

华洋赛车 (834058.BJ)

2024年09月17日

海外市场多边发力，新能源布局及募投达产助力 Kayo 出海“乘风”

——北交所公司深度报告

投资评级：增持（维持）

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

万泉（联系人）

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790122090009

日期	2024/9/13
当前股价(元)	15.49
一年最高最低(元)	32.20/9.60
总市值(亿元)	8.67
流通市值(亿元)	2.18
总股本(亿股)	0.56
流通股本(亿股)	0.14
近3个月换手率(%)	158.48

北交所研究团队

● 2024H1 扣非归母净利润 3113 万元 (+48%)，毛利率同比上升

华洋主营两轮越野摩托车和全地形车业务，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。2023 年在俄乌地缘政治冲突的背景下，公司加紧布局俄罗斯二轮摩托车的空白市场。2024H1 公司营收 2.59 亿元 (+17%)、归母净利润 3172 万元 (+12%)、扣非归母净利润 3113 万元 (+48%)，毛利率同比上升。我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计公司归母净利润分别为 0.66/0.82/1.02 元，对应 EPS 分别为 1.18/1.46/1.83 元/股，对应当前股价 PE 分别为 13.3/10.7/8.6 倍，我们看好公司海外业务持续复苏趋势及募投项目产能释放，维持“增持”评级。

● 摩托车出口端边际复苏，俄罗斯等一带一路市场前景广

2024 年 7 月我国摩托车出口 366 万辆 (+48%)，出口金额为 137239 万美元 (+29%)。自国际公共安全卫生事件以来，海外摩托车经销商持续处于去库存阶段，2023 年 12 月开始我国摩托车出口数量及金额逐月呈现增长趋势。此外，受俄乌地缘政治冲突事件影响，2023 全年我国向俄罗斯出口摩托车同比增长 91%，一带一路市场有望打开我国摩托车出海的天花板。可比公司中，春风动力业务和销售区域与华洋赛车类似，前者规模体量较大，且全地形车毛利率具备优势。

● 品牌力与渠道布局日积月累，投设子公司布局新能源动力系统

截至 2023 年底公司已获专利 82 项，在车架主体的轻量化高强度设计等方面掌握多项核心技术，并积极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。2024H1，公司投资设立了控股子公司华锐动能，主营动力电源、电机、控制器等新能源动力系统。此外，根据公司最新发布的募投资金使用情况，截至 2024H1，公司上市募投的“运动摩托车智能制造项目”已累计投入对应募资金额的 75%。我们认为，2024 年及未来，公司有望在新能源科技领域取得创新性成果，为公司未来发展注入强劲动力，并且有望通过持续的智能化改造，保障产品质量、实现产品领先、工艺制胜，从而进一步提升盈利能力和综合竞争力。

● 风险提示：销售国市场环境变化、市场竞争和海外准入政策变化风险

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424	479	583	711	880
YOY(%)	-40.4	13.0	21.7	22.1	23.7
归母净利润(百万元)	66	51	66	82	102
YOY(%)	-26.4	-22.4	28.3	23.9	25.3
毛利率(%)	21.9	21.8	21.7	21.9	22.1
净利率(%)	15.6	10.7	11.3	11.5	11.6
ROE(%)	42.7	14.3	17.6	17.9	18.3
EPS(摊薄/元)	1.18	0.92	1.18	1.46	1.83
P/E(倍)	13.3	17.1	13.3	10.7	8.6
P/B(倍)	5.7	2.4	2.3	1.9	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2024H1 扣非归母净利润 3113 万元 (+48%)，毛利率上升	4
2、 论趋势：出口端边际复苏，俄罗斯等一带一路市场前景广	8
2.1、 2024 年二季度我国摩托车产销量实现连续三个月产销同比正增长	9
2.2、 出口持续边际好转，2024 年 1-7 月向俄罗斯出口摩托车同比+56%	12
2.3、 涛涛车业侧重电动车/自行车，华洋赛车与春风动力有一定可比性	13
3、 论优势：品牌力与渠道布局日积月累，激励人才显露底蕴	16
3.1、 钻研车架主体结构设计，产品线覆盖宽泛年龄阶段增强品牌复购力	16
3.2、 高效供应链与品牌推广作支撑，助力渠道布局“一带一路”新市场	17
3.3、 重视人才队伍的发展以及激励措施，高分红率提升内在投资价值	19
4、 论前路：布局新能源动力系统，募投项目投产在即	21
4.1、 积极推进生产智能化改造，投设子公司向新能源动力系统延伸布局	21
4.2、 截至 2024H1 末，运动摩托车智能制造项目累计投入募资金额的 75%	21
5、 投资建议与盈利预测	23
6、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 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，2023 年 8 月登陆北交所	4
图 2： 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	6
图 3： 2023 年二轮摩托车业务创收 30110.98 万元（万元）	6
图 4： 2023 年二轮摩托车业务毛利率升至 22.27%	6
图 5： 2024H1 营收 2.59 亿元 (+17.36%)、归母净利润 3172.49 万元 (+12.38%)	7
图 6： 二轮摩托按照结构划分可以分为踏板车、弯梁车和跨汽车	8
图 7： 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	8
图 8： 2023 年我国产销摩托车 1941.63 万辆 (-9%) 和 1899.07 万辆 (-11%) (万辆)	9
图 9： 2023 年 12 月跨骑、踏板和弯梁占二轮车总销量比分别为 41%、38% 和 8%	9
图 10： 2023 年我国燃油摩托车销量前三企业分别为大长江、隆鑫、宗申 (万辆)	10
图 11： 我国摩托车产销量实现了 2024 年第二季度连续三个月的产销同比正增长	10
图 12： 2022 年全球全地形车销量约 93 万辆，同比下降 10.6%	11
图 13： 2022 年全球 UTV 产品占全地形车的 61%	11
图 14： 2010-2022 年我国全地形车销量 CAGR 达 13.4%	12
图 15： 2022 年春风动力国内市占率达 74%	12
图 16： 2024 年 7 月我国摩托车出口 366 万辆 (+48.18%)	12
图 17： 2024 年 7 月我国摩托车出口 13.72 亿美元 (+29%)	12
图 18： 2024 年 1-7 月我国向俄罗斯市场出口摩托车数量为 22.83 万辆 (+56%)	13
图 19： 选取春风动力、涛涛车业、北极星 (PII.N) 作为华洋赛车的可比公司	14
图 20： 2023 年华洋赛车海外销售收入占比达 93%	15
图 21： 2023 年涛涛车业在美国区域销售占比达 71%	15
图 22： 2023 年春风动力在北美地区创收占比达 39%	15
图 23： 2021-2023 年两家公司两轮摩托车毛利率接近	15
图 24： 2021-2023 年春风动力四轮车业务毛利率较高	15
图 25： 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	16

图 26: 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.....	16
图 27: 品牌 KAYO 已成为动力运动装备领域国际知名的中国品牌.....	17
图 28: 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.....	18
图 29: 2203 年公司股利支付率达到了 206.55%.....	20
图 30: 公司有望在新能源科技领域取得创新性成果.....	21
图 31: 公司于 2024 年 3 月举行了“运动摩托车智能制造项目”的结项仪式.....	22
表 1: 截至 2024 年上半年末, 董事长戴继刚先生持股比例为 37.2%.....	4
表 2: 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.....	5
表 3: 春风动力与华洋赛车的业务类型较为相似.....	14
表 4: 华洋赛车和春风动力均已自有品牌推广为主.....	14
表 5: 较多在研项目开发针对儿童及青少年用户群.....	17
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.....	18
表 7: 已积累了一批合作关系稳固、供应稳定的供应商资源.....	19
表 8: 公司 2024 年股权激励计划授予的激励对象为研发中心主任、技术质量总监、生产总监助理.....	19
表 9: 第一个解除限售期对应的业绩考核目标为 2024 年度营业收入相较 2023 年实现增长.....	20
表 10: 上市募投包括运动摩托车智能制造项目、研发中心建设项目(万元、万辆).....	21
表 11: 截至 2024H1 末“运动摩托车智能制造项目”累计投入募资的 75%(万元).....	22
表 12: 可比公司 2024PE 均值为 17.7X.....	23

1、2024H1 扣非归母净利润 3113 万元 (+48%)，毛利率上升

华洋始建于1999年，设立之初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。2014年公司实现全地形车的开发和量产，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）及 SSV（肩并肩坐全地形车）五大产品系列。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，在我国各级赛事中参赛保有量占据前列。

图1：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，2023年8月登陆北交所



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

董事长戴继刚系缙云县华拓投资合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人，一致行动人为（戴继刚、缙云县华拓投资合伙企业（有限合伙））。此外，截至2024年上半年末，前十大股东中包含3家公募基金，包含万家基金、华夏基金、汇添富基金。

表1：截至2024年上半年末，董事长戴继刚先生持股比例为37.2%

序号	股东名称	期末持股数(股)	期末持股比例
1	戴继刚	20,832,044	37.20%
2	戴鹏	5,681,575	10.15%
3	任宇	5,681,574	10.15%
4	陈钧	5,681,574	10.15%
5	缙云县华拓投资合伙企业（有限合伙）	4,080,841	7.29%
6	深圳麦格米特电气股份有限公司	1,370,042	2.45%
7	中国农业银行股份有限公司-万家北交所慧选两年定期开放混合型证券投资基金	870,021	1.55%
8	中国农业银行股份有限公司-华夏北交所创新中小企业精选两年定期开放混合型发起式证券投资基金	847,481	1.51%
9	中国工商银行股份有限公司-汇添富北交所创新精选两年定期开放混合型证券投资基金	753,697	1.35%
10	招商银行股份有限公司-华夏成长精选6个月定期开放混合型发起式证券投资基金	522,504	0.93%

资料来源：华洋赛车2024年半年报、开源证券研究所

业务介绍

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。

表2：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

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 
	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 
	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。		
	全地形车	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 
AU150 				AU200 
SSV (肩并肩坐全地形车)		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：华洋赛车招股书、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。

图2: 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: 华洋赛车招股书、开源证券研究所

业务创收及盈利能力

2021 年,受国际公共卫生安全事件影响,海外摩托车经销商提前备货,致使公司 2021 年二轮摩托车和四轮沙滩车业务创收均收获较高增速;2022 年开始,受到海外市场去库存的影响,两项主营业务创收纷纷下滑;2023 年,在俄乌地缘政治冲突的背景下,公司加紧布局俄罗斯二轮摩托车的空白市场,使得该业务扭转下滑趋势。2023 年公司二轮摩托车和四轮沙滩车业务分别创收 30110.98 万元、15792.24 万元。在公司重视新品研发投入以及品牌力不断提升的趋势下,二轮摩托车业务毛利率稳中有升,至 2023 年已升至 22.27%。2024H1 公司二轮摩托车创收 1.90 亿元(+34.75%),毛利率为 23.14% (+1.87pcts),主要系上半年俄罗斯市场销售订单增加所致。2024 年公司不断提升以俄罗斯为代表的一带一路市场、以美国为代表的北美市场以及以英国、意大利为代表欧洲市场等重点市场推广力度,使公司销售情况得到显著提升。

图3: 2023 年二轮摩托车业务创收 30110.98 万元(万元)

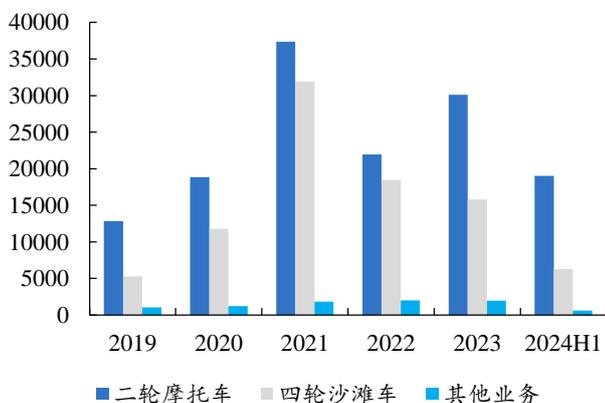
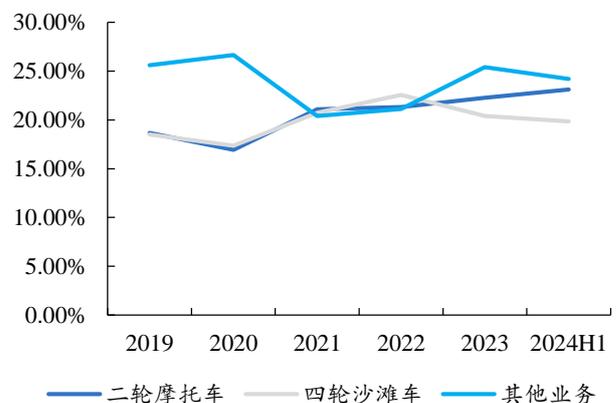


图4: 2023 年二轮摩托车业务毛利率升至 22.27%



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

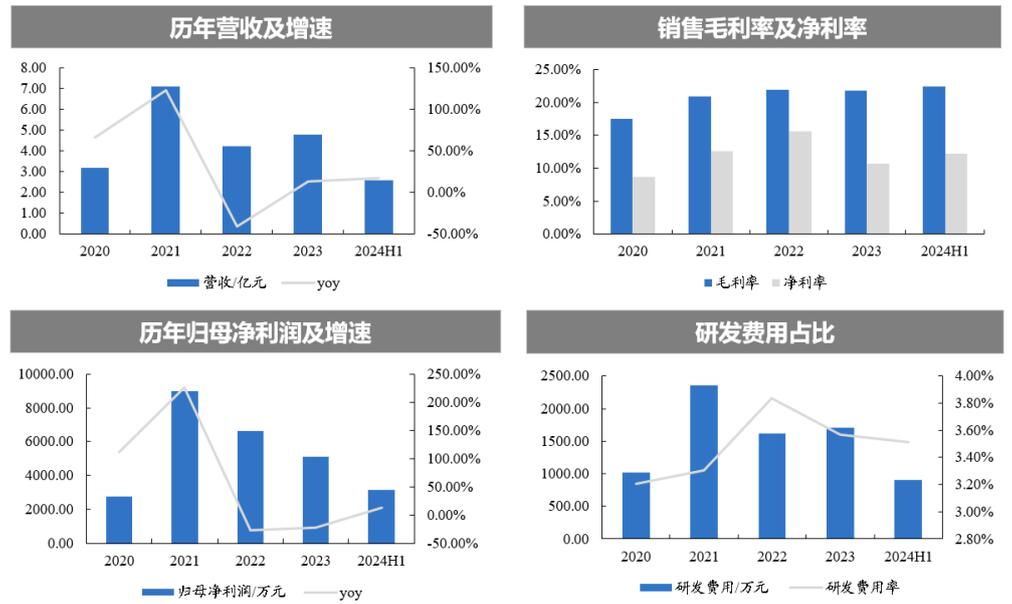
> 财务总览

2020-2023 年 3 年营收 CAGR 为 14.57%、3 年归母净利润 CAGR 为 23.06%。

2023 年： 营收 4.79 亿元 (+12.95%)、归母净利润 5130.74 万元 (-22.41%)、毛利率/净利率分别为 21.79%/10.72%、研发投入 1709.61 万元（费用率 3.57%）。

2024H1： 营收 2.59 亿元 (+17%)、归母净利润 3172 万元 (+12%)、扣非归母净利润 3113 万元 (+48%)，毛利率同比上升。2024Q2 营收 2.10 亿元，同比增长 39%、环比增长 329%，归母净利润 2733 万元，同比增长 33%、环比增长 521%，毛利率单季度环比改善。

图5：2024H1 营收 2.59 亿元 (+17.36%)、归母净利润 3172.49 万元 (+12.38%)

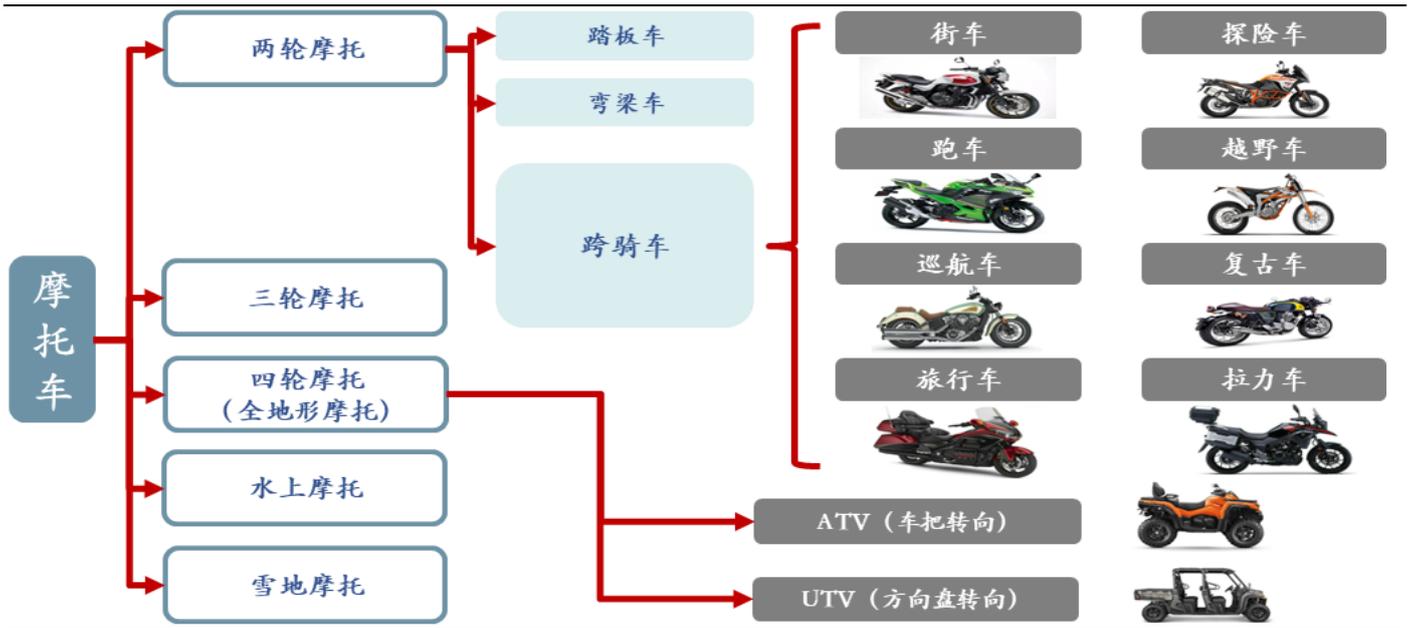


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、论趋势：出口端边际复苏，俄罗斯等一带一路市场前景广

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。

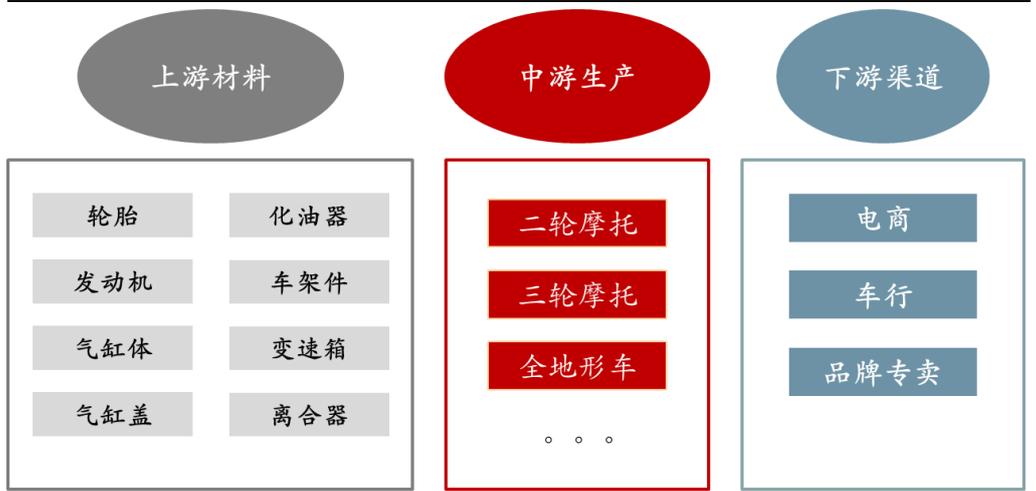
图6：两轮摩托按照结构划分可以分为踏板车、弯梁车和跨汽车



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7：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

2.1、2024 年二季度我国摩托车产销量实现连续三个月产销同比正增长

➤ 两轮摩托车

据中国摩托车商会统计，2023 年我国共产销摩托车 1941.63 万辆和 1899.07 万辆，同比下降 8.81%和 11.34%。其中，二轮摩托车产销 1702.27 万辆和 1660.01 万辆，同比下降 10.46%和 13.23%；大排量休闲娱乐摩托车(排量 250cc 以上,不含 250cc)产销 51.18 万辆和 52.54 万辆，同比下降 7.13%和 5.06%。三轮摩托车产销 239.36 万辆和 239.05 万辆，同比增长 4.93%和 4.46%。

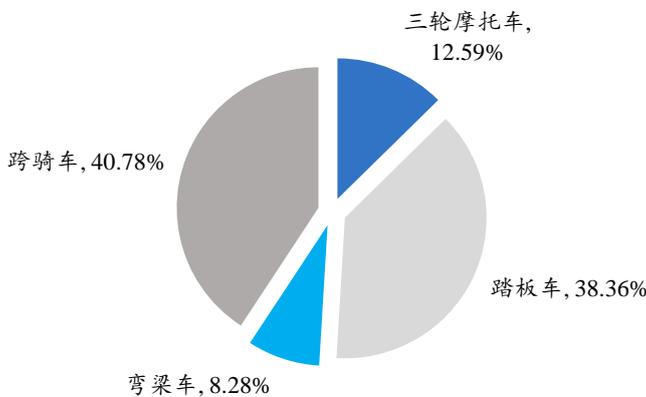
图8：2023 年我国产销摩托车 1941.63 万辆 (-9%) 和 1899.07 万辆 (-11%) (万辆)



资料来源：中国摩托车商会

2023 年我国跨骑车产销 770.11 万辆和 774.38 万辆，产销量同比增长 2.59%和 0.87%；踏板车产销 775.72 万辆和 728.48 万辆，同比下降 21.9%和 27.06%；弯梁车产销 156.43 万辆和 157.15 万辆，同比增长 7.34%和 7.59%。从各车型销量占二轮车总销量的比重看，跨骑、踏板和弯梁三类车型占比分别为 46.65%、43.88%和 9.47%。2023 年我国正三轮摩托车产销 239.05 万辆和 238.76 万辆，同比增长 4.91%和 4.45%。

图9：2023 年 12 月跨骑、踏板和弯梁占二轮车总销量比分别为 41%、38%和 8%



数据来源：中国摩托车商会、开源证券研究所

2023 年我国燃油摩托车销量前十名企业(集团)为大长江、隆鑫、宗申、新大洲本田、洛阳北方、五羊-本田、广东大冶、重庆银翔、广州大运、轻骑铃木，分别

销售 187.74 万辆、133.52 万辆、85.54 万辆、76.13 万辆、63.93 万辆、60.26 万辆、57.88 万辆、52.54 万辆、49.03 万辆和 40.23 万辆。

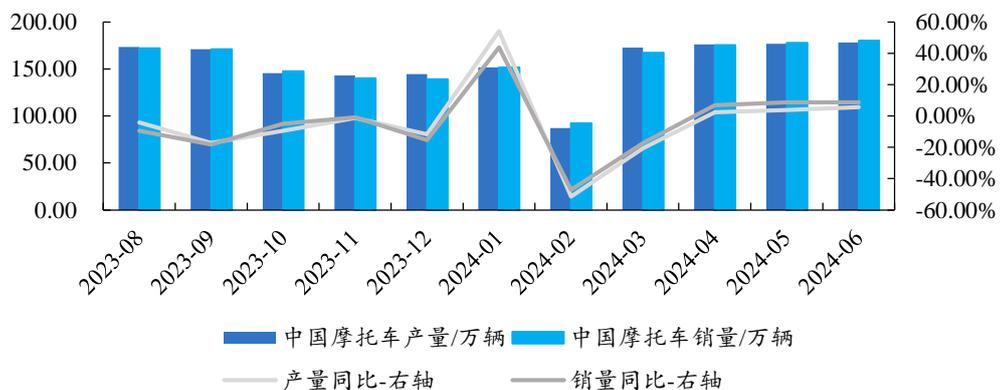
图10：2023 年我国燃油摩托车销量前三企业分别为大长江、隆鑫、宗申（万辆）



资料来源：中国摩托车商会

2024 年我国摩托车产销量实现了第二季度连续三个月的产销同比正增长。2024 年第二季度，4-6 月我国摩托车产量分别为 176.26 万辆(+2.36%)、176.84(+3.82%)、178.13 (+5.58%)，销量分别为 175.41 万辆(+6.75%)、177.94 万辆(+8.68%)、180.02 万辆 (+8.58%)。

图11：我国摩托车产销量实现了 2024 年第二季度连续三个月的产销同比正增长



数据来源：中国摩托车商会、开源证券研究所

➤ 全地形车

2016 年以来，全球全地形车市场保持平稳增长态势，2020 年国际公共卫生安全事件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%。从销量来看，2022 年全球全地形车销量约 93 万辆，同比下降 10.6%。

图12: 2022 年全球全地形车销量约 93 万辆, 同比下降 10.6%



资料来源: 华经产业研究院

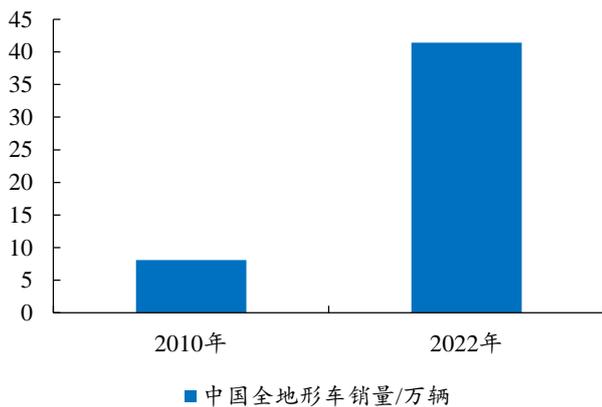
从产品结构来看, ATV 产品需求长期稳定, UTV 产品呈现稳定增长态势。2010 年以来, 全球 ATV 产品市场规模稳定在年均 40 万辆左右; UTV 产品因其具有较强的性能可拓展特点, 逐渐获得市场青睐, 年均市场规模由 2010 年的 24 万辆增长至 2022 年的 57 万辆, 为全地形车行业主要增量市场。

图13: 2022 年全球 UTV 产品占全地形车的 61%

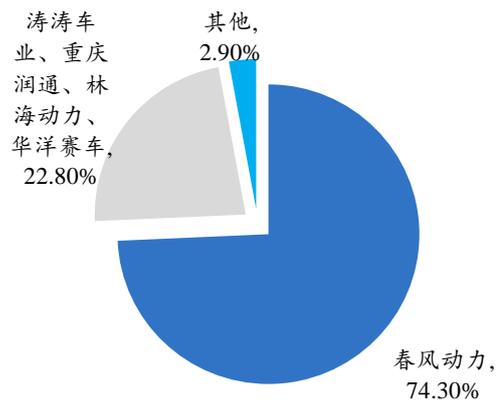


数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

中国全地形车销量由 2010 年 8.08 万台增至 2022 年 41.44 万台, 复合增长率达 13.40%。2022 年, 我国全地形车销量 41.44 万台, 出口占比较大。中国全地形车行业长期出口导向型特征明显, 中国 90% 以上全地形车都出口到国外。春风动力、涛涛车业、重庆润通、林海动力、华洋赛车是出口金额排名前五厂家, 出口数量占全国出口总量的 96.66%, 出口金额占全国出口总额的 97.12%, 其中春风动力全地形车出口金额占全国总金额的 74.28%, 蝉联行业龙头地位。以公布的全球全地形车销量测算春风动力市占率, 2014 年春风动力市占率仅 3.54%, 2022 年已达 17.93%。

图14：2010-2022年我国全地形车销量 CAGR 达 13.4%


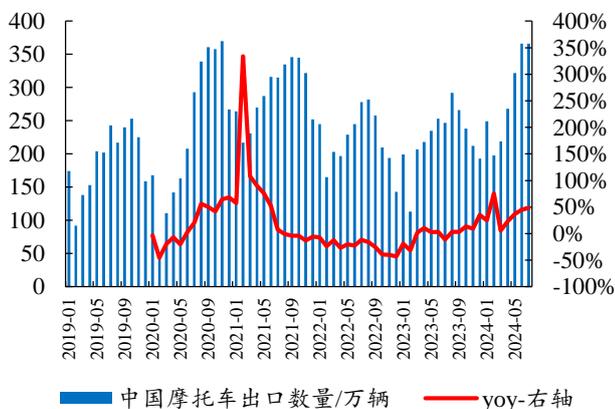
数据来源：中汽协、华经产业研究院、开源证券研究所

图15：2022年春风动力国内市占率达 74%


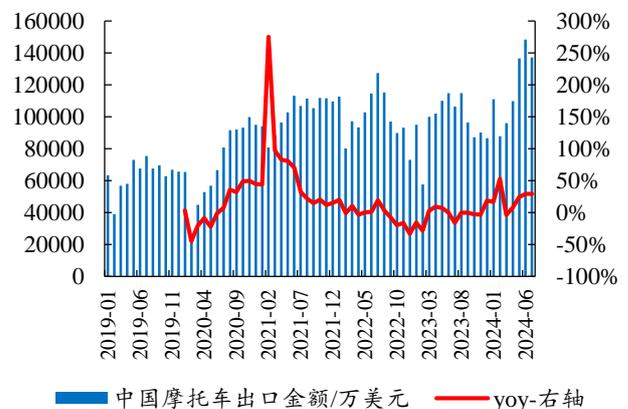
数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2.2、出口持续边际好转，2024年1-7月向俄罗斯出口摩托车同比+56%

2024年7月，我国摩托车出口 366.00 万辆 (+48.18%)，出口金额为 137,238.60 万美元 (+29.00%)。自国际公共安全卫生事件以来，海外摩托车经销商持续处于去库存阶段，致使我国摩托车出口数量及金额在 2022-2023 年出现增速放缓的现象。2023 年 12 月开始，我国摩托车出口数量及出口金额逐月呈现较高增长的趋势（2024 年 3 月除外），我国摩托车行业出海景气度不断提升，增长势头预期持续。

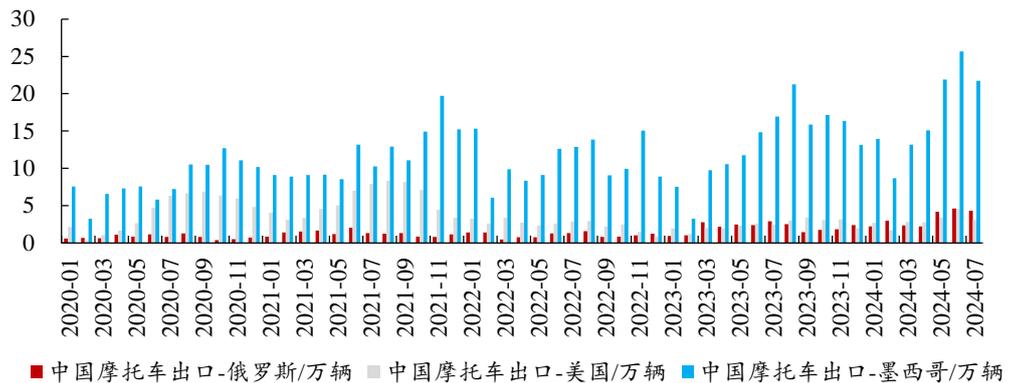
图16：2024年7月我国摩托车出口 366 万辆(+48.18%)


数据来源：海关总署、开源证券研究所

图17：2024年7月我国摩托车出口 13.72 亿美元(+29%)


数据来源：海关总署、开源证券研究所

受俄乌冲突事件影响，我国摩托车在俄罗斯市场的出口数量自 2023 年开始明显增多。根据海关总署数据，2023 年全年我国向俄罗斯出口摩托车共 24.52 万辆 (+91.44%)，向美国出口摩托车共 29.12 万辆 (-1.71%)，向墨西哥出口摩托车共 158.31 万辆 (+20.93%)。2023 年 3 月至 2024 年 7 月，我国向俄罗斯出口摩托车数量存在 16 个月的同比正增长；2023 年 8 月至 2024 年 7 月，我国向美国出口摩托车数量实现连续 12 个月同比正增长；2023 年 4 月至 2024 年 7 月，我国向墨西哥市场出口摩托车数量实现连续 16 个月同比正增长。2024 年 7 月数据显示，我国向俄罗斯、美国、墨西哥市场出口摩托车数量分别为 4.30 万辆(+49.40%)、3.05 万辆(+23.90%)、21.73 万辆 (+28.32%)。

图18：2024年1-7月我国向俄罗斯市场出口摩托车数量为22.83万辆（+56%）


数据来源：海关总署、开源证券研究所

2.3、涛涛车业侧重电动车/自行车，华洋赛车与春风动力有一定可比性

2021年华洋赛车全球非道路两轮摩托车市占率达8.5%。目前国内摩托车行业发展成熟，市场集中度较高，以大长江、隆鑫、宗申、银翔、力帆等为代表，但非道路两轮摩托车产品专业程度高，行业市场参与度较少，以华洋赛车、阿波罗、涛涛车业等为代表。根据 Statista 及公司销量数据推算，2021年全球非道路两轮摩托车销量预计为126.44万辆，公司当年两轮产品销量为10.73万辆，公司两轮产品占全球非道路两轮摩托车市场的比例约为8.49%。

2021年华洋赛车全球全地形车ATV市占率17.6%。从供给端来看，全球全地形车的主要产地集中在北美和日本，北美制造商以北极星、约翰迪尔、北极猫、庞巴迪为代表，日本制造商以川崎、久保田、本田、铃木、雅马哈为代表，占据了全球全地形车的主要市场。从消费端来看，全球全地形车的消费主要集中在欧洲和北美等发达国家和地区。全地形车行业在我国起步较晚，尚属于新兴市场。目前我国全地形车制造商以民营企业为主，逐渐涌现出了一批如春风动力、华洋赛车、重庆环松、林海股份等一批具有自主品牌运营能力、研发创新能力和生产制造能力的企业。根据北极星年报数据及公司销量数据推算，2021年全球全地形车中ATV销量为41.50万辆，公司当年四轮产品销量为7.29万辆，公司销量占全球全地形车中ATV产品市场的比例约为17.56%。

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。

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19：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

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 CFForce、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

业务层面

根据 2023 年年报三家公司披露的业务拆分情况来看，春风动力与华洋赛车主营业务均以两轮摩托车和四轮车为主，而涛涛车业业务中电动车及电动自行车的合计创收占比超过一半。

表3：春风动力与华洋赛车的业务类型较为相似

企业	主营业务	主要产品（2023 年分业务占比）
华洋赛车	非道路越野运动摩托车	两轮摩托车（63%）、四轮沙滩车（33%）
涛涛车业	户外休闲娱乐兼具短途交通代步功能的汽车、电动车	电动车（48%）、全地形车（29%）、电动自行车（8%）、越野摩托车（6%）、电动高尔夫球车（4%）
春风动力	全地形车，摩托车及后市场用品	四轮车（54%）、两轮车（37%）

资料来源：Wind、开源证券研究所

从商业模式来看，华洋赛车和春风动力均已自有品牌推广为主，涛涛车业则采用自主品牌与 ODM 产品结合的市场销售策略。

表4：华洋赛车和春风动力均已自有品牌推广为主

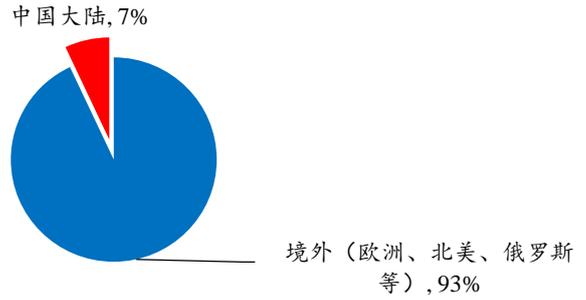
企业	商业模式
华洋赛车	以自有品牌为主，结合少量的贴牌生产模式
涛涛车业	自主品牌产品和 ODM 产品相结合
春风动力	以自主品牌为主

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

销售区域层面

2023 年至今，公司针对性的制定了拓展市场计划，与多个空白地区的经销商建立了合作关系，不断提升例如俄罗斯、北美市场等重点市场的市场份额。其中，2023 年及 2024 年上半年，公司在俄罗斯市场的市场开拓成效显著。

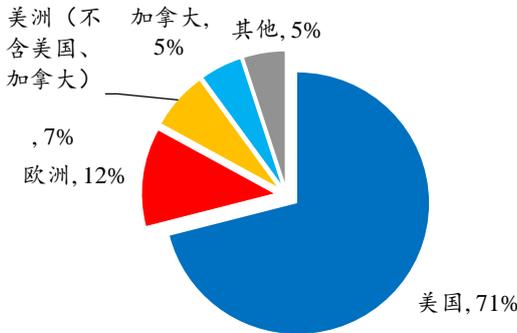
图20：2023 年华洋赛车海外销售收入占比达 93%



数据来源：Wind、开源证券研究所

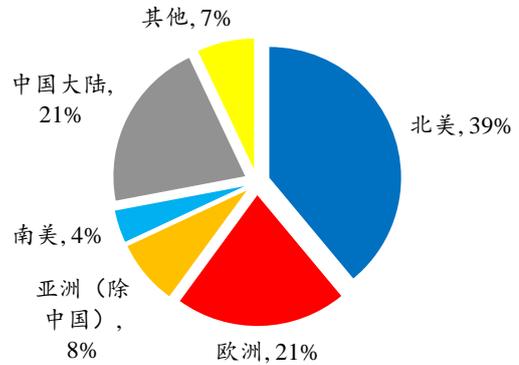
2023 年，涛涛车业在美国的创收占比达 71%，其次是欧洲，占比达 12%；春风动力美国创收占比达 39%，欧洲、中国大陆创收占比均为 21%。华洋赛车与春风动力相比，2023 年在中国大陆的创收占比较低，海外创收占比较高。

图21：2023 年涛涛车业在美国区域销售占比达 71%



数据来源：涛涛车业 2023 年年报、开源证券研究所

图22：2023 年春风动力在北美地区创收占比达 39%

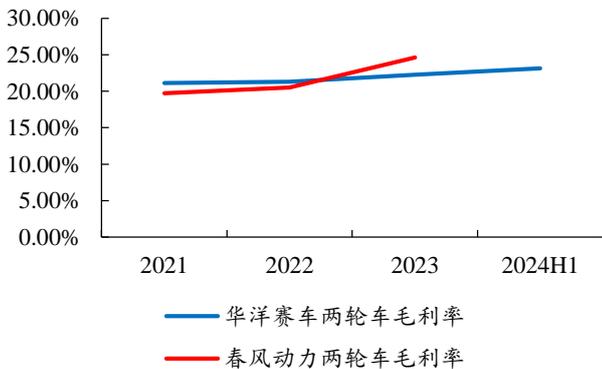


数据来源：春风动力 2023 年年报、开源证券研究所

➤ 盈利能力层面

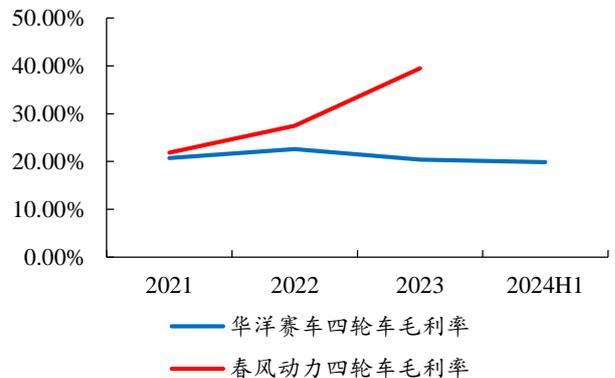
从毛利率情况来看，华洋赛车和春风动力在两轮摩托车业务方面较为相近，两者 2021-2023 年毛利率相差不大，均处于 20-25% 区间；四轮车方面，两家公司的毛利率在 2021-2023 年之间拉开了差距，2023 年华洋赛车和春风动力四轮车毛利率分别为 20.42%、39.52%。

图23：2021-2023 年两家公司两轮摩托车毛利率接近



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2021-2023 年春风动力四轮车业务毛利率较高



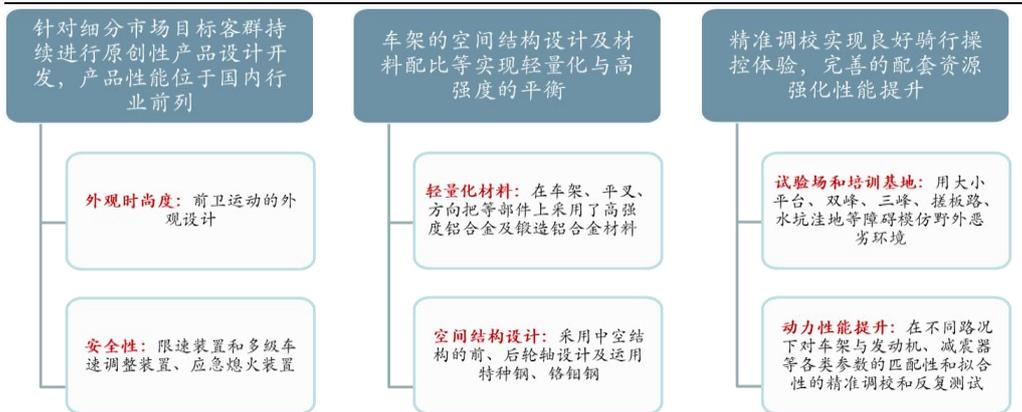
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、论优势：品牌力与渠道布局日积月累，激励人才显露底蕴

3.1、钻研车架主体结构设计，产品线覆盖宽泛年龄阶段增强品牌复购力

截至 2023 年年末，公司已获得专利 85 项，其中发明专利 3 项。领先的研发设计能力是发展的核心动力源。公司从车体外观设计、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。

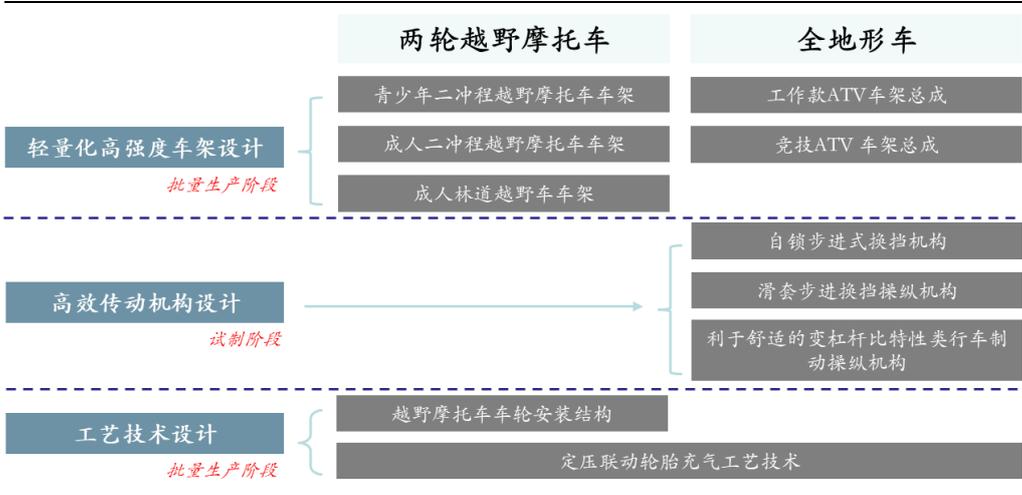
图25：从车体外观设计、车架主体结构设计、高效传动系统设计等多方面攻坚克难



资料来源：华洋赛车招股书、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、工艺技术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26：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：华洋赛车招股书、开源证券研究所

随着品牌知名度的提高，公司将研发重点持续放在新品开拓方面。公司在车架

主体的结构设计，在动力性、加速性、制动性、操控性等整车性能的调校，在高效传动系统设计等方面掌握核心技术。同时，越野车作为一种体验型产品，公司前卫运动的外观设计也是公司产品吸引青少年等客群的一大亮点。根据公司招股书披露的15项在研项目中，超半数型号的越野车开发针对儿童及青少年用户群，产品线覆盖较为宽泛的年龄阶段，从而增强了品牌复购力。

表5：较多在研项目开发针对儿童及青少年用户群

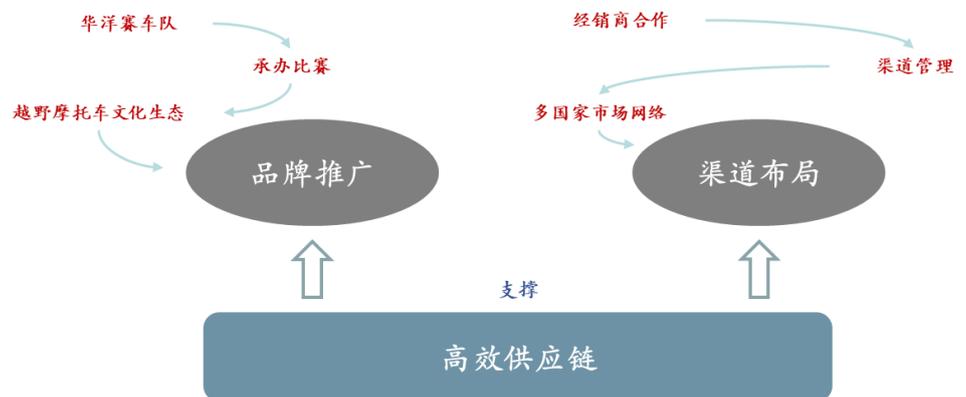
序号	在研项目	年龄适用
1	KMB 儿童娱乐越野车开发	适合8岁以下的儿童骑行和培训需要
2	TD 青少年越野摩托车开发	满足青少年人群对越野运动的需要
3	EKMB 电动儿童娱乐越野车开发	适合儿童初学者越野娱乐及培训需要
4	US70 儿童单座越野娱乐多功能车开发	适用于儿童娱乐和越野运动
5	200CC 双座青少年越野娱乐多功能全地形车开发	适合青少年娱乐和越野运动
6	AU300 轴传动工作款全地形车开发	外观、性能、功能性开发
7	车辆燃油蒸发技术开发	外观、性能、功能性开发
8	EUS70 车型开发	适用于6-10岁儿童娱乐和越野运动
9	EA110 车型开发	适用于8-12岁少儿娱乐和越野运动
10	eA70 车型开发	满足不同驾驶经验儿童对车速的要求
11	K5 车型开发	外观、性能、功能性开发
12	S110 车型开发	外观、性能、功能性开发
13	eS110 车型开发	外观、性能、功能性开发
14	AU200-2A 车型开发	外观、性能、功能性开发
15	T2300/T4300 排量车型开发	外观、性能、功能性开发

资料来源：华洋赛车招股书、开源证券研究所

3.2、高效供应链与品牌推广作支撑，助力渠道布局“一带一路”新市场

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27：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：华洋赛车招股书、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。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。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	
		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：华洋赛车招股书、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、立体化构建并优化销售渠道，实现销售网络全面覆盖。

图28：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：华洋赛车招股书

➤ 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：华洋赛车招股书、开源证券研究所

根据 2024 年 7 月 24 日发布的投资者关系活动记录表信息，公司在实际销售中的反馈，已经明显感觉后续有明显的市场拓展的空间。比如在一带一路的国家，公司的产品就销往俄罗斯、土耳其、智利、南非等 10 多个与中国签署“一带一路”合作文件的国家，而且市场销量在逐年快速增长，后期有望会在众多新兴市场有可能形成突破。

3.3、重视人才队伍的发展以及激励措施，高分红率提升内在投资价值

创始团队技术出身。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。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。

重视人才队伍的发展以及激励。公司 2024 年股权激励计划授予的激励对象为孔祥献（研发中心主任）、肖伟（技术质量总监）、张凤军（生产总监助理），第一个解除限售期对应的业绩考核目标为 2024 年度营业收入相较 2023 年实现增长。此次股权激励彰显了公司对于人才队伍的重视以及对于优秀人才的激励决心。

表8：公司 2024 年股权激励计划授予的激励对象为研发中心主任、技术质量总监、生产总监助理

姓名	职务	授予的限制性股票数量（股）	占激励计划拟授出限制性股票总量的比例	涉及标的股票数量占股本总额的比例
孔祥献	研发中心主任	44,200	36.36%	0.08%
肖伟	技术质量总监	44,200	36.36%	0.08%

姓名	职务	获授的限制性股票数量（股）	占激励计划拟授出限制性股票总量的比例	涉及标的股票数量占股本总额的比例
张凤军	生产总监助理	33,150	27.27%	0.06%
合计		121,550	100.00%	0.22%

资料来源：华洋赛车公告、开源证券研究所

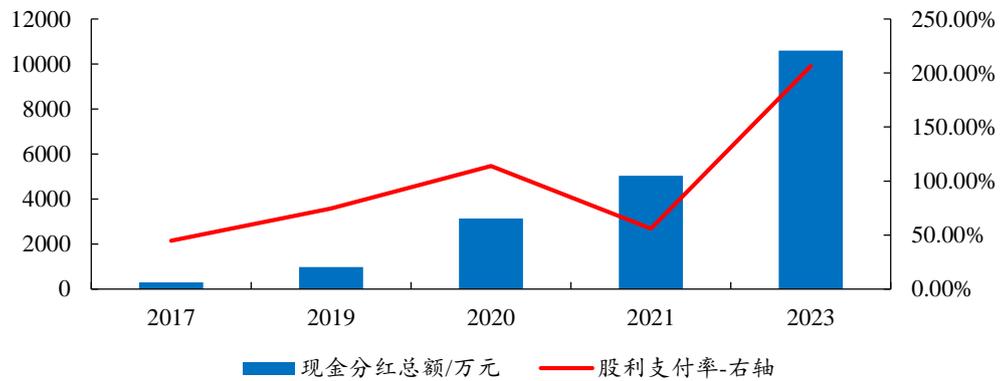
表9：第一个解除限售期对应的业绩考核目标为 2024 年度营业收入相较 2023 年实现增长

解除限售期	对应考核年度	公司业绩考核目标	公司层面解除限售比例
第一个解除限售期	2024	2024 年度营业收入相较 2023 年实现增长。	若公司完成当年度业绩考核目标的 100%（含）以上，则公司层面解除限售比例为 100%；若公司未完成当年度业绩考核目标的 100%（不含）以下的，则公司层面解除限售比例为 0%。
第二个解除限售期	2025	2025 年度营收收入较 2024 年度增长率不低于 10%，或 2025 年度营业收入较 2023 年度年均复合增长率不低于 10%。	
第三个解除限售期	2026	2026 年度营业收入较 2025 年度增长率不低于 10%，或 2026 年度营业收入较 2023 年度年均复合增长率不低于 10%。	

资料来源：华洋赛车公告、开源证券研究所

出众的现金分红率以回馈投资者。公司 2017-2023 年区间保持着较为持续的利润分配，在现金分红总额方面逐次上升。2023 年，公司以股权登记日应分配股数 55,965,500 股为基数，向参与分配的股东每 10 股派 8.93 元人民币现金，权益分派共计派发现金红利 49,977,191.50 元，股利支付率更是达到了 206.55%。

图29：2203 年公司股利支付率达到了 206.55%



资料来源：Wind、开源证券研究所

4、论前路：布局新能源动力系统，募投项目投产在即

4.1、积极推进生产智能化改造，投设子公司向新能源动力系统延伸布局

2024年上半年，公司根据战略发展需求，投资设立了控股子公司华锐动能科技（丽水）有限公司，主营业务以动力电源、电机、控制器等新能源动力系统的设计研发、制造及运用以上动力系统的整车设计输出为主营业务，不制造整车。

此外，公司一直不断积极推进生产智能化改造建设，不断提升生产智能化制造水平，先后购置了包括长臂自动焊接机械手、全自动弯管机、高精度大平台三坐标测量仪、机器人激光切割工作站等在内的智能化设备，尤其是车体的制作精度已经达到国外高水平同类产品的制作标准。

我们认为，2024年及未来，公司有望在新能源科技领域取得创新性成果，为公司未来发展注入强劲动力，并且有望通过持续的智能化改造，保障产品质量、实现产品领先、工艺制胜，从而进一步提升盈利能力和综合竞争力。

图30：公司有望在新能源科技领域取得创新性成果



资料来源：华洋赛车公告、开源证券研究所

4.2、截至2024H1末，运动摩托车智能制造项目累计投入募资金额的75%

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10：上市募投包括运动摩托车智能制造项目、研发中心建设项目（万元、万辆）

序号	项目名称	投资总额	拟投入金额（调整后）
1	运动摩托车智能制造项目	33,781.64	14,712.38
2	研发中心建设项目	9,300.68	1,500.00
3	补充流动资金	5,000.00	4,550.00
合计		48,082.32	20,762.38
		2022年现有产能	预计新增产能
	两轮越野摩托车及全地形车	20	40
			达产后总产能
			60

数据来源：华洋赛车招股书、华洋赛车公告、开源证券研究所

根据公司最新发布的募投资金使用情况，我们得知，截至 2024 年上半年末，华洋赛车上市募投的“运动摩托车智能制造项目”已累计投入对应募资金额的 75%。同时，公司 2024 年半年报显示，公司于 2024 年 3 月举行了“运动摩托车智能制造项目”的结顶仪式。

表11：截至 2024H1 末“运动摩托车智能制造项目”累计投入募资的 75%（万元）

募集资金用途	调整后投资总额	2024H1 投入金额	截至 2024H1 末累计投入金额	截至 2024H1 末投入进度 (%)
运动摩托车智能制造项目	14,712.38	2,341.04	11,084.40	75.34%
研发中心建设项目	1,500.00	467.52	467.52	31.17%
补充流动资金	4,550.00		1,550.00	34.07%
合计	20,762.38	2,808.56	13,101.92	-

数据来源：华洋赛车公告、开源证券研究所

图31：公司于 2024 年 3 月举行了“运动摩托车智能制造项目”的结顶仪式



资料来源：华洋赛车 2024 年半年报

5、投资建议与盈利预测

华洋赛车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，依赖俄罗斯等一带一路市场新增的广阔销售渠道，公司越野摩托车、UTV（SSV）及电动越野摩托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，公司业绩有望持续上升。

我们维持2024-2026年盈利预测，预计公司归母净利润分别为0.66/0.82/1.02元，对应EPS分别为1.18/1.46/1.83元/股，对应当前股价PE分别为13.3/10.7/8.6倍，我们看好公司海外业务持续复苏趋势及募投项目产能释放，维持“增持”评级。

表12：可比公司2024PE均值为17.7X

公司名称	股票代码	最新收盘价(元/股)	最新总市值(亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
春风动力	603129.SH	147.48	223.33	8.69	11.04	13.62	17.0	13.4	10.8
涛涛车业	301345.SZ	52.30	57.40	3.56	4.74	5.94	14.7	11.0	8.8
宗申动力	001696.SZ	12.05	137.98	0.56	0.64	0.73	21.5	18.8	16.5
均值			139.57				17.7	14.4	12.0
华洋赛车	834058.BJ	15.65	8.76	1.18	1.46	1.83	13.3	10.7	8.6

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至20240912；涛涛车业、华洋赛车盈利预测来源于开源证券研究所，春风动力、宗申动力盈利预测来源于Wind一致预期

6、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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	219	366	411	478	569
现金	89	180	172	189	209
应收票据及应收账款	52	115	144	180	220
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	1	1	1	1	1
存货	70	62	85	100	129
其他流动资产	6	8	9	9	10
非流动资产	122	205	209	253	280
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	82	84	129	171	199
无形资产	36	35	42	52	56
其他非流动资产	4	86	37	30	25
资产总计	342	571	620	731	849
流动负债	177	203	237	266	282
短期借款	28	38	35	31	28
应付票据及应付账款	128	142	170	205	223
其他流动负债	22	23	33	31	31
非流动负债	10	10	9	9	9
长期借款	1	0	0	0	0
其他非流动负债	8	10	9	9	9
负债合计	187	213	246	275	292
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	42	56	56	56	56
资本公积	3	197	197	197	197
留存收益	110	105	171	253	355
归属母公司股东权益	155	358	374	455	558
负债和股东权益	342	571	620	731	849

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	44	-3	53	66	55
净利润	66	51	66	82	102
折旧摊销	5	7	8	11	14
财务费用	-10	-2	-6	-9	-8
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-22	-66	-18	-20	-58
其他经营现金流	6	7	3	3	4
投资活动现金流	-37	-102	-12	-55	-41
资本支出	37	72	42	56	41
长期投资	0	-30	0	0	0
其他投资现金流	0	0	30	0	0
筹资活动现金流	9	161	-48	6	6
短期借款	28	10	-3	-4	-2
长期借款	1	-1	0	0	0
普通股增加	0	14	0	0	0
资本公积增加	1	194	0	0	0
其他筹资现金流	-21	-56	-45	9	8
现金净增加额	18	56	-8	17	20

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	424	479	583	711	880
营业成本	331	374	457	555	686
营业税金及附加	1	4	2	3	5
营业费用	7	10	14	17	19
管理费用	16	21	27	33	39
研发费用	16	17	21	26	32
财务费用	-10	-2	-6	-9	-8
资产减值损失	-0	-1	-1	-1	-1
其他收益	14	7	8	9	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	75	57	74	92	115
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	75	58	74	92	115
所得税	9	6	9	11	13
净利润	66	51	66	82	102
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	66	51	66	82	102
EBITDA	80	63	81	102	128
EPS(元)	1.18	0.92	1.18	1.46	1.83

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-40.4	13.0	21.7	22.1	23.7
营业利润(%)	-26.1	-23.4	29.2	24.0	25.2
归属于母公司净利润(%)	-26.4	-22.4	28.3	23.9	25.3
获利能力					
毛利率(%)	21.9	21.8	21.7	21.9	22.1
净利率(%)	15.6	10.7	11.3	11.5	11.6
ROE(%)	42.7	14.3	17.6	17.9	18.3
ROIC(%)	34.4	12.4	15.6	16.3	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	37.3	39.7	37.7	34.4
净负债比率(%)	-33.7	-36.9	-34.5	-32.8	-30.7
流动比率	1.2	1.8	1.7	1.8	2.0
速动比率	0.8	1.5	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	10.6	5.7	4.5	4.4	4.4
应付账款周转率	6.9	8.7	21.0	30.0	30.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.18	0.92	1.18	1.46	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	-0.05	0.94	1.18	0.98
每股净资产(最新摊薄)	2.77	6.39	6.68	8.13	9.96
估值比率					
P/E	13.3	17.1	13.3	10.7	8.6
P/B	5.7	2.4	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.3	11.7	9.2	7.1	5.5

数据来源：聚源、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

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	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	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3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