

行业研究

全地形车品牌出海：初露峥嵘，深耕北美

——全地形车行业深度报告

要点

全球市场量价平稳增长，北美为核心增长区域。2023 年全球全地形车销额 150 亿美元，预计 2033 年销额提升至 295 亿美元（10 年 CAGR 7%）。**1) 量的角度：**2023 年全地形车全球销量 96 万辆（ATV/UTV 分别为 34/62 万辆），销量增速与北美 GDP 增速关联度高（23 年北美地区销额占全球 84%），未来销量保持稳健增长；**2) 价的角度：**全地形车可选消费品属性明显，产品结构升级+小改款跑赢通胀的双重逻辑成为行业均价持续向上的主要驱动因素。

美日厂商全球领先，国内企业凭借供应链优势初露峥嵘。我们估计 2023 年美日主要厂商合计占据全球产能份额超 80%。国内厂商凭借制造及成本优势出口欧美，全球份额逐年提升，同等性能产品价格仅为北美龙头 Polaris 的 50%-70%。春风动力作为出海“领头羊”，经过十年沉淀，目前在欧洲市场市占率第一，并在疫情导致欧美供应链停摆期间，凭借优异供应体系及产品加速进入欧美市场，2023 年全球销量份额达 15%，与全球龙头差距逐步收敛。

国内企业深耕北美地区，构建长期竞争壁垒。全地形车生意属性类似摩托车、汽车，要求企业以消费品的逻辑去参与竞争。以春风动力来看：**1) 产品：**通过提高产品覆盖度（在售车型逐年提升，25 年 1 月在售 SKU 达 21 个）及产品结构升级，切入细分市场需求并拉动产品整体均价上行；**2) 渠道：**持续铺设渠道网络（23 年美国经销商达 585 家），并通过供应体系改革打通后端体系，提升生产、库存及终端动销效率；**3) 品牌：**通过营销投放、俱乐部参与、赛事赞助、名人代言等方式融入美国 Powersport 文化，并完善售后体系，增强市场品牌影响力；**4) 组织：**美国、中国企业较综合性集团如本田更专注于全地形车细分市场，能够在全地形车行业集中资源投入，快速反应需求，抢先产品布局并取得竞争优势，往后看，国内企业市占提升空间较大。

布局海外产能弱化外部风险因素，利于估值中枢提升。受前期加征关税及海运费高涨影响，国内企业利润中枢近年波动较大。目前美国对华全地形车仍加征 25% 关税，而海运费已恢复至合理区间。随着春风动力、涛涛车业等国内企业积极布局海外产能，关税风险逐步可控，有望进一步提高行业长期盈利和估值中枢。

投资建议：全球全地形车行业进入稳健增长期，未来随着经济发展及产品结构升级，行业通过量价齐升维持稳健增长，北美为主要消费区域，我们看好具备先发优势、深耕北美地区并拥有海外产能的国内整车标的，国内全地形车出海公司春风动力（603129.SH）、九号公司-WD（689009.SH）、涛涛车业（301345.SZ），有望实现全球份额的提升及产品结构持续升级，首次覆盖给予春风动力（603129.SH）、九号公司-WD（689009.SH）、涛涛车业（301345.SZ）“增持”评级。

风险分析：终端需求下滑超预期、市场竞争加剧超预期、关税及海运费超预期

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			24E	25E	26E	24E	25E	26E	
603129.SH	春风动力	188.67	9.98	12.53	15.88	19	15	12	增持
689009.SH	九号公司-WD	62.01	15.66	22.51	30.37	40	28	20	增持
301345.SZ	涛涛车业	69.08	3.91	5.05	6.21	18	14	11	增持

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2025/03/25（注：1 份九号公司-WD 相当于 0.1 股基础证券）

家电行业

增持（维持）

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

联系人：周方正

021-52523855

zhoufangzheng@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

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

投资聚焦

- 1、制造业出海符合我国自身资源禀赋，全地形车类似家电、手机、摩托车、汽车等强制造属性的消费品，凭借精益制造及成本优势，品牌出海并取得一定市场份额的确定性较高；
- 2、以春风动力为首的国内企业正加速出海，并在欧美地区持续投入资源构建长期壁垒，消费品的竞争要素往往是慢变量，产品、渠道、品牌、组织等综合性要素构建形成竞争优势，我们认为后续国内企业全球份额能够持续提升。

我们的创新之处

- 1、目前市场对全地形车的研究较为缺乏，本篇报告专注于全地形车行业，并对影响行业长期增长的驱动因素进行拆分，同时对短期库存周期、关税海运费等问题进行研究，兼具全面和深度；
- 2、从生意的本质去理解全地形车行业，通过对消费人群和消费目的的变迁、用户画像等要素的研究得出产品的可选消费属性，并基于此从量价两个维度进行行业驱动因素分析；
- 3、通过复盘北美龙头 Polaris 成长之路，总结 Polaris 的竞争优势并从产品、渠道、品牌、组织多个维度对比国内企业春风动力，详细介绍国内企业经营战略；
- 4、从制造类可选消费品的角度去说明产品迭代的必然性以及企业前后端供应体系改革提升经营效率的必要性。

股价上涨的催化因素

- 1、需求增长超预期：全球全地形车需求增长超预期；
- 2、新品发布超预期：公司爆款车型销量提升带来营收增长及利润弹性；
- 3、税收政策有利变化：关税豁免或减免带来标的公司业绩弹性。

投资观点

全球全地形车行业进入稳健增长期，未来随着经济发展及产品结构升级，行业通过量价齐升维持稳健增长，北美为主要消费区域，我们看好具备先发优势、深耕北美地区并拥有海外产能的国内整车标的，国内全地形车出海公司春风动力（603129.SH）、九号公司-WD（689009.SH）、涛涛车业（301345.SZ），有望实现全球份额的提升及产品结构持续升级，首次覆盖给予春风动力（603129.SH）、九号公司-WD（689009.SH）、涛涛车业（301345.SZ）“增持”评级。

目 录

1、行业简介：多功能四轮车，北美为最大消费市场	7
1.1 品类简介：适应多地形的户外四轮车，兼具娱乐与实用属性	7
1.2 行业发展史：美日厂商领先，北美为最大消费市场	9
2、需求端：UTV 产品引领行业增长，产品升级拉动均价上行	10
2.1 生意属性：可选消费品属性突出，中产为核心消费群体	10
2.2 驱动因素：全地形车行业有多大规模，行业增长的驱动因素是什么？	11
2.3 需求结构：UTV 产品创新引领行业发展，行业销量占比超五成	14
2.4 库存周期：北美渠道库存回落至合理区间，零售端呈逐渐下降趋势	15
3、供给端：美日厂商领先，国内厂商初露峥嵘	16
3.1 全球：美日企业为主要厂家，Polaris 份额持续提升	16
3.2 中国：竞争力持续提升，自主品牌加速出海	17
3.2.1 行业：外销为主，出口增速远超全球增长	17
3.2.2 国内竞争格局：一超多强格局，龙头全球份额持续提升	18
4、品牌出海：Polaris 他山之石，国内龙头深耕北美	19
4.1 产品：供应链优势加速出海，未来将持续缩小价差、完善产品矩阵	19
4.2 渠道：加强经销网络布局，优化前后端供应体系	21
4.3 品牌：融入 Powersports 文化，完善售后服务体系	24
4.4 组织：专注型企业的品类优势明显	25
4.5 出海风险：关税及海运不利因素趋于缓和，海外设厂保障经营稳健	26
5、投资建议	29
5.1 春风动力 (603129.SH)	30
5.1.1 公司介绍	30
5.1.2 主要产品	31
5.1.3 财务分析	32
5.1.4 盈利预测	32
5.1.5 估值水平与投资评级	34
5.2 九号公司-WD (689009.SH)	35
5.2.1 公司介绍	35
5.2.2 主要产品	36
5.2.3 财务分析	37
5.2.4 盈利预测	37
5.2.5 估值水平与投资评级	39
5.3 涛涛车业 (301345.SZ)	40
5.3.1 公司介绍	40
5.3.2 主要产品	41
5.3.3 财务分析	42
5.3.4 盈利预测	43
5.3.5 估值水平与投资评级	46
6、风险分析	47

图目录

图 1: 2023 年公牛达喀尔拉力赛.....	8
图 2: ATV Supercross 赛事	8
图 3: 适用于农场的全地形车	8
图 4: 适用于救援的全地形车	8
图 5: 2015 年全球全地形车产能分布	10
图 6: 2023 年全球全地形车消费市场分布 (销量)	10
图 7: 北美龙头企业 Polaris 产能分布图	10
图 8: 全地形车生意属性从 B 端过渡到 C 端	11
图 9: 全地形车可选消费品特征逐步加强	11
图 10: 全地形车 Polaris 用户画像	11
图 11: 2023 年部分主要家用电器全球市场规模 (单位: 亿美元)	12
图 12: 2023-2033 年全球全地形车市场规模预测 (单位: 亿美元)	12
图 13: 美国 GDP 增速与行业销量增长的相关性	12
图 14: 春风动力当年在售型号 SKU 数量 (根据排量划分)	13
图 15: Polaris、春风动力全地形车均价同比和美国 CPI 同比	14
图 16: 2000-2023 年全球全地形车销量	14
图 17: 2003-2023 年全球 ATV/UTV 销量和增速	14
图 18: 2016Q1-2024Q3 Polaris 渠道库存销量同比 (北美地区)	15
图 19: 2016Q1-2024Q3 Polaris 销额、销量同比 (ORV 业务)	16
图 20: 2015 年全球 ATV 主要品牌市场份额 (销额)	16
图 21: 2023 年全球全地形车主要品牌市场份额 (销额)	16
图 22: 国内全地形车行业发展历程	17
图 23: 2014-2023 年中国全地形车出口销售额、销售量及增速	18
图 24: 2014-2022 年中国全地形车内外销占比	18
图 25: 2023 年中国全地形车行业竞争格局 (出口销额口径)	18
图 26: 2014-2023 年春风动力全地形车出口销售额	18
图 27: 2015-2023 年全地形车相关业务收入比值 (销额)	19
图 28: 2014-2023 年春风动力全球市占率 (销量)	19
图 29: 全地形车产业链	20
图 30: Polaris 为贴近市场而建立墨西哥生产基地	20
图 31: 春风动力与北极星当年在售 SKU 数量	21
图 32: 春风动力经销网络	21
图 33: 春风动力海外经销体系	21
图 34: 北美经销商线上官网	22
图 35: 北美线下经销商 Southland Powersports 门店	22
图 36: 北极星北美 ORV 业务经销商数量 (家)	22
图 37: 春风动力美国经销商数量 (家)	22
图 38: 品类改款节奏快对企业运营能力要求高	23
图 39: 北极星供应体系构建时间轴	23

图 40: Powersports 赛事	24
图 41: Powersports 展会	24
图 42: CFMOTO 车队勇夺 MOTOGP 美国站季军	24
图 43: 春风动力与 Roland Sands Design 合作推出新款摩托车	24
图 44: 春风动力海外售后服务体系	25
图 45: 全地形车行业关税加征时间线	26
图 46: 2013 至今中国出口集装箱运价指数 (CCFI) / 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)	27
图 47: 春风动力发展历史	30
图 48: 2023 年春风动力营业收入分产品构成	30
图 49: 2023 年春风动力营业收入分地区构成	30
图 50: 春风动力产品营收结构	31
图 51: 春风动力营业收入及增速	32
图 52: 春风动力归母净利润及增速	32
图 53: 春风动力毛利率及归母净利润率	32
图 54: 春风动力费用率	32
图 55: 九号公司发展历史	35
图 56: 2023 年九号公司营业收入分产品构成	35
图 57: 2023 年九号公司营业收入分地区构成	35
图 58: 九号公司产品营收结构	36
图 59: 九号公司营业收入及增速	37
图 60: 九号公司归母净利润及增速	37
图 61: 九号公司毛利率及归母净利润率	37
图 62: 九号公司费用率	37
图 63: 涛涛车业发展历史	41
图 64: 2023 年涛涛车业营业收入分产品构成	41
图 65: 2023 年涛涛车业营业收入分地区构成	41
图 66: 涛涛车业产品营收结构	42
图 67: 涛涛车业营业收入及增速	43
图 68: 涛涛车业归母净利润及增速	43
图 69: 涛涛车业毛利率及归母净利润率	43
图 70: 涛涛车业费用率	43

表目录

表 1: 全地形车按排量大小划分	7
表 2: 全地形车按车辆结构划分	7
表 3: 全球全地形车发展历程	9
表 4: 春风动力、Polaris 部分型号改款提价	13
表 5: UTV 与 ATV 全地形车差异点	15
表 6: 中国全地形车行业主要公司	18
表 7: 春风动力和北极星同排量全地形车产品参数对比	20
表 8: 春风动力、北极星全地形车产品价格带分布	21
表 9: 全球全地形车主要企业 2023 年全地形车收入占营收比重	25
表 10: 关税及运输费对春风动力营业收入的影响测算	27
表 11: 关税及运输费对涛涛车业营业收入的影响测算	27
表 12: 国内全地形车企海外建厂情况	28
表 13: 春风动力主要产品	31
表 14: 春风动力各业务 2022-2026E 收入测算表 (单位: 百万元)	33
表 15: 春风动力 2022-2026E 销管研费用表 (单位: 百万元)	33
表 16: 春风动力可比公司估值比较	34
表 17: 春风动力盈利预测与估值简表	34
表 18: 九号公司主要产品	36
表 19: 九号公司各业务 2022-2026E 收入测算表 (单位: 百万元)	38
表 20: 九号公司 2022-2026E 销管研费用表 (单位: 百万)	39
表 21: 九号公司可比公司估值比较	39
表 22: 九号公司盈利预测与估值简表	40
表 23: 涛涛车业主要产品	42
表 24: 涛涛车业各业务 2022-2026E 收入预测表 (单位: 百万元)	44
表 25: 涛涛车业 2022-2026E 销管研费用表 (单位: 百万元)	45
表 26: 涛涛车业可比公司估值比较	46
表 27: 涛涛车业盈利预测与估值简表	46

1、行业简介：多功能四轮车，北美为最大消费市场

1.1 品类简介：适应多地形的户外四轮车，兼具娱乐与实用属性

全地形车（All-Terrain Vehicle, ATV）是一种设计用于各种地形条件下，包括泥地、沙地、山地和其他非铺装地面的车辆，俗称“沙滩车”，又称“全地形四轮越野机车”，通常拥有四个车轮，是一种介于摩托车和汽车之间的产品。其发动机多采用摩托车发动机或在摩托车发动机的基础上改进而来，另外很多零部件与摩托车通用，但许多结构如制动、转向等方面与汽车更为接近。

根据制造商的设计，全地形车分为 I 型（单一驾驶员）和 II 型（一名驾驶员及一名乘客）；根据不同排量，全地形车分为少儿型（Youth）、实用型（Utility）和运动型（Sport）；根据动力源不同，全地形车分为内燃机式和电动式；根据车辆结构不同，全地形车分为四轮全地形车（ATV）、多功能全地形车（Utility Vehicle, UTV）和娱乐用场地车（BAJA 和 Go-kart）。

表 1：全地形车按排量大小划分

排量	驾驶对象	特点
50-125cc（小排量）	儿童和初学者	具有较低的速度和功率，常配备有简易的控制系统和安全特性，安全性高，操作简单
125-250cc（中排量）	青少年和成人初学者	性能和速度适中，适合技能水平较低的驾驶者和越野新手
250-500cc（大排量）	成人驾驶者	性能强劲，速度快，适应性强，可以应对多变的路况和更加激烈的越野条件
500cc 以上（超大排量）	专业级驾驶者	提供顶级的性能和速度，在极限越野和竞赛中表现出色

资料来源：智研产业研究院、国家标准、光大证券研究所

ATV 设计主要用于单人驾驶，基于用途和设计分为实用型（Utility）、运动型（Sport）和少儿型（Youth）。UTV 设计用于两人或更多人一起驾驶，常用于工作环境或团队休闲活动，基于其大小、用途和驾驶环境可以分为休闲型（Recreational）、实用型（Utility）、运动型（Sport）和多用途型（Multi-purpose）。SSV（Side by side vehicle）在结构上较 UTV 有所改良，分类上隶属于 UTV，定位于高性能全地形车，更注重越野、比赛的特性。

表 2：全地形车按车辆结构划分

区别	ATV	UTV	SSV
设计和用途	四轮配置，用于各种地形，包括泥地、山地和沙地	提供更多的货物存储空间，通常配有笼式保护架，更适合作为工作车使用	主要用于赛道和休闲娱乐，设计较小，通常仅限两人乘坐
转向系统	主要依靠车把（类似摩托车）进行操作	类似于汽车，使用方向盘控制	也使用方向盘，但转向系统设计用于高速和敏捷性
动力和性能	单缸发动机	更大的发动机和更高的功率输出	发动机大小和功率可以根据赛车级别而有很大差异
安全性和舒适性	通常限于头盔和可能的护目镜。长时间骑行可能会因为露天座位而感到不舒适。	除了基本的安全装备，还可能包括安全带、侧门和顶篷	包括头盔、安全带和有时有时的滚笼，主要关注减少高速行驶时的伤害风险
春风动力代表产品	CFORCE 600 TOURING 2024	UFORCE 600 EPS 2024	ZFORCE 950 SPORT-4 2024
售价（美元）	12649	18074	27249
车型图			

资料来源：春风动力官网，光大证券研究所；注：统计时间截至 2025 年 1 月

全地形车既满足消费者探索自然的乐趣及山林越野的需求,同时也能够满足多种实用场景,包括特殊场地竞赛、户外休闲娱乐、农牧、野外探险、高尔夫、军事行动、救援和应急等,消费者对实用和玩乐悦己功能的需求促进全地形车行业不断发展。

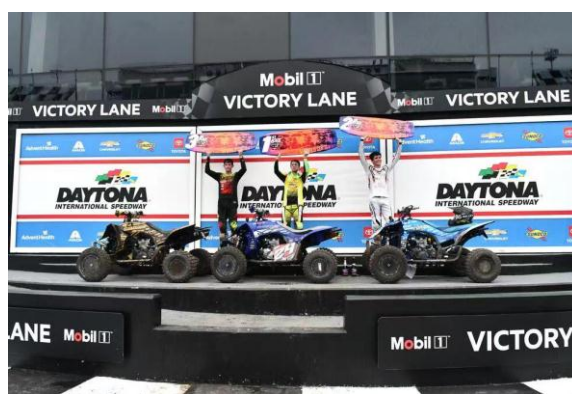
玩乐悦己: 随着消费者可支配收入提升,户外越野及探索的驾驶乐趣被大众认识和接受。国内外俱乐部/协会涌现(国外 Phoenix ATV/UTV Club、Utah ATV/UTV Clubs 和州际等俱乐部,国内西夏行者全地形车俱乐部、宁夏全地形车运动协会等)。赛事方面,达喀尔拉力赛、Red Bull Scramble Series National Championship、BEST IN THE DESERT RACE SERIES 每年吸引了大量专业和业余赛车手。

图 1: 2023 年公牛达喀尔拉力赛



资料来源: Red Bull 官网, 光大证券研究所

图 2: ATV Supercross 赛事



资料来源: ATV Motocross 官网, 光大证券研究所

全地形车功能齐全,实用属性也较强。全地形车具有强劲的攀爬和适应全地形的能力,大尺寸轮胎牵引力强,发动机动力足,悬挂系统和操控性能先进,在不同的地形能自由穿梭,适用于抢险、勘探等野外工作,而且特定型号的 UTV 具有超大储物箱,可以拖曳装备和饲料。

图 3: 适用于农场的全地形车



资料来源: Kawasaki 官网, 光大证券研究所

图 4: 适用于救援的全地形车



资料来源: 搜狐新闻, 光大证券研究所

1.2 行业发展史：美日厂商领先，北美为最大消费市场

全地形车初现于 20 世纪 60 年代，最初在日本和北美兴起，设计目的是为了满足不同农场、牧场和狩猎用途的需求。80 年代日本铃木推出四轮车型后行业开启高性能、多用途发展的新时期。

1) 初始阶段（1960s-1970s）：1970 年，日本本田推出市场上第一款现代意义上的三轮全地形车 ATC90（全地形周期车），标志着全地形车正式进入休闲娱乐领域。

2) 快速发展期（1980s-1990s）：1982 年，日本铃木（Suzuki）推出市场上第一款四轮驱动的全地形车 LT125D QuadRunner，此后三轮车退出历史舞台，四轮全地形车凭借其卓越的越野能力和拖挂能力成为市场主流车型，全地形车开启向高性能、多用途发展的新时期。1985 年，美国北极星（Polaris）推出 Trail Boss，这是第一款美国制造的四轮全地形车，标志着美国本土品牌开始进入这一市场。

3) 多元扩张期（1990s-2000s）：1990 年代，随着全地形车使用的普及，北美市场出现了多种款式和用途的全地形车，包括专为竞赛设计的型号，以及更加注重舒适和多功能性的休闲型全地形车。

4) 技术创新期（2000s-至今）：2000 年代初，全地形车行业开始注重技术创新，包括更高效的发动机、改进的悬挂系统、电子辅助控制等。2010 年代，欧美成为全地形车的主要消费国，中国成为重要生产基地。2020-2022 年疫情期间，社交距离及户外活动的需求大增，全地形车市场经历了高速增长时期。

表 3：全球全地形车发展历程

年份	事件
1970 年	日本本田（Honda）推出市场上第一款现代意义上的三轮全地形车 ATC90（全地形周期车），标志着全地形车正式进入休闲娱乐领域
1982 年	日本铃木（Suzuki）推出市场上第一款四轮驱动的全地形车 LT125D QuadRunner，标志着四轮全地形车的诞生，三轮车开始退出历史舞台
1984 年	日本雅马哈（Yamaha）和本田（Honda）开始销售四轮 ATV
1985 年	日本川崎（Kawasaki）推出四轮 ATV，同年美国北极星（Polaris）推出了 Trail Boss，这是第一款美国制造的四轮全地形车，美国本土品牌开始进入这一市场。
1990 年代	以 Honda、Suzuki、Yamaha 和 Kawasaki 为代表的日本品牌引领全地形车行业，北美本土品牌如 Polaris、Bombardier 和 Arctic Cat 等后来居上，市场竞争激烈。
2000 年代	全地形车市场规模逐步扩大，应用场景不断丰富，包括特殊场地竞赛、户外休闲娱乐、农牧、野外探险等多个领域。
21 世纪初至今	全地形车继续向多功能全地形车（UTV）、娱乐用场地车（BAJA 和 Go-kart）等新类型发展，逐渐受到市场的关注和欢迎

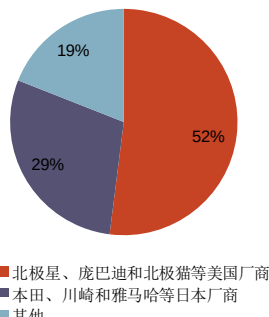
资料来源：思瀚产业研究院官网、网易、无人机网，光大证券研究所

全地形车行业的发展史曾是美/日企业的竞争史，中国企业正后来居上成为行业新势力。20 世纪以本田为代表的日本品牌引领全地形车行业热潮，而北美品牌依托渠道和产品竞争力的提升在北美市场后来居上，出现北极星为代表的美国本土企业。北美本土品牌市占率的提升带动全球产能重心从日本转移到美国，形成了以美、日企业为主的全球供应链。值得一提的是，近年中国企业凭借产品性价比优势迅速打开欧美市场，成为全地形车行业的“新势力”。

美国及日本品牌占全球产能超 80%。2015 年，以北极星、庞巴迪和北极猫为代表的美国品牌合计产能约占全球总产量的 52%；本田、雅马哈和川崎等日本品牌占全球总产能的 29%。中国全地形车起步较晚，在技术、渠道、品牌上均落后于美日成熟企业，但凭借制造成本优势，以超高性价比打开了海外市场。

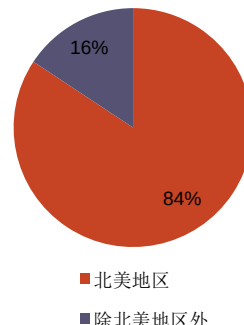
北美地区消费占全球销量超 80%。全球全地形车以美国为主要的消费市场，其次为欧洲。2023 年全球全地形车销量中北美地区占全球总销量的 84%，主要系美国人均 GDP 高并且美国地理上具备面积大、地形复杂等特点。

图 5：2015 年全球全地形车产能分布



资料来源：中国全地形车行业市场调研及“十四五”发展趋势研究报告，光大证券研究所

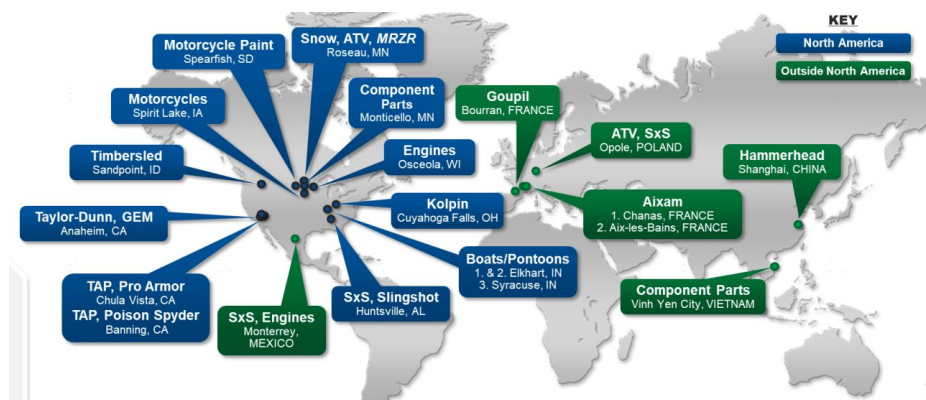
图 6：2023 年全球全地形车消费市场分布（销量）



资料来源：Polaris 年报，光大证券研究所

全地形车制造属性强，产能围绕消费市场布局。全地形车在销售前需要经过生产和组装两个环节，以 Polaris 为例，全地形车核心零部件（发动机、车架、轮毂等）基本实现自制，核心零部件生产落在美国本土。此外，考虑到全地形车产品迭代速度快、产品本身体积大、制造费用高，综合考虑运输费用以及库存动销管理，需要在考虑人工费用的同时就近生产、组装整车，Polaris 在加拿大、墨西哥、波兰均设厂分别服务北美、欧洲市场。

图 7：北美龙头企业 Polaris 产能分布图



资料来源：Polaris Investor Presentation，光大证券研究所

2、需求端：UTV 产品引领行业增长，产品升级拉动均价上行

2.1 生意属性：可选消费品属性突出，中产为核心消费群体

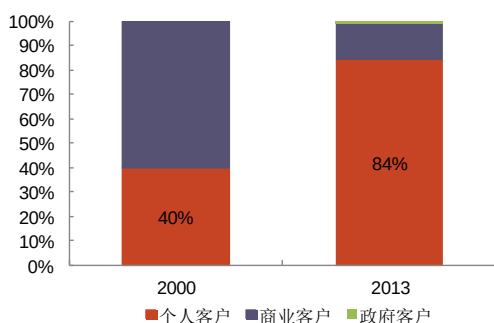
21 世纪行业发展迅速，生意模式从过去以 B 端客户为主转向以 C 端客户为主，要求企业更偏向以消费品的逻辑去打造产品和组织。同时，消费者在功能性/实

用性需求外，相当一部分消费者以休闲娱乐为目的，使得品类生意属性逐步向可选消费品靠拢。

生意属性变化大：终端消费方面，全球全地形车 C 端销量占比从 2000 年的 40% 提升至 2013 年 84%，消费需求的迁移使得具备变革能力、以消费品逻辑去打造产品、渠道、品牌和组织的公司才能穿越行业周期。

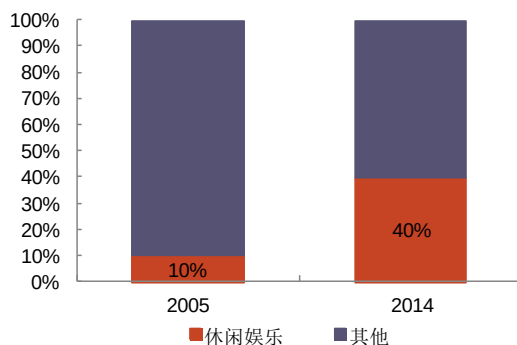
可选消费品属性加强：全地形车早期主要用于特种作业及农业等活动，2005 年休闲娱乐用途仅占 10%。随着经济发展、产品创新以及消费偏好和生活方式改变，2014 年休闲娱乐用途占比为 40%，反映出该品类可选消费属性在逐步加强。

图 8：全地形车生意属性从 B 端过渡到 C 端



资料来源：Power Product Marketing，光大证券研究所

图 9：全地形车可选消费品特征逐步加强

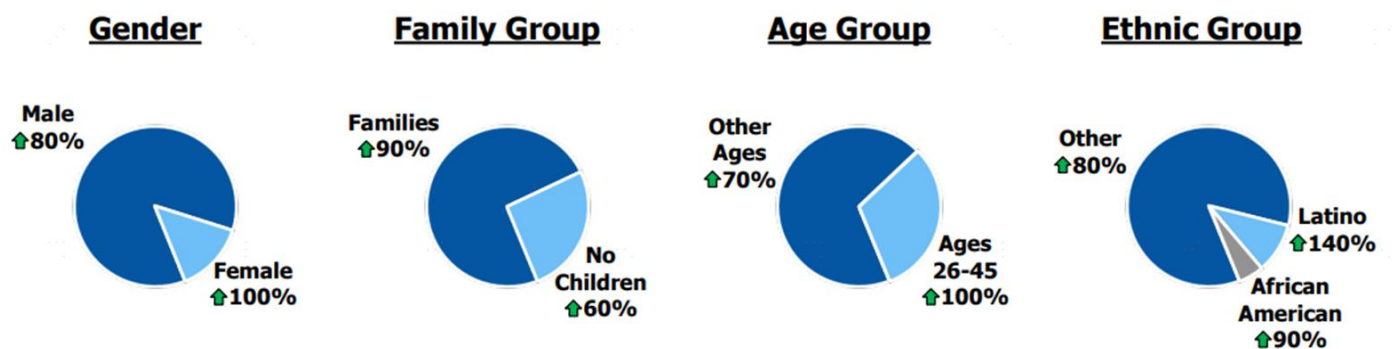


资料来源：RBC Capital Markets，光大证券研究所

用户画像方面，根据北美龙头 Polaris 披露的全地形车用户画像，其中有家庭的中青年白人男性为主要消费者，该特征在北美地区与中产阶级特征相符。

男性为主要消费者：全地形车作为户外越野类产品，其操作对身体素质要求较高，包括农场及娱乐等都以男性为实际主要使用消费人群。

图 10：全地形车 Polaris 用户画像



资料来源：Polaris Investor Presentation，光大证券研究所；注：数据披露自 2020 年 6 月；根据 Polaris 往年披露，Other 是 White（白人）；数据体现 YoY% 变化

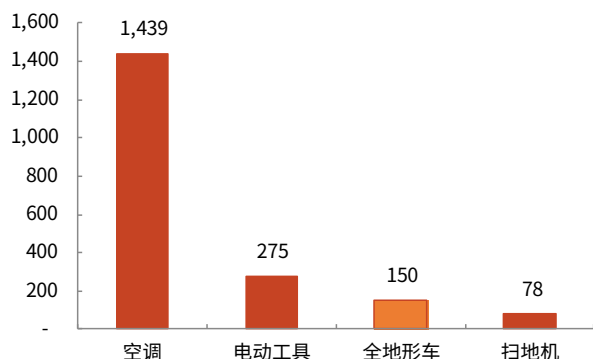
2.2 驱动因素：全地形车行业有多大规模，行业增长的驱动因素是什么？

全地形车全球规模超百亿美元，行业保持稳健增长。

1) **横向比较：**家用电器相关市场中，2023 年空调/电动工具/全地形车/扫地机全球市场规模分别为 1439/275/150/78 亿美元，全地形车行业规模从体量级别上接近电动工具，显著高于小家电核心品类扫地机。

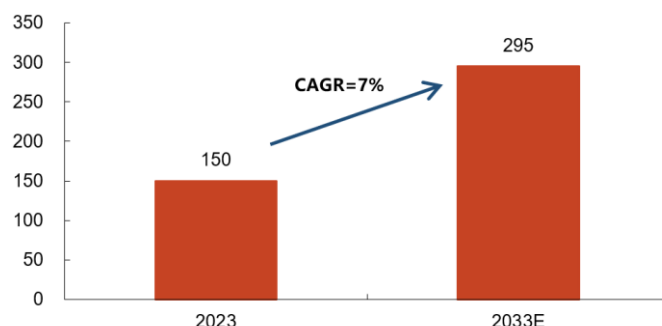
2) 横向比较：根据 The Brainy Insights 预测，2023-2033E 全球全地形车市场规模复合增速 7%。2023 年全球全地形车市场规模为 150 亿美元，预计到 2033 年达 295 亿美元，预计量、价对行业增长均为正贡献。

图 11：2023 年部分主要家用电器全球市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Business Research Insights、Fortune Business Insights、The Brainy Insights、IDC，光大证券研究所

图 12：2023-2033 年全球全地形车市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：The Brainy Insights 预测，光大证券研究所

量的角度：品类可选消费品属性强，用户以中产阶级（北美市场占市场需求 80% 以上，用户以青年白人男性）为主，在经济向上时（消费者家庭财富及收入预期向好）消费意愿更强，因此行业销量增长与美国 GDP 息息相关。

行业销量增长与 GDP 关联度高。美国 GDP 增速与全地形车行业（美国为主要消费市场）正相关，表明行业总量变化与经济发展水平有一定正向性。回顾近 20 年销量的变化：

1) 2008 年受金融危机影响，全地形车市场萎缩，年销量大幅下滑，由 2007 年的 125 万辆下跌至 2008 年 96 万辆，同比下降 24%。2009 年危机仍存滞后效应，全地形车销量继续下降至 73 万辆，同比下滑 23%。此后，随着美国经济复苏，全地形车销量呈现上升趋势。

2) 2020-2022 年全地形车销量增长与美国 GDP 增速出现背离，主要是 2020 年疫情下消费者被迫放弃近距离社交，转而户外活动，同时美国政府疫情期间发放消费补贴，全地形车销量得以提振，达到近年销量最高点。随后 2021 年疫情影响减弱，全地形车销量回落到正常水平，由于基期超预期的销售导致 2021-2022 年销量负增长，直到 2023 年恢复正增长水平。

图 13：美国 GDP 增速与行业销量增长的相关性

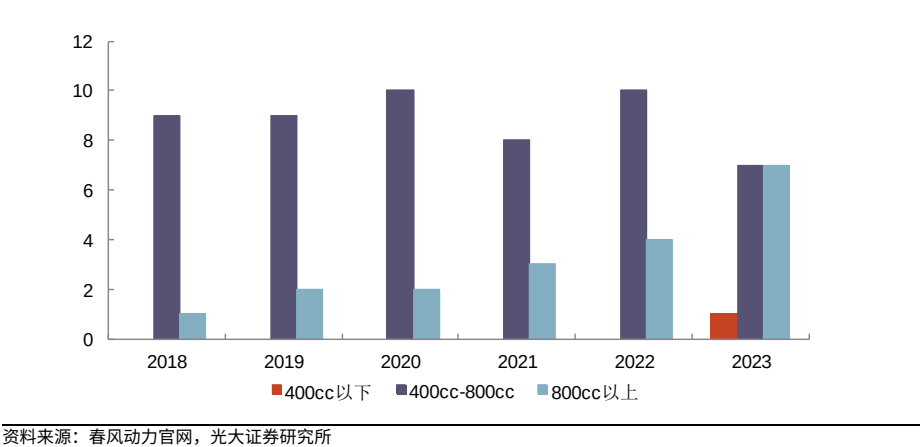


资料来源：iFind，Polaris 年报，光大证券研究所

价的角度：作为有制造属性的可选消费品，需要通过不断改款及升级实现价的增长并吸引更多潜在消费者。消费者也更青睐功能更全、性能更好的产品，因此产品结构升级+可选消费品小改款提价的逻辑成为行业均价向上的主要驱动因素。

丰富中高端产品矩阵，拉动产品结构升级。以国内企业春风动力为例，2018-2023年，在美国市场，春风动力 800cc 以上排量车型比重逐渐提升，通过高单价的大排量车型 SKU 占比提升拉动整体均价上行。

图 14：春风动力当年在售型号 SKU 数量（根据排量划分）



在售老款车型小改款拉动均价提升。2024 年春风动力 CFORCE 800 XC 车型改款，较 2023 年款配件上有所升级，包括牵引能力增强至 1650 磅、油箱容量增加至 7.9 加仑等。通过对老款车型配件升级，在提高产品附加值的同时拉动价格上涨，带动价格从 9199 美元提升至 9399 美元。

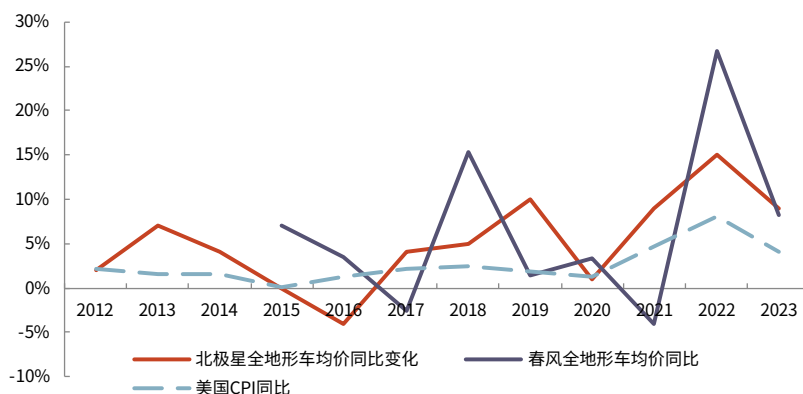
表 4：春风动力、Polaris 部分型号改款提价

年份	2023 款	2024 款	2023 款	2025 款（已发售）
型号	CFORCE 800 XC		Polaris RANGER XP 1000	
价格（美元）	9199	9399	20299	21199
排量（cc）	800	800	999	999
最大功率（hp）	62	62	82	82
变速器	CVTech® Automatic P/R/N/H/L	CVTech® Automatic P/R/N/H/L	Automatic PVT H/L/N/R/P	Gen 2 Automatic PVT H/L/N/R/P
离地间隙（英寸）	11.2	11.2	13	14
牵引能力（磅）	873	1650	2500	2500
油箱容量（加仑）	7.3	7.9	11.5	11.5

资料来源：公司官网，光大证券研究所；注：统计时间截至 25 年 2 月

国内外龙头企业全地形车均价大幅跑赢美国通胀。Polaris 全地形车均价同比 2012-2023 年基本跑赢美国 CPI 同比，得益于 Polaris 高频迭代产品以及产品结构升级。

图 15: Polaris、春风动力全地形车均价同比和美国 CPI 同比



资料来源: , Polaris 年报, 春风动力年报, 光大证券研究所

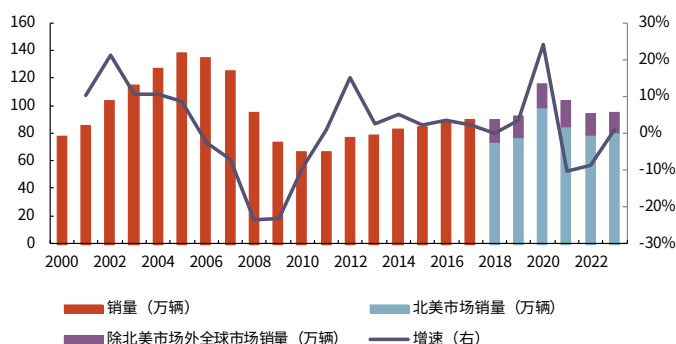
2.3 需求结构: UTV 产品创新引领行业发展, 行业销量占比超五成

全球市场规模持续扩大, UTV 产品系主要驱动力。2013-2023 年全地形车全球销量由 79 万辆升至 96 万辆 (CAGR 为 2%), 其中 2020 年增速达 24%, 主要受疫情影响, 消费者更青睐保持社交距离的活动, 因此该娱乐方式得到广泛传播并迅速转化潜在人群成为用户。

1) 分地区看: 2023 年北美市场/除北美市场外全球销量分别为 81/15 万辆, 占比 84%/16%, 其中北美地区消费群体主要集中在美国和加拿大, 广阔复杂的自然地形加上偏好户外的生活方式以及较高的人均收入是形成庞大市场的主要原因。除北美市场外, 欧洲和亚洲市场也呈现出稳定增长, 2018-2023 年北美地区以外全地形车销量基本维持在 15-19 万辆。

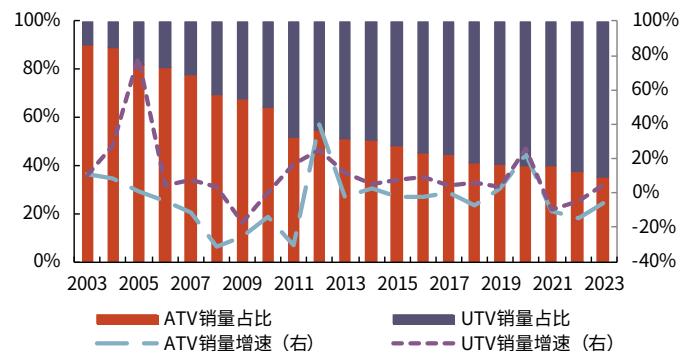
2) 分品类看: 2002-2014 年全球 ATV 销量高于 UTV 销量, 2015 年开始 UTV 反超 ATV 并逐渐拉大差距, 2023 年 ATV/UTV 销量分别为 34/62 万辆。

图 16: 2000-2023 年全球全地形车销量



资料来源: Polaris 年报, 光大证券研究所

图 17: 2003-2023 年全球 ATV/UTV 销量和增速



资料来源: Polaris 年报, 光大证券研究所

UTV 品类的持续增长是全地形车行业的一次产品创新周期，产品较 ATV 在功能、形态、法规限制等角度存在差异。

表 5：UTV 与 ATV 全地形车差异点

差异点	具体分析
多功能性和实用性	UTV 相较于 ATV 提供了更多实用性和多功能性。UTV 通常配备有更大的载荷能力、更舒适的乘坐空间（可容纳 2 至 6 人），以及更好的安全性能（如安全带、车架保护和更稳定的设计）。
市场细分和产品定义	UTV 市场经历了快速的产品创新和细分，如改进的悬挂系统、更强大的引擎、更多的存储空间和定制选项。制造商推出了各种配置和特点的 UTV，以满足不同消费者的具体需求，从而吸引了更广泛的客户群。
政策法规和安全性	与 ATV 相比，UTV 通常被认为更安全、更稳定。此外，一些地区对 ATV 的使用施加了较严格的法规限制，而 UTV 作为一种更安全的替代品受到了偏好。
消费者偏好的转变	随着市场的发展，消费者越来越倾向于选择能够提供更多舒适性、安全性和多功能性的户外娱乐车辆。UTV 凭借其这些优势成功吸引了包括家庭用户在内的更广泛消费群体。

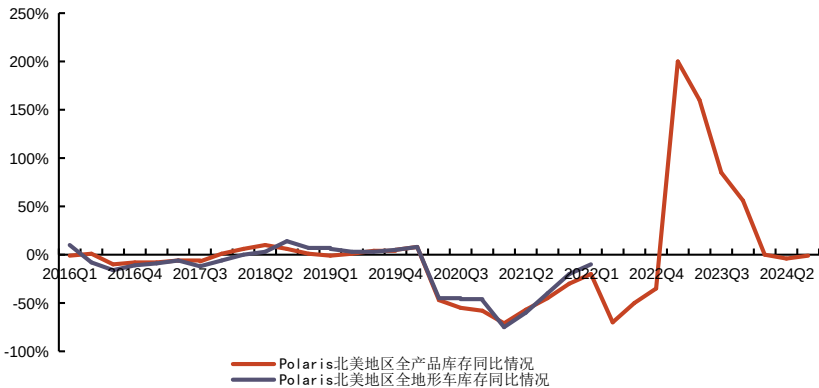
资料来源：SEGWAY 官网、CPSC 官网、光大证券研究所

2.4 库存周期：北美渠道库存回落至合理区间，零售端呈逐渐下降趋势

疫情放大渠道库存波动，目前水位回落至疫情前。

- 1) 2016-2019 年行业渠道库存维持在合理水位：2016-2019 年 Polaris 公司北美地区全产品/全地形车库存波动范围较小（幅度上单季度同比均在 10%以内、方向上跨年度数据未出现持续同向增长或下滑），Polaris 作为北美龙头其库存水位具备一定行业代表性，合理推断同期北美地区全地形车行业库存水平同样处于较低水位。
- 2) 2020-2022 年行业渠道库存缺口大：2020 年疫情全球蔓延，需求端向上（消费者对远距离社交娱乐活动需求增加）、供给端向下（全球供应链停摆）的供需错配使得 Polaris 北美地区全产品线/全地形车库存水位持续走低。
- 3) 2023-2024 年行业渠道库存回归长期中枢水位：2023 年供给端的集中补库叠加前期需求端的透支，2023Q1 开始渠道迎来一波集中补库（Polaris 公司北美地区全产品库存 Q1/Q2/Q3/Q4 同比增长 200%/160%/85%/56%），渠道库存水位的快速提升使得企业在 2023 年中出现较大力度的促销行为，一定程度上影响企业盈利水平。目前行业渠道库存已回落至疫情前合理水位（根据 Polaris 披露，23Q4 全地形车库存绝对水平相比 19Q4 仅提高 5%），24Q1 至 24Q3 库存趋于平稳状态。

图 18：2016Q1-2024Q3 Polaris 渠道库存销量同比（北美地区）

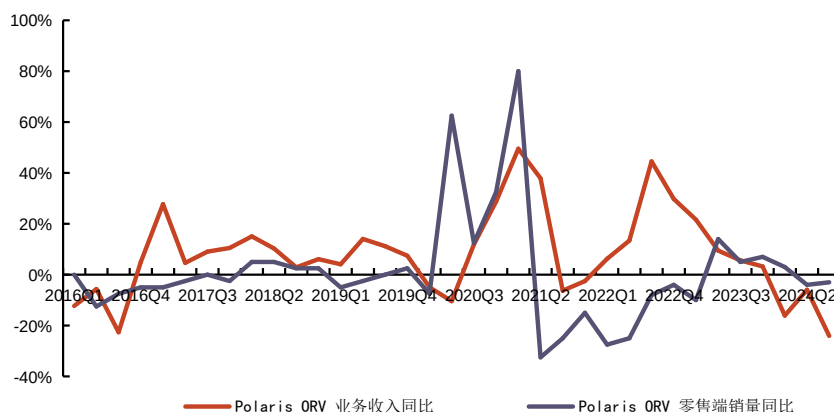


资料来源：Polaris Investor Presentation、Polaris 年报，光大证券研究所；注：Polaris 自 2022Q2 开始不再单独披露北美地区全地形车库存同比情况

疫情阶段零售端表现前高后低，目前呈逐渐下降趋势。

2016-2019 年零售端整体呈现平稳增长，Polaris ORV 业务（全地形车业务，含 ATV 及 SSV）销额及销量同比较为平缓，与行业呈现同样的趋势。受疫情影响消费者对全地形车需求增加，2020Q1-2021Q1Polaris ORV 销额销量均呈现较快增长。2021Q2 开始销量同比下滑较大，主要系需求端提前透支及上年同期高基数下略有承压。2023Q2 开始，销额销量均恢复正增长，整体增长趋于平稳状态。2024Q1 开始，终端销量出现小幅下滑、公司板块收入下滑幅度较终端销量幅度更大，主要是促销活动支出增加导致产品均价下行更大。

图 19：2016Q1-2024Q3 Polaris 销额、销量同比（ORV 业务）



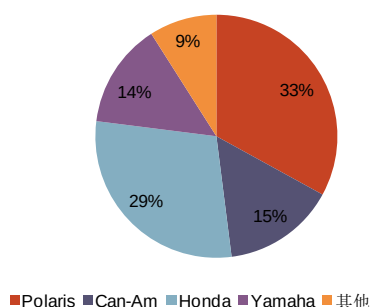
资料来源：Polaris Investor Presentation、Polaris 年报，光大证券研究所

3、供给端：美日厂商领先，国内厂商初露峥嵘

3.1 全球：美日企业为主要厂家，Polaris 份额持续提升

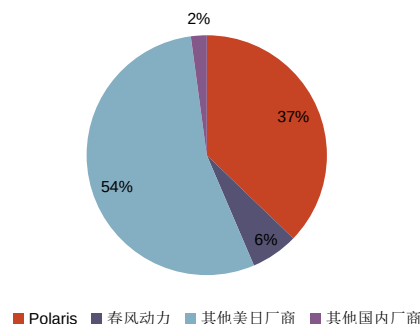
美日企业占据主流市场，国内品牌市占率持续提升。2015 年全球 ATV 主要品牌北极星/庞巴迪（美国企业）、本田/雅马哈（日本企业）销额市占率分别为 33%/15%、29%/14%。2023 年 Polaris 的全地形车全球市占率高达 37%，中国企业整体份额提升至 8%（其中春风动力/其他国内企业分别占比 6%/2%），但全球份额仍集中在美日企业手中。

图 20：2015 年全球 ATV 主要品牌市场份额（销额）



资料来源：Statista, 光大证券研究所；注：数据来自 Statista 统计，其中 Polaris、Can-AM 为美国厂商，Honda、Yamaha 为日本厂商

图 21：2023 年全球全地形车主要品牌市场份额（销额）



资料来源：Polaris 年报，春风动力年报，Business Research Insights，光大证券研究所测算；注：全球销额口径来自 BRI 统计，春风动力为报表披露数据，Polaris、国内厂商数据均根据谨慎性原则特殊处理

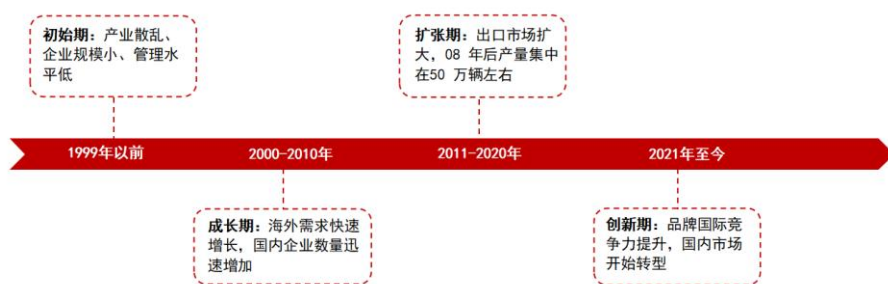
3.2 中国：竞争力持续提升，自主品牌加速出海

3.2.1 行业：外销为主，出口增速远超全球增长

由于全球主要需求集中在欧美，中国全地形车行业发展史可以等同于行业出口史。国内全地形车行业厂家依托成熟的供应链（摩托车、汽车相关零部件）及成本优势，从代工到自主品牌出海，近十年行业发展迅速。

- 1) **初始期（2000 年以前）**：以小排量全地形车为主，产业散乱、企业规模小、管理水平低，行业缺乏标准和引导。
- 2) **成长期（2000-2010 年）**：户外休闲活动开始兴起，国际市场对中国制造的全地形车需求增长，推动行业发展，国内企业数量在 2006 年和 2007 年达到顶峰，接近上千家，同时，政策发布规范全地形车行业。
- 3) **扩张期（2011-2020 年）**：中国制造业整体实力提升带来出口市场扩大，中国成为全球全地形车生产的重要基地之一。
- 4) **创新期（2021 年-至今）**中国全地形车行业从代工往自主品牌方向发展，更多有国际竞争力的品牌正加速出海。

图 22：国内全地形车行业发展历程

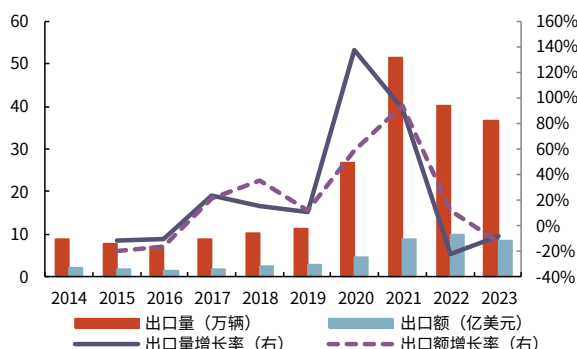


资料来源：靠谱电动车微信公众号，光大证券研究所

2014-2023 年中国全地形车出口销量由 9 万辆升至 37 万辆（9 年 CAGR 达 17%）。分内外销看，国内生产的全地形车以出口为主（2022 年中国全地形车外销量占比达 98%），内销由于自然条件、人均消费水平及消费偏好等原因，消费量较少且主要用途为商业游玩。

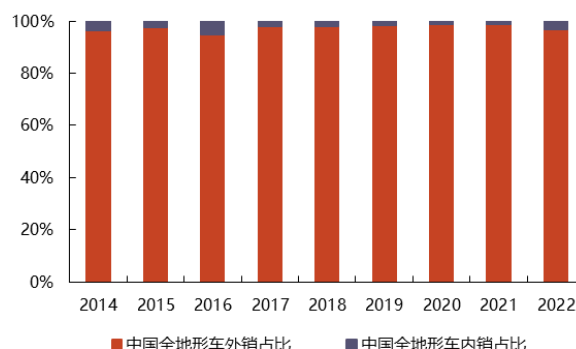
出口方面，2017-2023 年中国全地形车出口额由 1.9 亿美元提升至 8.7 亿美元，CAGR 达 29%。2020 年因疫情带来需求高涨及全球供应链扰动，国内出口额 2020/2021 年分别同比增长 59%/95%。目前中国已经成为全地形车的重要生产基地，中国品牌开始在全球市场上占据一定市场份额，以春风动力为代表的企业通过丰富的产品矩阵及性价比，在欧洲地区取得全地形车全球市占率第一的同时积极布局北美市场，系中国品牌出海的代表。

图 23：2014-2023 年中国全地形车出口销售额、销售量及增速



资料来源：春风动力年报，春风动力招股书，钱江摩托年报，光大证券研究所

图 24：2014-2022 年中国全地形车内外销占比



资料来源：春风动力年报，春风动力招股书，光大证券研究所；注：2023 年末披露内销、外销分别销量

国内目前形成以春风动力为龙头，涛涛车业、重庆润通和林海动力等其他品牌共同发展的竞争格局。其中春风动力研发重点瞄准大排量水冷技术、战略上聚焦国际化；涛涛车业产品矩阵丰富，涵盖电动滑板车、全地形车等多种产品。

表 6：中国全地形车行业主要公司

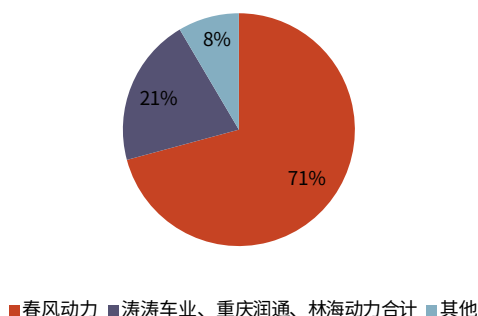
公司	简介
春风动力	专注于大排量水冷动力技术研发制造，逐步打造成专业高端动力运动装备的国际化品牌。
涛涛车业	产品涵盖电动滑板车、电动自行车、电动高尔夫球车、全地形车等。
重庆润通	集合汽柴油动力及终端、摩托车、储能电源、汽车零部件、金融服务等产业的集团公司。
林海动力	全国最大的摩托车发动机定点生产企业。

资料来源：春风动力、涛涛车业、重庆润通、林海动力公司官网，光大证券研究所

3.2.2 国内竞争格局：一超多强格局，龙头全球份额持续提升

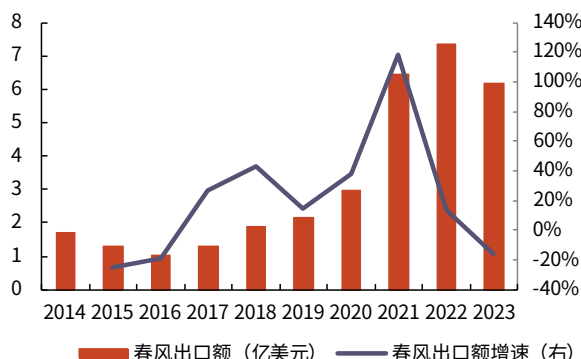
国内竞争格局呈现一超多强，春风动力为出海“领头羊”。2023 年春风动力、涛涛车业&重庆润通&林海动力三者合计、其他企业占行业合计出口金额分别为 71%、21%、8%，其中春风动力出口金额为 6.2 亿美元（YoY-16%），公司在产品创新、市场拓展和品牌建设等方面走在行业前列。

图 25：2023 年中国全地形车行业竞争格局（出口销额口径）



资料来源：中国汽车工业协会《产销快讯》，春风动力年报，光大证券研究所

图 26：2014-2023 年春风动力全地形车出口销售额

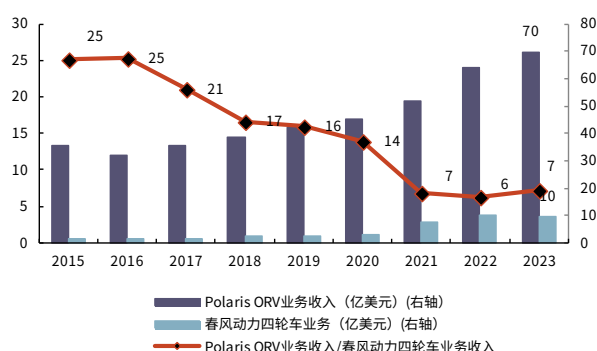


资料来源：春风动力年报，春风动力招股书，光大证券研究所

春风动力凭借综合竞争能力全球份额持续提升，疫情扰动全球供应链加速公司坐稳全球第二梯队全地形车品牌。

- 1) **营收规模**：北极星 ORV 业务收入（全地形车业务）/春风动力四轮车业务收入（全地形车业务）差距呈现收敛趋势，由 2015 年 25 倍缩小至 2023 年 7 倍（2023 年春风动力/Polaris 销售额分别为 9.7/69.8 亿美元），春风动力与国际龙头品牌差距逐步缩小。其中 2020-2021 年差距显著收窄，主要是疫情扰动下北极星供应链停摆而春风动力得益于国内有效防控承接需求（疫情下需求较快增长且春风动力产品优异），成为此轮周期中最受益的公司。
- 2) **市占率**：2014-2020 年春风动力稳健增长但全球市占率方面未有明显突破，2021 年受益于全球供应链停摆，同年市占率大幅提升至 15.4%（同比 +9.7pct）。2023 年市占率达 15.3%（同比 -2.3pct），公司目前在欧洲市场全地形车市占率排名第一，并在美国快速增长。

图 27：2015-2023 年全地形车相关业务收入比值（销额）



资料来源：春风动力年报，北极星年报，光大证券研究所

图 28：2014-2023 年春风动力全球市占率（销量）



资料来源：春风动力年报，北极星年报，光大证券研究所；注：春风动力市占率=春风动力销量/全球销量

4、品牌出海：Polaris 他山之石，国内龙头深耕北美

4.1 产品：供应链优势加速出海，未来将持续缩小价差、完善产品矩阵

国内企业凭借供应链及人口红利优势，以春风动力为代表的企业通过向全球市场提供价格更具吸引力同时不牺牲质量和性能的产品，实现份额的持续提升。这一点对于价格敏感的欧洲消费者尤其有吸引力，这也是公司在欧洲地区实现全地形车市占率第一的原因之一。

产品性价比高，同等性能产品价格明显低于 Polaris。通过与北美龙头 Polaris 产品对比，同类型、同排量产品春风动力价格普遍低 30% 以上，针对中高端产品价格差距更大。以 ATV 为例，春风动力 CFORCE 1000 EPS 2UP 2023 与 Polaris PORTSMAN XP 1000 S 排量同处 1000cc 档次，但价格方面春风动力仅为北极星的 70%。SSV/UTV 和 Youth（针对青少年的 ATV 车型，排量在 50-250cc 之间）在基础参数上也向北极星看齐，价格只有北极星同等性能产品的 50-70%，亲民的价格和优异的品控为春风动力迅速打开北美市场提供了突破点。

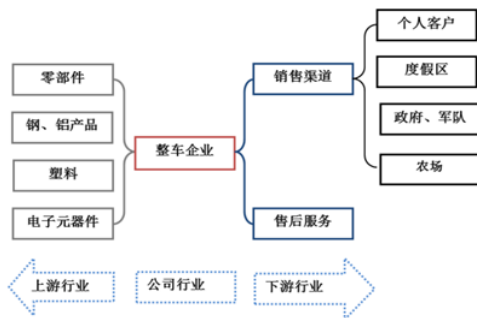
表 7：春风动力和北极星同排量全地形车产品参数对比

参数	ATV		SSV/UTV		Youth	
	春风	北极星	春风	北极星	春风	北极星
型号	CFORCE 1000 EPS 2UP 2023	SPORTSMAN XP 1000 S	UFORCE 1000 XL 2024	POLARIS XPEDITION ADV 5 NORTHSTAR	CFORCE 110 CLASSIC 2024	SPORTSMAN 110
建议零售价 (美元)	15999	22239	25249	57569	3174	5134
排量 (cc)	963	952	963	999	107	112
发动机类型	燃油喷射发动机	电子燃油喷射	燃油喷射发动机	电子燃油喷射	电子燃油喷射	电子燃油喷射
油箱容量 (加仑)	7.3	5.25	10.5	12.5	1.7	2.0
制冷	水冷	水冷	水冷	水冷	空气制冷	空气制冷

资料来源：公司官网，光大证券研究所；注：统计时间截止 25 年 2 月

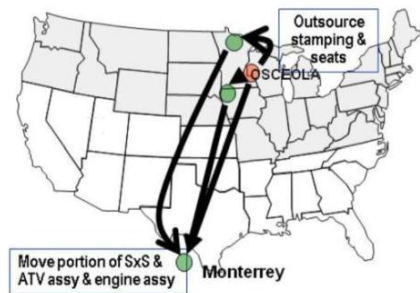
全地形车制造属性强，供应链及成本优势为核心竞争优势之一。整车企业位于产业链中游，涉及设计、研发、生产、装配流程。国内外企业基本实现核心零部件自制（发动机、轮毂、车架），包括组装和喷漆等环节均进行了垂直整合，非核心零部件（油箱、履带、轮胎、座椅）主要采用外包的生产模式，依托国内完善的摩托车及汽车供应链，此外国内人口红利仍然是公司在生产端的优势之一（产品改款频繁且多 SKU，产品装配主要靠人工）。从 Polaris 的产能布局来看，生产基地主要集中在美国、墨西哥（公司 80%以上收入来自北美），欧洲地区销售的产品主要由波兰基地生产，成本（生产成本、运输费用）是主要考量因素。

图 29：全地形车产业链



资料来源：春风动力招股说明书，光大证券研究所

图 30：Polaris 为贴近市场而建立墨西哥生产基地



资料来源：Polaris 公司公告，光大证券研究所

国内企业目前从产品均价和 SKU 数量上较海外龙头企业仍有较大差距，未来随着国内企业产品持续升级以及产品矩阵的完善，无论从量还是价上都将作为品牌出海的增长点。

产品价格普遍较海外同行低，价差收敛空间较大。全地形车依据排量大小可划分为 400cc 以下（小型）、400-800cc（中小型）和 800cc 以上（大型）三类。对比国内外龙头企业价格，同排量产品国内企业价格普遍为海外企业的 50%-80%，随着国内企业品牌力、产品力的提升，未来有望缩小同级别产品价差。

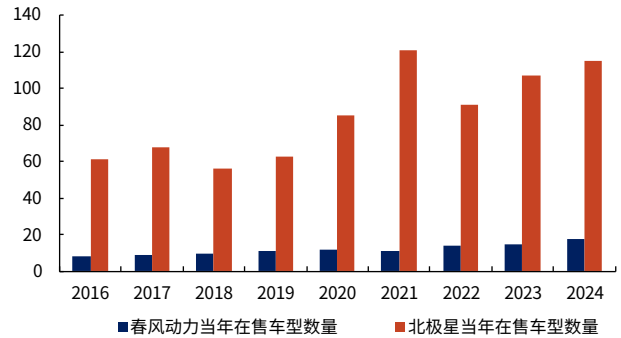
SKU 数量仍有差距，国内企业逐步完善产品矩阵。Polaris 全地形车产品布局全面，在售 SKU 数量常年保持在 100 个左右。以春风动力为例，目前已经推出了 21 个 SKU（截至 2025 年 1 月），包括已开始推出的面向青少年的全新车型以及增加高端 U/Z 系列车型，未来将继续增加 SKU 数量，提高产品覆盖度。

表 8：春风动力、北极星全地形车产品价格带分布

排量	春风动力价格区间（美元）	北极星价格区间（美元）
400CC以下	2999-3174	2999-6799
400-800CC	5399-13099	6999-22199
800CC以上	9999-19449	10699-49999

资料来源：春风动力官网、北极星官网，光大证券研究所

图 31：春风动力与北极星当年在售 SKU 数量



资料来源：春风动力官网、北极星官网，光大证券研究所

4.2 渠道：加强经销网络布局，优化前后端供应体系

美国是全地形车最大单一市场，其 Powersports 运动文化盛行（需求大）、经销渠道扁平（毛利率高），成为全球企业必争之地。Polaris 作为美国本土龙头经销网络完整，国内企业处于渠道布局期，近年经销网络持续加强渗透。

海外经销为主要模式，美国渠道层级更扁平。Polaris、Can-Am 和 Yamaha 等公司均建立广泛的分销网络，在关键市场设立分公司或子公司的同时与当地的经销商合作，确保各个地区的网络覆盖。国内企业以春风动力为例，公司设立国际业务部负责海外经销体系，在单一大市场美国设立全资子公司 CFMOTO Powersports，通过直销或与少数大型经销商合作，而在欧洲等分散市场区域通过国家代理分销商对下一级进行分销，分销结构上的差异使得北美地区毛利率高于欧洲地区。

图 32：春风动力经销网络



资料来源：春风动力招股说明书，光大证券研究所；注：经销网络图为 2017 年数据

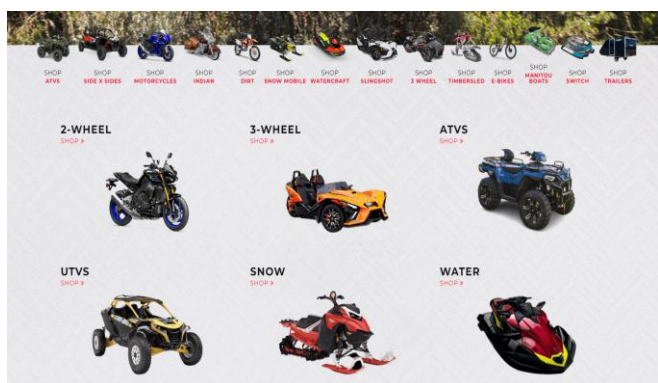
图 33：春风动力海外经销体系



资料来源：春风动力招股说明书，光大证券研究所；注：美国与欧洲经销体系差异较大，美国通过 CFP 子公司进行销售，因此网络较欧洲更单一

美国经销渠道相对开放，给予新进入者更大机会。Powersports 运动文化盛行，经销商同时经销多品牌、多品类。Powersports 文化下户外运动爱好者众多，经销商提供从两轮摩托、雪地摩托、全地形车、运动快艇、三轮跑车等产品，并且同时销售美日中多品牌，渠道的开放给予国内企业进入的机会，相对而言护城河较低。

图 34：北美经销商线上官网



资料来源：gforcepowersports 官网，光大证券研究所

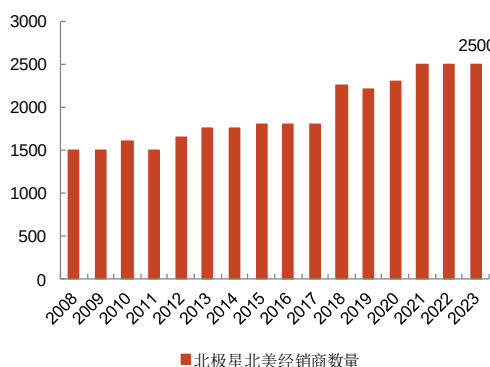
图 35：北美线下经销商 Southland Powersports 门店



资料来源：motorcyclepowersportsnews 网站，光大证券研究所

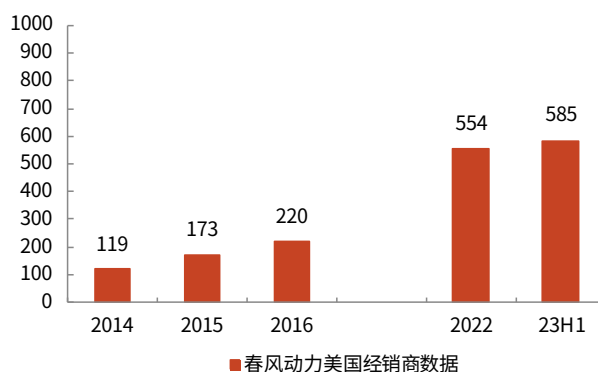
Polaris 渠道网络全面，北美龙头经销网络持续加强渗透。Polaris 通过渠道改革和多品牌收购整合，经销商数量在 2014 年达到 1750 家，公司经销商同时是雪地摩托业务经销商。此后通过 UTA 产品打开市场后市占率不断攀升，经销商数量至 2021 年提升至 2500 家，后续保持 2500 家左右。同时，中国企业如春风动力正持续深耕美国市场，经销商数量提升至 2023H1 的 585 家。

图 36：北极星北美 ORV 业务经销商数量（家）



资料来源：Polaris 年报，光大证券研究所

图 37：春风动力美国经销商数量（家）

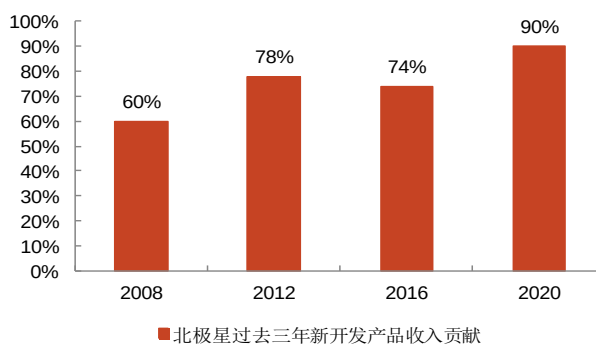


资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：春风动力 2023H2 开始不再披露美国经销商数量数据

全地形车产品具有“类消费电子”属性（品牌属性强、更新换代快、可选消费品），产品通过不断提高参数和配置推陈出新，换新节奏快。这要求企业在生产效率、渠道库存、终端动销全流程供应体系有较高的经营和协同效率。我们通过对 Polaris 供应链体系的研究，阐释企业库存管理效率和企业盈利能力（促销减少）及经销商盈利水平（周转加快）之间的关系。

产品推新节奏加快，企业前后端供应体系要求提高。Polaris 主销款（过去三年新开发产品）收入贡献从 2008 年占比 60%提升至 2020 年 90%。从占比看，高占比验证了品类“类消费电子”属性较强，需要通过参数及配置不断升级实现推新；从占比持续向上的趋势来看，占比提升说明产品迭代节奏在加快，这也对于企业的精细化运营管理提出更高要求。

图 38：品类改款节奏快对企业运营能力要求高



资料来源：Polaris 年报，光大证券研究所；注：“过去三年新开发收入贡献”指公司当年收入贡献来自过去三年新开发并量产的产品，如 2020 年 90% 收入来自 2018-2020 年发布的产品

复盘 Polaris 三次供应体系改革，有效提升企业及经销商经营效率。通过 MVP 计划、RFM 系统以及 SMART 策略，Polaris 逐步优化前后端供应体系，在降低经销商库存的同时，快速掌握消费偏好并及时推出更适应市场的产品，有效提升生产效率、库存周转效率及经销商经营周转并减少不必要的促销，提高企业和经销商的盈利能力。

1) 2008 年推出 MVP 计划：Polaris 推出“Maximum Velocity Program（最快速度计划）”订购流程，并于 2010 年下半年全面投入使用。MVP 程序将经销商订货周期由 6 个月缩短至 2 周，并根据市场和经销商需求灵活供货。在 MVP 计划推出前，北美经销商一年分别在夏季和冬末订购全地形车，因此导致库存水平偏高。MVP 的推出使得北美经销商可以根据全地形车市场趋势更频繁地下单，并且订单额度更小，降低渠道库存水平，提高经销商资金周转效率。

2) 2012 年推出 RFM 系统：Polaris 推出“Retail Flow Management (RFM)”订购系统。RFM 系统允许经销商每天订购，创建细分市场的库存订单，并缩减出货时间在三周内，并基于数据研究预测，更好拟合经销商需求，为经销商提供适宜的地形车数量。Polaris 将 MVP 计划和 RFM 系统结合使用，能弥补 MVP 计划局限性的同时，有效提高生产周期效率，进一步使经销商受益于低库存水平，同时企业也能够更及时响应消费者需求。

3) 2016 年推出 SMART 策略：Polaris 提出 SMART（库存、营销和零售转型）策略，将零售、库存和订单集成到关键流程中统一监控，缩短需求周期，保证订单在 21 天内发货，并结合季节性进行促销，有利于缩短库存周期，改善经销商库存周转。

图 39：北极星供应体系构建时间轴



资料来源：Polaris 年报，光大证券研究所

4.3 品牌：融入 Powersports 文化，完善售后服务体系

美国 Powersports (动力户外) 文化盛行，消费者对品牌认知度高。Powersports 运动户外相关产品众多，包括全地形车、摩托车、雪地摩托和私人游艇等。户外运动大众化促进了 Powersports 文化的流行，众多 Powersports 俱乐部、在线论坛等消费者社区以及比赛、表演、展会等活动，成为企业广告及品牌经常投放区域。从小型地方俱乐部到大型协会组织，美国相关俱乐部有数千个，至 2025 年 3 月，仅在美国缅因州，ATV 俱乐部就有 58 个。

图 40: Powersports 赛事



资料来源：Powersports Business 官网，光大证券研究所

图 41: Powersports 展会



资料来源：Powersports Business 官网，光大证券研究所

国内企业加大品牌投放，积极融入 Powersports 文化。国内企业正通过营销投放、俱乐部参与、赛事赞助、名人代言等方式融入美国 Powersport 文化，增强北美市场的品牌影响力。以春风动力为例，在美国市场不断更新已有车型并增加新产品投放，并通过多种形式曝光和品宣。公司在赛事和代言人方面也尽量贴近当地消费者的偏好，如 2023 年 CFMOTO (春风动力) 车队勇夺 MOTOGP 美国站季军，成为首登领奖台的中国车队。此外，CFMOTO USA 与一家位于加州的知名摩托车公司 Roland Sands Design 合作，推出了新款定制摩托车 “The Vandal”。

图 42: CFMOTO 车队勇夺 MOTOGP 美国站季军



资料来源：搜狐网，光大证券研究所

图 43: 春风动力与 Roland Sands Design 合作推出新款摩托车



资料来源：Roland Sands Design 官网，光大证券研究所

完善售后服务体系，提升品牌长期口碑。国内品牌出海主要以经销体系为主，因此一般由经销商具体执行售后服务，公司则负责提供维修培训、配件供应、投诉反馈和监督工作。售后服务直接影响消费者对于品牌的满意度和忠诚度，国内企业在北美正逐步完善服务体系。

图 44：春风动力海外售后服务体系



资料来源：春风动力招股说明书，光大证券研究所

4.4 组织：专注型企业的品类优势明显

2005 年，Polaris 在北美的市场份额落后于本田、雅马哈，排在第三。2008 年后北美市场份额市占率第一，直至 2023 年仍然是北美市场的霸主。份额的显著提升是 Polaris 抓住产品创新的窗口期逆势超车，复盘 Polaris 成长之路，资源倾斜、洞察本土需求是核心。

Polaris 持续投入大量资源进行产品创新。在 1999 年就发布了 UTV 车型 RANGER，并在 2000 年代中期不断改进，在 2007 年推出首款休闲娱乐定位的 UTV 产品 RANGER RZR，取得良好市场反响，快速占领市场，成功把握住全地形车 UTV 需求高企而行业龙头本田尚未布局 UTV 市场的窗口期。而本田虽然早在 1989 年就推出了 UTV 车型 Honda Pilot，但因昂贵的价格在 90 年代后消失，直到 2008 年才又进入快速增长的 UTV 市场。

资源聚焦及精细化运营进一步巩固竞争壁垒。Polaris 通过迅速的反应和布局，卓越的产品创新与投放速度取得了市场领导地位。Polaris 在全地形车业务领域的专注，使其能够更快洞察并响应消费者需求，布局相关产品。Polaris 在售全地形车车型达到 115 款（截至 2025 年 3 月），远超过本田的 43 款，产品矩阵更丰富。

中美车企更聚焦，市占率提升空间大。北极星/庞巴迪/春风动力 2023 年全地形车相关业务占比分别为 78%/52%/54%，较日本综合性集团企业更聚焦，因此在资源倾斜、需求洞察及前期研发及市场投入的持续投入上更有优势。

表 9：全球全地形车主要企业 2023 年全地形车收入占营收比重

国家	公司	2023 年产品营收占比
美国	北极星	全地形车及雪地摩托业务占总营收 78%
	庞巴迪	全地形车及三轮跑车业务占总营收 52%
中国	春风动力	全地形车业务占总营收 54%
日本	本田	全地形车及摩托车业务占总营收 16%
	雅马哈	全地形车及雪地摩托业务占总营收 6%
	川崎	全地形车及私人游艇业务占总营收 10%
	铃木	全地形车及摩托车业务占总营收 7%

资料来源：北极星、庞巴迪、春风动力、本田、雅马哈、川崎、铃木公司年报，光大证券研究所

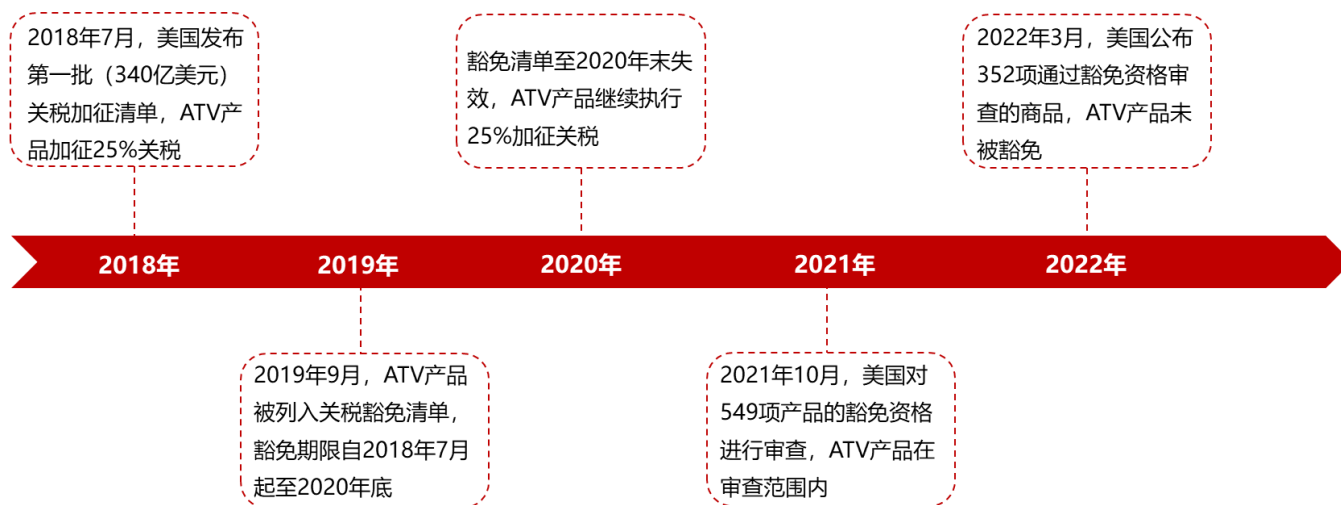
4.5 出海风险：关税及海运不利因素趋于缓和，海外设厂保障经营稳健

中国全地形车出海主要受到关税、海运费的影响。目前美国对华出口的全地形车关税税率 25%（未来豁免不确定性较大）、海运费从 22 年高点回落至合理区间，行业整体出海处于比较稳定的阶段。

美国对中国全地形车进口关税加征始末：

- 1) 2018 年 7 月开始加征关税：**2018 年 7 月，美国贸易代表办公室（USTR）对第一批价值 340 亿美元中国进口商品加征 25% 关税，全地形车 ATV 产品被列入第一批加征清单，适用税率 25%。
- 2) 2019 年 9 月开始关税豁免（关税豁免回溯至 2018 年 7 月）：**基于供应链和企业负担情况，包括 ATV 产品在内的数百项商品于 2019 年 9 月通过加征关税豁免名单（豁免时间回溯至 2018 年 7 月，关税豁免期为联邦公报发布之日后一年）。
- 3) 2021 年 1 月开始加征关税：**2021 年重新开始加征关税，2022 年 3 月 23 日，美国贸易代表办公室宣布此前 549 项待定产品中的 352 项中国进口商品恢复关税豁免，春风动力未在此次豁免名单。根据 2024 年美国海关发布的最新统一分类税则表（HTS），全地形车产品平均基本税率为 2.5%，加征税率为 25%，目前执行关税税率 27.5%，ATV 产品后续能否获批豁免关税存在较大不确定性。

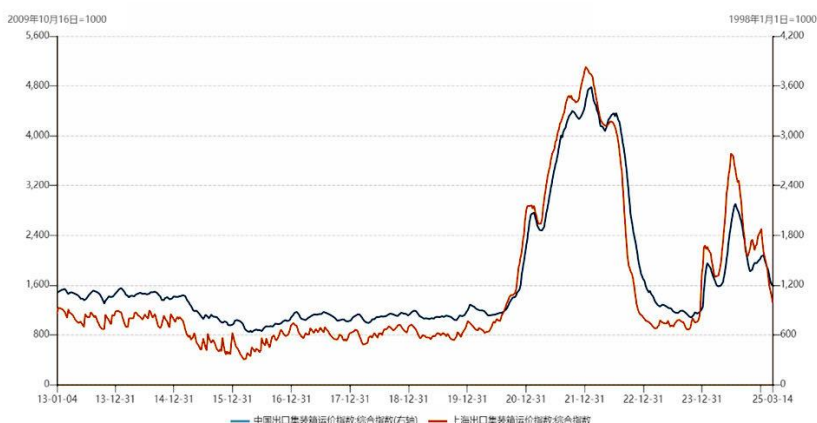
图 45：全地形车行业关税加征时间线



资料来源：美国贸易代表办公室（USTR），光大证券研究所

运价指数有所回落。2020 年疫情影响，集装箱作为全球范围内主流载具的流转被阻断，出货口岸供给不足，加之主要港口停摆，全局供应链断裂，运力供给和发运需求错配导致海运价格飙升，中国出口集装箱运输指数（CCFI）2022 年 1 月来到近十年最高点。随着疫情管控放开，航线畅通，航运价格回落，2023 年中国出口集装箱运输指数回到疫情前水平。同年 12 月红海危机发生，全球航运巨头被迫选择备用航运，路线时间、成本提升，2024 年 1 月开始海运价格暴涨。目前红海事件的影响已显著减弱，预计随着地缘局势稳定，2025 年运价或进一步向疫情前水平回归。

图 46：2013 至今中国出口集装箱运价指数（CCFI）/上海出口集装箱运价指数（SCFI）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：数据截至 2025 年 3 月 14 日

国内企业海外设厂，在保障公司经营稳健的同时，外部环境对企业盈利冲击的大小、随机性均有所减弱，国内企业的盈利确定性显著提高。

关税及海运费对国内企业经营有一定影响。国内企业通过提高价格对冲部分关税加征及海运费上涨的影响，但两大外部不利因素仍然对企业盈利水平造成一定干扰，2021 年关税对春风动力营业收入的影响为 2.37%、2022 上半年关税对涛涛车业营业收入的影响为 2.45%，此外海运费的上涨对两家公司的利润率也产生较大影响。

表 10：关税及运输费对春风动力营业收入的影响测算

单位：万元	2018	2019	2020	2021
关税				18,605
运输费				38,042
关税及运输费	10,093	13,724	13,691	56,647
营业收入	254,546	324,223	452,562	786,149
(关税+运输费)/营业收入	3.97%	4.23%	3.03%	7.21%
关税/营业收入				2.37%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 11：关税及运输费对涛涛车业营业收入的影响测算

单位：万元	2019	2020	2021	2022H1
关税	1,730	1,675	5,884	1,893
运输费	5,756	3,779	6,144	2,447
关税及运输费	7,486	5,453	12,028	4,340
营业收入	75,166	138,557	201,769	77,355
(关税+运输费)/营业收入	9.96%	3.94%	5.96%	5.61%
关税/营业收入	2.30%	1.21%	2.92%	2.45%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

积极海外建厂布局，提高终端市场竞争力及业绩确定性。海外产能布局不仅能有效应对加征关税及运费上涨风险，同时也能够缩减（墨西哥建厂）与北美客户的产品运输半径、提高响应速度及产品交付能力，增强企业在终端市场的灵活性与竞争力。春风动力继泰国制造基地投产运营后，公司墨西哥生产基地也已于 2023 年 8 月正式投产；涛涛车业的越南工厂已于 2024 年第 2 季度开始投产，并于 2025 年 1 月发布了即将在泰国投产的公告。

表 12：国内全地形车企海外建厂情况

企业	选址	进度	产能
春风动力	泰国	2021 年 11 月泰国制造基地投入试运营，开始试生产。	泰国工厂设计产能 5 万辆/年
	墨西哥	2023 年 8 月墨西哥全地形车生产基地正式投产，第一台全地形车已于 2023 年 3 季度正式下线。	2024-2025 年将分别增加生产一款车型，2026 年计划开始生产摩托车。
涛涛车业	越南	越南工厂于 2024 年 2 季度开始投产运营，目前已具备一定的生产能力。	/
	泰国	2025 年 1 月发布公告，拟不超过 950 万美元在泰国投资建设生产基地。	/

资料来源：公司公告，光大证券研究所

5、投资建议

- 1、**全球市场量价平稳增长，北美为核心增长区域。**2023 年全球全地形车销额 150 亿美元，预计 2023 年销额提升至 295 亿美元（10 年 CAGR 7%）。**1) 量的角度：**2023 年全球全地形车全球销量 96 万辆（ATV/UTV 分别为 34/62 万辆），销量增速与北美 GDP 增速关联度高（23 年北美地区销额占全球 84%），未来销量保持稳健增长；**2) 价的角度：**全地形车可选消费品属性明显，产品结构升级+小改款跑赢通胀的双重逻辑成为行业均价持续向上的主要驱动因素。
- 2、**美日厂商全球领先，国内企业凭借供应链优势初露峥嵘。**我们估计 2023 年美日主要厂商合计占据全球产能份额超 80%。国内厂商凭借制造及成本优势出口欧美，全球份额逐年提升，同等性能产品价格仅为北美龙头 Polaris 的 50%-70%。春风动力作为出海“领头羊”，经过十年沉淀，目前在欧洲市场市占率第一，并在疫情导致欧美供应链停摆期间，凭借优异供应体系及产品加速进入欧美市场，2023 年全球销量份额达 15%，与全球龙头差距逐步收敛。
- 3、**国内企业深耕北美地区，构建长期竞争壁垒。**全地形车生意属性类似摩托车、汽车，要求企业以消费品的逻辑去参与竞争。以春风动力来看：**1) 产品：**通过提高产品覆盖度（在售车型逐年提升，25 年 1 月在售 SKU 达 21 个）及产品结构升级，切入细分市场需求并拉动产品整体均价上行；**2) 渠道：**持续铺设渠道网络（23 年美国经销商达 585 家），并通过供应体系改革打通前后端体系，提升生产、库存及终端动销效率；**3) 品牌：**通过营销投放、俱乐部参与、赛事赞助、名人代言等方式融入美国 Powersport 文化，并完善售后体系，增强市场品牌影响力；**4) 组织：**美国、中国企业较综合性集团如本田更专注于全地形车细分市场，能够在全地形车行业集中资源投入，快速反应需求，抢先产品布局并取得竞争优势，往后看，国内企业市占提升空间较大。
- 4、**布局海外产能弱化外部风险因素，利于估值中枢提升。**受前期加征关税及海运费高涨影响，国内企业利润中枢近年波动较大。目前美国对华全地形车仍加征 25%关税，而海运费已恢复至合理区间。随着春风动力、涛涛车业等国内企业积极布局海外产能，关税风险逐步可控，有望进一步提高行业长期盈利和估值中枢。
- 5、**投资建议：**全球全地形车行业进入稳健增长期，未来随着经济发展及产品结构升级，行业通过量价齐升维持稳健增长，北美为主要消费区域，我们看好具备先发优势、深耕北美地区并拥有海外产能的国内整车标的，国内全地形车出海公司春风动力（603129.SH）、九号公司-WD（689009.SH）、涛涛车业（301345.SZ），有望实现全球份额的提升及产品结构持续升级，首次覆盖给予春风动力（603129.SH）、九号公司-WD（689009.SH）、涛涛车业（301345.SZ）“增持”评级。

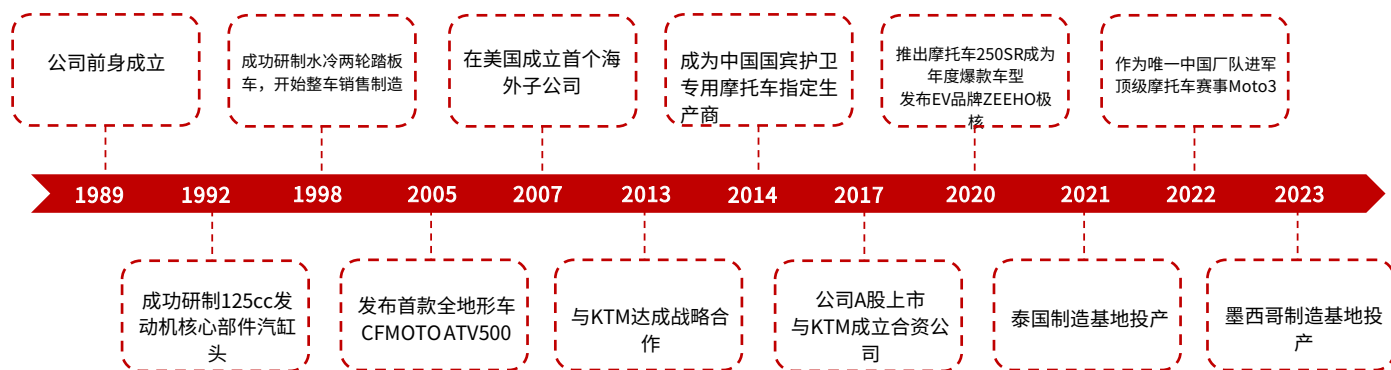
5.1 春风动力 (603129.SH)

5.1.1 公司介绍

春风动力成立于 1989 年，于 2017 年 8 月 A 股上市。公司主要从事全地形车、摩托车及后市场用品的研发、制造和销售，积累了先进的研发技术和智能制造平台，形成了独立自主的整车设计、开发和生产能力以及自有品牌“CFMOTO”。

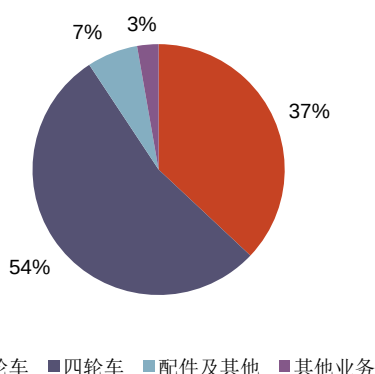
公司产品远销亚洲、欧洲、南北美洲、非洲及大洋洲等近百个国家和地区，逐步打造专业高端动力运动装备的国际化品牌。公司营收主要来源于四轮车（全地形车）、两轮车（摩托车）产品，2023 年营收占比分别达到 54%、37%。分地区营收中，国外占比较高，主要出口地区为北美洲、欧洲，2023 年营收占比分别达到 39%、21%。公司还进一步于 2021 年、2023 年在泰国、墨西哥建立制造基地，深入拓展全球化布局。

图 47：春风动力发展历史



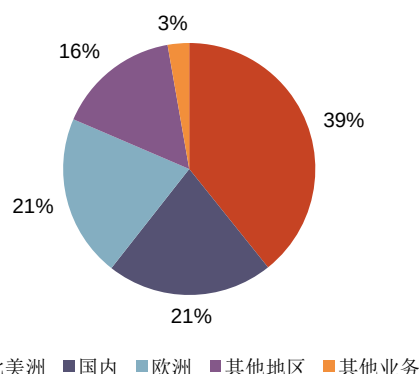
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 48：2023 年春风动力营业收入分产品构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 49：2023 年春风动力营业收入分地区构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所

5.1.2 主要产品

公司产品聚焦运动、休闲为定位的全地形车与中大排量摩托车，深耕动力运动产业，坚持以水冷发动机为核心的动力运动装备产品的研发和生产。

全地形车排量段覆盖 400cc-1000cc，品类分为 ATV、UTV、SSV。公司过去以 ATV 产品为主，主要市场集中在欧洲。近年来，公司优化产品结构，高附加值 U\Z 系列产品逐渐提升，深入挖掘欧美市场。

摩托车排量段覆盖 125cc-1250cc，品类覆盖街车、复古、旅行、仿赛、越野等细分市场，≥250cc 跨骑式摩托车销量位列行业前茅。近年来，摩托车从国内为主，向深耕国内与拓展海外并重转变，继续挖掘消费型摩托车市场。

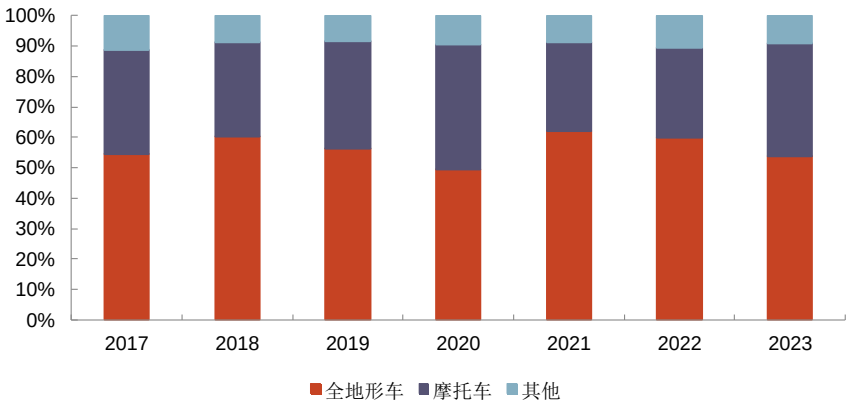
此外，公司近年来积极开展新能源系列产品的研发，布局新能源赛道。推出了电动摩托车等产品，向着“电动化+智能化”双核驱动迈进。

表 13：春风动力主要产品

产品类型	产品系列	产品图例	用途
四轮车 (全地形车)	CForce 系列		农牧、狩猎、垂钓、郊游骑行
	UForce 系列		农林、畜牧场、石油勘探、建筑工地、消防、搜救、户外工作者、野战部队
	ZForce 系列		户外休闲、郊游、野外竞技运动、警用、搜救
两轮车 (摩托车)	城市运动车系列		摩托车运动爱好者、旅游骑行
	公务车系列		武警、公安、交警、国宾护卫队

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 50：春风动力产品营收结构

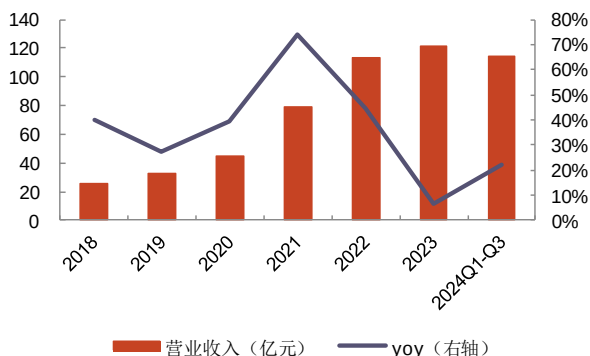


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

5.1.3 财务分析

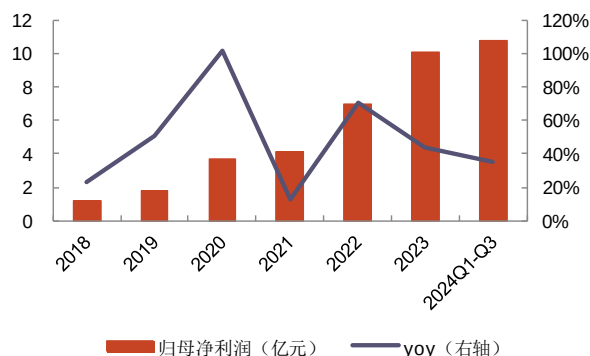
春风动力 2024Q1-Q3 实现营收 114.5 亿元，同比增长 22.0%；归母净利润 10.8 亿元，同比增长 34.9%，主要归功于公司积极开拓国内外市场，扩大产品市场份额。毛利率为 31.5%，同比-1.4pct。

图 51：春风动力营业收入及增速



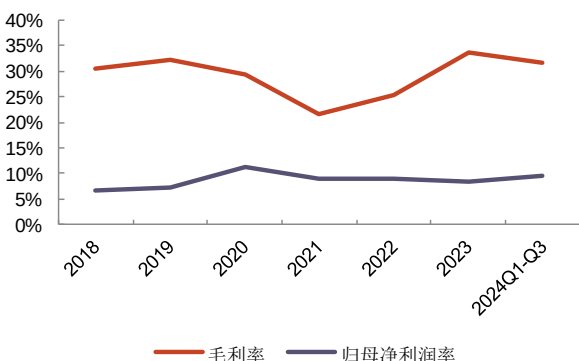
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 52：春风动力归母净利润及增速



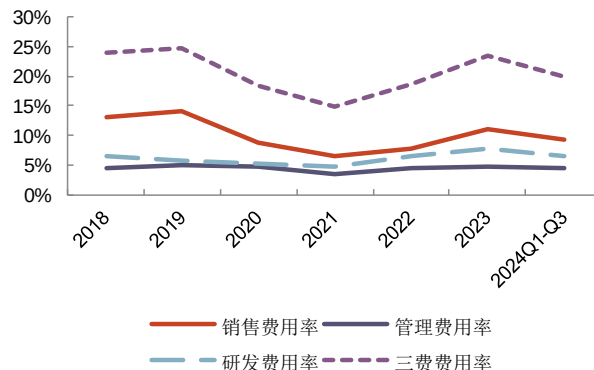
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 53：春风动力毛利率及归母净利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 54：春风动力费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

5.1.4 盈利预测

综合来看，我们预计公司 2024E/2025E/2026E 总营收分别为人民币 149 亿元/184/225 亿元，同比增速分别为 23%/23%/23%，预计公司 2024E/2025E/2026E 毛利率分别为 33%/33%/33%。

1) 四轮车业务

2023 年公司四轮车（实际为全地形车）业务营业收入同比-5%至 65 亿元。2023 年海外终端需求下行，渠道处于去库存周期，导致全地形车销量下滑。24 年随着经济复苏行业销量向上，同时公司继续推出高性价比的 ATV 产品稳固优势市场，并推出 U/Z 系列产品赋能新增长，公司全地形车业务收入有望逐年上升。我们预计 2024E/2025E/2026E 全地形车业务营业收入同比+15%/+17%/+17%至 75/87/103 亿元。考虑到规模提高有利于摊薄成本、公司产品结构升级（预

计 2024-2026 年均价提升分别为-2%/+2%/+2%)，预计全地形车业务毛利率可达 39%/40%/40%。

2) 两轮车业务

2023 年公司两轮车（实际为摩托车）业务营业收入同比+33%至 45 亿元。伴随春风 450SR 热销、春风动力发布行业内首个智能化平台“春风犀灵”、25 年推出 700MT,该业务将在 2024-2026E 带来新增长。我们预计 2024E/2025E/2026E 摩托车业务营业收入同比+40%/+33%/+31%至 63/83/109 亿元。综合考虑历史毛利率水平以及公司产品结构升级(预计 2024-2026 年均价提升分别为 +3%/+2%/+2%)，预计摩托车业务毛利率可达 25%/26%/26%。

表 14：春风动力各业务 2022-2026E 收入测算表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11378	12110	14949	18382	22544
YoY	45%	6%	23%	23%	23%
毛利率	26%	34%	33%	33%	33%
四轮车					
营业收入	6838	6504	7458	8748	10261
YoY	40%	-5%	15%	17%	17%
销量（台）	166724	146482	171384	197092	226655
均价（元）	41013	44402	43514	44385	45272
毛利率	27%	40%	39%	40%	40%
两轮车					
营业收入	3372	4479	6275	8320	10863
YoY	47%	33%	40%	33%	31%
销量（台）	145253	197038	267972	348363	445905
均价（元）	23214	22734	23416	23884	24362
毛利率	21%	25%	25%	26%	26%
其他					
营业收入	1168	1127	1217	1314	1419
YoY	71%	-4%	8%	8%	8%
毛利率	27%	34%	32%	32%	32%

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

我们认为，2024 年随着公司收入快速增长，销售/研发/管理费用营收占比将有所下降，三费占比营收估计为 22%，后续随公司采取更多管控措施后，预计 2025/2026 年三费营收占比不变。

表 15：春风动力 2022-2026E 销管研费用表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销管研费用	2127	2832	3110	3824	4666
销售费用	876	1341	1435	1765	2164
管理费用	500	567	703	864	1037
研发费用	752	924	972	1195	1465
销管研费用率	19%	23%	22%	22%	22%
销售费用率	8%	11%	10%	10%	10%
管理费用率	4%	5%	5%	5%	5%
研发费用率	7%	8%	7%	7%	7%

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

我们预测 2024E/2025E/2026E 年营业总收入分别约为人民币 149 亿元/184 亿元/225 亿元（对应同比增速 23%/23%/23%），归母净利润分别约为人民币 15/19/24 亿元（对应同比增速 49%/26%/27%）。

5.1.5 估值水平与投资评级

我们采用相对估值法对春风动力进行估值，公司主营业务为全地形车及摩托车等两轮车业务，后续主要业务增长点来自国内外产品放量及产品结构提升。由此，我们选定了主营业务为摩托车或全地形车的可比公司：钱江摩托、九号公司-WD、涛涛车业，当前可比公司的估值均值为 2025 年 18 倍 PE。春风动力当前股价对应 2025 年 15 倍 PE。

表 16：春风动力可比公司估值比较

证券名称	证券代码	当前股价(元)	EPS(元)			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
钱江摩托	000913.SZ	17.88	1.13	1.39	1.67	16	13	11
九号公司-WD	689009.SH	62.01	15.16	22.75	30.54	41	27	20
涛涛车业	301345.SZ	69.08	3.68	4.67	5.84	19	15	12
行业平均						25	18	14
春风动力	603129.SH	188.67	9.98	12.53	15.88	19	15	12

资料来源：wind，光大证券研究所整理（注：股价日期为 2025/03/25；春风动力 2024-2026 年 EPS 来自光大证券研究所预测，钱江摩托、九号公司-WD、涛涛车业 EPS 来自 wind 一致性预期，其中九号公司-WD 2024 年 EPS 来自业绩快报；1 份九号公司-WD 相当于 0.1 股基础证券）

投资评级

我们预测 2024E/2025E/2026E 春风动力归母净利润约人民币 15/19/24 亿元(对应同比增速 49%/26%/27%)。鉴于春风动力海外地形车竞争壁垒加深，国内外大排量摩托车渗透率较低，我们看好精益管理+全球化布局赋能公司长期发展前景，首次覆盖春风动力(603129.SH)，给予“增持”评级。

表 17：春风动力盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,378	12,110	14,949	18,382	22,544
营业收入增长率	44.73%	6.44%	23.44%	22.96%	22.64%
归母净利润（百万元）	701	1,008	1,501	1,885	2,389
归母净利润增长率	70.43%	43.65%	48.96%	25.58%	26.73%
EPS（元）	4.68	6.70	9.98	12.53	15.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.65%	20.00%	23.89%	24.42%	25.04%
P/E	40	28	19	15	12
P/B	6.7	5.6	4.5	3.7	3.0

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间：2025/03/25

风险提示

国际贸易摩擦与政策风险、公司海外产能爬坡不及预期、下游需求不及预期、竞争格局恶化。

5.2 九号公司-WD (689009.SH)

5.2.1 公司介绍

九号公司成立于 2012 年，于 2020 年 10 月 29 日科创板上市。公司主要从事智能短交通和服务类机器人产品的研发、生产、销售、服务，拥有 Ninebot 九号和 Segway 赛格威两大品牌。多年来坚持技术创新和国际化发展，建立了较为完善的供应商管理体系和生产体系。

公司于 2013 年发布全新智能电动双轮平衡车产品 Ninebot-E。14 年获得小米、红杉、顺为等资本共同注资 8000 余万美元并成为小米生态链成员，通过与小米合作打开渠道。15 年收购世界平衡车鼻祖 Segway，加速拓展境外渠道，15-17 年持续拓展品类布局，首次推出电动单轮平衡车、电动滑板车、配送类机器人等产品，形成了智能短交通和服务类机器人两大主营业务。至 2023 年，公司产品已涵盖电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、全地形车、服务机器人、E-bike、家用储能等多种类型。

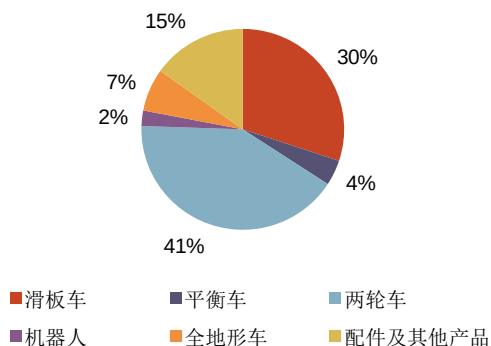
公司营收主要来源于滑板车、两轮车产品，2023 年营收占比分别达到 30%/41%。公司在收购 Segway 后，利用 Segway 品牌的国际影响力，加快全球化战略部署。公司的海外市场主要在欧美、澳新、日韩等主流市场，分地区营收境内略大于境外，2023 年营收分别占比 53%/47%。

图 55：九号公司发展历史



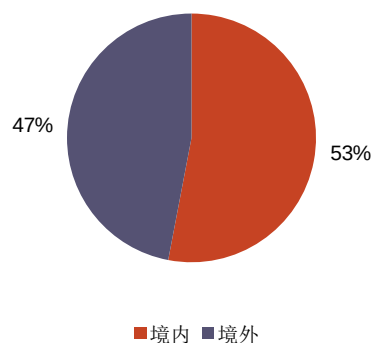
资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

图 56：2023 年九号公司营业收入分产品构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

图 57：2023 年九号公司营业收入分地区构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

5.2.2 主要产品

公司聚焦智能短交通和服务类机器人产品，主要产品包括电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、全地形车、服务机器人、E-bike，应用场景为休闲娱乐及短距离代步。产品创新性强，主要聚焦于中高端市场，在同价位产品中具有性能优势。

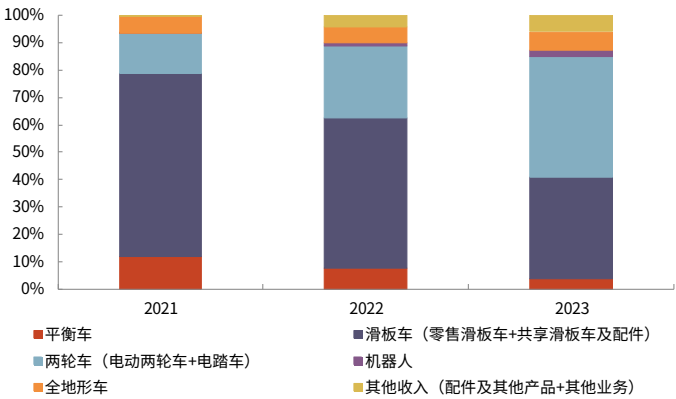
2013 年，公司发布智能电动双轮平衡车产品 Ninebot-E，15 年、16 年推出电动单轮平衡车、电动滑板车产品。2017 年，智能电动滑板车销量实现快速增长，成为公司的核心主营产品系列。公司还于 2017 年在美国发布首个陪伴机器人 Loomo，持续推动服务类机器人的产品线布局，形成智能短交通和服务类机器人两大主营业务。产品品类不断丰富，现阶段已涵盖电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、全地形车、服务机器人、E-bike、家用储能等多种类型产品。公司在电动平衡车及电动滑板车居于行业领头羊地位，电动两轮车销量快速增长，线上渠道领跑。近年来，公司继续布局全地形车、E-bike 及割草机器人等产品。

表 18：九号公司主要产品

产品类型	产品名称	产品图例	产品类型	产品名称	产品图例
智能短交通出行	电动平衡车		服务机器人	商用服务机器人	
	电动滑板车			智能割草机器人	
	电动两轮车		其他	卡丁车	
	全地形车			家用储能	
	E-bike			儿童车	

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 58：九号公司产品营收结构

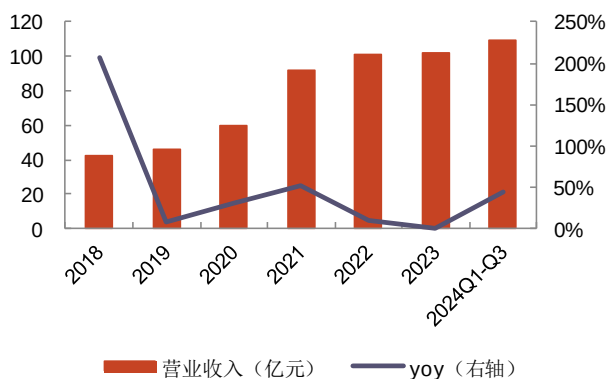


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

5.2.3 财务分析

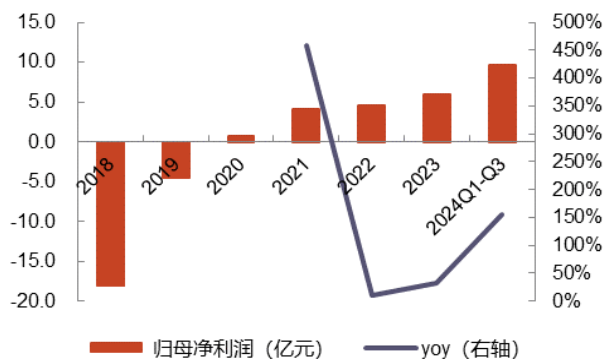
九号公司 2024Q1-Q3 实现营收 109.1 亿元,同比+44.9%,归母净利润 9.7 亿元,同比+156.0%,得益于产品销售增长+运营效率提升。公司毛利率 29.7%,同比+3.1pct,得益于锂电芯成本下降+海运费下降+新品规模效益提升。

图 59：九号公司营业收入及增速



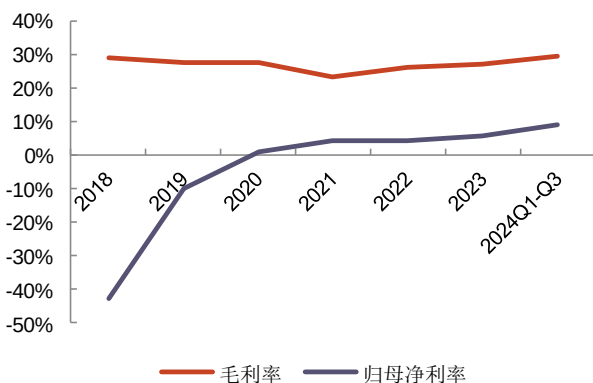
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 60：九号公司归母净利润及增速



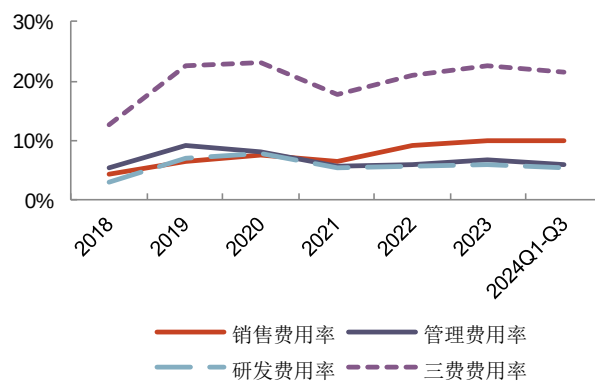
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 61：九号公司毛利率及归母净利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 62：九号公司费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

5.2.4 盈利预测

综合来看，我们预计公司 2024E/2025E/2026E 总营收分别为人民币 142 亿元/182 亿元/228 亿元，同比增速分别为 39%/28%/25%。预计公司 2024E/2025E/2026E 毛利率分别为 29%/30%/31%。

1) 平衡车与滑板车业务

2023 年公司平衡车与滑板车业务同比-37%至 35 亿，其中平衡车业务营业收入同比-46%至 4 亿元，主要系公司产品结构调整及代工业务下滑所致，滑板车业务（含零售滑板车及共享滑板车产品）营业收入同比-36%至 31 亿元，主要系海外市场低迷+公司产品结构调整（滑板车代工业务占比从 2022 年 52%下滑到 2023 年 31%）。2023 年公司推出九号平衡车 L8 奥特曼定制版，以跨界 IP 联名方式吸引消费者。伴随海外需求恢复+新能源政策利好+共享滑板车行业发展带动，滑板车行业仍有较大增长空间。公司积极发展自有品牌、加大渠道和产品

投放，我们预计 2024E/2025E/2026E 平衡车与滑板车业务营业收入同比+10%/+10%/+10%至 38/42/46 亿元。考虑到自有品牌产品占比提升、代工业务大幅下滑，预计毛利率可达 34%/34%/34%。

2) 两轮车业务

2023 年公司两轮车业务（含电动两轮及电踏车产品）营业收入同比+74%至 42 亿元。2024 年，公司发布了魔术师 Kz110、机械师 MMAX2 以及 E 系列等多款两轮车产品。预计在 2025 年产品上持续迭代和推新、渠道上门店继续扩张。我们预计 2024E/2025E/2026E 两轮车业务营业收入同比+60%/+32%/+27%至 68/90/114 亿元。考虑到产品结构升级、规模提升下成本摊薄及上游议价能力加强，预计两轮车业务毛利率可达 23%/23%/23%。

3) 机器人业务

2023 年公司机器人业务营业收入同比+109%至 3 亿元。割草机器人欧美市场广阔，增长潜力大。2024 年，公司推出第二代割草机器人产品，盈利情况好。伴随公司在基础端、研发端、运营端和售后端加大投入，产品有望在 2024-2026E 持续放量。我们预计 2024E/2025E/2026E 机器人业务营业收入同比+191%/+116%/+67%至 7/16/26 亿元。考虑到公司产品技术壁垒高、具备差异化竞争优势，预计机器人业务毛利率为 56%/57%/57%。

4) 全地形车业务

2023 年公司全地形车业务营业收入同比+19%至 7 亿元。2024 年公司全地形车混动车型陆续出货，以性能和性价比的双重优势，进一步提升公司在全地形车业务的竞争力。得益于市场拓展+新品释放利润，我们预计 2024E/2025E/2026E 全地形车业务营业收入同比+74%/+42%/+37%至 12/17/24 亿元。考虑到产品结构升级（UTV 占比提升）客单价提升及规模效应显现，预计全地形车业务毛利率可达 27%/28%/29%。

表 19：九号公司各业务 2022-2026E 收入测算表（单位：百万元）

	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业收入	10124	10222	6666	14171	18185	22815
YoY	11%	1%	52%	39%	28%	25%
毛利率	26%	27%	30%	29%	30%	31%
平衡车+滑板车						
营业收入	5537	3488	1589	3836	4220	4642
YoY	-14%	-37%	/	10%	10%	10%
销量（台）	2498439	1689123	/	1858035	2043839	2248223
均价（元）	2216	2065	/	2065	2065	2065
毛利率	29%	29%	34%	34%	34%	34%
两轮车						
营业收入	2431	4232	3383	6774	8962	11417
YoY	102%	74%	115%	60%	32%	27%
销量（台）	826200	1471486	1200000	2427952	3277735	4261056
均价（元）	2942	2876	2819	2790	2734	2679
毛利率	19%	19%	22%	23%	23%	23%
机器人						
营业收入	121	252	467	734	1583	2637
YoY	467%	109%	245%	191%	116%	67%
销量（台）	17149	38921	/	116763	256879	436694
均价（元）	7036	6483	/	6289	6163	6040

毛利率	49%	53%	56%	56%	57%	57%
全地形车						
营业收入	587	698	507	1218	1726	2356
YoY	5%	19%	78%	74%	42%	37%
销量 (台)	12547	17708	12100	28333	38249	49724
均价 (元)	46770	39431	41876	42979	45128	47385
毛利率		25%	26%	27%	28%	29%
其他						
营业收入	1449	1552	721	1609	1694	1762
YoY	51%	7%	-70%	4%	4%	4%
毛利率	/	39%	/	36%	36%	36%

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

我们认为，2024E 随着公司收入快速增长，销售/研发/管理费用营收占比将有所下降，三费占比营收估计为 19%，后续随公司采取更多管控措施后，2025E、2026E 三费营收占比不变。

表 20：九号公司 2022-2026E 销管研费用表（单位：百万）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销管研费用	2108	2315	2824	3547	4448
销售费用	925	1023	1307	1655	2076
管理费用	600	676	765	946	1186
研发费用	583	616	752	946	1186
销管研费用率	21%	23%	19%	19%	19%
销售费用率	9%	10%	9%	9%	9%
管理费用率	6%	7%	5%	5%	5%
研发费用率	6%	6%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

我们预测 2024E/2025E/2026E 年营业总收入分别约为人民币 142 亿元/182 亿元/228 亿元(对应同比增速 39%/28%/25%)，归母净利润分别约为人民币 11 亿元/16 亿元/22 亿元(对应同比增速 88%/44%/35%)。

5.2.5 估值水平与投资评级

我们采用相对估值法对九号公司-WD 进行估值，公司主营业务为两轮车及全地形车等业务，后续主要业务增长点来自国内外产品放量及产品结构提升。由此，我们选定了主营业务为摩托车或全地形车的可比公司：钱江摩托、春风动力、涛涛车业，当前可比公司的估值均值为 2025 年 15 倍 PE，九号公司-WD 当前股价对应 2025 年 28 倍 PE。

表 21：九号公司可比公司估值比较

证券名称	证券代码	当前股价(元)	EPS(元)			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
钱江摩托	000913.SZ	17.88	1.13	1.39	1.67	16	13	11
春风动力	603129.SH	188.67	9.24	11.71	14.50	20	16	13
涛涛车业	301345.SZ	69.08	3.68	4.67	5.84	19	15	12
行业平均						18	15	12
九号公司-WD	689009.SH	62.01	15.66	22.51	30.37	40	28	20

资料来源：wind，光大证券研究所整理（注：股价日期为 2025/03/25；九号公司-WD 2025-2026 年 EPS 来自光大证券研究所预测，钱江摩托、春风动力、涛涛车业 EPS 来自 wind 一致性预期；1 份九号公司-WD 相当于 0.1 股基础证券）

投资评级

我们预测 2024E/2025E/2026E 九号公司归母净利润约人民币 11/16/22 亿元(对应同比增速 88%/44%/35%)。我们首次覆盖九号公司-WD (689009.SH)，鉴于九号公司两轮车业务的增速较快、割草机器人在欧美市场潜力较大，目前的增速处于行业领先，我们认为长期看九号公司-WD 仍有较大成长空间，给予“增持”评级。

表 22：九号公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,124	10,222	14,171	18,185	22,815
营业收入增长率	10.70%	0.97%	38.63%	28.33%	25.46%
归母净利润（百万元）	451	598	1,123	1,615	2,179
归母净利润增长率	9.73%	32.72%	87.83%	43.76%	34.92%
EPS（元）	6.32	8.29	15.66	22.51	30.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.20%	10.96%	17.62%	21.25%	23.65%
P/E	98	75	40	28	20
P/B	9.0	8.2	7.0	5.9	4.8

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间：2025/03/25（注：1 份九号公司-WD 相当于 0.1 股基础证券）

风险提示

国际贸易摩擦与政策风险、公司海外产能爬坡不及预期、下游需求不及预期、国内两轮车竞争加剧、商誉减值风险。

5.3 涛涛车业（301345.SZ）

5.3.1 公司介绍

涛涛车业 2015 年成立，2023 年 3 月 A 股上市。公司主要从事全地形车、电动滑板车、电动平衡车、电动自行车及其配件等用品的研发、生产和销售，致力于打造全球领先的新能源智能出行品牌，形成了 DENAGO 和 GOTRAX 两大品牌。

产品方面，公司在成立初期主要从事全地形车、摩托车的生产和销售。2018 年拓展产品布局，主要产品涵盖全地形车、电动滑板车、电动平衡车、摩托车。2022 年，公司布局电动高尔夫球车、大排量全地形车等新品。产品从高性价比向高端化转变。

渠道方面，2016 年拓展“电商”及“商超”销售渠道，2022 年全面进驻沃尔玛、Target、Academy、BESTBUY 等全球连锁商超。公司逐步在全球市场构建“线上线下一体化、立体式发展”的全渠道销售网络。

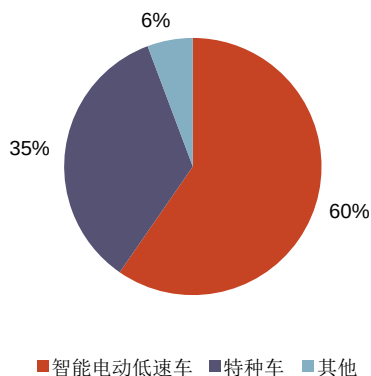
公司以“电动化+智能化”引领产品结构升级、“全球化”推进市场拓展，产品畅销全球 60 多个国家和地区。公司营收主要来源于智能电动低速车（电动滑板车、电动平衡车、电动自行车等）和特种车（全地形车和越野摩托车）产品，2023 年营收占比分别达到 60%、35%。公司加速全球制造能力布局，在越南及美国陆续组建工厂，进一步释放海外产能。

图 63：涛涛车业发展历史



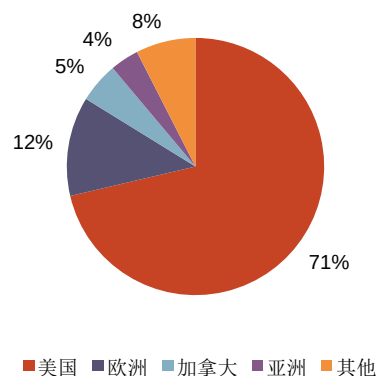
资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

图 64：2023 年涛涛车业营业收入分产品构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

图 65：2023 年涛涛车业营业收入分地区构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

5.3.2 主要产品

公司产品聚焦智能电动低速车和特种车，主要产品涵盖全地形车、电动滑板车、电动平衡车及电动自行车，应用于休闲运动、智能出行、特种作业等场景。

智能电动低速车主要包括电动滑板车、电动平衡车、电动高尔夫球车、电动自行车，主要用于交通代步和休闲娱乐。公司以成为电动低速车行业龙头企业为目标，在电动滑板车方面，持续推进高端化转型；在电动自行车方面，在已有的城市通勤、折叠、巡航、雪地等系列基础上，新增了山地、载货以及狩猎三大品类，通过横向拓展细分功能产品增强产品竞争力；公司还在 2023 年首次推出了电动高尔夫球车，以自主品牌 DENGGAO 进入美国市场，并不断加快推出迭代升级的各种车型。

特种车主要包括全地形车和摩托车。在全地形车方面，公司产品排量在 50cc-300cc 之间，主要用于广大儿童和青少年休闲娱乐。2023 年，公司全地形车产品向电动化、大排量发展，初步实现了 300cc 及以上排量产品线的纵向延伸，并完成研发 550cc 的 UTV 产品。未来将不断强化越野性能，持续推出大排量车型。在摩托车方面，公司产品排量在 50-250cc 之间，主要用于休闲娱乐，未来将进一步向“油改电”发展。

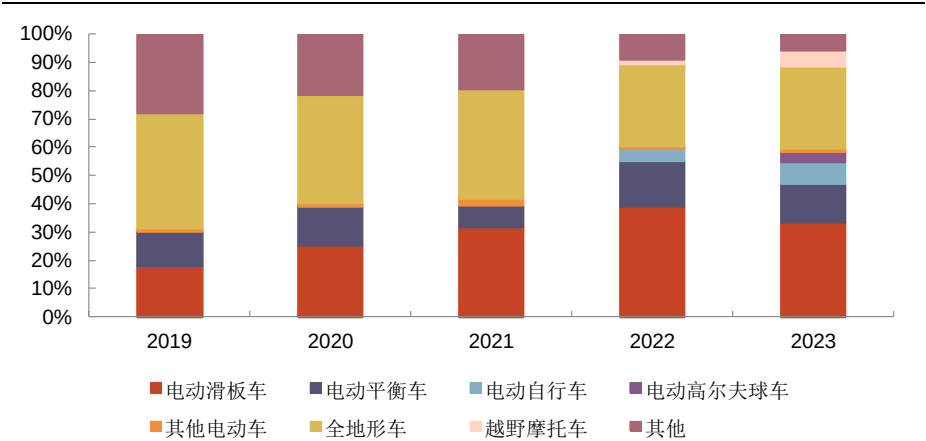
我们判断，1) 公司坚持以电动化、智能化、高端化驱动迈进，产品用途兼具休闲娱乐与交通代步，市场规模大，发展前景广阔；2) 电动高尔夫球车及大排量全地形车的推出丰富了产品矩阵，新品附加值高、竞争力更强，有助于公司产品均价提升，从而拉动利润增长；3) 公司产品在主要市场以自有品牌销售为主，产品定价能力较强，毛利率能维持较高水平。

表 23：涛涛车业主要产品

产品类型	主要产品	产品图例	公司产品用途	代表型号
智能低速电动车	电动滑板车		休闲娱乐、短途交通代步	GOTRAX
	电动平衡车		休闲娱乐、短途交通代步	GOTRAX
	电动高尔夫球车		短途出行、休闲娱乐、社区活动、景区游玩	DENGAO
	电动自行车		健身娱乐、短途交通代步	DENAGO、GOTRAX
特种车	全地形车		休闲娱乐	DENAGO、TaoMotor
	越野摩托车		休闲娱乐	DENAGO、GOTRAX、TaoMotor

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 66：涛涛车业产品营收结构

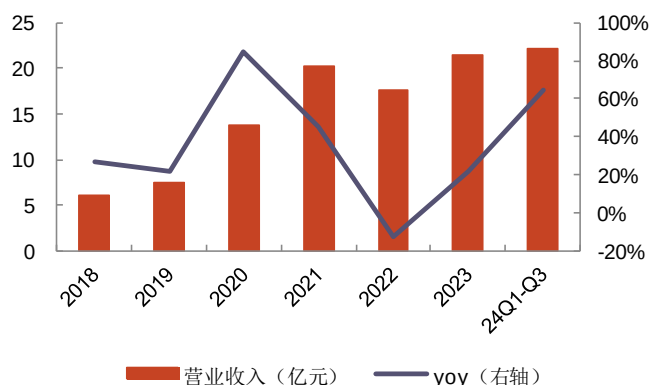


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

5.3.3 财务分析

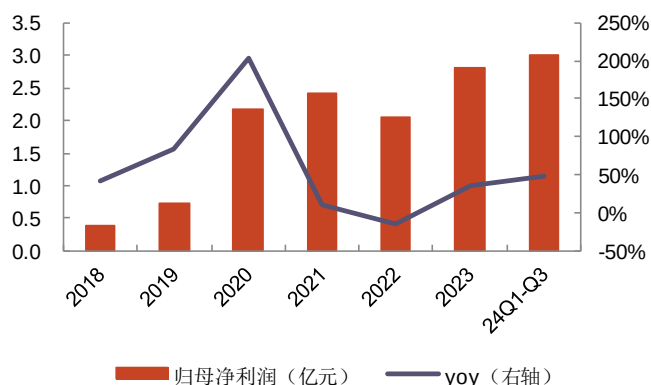
涛涛车业 2024Q1-Q3 年实现营收 22.2 亿元，同比+64.9%；归母净利润 3.01 亿元，同比+47.4%，主要归功于公司新产品+新渠道布局，新老产品销售齐增长。毛利率为 36.3%，同比-4.9pct。

图 67：涛涛车业营业收入及增速



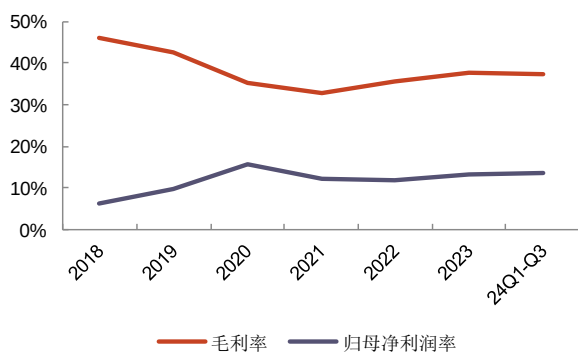
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 68：涛涛车业归母净利润及增速



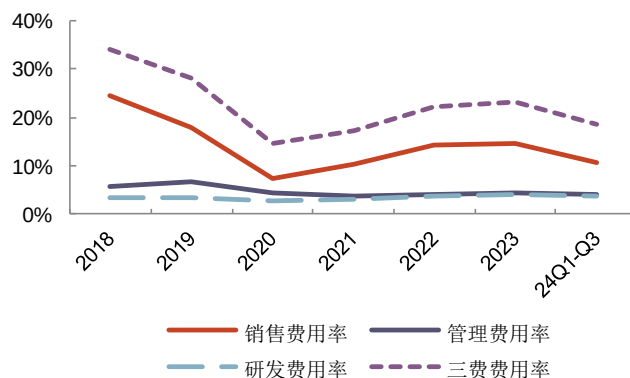
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 69：涛涛车业毛利率及归母净利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 70：涛涛车业费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

5.3.4 盈利预测

综合来看，我们预计公司 2024E/2025E/2026E 总营收分别为人民币 31/40/50 亿元，同比增速分别为 46%/28%/24%，销售/研发/管理三费费用率营收占比分别为 22%/22%/21%。预计公司 2024E/2025E/2026E 毛利率分别为 37%/37%/36%。

1) 电动滑板车业务

2023 年公司电动滑板车业务营业收入同比+5%至 7 亿元。产品在电动滑板车最大市场北美地区表现好，未来短途出行需求对口+产品高端化转型+销售渠道拓展+品牌影响力增强，将进一步为电动滑板车业务发展赋能。随着北美地区销售持续增长，我们预计 2024E/2025E/2026E 电动滑板车业务营业收入同比+12%/+10%/+8%至 8/9/10 亿元。业务稳健增长，预计电动滑板车业务毛利率可达 43%/43%/43%。

2) 电动平衡车业务

2023 年公司电动平衡车业务营业收入同比+2%至 3 亿元，其系列产品荣获 WALMART 电动平衡车年度销售冠军，产品市场占有率高。随着欧美地区需求持续提升，我们预计 2024E/2025E/2026E 电动平衡车业务营业收入同比

+10%/+8%/+6%至 3/4/4 亿元。业务稳健增长，预计电动平衡车业务毛利率可达 35%/35%/36%。

3) 电动自行车业务

2023 年公司电动自行车业务营业收入同比+111%至 2 亿元。2023 年，公司在电动自行车业务上细分品类+升级功能，高端产品优势逐渐显现。电动自行车符合消费者降低出行成本及环保生活的消费需求转变，在欧美地区增速较快，未来有望快速提升渗透率。我们预计 2024E/2025E/2026E 电动自行车业务营业收入同比+68%/+55%/+45%至 3/4/6 亿元。考虑该业务的收入增长为公司现阶段主要目标（份额提升）、估计均价提升幅度有限，预计电动自行车业务毛利率可达 45%/46%/46%。

4) 高尔夫球车业务

2023 年公司首次推出电动高尔夫球车，成为新的盈利增长点。随着高尔夫球车功能和应用场景拓展，消费者需求增加，北美市场潜力大。2023 年，公司在美国组建电动高尔夫球车组装工厂，已于 2024 年陆续投产。得益于北美渠道布局基础+美国工厂优势+产品创新+品牌效益提升，我们预计 2024E/2025E/2026E 高尔夫球车业务营业收入同比+550%/+60%/+35%至 5/8/11 亿元，毛利率可达 29%/29%/29%。

5) 全地形车业务

2023 年公司全地形车业务营业收入同比+21%至 6 亿元。2023 年公司全地形车业务采取电动化、大排量战略，完成 300cc ATV 和 550cc UTV 研发试产，预计未来将通过海外生产基地建设+产品高端化智能化发展进一步巩固市场地位，提升全球竞争力。公司加大产品及渠道投放，我们预计 2024E/2025E/2026E 全地形车业务营业收入同比+45%/+30%/+30%至 9/12/15 亿元，毛利率可达 34%/35%/35%。

6) 越野摩托车业务

2023 年公司越野摩托车业务营业收入同比+303%至 1 亿元。2023 年，公司持续进行技术研发和市场推广，通过 GOTRAX 自有网站、TSC 商超和高端品牌 DENGGAO 等多渠道进行销售，满足消费者个性化需求。并顺应消费者绿色环保理念提升的趋势，推出电动越野摩托车产品，有望抓住市场机遇，在 2024-2026E 带来新增长。考虑到越野摩托车仍处于发展初期、不确定性较大，我们预计 2024E/2025E/2026E 越野摩托车业务营业收入同比+35%/+20%/+15%至 2/2/2 亿元，业务稳健增长，预计毛利率可达 36%/36%/36%。

表 24：涛涛车业各业务 2022-2026E 收入预测表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1766	2144	3133	4009	4968
YoY	-12%	21%	46%	28%	24%
毛利率	36%	38%	37%	37%	36%
电动滑板车					
营业收入	687	718	804	885	955
YoY	7%	5%	12%	10%	8%
毛利率	41%	42%	43%	43%	43%
电动平衡车					
营业收入	290	296	325	351	372
YoY	24%	2%	10%	8%	6%

毛利率	35%	35%	35%	35%	36%
电动自行车					
营业收入	78	165	277	429	622
YoY	81%	111%	68%	55%	45%
毛利率	45%	45%	45%	46%	46%
高尔夫球车					
营业收入		79	510	816	1102
YoY		37%	550%	60%	35%
毛利率		28%	29%	29%	29%
其他电动车					
营业收入	10	22	23	24	25
YoY	3%	121%	5%	5%	5%
毛利率	40%	22%	22%	23%	23%
全地形车					
营业收入	512	620	900	1170	1520
YoY	-34%	21%	45%	30%	30%
毛利率	34%	34%	34%	35%	35%
越野摩托车					
营业收入	30	123	165	199	228
YoY	-75%	303%	35%	20%	15%
毛利率	30%	35%	36%	36%	36%
其他					
营业收入	158	123	129	135	142
YoY	-16%	-22%	5%	5%	5%
毛利率	18%	35%	35%	35%	35%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

我们认为，2024E 随着公司收入快速增长，销售/研发/管理费用营收占比将有所下降，三费占比营收估计为 22%，后续随公司采取更多管控措施后，2025E 及以后三费营收占比有望维持在 21%-22%左右。

表 25：涛涛车业 2022-2026E 销管研费用表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销管研费用	390	496	689	865	1059
销售费用	254	315	407	513	631
管理费用	72	93	144	180	219
研发费用	64	88	138	172	209
销管研费用率	22%	23%	22%	22%	21%
销售费用率	14%	15%	13%	13%	13%
管理费用率	4%	4%	5%	5%	4%
研发费用率	4%	4%	4%	4%	4%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

我们预测 2024E/2025E/2026E 年营业总收入分别约为人民币 31 亿元/40 亿元/50 亿元(对应同比增速 46%/28%/24%)，归母净利润分别约为人民币 4 亿元/5 亿元/7 亿元(对应同比增速 51%/29%/23%)。

5.3.5 估值水平与投资评级

我们采用相对估值法对涛涛车业进行估值，公司主营业务为电动平衡车、电动滑板车及全地形车等业务，后续主要业务增长点来自国内外产品放量及产品结构提升。由此，我们选定了主营业务为摩托车或全地形车的可比公司：钱江摩托、春风动力、九号公司-WD，当前可比公司的估值均值为 2025 年 19 倍 PE。涛涛车业当前股价对应 2025 年 14 倍 PE。

表 26：涛涛车业可比公司估值比较

证券名称	证券代码	当前股价(元)	EPS(元)			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
钱江摩托	000913.SZ	17.88	1.13	1.39	1.67	16	13	11
春风动力	603129.SH	188.67	9.24	11.71	14.50	20	16	13
九号公司-WD	689009.SH	62.01	15.16	22.75	30.54	41	27	20
行业平均						26	19	15
涛涛车业	301345.SZ	69.08	3.91	5.05	6.21	18	14	11

资料来源：wind，光大证券研究所整理（注：股价日期为 2025/03/25；涛涛车业 2024-2026 年 EPS 来自光大证券研究所预测，钱江摩托、春风动力、九号公司-WDEPS 来自 wind 一致性预期，其中九号公司-WD 2024 年 EPS 来自业绩快报；1 份九号公司-WD 相当于 0.1 股基础证券）

投资评级

我们预测 2024E/2025E/2026E 涛涛车业归母净利润约人民币 4/5/7 亿元(对应同比增速 51%/29%/23%)。鉴于涛涛车业电动平衡车、电动滑板车等两轮车增速较快，全地形车正处于起量当中，长期成长天花板较高，首次覆盖涛涛车业(301345.SZ)，给予“增持”评级。

表 27：涛涛车业盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,766	2,144	3,133	4,009	4,968
营业收入增长率	-12.49%	21.44%	46.12%	27.94%	23.93%
归母净利润（百万元）	206	280	425	549	674
归母净利润增长率	-15.00%	35.95%	51.45%	29.20%	22.85%
EPS（元）	2.52	2.57	3.91	5.05	6.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.63%	9.53%	13.28%	15.72%	17.57%
P/E	27	27	18	14	11
P/B	5.9	2.6	2.4	2.1	2.0

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间：2025/03/25

风险提示

国际贸易摩擦与政策风险、公司海外产能爬坡不及预期、汇率波动、下游需求不及预期。

6、风险分析

- 1) **终端需求下滑超预期。**由于全地形车产品可选消费属性较强，终端需求与宏观经济走势息息相关，如果宏观经济走势出现大幅波动，导致全地形车终端需求下滑超预期。
- 2) **市场竞争加剧超预期。**行业竞争进一步加剧，可能会导致局部价格战，进而影响行业的利润水平。
- 3) **关税及海运费超预期。**海外主要市场加征关税超预期、国际海运费上涨超预期，对国内企业全球份额会形成冲击并影响国内企业的利润水平。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP