

2024年03月25日
 春风动力(603129.SH)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

摩托车及其他 II

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

154元

股价(2024-03-25)

117.80元

交易数据

总市值(百万元) 17,723.50

流通市值(百万元) 17,723.50

总股本(百万股) 150.45

流通股本(百万股) 150.45

12个月价格区间 81.1/169.31元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.1	11.5	8.4
绝对收益	24.1	16.9	-4.0

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

相关报告

布局高端, 走向全球

深耕全地形车与中大排摩托车, 全球化助力公司高成长。公司是国内全地形车和中大排摩托车龙头, 其中: 1) 全地形车主要外销欧美市场, 公司已成为欧洲市占率第一, 并深挖美国市场, U/Z 系列在美国市场的销量快速提升; 2) 中大排摩托车从内销为主转向内外销并重, 公司于 2022 年重返美国市场, 逐步完善海外产品及渠道布局, 有望打造公司全新增长曲线。

公司发力高端全地形车产品, 打开长期成长空间。2023 年, 全球全地形车销量约为 95.5 万台, 其中 UTV & SSV 销量约为 65 万台, 我们预计到 2030 年, 全地形车全球规模有望达 144 亿美元 (其中 UTV & SSV 规模占比约 81%), 2023~2030 年期间的 CAGR 约为 4.7%。全地形车行业的主要参与者包括北极星、庞巴迪、本田等, 行业集中度较高, CR2 超过 60%, 2023 年公司市占率在 9.3% 左右。公司深耕全地形车行业近二十年, 在发动机、车架等领域形成了较强的技术积累, 并持续完善产品、渠道布局。公司 ATV 产品已成为欧洲市占率第一, 未来公司将加速高端产品领域的布局, 并加快新产品的投放速度, 这些新产品与竞品相比, 动力更强、配置更高, 具有很强的竞争优势, 未来高端产品市占率有望持续提升。我们预计到 2030 年, 公司全地形车的全球市占率有望达 15%。

深耕中大排摩托车, 产品出海打造全新增长曲线。过去几年国内中大排摩托车渗透率快速提升, 2023 年销量达 52.4 万台 (内销 32.6 万+出口 19.8 万台)。参考日本摩托车行业成长历史, 我们预计我国中大排摩托车销量 2030 年有望达 150 万台, 其中内销约 80 万台。中大排摩托车行业的主要壁垒在于技术、品牌、设计等综合实力, 目前国内主要参与者是钱江、春风和隆鑫, 三家份额合计超过 50%。公司深耕中大排摩托车多年, 积累深厚, 强大的产品打磨能力是公司的核心特质, 过往推出的新产品成功率很高。2023 年公司中大排内销销量达 3.9 万台, 市占率达 11.8%, 同比提升 6pct。未来, 公司将推出更多有竞争力的车型, 市占率有望持续提升。公司中大排摩托车产品力强, 全球化已取得优异成绩, 2023 年出口销量达 4.1 万台, 同比增长 28.2%。全球中大排摩托车市场空间大, 公司全球市占率相对较低, 仍有较大成长空间, 随着公司逐步完善海外产品与渠道布局, 出口销量有望维持高速增长。

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入-A”评级。公司加速布局高端 U/Z 系列、积极推动中大排摩托出海, 未来有望持续高增长。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 10.3/11.6/15.2 亿元, 对应当前市值, PE 分别为 17.1/15.3/11.6 倍。首次覆盖, 给予“买入-A”评级, 给予 2024 年 20 倍 PE, 对应 6 个月目标价 154 元/股。

风险提示: 新车上市节奏不及预期、汇率及运费等外部环境变化风险、中美贸易环境变化风险、盈利预测及假设不及预期的风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	78.6	113.8	122.7	151.7	187.4
净利润	4.1	7.0	10.3	11.6	15.2
每股收益(元)	2.74	4.66	6.88	7.71	10.14
每股净资产(元)	24.17	28.00	32.75	38.13	45.21

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	43.1	25.3	17.1	15.3	11.6
市净率(倍)	4.9	4.2	3.6	3.1	2.6
净利润率	5.2%	6.2%	8.4%	7.6%	8.1%
净资产收益率	11.3%	16.7%	21.0%	20.2%	22.4%
股息收益率	0.7%	1.2%	1.8%	2.0%	2.6%
ROIC	-75.9%	-61.9%	-152.0%	-215.3%	-245.2%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 录

1. 全地形车及中大排摩托车龙头，全球化助力公司高成长.....	5
1.1. 深耕全地形车及中大排摩托车，积极推进全球化布局.....	5
1.2. 实控人家族持股比例较高，公司多次实施股权激励.....	7
1.3. 盈利能力持续修复，营收有望恢复高增长.....	8
2. 公司发力高端全地形车产品，打开长期成长空间.....	8
2.1. 总量增长+结构升级，2030 年全地形车行业规模有望超千亿.....	8
2.1.1. 全地形车行业结构升级，UTV & SSV 销量占比持续提升.....	8
2.1.2. 全球总量稳中有增，2030 年行业规模有望达 144 亿美元.....	9
2.2. 全地形车行业格局有望进一步向头部集中.....	11
2.3. 多年深耕全地形车行业，实现厚积薄发.....	12
2.3.1. 历史复盘：深耕行业多年，实现全球化布局.....	12
2.3.2. 公司在品牌、技术、渠道领域积累深厚.....	14
2.4. 积极拓展 U/Z 系列，2030 年全球市占率有望达 15%.....	16
2.4.1. 加速布局中高端产品，市占率有望持续提升.....	16
2.4.2. 2024 年新品&改款竞争力强，销量有望迎来拐点.....	20
2.5. 全地形车小结.....	22
3. 深耕中大排摩托车，产品出海打造全新增长曲线.....	22
3.1. 中大排摩托车：以欧美市场为鉴，国内市场正处于快速成长期.....	23
3.1.1. 欧美日：中大排摩托车已成为市场主流.....	23
3.1.2. 国内：中大排摩托车加速渗透，2030 年销量有望达 150 万台.....	23
3.2. 国内中大排摩托车行业格局有望进一步向头部集中.....	25
3.3. 公司摩托车产品竞争力强，市占率有望持续提升.....	27
3.3.1. 公司品牌认可度高，产品打磨能力强.....	27
3.3.2. 持续推出潜力爆款，国内业务有望持续增长.....	30
3.4. 公司积极推动中大排出海，有望打造全新增长曲线.....	32
3.5. 纯电品牌 ZEEHO 极核有望迎来成长拐点.....	34
3.6. 中大排摩托车小结.....	36
4. 盈利预测及估值分析.....	36
5. 风险提示.....	37

目 录

图 1. 公司近五年主营业务收入结构（亿元）.....	5
图 2. 公司近五年主营业务收入占比.....	5
图 3. 春风动力成长历程.....	6
图 4. 春风动力的全球布局.....	6
图 5. 春风动力股权结构图.....	7
图 6. 公司近五年营收及同比增速.....	8
图 7. 公司近五年综合毛利率与净利率.....	8
图 8. 2006~2023 年全球 ATV、UTV & SSV 销量.....	9
图 9. 2006~2023 年全球 UTV & SSV 销量占比持续提升.....	9
图 10. 2006~2023 年全球全地形车总销量.....	10
图 11. 近五年北美全地形车销量占全球的比例超过 80%.....	10
图 12. 2030 年全球全地形车行业规模有望达 144 亿美元.....	10
图 13. 2018 年全球 UTV & SSV 行业格局（销量口径）.....	11



图 14. 2018 年全球 ATV 行业格局（销量口径）	11
图 15. 2018~2023 年部分厂商市占率测算（规模口径）	11
图 16. 春风动力全地形车在全球多地均有布局	13
图 17. 春风动力全地形车总销量及同比增速	14
图 18. 公司及行业内其他竞争对手的研发费用率对比	15
图 19. 公司历年新增专利数量变化	15
图 20. 春风动力及北极星在 UTV 领域的产品布局对比（1000cc 排量段）	19
图 21. 春风动力及北极星在 SSV 领域的布局对比（900~1000cc 排量段）	19
图 22. 公司 2018 年至 2023 年全地形车业务的全球市占率	20
图 23. 欧洲 2016 年 500cc 以上摩托车占比超过 30%	23
图 24. 北美 2019 年 250cc 以上摩托车占比超过 90%	23
图 25. 日本 1980~2022 年摩托车销量结构	23
图 26. 日本 1980~2022 年中大排摩托车销量及渗透率	23
图 27. 中国 2019~2023 年两轮摩托车销量	24
图 28. 中国 2019~2023 年中大排（排量>250cc）摩托车销量	24
图 29. 国内及日本每 1 万 15~64 岁人口对应中大排销量	25
图 30. 国内及日本 15~64 岁人口占比	25
图 31. 2021 年全球摩托车行业市场份额分布（销售规模口径）	26
图 32. 2022 年国内中大排摩托车行业格局	26
图 33. 2023M1-11 国内中大排摩托车行业格局	26
图 34. 公司国内在售及发布的两轮车产品矩阵	31
图 35. 春风动力 2024 年将推出的新车型 500SR	31
图 36. 春风动力 2024 年将推出的新车型 675SR	31
图 37. 公司 2019~2023 年中大排内销销量	32
图 38. 国内 2019~2023 年中大排内销销量	32
图 39. 公司 2019~2023 年中大排出口销量	34
图 40. 国内 2019~2023 年中大排出口销量	34
图 41. 2024 极核品牌战略发布会	34
图 42. 极核品牌在售车型及细分种类	35
图 43. 极核终端门店布局情况	36
表 1: 公司主要产品	5
表 2: 公司 2018 年~2022 年的股权激励计划	7
表 3: ATV、UTV & SSV 的产品介绍及对比	9
表 4: 全地形车行业的主要参与者及相关背景	12
表 5: 公司过往成长历程中的重要事件	13
表 6: 春风动力与北极星、庞巴迪等部分竞品的发动机参数对比	15
表 7: 春风动力与北极星的全地形车经销商数量对比	16
表 8: 公司 2017 年至 2024 年每年在美国市场投放的新产品	16
表 9: 美国市场春风 UFROCE 1000 和北极星 RANGE 1000 部分型号配置对比	17
表 10: 美国市场春风 ZFORCE 950 H. O. EX 和北极星 RZR TRAIL 配置对比	18
表 11: 美国市场春风 ZFORCE 950 SPORT 4 和北极星 RZR XP 4 1000 配置对比	20
表 12: 美国市场春风 CFORCE 1000 TOURING 和北极星 SPORTSMAN TOURING XP 1000 TRAIL 配置对比	21
表 13: UFORCE 1000 XL 2022 款和 2024 款配置信息对比	22



表 14: 国内主要中大排品牌在产品、技术、品牌与渠道的对比.....	27
表 15: 摩托车品牌排行榜榜单 (2024. 2. 6)	27
表 16: 公司历年来的两轮车新品上市时间整理.....	28
表 17: 250cc 排量仿赛代表车型配置对比.....	29
表 18: 400~450cc 排量仿赛代表车型配置对比.....	30
表 19: 公司中大排摩托车内销成长空间测算.....	32
表 20: 春风动力在美国两轮车市场上的主要产品布局及相关参数.....	32
表 21: 春风动力及本田、雅马哈、哈雷戴维森在北美燃油摩托车产品对比.....	33
表 22: 极核品牌在售车型及相关信息.....	35
表 23: 春风动力分产品拆分及预测.....	37
表 24: 春风动力可比公司估值表 (截止 2024 年 3 月 20 日收盘价)	37

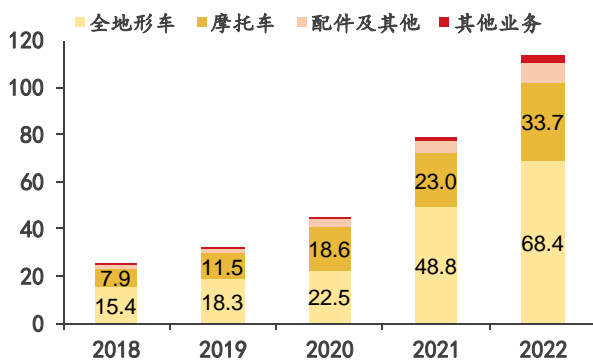
1. 全地形车及中大排摩托车龙头，全球化助力公司高成长

1.1. 深耕全地形车及中大排摩托车，积极推进全球化布局

公司是国内全地形车及中大排摩托车行业龙头，其中：1) 全地形车产品包括 ATV 以及中高端 U/Z 系列，主要外销欧美市场，公司目前在欧洲市场的市占率已成为第一，并深入挖掘美国市场，U/Z 系列在美国市场的销量快速提升；

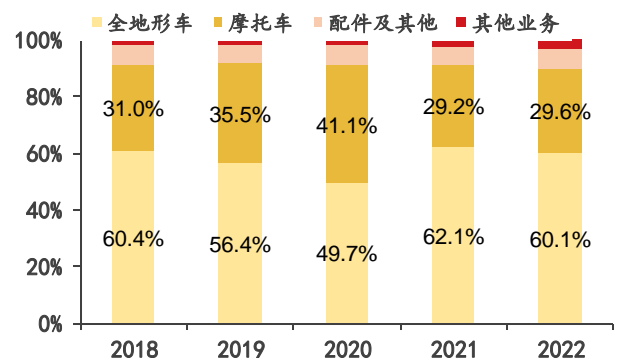
2) 摩托车产品覆盖各排量段及类型，公司主攻 250cc 以上中大排量细分赛道，市占率长期处于国内前三，品牌优势显著。公司持续推出具备爆款潜力的新品，并积极推动中大排摩托车出海，有望打造全新增长曲线。

图1. 公司近五年主营业务收入结构 (亿元)















资料来源：公司公告、国投证券研究中心




图2. 公司近五年主营业务收入占比



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

表1: 公司主要产品

产品种类	细分类型	排量段	部分产品型号	零售价 (元)	图例
全地形车	ATV	110~1000cc	CFORCE 110、CFORCE 1000 等	6899~79800	
		BEV	CFORCE EV110	18800	
	UTV	550~1000cc	UFORCE 550、UFORCE 1000 等	62800~99800	
	SSV	600~1000cc	ZFORCE 600、ZFORCE 1000 等	49800~96800	
摩托车	仿赛	250~675cc	在售：250SR、450SR 即将上市：500SR、675SR	15980~33980	
		150~800cc	150NK、450NK、800NK 等	11980~49980	
	街车	BEV	C!TY SPORT、C!TY FUN 等	8980~14299	
	巡航	250~450cc	在售：450CL-C 即将上市：250CL-C	27980	
	复古	250~700cc	250CL-X、700CL-X	18980~49800	
	旅行	400~1250cc	400GT、650TR-G、1250TR-G 等	33800~109980	
	拉力	450~800cc	650MT、800MT、450MT	43800~58680	
	MINI	125cc	XO 狒狒	6880~10680	

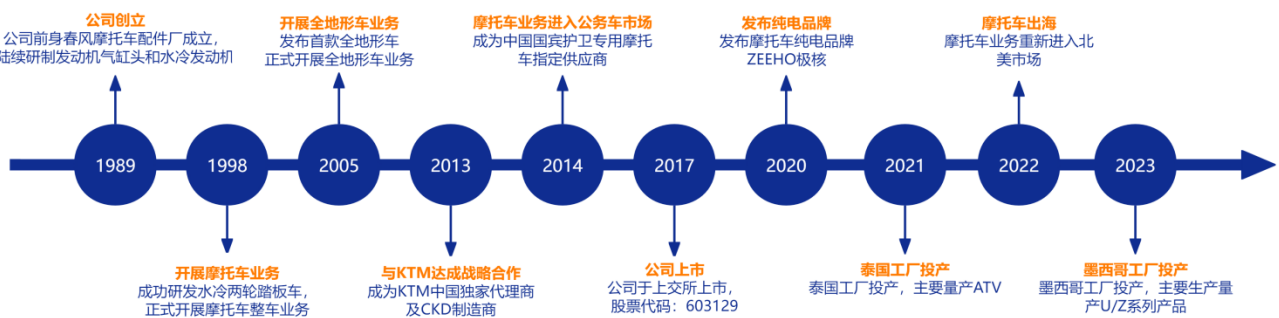
	BEV	Papio Nova	25380~26980	
踏板	150cc	即将上市: 150SC	/	
	BEV	AE6、AE8	4699~22980	

资料来源: 公司官网、国投证券研究中心

深耕摩托车及全地形车业务。1989年,公司前身春风摩托配件厂正式成立,从发动机核心部件气缸头起步,逐步向下游发动机拓展。公司于1998年成功研发水冷两轮踏板车,正式开启摩托车整车业务;2005年,公司发布首款全地形车 CFMOTO ATV500,正式开启全地形车业务。历经多年耕耘,公司逐步成长为国内全地形车及中大排摩托车行业龙头,并于2017年上市。

公司积极推动全球化布局。公司全球化业务起步较早,2007年便已在美国成立了首个海外子公司。公司积极推动全地形车业务的本地化生产,泰国和墨西哥工厂分别于2021年、2023年投产,有望助力公司进一步拓展国际市场;摩托车业务从内销为主转向深耕国内与拓展海外并重,于2022年重新进入北美市场,目前正逐步完善海外产品矩阵及渠道布局。

图3. 春风动力成长历程



资料来源: 公司官网、国投证券研究中心

图4. 春风动力的全球布局



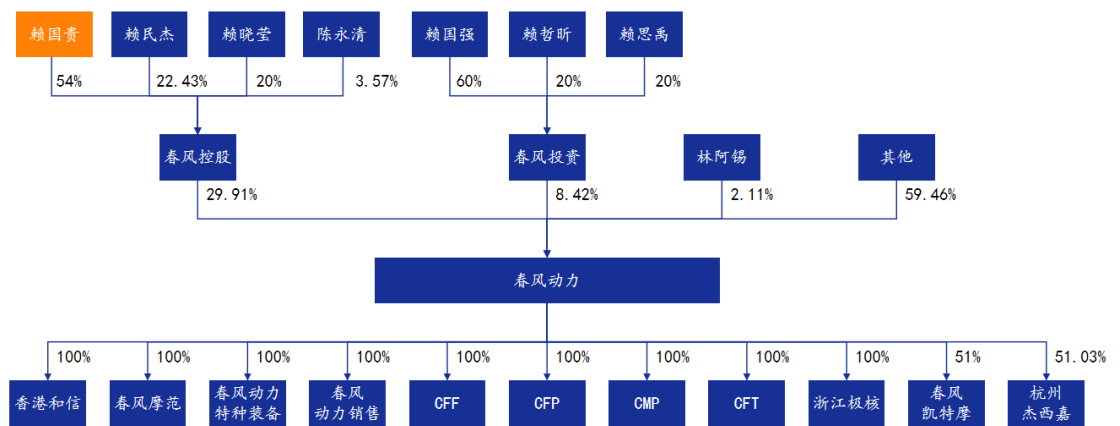
资料来源: 懂车帝、公司公告、国投证券研究中心

1.2. 实控人家族持股比例较高，公司多次实施股权激励

实控人家族持股比例较高。实控人家族直接或间接合计持有公司约 37.4% 的股权，其中：公司控股股东春风控股持有公司 29.91% 的股权，其持股人包括公司董事长赖国贵（实际控制人）、总经理赖民杰（赖国贵之子）、赖晓莹（赖国贵之女）等；第二大股东春风投资持有公司 8.42% 股权，其持股人包括赖国强（赖国贵之弟）、赖哲昕、赖思禹；林阿锡（赖国贵之姐夫）直接持有公司 2.11% 股权。

公司重要子公司包括：1) 春风凯特摩是公司 与奥地利 KTM 的合资公司，公司持股 51%，主要生产并销售“CFMOTO”、“KTM”、“KTMR2R”等多种型号产品；2) CFF 和 CFF 负责北美市场的开拓和运营；3) CFT 负责泰国工厂的生产，主要生产 ATV；4) CMP 负责墨西哥工厂的生产，一期产能 5 万台。

图5. 春风动力股权结构图



资料来源：wind、国投证券研究中心

公司多次实施股权激励计划。公司 2018 年~2022 年期间共实施五次股权激励计划，最近一期的股权激励计划是 2022 年 12 月。公司于 2022 年 12 月 5 日向 544 名核心管理与技术人员授予 106.02 万份股票期权，占授予时总股本的 0.71%，行权价格为 112.90 元/股，第一个行权期的业绩考核目标是 2022 年的营业收入不低于 98.27 亿元，第二个行权期的业绩考核目标是 2022 年及 2023 年两年的营业收入累计不低于 206.75 亿元。

表2: 公司 2018 年~2022 年的股权激励计划

授权日	股票期权数量 (万股)	行权价 (元/股)	授予对象	授予 人数	占授予时总股 本的比例
2018 年 5 月 23 日	126.3	11.91	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	215	0.95%
2019 年 5 月 24 日	287.4	23.33	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	322	2.60%
2019 年 11 月 18 日	50.1	28	副总经理杨国春和核心管理及技术（业务）人员	68	0.37%
2021 年 12 月 3 日	251.6	121.09	核心管理及技术（业务）人员	749	1.68%
2022 年 12 月 5 日	106.02	112.9	核心管理及技术（业务）人员	544	0.71%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

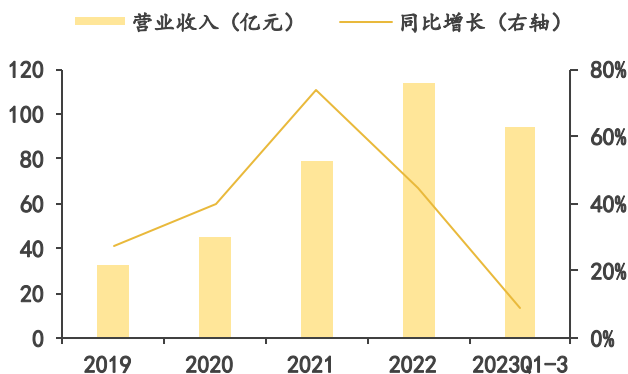
1.3. 盈利能力持续修复，营收有望恢复高增长

公司营收短期承压：公司 2023 年前三季度实现营收 93.9 亿元，同比增长 8.8%，其中第三季度实现营收 28.8 亿，同比减少 22.7%，我们认为主要是由于：1) 北美市场受加息等因素影响，消费意愿走弱；2) 全地形车 24 款车型延迟发布；3) 海外清库存影响。

公司盈利能力持续修复：公司毛利率 2021 年~2023 年期间持续修复，2023 年前三季度实现综合毛利率 32.92%，同比增长 9.31 pct，我们认为主要是由于：1) 汇兑影响，美元兑人民币汇率自 2022 年初以来持续提升，2023 年 10 月美元兑人民币汇率为 7.18，相比 2022 年 1 月提升 13.1%；2) 原材料价格及海运费逐步回落，钢材、铝锭、塑料、橡胶等主要原材料的价格以及海运费自 2022 年疫情缓解后逐步下降；3) 规模效应；4) 产品结构改善，主要是高附加值 UZ 系列及中大排摩托车销量提升。

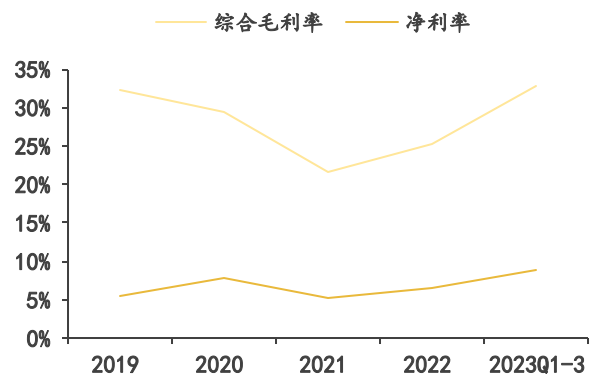
公司营收有望恢复高增长，盈利能力有望保持在较高水平。公司是国内全地形车及中大排摩托车行业龙头，近几年积极推动全地形车 UZ 系列的放量、中大排摩托车产品矩阵的完善与出海。我们认为，未来随着公司产品结构的改善，以及海外工厂产能逐步爬坡，公司营收有望恢复高增长，毛利率有望维持在较高水平。

图6. 公司近五年营收及同比增速



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图7. 公司近五年综合毛利率与净利率



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

2. 公司发力高端全地形车产品，打开长期成长空间

2.1. 总量增长+结构升级，2030 年全地形车行业规模有望超千亿

2.1.1. 全地形车行业结构升级，UTV & SSV 销量占比持续提升




全地形主要分为 ATV、UTV & SSV，其中 UTV & SSV 的舒适性、安全性更好。全地形车是一种用于非高速公路行驶的，适合所有地形的四轮交通用具，越野性能好，集方便实用和休闲娱乐为一体，适合在沙滩、山路、丛林等复杂地形驾驶，可应用于户外作业、运动休闲、抢险救援、地质勘探等众多场景。全地形车主要分为 ATV、UTV & SSV 三类，其中 UTV & SSV 由于搭载防滚架、安全带等防护措施，相较于 ATV 更舒适、更安全，售价也更高：

1) **ATV (All Terrain Vehicle)**：全地形四轮越野机车，ATV 的特点是把式操控，一般没有顶棚和防滚架，小巧轻便，主要应用于越野；

2) **UTV (Utility Vehicle)**：俗称农夫车，其特点是方向盘操控，并且有防滚架、安全带等防护设施，广泛应用于农场、沙滩、矿山、山区等场景；

3) SSV (Side by Side Vehicle)：SSV 源于 UTV，UTV 兼顾载货，SSV 更加偏重户外探险能力，一般拥有更大的引擎排量、更先进的避震，主要应用于越野。

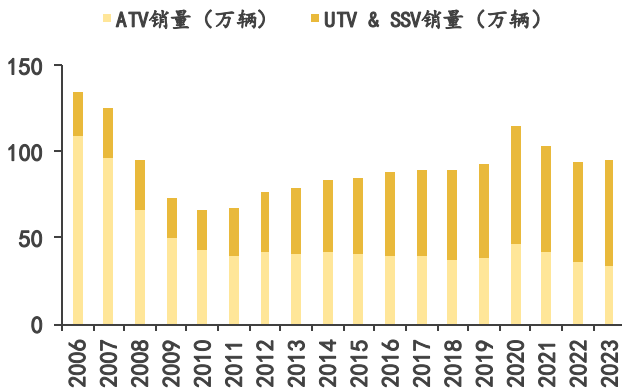
表3: ATV、UTV & SSV 的产品介绍及对比

产品类型	ATV	UTV	SSV
产品样式			
驾驶方式	全开放式结构，使用摩托车的发动机及摩托车方向把手，依靠身体力量驱动转向	半封闭式驾驶室，方向盘操控，后部有开放式车箱	半封闭式驾驶室，方向盘操控，后部无开放式车箱
使用用途	偏重娱乐性	偏重实用性，最初定位是农业和林业生产使用的工具车	娱乐性强
价格带布局	偏低	较高	最高
优势	价格较低	安全性较强，能够进行相关工具运输	安全性较强，越野性能较强
劣势	搭载人数较少；安全性不足	越野性能较弱；价格更高	工具属性较弱；价格更高

资料来源：公司招股说明书、懂车帝、国投证券研究中心

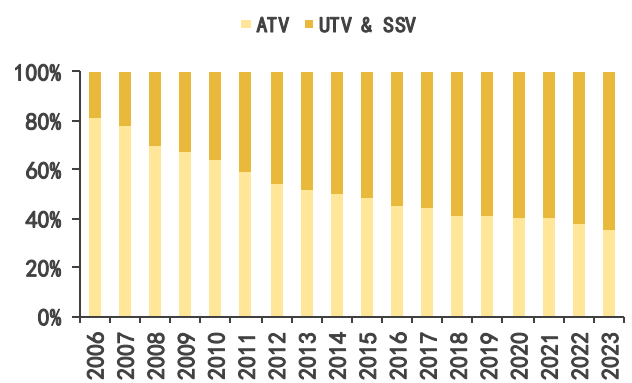
行业结构升级，UTV & SSV 占比持续提升。随着居民收入水平提高、生活方式的转变，以及全地形车行业技术成长，消费者对全地形车的外观设计、整车性能、安全性和舒适性等有了更高的要求，UTV & SSV 的销量占比持续提升。2023 年，全球 UTV & SSV 的销量占比已达 65%，相比 2018 年增加 6 个百分点。我们认为，UTV & SSV 的舒适性与安全性显著优于 ATV，并且 UTV 具备较强的载货属性，未来随消费升级以及技术迭代趋势影响，UTV & SSV 的销量占比有望持续提升。此外，北极星、庞巴迪、春风动力等优秀厂商持续推出 UTV & SSV 新品，优质供给不断增加，有望进一步推动 UTV & SSV 销量占比提升。

图8. 2006~2023 年全球 ATV、UTV & SSV 销量



资料来源：北极星年报、国投证券研究中心

图9. 2006~2023 年全球 UTV & SSV 销量占比持续提升



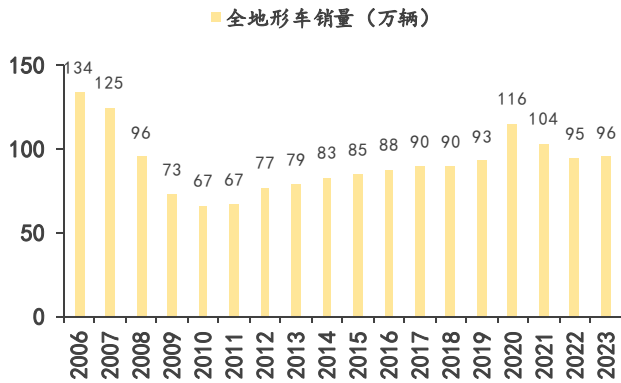
资料来源：北极星年报、国投证券研究中心

2.1.2. 全球总量稳中有增，2030 年行业规模有望达 144 亿美元

全球全地形车销量有望实现稳中有增。全地形车的销售主要集中在北美市场和欧洲市场，尤其是北美市场：2018~2023 年，北美市场全地形车的销量占全球销量的比例超过 80%，此外，北美市场 UTV & SSV 的销量占全球销量的比例甚至超过 90%。从总量来看，全球全地形车销量近十年保持在 90~100 万台左右，2020 年增加较多主要是由于疫情影响，消费者更加偏向于室外相对独立的娱乐活动；2021 年后疫情影响逐步减弱，全地形车销量逐步回落至正常水平，2023 年全球全地形车销量为 95.5 万台，同比增长 1.1%。我们认为，未来全地形车销量有望实现稳中有增，主要在于：1) 海外市场：随着全球经济成长与消费水平提高，消费者对娱乐方式提出了更高需求，越来越多的消费者愿意尝试户外动力运动类项目；2) 国内市场：

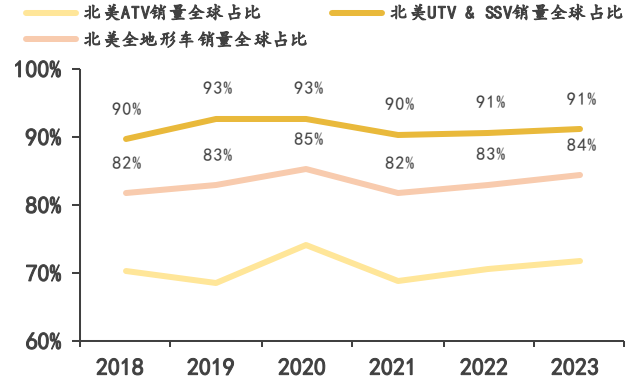
国内全地形车从 2008 年开始起步，随着居民收入水平提高，中产人群不断扩大、其生活方式的逐步升级，预计未来全地形车国内销量有望逐步增长。

图10. 2006~2023 年全球全地形车总销量



资料来源：北极星年报、国投证券研究中心

图11. 近五年北美全地形车销量占全球的比例超过 80%



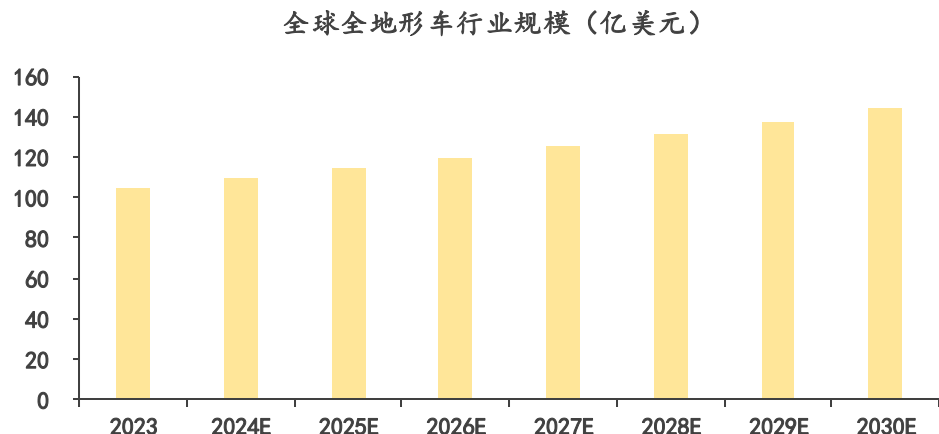
资料来源：北极星年报、国投证券研究中心

我们预计 2030 年全球全地形车行业规模有望达 144 亿美元，2023~2030 年期间的 CAGR 约为 4.7%。随着全球经济成长、居民收入水平提高，以及全地形车行业技术成长，我们预计未来全球全地形车销量有望实现稳中有增（并且还存在着国内市场快速增长的预期），UTV & SSV 的销量占比有望持续提升，具体假设如下：

- 1) 2023 年 ATV 销量约为 33.5 万台，过去五年与过去十年的复合增速均为-2%，我们假设未来 ATV 有望逐步被安全性、舒适性更高的 UTV & SSV 替代，2023~2030 年 ATV 的销量每年降低 2%；
- 2) 2023 年 UTV & SSV 销量约为 62 万台，过去五年的复合增速为 3.2%，过去十年的复合增速为 4.9%，我们假设未来 UTV & SSV 销量仍将继续增长，部分增量来自新消费者，部分增量来自 ATV 的消费升级，2023~2030 年 UTV & SSV 的销量每年增长 3%；
- 3) 参考北极星、庞巴迪、春风动力等厂商在售产品的售价，我们估算 2023 年 ATV 与 UTV & SSV 的平均售价在 8 千和 1.25 万美元左右，近几年各厂商持续推动配置升级，产品售价不断提升，以北极星 RXR XP 1000 为例，2020 款起售价为 18,599 美元，而 2024 款起售价则为 20,999 美元，我们假设 2023~2030 年 ATV 与 UTV & SSV 的平均售价每年提高 200 和 400 美元。

我们估算到 2030 年，全球全地形车销量有望达 105.4 万台，其中 ATV 销量为 29.1 万台，UTV & SSV 的销量为 76.3 万台；行业规模有望达 144 亿美元，其中 ATV 行业规模为 26.7 亿美元，UTV & SSV 的行业规模为 117.2 亿美元。

图12. 2030 年全球全地形车行业规模有望达 144 亿美元



资料来源：北极星年报、北极星官网、春风动力官网、国投证券研究中心测算

2.2. 全地形车行业格局有望进一步向头部集中

北极星、庞巴迪双足鼎立，全地形车行业市场集中度较高。全地形车行业的主要壁垒在于品牌、技术（发动机、车架、轻量化技术等），渠道（经销商的数量与质量、物流、售后等），环保与安全认证（排放、乘坐人员的安全防护）等。目前全球全地形车行业的主要参与者包括北极星、庞巴迪、本田、雅马哈、春风动力等，根据北极星、庞巴迪、春风动力的历年年报数据，以及 2.1.2 章节中测算的行业规模，我们大致估算出：2023 年北极星的市占率约为 35.4%，庞巴迪的市占率约为 28.9%（2022 年市占率数据，公司尚未披露 2023 年收入），春风动力的市占率约为 9.3%（根据我们对公司 2023 年收入预测）。

图13. 2018 年全球 UTV & SSV 行业格局（销量口径）

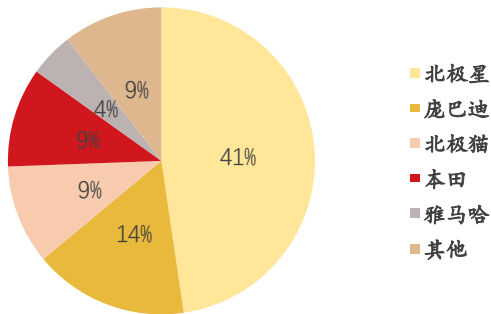
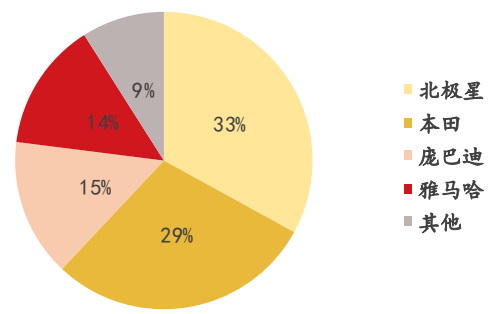


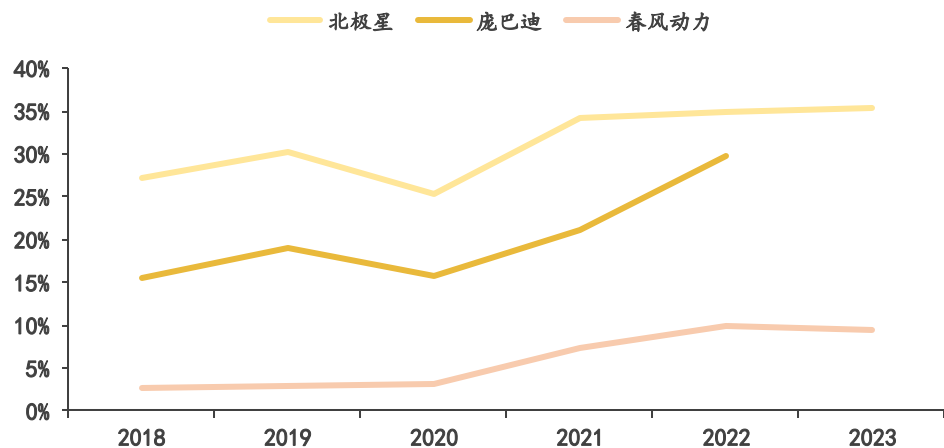
图14. 2018 年全球 ATV 行业格局（销量口径）



资料来源: statista、国投证券研究中心

资料来源: statista、国投证券研究中心

图15. 2018~2023 年部分厂商市占率测算（规模口径）



资料来源: 北极星&庞巴迪&春风动力年报、国投证券研究中心测算

北极星：多年稳居行业龙头，产品、渠道布局完善。北极星于 1954 年成立于美国明尼苏达州，从雪地摩托车领域起家，专注于打造满足消费者户外休闲娱乐的运动车辆，具体产品包括全地形车（包括 ATV 及 UTV）、雪地摩托车、美式巡航摩托车、浮筒和甲板船等。历经多年成长，公司全地形车业务已多年稳居行业龙头：产品矩阵较为丰富，旗下品牌 Outlaw（童车）、Sportsman（运动家）、General（将军）、Ranger（游侠）、RZR（剃刀）覆盖不同的细分市场，车型合计达 107 款，产品售价覆盖 2,999~32,999 美元；渠道布局较为完善，在北美共拥有 1400 多家经销商，在北美之外的国际市场拥有 1100 多家经销商。

庞巴迪：成长势头强劲，近几年市占率持续提升。庞巴迪于1942年成立于加拿大魁北克省，从雪地摩托车领域起家，后陆续拓展摩托车、摩托艇、全地形车等新产品，期间还通过收购成长了航空航天、轨道交通等业务。2003年，原CAN-AM从集团中剥离，成立BRP（庞巴迪动力），专注于动力运动产品，目前旗下品牌包括Can-Am公路摩托车与全地形车、SeaDoo水上摩托艇、Ski-Doo雪地摩托车等。近几年公司成长势头强劲，2022年综合市占率达35%，同比增长10个百分点，其中ATV北美市占率排名第三（市占率同比增加2个百分点），UTV & SSV北美市占率排名第二（市占率同比增加7个百分点）。2022年，公司发布Outlander中排量ATV平台，而中排量ATV占ATV行业总量的近50%，全地形车业务有望迎来进一步成长。

春风动力：积极拓展UTV & SSV高端产品，市占率有望加速增长。春风动力于1989年成立于浙江温州，从摩托车发动机配件起家，后逐步拓展摩托车发动机、摩托车整车业务。2005年，公司发布首款全地形车CFMOTO ATV500，正式开启全地形车业务。公司全地形车业务主要出口北美及欧洲市场，目前已成为欧洲全地形车市占率第一名。公司全地形车产品起初以ATV为主，近几年公司积极拓展UTV & SSV高端产品，并加大美国市场经销网点的铺设，2023年上半年新增渠道31家，累计渠道达585家，未来市占率有望加速提升。

表4：全地形车行业的主要参与者及相关背景

主要参与者	相关介绍	所属国家	成立时间	主要品牌	渠道布局
北极星	北极星生产全地形车及其零件，通过经销商等渠道实现产品销售	美国明尼苏达	1954年	Outlaw是为青少年提供的小排量ATV，General是工作娱乐兼用的UTV产品，Sportsman负责中大排量ATV，Ranger负责工作用UTV产品，RZR负责娱乐竞技类SSV产品	公司全地形车在北美拥有1400多家经销商，在北美之外拥有1100多家经销商
庞巴迪	庞巴迪定位高端市场，主要在加拿大和美国销售全地形车	加拿大	1942年	CAN-AM品牌包括ON-ROAD业和OFF-ROAD业务，其中OFF-ROAD为全地形车	总共2950多个经销商，在北美、欧洲、澳洲等多个国家地区布局工厂
雅马哈	雅马哈是日本最大的机车制造商之一，推出Grizzly系列等全地形车	日本	1955年	Raptor主要是运动型ATV，Grizzly是实用型ATV，YZX负责运动型UTV，Wolverine负责实用型UTV	在200多个国家有布局，海外销售占比高
川崎	川崎是日本最大的重工业制造商，全地形车产品主要有Brute Force系列等	日本	1896年	Brute Force负责中大排量ATV，KFX负责小排量ATV，TERYX偏运动休闲类的UTV & SSV，MULE是兼有实用和休闲用途的UTV	在亚洲14个国家、欧洲35个国家以及北美12个国家均有布局
北极猫	北极猫是一家休闲、公用和专业级雪地车和全地形车制造商	美国明尼苏达	1982年	Alterra品牌主要是ATV产品，MudPro专门负责泥地车产品，HDX系列专注于户外作业用途的UTV	主要在美国进行销售，在加拿大、欧洲、日本等地也有布局经销商
春风动力	国内中大排摩托头部企业，全地形车出口量第一	中国	1989年	具备CFORCE、UFORCE、ZFORCE三类产品线，分别针对ATV、UTV、SSV产品，过往重点成长CFORCE	2023H1全地形车经销商数量新增31家，累计渠道585家

资料来源：wind、各公司官网、各公司公告、国投证券研究中心

2.3. 多年深耕全地形车行业，实现厚积薄发

2.3.1. 历史复盘：深耕行业多年，实现全球化布局

公司深耕全地形车行业近二十年，欧洲市场市占率排名第一，并积极拓展北美市场。公司于2005年开启全地形车业务，至今深耕行业近二十年，产品主要外销欧洲、北美等市场，其中欧洲市场以ATV为主，北美市场以UTV & SSV为主。公司早期将欧洲市场作为发展重点，产品结构以ATV产品为主，目前已成为欧洲市占率第一；近几年，公司积极拓展北美市场，加快UTV & SSV新品发布节奏，UTV & SSV销量持续提升、产品结构改善持续改善。此外，公司在泰国及墨西哥布局海外产能，其中泰国工厂已于2021年投产，主要量产ATV产品；墨西哥工厂于2023年投产，一期产能5万台。

图16. 春风动力全地形车在全球多地均有布局



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

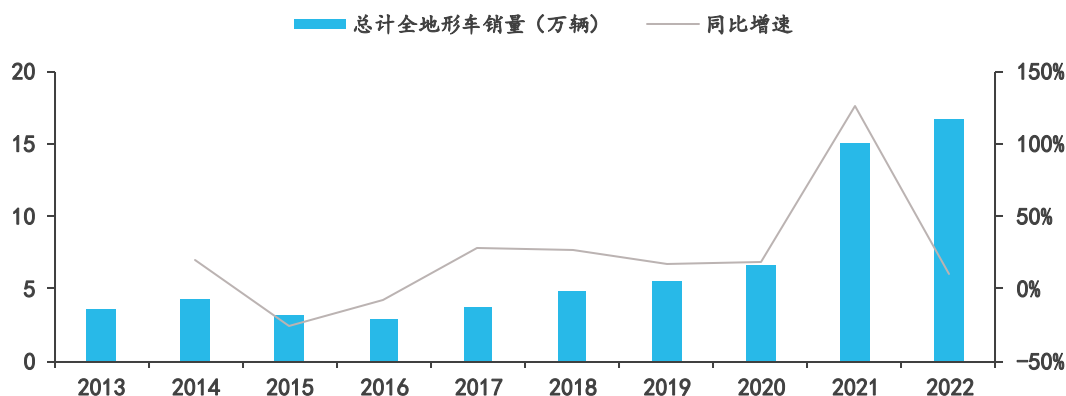
复盘公司全地形车业务的成长历程：1) 2005 年，公司在意大利米兰摩托车及自行车展览会（EICMA）发布首款全地形车产品 ATV500，正式开启全地形车业务；2) 2005~2015 年，公司积极拓展俄罗斯、加拿大、德国、瑞典等市场，市占率持续提升，在俄罗斯市场的市占率曾高达 50%左右；3) 2015 年，受俄罗斯市场受卢布贬值影响，公司下游客户的采购量大幅下滑，全地形车销量下滑至 3.2 万辆，同比下降 25.5%；4) 2015 年~2020 年，公司加大对欧洲、美国、澳大利亚、南美等市场的开拓力度，全地形车销量逐步回升，2020 年提升至 6.7 万辆，2015-2020 年期间 CAGR 为 16%，并于 2018 年成为欧洲市占率第一；5) 2021 年，疫情导致全地形车供应链受损，公司供应链恢复速度较海外竞争对手更快，抢占较多海外竞争对手的市场份额，2021 年全地形车销量提升至 15.1 万辆，同比增长 126.1%；6) 2021 年后，公司加快全球布局，分别在泰国、墨西哥设立工厂，生产更靠近消费市场。

表5：公司过往成长历程中的重要事件

时间	重要事件
2005 年	首次亮相 EICMA 展会并发布首款产品 ATV500
2007 年	在明尼苏达州设立销售子公司，本土化运营全地形车产品
2015 年	公司过往较为依赖俄罗斯市场，卢布贬值等原因导致俄罗斯市场收入下滑，公司加大拓展美国、澳大利亚等发达地区及南美等新兴市场
2018 年	公司在欧洲市占率首次做到第一，成为欧洲 ATV/UTV 最为畅销的品牌
2019 年	公司在 EICMA 展会上展出了首款电动车概念的 ATV 产品 Evolution A，开启电动化进程
2020 年	组建首个官方四轮车战队 CFMOTO 雷霆赛车队（CFMOTO Thunder Racing Team）
2021 年	公司泰国工厂建成投产，这也是公司的第一家海外工厂，标志着全球化战略更进一步
2023 年	公司在墨西哥启动全新工厂，成为开拓北美市场的里程碑

资料来源：公司官网、公司公告、国投证券研究中心

图17. 春风动力全地形车总销量及同比增速



资料来源：公司招股说明书、公司公告、国投证券研究中心

2.3.2. 公司在品牌、技术、渠道领域积累深厚

公司持续深耕全地形车业务，不断完善在产品、品牌、技术、渠道等方面的布局，目前已形成了一定的竞争优势，未来有望进一步抢占竞争对手的份额，公司优势主要包括：

1) 品牌优势：公司坚持发展自有品牌，严格把控品控，产品的可靠性、稳定性较高。目前，公司已成长为欧洲全地形车行业市占率第一的品牌，超越北极星、庞巴迪等国际主流厂商，消费者认可度较高。

2) 技术优势：研发能力是公司核心竞争力的体现，公司多年来持续加大研发投入，逐步缩小与国际主流厂商的技术差距，目前已具备发动机、车架、变速箱、驱动桥、平衡重等多项关键零部件的自主研发与设计能力：

- **车架方面**，公司多年来致力于 400cc 至 1000cc 排量全地形车整车研发、设计和制造，在大排量整车车架平台的设计、制造上积累了丰富经验，所有产品独立自主设计、制造，公司开发的第三代 ATV 及 SSV 车架平台在稳定性、结构强度、轻量化、舒适性等指标上已逐渐接近国外同行先进车架平台的水平。
- **发动机方面**，高动力性、可靠性、一致性和舒适性是发动机追求的目标，技术工艺、设计能力需要长期制造经验及技术积累。公司致力于水冷四冲程发动机研发、制造二十多年，在发动机性能提升途径、制造工艺等方面积累丰富经验，能够较好满足全地形车需求；公司研发的发动机通过水冷系统、电子燃油喷射系统、四气门技术等提升输出功率，动力性能较强，同时具备较高一致性、可靠性，运行过程中噪声低、震动小，NVH 参数优异。

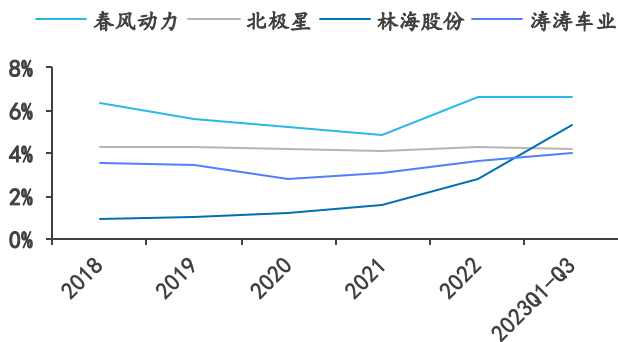
公司 1000cc 以下发动机性能优秀，与北极星、庞巴迪等国际主流厂商差距较小。公司在全地形车领域的发动机类型主要包括单缸、V 型双缸，覆盖 400cc 至 1000cc 排量段。我们选取公司与国际主流厂商同排量段的发动机进行对比：在 1000cc 排量段上，公司与北极星、庞巴迪均采用双缸液冷发动机，公司发动机的最大马力达 90HP，北极星、庞巴迪主流发动机的最大马力分别为 89 和 91HP；在 400cc 和 600cc 排量段上，公司与北极星、庞巴迪均采用单缸液冷发动机，公司发动机的最大马力略低于北极星、庞巴迪的主流发动机。综合来看，公司已具备 1000cc 以下发动机的自主研发与制造能力，并且发动机性能与北极星、庞巴迪等国际主流厂商相比，差距较小。

表6: 春风动力与北极星、庞巴迪等部分竞品的发动机参数对比

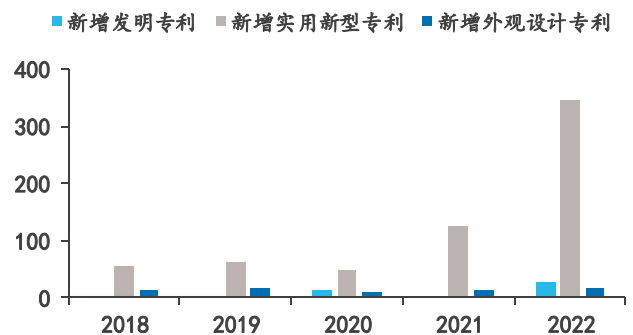
排量段	发动机类型	具体排量	最大功率/相应转速	最大扭矩/相应转速	驱动方式	代表车型
400cc	单缸, 液冷, 4冲程, SOHC, 4阀	400cc	30HP/7200RPM	33N.m/6000RPM	两驱/四驱/四驱锁止	春风动力 CFORCE400
	单缸, 液冷, 4冲程, SOHC	499cc	33HP	-	两驱/适时四驱	北极星 Sportsman 450 H. O.
	单缸, 液冷	427cc	38HP	-	四驱/六驱及前轮自动锁定差速器	庞巴迪 Outlander MAX 6x6 DPS 450
600cc	单缸, 液冷, 4冲程, SOHC, 4阀	580cc	40HP/6250RPM	46N.m/5250RPM	-	春风动力 UFORCE 600
	单缸, 液冷, 4冲程, DOHC	567cc	44HP	-	两驱/适时四驱/涡轮增压模式	北极星 RANGER SP 570
	单缸, 液冷	650cc	40HP	-	两驱	庞巴迪 Outlander 500 2WD
1000cc	V型双缸, 液冷, 4冲程, SOHC, 8阀	963cc	90HP/7500RPM	85N.m/5500RPM	两驱/四驱/四驱锁止	春风动力 CFORCE 1000 TOURING
	双缸, 液冷, 4冲程, SOHC	952cc	89HP	-	两驱/适时四驱	北极星 Scrambler XP 1000 S
	V型双缸, 液冷	976cc	91HP	-	两驱/四驱/四驱锁止加前差速锁	庞巴迪 Renegade X mr 1000R

资料来源: 公司美国官网、北极星官网、庞巴迪官网、国投证券研究中心

公司加大研发投入, 技术实力有望不断提升。公司持续投入技术研发, 研发费用率维持在行业内较高水平, 近年来公司进一步加大研发投入, 2023年前三季度的研发费用率为6.6%, 高于北极星2.4个百分点。此外, 公司近年来每年的专利新增数量也有较大幅度的提升, 2022年公司新增29项发明专利、346项实用新型专利和17项外观设计专利, 新增专利数量创新高。公司近年来持续加大研发投入, 加强新品打磨, 为后续的新产品提供基石。

图18. 公司及行业内其他竞争对手的研发费用率对比


资料来源: 各公司公告、国投证券研究中心

图19. 公司历年新增专利数量变化


资料来源: 公司公告、国投证券研究中心

3) 渠道优势: 公司多年来持续完善海外渠道布局, 公司2017年在美国市场拥有220余家全地形车经销商, 在美国之外的其他海外地区拥有30余家全地形车经销商。经过多年拓展, 公司2022年全地形车经销商数量提升至554家, 并且2023上半年又新增31家, 经销商数量累计达585家, 较2017年提升一倍以上。相比之下, 北极星在全球的全地形车经销商数量基本保持稳定, 在北美的全地形车经销商数量甚至有所下滑。我们预计, 公司与北极星渠道数量的差距将不断缩小。

表7: 春风动力与北极星的全地形车经销商数量对比

公司	经销商数量	2017	2018	2019	2020	2021	2022
春风动力	全球全地形车经销商数量	约 250	-	-	-	-	554
北极星	全球全地形车经销商数量	-	-	-	2400+	2500+	2500+
	北美全地形车经销商数量	1500+	1450+	1400+	1400+	1400+	1400+

资料来源: 公司公告、北极星公告、国投证券研究中心

2.4. 积极拓展 U/Z 系列, 2030 年全球市占率有望达 15%

2.4.1. 加速布局中高端产品, 市占率有望持续提升

持续丰富产品矩阵, 积极拓展高端 U/Z 系列。公司深耕全地形车行业近二十年, 每年持续推出各类型以及各排量段的新产品, 逐步丰富产品矩阵。以美国市场为例, 公司自 2016 年至 2024 年 3 月初合计投放超过 35 款车型: 2016 年在售车型为 8 款, 其中 4 款 ATV+4 款 SSV; 2024 年 3 月初, 公司在售车型为 17 款, 其中 9 款 ATV+3 款 UTV+5 款 SSV。此外, 北美市场 UTV & SSV 的成长空间更大, 近几年公司积极布局高端 U/Z 系列产品, 新产品投放速度明显加快, 2019 年至 2021 年每年 UTV & SSV 的新产品只有 1 款, 而 2022 年、2023 年 UTV & SSV 的新产品均为 3 款, 2024 年截止三月初已发布 1 款 SSV 新产品, 我们预计公司后续还将发布更多的 UTV & SSV 新产品。

表8: 公司 2017 年至 2024 年每年在美国市场投放的新产品

	ATV	UTV	SSV
2017 年	CFORCE 500S EPS	UFORCE 800 EPS UFORCE 500 HO EPS	ZFORCE 500 HO TRAIL EPS
2018 年	CFORCE 800 XC CFORCE 500 HO CFORCE 500S	UFORCE 800 UFORCE 500	ZFORCE 1000
2019 年	CFORCE 600	UFORCE 1000	
2020 年	CFORCE 800 CFORCE 600 TOURING		ZFORCE 950 SPORT
2021 年	CFORCE 1000		
2022 年	CFORCE 1000 OVERLAND CFORCE 500	UFORCE 1000 XL UFORCE 600	ZFORCE 950 HO EX
2023 年	CFORCE 110		ZFORCE 950 HO Sport ZFORCE 950 Sport ZFORCE 950 Trail
2024 年 (截止 3 月初)	CFORCE 1000 TOURING CFORCE 800 TOURING		ZFORCE 950 Sport 4

资料来源: 公司美国官网、国投证券研究中心

公司加速布局高端 U/Z 系列, 市占率有望持续提升。历经多年耕耘, 公司全地形车业务已经形成了较强的技术、品牌、渠道积累, 逐步成长为欧洲市占率第一。公司全地形车业务由于早期主要聚焦欧洲市场, 产品结构以相对低端的 ATV 为主。近几年, UTV & SSV 的市场规模不断增长, 公司加速布局高端 U/Z 系列, 拓宽了成长空间。展望未来, 公司 U/Z 系列产品通过利用公司长期积累的技术、设计能力, 已经具备较强的竞争优势, 销量有望逐步增长, 公司市占率有望持续提升。

■ 现有 UZ 系列产品竞争力强

公司高端 U/Z 系列产品力强，具备较强的竞争优势。我们在公司美国市场的 UTV 和 SSV 在售车型中，分别选取了 UFORCE 1000 和 ZFORCE 950 H.O. EX 这两款重点产品与北极星同排量段、同价格段的产品进行对比，我们发现：

✓ **UFROCE 1000 动力强劲、配置更高。**将 UFORCE 1000 和北极星 RANGE 1000 进行对比，我们发现 UFORCE 1000 在车身尺寸、载货能力、底盘悬架上和 RANGER 1000 较为接近，但是在动力、配置等方面具备较强的竞争优势，具体包括：

1) **动力强劲**，UFROCE 1000 搭载公司全新设计的 963cc、V 型双缸、单顶置凸轮轴、八气门水冷发动机，最大功率为 79 马力，而 RANGER 1000 的 999cc 排量发动机的最大功率只有 61 马力，UFROCE 1000 的发动机性能更优秀；

2) **SKU 精简，入门即高配**，UFORCE 1000 只有三座版和六座版（UFORCE 1000 XL）两款车型，而 RANGER 1000 根据有无电子助力转向（EPS）、座位数、高低配具体分为五款车型，并且 UFORCE 1000 全系标配电子助力转向、LED 大灯、主驾座椅调节、TFT 显示屏、车灯、绞盘、车顶等配置，而这些配置在 RANGER 1000 则需要选装，并且选装价格相对较高；

3) **定价具有诚意**，UFORCE 1000 的实际对比车型应为 RANGER 1000 EPS（由于 RANGER 1000 无电子助力转向），两者价格差超过 3,000 美元，如果考虑绞盘、车顶、车灯等配置差异，我们预计实际价差可能在 4,000~5,000 美元，同理 UFORCE 1000 XL 与 RANGER CREW 1000 PREMIUM 的实际价差可能超过 6,000 美元，已经达 UFORCE 1000 车型售价的 30~40%。

表9：美国市场春风 UFORCE 1000 和北极星 RANGE 1000 部分型号配置对比

厂商	CFMOTO		Polaris			
车型	UFORCE 1000	UFORCE 1000 XL	RANGER 1000	RANGER 1000 EPS	RANGER CREW 1000 PREMIUM	
首次上市时间	2020 年	2022 年	2017 年			
建议零售价(美元)	13,299	14,999	14,799	16,499	19,699	
车身	座位数(个)	3	3		6	
	车身尺寸(mm)	2945×1615×1850	3770×1615×1850	3050×1580×1930		
	轴距(mm)	2050	2850	2060		
	离地间隙(mm)	290		305		
	整车质量(kg)	690	820	652	673.6	814
	油箱(L)	40		43		
	发动机排量(cc)	963		999		
动力	最大功率	79HP@7000RPM		61 HP		
	最大扭矩	60LB-FT@6500RPM		/		
	货斗尺寸(mm)	1420×865×290		933×1378×317.5		
载货/牵引	货斗荷载能力(kg)	454		454		
	挂钩尺寸(cm)	5		5		
	挂钩牵引载荷(kg)	1134		1134		
	绞盘最大载荷(kg)	1600	2040	选装(2040kg 绞盘需\$719.99~929.99)		
其他	电子助力转向	标配		无	标配	
	大灯	LED		卤素		
	尾灯	LED		LED		
	保险杠	选装(\$249.99)		无	标配	
	主驾座椅调节	标配		无		标配
	车顶	标配		选装(\$449.99)		
	显示屏	TFT		LCD		

资料来源：公司美国官网、北极星官网、国投证券研究中心（注：红色部分是 UFORCE 1000 优于竞品车型低配版本的配置信息）

✓ **ZFORCE 950 H.O. EX 的动力性、通过性、操控性均强于竞品车型。**将 ZFORCE 950 H.O. EX 和北极星 RZR TRAIL 进行对比，我们发现 ZFORCE 950 H.O. EX 在动力性、通过性和操控性等方面基本全面超越 RZR TRAIL，具体包括：

- 1) **动力性更强**, ZFORCE 950 H.O. EX 的 963cc 排量发动机采用全新的进排气系统, 输出功率提升至 90 匹马力, 扭矩提升至 87Nm, 并且拥有 Spor 和 Normal 两种动力模式;
 - 2) **通过性更好**, ZFORCE 950 H.O. EX 车高 1.6 米, 离地间隙 34 厘米, 搭配 14 英寸全铝防脱轮毂与 29 英寸的越野轮胎, 能够轻松穿越大部分路况;
 - 3) **操控性更强**, ZFORCE 950 H.O. EX 采用前双 A 臂独立悬挂+后四连杆独立悬挂, 搭配完全可调的气囊减振器, 前悬挂行程达 34cm, 后悬挂行程达 39.6cm, 操控稳定性得到全面提升, 崎岖路面也可如履平地。
- 综上, ZFORCE 950 H.O. EX 的售价为 15,799 美元, 远低于 RZR TRAIL ULTIMATE 的 20,499 美元, 但是在动力性、通过性和操控性等方面实现全面超越, 具备较强的竞争优势。

表10: 美国市场春风 ZFORCE 950 H.O. EX 和北极星 RZR TRAIL 配置对比

厂商		CFMOTO	POLARIS	
车型		ZFORCE 950 H.O. EX	RZR TRAIL SPORT	RZR TRAIL ULTIMATE
首次上市时间		2022 年	2015 年	
建议零售价(美元)		15,799	15,999	20,499
车身	车身尺寸(mm)	3020×1625×1855	2820×1270×1725	
	轴距(mm)	2285	2007	
	离地间隙(mm)	343	279	
	整车质量(kg)	680	561.5	588.3
	油箱(L)	36.3	35.9	
动力	发动机排量(cc)	963	875	
	最大功率	90HP@7750 RPM	75HP	
	最大扭矩	60LB-FT@6200 RPM	/	
底盘	前悬挂	双 A 臂独立悬挂	双 A 臂+稳定杆	
	前悬挂行程(cm)	34	25.4	
	前减振器	可调气体减振	ZF Twin Tube	FOX® 2.0 PODIUM X
	后悬挂	四连杆独立悬挂	双 A 臂+稳定杆	
	后悬挂行程(cm)	39.6	25.4	
	后减振器	可调气体减振	ZF Twin Tube	FOX® 2.0 PODIUM X
轮毂&车轮	前/后轮毂	14 英寸全铝防脱轮毂	冲压钢	铸铝
	前轮胎	29"×9"×R14 CST	26"×8"×12; PXT	
	后轮胎	29"×11"×R14 CST	26"×9"×12; PXT	
其他	绞盘	3500 磅绞盘	无	
	显示屏	TFT	LCD	
	车顶	标配	无	标配

资料来源: 公司美国官网、北极星官网、国投证券研究中心 (注: 红色部分是 ZFORCE 950 H.O. EX 优于竞品车型低配版本的配置信息)

■ 公司高端 U/Z 系列的产品矩阵仍有较大完善空间

公司 U/Z 系列产品相对较少且主要定位中低端市场, 仍有较大完善空间。我们梳理了公司与北极星、庞巴迪在 1000cc 排量段的 UTV & SSV 在售车型, 我们发现: 公司 UTV & SSV 产品较少, 并且覆盖价格带相对较为低端。公司目前 1000cc 排量段的 UTV 仅有 2 款车型, 900~1000cc 排量段的 SSV 仅有 4 款车型, 而北极星游侠品牌 (UTV) 和刀锋品牌 (SSV) 同排量的车型分别为 14 款和 10 款, 并且北极星 UTV 产品还包括将军及远征品牌。此外, 公司 UTV & SSV 覆盖的价格带相对较低, 公司 1000cc 排量段的 UTV 产品的价格带在 15,299 美元之内, 而北极星游侠品牌的价格带为 14,799~37,899 美元; 900~1000cc 排量段的 SSV 产品价格带在 18,299 之内, 而北极星刀锋品牌的价格带为 15,999~29,999 美元。综合来看, 北极星等国际主流厂商可以根据产品的动力、价格为消费者提供更多选择, 而春风可供选择的产品相对较少, 并且随着公司逐步完善高端 U/Z 系列的产品矩阵, 有望实现销量的持续增长。

图20. 春风动力及北极星在 UTV 领域的产品布局对比（1000cc 排量段）

产品/官方 售价(美元)	UFORCE 1000	UFORCE 1000 XL	RANGER 1000	RANGER CREW 1000	RANGER 1000 EPS	RANGER 1000 Premium	RANGER CREW 1000 Premium	RANGER XP 1000 Premium	RANGER CREW XP 1000 Premium	RANGER XP 1000 NorthStar Edition Premium	RANGER CREW XP 1000 NorthStar Edition Premium	RANGER XP 1000 NorthStar Edition Ultimate	RANGER CREW XP 1000 NorthStar Edition Ultimate	RANGER CREW XP 1000 Texas Edition	RANGER XP 1000 NorthStar Edition Trail Boss	RANGER CREW XP 1000 NorthStar Edition Trail Boss
13,299																
14,799																
15,299																
16,399																
16,499																
17,899																
19,699																
20,299																
20,299																
22,099																
24,299																
27,899																
30,799																
32,199																
34,599																
35,399																
37,899																

资料来源：公司美国官网、北极星官网、国投证券研究中心（红色字体为公司 UTV 在售车型）

图21. 春风动力及北极星在 SSV 领域的布局对比（900~1000cc 排量段）

产品/官方 售价(美元)	ZFORCE 950 TRAIL	ZFORCE 950 SPORT	ZFORCE 950 H.O. EX	ZFORCE 950 Sport 4	RZR Trail Sport	RZR Trail Ultimate	RZR Trail S 900 Sport	RZR Trail S 1000 Ultimate	RZR XP 1000 Sport	RZR XP 4 1000 Sport	RZR XP 1000 Premium	RZR XP 4 1000 Premium	RZR XP 1000 Ultimate	RZR XP 4 1000 Ultimate
14,299														
15,299														
15,799														
15,999														
17,999														
18,299														
20,499														
20,999														
21,999														
22,999														
24,999														
25,999														
26,999														
29,999														

资料来源：公司官网、北极星官网、国投证券研究中心（红色字体为公司 SSV 在售车型）

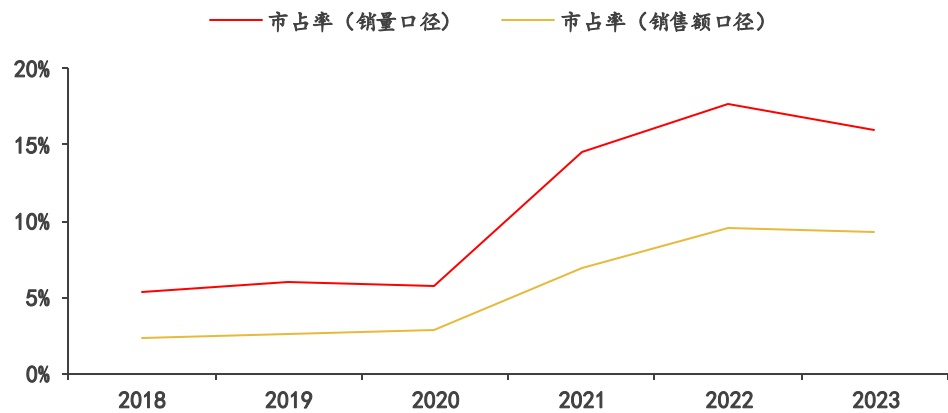
■ 公司 2030 年全地形车全球份额有望提升至 15%，主要增长来自 UTV & SSV

根据我们测算，公司 2023 年车型销量口径的市占率约为 15.9%，同比减少 1.7 个百分点，主要是由于全球 ATV 需求减少，而公司 ATV 销量占比较高；销售额口径的市占率约为 9.3%，同

比减少 0.3 个百分点，销售额口径市占率的降幅小于销量口径市占率的市占率，主要是由于公司产品结构的改善，UTV & SSV 产品逐步放量。我们认为，公司近几年积极布局高端 U/Z 系列，U/Z 系列新产品投放速度明显加快，并且这些新产品通过公司长期积累的技术、设计能力，产品力不断提升，具备较强的竞争优势，未来有望加速放量。此外，公司目前尚未布局 1000cc 以上的 U/Z 系列产品，未来有望进一步补齐产品矩阵。

我们假设公司：1) 2023 年~2030 年期间，ATV 产品的销量与行业走势保持一致，每年减少约 2%，U/Z 系列产品由于公司持续完善产品与渠道布局，销量有望实现 12.6% 的复合增长，2030 年 ATV 与 U/Z 系列产品的销量分别为 8.4 万台和 11.5 万台；2) ATV 与 U/Z 系列产品的平均售价随着产品结构的改善逐步增长，2030 年 ATV 与 U/Z 系列产品的平均售价分别为 0.82 万美元和 1.3 万美元（略低于行业平均售价）。在以上假设基础上，公司 2030 年的全地形车的全球份额有望从 2023 年的 9.3% 提升至 15% 左右。

图22. 公司 2018 年至 2023 年全地形车业务的全球市占率



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

2.4.2. 2024 年新品&改款竞争力强，销量有望迎来拐点

2024 年新品各具特色，有望迎来拐点。近几年是公司的新品大年，尤其是 UTV & SSV 的新品大年，2022 年和 2023 年在美国市场分别发布了 5 款和 4 款新产品，其中 UTV & SSV 每年的新产品均为 3 款。截止 2024 年三月初，公司已发布 3 款新产品，其中包括：

1、UTV & SSV 新产品：ZFORCE 950 SPORT 4。ZFORCE 950 SPORT 4 是公司首款四座 SSV 车型，售价为 18,299 美元，而北极星目前售价最低的四座 SSV 车型为 RZR XP 4 1000 SPORT，售价是 24,999 美元。ZFORCE 950 SPORT 4 的售价远低于竞品车型，虽然在动力等方面略弱于 RZR XP 4 1000 SPORT，但是其底盘后悬挂采用 TTA 悬架（双 A 臂和连接杆），超过了 RZR XP 4 1000 SPORT 低配版的拱形双 A 臂，并且额外附加 2040kg 的绞盘、车顶等配置。综上，ZFORCE 950 SPORT 4 作为一款四座 SSV 的入门车型，价格极具竞争力，甚至部分配置还领先于竞品车型，未来有望逐步扩大公司在这个细分市场的份额。我们认为，公司近几年大力布局高端 U/Z 系列，并且通过长期积累的技术、设计能力不断提升新产品的竞争力，和竞品车型相比具备较强的竞争优势，胜率较高，有望拉动公司 2024 年高端 U/Z 系列销量增长。

表11: 美国市场春风 ZFORCE 950 SPORT 4 和北极星 RZR XP 4 1000 配置对比

厂商		CFMOTO	POLARIS		
车型		ZFORCE 950 SPORT 4	RZR XP 4 1000 SPORT	RZR XP 4 1000 PREMIUM	RZR XP 4 1000 ULTIMATE
首次上市时间		2024 年	2017 年		
建议零售价(美元)		18,299	24,999	26,999	29,999
车身	车身尺寸(mm)	3835×1525×1880	3730×1625×1850	3755×1625×1905	

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/097005105051006056>