

# 华洋赛车 (834058)

## 2024 年报&2025 年一季报点评：俄罗斯与欧洲重点市场持续放量，期待双品牌策略提升细分增量

增持（维持）

2025 年 05 月 01 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A   | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 478.80  | 526.99 | 672.45 | 824.30 | 989.34 |
| 同比（%）         | 12.95   | 10.06  | 27.60  | 22.58  | 20.02  |
| 归母净利润（百万元）    | 51.31   | 56.14  | 69.34  | 90.63  | 113.57 |
| 同比（%）         | (22.41) | 9.43   | 23.51  | 30.71  | 25.31  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.91    | 1.00   | 1.24   | 1.62   | 2.02   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 36.31   | 33.19  | 26.87  | 20.56  | 16.41  |

### 投资要点

■ **俄罗斯与欧洲等重点市场持续放量，25Q1 业绩同比增长 162%**。公司发布 2024 年报与 2025 年一季报，2024 和 25Q1 分别实现营收 5.27/1.78 亿元，同比+10.06%/+264.24%；归母净利润 0.56/0.12 亿元，同比+9.43%/+161.79%；扣非归母净利润 0.53/0.11 亿元，同比+17.58%/+179.48%。业绩同比上升主要是公司自主品牌推广战略继续不断细化，与多个空白地区经销商建立了合作关系，并积极提升俄罗斯、欧洲市场等重点市场的利润率。2024 年，公司销售毛利率同比+0.53pct 至 22.32%，但由于新产品研发、市场渠道推广以及新增子公司的相关费用增加，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.52%/4.72%/-1.05%/4.31%，同比+0.34/+0.25/-0.65/+0.74pct，销售净利率同比-0.49pct 至 10.23%。

■ **国内外市场对公司产品需求增加，两轮摩托车和全地形车的营收毛利率均上升。**1) **两轮摩托车**：2024 年该业务营收同比+15.26%至 3.47 亿元，在总营收占比同比+2.97pct 至 65.86%，毛利率同比+0.68pct 至 22.95%。其中，俄罗斯为主的远东市场以及中东、东南亚等新兴发展中市场为公司两轮越野车的重点开拓区域。从增量角度来看，远东的“一带一路”沿线市场仍为公司未来业务的重要拓展方向，也是增速较快的地区。2) **全地形车**：2024 年该业务营收同比+3.38%至 1.63 亿元，在总营收占比-2.00pct 至 30.98%，毛利率同比+0.39pct 至 20.81%。

■ **实施双品牌战略深耕细分市场，积极布局电动新能源市场。**1) **产品优势**：公司形成覆盖三十余种规格型号的较为丰富的产品体系，在车架主体结构设计、整车性能调校（动力性、加速性、制动性、操控性等）和高效传动系统设计等方面掌握核心技术，相较市场同类产品具有更佳的使用体验。根据公司招股书数据，2021 年公司两轮产品全球市占率约为 8.49%，四轮产品占全球 ATV 产品市场比例为 17.56%。2) **双品牌战略**：自主品牌 KAYO 已在包括美国、俄罗斯、捷克、波兰、瑞典、中国等多地成为适用于青少年使用的越野摩托车优势品牌。2024 年，公司投资设立峻驰摩托，实施双品牌战略，快速填补原有单一品牌长期未能覆盖的市场需求，开拓主营市场新空间。3) **布局电动市场**：2024 年公司新设子公司华锐动能，在非道路领域服务于华洋赛车母公司油改电战略业务，并有望在电动新能源市场中获取全产业链商业机遇。

■ **盈利预测与投资评级**：公司全方位越野摩托综合能力领先，业绩成长可期，考虑国际贸易不确定性，调整 2025~2026 年归母净利润为 0.69/0.90 亿元（前值为 0.75/0.95 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 1.14 亿元，对应最新 PE 为 26.87/22.04/17.63x，维持“增持”评级。

■ **风险提示**：1) 市场需求不及预期；2) 国际贸易风险；3) 市场竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 33.22       |
| 一年最低/最高价      | 13.48/45.44 |
| 市净率(倍)        | 5.22        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,057.03    |
| 总市值(百万元)      | 1,863.21    |

### 基础数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.36  |
| 资产负债率(%,LF) | 47.35 |
| 总股本(百万股)    | 56.09 |
| 流通 A 股(百万股) | 31.82 |

### 相关研究

《华洋赛车(834058)：2024 年三季报点评：积极开拓俄罗斯等海外新市场，业绩同比高速增长》

2024-10-28

华洋赛车三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |            |            |            |            | 利润表 (百万元)       |            |            |            |            |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
|                  | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |                 | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
| <b>流动资产</b>      | <b>443</b> | <b>470</b> | <b>559</b> | <b>658</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>527</b> | <b>672</b> | <b>824</b> | <b>989</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 151        | 151        | 184        | 250        | 营业成本(含金融类)      | 409        | 521        | 636        | 761        |
| 经营性应收款项          | 111        | 136        | 161        | 185        | 税金及附加           | 4          | 5          | 6          | 7          |
| 存货               | 172        | 174        | 203        | 212        | 销售费用            | 13         | 16         | 19         | 22         |
| 合同资产             | 0          | 0          | 0          | 0          | 管理费用            | 25         | 30         | 35         | 42         |
| 其他流动资产           | 9          | 9          | 10         | 11         | 研发费用            | 23         | 29         | 35         | 41         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>231</b> | <b>263</b> | <b>280</b> | <b>300</b> | 财务费用            | (6)        | (3)        | (5)        | (7)        |
| 长期股权投资           | 0          | 0          | 0          | 0          | 加:其他收益          | 3          | 4          | 5          | 5          |
| 固定资产及使用权资产       | 88         | 87         | 84         | 78         | 投资净收益           | 1          | 0          | 0          | 0          |
| 在建工程             | 101        | 133        | 153        | 180        | 公允价值变动          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 无形资产             | 37         | 37         | 37         | 37         | 减值损失            | (1)        | (1)        | 0          | 0          |
| 商誉               | 1          | 1          | 1          | 1          | 资产处置收益          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 长期待摊费用           | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>营业利润</b>     | <b>61</b>  | <b>79</b>  | <b>103</b> | <b>129</b> |
| 其他非流动资产          | 4          | 4          | 4          | 4          | 营业外净收支          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>674</b> | <b>733</b> | <b>839</b> | <b>958</b> | <b>利润总额</b>     | <b>61</b>  | <b>79</b>  | <b>103</b> | <b>129</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>302</b> | <b>332</b> | <b>394</b> | <b>448</b> | 减:所得税           | 7          | 9          | 12         | 15         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 49         | 53         | 53         | 53         | <b>净利润</b>      | <b>54</b>  | <b>70</b>  | <b>92</b>  | <b>115</b> |
| 经营性应付款项          | 209        | 236        | 292        | 337        | 减:少数股东损益        | (2)        | 1          | 1          | 1          |
| 合同负债             | 22         | 20         | 25         | 30         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>56</b>  | <b>69</b>  | <b>91</b>  | <b>114</b> |
| 其他流动负债           | 21         | 22         | 24         | 28         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.00       | 1.24       | 1.62       | 2.02       |
| 非流动负债            | 25         | 27         | 26         | 25         | EBIT            | 55         | 76         | 98         | 123        |
| 长期借款             | 11         | 12         | 9          | 8          | EBITDA          | 64         | 85         | 108        | 133        |
| 应付债券             | 0          | 0          | 0          | 0          | 毛利率(%)          | 22.32      | 22.58      | 22.84      | 23.09      |
| 租赁负债             | 2          | 3          | 4          | 4          | 归母净利率(%)        | 10.65      | 10.31      | 11.00      | 11.48      |
| 其他非流动负债          | 13         | 13         | 13         | 13         | 收入增长率(%)        | 10.06      | 27.60      | 22.58      | 20.02      |
| <b>负债合计</b>      | <b>328</b> | <b>359</b> | <b>420</b> | <b>474</b> | 归母净利润增长率(%)     | 9.43       | 23.51      | 30.71      | 25.31      |
| 归属母公司股东权益        | 345        | 372        | 416        | 481        |                 |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 1          | 2          | 3          | 4          |                 |            |            |            |            |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>346</b> | <b>374</b> | <b>419</b> | <b>484</b> |                 |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>674</b> | <b>733</b> | <b>839</b> | <b>958</b> |                 |            |            |            |            |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |                 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流     | 55    | 80    | 108   | 147   | 每股净资产(元)        | 6.15  | 6.63  | 7.42  | 8.57  |
| 投资活动现金流     | (26)  | (41)  | (27)  | (30)  | 最新发行在外股份(百万股)   | 56    | 56    | 56    | 56    |
| 筹资活动现金流     | (48)  | (39)  | (48)  | (50)  | ROIC(%)         | 12.01 | 15.82 | 18.74 | 21.02 |
| 现金净增加额      | (16)  | 0     | 33    | 66    | ROE-摊薄(%)       | 16.28 | 18.65 | 21.77 | 23.63 |
| 折旧和摊销       | 9     | 10    | 10    | 11    | 资产负债率(%)        | 48.64 | 49.01 | 50.07 | 49.44 |
| 资本开支        | (55)  | (41)  | (27)  | (31)  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 33.19 | 26.87 | 20.56 | 16.41 |
| 营运资本变动      | (5)   | (1)   | 6     | 21    | P/B (现价)        | 5.40  | 5.01  | 4.48  | 3.88  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>