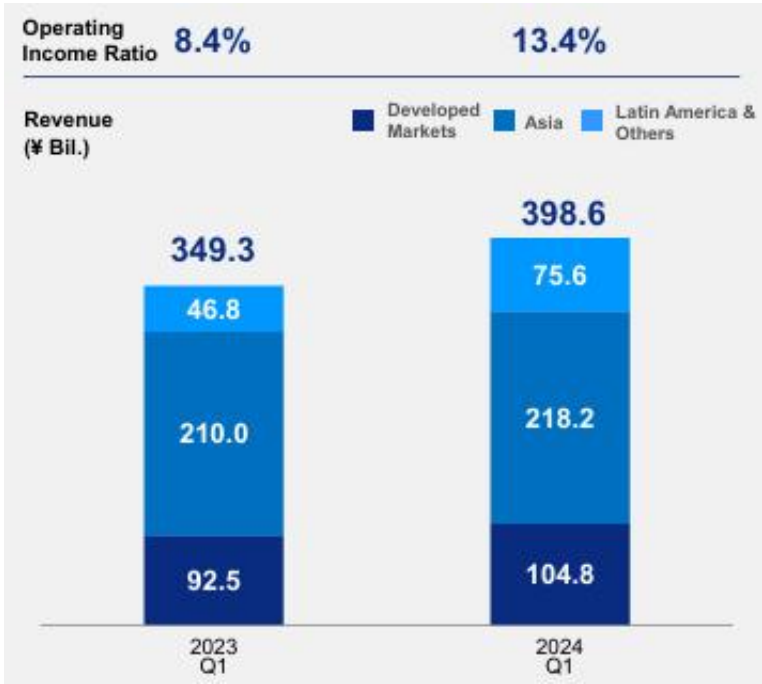
总结：2024Q1日本和印度企业销售增长，结构改善推动利润率提升

- **日本和印度企业增长，欧美品牌下滑。** 受益于汇率变化及新兴市场需求增长，日系品牌在海外市场攻城掠地，印度品牌在当地市场持续增长，2024Q1收入普遍同比增长10%+，同时新品放量及结构优化推动单价及单台利润提升。欧美通胀加剧导致需求下滑，当地品牌摩托车销售普遍承压，但产品结构优化也推动利润率改善，抵消单价下滑的影响。
- **产品结构优化，单车盈利能力增强。** 受益于海外消费升级与高端产品需求增长，单价与利润率持续提升。

表：海外厂商2024Q1摩托车业务情况

海外厂商	收入YOY	销量YOY	均价YOY	单台利润YOY
本田	22%	20%	1%	7%
铃木	24%	-	-	-
雅马哈	14%	-4%	18%	89%
川崎	6%	-	-	-
宝马	-	-3%	-	-
哈雷	-5%	0%	-	-
印第安	-14%	-	-	-
英雄	15%	10%	5%	8%

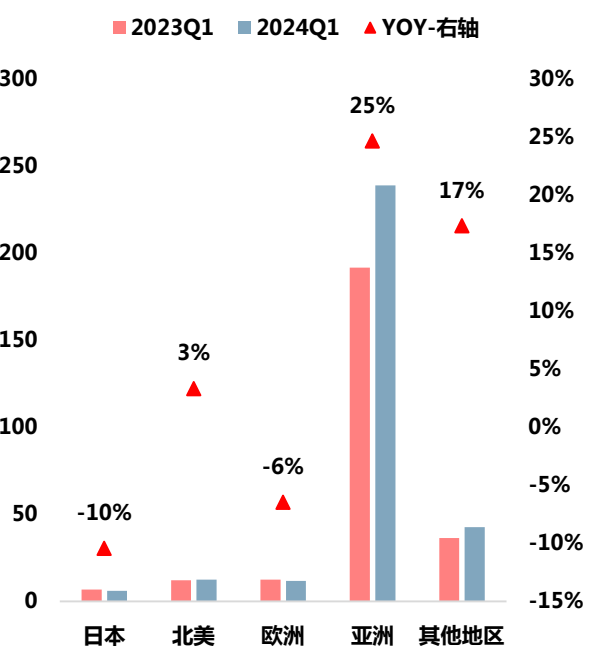
图：雅马哈摩托车收入及经营利润率变化



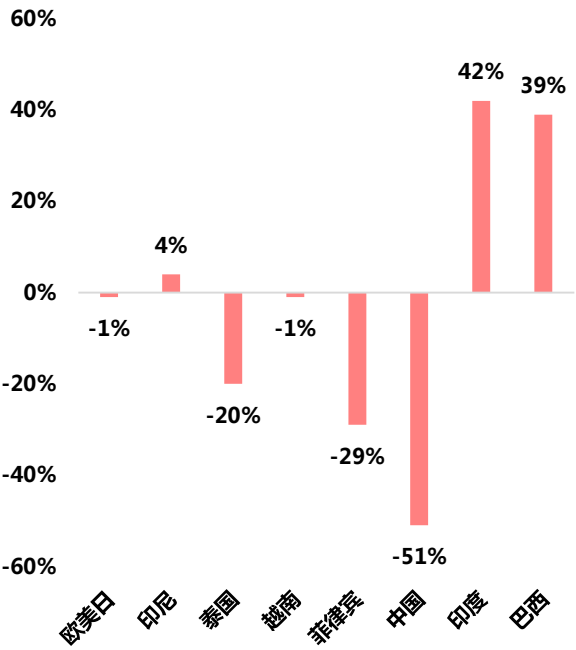
需求：新兴市场需求较好，日系及印度企业表现亮眼

➤ **新兴市场需求增长，日系抢占欧美份额。** 2024Q1本田、雅马哈、川崎、铃木等日系品牌，以及英雄等印度品牌普遍实现量额增长，主要受益于印度、亚太、拉美新兴市场的需求增长，同时由于日元贬值，日本品牌的出口优势增强，在北美、欧洲等成熟市场抢占份额。

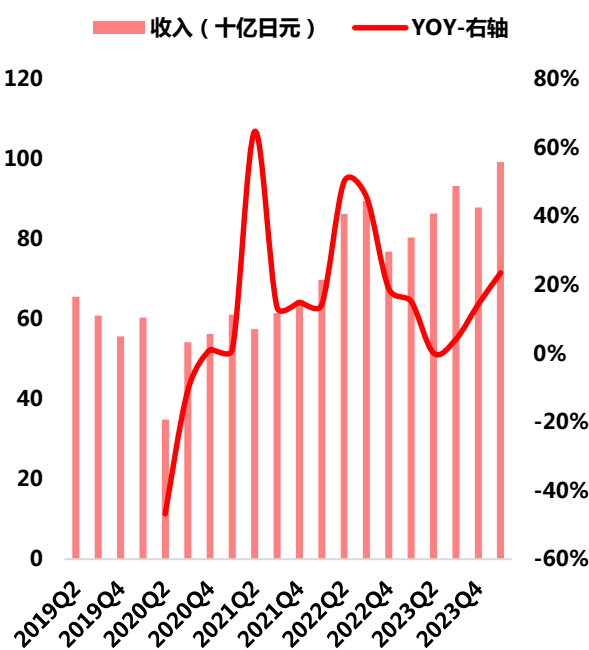
图：本田销量（万辆）及变化



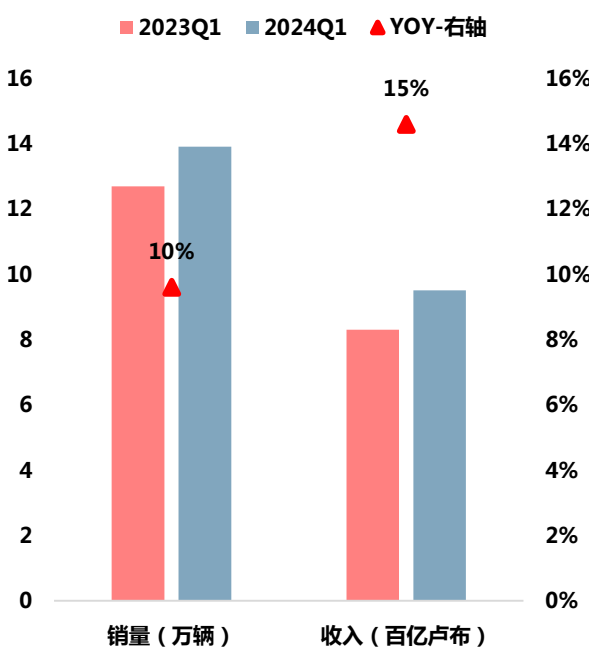
图：2024Q1雅马哈销量变化



图：铃木收入及同比增速



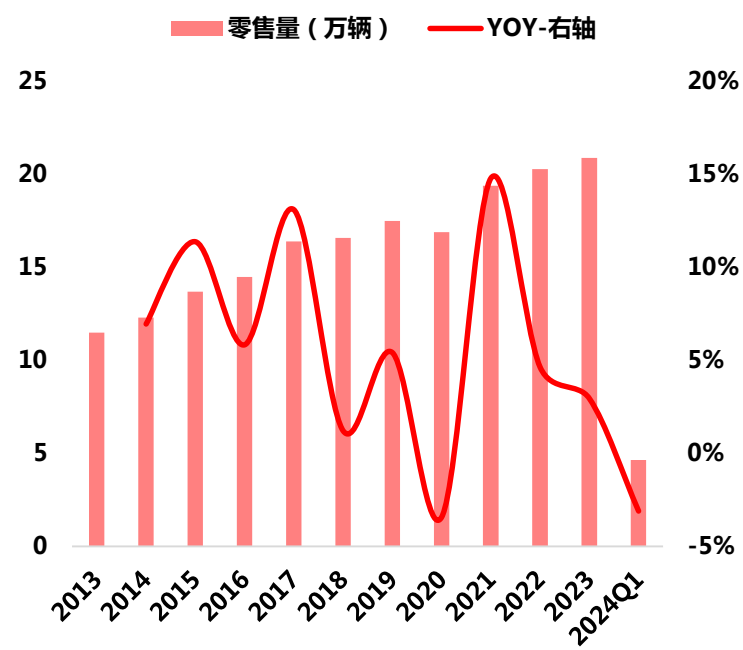
图：英雄销量、收入及变化



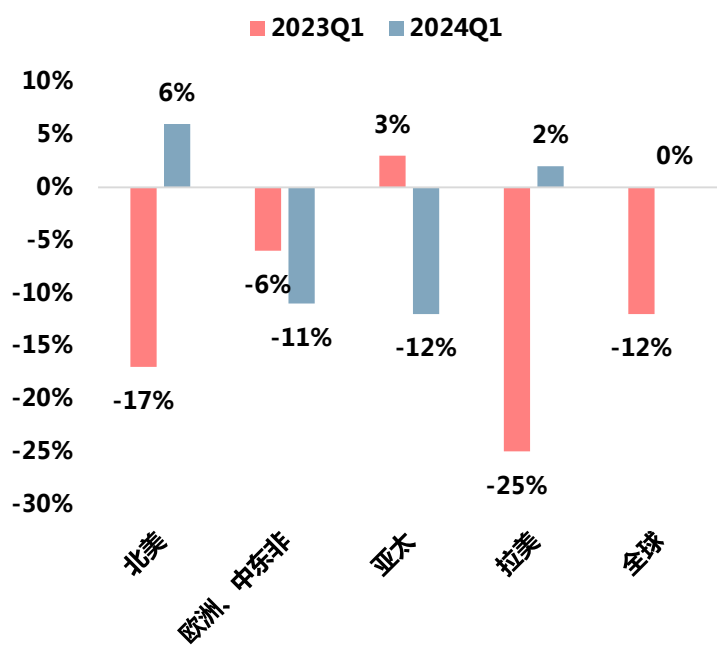
需求：欧美市场需求相对承压，当地品牌整体下滑

➢ 欧美通胀导致需求下滑，当地品牌短暂承压。根据北极星财报，2024Q1北美全行业+中个位数%，以欧洲、亚太为主的国际全行业下滑超过20%，主要受通胀等宏观因素影响，导致宝马、哈雷戴维森、印第安等欧美当地品牌销售承压，尤其在国际市场下滑较多。

图：宝马摩托车销量及变化



图：哈雷戴维森各地区零售增速



图：2024Q1印第安摩托车各地区零售增速

PII Call-outs

- N.A. Indian Motorcycle retail was up modestly year-over-year
- Indian Motorcycle gained modest share in N.A.
 - Strong share gains continue in Mid-size
- International motorcycle industry is down over 20% with greatest pressure in APAC⁽¹⁾
- Gross profit margin up due to strong Aixam & Goupil performance more than offsetting lower net pricing in Motorcycles

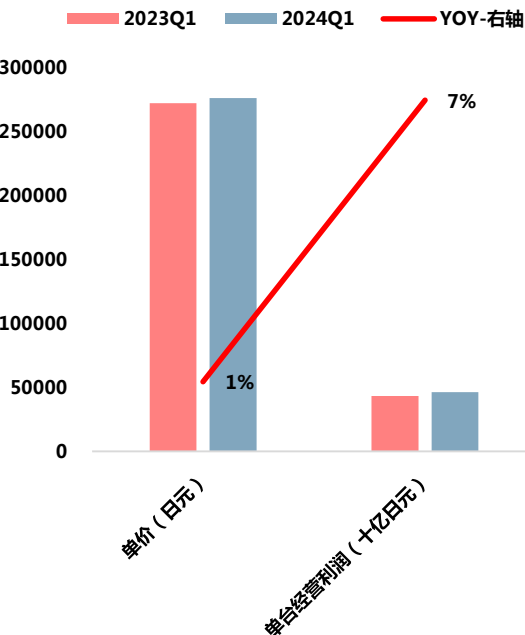
Retail Sales

	North America	International ⁽¹⁾
Indian Motorcycle	POLARIS ↑ LOW-TEENS %	POLARIS ↓ LOW-TWENTIES %
	INDUSTRY ↑ LOW-SINGLE DIGITS %	INDUSTRY ↓ MID-TWENTIES %

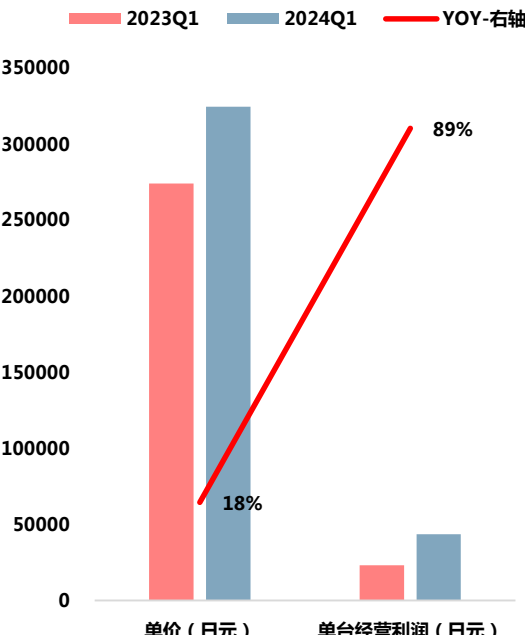
结构：高端化推动产品结构升级，单车盈利能力增强

➤ 产品结构优化推动单价及单台利润提升，海外企业利润率普遍优化。海外摩托车市场消费升级，中大排量及高端车型需求增长，推动海外品牌产品结构和盈利能力持续优化，欧美日印品牌的单价与单台利润不断创新高，2024Q1雅马哈摩托车在日本以外地区的单价同比提升10%以上，本田、宝马、哈雷戴维森的单车盈利能力均创近年来新高。

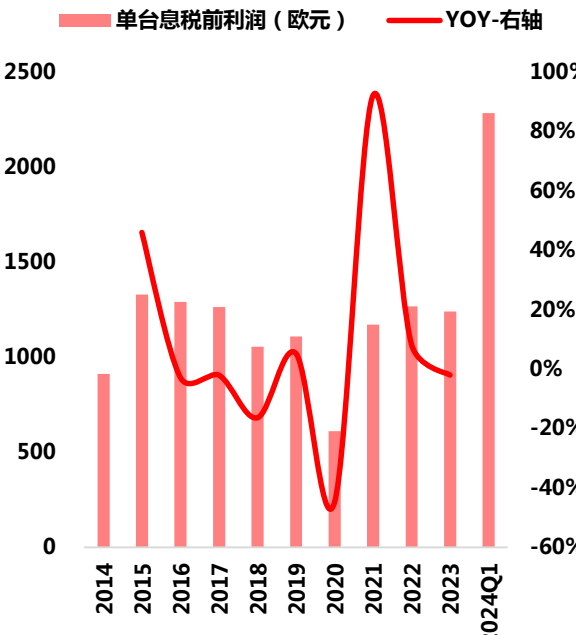
图：本田单价及单台利润提升



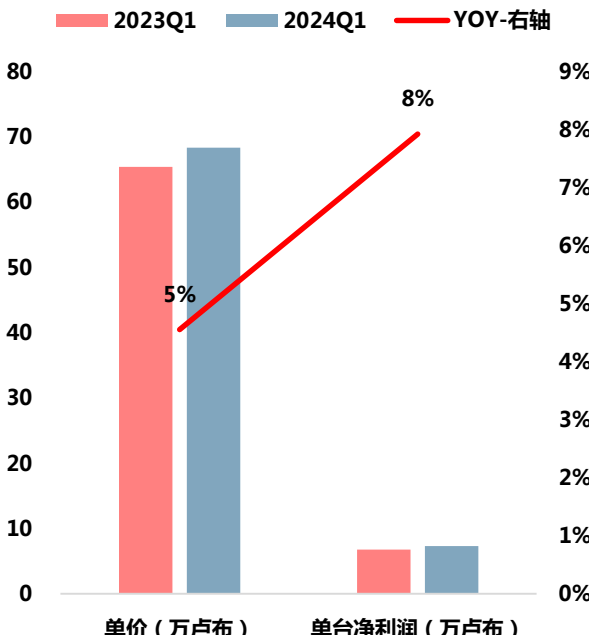
图：雅马哈单价及单台利润提升



图：宝马单台利润及变化



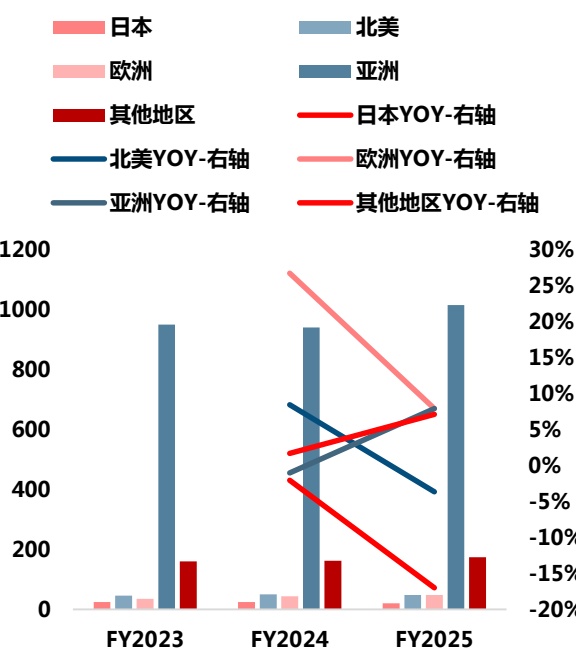
图：英雄单价及单台利润提升



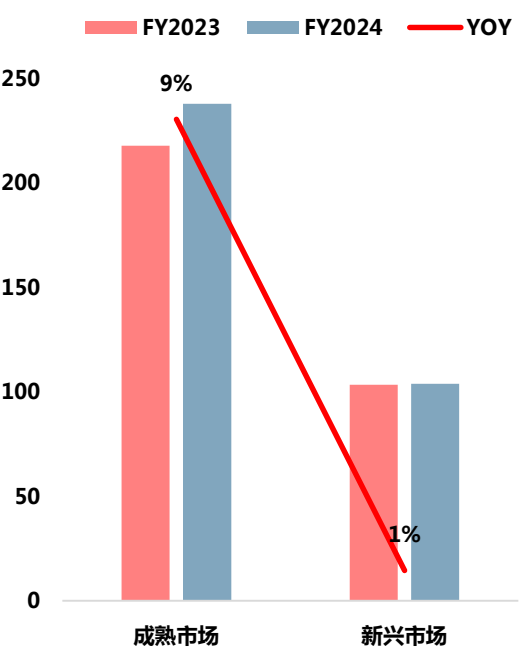
展望：2024年全球需求稳定，日系指引增长

➢ 欧美及新兴市场需求有望保持稳定增长，日系品牌目标增长。本田、川崎、铃木等日本企业预期在欧洲等成熟市场实现个位数以上的增长，在亚太等新兴市场维持稳定增长趋势，雅马哈预期2024年印度和印尼摩托车行业销量恢复至2000万辆左右，2020-2024年CAGR为6%；欧美企业受日本、中国品牌抢占份额的影响，预期销售规模仍会下滑。

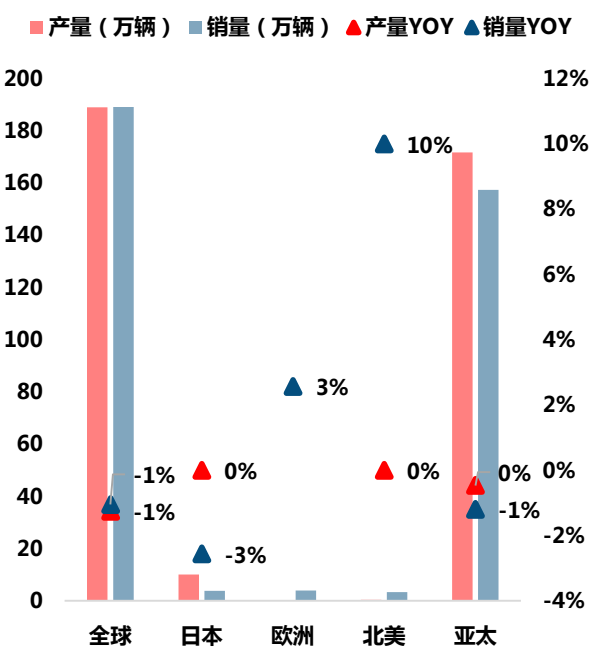
图：本田销量（万辆）展望



图：川崎收入（十亿日元）展望



图：铃木FY2024展望



图：哈雷戴维森2024年展望

Continue to Expect:

HDMC

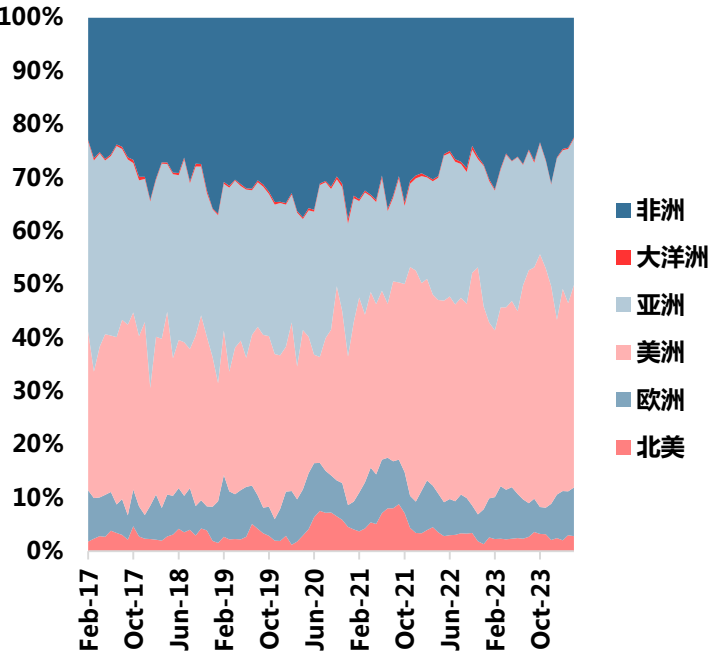
Revenue
Flat to down 9%

Operating Income Margin
12.6% to 13.6%

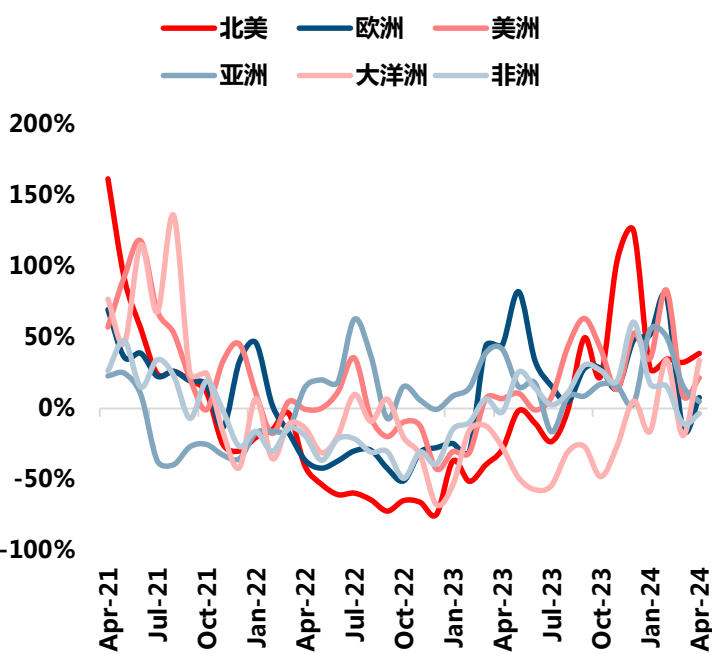
出口：我国出口以亚非拉地区为主，150cc+ 占比整体提升

➤ 亚非拉出口数量占比接近90%，150cc+中大排量出口数量占比达到一半。根据海关总署数据，我国燃油、越野摩托车出口市场中，亚非拉地区占比接近90%，主要系当地消费者对摩托车需求较为刚性，但缺少本土品牌，随着中国品牌产品力和性价比提升，未来有望抢占欧美日品牌份额，新兴市场甚至欧美市场需求有望增长。同时，出口结构持续改善，150cc+出口数量占比由2017年初的30%快速提升至2024年的50%，海外消费升级趋势显著。

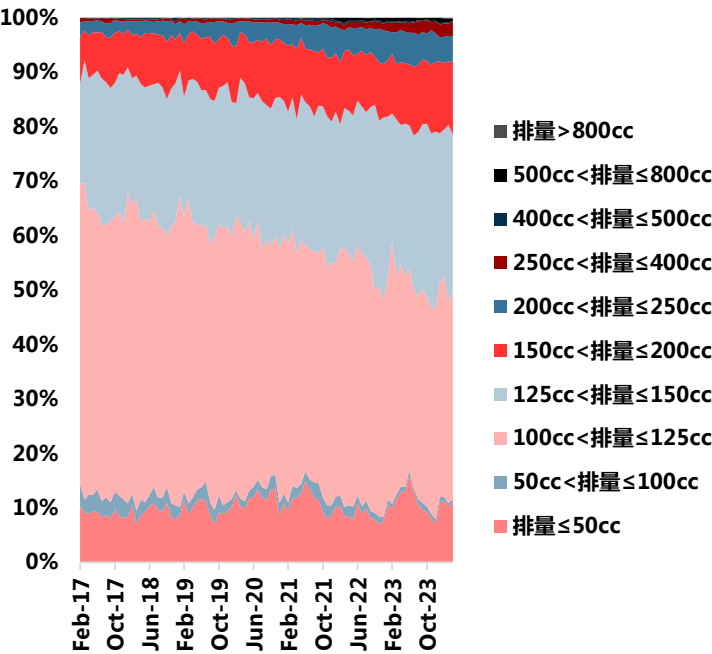
图：亚非拉是我国摩托车出口主要市场



图：2023Q2以来各地区出口整体增长



图：150cc+出口数量占比持续提升



PART 2

四轮车：需求复苏库存下降，高端市场存在增量机会

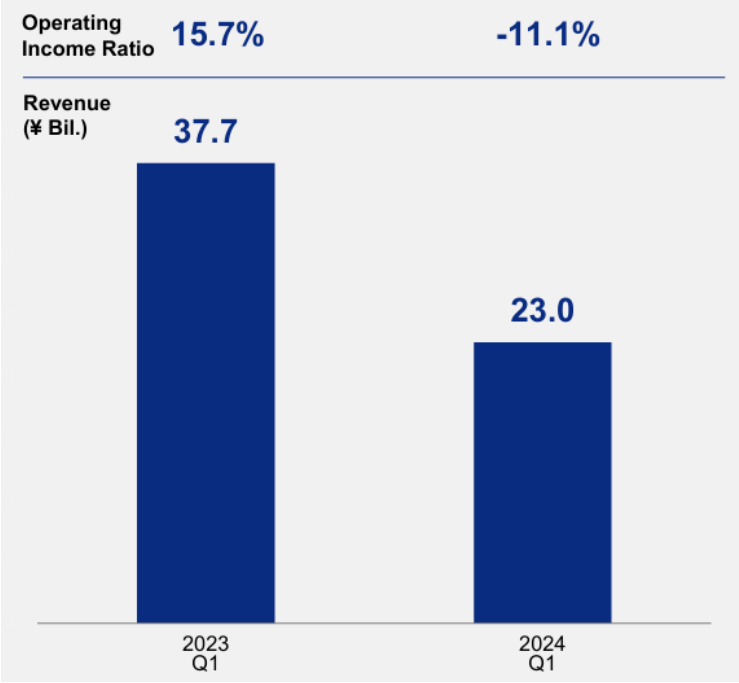
总结：2024Q1行业需求企稳，价格竞争导致头部厂商业绩承压

➢ 欧美全地形车需求稳定，头部品牌促销导致利润压力增大。根据北极星财报，2024Q1欧洲和北美全地形车全行业+低个位数%，环比2023Q4，北美维持增长但增速边际下滑（增长中个位数%→增长低个位数%），欧洲增速由负转正（下滑中个位数%→增长低个位数%）。行业需求整体稳定主要系各品牌进行促销，价格竞争和费用增加导致头部厂商均价和利润率下滑，2024Q1北极星、雅马哈等厂商全地形车业务收入、业绩下滑。

表：海外厂商2024Q1四轮车业务情况

海外厂商	收入YOY	销量YOY	均价YOY	利润YOY
北极星	-16% (北美-16%/欧洲-14%)	全地形车：北美+3%（UTV+中个位数%/ATV-低个位数%）、欧洲-低双位数% 雪橇：北美-低20%	-	-30% (毛利)
雅马哈	-39%	-32%	-10%	-142% (营业利润)
行业	-	全地形车：北美+低个位数%、欧洲+低个位数% 雪橇：北美-低双位数%	-	-

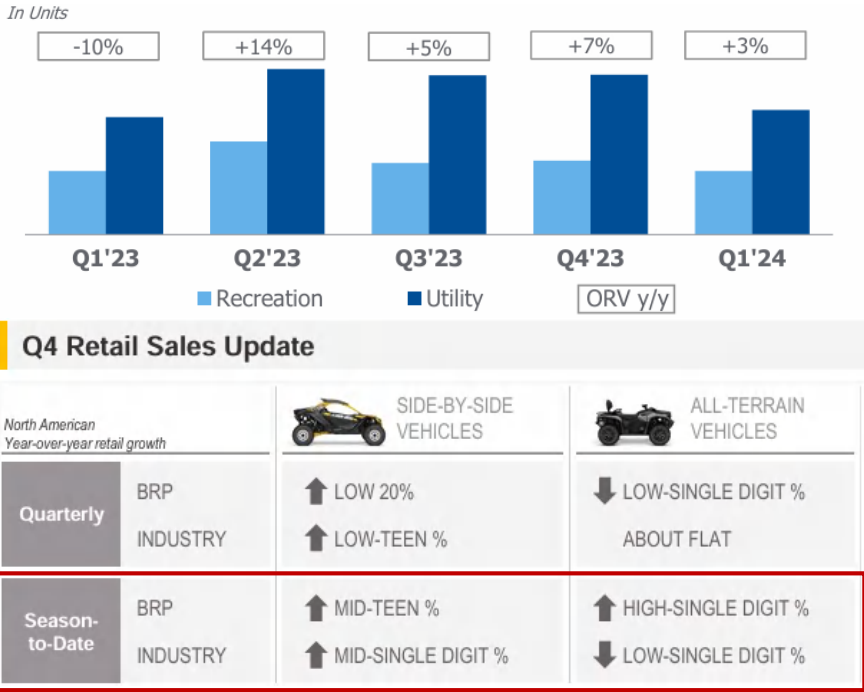
图：雅马哈全地形车收入及经营利润率变化



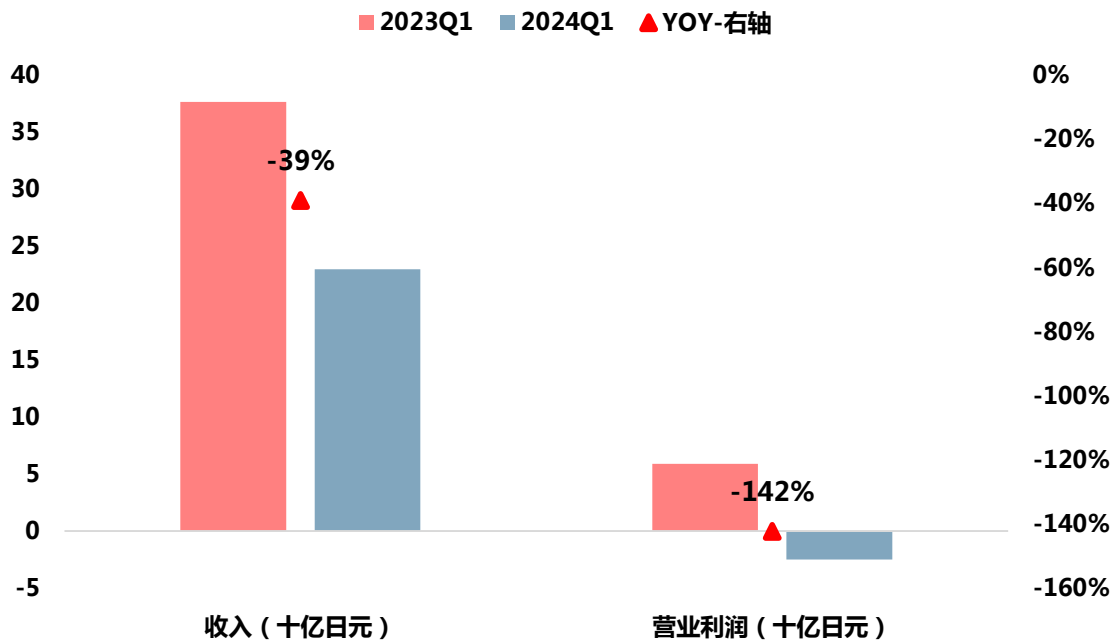
需求：欧美市场需求企稳并回暖，北美龙头品牌高端份额提升

➢ 欧美行业需求企稳且逐步回升，北美品牌高端产品持续增长抢占份额。根据庞巴迪2024M1末的数据，2024年初ATV市场下滑低个位数%，UTV/SSV市场增速低于中个位数%，结合北极星2024Q1数据，我们判断2024M2-M3全地形车市场需求稳定甚至逐步回升，其中UTV/SSV高端市场需求更好，ATV市场相对承压。北极星、庞巴迪等北美品牌在高端领域更具产品优势，高端持续增长，份额整体提升；而日本、中国品牌的ATV占比更高，受需求和库存影响，均价下滑导致收入利润下降。

图：北极星（上）、庞巴迪（下）全地形车销售情况



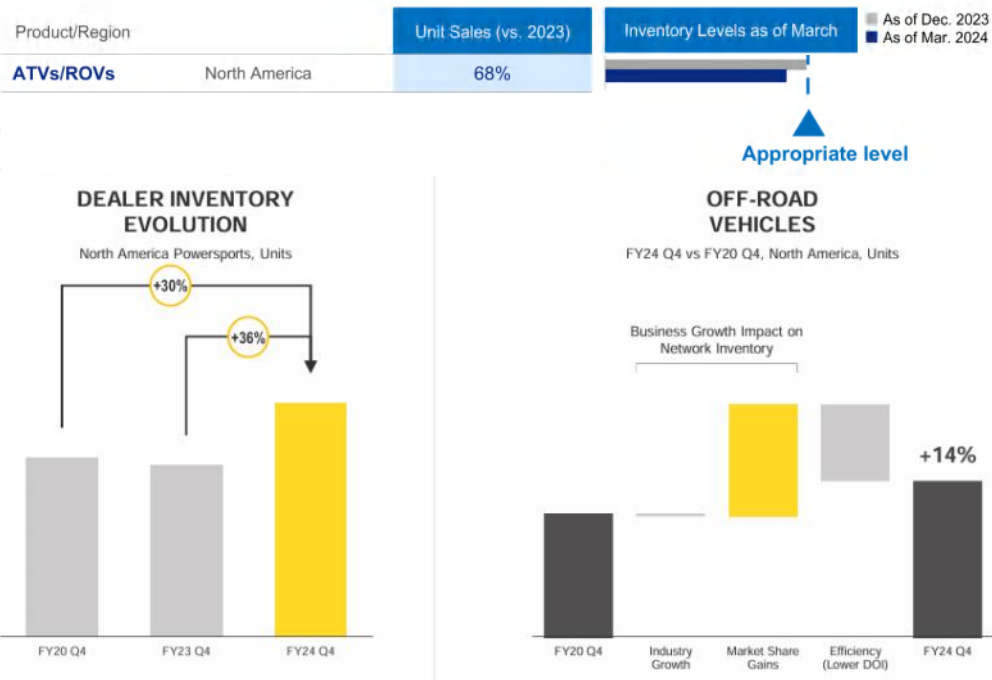
图：雅马哈全地形车收入、营业利润及变化



库存：持续促销降低渠道库存，有望回归健康水平

➤ 头部厂商持续促销，经销商库存持平，后续有望进一步下降。庞巴迪财报显示其2023Q4北美全地形车库存相对2019Q4仅增长14%，主要系业务增长和份额攫取的影响。2023年以来各品牌均在采取降价促销策略，北极星2024Q1经销商库存连续持平，并且Youth、Polaris XPEDITION和RANGER XD等系列的经销商库存下降；雅马哈2023Q4的库存已回归合适水平，2024Q1进一步下降。随着2024Q1促销活动的持续进行，行业渠道库存有望回归健康水平。

图：2024Q1雅马哈（上）库存情况及2023Q4庞巴迪（下）库存情况



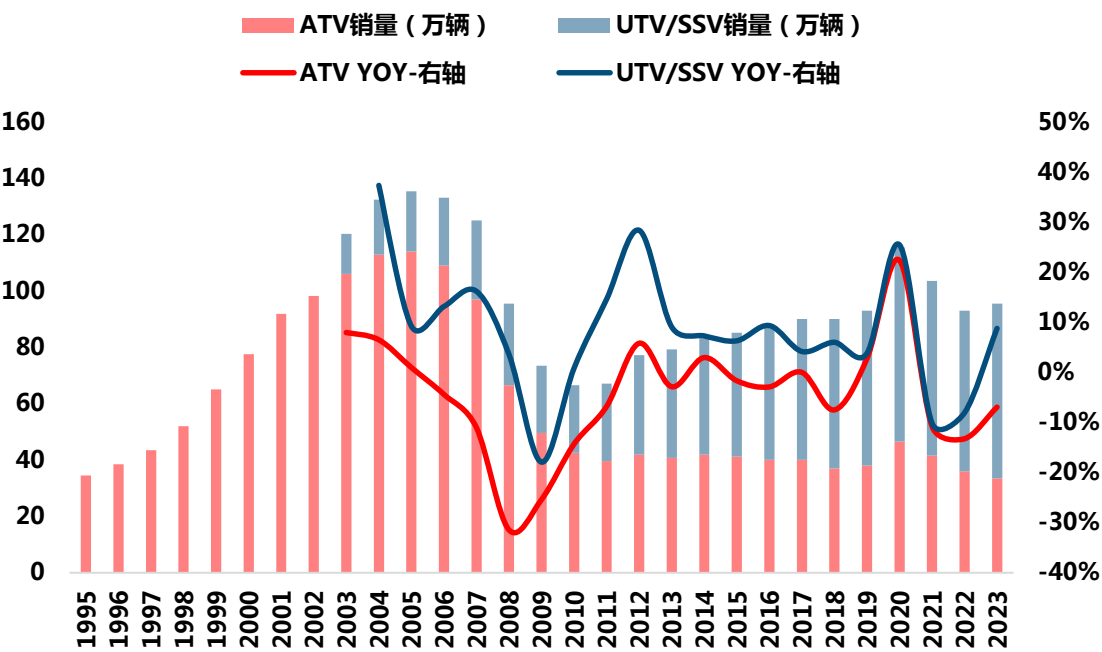
图：2024Q1北极星库存情况

- **Retail Trends**
 - ORV Premium and Utility continue to grow
 - ORV Recreation down for six quarters in a row
 - Elevated promotions that began in Q4'23 are expected to continue
- **Dealer Sentiment**
 - Early excitement around Indian Scout and MY'25 RANGER; products shipping in the second quarter
 - Frustration over broad industry issues related to margins, flooring interest, inventory and retail
- **Inventory Backdrop**
 - Q1'24 Polaris dealer inventory is flat sequentially
 - Actively driving down inventory in weaker categories
 - RZR, Snow and Marine
 - Elevated Snow inventory given weak season
 - Dealer inventory down sequentially ex Youth, Polaris XPEDITION and RANGER XD
 - Actively working with dealers to help manage inventory
 - Heading into peak seasonality

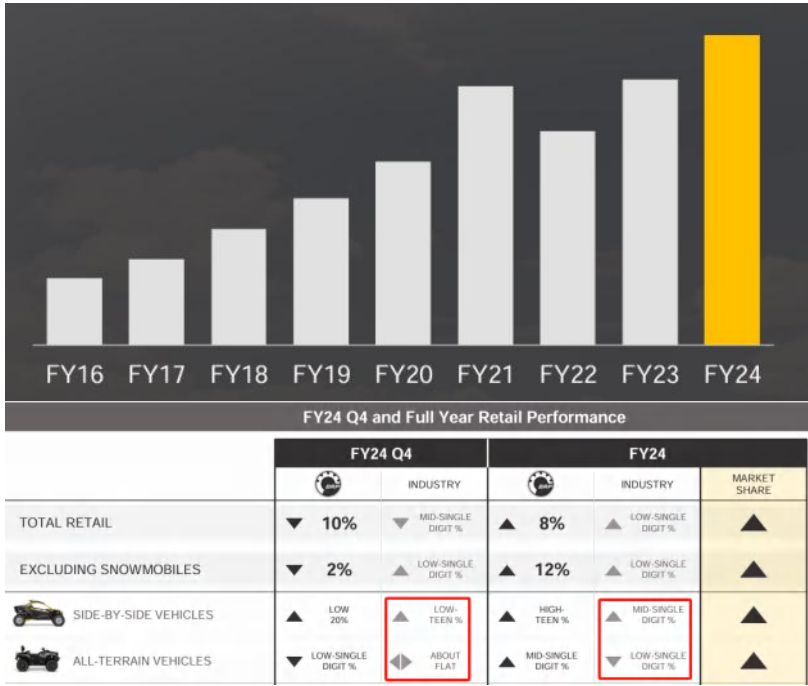
结构：UTV/SSV占比持续提升，北美高端市场引领增长

➢ 2023年UTV/SSV销量占比已达65%，未来由高端产品驱动增长。根据北极星财报，2023年UTV/SSV销量同比增长9%，占比接近65%，ATV增速及占比下滑。未来全球全地形车市场主要由高端产品驱动增长，北极星、庞巴迪等北美龙头品牌占据产品和渠道优势，2023Q4产品结构优化推动庞巴迪收入同比增长9%；随着日本、中国品牌加大高端市场布局，产品结构和利润率有望持续优化。

图：全球全地形车销量变化趋势



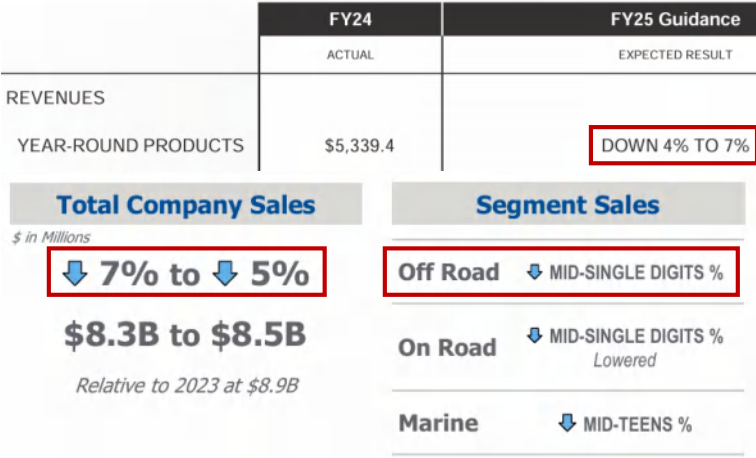
图：庞巴迪北美SSV零售量，2023年至今北美行业UTV/SSV增长更快



展望：市场复苏且高端增长，北美品牌推新，川崎目标高增

➤ 市场需求复苏且高端引领增长，头部厂商迭代产品，川崎产能扩张目标翻倍。头部厂商预计全地形车市场恢复复苏趋势，并且UTV车型将表现强劲，ATV车型将维持疲软。北美品牌2024年将迭代高端产品阵容，意在高容量、高增长的细分市场实现增长和抢占份额，全年收入中个位数下滑。日本品牌川崎的墨西哥工厂开始批量生产，产能从5万辆翻倍至10万辆，4月开始批量生产“MULE”系列，计划到2025财年将四轮车业务的收入增加至2022财年的2倍，2024财年量额目标增长60%左右。

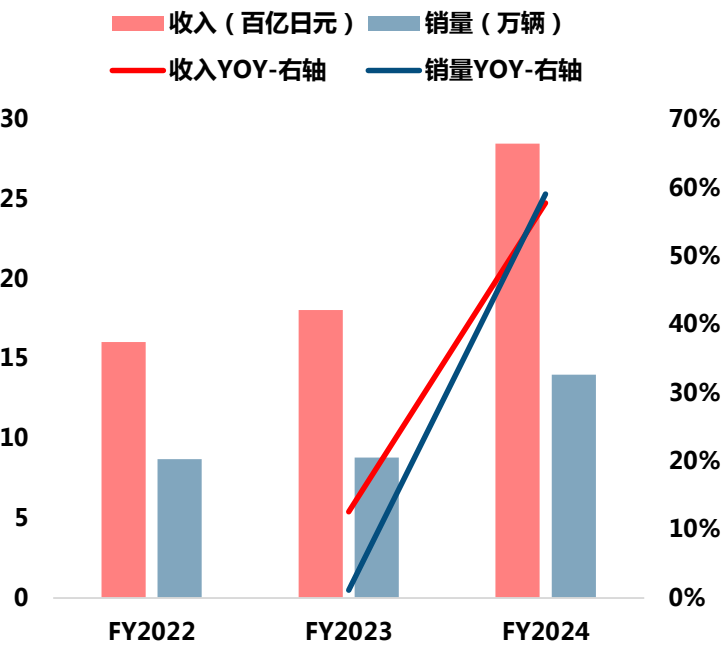
图：2024年庞巴迪（上）、北极星（下）展望



图：川崎四轮车产能将翻倍



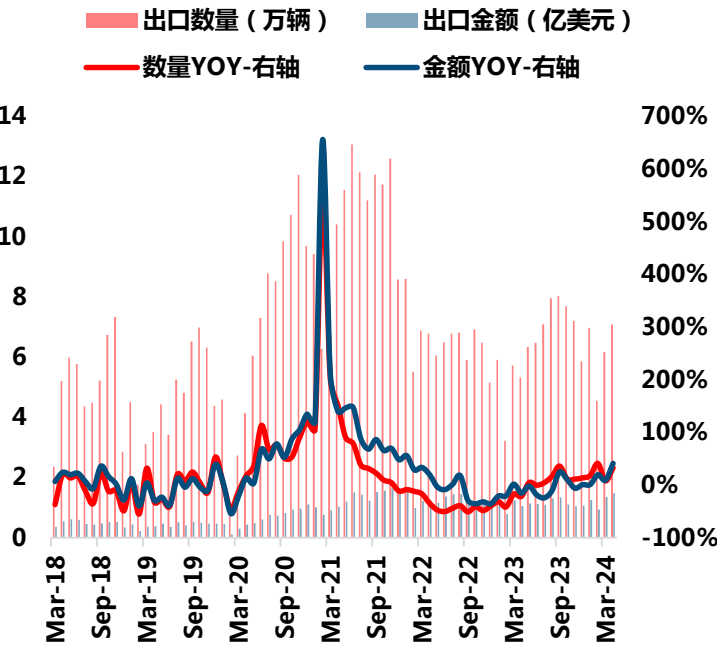
图：川崎四轮车业务收入及销量展望



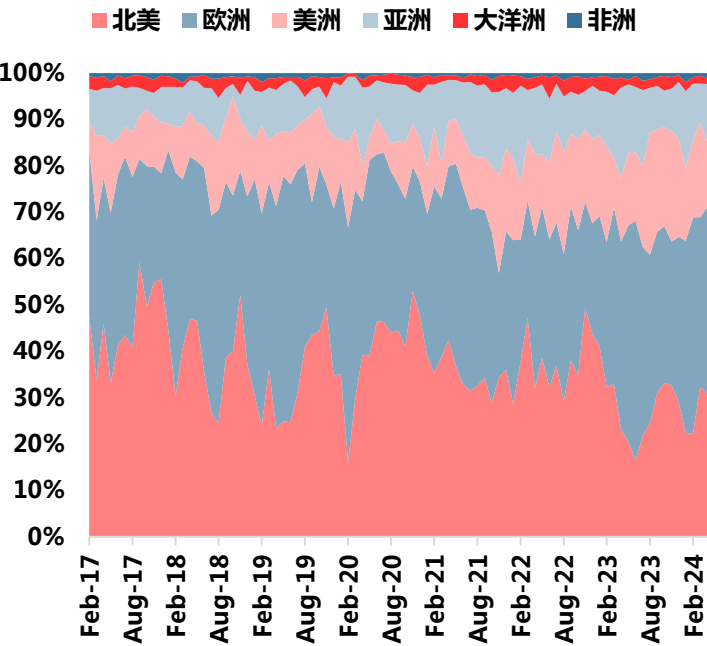
出口：2023Q2海外需求逐渐复苏，北美将进入补库周期

➢ 欧美出口数量占比超过70%，欧洲出口连续增长，北美开始补库。根据海关总署数据，我国全地形车出口市场中，欧美地区占比超过70%，主要系当地消费者购买力强，玩乐和特殊作业需求大，中国品牌此前享受供应链红利，在欧美市场快速抢占市场份额。同时，出口均价整体提升反映海外结构升级趋势，UTV/SSV高端产品成为增量市场。当前欧洲出口延续增长趋势，并且北美4月出口高增，可能开始进入补库周期。

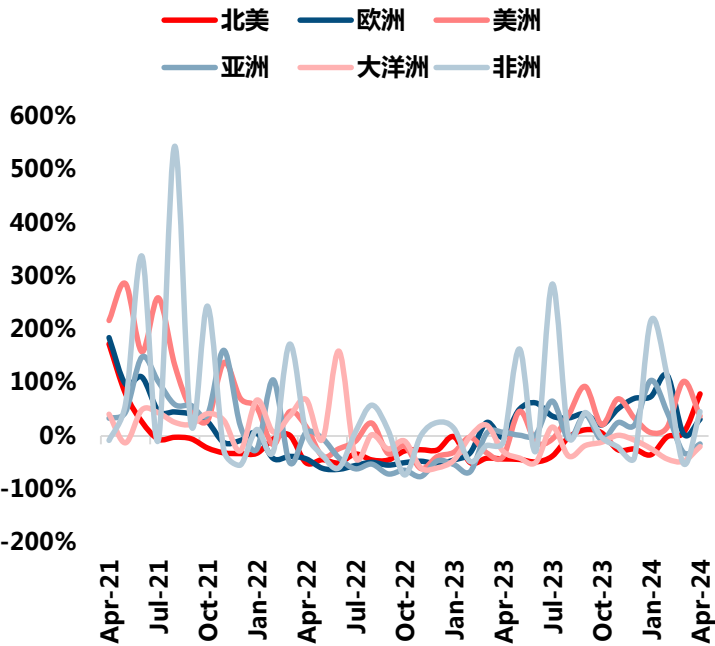
图：2023年5月出口数量恢复增长



图：欧美出口数量占比超过70%



图：欧洲+拉美持续增长，北美开始补库



PART 3

投资建议与风险提示

投资建议与风险提示

➤ **投资建议：**动力运动行业处于增长快车道，消费升级、休闲娱乐需求增加助推全地形车、中大排量摩托车产品渗透，中国摩托车企业近年来产品力提升，性价比优势明显，有望抢占海外市场份额，产品结构不断优化，市占率与利润率持续提升。推荐全地形车出口龙头、中大排量摩托车领导者**春风动力**，推荐具有美国本土化运营和成本控制优势的**涛涛车业**，关注海外布局理顺和开拓第二增长曲线的**钱江摩托**。

➤ **风险提示：**

➤ **1) 海外需求不及预期：**两轮车和四轮车海外销售占比持续扩大，其中两轮车出口主要以亚非拉等新兴市场为主，四轮车出口主要以欧美等成熟市场为主，受海外需求影响较大，如果海外面临经济下行或通胀加剧等情况，中国摩托车企业的境外销售将受到冲击。

➤ **2) 运费及汇率波动风险：**中国摩托车企业外销收入占比整体提升，因此受运价和汇率影响较大。首先，如果运价大幅提升，既会增加产品运输成本，从而对毛利率造成负面影响，又会对出口形成阻力，从而影响公司整体经营。其次，汇率长期波动会影响外贸企业的价格策略和经营战略，美元汇率短期波动较大，当前美元兑人民币即期汇率为7.2左右，跟去年同期相比处于较高水平。

➤ **3) 贸易摩擦及加征关税风险：**由于近几年中国企业在ATV领域的市占率快速提升，抢占北美和日本品牌的市场份额，当前出口到美国的ATV被加征关税，如果后续在UTV领域也抢占市场份额，并且贸易摩擦进一步加剧，或关税政策进一步收紧，将影响中国企业的竞争力和利润率。

马王杰：中信建投证券家电行业首席分析师，上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司，研究扎实，观点鲜明。所在团队曾获得2016年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017年新财富入围；2018年金牛奖家电行业最佳团队。

研究助理

吕育儒 19121729958 lvyuru@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心
35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk