

2025 年 01 月 27 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 01 月 24 日
收盘价（元）	28.82
一年内最高/最低（元）	45.44/13.00
总市值（百万元）	1,616.43
流通市值（百万元）	403.71
总股本（百万股）	56.09
资产负债率（%）	45.30
每股净资产（元/股）	6.38

资料来源：聚源数据

华洋赛车 (834058. BJ)

——聚焦小排量越野车差异化赛道，对外并购扩品类、填空白

投资要点：

- **摩托车产业行业趋势和空间？出口端预期如何？** 中国摩托车商会统计，2024 年 1-11 月我国共产销摩托车 1815 万辆和 1816 万辆，其中 9-11 月实现连续三个月的产销同比正增长。自国际公共卫生安全事件以来，海外摩托车经销商持续处于去库存阶段。2023 年以来我国摩托车行业出海景气度不断提升，增长势头有望持续。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天花板。
- **公司产品差异化如何体现？怎样看待竞争优势？** 华洋赛车主营两轮越野摩托车和全地形车业务，形成 Pit Bike、Dirt Bike、Mini Gp、ATV 及 SSV 五大产品系列。2023 年在俄乌地缘政治冲突背景下，公司加紧布局俄罗斯二轮摩托车的空白市场。2024Q1-Q3 实现营收 4.23 亿元（yoy+41%）、归母净利润 4883 万元（yoy+41%）。截至 2023 年底公司已获专利 85 项，在车架主体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。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。
- **2024 年投资控股两家子公司，远期发展怎么看？** 公司在 2024 年 3 季度已经完成了对**重庆峻驰摩托车有限公司**的控股，未来有望通过双品牌战略，满足长期积淀下来的单一高端品牌无法覆盖的空白市场空间，从而顺利扩张海外布局。公司在 2024 年 2 季度控股成立了**华锐动能科技（丽水）有限公司**，未来公司有望快速进入新能源产品领域，加速新能源产品的研发与上市进程，从而拓展公司的市场边界。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%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.60、0.79 和 1.00 亿元，对应 PE 为 26.8、20.6、16.2 倍。同业可比公司包括春风动力、涛涛车业、宗申动力，可比公司 2024PE 均值为 27.1X。逻辑一：区别于春风动力等业内可比公司的大排量道路车产品，公司产品聚焦于小排量非道路越野车，业务赛道具有差异化特征。考虑到未来募投项目逐步达产后，产能预计得到提升。逻辑二：公司 2024 年投资控股了两家子公司旨在立足现有品类，通过对外收并购的方式打开产品矩阵并且丰富新能源品类，增厚产品业绩。逻辑三：2024 年前三季度公司在俄罗斯市场开拓较为顺利，我们认为远东市场具有高增长的可持续性。此外，公司在欧洲、拉丁美洲等销售区域的持续宣传投入与渠道布局，不断丰富海外出口版图，公司业绩上升有望持续。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：实际控制人控制不当风险、宏观经济波动风险、汇率波动风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	424	479	555	789	1,002
同比增长率（%）	-40.39%	12.95%	15.86%	42.29%	26.96%
归母净利润（百万元）	66	51	60	79	100
同比增长率（%）	-26.42%	-22.41%	17.49%	30.31%	27.33%
每股收益（元/股）	1.18	0.91	1.07	1.40	1.78
ROE（%）	42.69%	14.33%	16.00%	19.53%	22.97%
市盈率（P/E）	24.44	31.50	26.81	20.58	16.16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 0.60、0.79 和 1.00 亿元，对应 PE 为 26.8、20.6、16.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于未来公司在俄罗斯为主的远东市场持续开拓业务以及 2025 年两家子公司并表带来的积极预期，我们预测如下：

（1）二轮摩托车：预计收入较快增长，假设 2024–2026 年营业收入同比 23.62%/60.15%/33.06%，测算得出 2024–2026 年营业收入分别为 3.72/5.96/7.93 亿元；

（2）四轮沙滩车：预计收入稳定增长，假设 2024–2026 年营业收入同比 0.56%/5.26%/8.66%，测算得出 2024–2026 年营业收入分别为 1.59/1.67/1.82 亿元。

投资逻辑要点

逻辑一：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，坚持推行自有品牌战略，区别于春风动力等业内可比公司的大排量道路车产品，公司产品聚焦于小排量非道路越野车，业务赛道具有差异化特征。2024 年前三季度公司营收和归母净利润均同比增长 41%，考虑到未来募投项目逐步达产后，产能预计得到提升，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。

逻辑二：公司 2024 年投资控股了两家子公司旨在立足现有品类，通过对外收购的方式打开产品矩阵并且丰富新能源品类，增厚产品业绩。2025 年有望通过华锐动能子公司在新能源科技领域取得创新性成果、扩张产品结构布局，并有望通过重庆峻驰子公司实现海外市场的双品牌战略、实现中高端和中低端产品的并行销售。

逻辑三：俄乌战争开始后，以俄罗斯为主的远东市场展现了强劲需求，2024 年前三季度公司在俄罗斯市场开拓较为顺利，我们认为远东市场具有高增长的可持续性。此外，公司在欧洲、拉丁美洲等销售区域的持续宣传投入与渠道布局，不断丰富海外出口版图，公司业绩上升有望持续。

核心风险提示

实际控制人控制不当风险、宏观经济波动风险、汇率波动风险

内容目录

1. 摩托车产业行业趋势和空间？出口端预期如何？	6
1.1. 2024 年 11 月我国摩托车产销分别为 166 万辆、165 万辆	7
1.2. 两轮摩托为大众摩托车类别，UTV 产品呈现稳定增长态势	8
1.3. 出口边际回暖，2024 年 1-7 月我国向俄罗斯出口 yoy+56%	10
2. 公司产品差异化如何体现？怎样看待竞争优势？	12
2.1. 专注越野摩托车和全地形车，2024H1 前者创收占比 73%	12
2.2. 开展自有品牌、主攻外销市场，2024Q1-Q3 营收 yoy+41%	15
2.3. 高效供应链支撑品牌推广与渠道布局，激励人才显露底蕴	17
2.4. 涛涛车业侧重电动自行车，华洋赛车与春风动力可比性高	22
3. 2024 年投资控股两家子公司，远期发展怎么看？	26
3.1. 控股重庆峻驰，实施双品牌战略填补覆盖海内外空白市场	26
3.2. 控股成立华锐动能，有望快速进入新能源产品领域	26
3.3. “运动摩托车智能制造项目”达产预计新增 40 万辆产能	29
4. 盈利预测与评级	31
5. 风险提示	31

图表目录

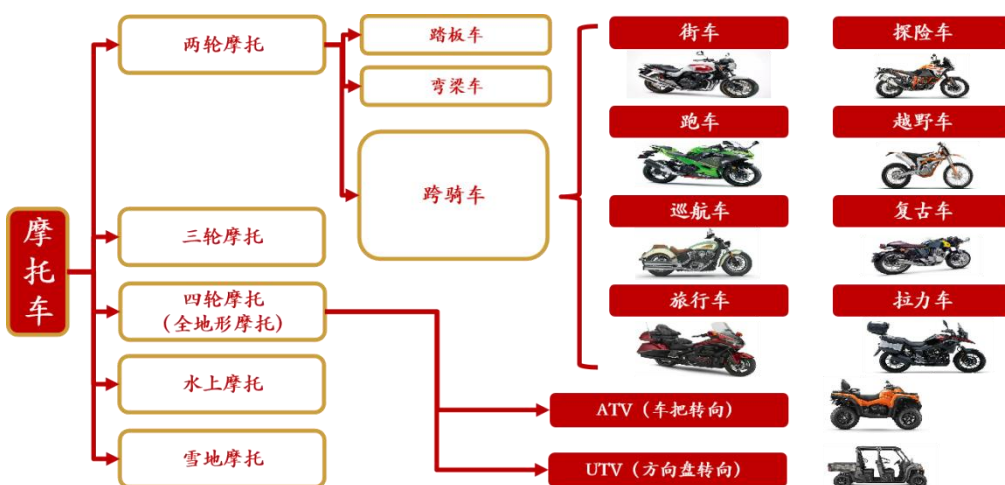
图表 1: 两轮摩托按照结构划分可以分为踏板车、弯梁车和跨骑车	6
图表 2: 摩托车产业链由上游的轮胎、发动机、离合器、变速器等原材料组成	6
图表 3: 2024 年 1-11 月我国共产销摩托车 1815.49 万辆和 1816.45 万辆(万辆)	7
图表 4: 2024 年 11 月跨骑、踏板、弯梁占摩托车总销量比分别为 50%、29%和 8%...7	
图表 5: 我国摩托车实现了 2024 年 9-11 月连续三个月的产销同比正增长	8
图表 6: 2024 年 1-11 月我国燃油摩托车销量前十企业合计销量占比 56% (万辆)	8
图表 7: 2023 年全球全地形车(ATV)市场规模为 57.6 亿美元	9
图表 8: 2022 年全球 UTV 产品占全地形车的 61%	9
图表 9: 2010-2022 年我国全地形车销量 CAGR 达 13.4%	10
图表 10: 2024 年 11 月我国摩托车出口 293 万辆	10
图表 11: 2024 年 11 月我国摩托车出口 115781.1 万美元	10
图表 12: 2024H1 我国摩托车出口数量同比增长 32.9%	10
图表 13: 2024H1 我国摩托车出口金额同比增长 19.5%	10
图表 14: 2024 年 1-6 月我国摩托车出口均价为 425.35 美元/辆	11
图表 15: 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 (yoy+56%) 11	
图表 16: 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	12
图表 17: 截至 2024 第三季度, 董事长戴继刚先生持股比例为 37.2%	12
图表 18: 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	13
图表 19: 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	14
图表 20: 2024H1 两轮摩托车创收 1.90 亿元 (单位: 万元)	14
图表 21: 2024H1 公司两轮摩托车业务毛利率为 23.14%	14
图表 22: 2021-2023 年公司前五大客户合计销售金额占总销售金额的比例均超 60%. 15	
图表 23: KAYO 已成为动力运动装备领域国际知名的中国品牌	16
图表 24: 2020 年以来公司外销比例达到 90%以上	16
图表 25: 2024Q1-Q3 公司实现营收 4.23 亿元、归母净利润 4,883 万元	17
图表 26: 公司从车体外观设计、车架主体结构设计等多方面攻坚克难	17
图表 27: 公司在车架主体的轻量化高强度设计等方面掌握核心技术	18
图表 28: 公司较多在研项目开发针对儿童及青少年用户群	18
图表 29: 公司重视品牌推广和渠道布局	19

图表 30: 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1!	
图表 31: 公司业务进入了国内外主流市场的五十余个国家和地区	20
图表 32: 公司已积累了一批合作关系稳固、供应稳定的供应商资源	20
图表 33: 公司 2024 年股权激励计划授予激励对象为研发中心主任等	21
图表 34: 2023 年公司股利支付率达到了 206.55%	21
图表 35: 公司有望通过持续的智能化改造, 进一步提升盈利能力和综合竞争力	22
图表 36: 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	23
图表 37: 春风动力与华洋赛车的业务类型较为相似	23
图表 38: 华洋赛车和春风动力均以自有品牌推广为主	24
图表 39: 2024H1 华洋赛车境外收入占比达 93%	24
图表 40: 2023 年涛涛车业在美国区域销售占比达 71%	24
图表 41: 2023 年春风动力在北美地区创收占比达 39%	24
图表 42: 2021-2023 年两家公司两轮摩托车毛利率接近	25
图表 43: 2021-2023 年春风动力四轮车业务毛利率较高	25
图表 44: 重庆峻驰摩托车公司 (JHLMOTO) 主要涵盖 5 类产品线	26
图表 45: 电动摩托车是一种采用电池驱动电机进行行驶的电动车辆	27
图表 46: 2015-2023 年中国电动车销量从 3180 万辆增长到 5500 万辆	27
图表 47: 2024 年 1-11 月我国电动摩托车销售前十名企业为雅迪科技集团、宗申等 ..	27
图表 48: 2024H1 中国电动摩托车行业市场规模 147.55 亿元 (yoy+20.73%)	28
图表 49: 2023 年中国两轮电动车出口量为 1504.3 万辆	28
图表 50: 2023 年中国两轮电动车整车出口额 320.5 亿元	28
图表 51: 公司于 2025 年新获得一项专利授权, 专利名为“电动两轮越野摩托车”	29
图表 52: 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) 29	
图表 53: 截至 2024 年 6 月 30 日, 累计已投入金额为 13101.92 万元	30
图表 54: 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	30
图表 55: 华洋赛车分业务创收预测关键假设	31
图表 56: 华洋赛车可比公司估值表 (截至 20250124)	31

1. 摩托车产业行业趋势和空间？出口端预期如何？

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、弯梁车和跨骑车，而跨骑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。

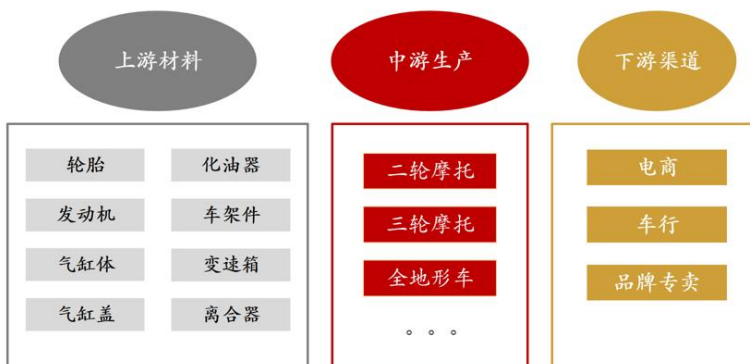
图表 1：两轮摩托按照结构划分可以分为踏板车、弯梁车和跨骑车



资料来源：车家号、春风动力官网、华经产业研究院、华源证券研究所

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。

图表 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：华经产业研究院、华源证券研究所

1.1. 2024 年 11 月我国摩托车产销分别为 166 万辆、165 万辆

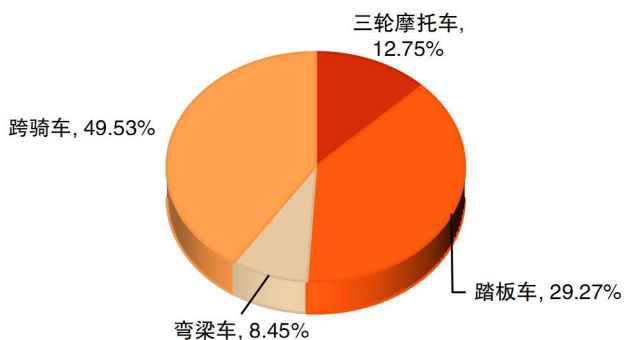
中国摩托车商会统计，2024 年 1-11 月共产销摩托车 1815.49 万辆和 1816.45 万辆，产量同比下降 0.9%，销量同比增长 1.25%。其中，二轮摩托车产销 1584.57 万辆和 1584.94 万辆，产量同比下降 1.73%，销量同比增长 0.67%；大排量休闲娱乐摩托车（排量 250cc 以上，不含 250cc）产销 70.38 万辆和 68.89 万辆，同比增长分别为 46.72%和 40.04%。

图表 3：2024 年 1-11 月我国共产销摩托车 1815.49 万辆和 1816.45 万辆(万辆)



资料来源：中国摩托车商会、华源证券研究所

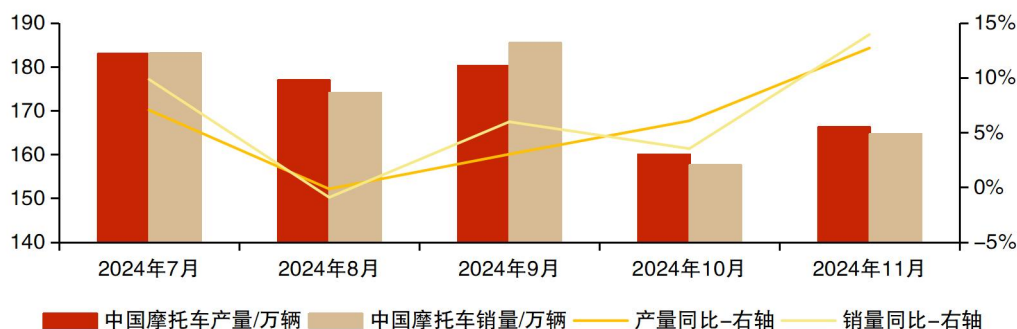
图表 4：2024 年 11 月跨骑、踏板、弯梁占摩托车总销量比分别为 50%、29%和 8%



资料来源：中国摩托车商会、华源证券研究所

2024 年我国摩托车产销量实现了 9-11 月连续三个月的产销同比正增长。2024 年 9 月-11 月我国摩托车产量分别为 180.28 万辆（yoy+3.02%）、160.02 万辆（yoy+6.07%）、166.26 万辆（yoy+12.71%），销量分别为 185.47 万辆（yoy+5.98%）、157.58 万辆（yoy+3.53%）、164.70 万辆（yoy+13.95%）。

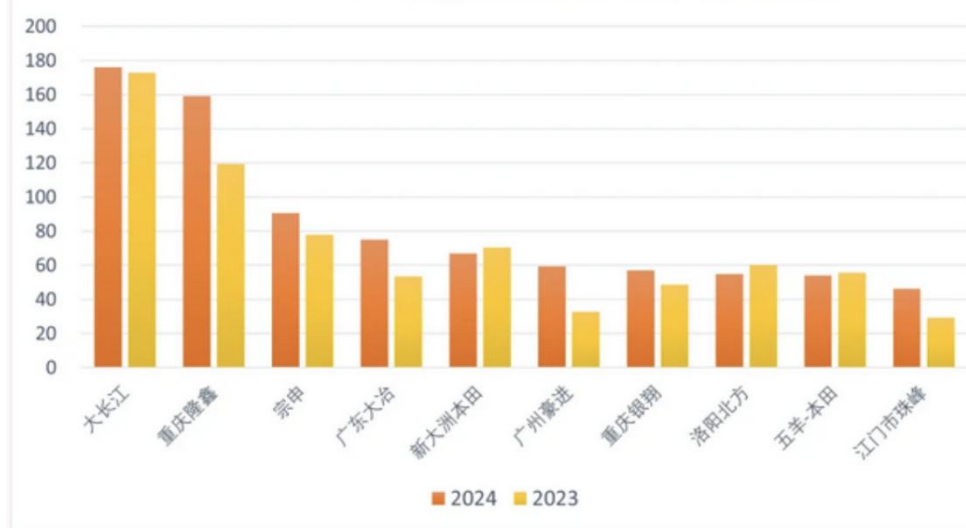
图表 5：我国摩托车实现了 2024 年 9-11 月连续三个月的产销同比正增长



资料来源：中国摩托车商会、华源证券研究所

2024 年 1-11 月燃油摩托车销量前 10 名企业（集团）为大长江、隆鑫、宗申、广东大冶、新大洲本田、广州豪进、重庆银翔、洛阳北方、五羊-本田、江门市珠峰，10 家企业共销售摩托车 838.7 万辆，占全国摩托车总销量的 56.05%。

图表 6：2024 年 1-11 月我国燃油摩托车销量前十企业合计销量占比 56%（万辆）

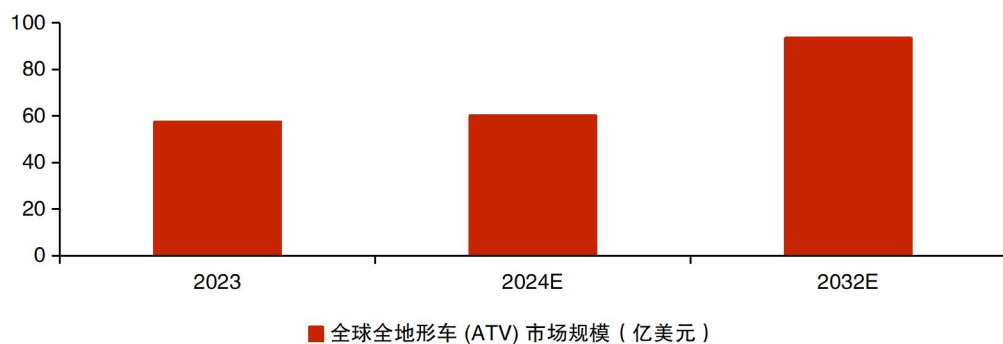


资料来源：中国摩托车商会、华源证券研究所

1.2. 两轮摩托为大众摩托车类别，UTV 产品呈现稳定增长态势

全地形车是主要用于公路和越野活动的四轮机动车辆。越野运动等户外娱乐活动的日益普及、步道和探险公园数量的增加以及军事和农业应用对全地形车辆的需求不断增长是推动市场增长的关键因素。根据 Fortune Business Insights 数据显示,2023 年全球全地形车(ATV)市场规模为 57.6 亿美元,并预计该市场将从 2024 年的 60.2 亿美元增长到 2032 年的 93.5 亿美元,2024-2032 期间复合年增长率为 5.7%。

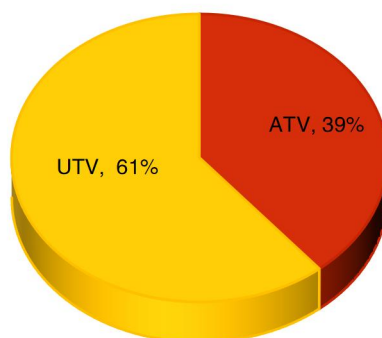
图表 7：2023 年全球全地形车 (ATV) 市场规模为 57.6 亿美元



资料来源：Fortune Business Insights、华源证券研究所

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。

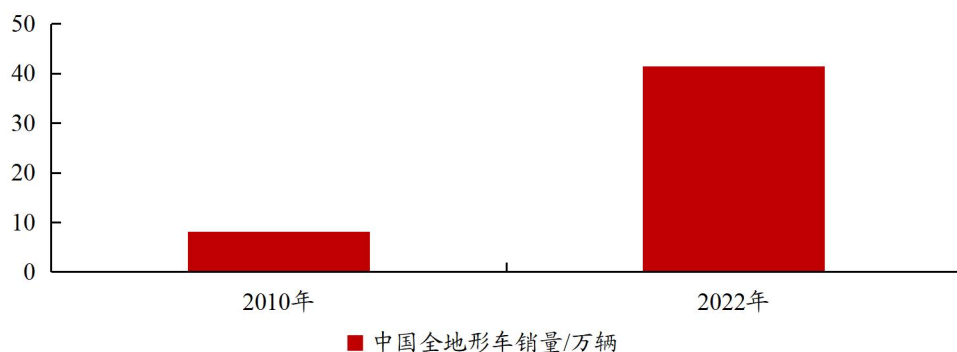
图表 8：2022 年全球 UTV 产品占全地形车的 61%



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

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。中国全国全地形车销量已由 2010 年的 8.08 万台增至 2022 年的 41.44 万台，复合增长率达 13.40%。出口占比较大，国内需求对比发达国家仍较小众。

图表 9：2010-2022 年我国全地形车销量 CAGR 达 13.4%

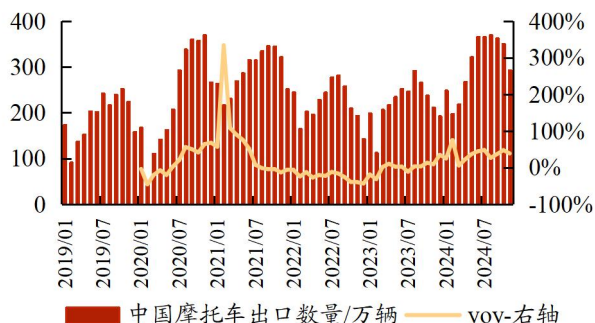


资料来源：中汽协、华经产业研究院、华源证券研究所

1.3. 出口边际回暖，2024 年 1-7 月我国向俄罗斯出口 yoy+56%

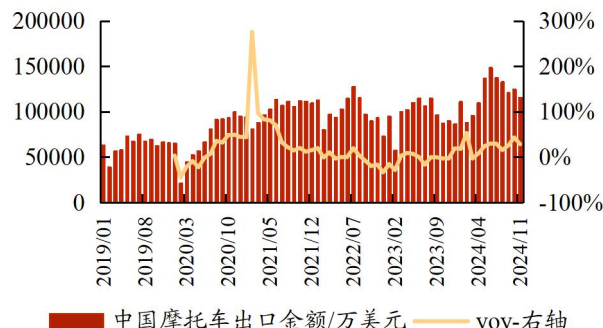
2024 年 11 月，我国摩托车出口 293.00 万辆（yoy+38.70%），出口金额为 115781.1 万美元（yoy+28.30%）。2016-2021 年摩托车出口数量和出口金额均呈波动上升的趋势。自国际公共卫生安全事件以来，海外摩托车经销商持续处于去库存阶段，致使我国摩托车出口数量及金额在 2022-2023 年出现增速放缓的现象。2023 年以来，我国摩托车行业出海景气度不断提升，增长势头有望持续。

图表 10：2024 年 11 月我国摩托车出口 293 万辆



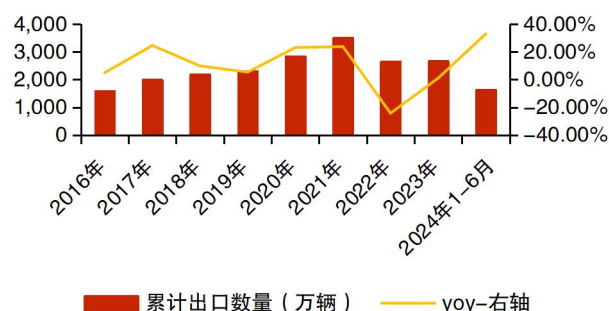
资料来源：海关总署、华源证券研究所

图表 11：2024 年 11 月我国摩托车出口 115781.1 万美元



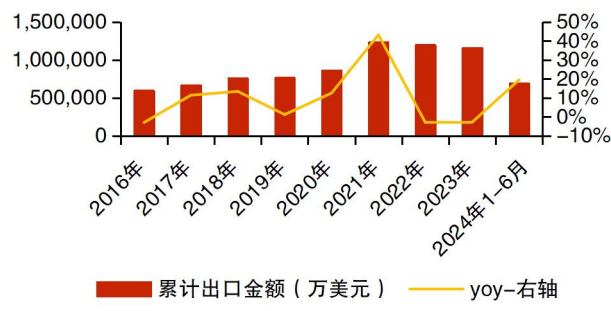
资料来源：海关总署、华源证券研究所

图表 12：2024H1 我国摩托车出口数量同比增长 32.9%



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

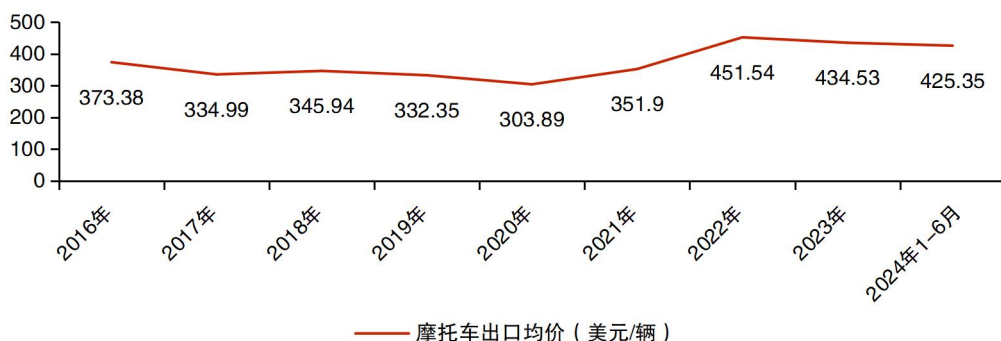
图表 13：2024H1 我国摩托车出口金额同比增长 19.5%



资料来源：中国海关、华经产业研究院、华源证券研究所

2024 年 1-6 月我国摩托车出口均价为 425.35 美元/辆。2016 年至 2020 年我国摩托车出口均价由 373.38 美元/辆降至 303.89 美元/辆；在国际公共卫生安全事件期间，我国摩托车出口均价有所抬升，随后在 2023 年略有下滑。

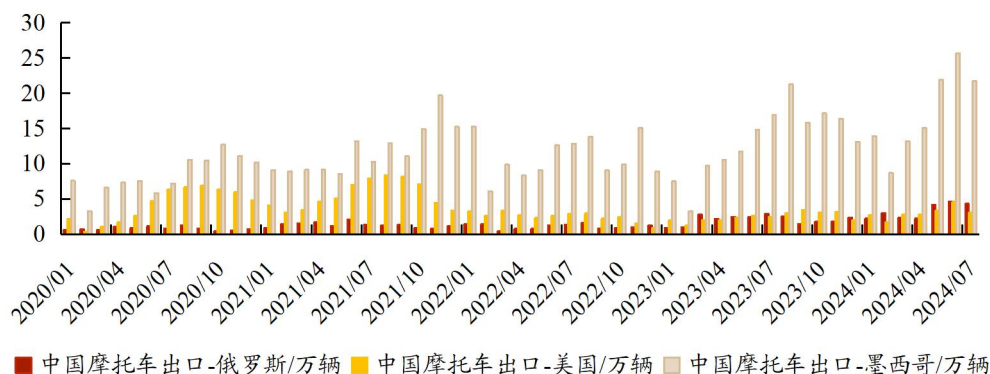
图表 14：2024 年 1-6 月我国摩托车出口均价为 425.35 美元/辆



资料来源：中国海关、华经产业研究院、华源证券研究所

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（yoy+91.44%），向美国出口摩托车共 29.12 万辆（yoy-1.71%），向墨西哥出口摩托车共 158.31 万辆（yoy+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（yoy+49.40%）、3.05 万辆（yoy+23.90%）、21.73 万辆（yoy+28.32%）。

图表 15：2024 年 1-7 月我国向俄罗斯市场出口摩托车数量为 22.83 万辆（yoy+56%）



资料来源：海关总署、Wind、华源证券研究所

2. 公司产品差异化如何体现？怎样看待竞争优势？

2.1. 专注越野摩托车和全地形车，2024H1 前者创收占比 73%

华洋赛车始建于 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。

图表 16：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：华洋赛车官网、华洋赛车公告、华源证券研究所

董事长戴继刚是公司控股股东和实际控制人。截至 2024 年三季度末，前十大股东中包含 4 家公募基金，包含万家基金、华夏基金、汇添富基金、广发基金。

图表 17：截至 2024 第三季度，董事长戴继刚先生持股比例为 37.2%

序号	股东名称	持股数（股）	2024 年三季度末持股比例
1	戴继刚	20832044	37.20%
2	戴鹏	5681575	10.15%
3	任宇	5681574	10.15%
4	陈钧	5681574	10.15%
5	缙云县华拓投资合伙企业（有限合伙）	4080841	7.29%
6	万家北交所慧选两年定期开放混合型证券投资基金	1219496	2.18%
7	深圳麦格米特电气股份有限公司	1061959	1.90%
8	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投资基金	932034	1.66%
9	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	771249	1.38%
10	广发北交所精选两年定期开放混合型证券投资基金	629635	1.12%

资料来源：华洋赛车 2024 年三季报、Wind、华源证券研究所

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，用于休闲娱乐和竞技运动等场景。

图表 18：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
				
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。	T2ENDURO	T4ENDURO
				
			K6-RENDURO	KT250ENDURO
				
	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	
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	A300
				
			AU150	AU200
				
	SSV (肩并肩全地形车)	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：华洋赛车招股说明书、华源证券研究所

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。

图表 19：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

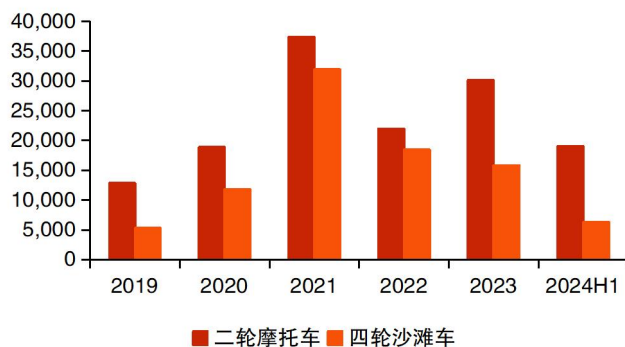


资料来源：华洋赛车招股书、华源证券研究所

业务创收及盈利能力

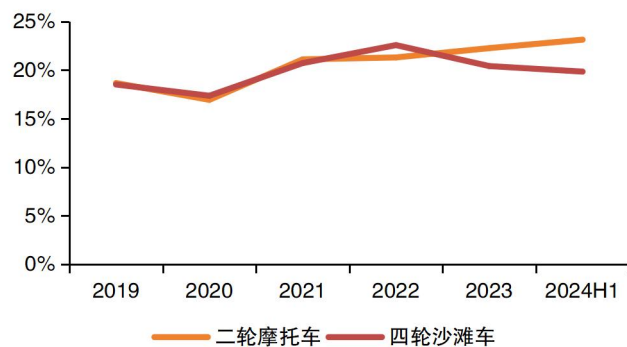
2021 年，受国际公共卫生安全事件影响，海外摩托车经销商提前备货，致使公司 2021 年二轮摩托车和四轮沙滩车业务创收均收获较高增速；2022 年开始，受到海外市场去库存的影响，两项主营业务创收纷纷下滑；2023 年，在俄乌地缘政治冲突的背景下，公司加紧布局俄罗斯二轮摩托车的空白市场，使得该业务扭转下滑趋势。2023 年公司二轮摩托车和四轮沙滩车业务分别创收 30110.98 万元、15792.24 万元。在公司重视新品研发投入以及品牌力不断提升的趋势下，二轮摩托车业务毛利率稳中有升，至 2023 年已升至 22.27%。2024H1 公司二轮摩托车创收 1.90 亿元（yoy+34.75%），毛利率为 23.14%（yoy+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。

图表 20：2024H1 二轮摩托车创收 1.90 亿元(单位:万元)



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 21：2024H1 公司二轮摩托车业务毛利率为 23.14%



资料来源：Wind、华源证券研究所

2.2. 开展自有品牌、主攻外销市场，2024Q1-Q3 营收 yoy+41%

销售模式：公司根据行业特点及客户资源等因素，结合国内外市场不同发展阶段及行业发展趋势，通过多年探索逐步形成了“通过当地经销商实现产品全球销售和品牌拓展”的销售模式，并实现了人民币定价、款到发货或清关前付清全款的结算模式。经过十余年经营，公司在非道路越野车这一专业细分市场建立起了良好的品牌影响力和声誉。

2021-2023 年公司前五大客户合计销售金额占总销售金额的比例均超 60%。前五大客户均为世界各地经销商，其中大部分位于美国，其他分布于波兰、意大利、土耳其。其中，前两大客户分别为美国（PACIFIC RIM）和俄罗斯（SM-MOTORS），均为经销商客户，合计销售金额占公司三年总销售金额均不低于 50%，客户集中度较高。

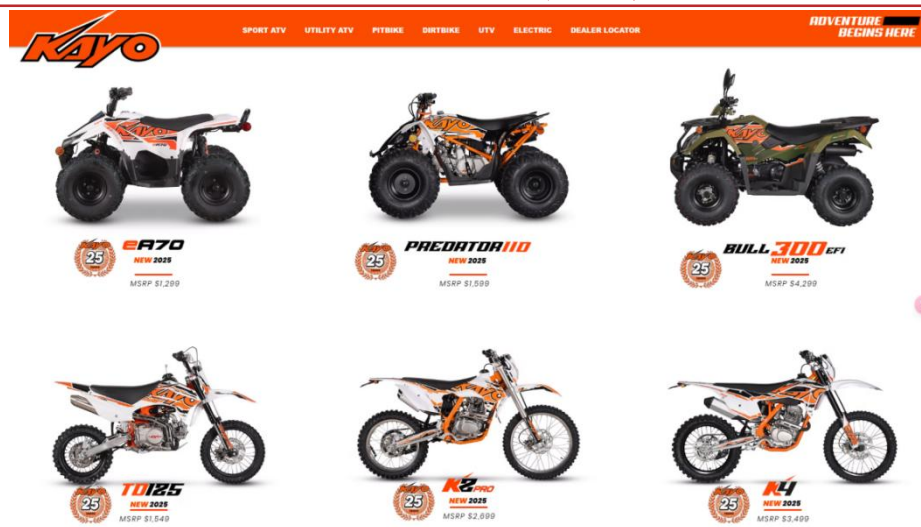
图表 22：2021-2023 年公司前五大客户合计销售金额占总销售金额的比例均超 60%

年份	客户	销售金额 (万元)	年度销售 占比
2021			
1	PACIFIC RIM INTERNATIONAL WEST INC.	28381	40%
2	SM-MOTORS, LLC	6976	10%
3	Value Group Enterprises DBA SSR Motors parts	6614	9%
4	STOMP DISTRIBUTION LTD	2700	4%
5	MRF TEAM MACIEJ MERCHE	2341	3%
合计		47012	66%
2022			
1	PACIFIC RIM INTERNATIONAL WEST INC.	14232	34%
2	SM-MOTORS, LLC	10449	25%
3	AUTOFANTASY S.R.L.	1003	2%
4	VALUE GROUP ENTERPRISES DBA SSR MOTORSPORTS	939	2%
5	CARIBBEAN SPEED LINE FZE	929	2%
合计		27550	65%
2023			
1	SM-MOTORS, LLC	21249	44%
2	PACIFIC RIM INTERNATIONAL WEST INC.	9804	20%
3	MPP TRADE SPOLKA Z OGRANICZONA ODPOWIEDZIALNOSCIA	1672	3%
4	UGUR MOTORLU ARACLAR ANONIM SIRKETI	1408	3%
5	Stomp Distribution Ltd	825	2%
合计		34957	73%

资料来源：公司年报、华源证券研究所

主打自有品牌，KAYO 已成为动力运动装备领域国际知名的中国品牌。公司以自有品牌为主，结合少量的贴牌生产模式开展业务。公司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 年度，公司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%。

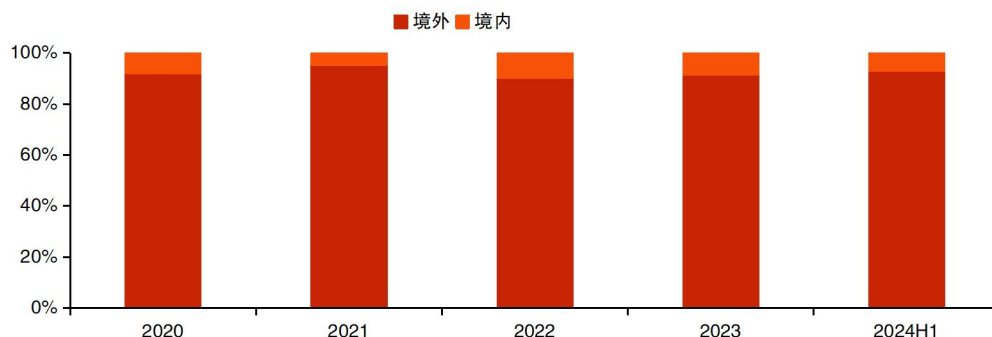
图表 23: KAYO 已成为动力运动装备领域国际知名的中国品牌



资料来源: KAYO 美国官网、华源证券研究所

公司产品以外销为主。由于公司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。2020 年以来，公司外销比例达到 90%以上，国内市场基本覆盖全国各省份。

图表 24: 2020 年以来公司外销比例达到 90%以上



资料来源: Wind、华源证券研究所

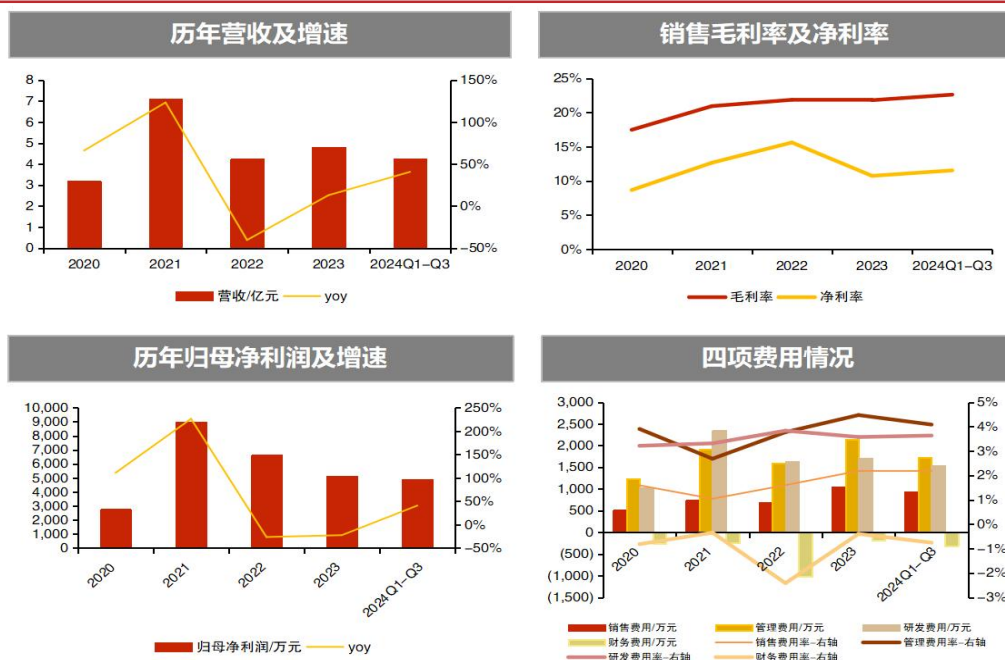
➤ 财务总览

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 (yoy+12.95%)、归母净利润 5130.74 万元 (yoy-22.41%)、毛利率/净利率分别为 21.79%/10.72%、研发费用 1709.61 万元 (费用率 3.57%)。

2024 年前三季度: 营收 4.23 亿元 (yoy+40.69%)、归母净利润 4883.45 万元 (yoy+40.83%)、毛利率/净利率分别为 22.60%/11.52%、研发费用 1532.83 万元 (费用率 3.63%)。

图表 25：2024Q1-Q3 公司实现营收 4.23 亿元、归母净利润 4,883 万元



资料来源：Wind、华源证券研究所

2.3. 高效供应链支撑品牌推广与渠道布局，激励人才显露底蕴

➤ 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。

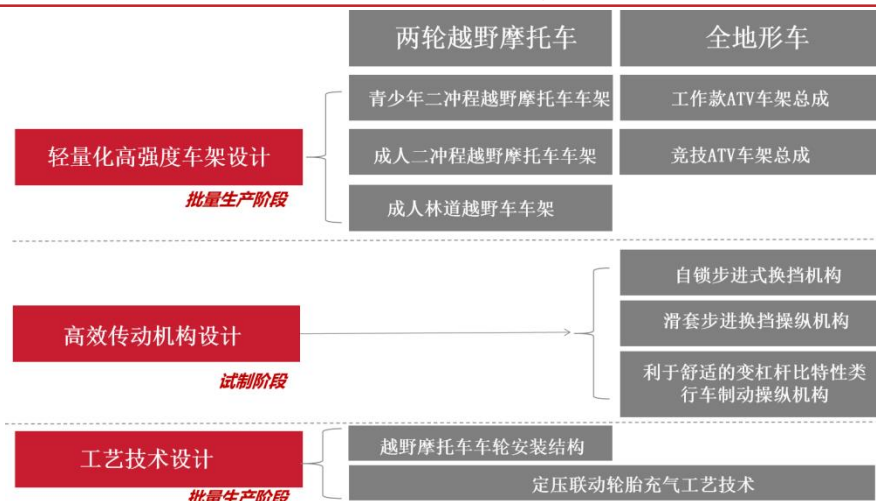
图表 26：公司从车体外观设计、车架主体结构设计等多方面攻坚克难



资料来源：华洋赛车招股书、华源证券研究所

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。

图表 27：公司在车架主体的轻量化高强度设计等方面掌握核心技术



资料来源：华洋赛车招股书、华源证券研究所

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。

图表 28：公司较多在研项目开发针对儿童及青少年用户群

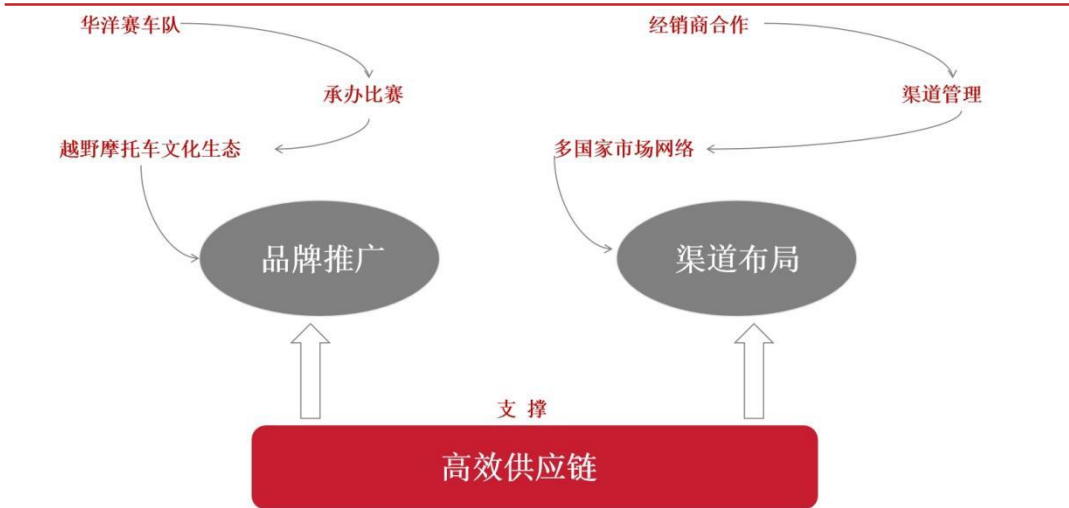
产品名称	主要特点	目标市场
AU300-A	采用 CVT300 发动机，一体轴传动后桥，匹配国内顶级化油器，精简结构设计提高车辆寿命	ATV 使用者、运营场地
AU350	该车型采用 23KW 大功率链传动发动机，全新的车身布局，使整车更加紧凑轻盈，全车周身防护设计可在紧急事件中确保乘员及车辆的安全，适用于场地运营和越野运动	场地运营和越野运动
KMB 儿童娱乐越野车	采用多种安全防护装置，如限速装置、全包围式后链罩等，适合 8 岁以下儿童骑行	儿童骑行，培训市场
TD 越青少年越野摩托车	外观全新创意设计，轻量化双梁车架，电启动功能，优化耐久和操控性能	青少年越野运动爱好者
EKMB 电动儿童娱乐越野车	采用磷酸铁锂电池，多级车速调节控制装置，辅助轮装置，保障儿童骑行安全	儿童初学者、儿童娱乐场所

资料来源：华洋赛车 2023 年报、华源证券研究所

➤ 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

华洋赛车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。

图表 29：公司重视品牌推广和渠道布局



资料来源：华洋赛车招股书、华源证券研究所

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。

图表 30：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
		国产 250A 组	团体亚军	
4	2019 “亿健杯”中国摩托车越野锦标赛·永康站	国产 250B 组	团体冠军	2019 年 10 月
		青少年组	冠军	
		国产 250A 组	团体亚军	
5	2019 年“大庆赛车小镇杯”中国汽车场地越野锦标赛	国产 250B 组	团体亚军	2019 年 7 月
		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、华源证券研究所

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，公司品牌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。

图表 31：公司业务进入了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、华源证券研究所

➤ 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。

图表 32：公司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、无锡凯迩必拓普减震器有限公司、永康市上下工贸有限公司
轮毂总成	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：华洋赛车公告、华源证券研究所

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形成突破。

➤ **重视人才队伍的发展以及激励措施，提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。

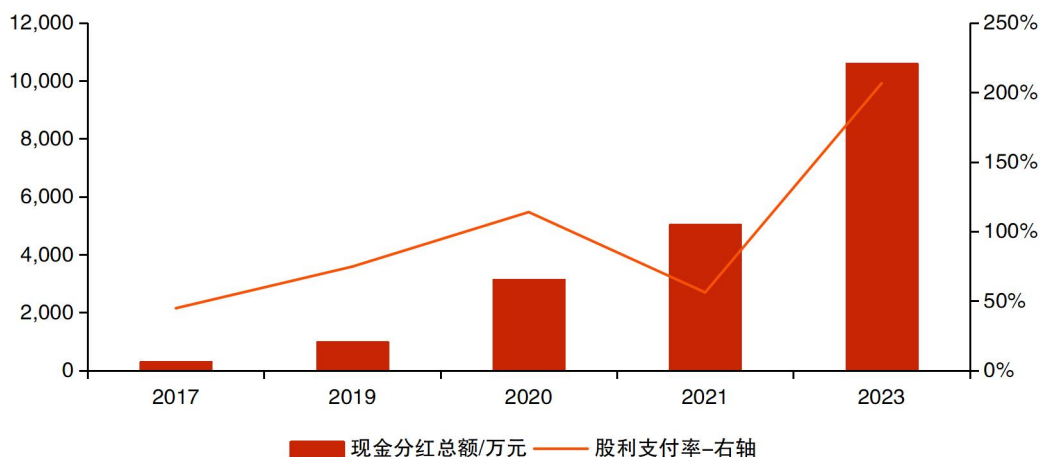
图表 33：公司 2024 年股权激励计划授予激励对象为研发中心主任等

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
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%
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、华源证券研究所

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%。

图表 34：2023 年公司股利支付率达到了 206.55%



资料来源：Wind、华源证券研究所

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。

图表 35：公司有望通过持续的智能化改造，进一步提升盈利能力和综合竞争力



资料来源：华洋赛车公告、华源证券研究所

2.4. 涛涛车业侧重电动自行车，华洋赛车与春风动力可比性高

2021 年华洋赛车全球非道路两轮摩托车市占率达 8.5%。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%。

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 5 大产品体系。

图表 36：选取春风动力、涛涛车业、北极星（PILIN）作为华洋赛车的可比公司

	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 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
	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 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
	主营业务：专业从事全地形车的生产 主要产品：ATV、UTV 及雪地摩托车等
	主营业务：从事非道路越野车的自主研发、生产和销售 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）、SSV

资料来源：各公司官网、华洋赛车招股书、华源证券研究所

►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。

图表 37：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%）、全地形车（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	智能电动低速车（60%）、全地形车（29%）、越野摩托车（6%）
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、华源证券研究所

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

图表 38：华洋赛车和春风动力均以自有品牌推广为主

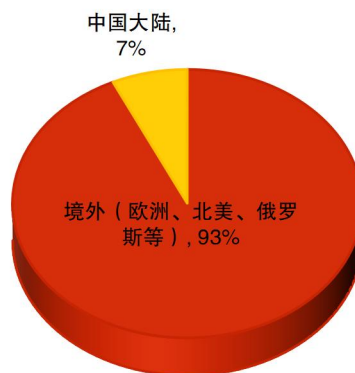
企业	商业模式
华洋赛车	以自有品牌为主，结合少量的贴牌生产模式
涛涛车业	自主品牌产品和 ODM 产品相结合
春风动力	以自有品牌为主

资料来源：各公司公告、华源证券研究所

►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。

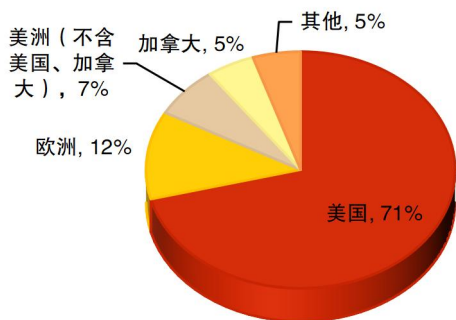
图表 39：2024H1 华洋赛车境外收入占比达 93%



资料来源：Wind、华源证券研究所

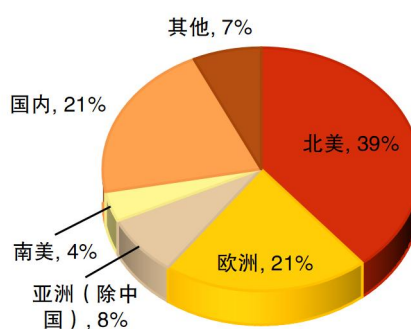
2023 年，涛涛车业在美国的创收占比达 71%，其次是欧洲，占比达 12%；春风动力美国创收占比达 39%，欧洲、国内创收占比均为 21%。华洋赛车与春风动力相比，2023 年在国内的创收占比较低，海外创收占比较高。

图表 40：2023 年涛涛车业在美国区域销售占比达 71%



资料来源：涛涛车业 2023 年年报、华源证券研究所

图表 41：2023 年春风动力在北美地区创收占比达 39%



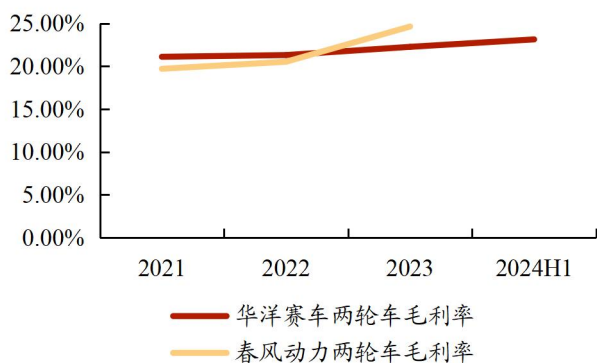
资料来源：春风动力 2023 年年报、华源证券研究所

►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

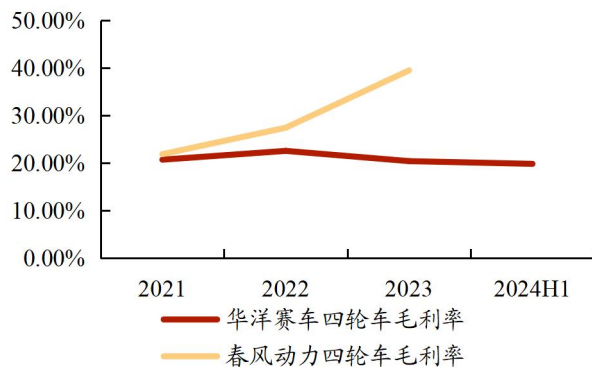
2021-2023 年之间拉开了差距，2023 年华洋赛车和春风动力四轮车毛利率分别为 20.42%、39.52%。

图表 42：2021-2023 年两家公司两轮摩托车毛利率接近



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 43：2021-2023 年春风动力四轮车业务毛利率较高



资料来源：Wind、华源证券研究所

3. 2024 年投资控股两家子公司，远期发展怎么看？

3.1. 控股重庆峻驰，实施双品牌战略填补覆盖海内外空白市场

根据公司 2024 年 10 月公告，为加大市场开拓，进一步增强公司核心产品竞争力，公司拟以现金增资方式投资重庆峻驰摩托车有限公司，本次投资金额为 312.2449 万元，增资完成后公司取得峻驰摩托 51.00% 的股权。

根据官网信息介绍，重庆峻驰摩托车公司（JHLMOTO）主要涵盖 5 类产品线，分别为儿童越野、成人娱乐型越野、林道竞赛越野、两用越野和场地竞赛越野。公司在 2024 年 3 季度已经完成了对重庆峻驰摩托车有限公司的控股，未来有望通过双品牌战略，满足长期积淀下来的单一高端品牌无法覆盖的空白市场空间，从而顺利扩张外海布局。

图表 44：重庆峻驰摩托车公司（JHLMOTO）主要涵盖 5 类产品线



资料来源：重庆峻驰摩托车公司官网、华源证券研究所

3.2. 控股成立华锐动能，有望快速进入新能源产品领域

公司在 2024 年 2 季度控股成立了华锐动能科技（丽水）有限公司，旨在对既有产品的油改电以及新能源产品领域进行战略布局。华锐动能科技（丽水）有限公司主要经营业务为技术开发、摩托车零配件制造、电机制造、微特电机及组件制造、电动机制造等。

➤ 电动两轮车市场稳步发展，2023 年中国销量 5500 辆

电动两轮车分为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车三类。目前电动两轮车销售以中端价位的电动自行车为主。电动自行车归类于非机动车，购买时无需摩托车驾照，其主要用于短途通勤，贡献了电动两轮车绝大部分销量。而电动摩托车更偏向玩乐、运动属性，与电动自行车应用场景、主要生产厂商均有所不同，其销量提升主要受益电动化趋势，占比相对较小。

电动摩托车是一种采用电池驱动电机进行行驶的电动车辆。它包括驱动电机、电源和电机调速控制装置等电力驱动及控制系统，以及与内燃机摩托车基本相同的其他装置。电动摩托车与燃油摩托车相比出行成本低，购车价格优势明显，能耗费用仅为燃油摩托车一半。此外，电动摩托车内部结构相对简单，在维修保养方面较燃油摩托车有优势。

图表 45：电动摩托车是一种采用电池驱动电机进行行驶的电动车辆

对比项目	电动摩托车	燃油摩托车
动力系统	以电能为动力，用电机驱动车轮行驶	以燃油产品作为动力，通过在内燃机中燃烧释放出能量来产生动力，并由变速器实现驱动控制
购车成本（元）	4000-10000	8000-30000
能耗费用（元/公里）	较低	较高
活动范围	100-200 公里加一次，每次 4-5 小时	400-500 公里加一次，每次 3-5 分钟
整备质量	50-100kg	100-250kg
速度	时速较低	时速较高
使用寿命	5-10 年	10-13 年

资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

据艾瑞咨询统计，2015-2023 年中国电动车销量从 3180 万辆增长到 5500 万辆，年均复合增长率约为 7.1%。2018 年发布的《新国标》政策催生非国标车替换潮，随着政策逐步推行，产业实现了 3~5 年的市场增长。随着《新国标》政策缓慢落幕，国内两轮电动车市场销量或将回归到常态替换、少量新增的状况。

图表 46：2015-2023 年中国电动车销量从 3180 万辆增长到 5500 万辆



资料来源：艾瑞咨询、华源证券研究所

2024 年 1-11 月，我国电动摩托车销售前十名企业（集团）为雅迪科技集团、宗申、浙江绿源、江苏新日、江苏淮海、巴士新能源、东莞市台铃、五星车辆、隆鑫、春风动力，分别销售 134.95 万辆、48.37 万辆、37.94 万辆、24.86 万辆、18.64 万辆、15.94 万辆、7 万辆、5.79 万辆、5.32 万辆和 5.25 万辆，头部集中化趋势明显。

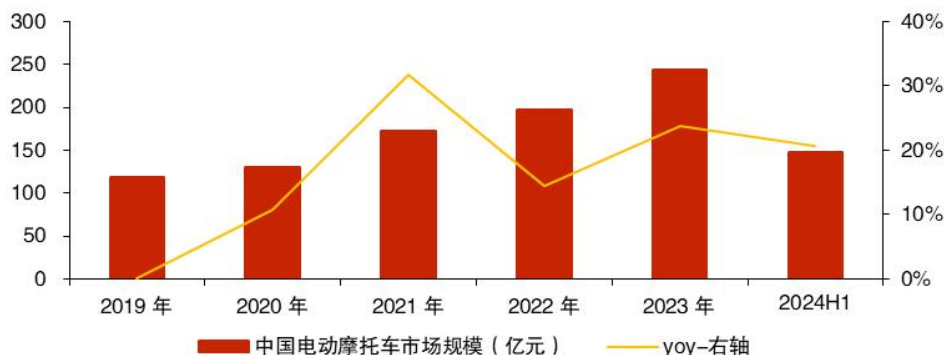
图表 47：2024 年 1-11 月我国电动摩托车销售前十名企业为雅迪科技集团、宗申等



资料来源：中国摩托车商会、华源证券研究所

据智研瞻统计显示，2019 年中国电动摩托车行业市场规模 118.18 亿元，2024H1 中国电动摩托车行业市场规模 147.55 亿元，同比增长 20.73%。2022 年，中国电动摩托车市场迎来了显著增长，市场规模达到 197.5 亿元人民币，同比增长约 14.5%，这一表现超过全球电动摩托车市场总体规模增速。随着城市化步伐的加快和交通拥堵问题的日益严峻，电动摩托车以其独特的灵活性和便捷性，在短途出行领域占据了重要地位，特别是在快递与外卖行业的蓬勃发展中，市场需求快速增长。其次，国家政策的积极扶持为电动摩托车市场注入了强劲动力，新国标的实施不仅规范了行业发展，还提升了市场的整体质量和竞争力。再者，技术创新与进步是推动市场增长的重要引擎，电池技术的突破和智能控制系统的应用，显著提升了电动摩托车的性能和用户体验，吸引了更多消费者的关注与购买。最后，国际市场的不断拓展也为中国电动摩托车企业提供了新的增长点，特别是通过“一带一路”倡议的推动，中国电动摩托车产品成功打入亚非拉等新兴市场，出口量的增加进一步拉动了国内市场的繁荣。

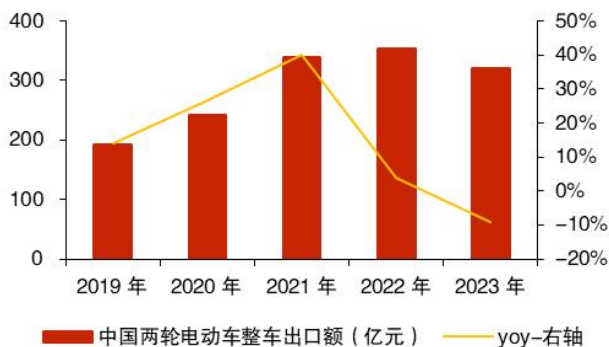
图表 48：2024H1 中国电动摩托车行业市场规模 147.55 亿元（yoy+20.73%）



资料来源：智研瞻、华源证券研究所

出口方面，中国海关总署数据显示，2023 年中国两轮电动车整车出口量为 1504.3 万辆、出口额为 320.5 亿元，分别同比下降 6.6%和 9.3%。2021 年国际公共卫生安全事件导致海外两轮电动车市场较好，相应带动中国两轮电动车出口量增长较多，高峰期过后市场回归正常，未来或将进入稳定增长期。

图表 49：2023 年中国两轮电动车出口量为 1504.3 万辆



资料来源：中国海关总署、艾瑞咨询、华源证券研究所

图表 50：2023 年中国两轮电动车整车出口额 320.5 亿元



资料来源：中国海关总署、艾瑞咨询、华源证券研究所

根据国家知识产权局信息，公司于 2025 年新获得一项外观设计专利授权，专利名为“电动两轮越野摩托车”，专利申请号为 CN202430319419.8，授权日为 2025 年 1 月 7 日。可以看出公司已经着手电动摩托产品的研发。未来公司有望快速进入新能源产品领域，加速新能源产品的研发与上市进程，从而拓展公司的市场边界。

图表 51：公司于 2025 年新获得一项专利授权，专利名为“电动两轮越野摩托车”



图 1

资料来源：国家知识产权局、华源证券研究所

3.3. “运动摩托车智能制造项目”达产预计新增 40 万辆产能

上市募集的项目主要有“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。

图表 52：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	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：华洋赛车招股书、华洋赛车公告、华源证券研究所

截至 2024 年 6 月 30 日，公司调整后募集资金共计 20762.38 万元。累计已投入金额为 13101.92 万元，其中运动摩托车智能制造项目累计投入 11084.40 万元，研发中心建设项目累计投入 467.52 万元，补充流动资金项目累计投入 1550 万元。

图表 53：截至 2024 年 6 月 30 日，累计已投入金额为 13101.92 万元

	调整后投资总 额（万元）	累计投入金额（万 元）	截至 2024H1 进 度
运动摩托车智能制造项目	14712.38	11084.4	75%
研发中心建设项目	1500	467.52	31%
补充流动资金	4550	1550	34%
合计	20762.38	13101.92	

资料来源：华洋赛车公告、华源证券研究所

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。

图表 54：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、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于未来公司在俄罗斯为主的远东市场持续开拓业务以及 2025 年两家子公司并表带来的积极预期，我们预测如下：

（1）二轮摩托车：预计收入较快增长，假设 2024–2026 年营业收入同比 23.62%/60.15%/33.06%，测算得出 2024–2026 年营业收入分别为 3.72/5.96/7.93 亿元；

（2）四轮沙滩车：预计收入稳定增长，假设 2024–2026 年营业收入同比 0.56%/5.26%/8.66%，测算得出 2024–2026 年营业收入分别为 1.59/1.67/1.82 亿元。

图表 55：华洋赛车分业务创收预测关键假设

	2024E	2025E	2026E
二轮摩托车业务（百万元）	372.23	596.12	793.18
同比增长率	23.62%	60.15%	33.06%
四轮摩托车业务（百万元）	158.81	167.16	181.64
同比增长率	0.56%	5.26%	8.66%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 0.60、0.79 和 1.00 亿元，对应 PE 为 26.8、20.6、16.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 56：华洋赛车可比公司估值表（截至 20250124）

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
宗申动力	001696.SZ	22.40	256.49	0.55	0.64	0.74	40.7	35.0	30.3
涛涛车业	301345.SZ	68.39	75.05	3.59	4.6	5.75	19.1	14.9	11.9
春风动力	603129.SH	193.13	292.46	8.93	11.24	13.84	21.6	17.2	14.0
均值				4.36	5.49	6.78	27.1	22.3	18.7
华洋赛车	834058.BJ	28.82	16.16	1.07	1.40	1.78	26.8	20.6	16.2

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；华洋赛车盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

实际控制人控制不当风险：公司实际控制人戴继刚担任公司董事长，若公司实际控制人不能有效执行内部控制制度，利用控股地位对公司经营、人事、财务等进行不当控制，可能会给公司、其他股东及债权人带来风险。

宏观经济波动风险：2025 年受全球经济政治环境的不稳定，俄乌冲突、通货膨胀、油价波动等因素共同导致全球经济波动进一步加大，世界经济复苏面临众多不确定性。中国经济增速放缓，国内经济存在一定的短期波动。外需放缓与经济增速回落的宏观经济的波动对公司的经营状况、经营业绩和盈利水平都将形成一定的不良影响。

汇率波动风险：公司产品外销占比较高。其中，欧洲、北美地区是公司产品最主要的市场。国际形势动荡、局部地区冲突以及国际政治、经济形势的变化均可能引发汇率的波动，从而导致公司经营业绩的波动。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	180	86	93	120
应收票据及账款	115	144	177	220
预付账款	1	2	2	3
其他应收款	0	1	1	1
存货	62	101	111	131
其他流动资产	8	8	11	14
流动资产总计	366	342	396	488
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	85	121	167	206
在建工程	52	91	46	2
无形资产	35	37	41	42
长期待摊费用	0	0	1	1
其他非流动资产	33	36	35	35
非流动资产合计	205	286	289	286
资产总计	571	628	685	774
短期借款	38	48	50	55
应付票据及账款	142	165	181	221
其他流动负债	23	30	43	55
流动负债合计	203	243	275	331
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	8	8	8
非流动负债合计	10	8	8	8
负债合计	213	251	283	339
股本	56	56	56	56
资本公积	197	197	198	200
留存收益	105	124	148	179
归属母公司权益	358	377	402	435
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	358	377	402	435
负债和股东权益合计	571	628	685	774

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	51	57	73	96
折旧与摊销	7	10	14	18
财务费用	-2	-2	-2	-2
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-66	-39	-17	-14
其他经营现金流	6	4	6	5
经营性现金净流量	-3	28	74	102
投资性现金净流量	-102	-92	-16	-14
筹资性现金净流量	161	-30	-50	-62
现金流量净额	56	-93	7	27

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	479	555	789	1,002
营业成本	374	432	623	795
税金及附加	4	2	3	4
销售费用	10	12	17	18
管理费用	21	25	36	44
研发费用	17	19	27	33
财务费用	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
信用减值损失	-3	-2	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	7	3	5	4
营业利润	57	68	88	113
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	58	68	89	113
所得税	6	8	10	13
净利润	51	60	79	100
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	51	60	79	100
EPS(元)	0.91	1.07	1.40	1.78

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	12.95%	15.86%	42.29%	26.96%
营业利润增长率	-23.40%	18.22%	30.39%	27.41%
归母净利润增长率	-22.41%	17.49%	30.31%	27.33%
经营现金流增长率	-106.89%	1,026.94%	159.94%	38.90%
盈利能力				
毛利率	21.79%	22.16%	21.11%	20.70%
净利率	10.72%	10.87%	9.95%	9.98%
ROE	14.33%	16.00%	19.53%	22.97%
ROA	8.99%	9.60%	11.47%	12.92%
估值倍数				
P/E	31.50	26.81	20.58	16.16
P/S	3.38	2.91	2.05	1.61
P/B	4.52	4.29	4.02	3.71
股息率	6.56%	2.57%	3.35%	4.26%
EV/EBITDA	17	20	15	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。