

2023 年 07 月 03 日

华洋赛车 834058.BJ: KAYO 专注全地形车与越野摩托车，海外需求有望回暖

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

万泉（联系人）

zhuhaibin@kysec.cn

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

证书编号：S0790122090009

● 越野摩托车及全地形车市场复苏有望，疫情后国产品牌出海可期

（1）**非道路两轮摩托车行业**：相较于欧美发达国家，我国摩托车行业发展起步较晚，国内品牌竞争集中于中低端摩托车领域，以出口为主。随着摩托车休闲文化产业步入快速发展期，以越野车为首的车型需求进一步增长，根据 Statista 测算，2026 年全球两轮非道路摩托车销量有望增至 163.85 万辆，较 2020 年存在 21% 上升空间。（2）**全地形车行业**：全球全地形车市场保持稳增长态势，市场规模自 2010 年的 66.5 万辆增至 2021 年的 101 万辆，CAGR3.87%。其中 UTV 在 2010-2021 年期间的销量 CAGR 达 8.6% 为主增量。近年来我国全地形车行业以出口为主，90% 以上出口到北美、欧洲等区域。2020 年我国全地形车出口数量为 26.99 万台，出口额由春风动力、涛涛集团、润通动力、林海股份四家厂家占据。

● KAYO 越野摩托车知名品牌，2022 年实现归母净利润 6612.71 万元

华洋团队始建于 1999 年，从事非道路越野车的自主研发、生产和销售，目前已形成 Pit Bike（小越野）、Dirt Bike（大越野）、Mini Gp（小型公路赛车）、ATV（四轮全地形车）SSV（肩并肩坐全地形车）五大产品系列，共有三十余种规格型号。现阶段采取以外销、经销为主的销售模式，具有高附加值的自有品牌（KAYO）收入占比逐年提升。2022 年由于主动削减贴牌产品订单，以及受世界宏观经济形势影响，实现营收 4.24 亿元（-40.39%），综合毛利率升至 21.85%；归母净利润 6612.71 万元（-26.42%），降幅小于营收变动，净利率升至 15.60%。

据问询反馈公告，2023 年以来在手订单金额已逐步回升。

● 广销售渠道为 SSV 等新品铺路，专业设计助力车队赛事争胜、增强品牌力

设计能力：已获得专利 82 项，在车架主体的轻量化高强度设计、高效传动系统设计、工艺技术设计等方面已掌握了多项核心技术。未来逐步加强大排量、电动化、UTV（SSV）及道路车辆等产品的开发，形成更丰富的产品体系。**品牌渠道**：通过建设华洋赛车培训基地、组建华洋赛车队、参与国内外专业赛事等，逐渐构建起了具有华洋特色的越野摩托车文化生态。在上游原材料采购领域已经积累了较为丰富的供应商渠道和采购经验，拥有较强的供应链协同优势。**募投项目**：运动摩托车智能制造项目达产后形成年产 40 万辆运动摩托车的生产能力，扩产 2 倍，为规模及业绩增长提供基础。

● 与涛涛车业相对可比，可比公司 2022 PE 均值 25.4X、中值 23.5X

可比公司 2022PE 均值 25.4X、中值 23.5X。公司与涛涛车业具有一定可比性，后者 2022 年特种车出口业务（全地形车+越野摩托车）40% 收入降幅与华洋赛车总营收下滑 40% 具有同一市场环境下一致性。公司自成立以来专注于非道路越野车及全地形车产品，考虑到未来募投项目逐步达产后，产能预计得到提升，UTV（SSV）及电动越野车等新品有望向多个海外市场拓展，叠加欧美市场逐步恢复的预期，业绩或有望持续恢复。

● **风险提示**：销售国市场环境变化风险、市场竞争风险、海外准入风险

相关研究报告

《北交所周观察：北交所、港交所签合作备忘录，打响政策组合拳第一枪——北交所策略专题报告》-2023.7.2

《京港连线，“北+H”或拓宽融资渠道及带动市场重估——北交所策略事件点评报告》-2023.6.30

《宠物消费热潮下，食品主粮业务构筑第二成长曲线——北交所首次覆盖报告》-2023.6.28

目 录

1、 越野摩托车及全地形车市场复苏有望，国产品牌出海可期.....	4
1.1、 概念：二轮跨骑摩托车最为常见，可划分不同用途的多种类型.....	4
1.2、 摩托车行业：非道路两轮摩托车发展迅速，大排量是行业主方向.....	5
1.2.1、 竞争格局：较国际高端品牌存在差距，集中竞争于中低端领域.....	5
1.2.2、 市场供需：越野等占比升高，预计 2026 年越野摩托车销量 163.85 万辆.....	6
1.3、 全地形车行业：四家龙头占据 96%出口市场，UTV 是行业新动力.....	9
1.3.1、 竞争格局：国内部分汽车零部件和摩托车业以成熟工艺入局，带动行业发展.....	9
1.3.2、 市场供需：UTV 车型是主要行业增量赛道，预计 2027 年规模 119.5 亿美元.....	10
1.4、 发展趋势：向中大排量方向发展，壁垒涉及技术、市场准入等方面.....	12
2、 KAYO 越野摩托车知名品牌，2022 年利润 6612.71 万元.....	13
2.1、 历程：形成 Pit Bike、Dirt Bike、Mini Gp、ATV、SSV 五大系列.....	13
2.2、 业务：结构调至全地形车与二轮摩托车并重，2022 年销量下滑.....	13
2.3、 模式：外销为主，以经销推广、高附加值的自有品牌占比渐涨.....	16
2.4、 财务：受宏观经济影响营收下滑，2023 年来在手订单持续好转.....	18
3、 广销售渠道为 UTV 等新品铺路，专业设计助车队赛事争胜.....	21
3.1、 设计：人才积淀+精进设计巩固壁垒，电动化、UTV 丰富产品体系.....	21
3.2、 渠道：高效供应链作支撑，品牌推广+渠道布局齐发展.....	23
3.3、 募投：运动摩托车智能制造项目拟新增产能 40 万辆，扩产 2 倍.....	25
4、 与涛涛车业可比，可比公司 2022 PE 均值 25.4X、中值 23.5X.....	25
5、 风险提示.....	26

图表目录

图 1： 两轮摩托按照结构划分可以分为踏板车、弯梁车和跨汽车.....	4
图 2： 摩托车产业链由上游的轮胎、发动机、离合器、变速器等原材料组成.....	4
图 3： 我国摩托车行业发展起步较晚，1951 年我国自行开发出“井冈山”牌摩托车.....	5
图 4： 2020 年全球摩托车市场较为集中，行业 CR3 超过 40%.....	5
图 5： 我国燃油摩托车行业集中度较为适中，行业销量 CR3 近 30%.....	6
图 6： 2021 年全球摩托车行业收入约为 1100 亿美元左右.....	6
图 7： 2021 年我国摩托车产销量均突破 2,000 万辆.....	7
图 8： 2021 年我国摩托车出口量为 3500.58 万辆（+23.7%）.....	7
图 9： 墨西哥、多哥为我国摩托车出口量前二的国家.....	7
图 10： 我国摩托车市场主要以两轮燃油摩托车为主，二轮摩托车中跨骑车占比最大.....	8
图 11： 我国两轮摩托车主要以 50-250ml 为主流排量段.....	8
图 12： 预计 2026 年全球两轮非道路摩托车销量将增至 163.85 万辆.....	9
图 13： 根据车辆结构分类，全地形车可分为 ATV、UTV 和卡丁车.....	9
图 14： 全地形车起源于 1960 年的北美.....	10
图 15： 2021 年全球全地形车销量为 101 万辆.....	11
图 16： UTV 市场销售规模由 2010 年的 24 万辆增长至 2021 年的 59.5 万辆（万辆）.....	11
图 17： 2022 年全球全地形车市场规模约为 92.5 亿美元.....	11
图 18： 两轮越野摩托车和全地形车逐步向中大排量、电动化等方向发展.....	12
图 19： 非道路越野车行业属于技术密集、资金密集行业.....	12

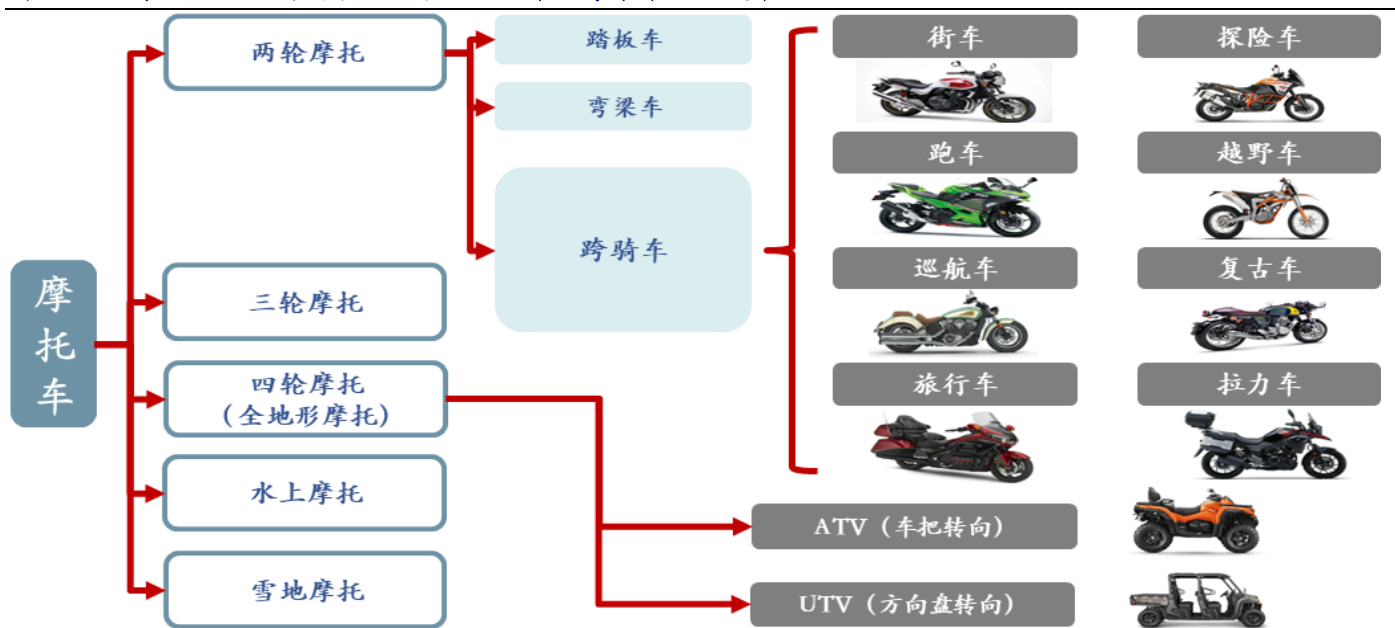
图 20: 公司产品多年来被指定为全国摩托车越野锦标赛指定竞赛用车	13
图 21: 产品用户群体为儿童青少年及其家庭、专业赛车手及越野爱好者等	15
图 22: 2022 年两轮越野摩托车及全地形车创收分别达 21,938.95 万元、18,440.19 万元（单位：万元）	15
图 23: 受世界宏观经济形势影响，2022 年销量同比减少	15
图 24: 物料采购类别主要包括发动机总成、减震器总成、轮胎等	16
图 25: 2022 年自有品牌创收下滑至 37,479.18 万元	17
图 26: 2022 年自有品牌毛利率达 22.19%，高于贴牌	17
图 27: 随着推动自主品牌销售，经销收入占比相应增加	17
图 28: 近三年外销比例达到 85% 以上	17
图 29: 2022 年实现营收 4.24 亿元（-40.39%）	18
图 30: 两大业务收入占比基本持平	18
图 31: 2022 年综合毛利率达 21.85%	19
图 32: 毛利率随自有品牌销售规模及占比提升而上涨	19
图 33: 期间费用占营业收入的比例有所降低	19
图 34: 2020-2022 年净利率逐年上涨	20
图 35: 2022 年实现归母净利润 6612.71 万元（-26.42%）	20
图 36: 截至 2023 年 4 月末在手订单金额 17,683.40 万元，同比增长 40.68%	20
图 37: 2022 年研发费用达 1625.00 万元	21
图 38: 从车体外观设计、车架主体结构设计、高效传动系统设计等多方面攻坚克难	22
图 39: 在车架主体的轻量化高强度设计、高效传动系统设计等方面掌握核心技术	22
图 40: 品牌 KAYO 已成为动力运动装备领域国际知名的中国品牌	23
图 41: 进入了北美洲、欧洲、南美洲等国内外主流市场的五十余个国家和地区	24
图 42: 选取春风动力、涛涛车业、北极星（PILN）作为华洋赛车的可比公司	26
表 1: 小排量全地形车的主要市场参与者包括涛涛车业、华洋赛车、宝悦车业、超众实业等	10
表 2: 产品主要包括两轮越野摩托车和全地形车两大类动力运动装备产品	14
表 3: 发动机总成主要采购于重庆宗申发动机制造有限公司和重庆德呈威科技有限公司	16
表 4: 主要客户包括 PACIFIC RIM INT'L WESTINC.、SM-MOTORS, LLC 等非道路越野车经销商	18
表 5: 预计 2023H1 实现营收 21,500 至 23,000 万元，但业绩或将下降（单位：万元）	20
表 6: 华洋赛车队积极参与、承办国内外越野摩托车各项赛事，取得了较多赛事荣誉	23
表 7: 已积累了一批合作关系稳固、供应稳定的供应商资源	24
表 8: 募投项目主要有“运动摩托车智能制造项目”和“研发中心建设项目”（万辆）	25
表 9: 可比公司 2022PE 均值 25.4X、中值 23.5X	26

1、越野摩托车及全地形车市场复苏有望，国产品牌出海可期

1.1、概念：二轮跨骑摩托车最为常见，可划分不同用途的多种类型

摩托车可以分为两轮摩托、三轮摩托、全地形摩托、水上摩托和雪地摩托，其中两轮摩托是目前市场上较为大众的摩托车类别，按照结构划分可以分为踏板车、弯梁车和跨汽车，而跨汽车也可以通过用途进一步划分为街车、越野车、巡航车、拉力车等 8 种类型。全地形车作为非公路户外休闲车辆，可以分为车把转向的 ATV 和方向盘转向的 UTV，其可以应对多种复杂环境，集实用、运动、娱乐于一身，在美国、澳大利亚等国的市场较为流行。

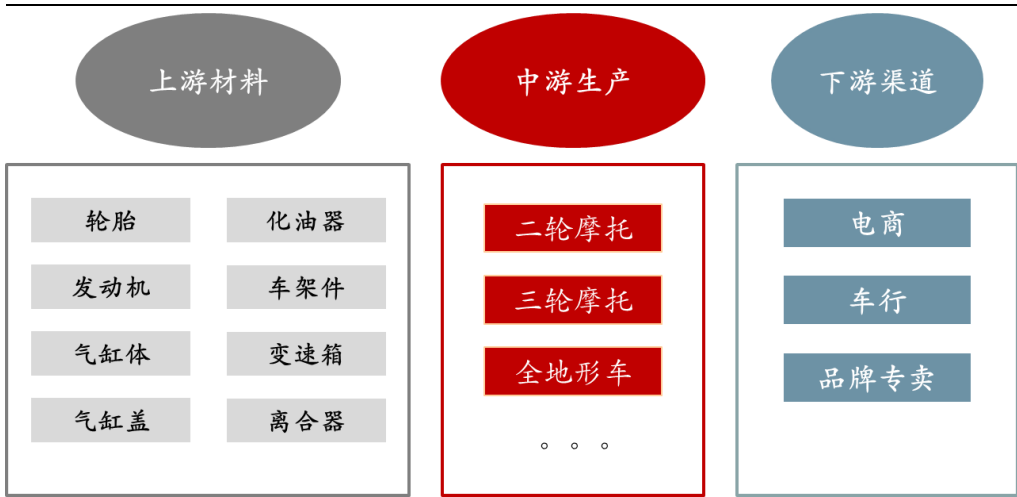
图1：两轮摩托按照结构划分可以分为踏板车、弯梁车和跨汽车



资料来源：车家号、春风动力官网、开源证券研究所

摩托车产业链由上游的轮胎、发动机、离合器、变速器等原材料组成，下游主要为线下车行、电商以及品牌专卖店。

图2：摩托车产业链由上游的轮胎、发动机、离合器、变速器等原材料组成



资料来源：观研天下、开源证券研究所

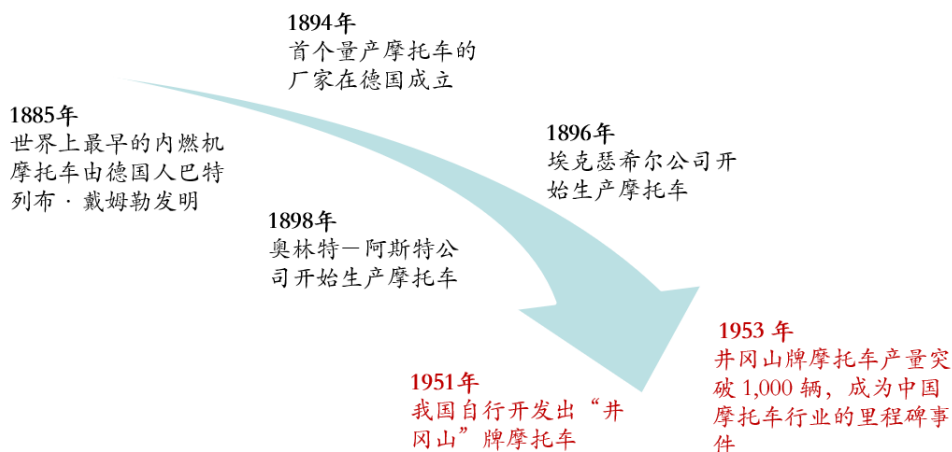
1.2、摩托车行业：非道路两轮摩托车发展迅速，大排量是行业主方向

1.2.1、竞争格局：较国际高端品牌存在差距，集中竞争于中低端领域

全球摩托车的发展史：1885 年世界上最早的内燃机摩托车由德国人巴特列布·戴姆勒发明，1894 年首辆量产摩托车的厂家在德国成立，“摩托”这个名词被第一次定义使用；1896 年，埃克瑟希尔公司开始生产摩托车；1898 年奥林特—阿斯特公司开始生产摩托车。由此而始，摩托车开始进入全面量产时期。

相较于欧美发达国家，我国摩托车行业发展起步较晚。自 1951 年我国自行开发出“井冈山”牌摩托车以来，随着城镇化和居民消费水平的日益提升，我国摩托车行业快速发展，至今已达到数千万辆的行业规模，我国现已成为全球摩托车市场主要产销国之一。

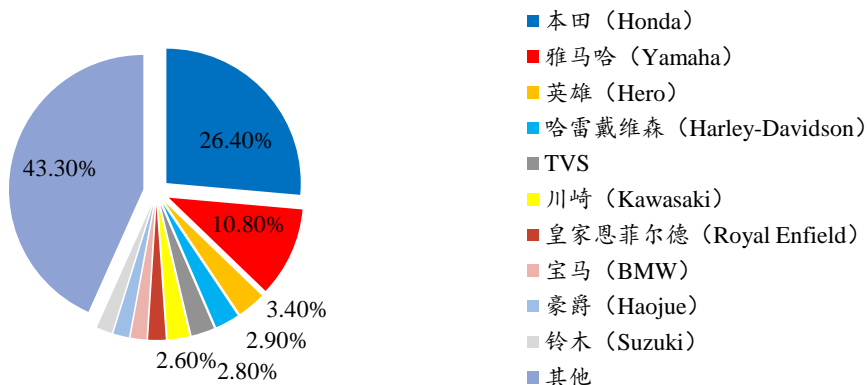
图3：我国摩托车行业发展起步较晚，1951 年我国自行开发出“井冈山”牌摩托车



资料来源：华洋赛车招股书、涛涛车业招股书、开源证券研究所

在国际摩托车市场竞争中，**日系品牌**凭借其产品外形美观、性能较好和性价比较高等优势占据较大市场份额，以**本田、雅马哈、铃木和川崎**等为代表；**欧洲品牌**数量众多且定位中高端，以德国宝马、英国皇家恩菲尔德、意大利的比亚乔、奥地利的 KTM 等为代表；**美国品牌**则以哈雷戴维森为代表的机车文化盛行。2020 年，全球摩托车市场较为集中，前十品牌占据市场 56.7% 的份额，其中本田、雅马哈、英雄位列前三，占比分别为 26.4%、10.8%、3.4%。

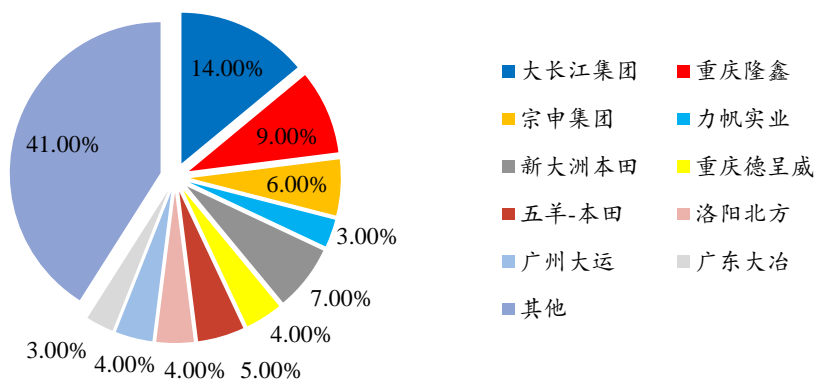
图4：2020 年全球摩托车市场较为集中，行业 CR3 超过 40%



数据来源：Statista 《Motorcycles Report 2021》、招股书、开源证券研究所

放眼国内，随着我国摩托车企业的技术及经验的不断积累，国产品牌的知名度日益提升，但是国内品牌的竞争还是主要集中于中低端摩托车领域，产品存在部分同质化现象，同国际高端品牌仍有差距。从燃油摩托车来看，目前我国燃油摩托车行业集中度适中，行业销量 CR3 近 30%，CR10 近 60%。2022 年，大长江集团、重庆隆鑫和新大洲本田占据市场份额前三，市占率分别为 14%、9%和 7%。

图5：我国燃油摩托车行业集中度较为适中，行业销量 CR3 近 30%

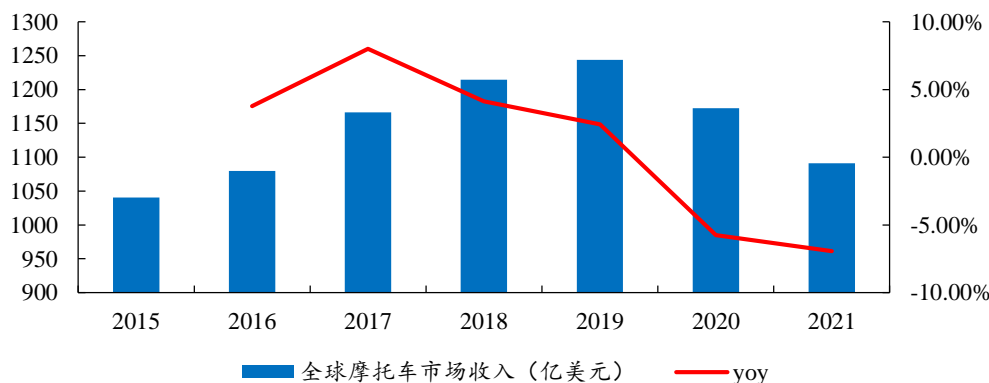


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

1.2.2、市场供需：越野车等占比升高，预计 2026 年越野摩托车销量 163.85 万辆

摩托车是常见的日常交通工具之一，全球大多数国家和地区均使用摩托车相关产品。目前全球摩托车市场发展较为平稳。从市场规模上看，根据 Statista 数据显示，2020 年全球摩托车行业收入约为 1170 亿美元，2021 年下降至 1100 亿美元左右。然而，随着 2022 年的疫情常态化及全球经济局势的好转，摩托车的消费需求回升。据 Statista Mobility Market Outlook 估计，市场在 2022 年开始复苏，预计到 2026 年收入增加到 1600 亿美元左右。

图6：2021 年全球摩托车行业收入约为 1100 亿美元左右

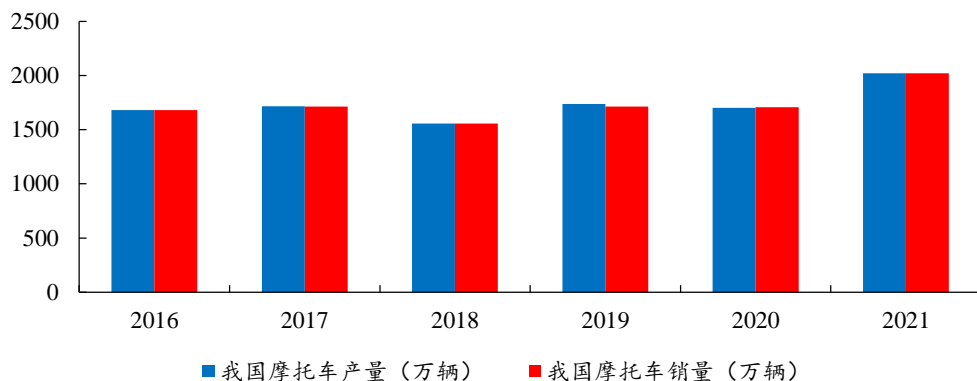


数据来源：Statista、华经产业研究院、开源证券研究所

回顾中国摩托车行业发展，2018 年以来，内销的稳中有增、外贸市场的持续高景气、电动摩托车的拉动以及休闲娱乐车型的突起使得我国摩托车行业呈现显著的

增长趋势。2021 年我国摩托车产销量均突破 2,000 万辆，年产量自 2018 年的 1558 万辆上涨至 2021 年的 2020 万辆，停止了 2014 年以来产量持续缩减的颓势；我国摩托车年销量自 2018 年的 1557 万辆增长至 2021 年的 2019 万辆，年均复合增长率达到 9.06%。

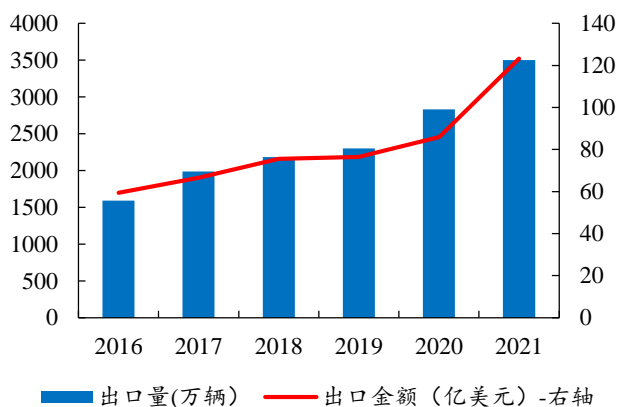
图7：2021 年我国摩托车产销量均突破 2,000 万辆



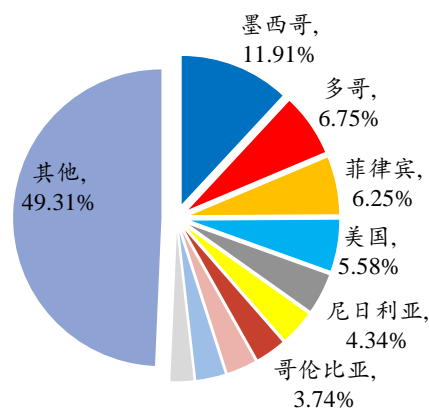
数据来源：中国摩托车商会、华经产业研究院、开源证券研究所

近年来，我国摩托车以出口为主。随着行业成熟度不断提升，我国摩托车出口量及出口金额不断增加。据中国海关总署数据，2021 年我国摩托车出口量为 3500.58 万辆，同比增长 23.7%；出口金额为 123.22 亿美元，同比增长 43.3%。从摩托车出口地区分布情况来看，2021 年，墨西哥、多哥、菲律宾、美国为我国摩托车出口量前四的国家，出口量占比分别为 11.91%、6.75%、6.25%、5.58%。

图8：2021 年我国摩托车出口量为 3500.58 万辆(+23.7%) 图9：墨西哥、多哥为我国摩托车出口量前二的国家



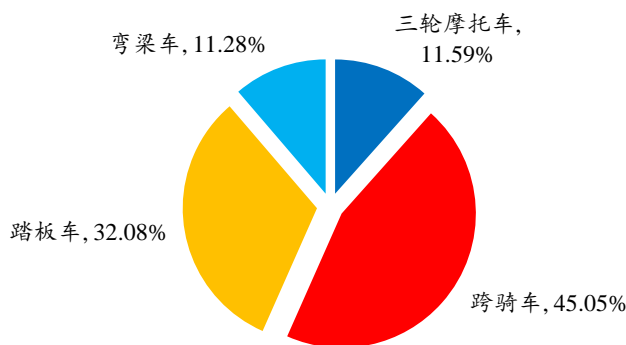
数据来源：中国海关总署、华经产业研究院、开源证券研究所



数据来源：中国海关总署、华经产业研究院、开源证券研究所

二轮跨骑车销量占据摩托车总销量近 5 成。当下，我国摩托车市场主要以两轮燃油摩托车为主。2021 年，二轮摩托车和三轮摩托车的销量占比分别为 88.41%、11.59%，其中二轮摩托车中跨骑车占比最大，达 45.05%，踏板车和弯梁车的销量占比分别为 32.08%、11.28%。

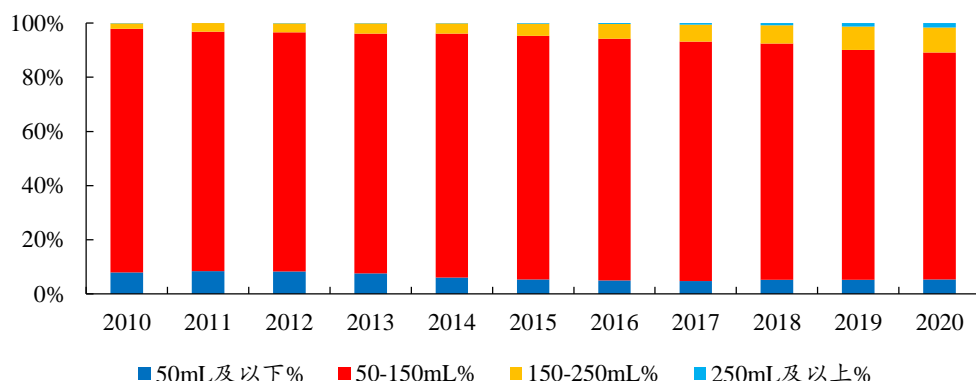
图10：我国摩托车市场主要以两轮燃油摩托车为主，二轮摩托车中跨骑车占比最大



数据来源：中国海关总署、华经产业研究院、开源证券研究所

从排量结构上看，我国两轮摩托车主要以 50-250ml 为主流排量段，合计占比达 90% 以上。2010 年以来，我国中大排量两轮摩托车市场需求呈现稳步提升的趋势，其中 150-250ml 排量产品占比自 2010 年的 2.10% 增长至 2020 年的 9.21%，250ml 以上排量的产品占比也有一定提升，而 50ml 以下的小排量产品市场则逐渐萎缩至 5% 左右。未来，随着我国摩托车休闲文化产业步入快速发展期，国内用户对于外观设计新颖、性能更强、中大排量休闲娱乐车型的需求将进一步增长，其市场仍有较大的发展空间。

图11：我国两轮摩托车主要以 50-250ml 为主流排量段



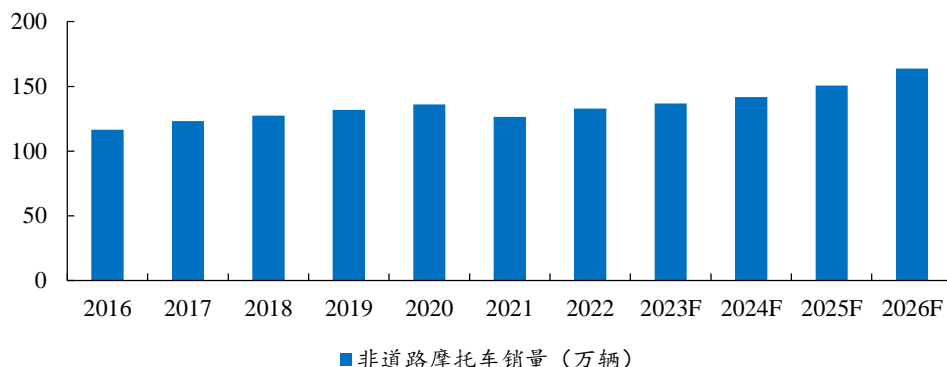
数据来源：Wind、招股书、开源证券研究所

在摩托车的细分品类中，非道路两轮摩托车是指汽油机排量 $\geq 50\text{CC}$ 、不在公路和城市道路上行驶、用于休闲娱乐和竞技运动的两轮摩托车。根据排量和使用客群不同，非道路两轮摩托车可以分为 Dirt Bike（大越野）和 Pit Bike（小越野）两种，其中 Dirt Bike 是一种中大排量越野摩托车，轮径在前 19 后 16 吋以上，发动机为立式且排量通常在 150CC 以上，具有车体高大、动力强劲、速度快、通过性好、减震性能较好、抗冲击性能较强等特点，适用于专业赛车手或成年越野摩托车爱好者骑行，常应用于各种场地赛事。

Pit Bike 是一种小型非道路两轮摩托车，发动机为卧式且轮径通常在前 17 后 14 吋以下，具有轻量化设计、车身灵活、易于操控等特点，常应用于儿童及青少年休闲娱乐等场景。根据 Statista 的数据，2016-2020 年间，全球两轮非道路摩托车销量由 116.57 万辆增至 135.96 万辆，预计 2026 年销量将增至 163.85 万辆，较 2020 年存

在 21% 的上升空间。

图12：预计 2026 年全球两轮非道路摩托车销量将增至 163.85 万辆



数据来源：Statista 《Off-road motorcycles》、招股书、开源证券研究所

20 世纪 50 年代以来，全国各地相继成立摩托车运动俱乐部，于 1958 年首次举办全国性的摩托车赛事。全国摩托车越野锦标赛、全国摩托车挑战赛等运动摩托车赛事如火如荼地开展，进一步带动了非道路两轮摩托车普及和发展。2003 年以来，我国江浙一带企业开发并进入非道路两轮摩托车市场，逐渐形成了完善的配套服务和健全的供应体系。经过近二十年的发展，国内涌现出以华洋赛车、阿波罗、涛涛车业为代表的优质的企业。

1.3、全地形车行业：四家龙头占据 96% 出口市场，UTV 是行业新动力

1.3.1、竞争格局：国内部分汽车零部件和摩托车业以成熟工艺入局，带动行业发展

全地形车是一种被设计于非高速公路行驶的、具有四个或以上低压轮胎、且可在非道路上行驶的轻型车辆，其宽大的轮胎可增加与地面的接触面积，从而提高对地面的摩擦力并降低车辆对地面的压强，结合其独特的胎纹使轮胎不易空转打滑，使其可在沙滩、草地、山路、农场、旅游景区等多种复杂路况行驶，被广泛应用于场地赛事、户外作业、运动休闲、代步工具、消防巡逻等众多场景。根据动力来源分类，全地形车可分为内燃机式全地形车和电动全地形车；根据车辆结构分类，全地形车可分为四轮全地形车（ATV）、多功能全地形车（UTV）和卡丁车（Go-Kart）。

图13：根据车辆结构分类，全地形车可分为 ATV、UTV 和卡丁车

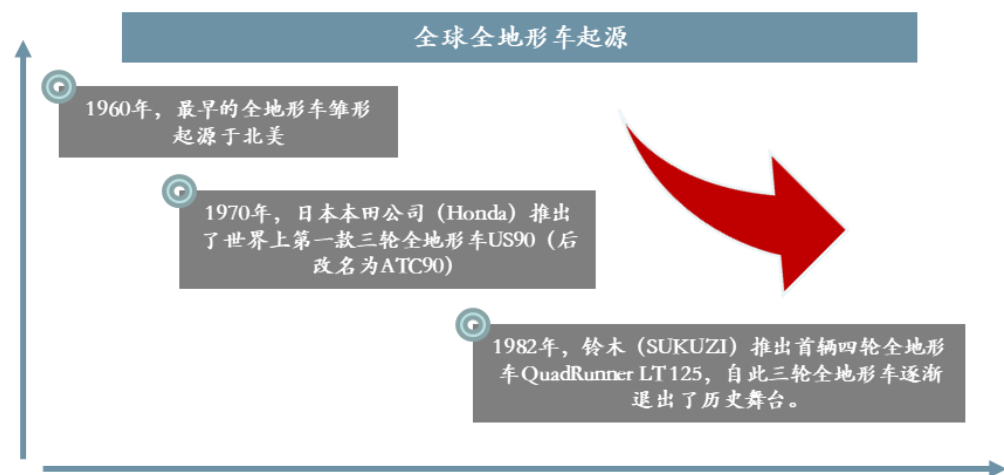


资料来源：华经情报网

起源于 1960 年，1982 年四轮全地形车取代三轮。全地形车起源于 1960 年的北美，美国人设计了一种能够在雪地上行驶的小型单引擎、越野型摩托车，是最早的全地形车雏形。1970 年，日本的本田公司（Honda）率先推出了世界上第一款三轮全地形车 US90（后改名为 ATC90），搭载了一台驱动力为 7 马力的 89cc 四冲程单缸发动机，正式开启了属于全地形车的时代。1982 年，铃木（SUZUKI）推出首辆四

轮全地形车 Quad Runner LT 125，自此三轮全地形车逐渐退出了历史舞台。

图14：全地形车起源于1960年的北美



资料来源：招股书、开源证券研究所

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，本田（HONDA）、雅马哈（YAMAHA）、川崎（Kawasaki）等日本制造商相继开发推出四轮全地形车产品。80年代中后期，北美本土也相继涌现出以北极星、庞巴迪、北极猫为代表的领军企业。

我国全地形车行业于2000年后逐渐兴起。上世纪九十年代，我国全地形车行业初具雏形，主要以生产小排量全地形车并对外出口为主，市场整体较为无序，技术水平、产品质量、企业规模等参差不齐。2000年以来，部分汽车零部件企业和摩托车企业进入全地形车行业，将成熟的汽车和摩托车生产工艺运用到全地形车上，带动了全地形车产品品质的提升和行业的快速发展，也相应加剧了市场竞争。

表1：小排量全地形车的主要市场参与者包括涛涛车业、华洋赛车、宝悦车业、超众实业等

类型	市场参与者情况		
	日本	美国	中国
中大排量(300cc及以上)	本田、雅马哈、川崎等	北极星、北极猫、庞巴迪、约翰迪尔等	春风动力、重庆环松、林海股份等
小排量(300cc及以下)	-	-	涛涛车业、华洋赛车、宝悦车业、超众实业、奇野车业、润通动力等

资料来源：涛涛车业招股书、开源证券研究所

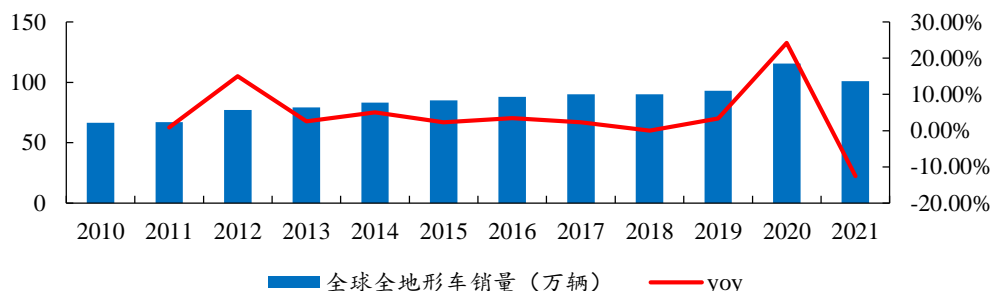
1.3.2、市场供需：UTV车型是主要行业增量赛道，预计2027年规模119.5亿美元

全球全地形车市场需求预计呈现稳步增长态势。随着技术水平和世界经济的发展，全地形车行业兴起并快速形成产业化。全地形车市场需求变化与全球宏观经济、消费地区微观经济的变化密切相关，全地形车市场规模自其兴起后高速增长，后受到2008年全球金融危机影响，行业销量有所下滑。2010年以来，全球全地形车市场保持平稳增长态势，市场规模自2010年的66.5万辆增长至2021年的101万辆，CAGR为3.87%。2020年新冠疫情增加了居民居家休闲的时间，而全地形车户外休闲娱乐和代步作业属性提供了在疫情环境下的安全社交娱乐距离，使得全球全地形车市场规模迅速提升，同比增幅达24.19%。

受益于国外持续稳定增长的市场需求，全球全地形车市场预期仍有较大发展空间

间，根据 Allied Market 预测，2020 年至 2027 年全球全地形车市场将以 6.7% 的年均复合增长率提升，预计在 2027 年达到 119.5 亿美元规模。

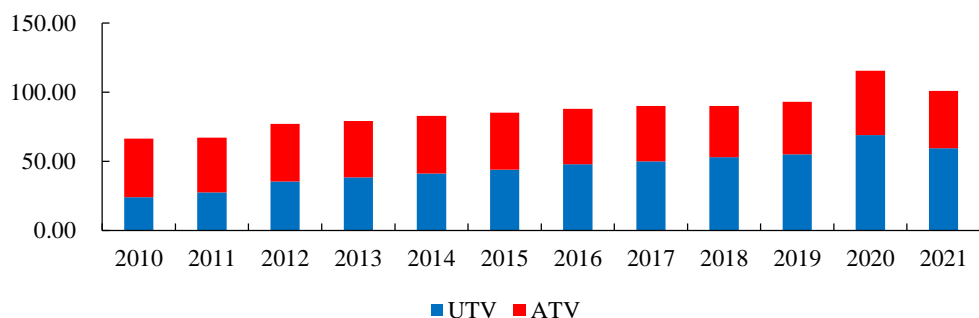
图15：2021 全球全地形车销量为 101 万辆



数据来源：北极星年报、开源证券研究所

UTV 在 2010-2021 年期间的销量 CAGR 达 8.6%，为行业主要增量市场。从产品结构来看，ATV 产品需求长期稳定，UTV 产品呈现稳定增长态势。2010 年以来，全球 ATV 产品市场规模稳定在年均 40 万辆左右；UTV 产品因其具有较强的性能可拓展特点，逐渐获得市场青睐，年均市场规模由 2010 年的 24 万辆增长至 2021 年的 59.5 万辆，年复合增长率达 8.60%，为全地形车行业主要增量市场。

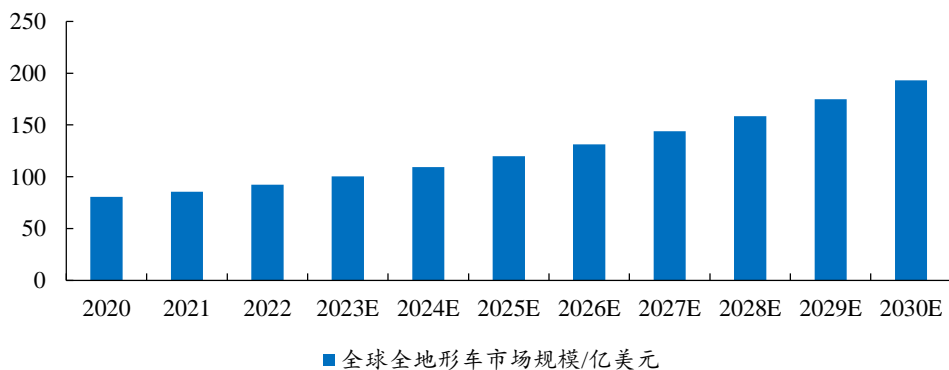
图16：UTV 市场销售规模由 2010 年的 24 万辆增长至 2021 年的 59.5 万辆（万辆）



数据来源：北极星年报、开源证券研究所

2021 年全球全地形车市场规模约为 85.7 亿美元，同比上涨 6.33%。2022 年全球全地形车市场规模约为 92.5 亿美元，2022-2030 年年均复合增长率为 9.6%。

图17：2022 年全球全地形车市场规模约为 92.5 亿美元

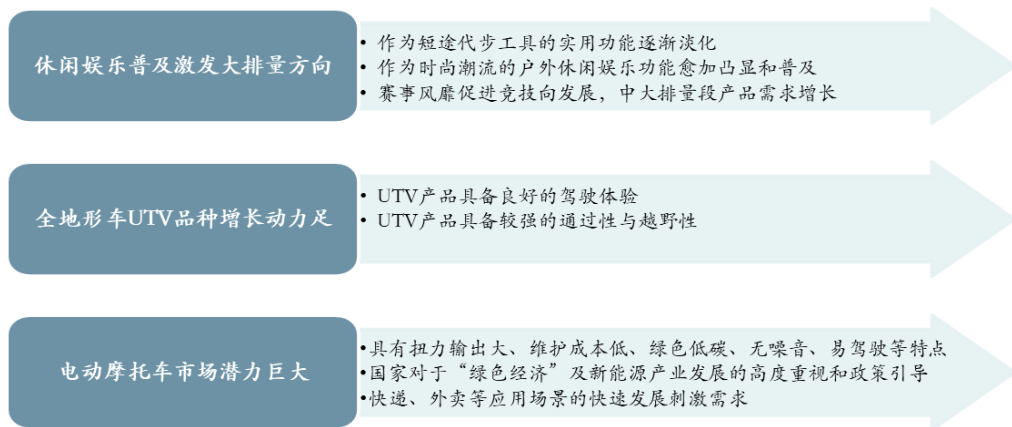


数据来源：Statista、华经产业研究院、开源证券研究所

1.4、发展趋势：向中大排量方向发展，壁垒涉及技术、市场准入等方面

目前，两轮越野摩托车和全地形车已在安全性和功能性的基础上，逐步向中大排量、电动化等方向发展。未来产品的设计将更加潮流前卫，并将不断应用更高附加值的零配件和电池技术，实现产品环保性、安全性、动力性、操控性和舒适性的进一步提高。

图18：两轮越野摩托车和全地形车逐步向中大排量、电动化等方向发展



资料来源：招股书、开源证券研究所

非道路越野车行业属于技术密集、资金密集行业，行业内企业历经多年，培养和积累了较强的研发与创新能力、完善的营销售后网络、先进的生产工艺和良好的市场声誉，新进入者的进入壁垒日渐提高。总结来说，可以主要列举为技术壁垒、市场准入壁垒、品牌及渠道壁垒、人才壁垒。

图19：非道路越野车行业属于技术密集、资金密集行业



资料来源：招股书、开源证券研究所

2、KAYO 越野摩托车知名品牌，2022 年利润 6612.71 万元

2.1、历程：形成 Pit Bike、Dirt Bike、Mini Gp、ATV、SSV 五大系列

华洋团队始建于1999年，自成立以来，公司一直从事非道路越野车的自主研发、生产和销售，设立之初，公司产品类型以两轮越野摩托车为主，且主要以贴牌生产为主，2012年开始逐步转型自有品牌模式，丰富销售网络并增强品牌影响力。2014年开始，公司筹划并实现全地形车的开发和量产，目前公司已形成 Pit Bike（小越野）、Dirt Bike（大越野）、Mini Gp（小型公路赛车）、ATV（四轮全地形车）及 SSV（肩并肩坐全地形车）五大产品系列，形成了较为丰富的产品体系。

公司是国内具有较强竞争力的动力运动装备专业制造商之一。作为浙江省“专精特新”中小企业和高新技术企业，公司产品多年来被指定为全国摩托车越野锦标赛指定竞赛用车，在我国各级赛事中的参赛保有量占据前列地位。

图20：公司产品多年来被指定为全国摩托车越野锦标赛指定竞赛用车



资料来源：官网、Wind、开源证券研究所

2.2、业务：结构调至全地形车与二轮摩托车并重，2022 年销量下滑

公司产品主要包括两轮越野摩托车和全地形车两大类动力运动装备产品，其中两轮越野摩托车也称为非道路两轮摩托车，是指有别于生产、生活基本道路运输工具使用的两轮摩托车，其汽油机排量 $\geq 50\text{CC}$ 且不在公路和城市道路上行驶，主要用于休闲娱乐和竞技运动等场景。

全地形车（All Terrain Vehicle）是一种被设计于非高速公路行驶的、具有四个或以上低压轮胎、且可在非道路上行驶的轻型车辆，集实用、娱乐、体育运动等多项功能于一体，可在沙滩、草地、山路、丛林等多种复杂路况行驶，广泛应用于运动休闲及户外作业等众多场景。自设立以来，公司不断加大新产品研发投入，持续丰富完善产品种类和产品型号。公司目前已形成 Pit Bike（小越野）、Dirt Bike（大越野）、Mini Gp（小型公路赛车）、ATV（四轮全地形车）四大产品系列，合计共有三十余

种规格型号，形成了较为丰富的产品体系。

表2：产品主要包括两轮越野摩托车和全地形车两大类动力运动装备产品

产品分类	产品系列	特点及用途	代表车型	
两轮越野摩托车	PitBike (小越野)	PitBike 是一种小型非道路两轮摩托车，发动机为卧式且轮径通常在前 17 后 14 吋以下，具有轻量化设计、车身灵活、易于操控等特点，常应用于儿童及青少年休闲娱乐等场景。	KMB	TS90
				
			TT125	TT140
				
两轮越野摩托车	DirtBike (大越野)	DirtBike 是一种中大排量越野摩托车，轮径在前 19 后 16 吋以上，发动机为立式且排量通常在 150CC 以上，具有车体高大、动力强劲、速度快、通过性好、减震性能较好、抗冲击性能较强等特点，适用于专业赛车手或成年越野摩托车爱好者骑行，常应用于各种场地赛事。	T2 ENDURO	T4 ENDURO
				
			K6-R ENDURO	KT 250 ENDURO
				
全地形车	MiniGp (小型公路赛车)	MiniGp 是一种在特定公路赛道上比赛用的特种专业摩托车。	MINIGP	
				
	ATV (四轮全地形车)	ATV 是一种装备跨坐型座椅、依靠方向把控制方向的车架式全地形车，可以在非道路复杂路面上行驶，应用于儿童娱乐、运动休闲、实用代步等，发动机排量区间在 70-300CC 不等。	AY70	A300
				
			AU150	AU200
				
全地形车	SSV (四轮全地形车)	SSV 由 UTV 演变而来，是一种装备前向乘坐式座椅及封闭或半封闭驾驶室，通过方向盘控制方向的底盘式全地形车。SSV 强化了安全防护，更加注重专业竞技性能，应用于越野竞技和休闲娱乐等。	S200	S70
				

资料来源：招股书、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司产品主要以 50-300CC 排量为主,其中两轮越野摩托车主要应用于儿童娱乐、成人休闲和场地赛事等,全地形车除了儿童和青少年休闲娱乐使用以外,还兼具实用代步功能,例如用于自家庭院、旅游景区、山路林地等代步场景及农场运载货物等使用场景,用途广泛。因此,公司产品的用户群体主要为儿童青少年及其家庭、专业赛车手及越野爱好者、农场庄园及旅游景区管理者等,适用人群和应用场景的多样化使得公司产品有较多的细分类别及更新换代需求,市场需求持续扩大。

图21: 产品用户群体为儿童青少年及其家庭、专业赛车手及越野爱好者等

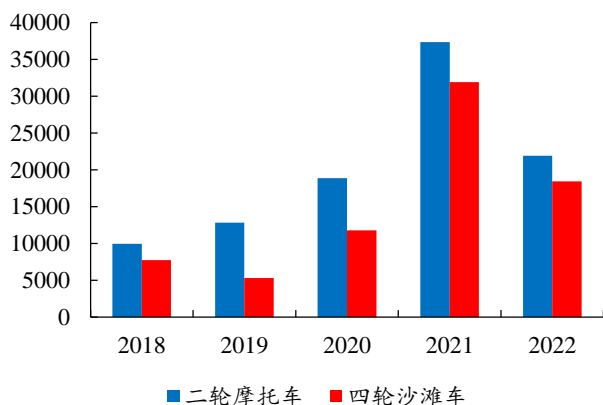


资料来源: 招股书、开源证券研究所

收入分析: 两轮越野摩托车逐步拓展至全地形车。在设立之初,产品类型以两轮越野摩托车为主,2014 年开始,逐步实现全地形车(四轮沙滩车)的开发和量产。至 2022 年,两轮越野摩托车及全地形车创收分别达 21,938.95 万元、18,440.19 万元。

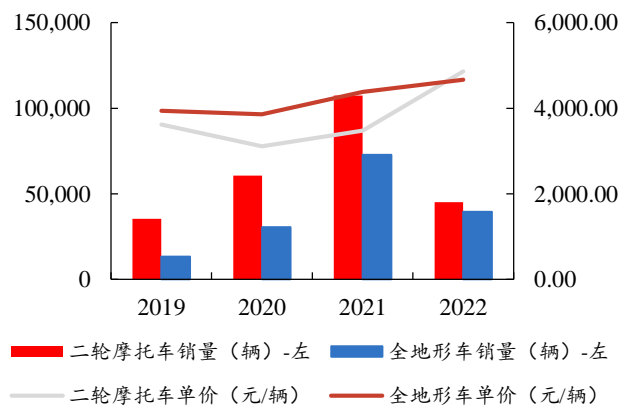
量价分析: 2020 年-2021 年,两轮越野摩托车和全地形车销量的共同增长是收入增长的主要原因; 2022 年,公司主动削减贴牌产品订单,以及受世界宏观经济形势的影响,2022 年销量较 2021 年有所减少。受到产品结构变动的影响(包括两轮越野摩托车和全地形车之间的产品结构变动以及两轮越野摩托车和全地形车内部各型号的产品结构变动)以及产品涨价的影响,近年来产品平均单价出现一定的波动。

图22: 2022 年两轮越野摩托车及全地形车创收分别达 21,938.95 万元、18,440.19 万元(单位: 万元)



数据来源: 招股书、开源证券研究所

图23: 受世界宏观经济形势影响, 2022 年销量同比减少

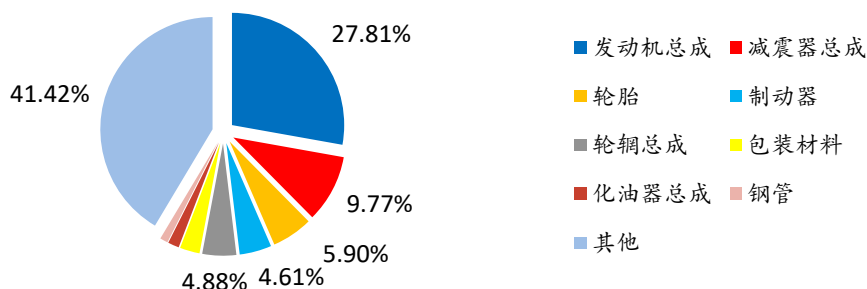


数据来源: 招股书、开源证券研究所

2.3、模式：外销为主，以经销推广、高附加值的自有品牌占比渐涨

主要采取“以产定购+适当备货”的采购模式，物料采购类别主要包括发动机总成、减震器总成、轮胎、制动器、轮辋总成、包装材料、化油器总成、钢管。从 2022 年的原材料采购占比来看，发动机总成、减震器总成、轮胎的采购金额占比分别达 28%、10%、6%。

图24：物料采购类别主要包括发动机总成、减震器总成、轮胎等



数据来源：招股书、开源证券研究所

2022 年，重庆宗申发动机制造有限公司和重庆德呈威科技有限公司两家发动机制造企业对公司的合计供货金额占比均处于 20%左右。

表3：发动机总成主要采购于重庆宗申发动机制造有限公司和重庆德呈威科技有限公司

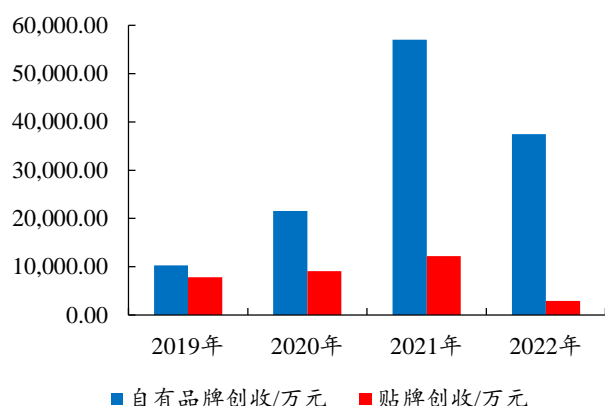
序号	供应商	采购金额/万元	年度采购额占比	采购内容
1	重庆宗申发动机制造有限公司	3,076.75	11.47%	发动机总成
2	重庆德呈威科技有限公司	2,666.10	9.94%	发动机总成
3	玉环骏龙机械有限公司	975	3.63%	前轮毂芯、转向节、后轮轴等底盘件
4	温州市天源实业有限公司	816.72	3.04%	减震器
5	重庆隆鑫发动机有限公司	747.71	2.79%	发动机总成
	合计	8,282.27	30.87%	-

数据来源：招股书、开源证券研究所

负责核心零部件车架的焊接生产和整车的组装、调试，拥有金工、总装和配件三大车间，所有部件备齐后进行整车装配。采取“以销定产”的生产模式，按照客户需求和订单制定生产计划，并通过自动化生产线及 ERP 信息系统，实现生产流程的自动化和数字化管控，确保产品品质的一致性和订单交付的及时性。

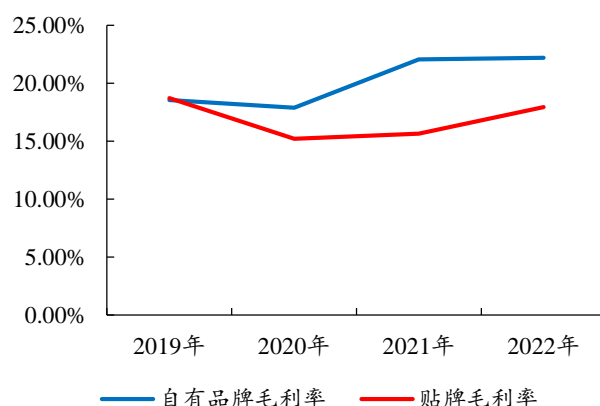
品牌策略：自有品牌战略，2022 年自有品牌产品毛利率达 22.19%。经过多年的渠道拓展和品牌建设，产品已进入了欧美等国际主流品牌市场的专业门店，得到了全球细分市场用户的广泛认可，KAYO 品牌已逐渐成为动力运动装备领域国际知名的中国品牌。2019-2021 年自有品牌产品销售额从 10,307.92 万元增长到 57,059.11 万元，占比从 56.88%提升至 82.38%；**2022 年自有品牌创收下滑至 37,479.18 万元，但占比继续提升至 93%。**2022 年自有品牌毛利率达 22.19%，高于贴牌的 17.94%，产品附加值更高。

图25：2022年自有品牌创收下滑至37,479.18万元



数据来源：招股书、开源证券研究所

图26：2022年自有品牌毛利率达22.19%，高于贴牌

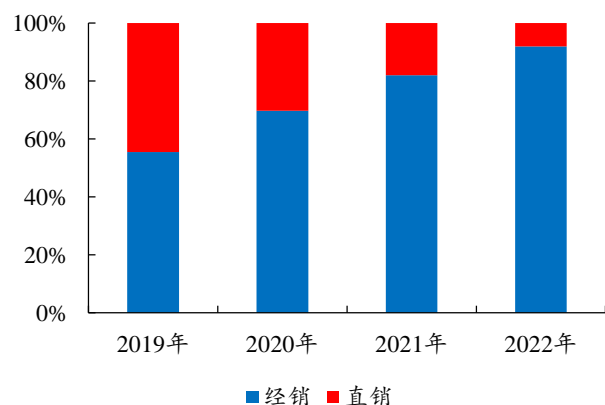


数据来源：招股书、开源证券研究所

市场覆盖策略：外销为主。由于产品主要应用于休闲娱乐、场地赛事等非道路应用场景，其主流市场集中在欧美等发达国家和地区，基于此，近三年外销比例达到85%以上。

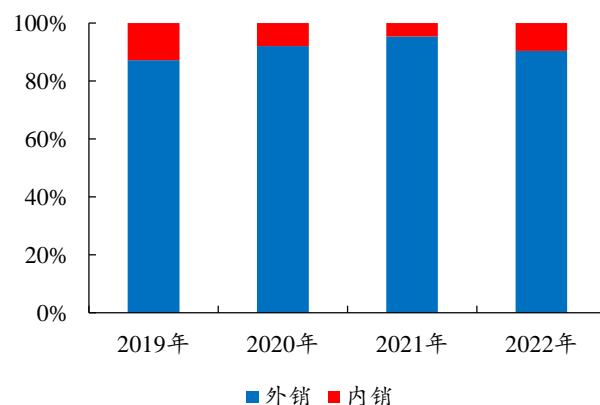
渠道策略：经销模式推广自有品牌。自有品牌销售主要采取经销模式，随着大力推动自主品牌销售，经销模式收入占比相应增加，2022年超过90%。直销业务分为两种模式，1) 对贴牌销售业务直销至境外品牌商，2) 通过天猫、京东等平台实现少量线上销售。

图27：随着推动自主品牌销售，经销收入占比相应增加



数据来源：招股书、开源证券研究所

图28：近三年外销比例达到85%以上



数据来源：招股书、开源证券研究所

客户结构：对 PACIFIC RIM INT'L WEST INC. 销售起量是 2021 年收入增长主因，2022 年对该客户收入下滑但对 SM-MOTORS, LLC 销售收入增长。主要客户包括国内外非道路越野车经销商等，如 PACIFIC RIM INT'L WEST INC.、SM-MOTORS, LLC 等。

2020 年及之前，美国经销商 PACIFIC RIM 主要销售公司全地形车产品，摩托车产品销量较少且主要为大越野。2021 年随着 KAYO 品牌的摩托车在当地细分市场建立起了较高的知名度及市场地位，其在巩固和扩大现有大越野销售规模的基础上，全面引进并在其销售网络推广小越野产品，公司向其销售的越野摩托车从 2020 年的

838.93 万元增长至 2021 年的 10,165.17 万元，销量及销售额大幅增长。**2022 年前五大客户合计销售收入占比达 65%，集中度较高。**

表4：主要客户包括 PACIFIC RIM INT’ L WEST INC.、SM-MOTORS, LLC 等非道路越野车经销商

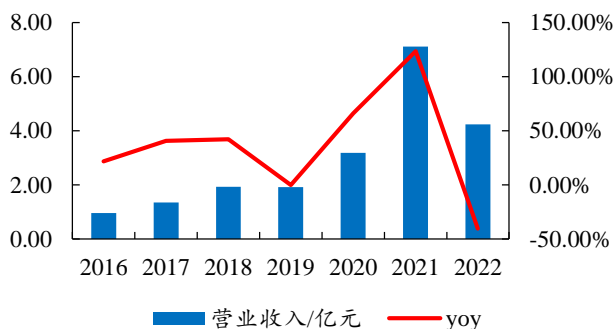
序号	客户	销售金额/万元	年度销售额占比	关联关系
2022 年度				
1	PACIFIC RIM INT’ L WEST INC.	14,231.59	33.57%	否
2	SM-MOTORS, LLC	10,448.76	24.65%	否
3	AUTOFANTASY S.R.L.	1,002.62	2.37%	否
4	VALUE GROUP ENTERPRISES DBA SSR MOTORSPORTS	938.74	2.21%	否
5	CARIBBEAN SPEED LINE FZE	928.75	2.19%	否
	合计	27,550.45	64.99%	-
2021 年度				
1	PACIFIC RIM INT’ L WEST INC.	28,380.59	39.91%	否
2	SM-MOTORS, LLC	6,975.51	9.81%	否
3	VALUE GROUP ENTERPRISES DBA SSR MOTORSPORTS	6,614.02	9.30%	否
4	STOMP DISTRIBUTION LTD	2,700.14	3.80%	否
5	MRF TEAM MACIEJ MERCHEL	2,341.36	3.29%	否
	合计	47,011.62	66.11%	-
2020 年度				
1	SM-MOTORS, LLC	6,490.12	20.38%	否
2	PACIFIC RIM INT’ L WEST INC.	5,502.04	17.28%	否
3	VALUE GROUP ENTERPRISES DBA SSR MOTORSPORTS	5,482.88	17.22%	否
4	MRF TEAM MACIEJ MERCHEL	1,386.38	4.35%	否
5	STOMP DISTRIBUTION LTD	1,344.24	4.22%	否
	合计	20,205.66	63.46%	-

资料来源：招股书、开源证券研究所

2.4、财务：受宏观经济影响营收下滑，2023 年来在手订单持续好转

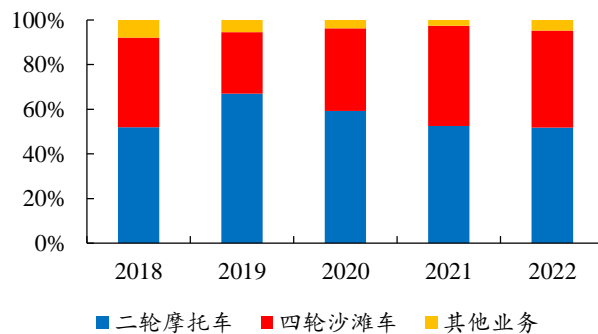
2022 年实现营收 4.24 亿元（-40.39%）。2020 年和 2021 年，随着品牌影响力逐步增加，终端销售网络的拓展，以及销售的产品系列日趋丰富，在新冠疫情的刺激带动下，两轮越野摩托车及全地形车产品收入均持续上涨。2022 年，公司主动削减贴牌产品订单，以及受世界宏观经济形势的影响，公司主要产品的收入有所下滑。

图29：2022 年实现营收 4.24 亿元（-40.39%）



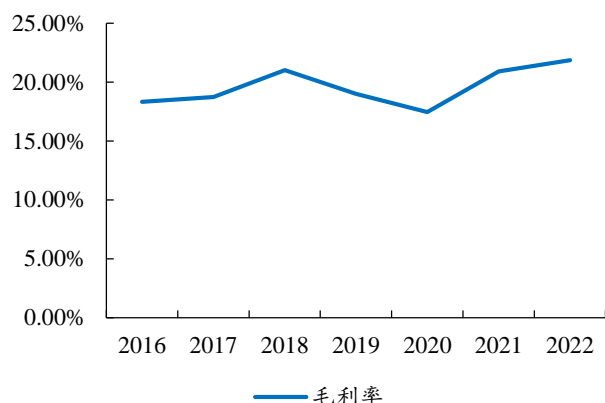
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：两大业务收入占比基本持平

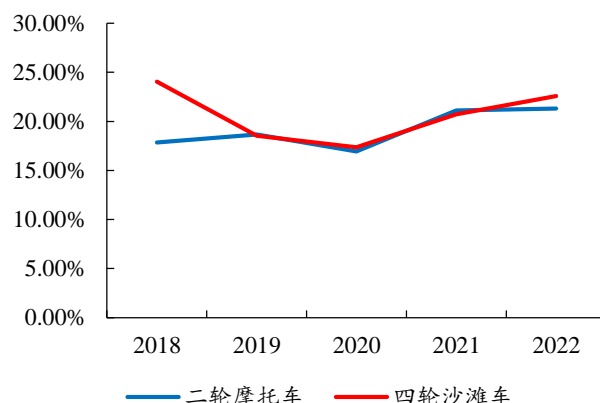


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年综合毛利率达 21.85%。经过多年发展，逐步在全球范围内多个主要区域市场开发了自有品牌经销商，市场占有率逐步提升。与此同时相应缩减了贴牌生产规模，自有品牌销售占比逐年提升。自有品牌产品因具有结构设计、零部件选型等自主权，加之 KAYO 品牌逐步形成的品牌效应和市场认知度，以及自有品牌多为大越野带来的高附加值，自有品牌产品平均毛利率已显著高于贴牌产品的平均毛利率。随着自有品牌销售规模及占比的快速提升，2021 年和 2022 年毛利率有所提升。

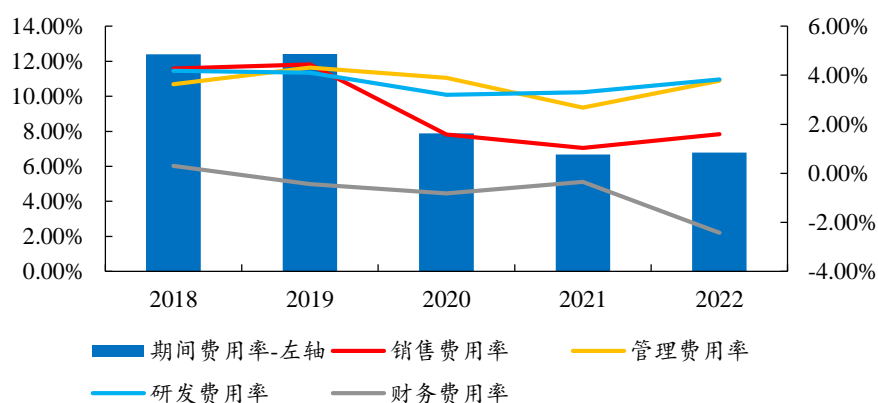
图31：2022 年综合毛利率达 21.85%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：毛利率随自有品牌销售规模及占比提升而上涨


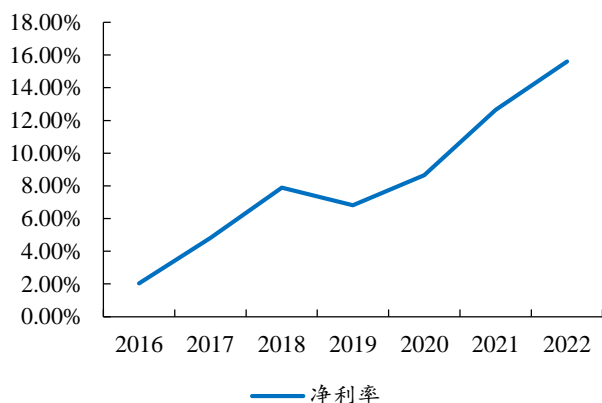
数据来源：Wind、开源证券研究所

2020-2022 年期间费用分别为 2,508.53 万元、4,750.42 万元和 2,877.57 万元，费用率分别为 7.88%、6.68%和 6.79%，随着营收规模的增大，期间费用占营业收入的比例有所降低。

图33：期间费用占营业收入的比例有所降低


数据来源：Wind、开源证券研究所

与毛利率走势相似，2020-2022 年净利率分别为 8.65%、12.64%、15.60%。在体量逐年扩大的基础上，净利率的逐年高速上升反映了较强的成本管控能力，且也是规模效应和运营效率双提升的体现。2022 年实现归母净利润 6612.71 万元 (-26.42%)，降幅小于营收变动。

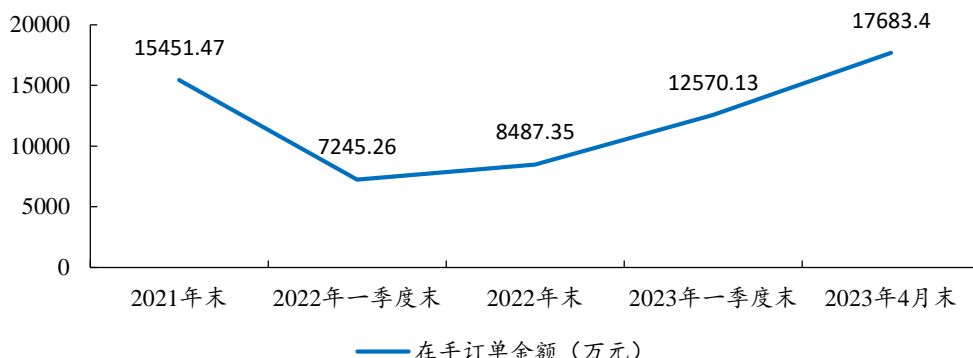
图34：2020-2022 年净利率逐年上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2022 年实现归母净利润 6612.71 万元 (-26.42%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

持续推出新产品，2023 年以来在手订单规模持续大幅增加。截至 2023 年 4 月末，公司在手订单金额 17,683.40 万元，较 2023 年一季度末增长 40.68%；其中，2023 年开始批量销售的新产品相关订单金额达 10,951.06 万元，主要包括新款越野摩托车 K 系列、T 系列的大排量款，新款全地形车 AU300，以及新系列产品 SSV。

图36：截至 2023 年 4 月末在手订单金额 17,683.40 万元，同比增长 40.68%


数据来源：第四轮问询函回复、开源证券研究所

问询回复函公告披露，根据在手订单及发货预期，2023H1 收入将实现正增长。根据公司排产及发货计划，预计 2023H1 将实现 21,500 至 23,000 万元，同比实现正增长 1.59%至 8.67%。但随着国内疫情放开，上半年公司陆续参与米兰展、广交会等行业内重要展会，以及 2 号厂房投产、募投用地增加、利息收入下降和汇率波动，使得期间费用有所增加，上半年净利润及扣非净利润水平相较上年同期会出现一定程度下降。

表5：预计 2023H1 实现营收 21,500 至 23,000 万元，但业绩或将下降（单位：万元）

项目	2022 年 1-6 月	2023 年 1-6 月	变动率
营业收入	21,164.36	21,500 至 23,000	1.59%至 8.67%
毛利额	4,838.21	4,300 至 4,600	-11.12%至 -4.92%
净利润	3,811.18	2,600 至 3,000	-31.78%至 -21.28%
扣除非经常性损益后的净利润	3,128.60	2,000 至 2,400	-36.07%至 -23.29%

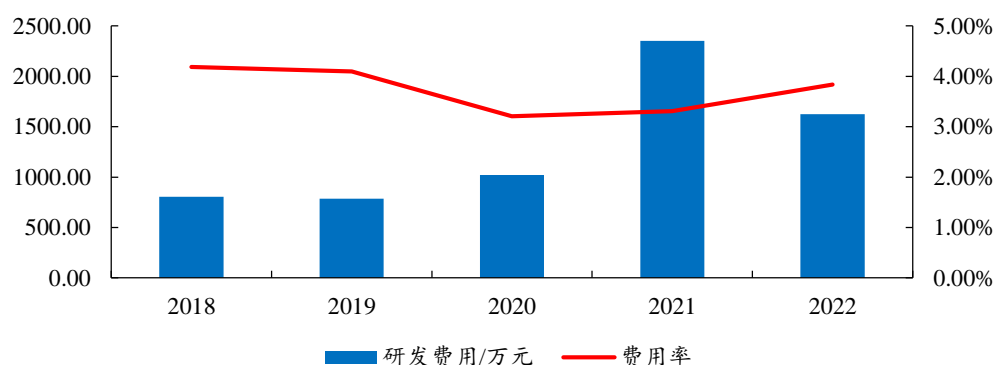
数据来源：第四轮问询函回复、开源证券研究所

3、广销售渠道为 UTV 等新品铺路，专业设计助车队赛事争胜

3.1、设计：人才积淀+精进设计巩固壁垒，电动化、UTV 丰富产品体系

创始团队及股东均系我国较早一批从事摩托车生产制造的专业技术人员，早期曾在天津本田摩托有限公司、天津富士达摩托车制造有限公司等公司任职。控股股东、实际控制人戴继刚先生在 1993 年前往日本本田（HONDA）研修和学习摩托车制造技术，曾担任国际摩联越野委员会国际赛事仲裁员、中国汽车摩托车运动联合会摩托车越野委员会委员等，在业内享有较高声誉。依靠自身完善的技术创新体系和越野摩托车文化配套资源，沉淀了较强的技术实力和丰富的生产经营经验。2019-2021 年研发费用保持上涨趋势，2022 年达 1625.00 万元。截至招股书签署日，已获得专利 82 项，其中发明专利 1 项，实用新型专利 36 项，外观设计专利 45 项。

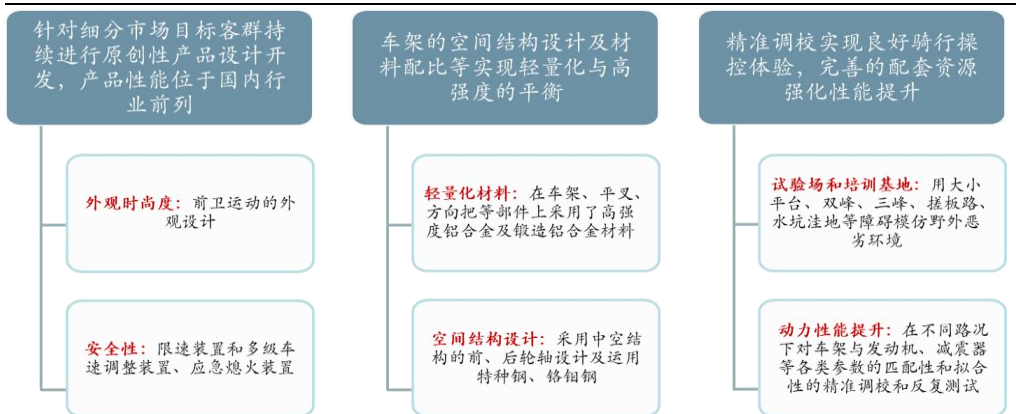
图37：2022 年研发费用达 1625.00 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

领先的研发设计能力是发展的核心动力源。从车体外观设计、车架主体结构设计、高效传动系统设计、整车性能的精准调校等多方面攻坚克难，通过经验积累及反复试验掌握各系列车型摩托车的关键性能参数，掌握各类钢铝型材及配比、空间结构设计等对产品性能的影响，达到轻量化与高强度、安全可靠的结合，使得研发设计能力在行业处于优势地位，产品较市场同类产品具有更佳的使用体验。

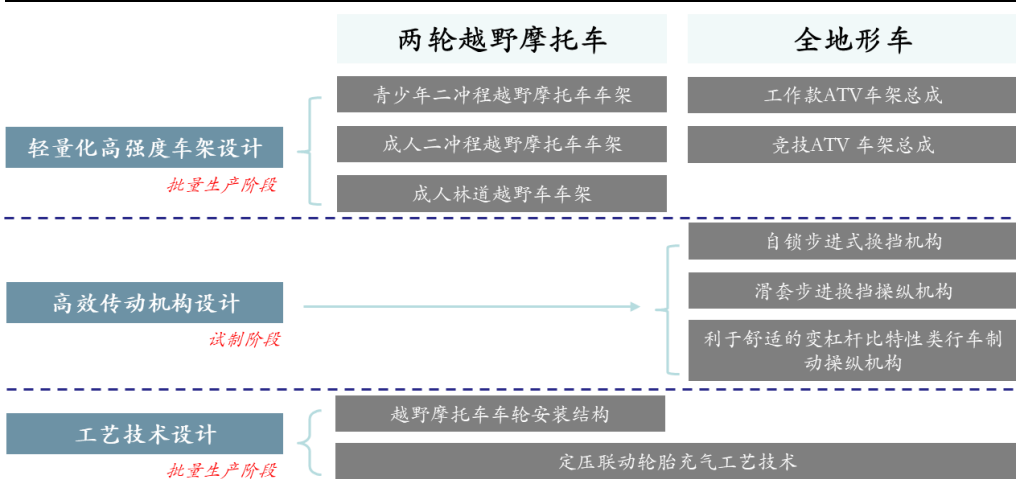
图38：从车体外观设计、车架主体结构设计、高效传动系统设计等多方面攻坚克难



资料来源：招股书、开源证券研究所

公司是浙江省“专精特新”中小企业和国家高新技术企业，注重产品技术的持续创新，不断加大研发设计的投入力度。凭借强大的研发实力，获得省级高新技术企业研究开发中心、浙江省科技型企业、浙江省专利示范企业等荣誉认定。通过自主研发与创新，在车架主体的轻量化高强度设计、高效传动系统设计、工艺设计等方面已掌握了多项核心技术，主要应用于两轮越野摩托车和全地形车相关产品及生产工艺中。

图39：在车架主体的轻量化高强度设计、高效传动系统设计等方面掌握核心技术



资料来源：招股书、开源证券研究所

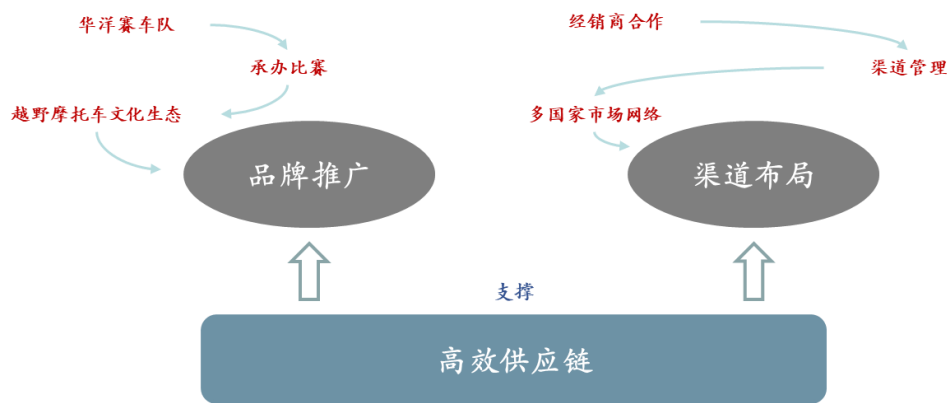
为了巩固和提高在动力运动装备领域的竞争力，持续开展相关技术研发。未来，公司将在巩固和强化中小排量越野运动车辆的基础上，向大排量两轮越野车、UTV、道路越野摩托车以及电动化开展研发设计，在结合市场需求的前提下，从外观、性能、生产技术等多方面进行创新，使产品同时具有休闲娱乐和运动竞技等优点，以满足市场需求。截至2023年4月，在研项目包含KMB儿童娱乐越野车开发、TD青少年越野摩托车开发等共15项。未来，公司将在巩固和强化中小排量领域优势地位的前提下，逐步加强大排量、电动化、UTV（SSV）以及道路车辆等产品的开发，

持续拓展产品应用领域、优化产品结构，形成更为丰富的产品体系。

3.2、渠道：高效供应链作支撑，品牌推广+渠道布局齐发展

品牌 KAYO 已成为动力运动装备领域国际知名的中国品牌。多年坚定发展自主品牌路线，凭借持续的自主研发创新、优质产品质量和多年业务拓展与积累，产品已进入了欧美等国际主流品牌市场的专业门店，得到全球细分市场用户的广泛认可，具有较强品牌议价能力和渠道管理能力。目前，产品销售主要采取人民币定价方式及款到发货或清关前付清全款的结算方式，降低了人民币汇率波动和信用风险。

图40：品牌 KAYO 已成为动力运动装备领域国际知名的中国品牌



资料来源：招股书、开源证券研究所

➤ 全产业链的越野摩托车文化生态助推 KAYO 品牌的进一步推广

通过建设华洋赛车培训基地、组建华洋赛车队、参与国内外专业赛事等，逐渐构建起了具有华洋特色的越野摩托车文化生态。专业优质的品牌形象使产品受到来自专业赛事协会和同行业的广泛认可，进一步助推 KAYO 品牌的建立和发展。自 2015 年成立华洋赛车队以来，积极参与、承办国内外越野摩托车各项赛事，取得了较多赛事荣誉，进一步提升了品牌知名度和认可度。此外，在户外运动文化蓬勃发展的当下，公司积极开展越野摩托车赛事培训服务，拥有专业级别的华洋赛车培训基地和华洋赛车俱乐部，全方位完善具有华洋特色的越野摩托车文化生态。

表6：华洋赛车队积极参与、承办国内外越野摩托车各项赛事，取得了较多赛事荣誉

序号	赛事名称	组别	所获奖项	赛事时间
1	2022 年“路遥杯”越野摩托车赛（邢台站）	国产组	冠军	2022 年 8 月
		进口组	冠军	
2	2021 年“麟威汽摩杯”九龙越野摩托车邀请赛	A 组	冠军	2021 年 10 月
3	“正大杯”越野摩托车场地赛	国产 A 组	第一名	2020 年 7 月
4	2019“亿健杯”中国摩托车越野锦标赛·永康站	国产 250A 组	团体亚军	2019 年 10 月
		国产 250B 组	团体冠军	
		青少年组	冠军	
5	2019 年“大庆赛车小镇杯”中国汽车场地越野锦标赛	国产 250A 组	团体亚军	2019 年 7 月
		国产 250B 组	团体亚军	

序号	赛事名称	组别	所获奖项	赛事时间
		青少年组	冠军	
6	2018“众泰杯”中国摩托车越野锦标赛	团体国产 A 组	团体第一名	2018 年 10 月
7	2018 年“中煤平朔”杯中国摩托车越野锦标赛	青少年车型组	团体冠军	2018 年 8 月

资料来源：招股书、开源证券研究所

➤ 与经销商形成了合作共赢的良性合作关系，共同提升 KAYO 品牌影响力

公司建立了完善的销售网络和经销商管理体系，具有较强的渠道管理能力。在市场网络方面，进入了北美洲、欧洲、南美洲和大洋洲等国内外主流市场的五十余个国家和地区，在全球范围内拥有近百个经销客户、终端销售网点千余个。以美国市场为例，公司授权经销商销售区域覆盖全美各州，终端销售网点千余个，公司产品受到美国市场动力运动行业的广泛认可。另外，公司顺应市场消费习惯及需求变化，设立天猫、京东等线上销售平台，多渠道、立体化地构建并优化销售渠道，实现销售网络的全面覆盖。

图41：进入了北美洲、欧洲、南美洲等国内外主流市场的五十余个国家和地区



资料来源：招股书

➤ 供应链高效协同，保障采购需求、质量与交期

得益于多年的行业积累以及稳定增长的生产规模，公司在上游原材料采购领域已经积累了较为丰富的供应商渠道和采购经验，拥有较强的供应链协同优势。市场上标准化的零部件难以满足产品设计及性能需求。公司对发动机、减震器、轮胎等关键零部件，根据研发设计需求及对零部件性能的理解，对供应商提出明确的设计参数要求，并协同供应商共同开发或定制开发后经公司测试验证使用，保障产品设计得以顺畅产业化。已积累了一批合作关系稳固、供应稳定的供应商资源，与多家零部件行业龙头企业形成战略合作关系。所在地已形成了“永武缙”五金产业带，大部分原材料可实现就近、及时采购，具有一定的区域优势。

表7：已积累了一批合作关系稳固、供应稳定的供应商资源

供货合同标的	供应商名称
发动机总成	重庆德呈威科技有限公司、重庆宗申发动机制造有限公司、重庆航迪机械制造有限公司、重庆隆鑫发动机有限公司、
减震器	温州市天源实业有限公司、无锡凯途必拓普减震器有限公司、永康市上下工贸有

供货合同标的	供应商名称
	限公司
毂芯总成	玉环骏龙机械有限公司、永康市跃飞车轮有限公司
轮胎	四川远星橡胶有限责任公司、武义晨色工贸有限公司、

资料来源：招股书、开源证券研究所

3.3、募投：运动摩托车智能制造项目拟新增产能 40 万辆，扩产 2 倍

本次募投项目主要有“运动摩托车智能制造项目”和“研发中心建设项目”，投资总金额分别为 33,781.64 万元和 9,300.68 万元，另有 5000 万元用于补充流动资金。其中，运动摩托车智能制造项目的建设期预计为 36 个月，拟通过该项目建设，新建生产车间，优化现有生产布局，并配套购置相关先进设备，**形成年产 40 万辆运动摩托车的生产能力，以 2022 年现有两轮越野摩托车及全地形车合计产能 20 万辆为基准，扩产后合计产能将达每年 60 万辆**，为规模及业绩增长提供基础。

表8：募投项目主要有“运动摩托车智能制造项目”和“研发中心建设项目”（万辆）

序号	项目名称	投资总金额/万元	拟用募资/万元
1	运动摩托车智能制造项目	33,781.64	33,781.64
2	研发中心建设项目	9,300.68	9,300.68
3	补充流动资金	5,000.00	5,000.00
	合计	48,082.32	48,082.32
	2022 年现有产能	预计新增产能	达产后总产能
两轮越野摩托车及全地形车	20	40	60

资料来源：招股书、开源证券研究所

4、与涛涛车业可比,可比公司 2022 PE 均值 25.4X、中值 23.5X

我们选取春风动力（603129.SH）、涛涛车业（301345.SZ）、美股上市公司北极星（PILN），作为华洋赛车的可比公司。

业务对比而言：

北极星专攻全地形车业务，具有剃刀系列、游侠系列、运动家系列、儿童车系列、雪地摩托系列此 5 大产品系列。

涛涛车业产品业务涵盖 50cc~300cc 排量段的全地形车、50cc~250cc 排量段的摩托车以及电动车。

春风动力业务包括 400cc 至 800cc 排量段的四轮全地形车和 125cc-500cc 及以上的摩托车。

华洋赛车拥有 50-300CC 排量段的全地形车和越野摩托车共 4 大产品体系。

图42：选取春风动力、涛涛车业、北极星（PIL.N）作为华洋赛车的可比公司

涛涛车业 成立于2015年		<p>主营业务：专注于户外休闲娱乐兼具短途交通代步功能的汽车、电动车及其配件、用品研发、生产和销售</p> <p>主要产品：汽车主要包括 50cc~300cc 排量段的全地形车和 50cc~250cc 排量段的摩托车；电动车主要包括电动滑板车、电动平衡车、电动摩托车、电动自行车等</p>
春风动力 成立于2003年		<p>主营业务：全地形车、摩托车、游艇及后市场用品等的研发、生产和销售</p> <p>主要产品：400cc 至 800cc 排量段 CForce、UForce、ZForce 四轮全地形车；125cc-250cc 小排量、250cc-500cc 中等排量、500cc 以上大排量摩托车</p>
北极星 成立于1994年		<p>主营业务：专业从事全地形车的生产</p> <p>主要产品：ATV、UTV 及雪地摩托车等</p>
华洋赛车 成立于2004年		<p>主营业务：从事非道路越野车的自主研发、生产和销售</p> <p>主要产品：Pit Bike（小越野）、Dirt Bike（大越野）、Mini Gp（小型公路赛车）、ATV（四轮全地形车）</p>

资料来源：各公司官网、华洋赛车招股书、开源证券研究所

本次拟发行股票不超过 1400 万股，可比公司 2022PE 均值 25.4X、中值 23.5X。公司与涛涛车业具有相对可比性，后者 2022 年特种车出口业务（全地形车+越野摩托车）40%左右的创收降幅与华洋赛车总营收下滑 40%具有一致性，或能体现 2022 年海外出口市场需求较弱，未来预期好转。

公司自成立以来专注于非道路越野车及全地形车产品，考虑到未来募投项目逐步达产后，产能预计得到提升，依赖广阔的销售渠道，UTV（SSV）及电动越野车等新品有望向多个海外市场顺利拓展，叠加欧美市场逐步恢复的预期，公司业绩有望恢复。

表9：可比公司 2022PE 均值 25.4X、中值 23.5X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2022PE	2022PS	2022 年营收/亿元	2022 年归母净利润/万元	2022 年毛利率
春风动力	603129	241.92	30.0	34.49	2.13	113.78	70,136.63	25.37%
隆鑫通用	603766	104.94	24.6	19.90	0.85	124.10	52,732.37	17.39%
钱江摩托	000913	93.37	20.4	22.36	1.65	56.48	41,767.49	27.15%
涛涛车业	301345	50.95	24.0	24.70	2.89	17.66	20,630.78	35.75%
均值		122.79	24.75	25.36	1.88			
中值		99.15	24.27	23.53	1.89			
华洋赛车	834058	12.42	19.7	18.77	2.93	4.24	6,612.71	21.85%

数据来源：Wind、开源证券研究所 数据截至 2023.6.30

5、风险提示

销售国市场环境变化风险、市场竞争风险、海外准入政策变化风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn