

华洋赛车 834058.BJ

汽车行业

分析师：张诗瑶

执业证书编号：S1410524040001

联系人：王金帅

执业证书编号：S1410123090009

投资评级： 增持（首次）

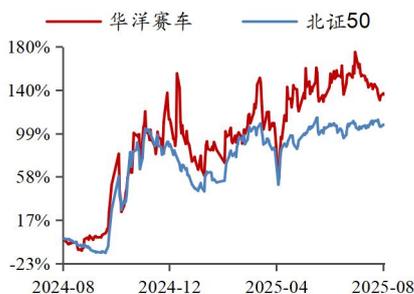
当前价格： 34.98元

市场数据

总股本(百万股)	56.09
A股股本(百万股)	56.09
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	49.13
12个月最高/最低(元)	45.44/13.48
第一大股东	戴继刚
第一大股东持股比例(%)	37.14
上证综指/沪深300	3617.60/4103.45

数据来源：聚源 注：2025年8月5日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-14.80	-0.81	27.09
绝对收益	-13.27	7.12	137.68

数据来源：聚源 注：相对收益与北证50相比

相关研究报告

国内摩托车运动代表品牌，募投项目新增40万辆产能

投资要点：

◆公司是国内摩托车运动代表品牌，逐步向全品类休闲摩托领域拓展。公司产品主要为50-300CC排量的两轮越野摩托车和全地形车产品，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。截止到2024年底，分产品来看，两轮摩托车占比最高；分地区来看，公司收入以外销为主；分客户来看，2024年公司前五大客户占比合计为67.70%，第一大客户占比49.74%。实控人持股比例高达44.42%，股权结构较为稳定。近三年收入规模稳定增长，盈利能力稳中有升。

◆摩托车和全地形车国内外行业发展概况：全球摩托车竞争格局较为分散，市场规模整体呈现增长趋势，根据Statista数据显示，预计2029年全球摩托车行业市场规模将达到1763亿美元，5年间CAGR达到3.58%；国内摩托车销量趋稳，外贸出口拉动摩托车销量。全球全地形车保持稳健增长态势，UTV为全地形车行业主要增量市场；国内全地形车以出口为主，国内市场规模稳健增长。

◆自主品牌KAYO定位国际知名中国品牌，募投项目新增40万辆产能。2020年至2022年，公司自有品牌产品销售额从21,565.50万元增长到37,479.18万元，占比从70.39%提升至92.82%。公司专注非道路越野车生产，盈利能力略低于头部企业。截止到2024年底，在可比公司中，公司营业收入排名第5，净利润排名第5，毛利率排名第4，净利率排名第3。募投项目新增40万辆产能，达产后年均新增利润超亿元。

◆估值和投资建议：我们预计公司2025-2027年营业收入分别为7.05/8.76/10.48亿元，同比增速分别为33.73%/24.33%/19.57%，归母净利润分别为0.72/0.86/1.01亿元，同比增速分别为27.76%/20.10%/17.61%，对应的EPS分别为1.28/1.54/1.81元，对应当前股价（2025年8月5日）的PE分别为27.35X/22.77X/19.36X。结合对标公司的估值以及我们对华洋赛车的分析，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示：人民币兑美元汇率波动风险；宏观经济波动风险；新业务及产品拓展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	478.80	526.99	704.76	876.20	1,047.68
增长率(%)	12.95%	10.06%	33.73%	24.33%	19.57%
归母净利润(百万元)	51.31	56.14	71.73	86.15	101.33
增长率(%)	-22.41%	9.43%	27.76%	20.10%	17.61%
ROE(%)	14.33%	15.58%	18.05%	19.20%	19.67%
EPS最新摊薄(元/股)	0.91	1.00	1.28	1.54	1.81
P/E(倍)	38.24	34.94	27.35	22.77	19.36
P/B(倍)	5.48	5.69	5.12	4.50	3.89

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司介绍	1
1.1 发展历程：国内摩托车运动代表品牌，逐步向全品类休闲摩托领域拓展	1
1.2 产品介绍：两轮摩托车占比最高，公司收入以外销为主	2
1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定	5
1.4 财务分析：近三年收入规模稳定增长，盈利能力稳中有升	5
2 摩托车和全地形车国内外行业发展概况	7
2.1 全球摩托车竞争格局较为分散，市场规模整体呈现增长趋势	7
2.2 国内摩托车销量趋稳，外贸出口拉动摩托车销量	9
2.3 全球全地形车保持稳健增长态势，UTV 为全地形车行业主要增量市场	11
2.4 国内全地形车以出口为主，国内市场规模稳健增长	12
3 自主品牌 KAYO 定位国际知名中国品牌，募投项目新增 40 万辆产能	14
3.1 品牌策略主打自有品牌，KAYO 定位国际知名中国品牌	14
3.2 专注非道路越野车生产，盈利能力略低于头部企业	15
3.3 募投项目新增 40 万辆产能，达产后年均新增利润超亿元	18
4 盈利预测及估值	19
4.1 公司收入利润增长的主要逻辑	19
4.2 估值及建议	20
5 风险提示	20

图表目录

图 1、公司发展历程	1
图 2、公司各产品营业收入结构（亿元）	3
图 3、公司各产品营业收入占比（%）	3
图 4、公司国内外各地区收入结构（亿元）	4
图 5、公司国内外各地区收入占比（%）	4
图 6、2024 年公司前五大客户收入占比（%）	4
图 7、公司股权结构	5
图 8、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）	6
图 9、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）	6
图 10、公司历年毛/净利率情况（%）	6
图 11、公司历年各产品毛利率情况（%）	6
图 12、公司历年期间费用率情况（%）	7
图 13、公司历年经营性现金流量净额情况（亿元，%）	7
图 14、2014-2023 年全球摩托车销量情况（万辆）	8
图 15、2023 年全球摩托车行业竞争格局	8
图 16、2024-2029 年全球摩托车行业市场规模（亿美元）	9
图 17、2023-2025 年 1-6 月国内摩托车月度销量走势（万辆）	10
图 18、2024 年国内燃油摩托车销量前十名（万辆）	10
图 19、中国摩托车行业代表性上市企业区域分布图	11
图 20、2023-2032 年全球全地形车(ATV)市场规模（亿美元）	12
图 21、2019-2024 年中国全地形车行业产量（万辆，%）	13

图 22 、 2019-2024 年中国全地形车行业需求量 (万辆, %)	13
图 23 、 2019-2024 年中国全地形车行业市场规模 (亿元)	13
图 24 、 公司部分获奖图片	14
图 25 、 公司及可比公司历年营业收入 (亿元, %)	16
图 26 、 公司及可比公司历年净利润 (亿元, %)	16
图 27 、 公司及可比公司历年毛利率 (%)	16
图 28 、 公司及可比公司历年净利率 (%)	16
图 29 、 公司及可比公司 2024 年国内外收入占比情况对比 (%)	17
表 1 、 公司主要产品情况	2
表 2 、 同行业可比公司	15
表 3 、 募集资金金额及投向	18
表 4 、 销售收入结构预测	19
表 5 、 可比公司估值	20

1 公司介绍

1.1 发展历程：国内摩托车运动代表品牌，逐步向全品类休闲摩托领域拓展

2004年，浙江华洋赛车有限公司成立，确立两轮越野摩托车为主要研发和制造方向；2007年，公司产品首次亮相全国级赛事并获得一致好评；2008年，HK110R（110CC）被中国摩协选定为全国摩托车越野锦标赛指定用车，此后多年公司多款车型被连续指定为全国锦标赛指定竞赛用车；2014年，公司筹划并实现全地形车的开发和量产，进一步丰富产品系列；2015年，公司成功挂牌新三板，同年组建华洋赛车队，此后多年华洋赛车队及签约运动员多次获得国内各项专业赛事冠军等奖项；2020年，公司正式启动大排量和电动化产品研发和战略布局；2023年，华洋赛车在北京证券交易所成功挂牌上市。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，江海证券研究发展部

1.2 产品介绍：两轮摩托车占比最高，公司收入以外销为主

公司目前产品主要为50-300CC排量的两轮越野摩托车和全地形车产品，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。

经过多年技术积累和发展，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，根据不同年龄段、使用场景、客户需求差异合计推出三十余种规格型号，形成了较为丰富的产品体系。同时，公司已开展中大排量车型、UTV以及电动越野车等领域的研发，将逐步向全品类休闲摩托领域拓展，从而持续注入成长动力。

表 1、公司主要产品情况

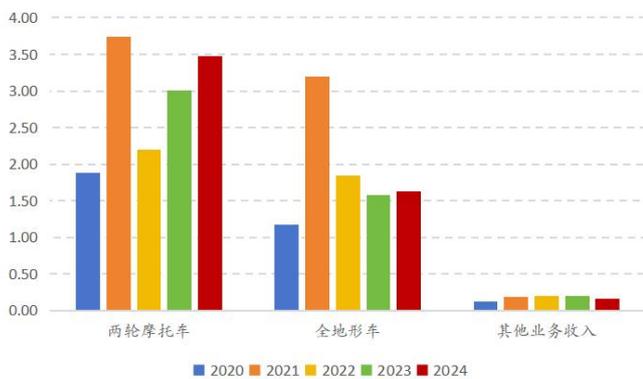
产品分类	产品系列	特点及用途	代表车型	
两轮越野摩托车	Dirt Bike（大越野）	Dirt Bike 是一种中大排量越野摩托车，轮径在前 19 后 16 吋以上，发动机为立式且排量通常在 150CC 以上，具有车体高大、动力强劲、速度快、通过性好、减震性能较好、抗冲击性能较强等特点，适用于专业赛车手或成年越野摩托车爱好者骑行，常应用于各种场地赛事。	K 系列：KAYO-K2 	T 系列：KAYO-T2 
	Pit Bike（小越野）	Pit Bike 是一种小型非道路两轮摩托车，发动机为卧式且轮径通常在前 17 后 14 吋以下，具有轻量化设计、车身灵活、易于操控等特点，常应用于儿童及青少年休闲娱乐等场景。	KAYO-TT150 	KAYO-TS70 
	Mini Gp	Mini Gp 是一种在特定公	MINI-GP	

	(小型公路赛车)	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。	休闲系列: KAYO-AY70 	休闲系列: KAYO-AT110 
	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：公司公告，公司官网，江海证券研究发展部

分产品来看，截止到 2024 年底，两轮摩托车产品占比最高。2024 年，两轮摩托车实现收入 3.47 亿元，同比增长 15.26%，占主营业务收入的比重为 65.86%；全地形车实现收入 1.63 亿元，同比增长 3.38%，占主营业务收入的比重为 30.98%；其他业务实现收入 0.17 亿元，同比下降 15.66%，占主营业务收入的比重为 3.16%。

图 2、公司各产品营业收入结构 (亿元)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 3、公司各产品营业收入占比 (%)

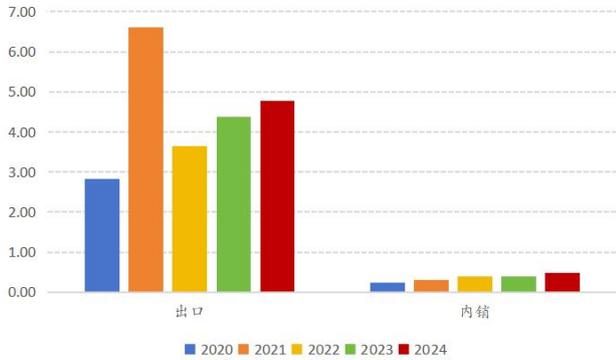


资料来源：iFind，江海证券研究发展部

分地区来看，截止到 2024 年底，公司收入以外销为主。2024 年，外销

实现营业收入为 4.78 亿元，同比增长 9.07%，占营业收入的比重为 90.72%；内销实现营业收入为 0.49 亿元，同比增长 20.81%，占营业收入的比重为 9.28%，公司积极开拓国内市场，国内销售业务实现较好增长。

图 4、公司国内外各地区收入结构（亿元）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

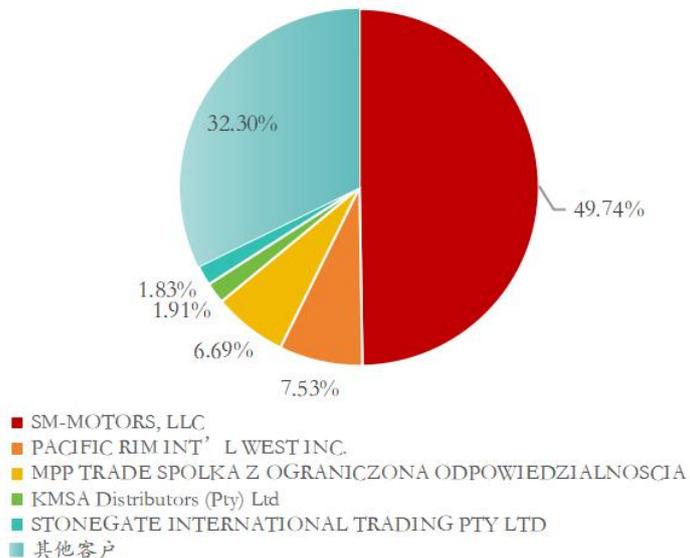
图 5、公司国内外各地区收入占比（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

分客户来看，2024 年公司前五大客户占比合计为 67.70%，客户结构较为集中。公司产品以对外销售为主，销售模式主要采取经销模式。经过多年来在行业内的不断积累，公司目前已建立起较为成熟、完善的销售渠道，营销网络覆盖北美洲、欧洲、南美洲和大洋洲等国际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。SM-MOTORS 客户收入占比从 2021 年的 9.81% 提升至 2024 年的 49.74%，主要系自 2022 年下半年起，受“俄乌战争”欧美国家对俄制裁影响，对俄销售收入大幅增长。

图 6、2024 年公司前五大客户收入占比（%）

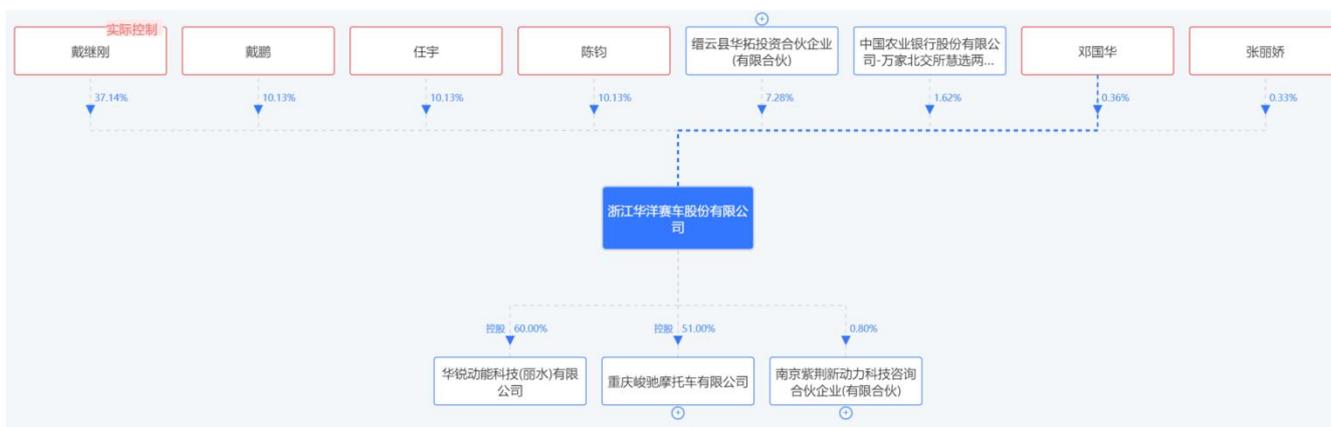


资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定

截至 2025Q1，戴继刚直接持有公司 37.14% 的股份，通过一致行动人缙云县华拓投资合伙企业(有限合伙) 控制公司 7.28% 的股份,合计持股 44.42%，股权结构较为稳定。戴继刚担任公司董事长，实际控制公司的生产经营决策，因此认定戴继刚为公司的控股股东、实际控制人。

图 7、公司股权结构



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

1.4 财务分析：近三年收入规模稳定增长，盈利能力稳中有升

公司 2022-2024 年收入保持稳定增长态势，利润端增速低于收入端。2020-2024 年，公司营业收入由 3.18 亿元增长至 5.27 亿元，年化复合增长率为 13.46%；归母净利润由 0.28 亿元增长至 0.54 亿元，年化复合增长率为 17.84%。2025Q1 公司实现营业收入 1.78 亿元，同比增长 264.24%；实现归母净利润 0.12 亿元，同比增长 161.79%，公司 2025Q1 业绩增速较快的原因主要系公司结合不同市场的特点，本着均衡配置资源的战略，在例如俄罗斯为主高速增长远东市场加大了资源配置力度，在市场宣传、产品迭代、生产交货、销售服务等多个方面给与了充分的支持，同时也不断结合目标市场特点和生产资源的特点，通过充分的协调和沟通调整，达到资源的充分利用，收到了良好的效果。

图 8、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 9、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

盈利能力方面，2024 年公司毛利率稳中有升，净利率略有下降。2024 年销售毛利率为 22.32%，同比提升 0.53pct，主要系占比较高的海外业务毛利率提升；销售净利率为 10.23%，同比下降 0.49pct，主要系期间费用率升高所致。2024 年期间费用率为 10.49%，同比上升 0.67pct，其中，研发费用率上升 0.74pct。

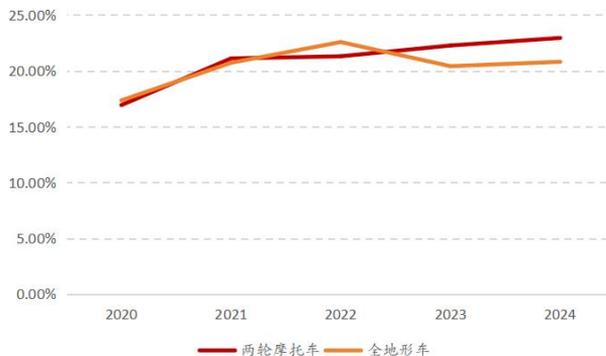
现金流方面，2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 0.55 亿元，较 2023 年同期增加 0.58 亿元，同比增长 1901.54%，主要原因是：收入增加的同时当期回款较多、收回前期应收账款以及退税增加。

图 10、公司历年毛/净利率情况（%）



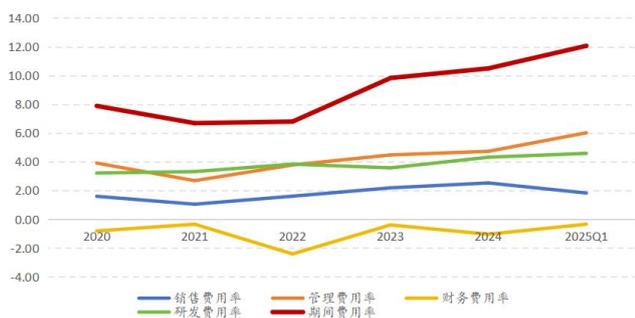
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 11、公司历年各产品毛利率情况（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 12、公司历年期间费用率情况 (%)



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

图 13、公司历年经营性现金流量净额情况 (亿元, %)



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

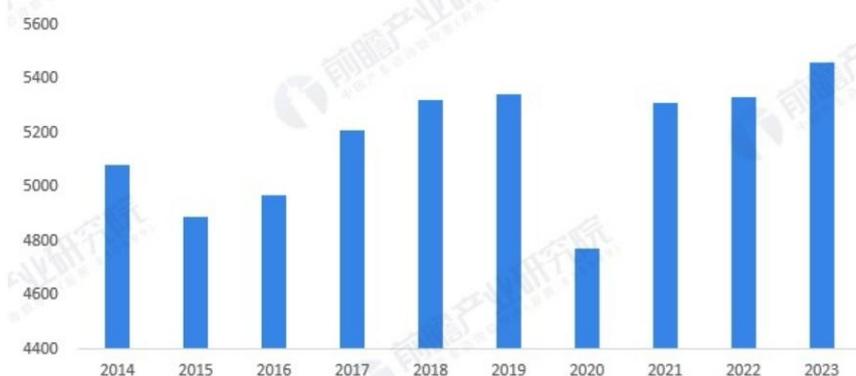
2 摩托车和全地形车国内外行业发展概况

2.1 全球摩托车竞争格局较为分散, 市场规模整体呈现增长趋势

摩托车按排量结构一般划分为小排量 (<250cc)、中等排量 (250-500cc)、大排量 (>500cc), 消费型摩托以中大排量为主。摩托车也可以分为两轮摩托、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, 按照结构两轮摩托可以划分为踏板车、弯梁车和跨骑车, 其中跨骑车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。

根据 Statista 披露的数据显示, 2014-2023 年全球摩托车销量呈现波动上涨趋势。2020 年受疫情影响, 全球摩托车销量下降至 4770 万辆, 同比下降 10.67%, 下降幅度较大; 2023 年全球摩托车销量达到 5460 万辆, 同比上涨 2.44%。

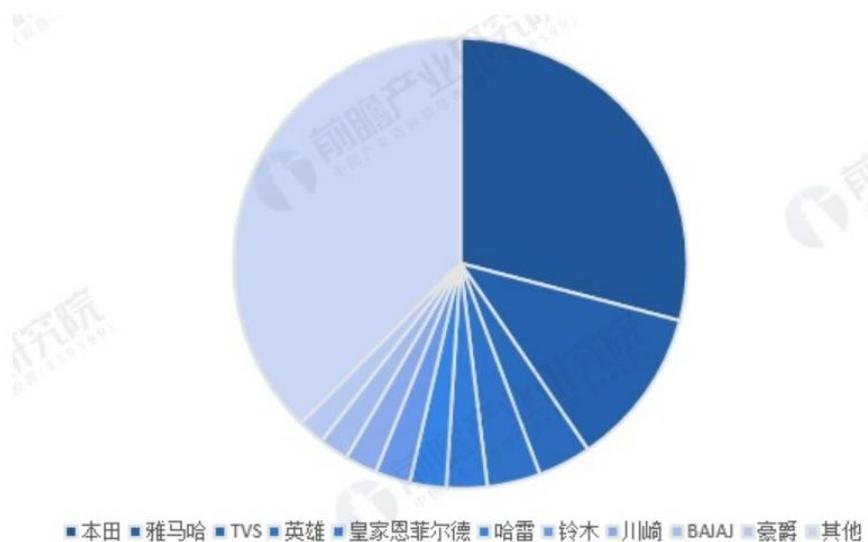
图 14、2014-2023 年全球摩托车销量情况（万辆）



资料来源：Statista，前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

从摩托车业务收入来看，本田摩托车是全球摩托车行业收入最高的企业，收入占全球规模的比例达到 29.1%；雅马哈摩托车业务收入规模占全球比例为 11.4%，排名全球第二，领先之后的企业较多。

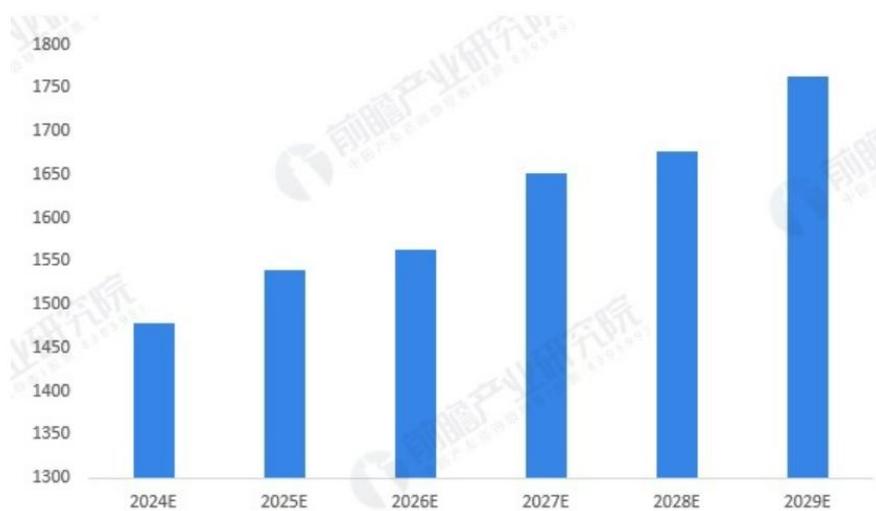
图 15、2023 年全球摩托车行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

全球摩托车市场整体呈现增长趋势，电动化趋势明显，且大排量摩托车市场尤为突出。根据 Statista 数据显示，预计 2029 年全球摩托车行业市场规模将达到 1763 亿美元，5 年间 CAGR 达到 3.58%。

图 16、2024-2029 年全球摩托车行业市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

2.2 国内摩托车销量趋稳，外贸出口拉动摩托车销量

据中国汽车工业协会统计数据显示，2024 年我国摩托车行业整体表现亮眼。出口量持续攀升，2024 年 1-12 月实现整车出口量 1,101.63 万辆，同比增长 26.72%，出口金额 69.81 亿美元，同比增长 23.8%，创历史新高，自主品牌高端化成效显著。大排量休闲娱乐摩托车市场需求旺盛，增幅较大。

从整体产业结构看，中国摩托车产业正沿着电动化、智能化、品牌化等方向转型升级，展现出强大的发展韧性和潜力。2024 年 1-12 月，全行业完成燃油摩托车产销 1,656.45 万辆和 1,645.62 万辆，同比增长 13.86% 和 12.99%；从细分排量来看，>250CC 大排量休闲娱乐摩托车产销 77.35 万辆和 75.66 万辆，同比增长 19.67% 和 42.97%，增长趋势明显，体现了强劲的中大排终端需求。从渗透率来看，250CC 以上摩托车渗透率仅占燃油摩托车总量的 4.60%，随着摩托车由代步工具向中大排量娱乐车型转变，新兴消费群体升级置换需求释放以及海外市场拓展加速，大排量摩托车市场发展空间广阔，仍然具有较高增长潜力。

2025 年 1-6 月，全行业完成燃油摩托车产销 901.28 万辆和 904.01 万辆，同比增长 14.14% 和 14.67%；电动摩托车产销 160.13 万辆和 157.45 万辆，产量同比增长 0.39%，销量同比下降 3.57%。2025 年 1-6 月，共产销摩托车 1061.41 万辆和 1061.46 万辆，产销量同比增长 11.83% 和 11.54%。其中，二轮摩托车产销 937.89 万辆和 937.18 万辆，产销量同比增长 12.64% 和 12.31%；大排量休闲娱乐摩托车（排量 250cc 以上，不含 250cc）产销 51.05 万辆和 50.2 万辆，同比增长 44.74% 和 41.21%。三轮摩托车产销 123.52 万

辆和 124.29 万辆，同比增长 5.98%和 6.08%。

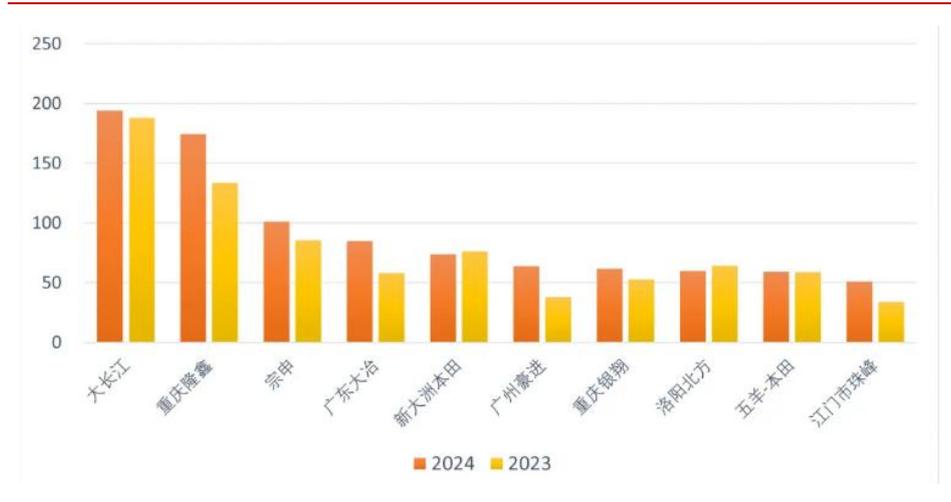
图 17、2023-2025 年 1-6 月国内摩托车月度销量走势（万辆）



资料来源：中国摩托车商会，江海证券研究发展部

2024 年国内燃油摩托车销量前 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 922.63 万辆，占摩托车总销量的 56.07%。

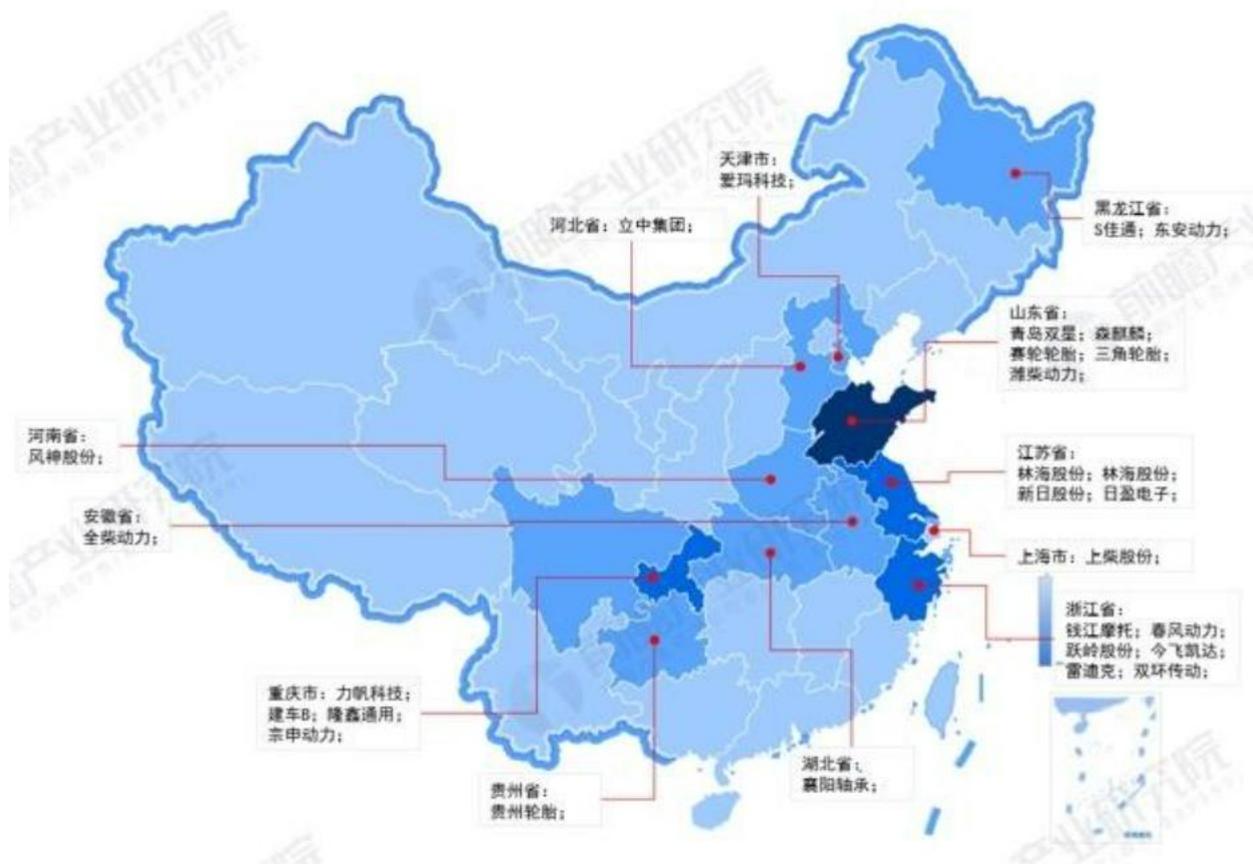
图 18、2024 年国内燃油摩托车销量前十名（万辆）



资料来源：中国摩托车商会，江海证券研究发展部

从我国上市摩托车企业区域分布来看，我国摩托车企业主要分布在东部沿海地区和中部川渝地区，其中山东、浙江企业数量最多。

图 19、中国摩托车行业代表性上市企业区域分布图



资料来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

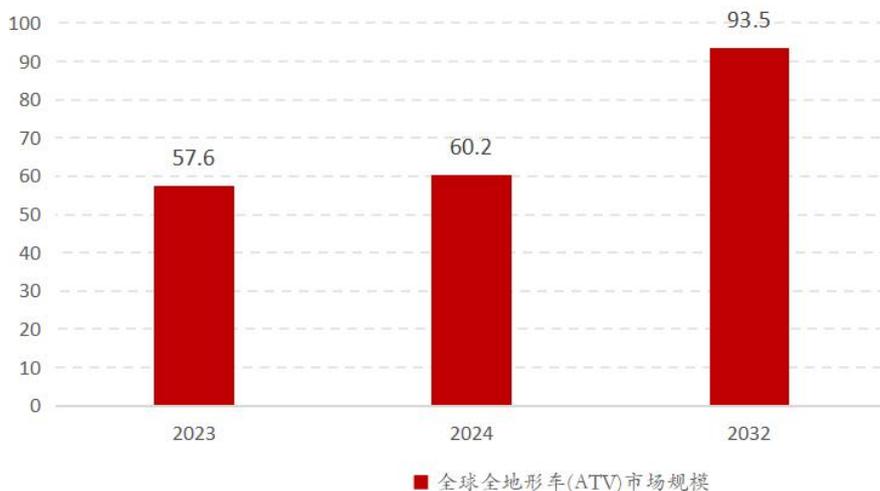
2.3 全球全地形车保持稳健增长态势，UTV 为全地形车行业主要增量市场

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。因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，因此，全地形车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）；根据排量大小并结合车辆的外部特征分类，全地形车可分为少儿型全地形车、实用型全地形车、运动型全地形车。

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 20、2023-2032 年全球全地形车(ATV)市场规模 (亿美元)



资料来源：Fortune Business Insights，江海证券研究发展部

全地形车：零售端行业规模 90 多万辆，并排车辆（包括 UTV、SSV）占比从 2010 年 36% 提升至 2023 年 65%。根据北极星年报，2016 年以来全球全地形车零售量稳定在 90 万辆及以上。全球全地形车零售端销量从 2010 年 66.5 万辆增长至 2023 年 95.5 万辆，CAGR 为 3%。其中 ATV 零售销量从 2010 年 42.5 万辆下降至 2023 年 33.5 万辆，CAGR 为 -2%；并排车辆（包括 UTV、SSV）零售销量从 2010 年 24 万辆提升至 2023 年 62 万辆，CAGR 达 8%。

并排车辆占比不断提升，而 ATV 占比则下降。从 2010-2023 年，并排车辆（包括 UTV、SSV）销量占比从 36% 提升至 65%，而 ATV 销量占比从 2010 年 64% 下降至 2023 年 35%。并排车辆价格更高，需求保持强劲且销量占比不断提升，原因为制造商持续创新，推出多样化的产品。并排车辆（UTV、SSV）安全性、实用性、舒适性更强。

2.4 国内全地形车以出口为主，国内市场规模稳健增长

2024 年，我国全地形车行业在全球市场格局变动与国内产业升级的双重背景下稳步前行。凭借成熟的制造业基础和持续的技术创新能力，行业产量达到 55.21 万辆。这一产量不仅展现出我国全地形车产业强大的生产制造实力，也为国内外市场的稳定供应提供了有力支撑。2024 年，随着国内户外休闲运动热度攀升、文旅产业深度融合发展，全地形车市场需求逐步释放。国内全地形车行业需求量达到约 4.19 万辆。这一数据既反映出国内消费者对全

地形车的认知度与接受度持续提升，也彰显出在消费升级趋势下，全地形车市场在国内具备广阔的发展前景与增长潜力。

图 21、2019-2024 年中国全地形车行业产量(万辆,%)



资料来源：华经产业研究院，江海证券研究发展部

图 22、2019-2024 年中国全地形车行业需求量(万辆,%)



资料来源：华经产业研究院，江海证券研究发展部

2024 年，国内全地形车市场规模稳步增长，达到 8.88 亿元。这一成绩不仅反映出国内消费者对全地形车这类动力运动装备需求的逐步释放，也彰显出行业在产品研发、品牌建设和市场拓展方面取得的积极成效，为未来市场规模的进一步扩张奠定了坚实基础。

图 23、2019-2024 年中国全地形车行业市场规模(亿元)



资料来源：华经产业研究院，江海证券研究发展部

3 自主品牌 KAYO 定位国际知名中国品牌，募投项目新增 40 万辆产能

3.1 品牌策略主打自有品牌，KAYO 定位国际知名中国品牌

公司以自有品牌为主，结合少量的贴牌生产模式开展业务。公司根据主要客群特点和使用场景持续进行原创性产品设计开发，秉持轻量化与高强度相结合的产品设计理念，实现产品安全可靠性及操控性能的平衡。经过多年的渠道拓展和品牌建设，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。2020 年至 2022 年，公司自有品牌产品销售额从 21,565.50 万元增长到 37,479.18 万元，占比从 70.39% 提升至 92.82%。

公司成立于 2004 年 3 月，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，是国内具有较强竞争力的动力运动装备专业制造商之一。公司秉持轻量化与高强度相结合的产品设计理念、兼顾安全可靠性能及高性价比的平衡，得到了全球细分市场用户的认可，树立了良好的品牌形象。公司多次获得中国汽车摩托车运动突出贡献奖、浙江省休闲运动车行业协会赛事突出贡献奖、浙江省休闲运动车行业协会优秀会员企业等荣誉，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 24、公司部分获奖图片



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

3.2 专注非道路越野车生产，盈利能力略低于头部企业

公司自成立以来即专注于非道路越野车的生产，专业化程度较高，公司两大类主要产品所处行业的主要企业情况如下：

表 2、同行业可比公司

证券代码	证券名称	公司简介	主营产品名称
603129.SH	春风动力	浙江春风动力股份有限公司的主营业务是全地形车、摩托车及休闲运动装备等产品的研发、生产和销售。公司的主要产品是全地形车、中大排量摩托车、电动两轮车。公司构建了完善的产品设计与技术研发体系，在行业内保持显著领先优势，先后获得“国家企业技术中心”、“国家级高新技术企业”及“国家级工业设计中心”等权威资质认定，同时也获评为浙江省企业研究院、浙江省企业技术中心及浙江省级高新技术企业研究开发中心。	全地形车、中大排量摩托车、电动两轮车
301345.SZ	涛涛车业	浙江涛涛车业股份有限公司的主营业务是全地形车、电动高尔夫球车、电动滑板车、电动平衡车、电动自行车及其配件、用品的研发、生产和销售。公司的主要产品是电动高尔夫球车、电动自行车、电动滑板车、电动平衡车、全地形车、越野摩托车。截至目前，公司拥有专利 491 项，其中：境内专利 340 项（发明专利 19 项、实用新型专利 116 项、外观专利 205 项），境外专利 151 项（发明专利 2 项，外观专利 149 项）。	电动高尔夫球车、电动自行车、电动滑板车、电动平衡车、全地形车、越野摩托车
000913.SZ	钱江摩托	浙江钱江摩托股份有限公司的主营业务是高性能摩托车核心技术研发、制造、销售及服务。公司的主要产品是摩托车整车及电动自行车、摩托车零部件及配件、分立器件封装及测试。	摩托车整车及电动自行车、摩托车零部件及配件、分立器件封装及测试
603766.SH	隆鑫通用	隆鑫通用动力股份有限公司的主营业务是摩托车及发动机、通用机械产品、商用发电机组、低速四轮电动车、高端零部件、无人直升机等。公司的主要产品是两轮摩托车、三轮摩托车、摩托车发动机、全地形车、通用机械。公司拥有国家认定/可的“企业技术中心”、“国家级工业设计中心”、“国家认可实验室”（摩托车及通机）、“国家知识产权示范企业”等称号。	两轮摩托车、三轮摩托车、摩托车发动机、全地形车、通用机械

834058.BJ	华洋赛车	浙江华洋赛车股份有限公司的主营业务是非道路越野运动摩托车的研发、生产和销售。公司的主要产品是两轮摩托车、全地形车、其他。	两轮摩托车、全地形车、其他
-----------	------	--	---------------

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

截止到 2024 年底，在可比公司中，公司营业收入排名第 5，净利润排名第 5，毛利率排名第 4，净利率排名第 3。

图 25、公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）

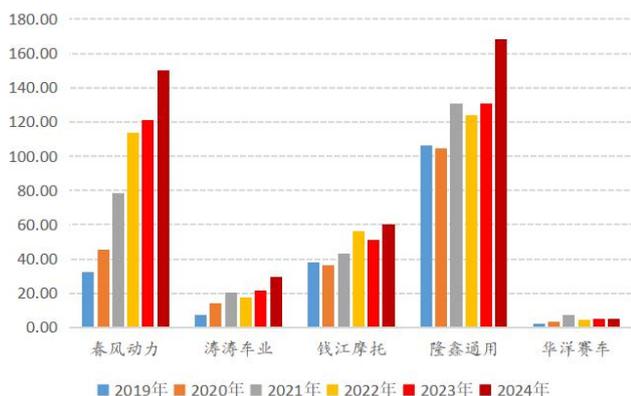
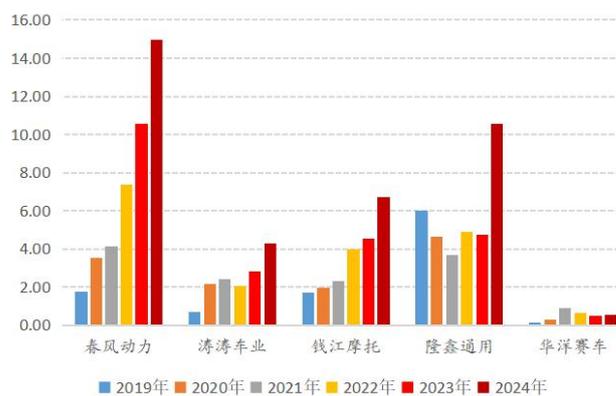
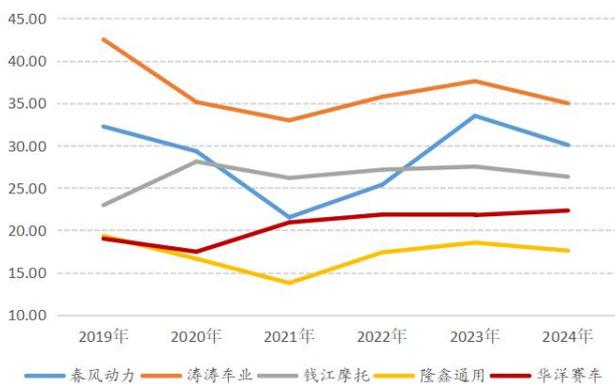


图 26、公司及可比公司历年净利润（亿元，%）



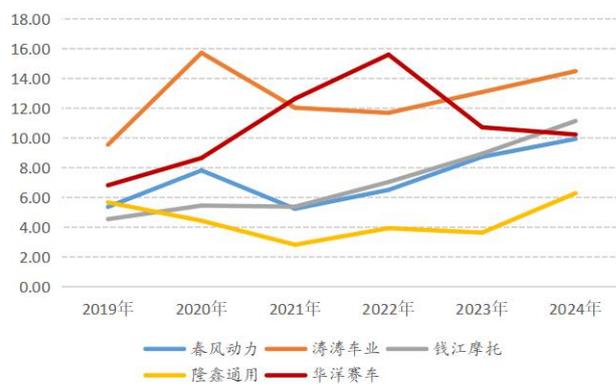
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 27、公司及可比公司历年毛利率（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 28、公司及可比公司历年净利率（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

公司毛利率低于涛涛车业、春风动力和钱江摩托，主要系销售模式和产
品排量差异。

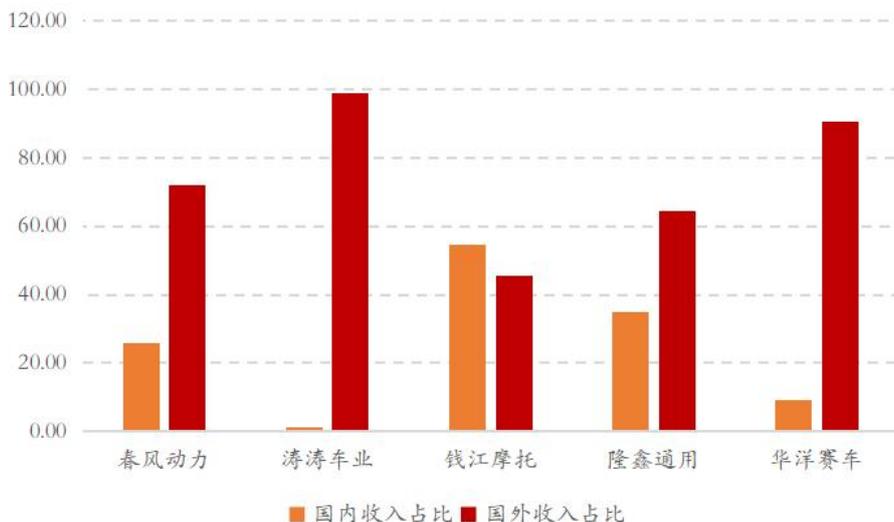
涛涛车业的摩托车和全地形车的毛利率明显高于公司，主要系受到涛涛
车业仓储式销售模式及销售品类的影响。涛涛车业主要从事全地形车、两轮
摩托车以及电动滑板车、电动平衡车及部分配件的研发、生产和销售，与公
司的产品较为接近。涛涛车业在美国、加拿大市场主要通过自有网站、第三
方网站（如亚马逊）和沃尔玛等平台直接销售给终端消费者，该两个市场销

售占比 70%以上，其向消费者直接销售的定价中考虑海运费、关税、运营费用如广告宣传费、促销费、平台服务费、仓储费运输费等因素，销售定价较高，毛利率相对较高。

春风动力的毛利率高于本公司，主要系春风动力产品类型以大排量为主及北美地区仓储式销售模式的影响。春风动力主要从事以发动机为核心的全地形车、摩托车、后市场用品等研发、生产和销售，但春风动力的产品主要以大排量为主，产品主要包括 400CC 至 1000CC 排量段四轮全地形车、125CC-1250CC 休闲、玩乐类摩托车等，毛利率较高。除此之外，春风动力在美国市场通过子公司直接销售至美国经销商及终端消费者，销售定价中考虑运费、关税、运营费用等因素，毛利率相对较高。

钱江摩托毛利率高于公司，主要系钱江摩托大排量摩托销量占比较高和增速较快。钱江摩托自 2005 年收购百年意大利摩企 Benelli，潜心研发大排量运动、娱乐车辆，凭借深厚的品牌底蕴和持续不懈的投入，企业形成了全系列大排量摩托车优秀的原创设计、正向研发、严谨制造和严苛品控能力，产品经市场验证，为广大摩托车爱好者及行业认同，大于 250cc 排量产品连续十三年居中国市占率第一。凭借深厚的底蕴和持续创新，产品获得国际市场的认同，公司与 Harley Davidson 等全球领先企业建立了深度战略合作，在大排量产品上不断提升，大排量车辆已成为公司利润的主要来源。2024 年钱江摩托共销售车辆 47.99 万辆，同比增长 13.43%，其中，燃油摩托车销售约 44.54 万辆，总量同比增长 13.5%，大排量摩托车(排量 > 250cc，下同)销售约 18.20 万辆，同比增长 32.25%；小排量摩托车(排量 ≤ 250cc，下同)销售约 26.34 万辆，同比增长约 4.65%。

图 29、公司及可比公司 2024 年国内外收入占比情况对比 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

3.3 募投项目新增 40 万辆产能，达产后年均新增利润超亿元

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。本次募投项目建设完成后，预计达产后年均营业收入 211,000.00 万元，达产后年均新增折旧、摊销金额 2,119.48 万元，占项目达产后预计年新增营业收入的比例约为 1.01%。如果本次项目建设达产后的收入达到预期规模，扣除新增折旧、摊销金额后，预计年均新增净利润 12,931.45 万元。

表 3、募集资金金额及投向

项目名称	总投资规模 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	建设期
运动摩托车智能制造项目	33,781.64	33,781.64	3 年
研发中心建设项目	9,300.68	9,300.68	3 年
补充流动资金	5,000.00	5,000.00	——
合计	48,082.32	48,082.32	——

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

4 盈利预测及估值

4.1 公司收入利润增长的主要逻辑

公司 2025-2027 年各业务毛利率预测：公司主营产品领域属于新兴的动力运动装备领域，随着全球不同国家和地区的消费者生活水平的不断提高，同时对此类新兴消费产品的认知的不断提升，会有更多国家的消费者逐渐接受此类运动产品，而且随着互联网的传播效应此项运动会逐渐风靡。我们预计两轮摩托车和全地形车 2025-2027 年的毛利率有望维持稳定，分别为 22.95%、22.95%、22.95%和 20.81%、20.81%、20.81%。

(1) 两轮摩托车：公司的产品销往俄罗斯、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，公司预计后期会在众多新兴市场有可能形成突破，我们预计该业务 2025-2027 年的营业收入分别为 468.52、585.65、702.78 百万元；同比增速分别为 35.00%、25.00%、20.00%。

(2) 全地形车：我们预计该业务 2025-2027 年的营业收入分别为 220.41、275.51、330.61 百万元；同比增速分别为 35.00%、25.00%、20.00%。

(3) 其他：我们预计该业务 2025-2027 年的营业收入分别为 15.84、15.05、14.29 百万元；同比增速分别为-5.00%、-5.00%、-5.00%。

表 4、销售收入结构预测

业务	项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总计	营业收入 (百万元)	478.80	526.99	704.76	876.20	1047.68
	YOY	12.95%	10.06%	33.73%	24.33%	19.57%
	营业成本 (百万元)	374.46	409.36	547.57	680.84	814.15
	毛利率 (%)	21.79%	22.32%	22.31%	22.30%	22.29%
两轮摩托车	营业收入 (百万元)	301.11	347.05	468.52	585.65	702.78
	YOY	37.25%	15.26%	35.00%	25.00%	20.00%
	营业成本 (百万元)	234.05	267.40	360.99	451.24	541.49
	毛利率 (%)	22.27%	22.95%	22.95%	22.95%	22.95%
全地形车	营业收入 (百万元)	157.92	163.26	220.41	275.51	330.61
	YOY	-14.36%	3.38%	35.00%	25.00%	20.00%
	营业成本 (百万元)	125.68	129.28	174.53	218.16	261.79
	毛利率 (%)	20.42%	20.81%	20.81%	20.81%	20.81%
其他	营业收入 (百万元)	19.77	16.67	15.84	15.05	14.29
	YOY	0.00%	-15.66%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	营业成本 (百万元)	14.74	12.68	12.04	11.44	10.87
	毛利率 (%)	25.43%	23.95%	23.95%	23.95%	23.95%

资料来源：聚源，江海证券研究发展部

4.2 估值及建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 7.05/8.76/10.48 亿元，同比增速分别为 33.73%、24.33%、19.57%，归母净利润分别为 0.72/0.86/1.01 亿元，同比增速分别为 27.76%、20.10%、17.61%，对应的 EPS 分别为 1.28/1.54/1.81 元，对应当前股价（2025 年 8 月 5 日）的 PE 分别为 27.35X/22.77X/19.36X。结合对标公司的估值以及我们对华洋赛车的分析，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5、可比公司估值

证券代码	证券名称	EPS (元)				PE (倍)			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603129.SH	春风动力	9.74	11.69	14.47	17.57	23.51	19.37	15.65	12.92
301345.SZ	涛涛车业	3.96	5.53	6.95	8.90	38.47	27.65	21.98	17.16
000913.SZ	钱江摩托	1.29	1.54	1.82	2.05	12.85	10.70	9.06	8.07
603766.SH	隆鑫通用	0.55	0.90	1.09	1.30	22.20	13.42	11.09	9.32
算数平均值						24.26	17.78	14.45	11.87
834058.BJ	华洋赛车	1.00	1.28	1.54	1.81	34.94	27.35	22.77	19.36

资料来源：iFind，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于 iFind 一致预期）

5 风险提示

人民币兑美元汇率波动风险。公司产品销售以外销为主，2024 年出口业务营业收入占全部营业收入的 90.72%。其中，欧洲、南美、以俄罗斯为代表的远东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。

宏观经济波动风险。2024 年受全球经济政治环境的不稳定，地区冲突、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。

新业务及产品拓展不及预期的风险。基于多年积累的市场和技术优势，公司在巩固和强化中小排量越野运动车辆市场地位的基础上，正积极布局大排量、UTV 以及电动越野车等新产品系列的开发，同时积极筹备进入道路车辆市场，逐步往全品类休闲摩托领域拓展，进一步提升市场份额及核心竞争力。目前新产品的开发虽已取得一定进展，但尚未形成规模销售，未来能否顺利开拓新产品且形成规模效应仍存在不确定性风险。

市场竞争加剧的风险。随着公司对欧美等海外市场开拓力度的加大，公

司逐步在海外越野摩托车领域成为主流品牌，并与本田、雅马哈、KTM、川琦、北极星等国际知名品牌形成正面竞争。同行业国际知名企业技术和资金实力雄厚，在国内外全地形车及摩托车市场甚至整个动力运动设备行业均具有较强竞争力，公司在品牌影响力、业务规模、研发设计水平等方面与国际知名企业相比仍存在差距。公司如果不能及时把握市场需求变化，提升产品创新能力和售后服务质量，有效加大市场开拓力度，可能难以维持和提高目前的市场竞争优势，进而对公司的竞争地位、市场份额和利润实现造成不利影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	366	443	542	694	792
现金	180	151	201	250	299
应收票据及应收账款	115	106	190	177	262
其他应收款	0	4	2	5	3
预付账款	1	5	3	7	5
存货	62	172	141	248	217
其他流动资产	8	5	5	5	5
非流动资产	205	231	266	301	338
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	84	85	126	162	198
无形资产	35	37	41	46	52
其他非流动资产	86	109	99	93	88
资产总计	571	674	808	995	1130
流动负债	203	302	403	542	616
短期借款	38	47	98	172	195
应付票据及应付账款	142	209	260	324	375
其他流动负债	23	46	45	47	46
非流动负债	10	25	24	22	20
长期借款	0	11	9	7	5
其他非流动负债	10	15	15	15	15
负债合计	213	328	427	564	636
少数股东权益	0	1	-2	-5	-9
股本	56	56	56	56	56
资本公积	197	199	199	199	199
留存收益	105	91	119	153	192
归属母公司股东权益	358	345	383	436	504
负债和股东权益	571	674	808	995	1130

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-3	55	72	51	108
净利润	51	54	69	83	97
折旧摊销	7	8	8	11	14
财务费用	-2	-6	-5	-4	-4
投资损失	-0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-66	-5	-0	-40	-1
其他经营现金流	7	4	2	2	3
投资活动现金流	-102	-26	-42	-45	-51
资本支出	72	55	42	46	51
长期投资	-30	30	0	0	0
其他投资现金流	0	-2	1	1	1
筹资活动现金流	161	-48	-30	-31	-31
短期借款	10	9	51	74	23
长期借款	-1	11	-2	-2	-2
普通股增加	14	0	0	0	0
资本公积增加	194	1	0	0	0
其他筹资现金流	-56	-70	-79	-103	-52
现金净增加额	56	-16	0	-25	26

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	479	527	705	876	1048
营业成本	374	409	548	681	814
营业税金及附加	4	4	5	7	8
销售费用	10	13	18	22	26
管理费用	21	25	33	41	49
研发费用	17	23	30	38	45
财务费用	-2	-6	-5	-4	-4
资产和信用减值损失	-4	-1	-2	-2	-3
其他收益	7	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	57	61	78	93	110
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	58	61	78	94	110
所得税	6	7	9	11	13
净利润	51	54	69	83	97
少数股东损益	0	-2	-3	-3	-4
归属母公司净利润	51	56	72	86	101
EBITDA	62	68	85	106	127
EPS (元)	0.91	1.00	1.28	1.54	1.81

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.0	10.1	33.7	24.3	19.6
营业利润(%)	-23.4	6.0	27.9	20.2	17.7
归属于母公司净利润(%)	-22.4	9.4	27.8	20.1	17.6
获利能力					
毛利率(%)	21.8	22.3	22.3	22.3	22.3
净利率(%)	10.7	10.2	9.8	9.4	9.3
ROE(%)	14.3	15.6	18.1	19.2	19.7
ROIC(%)	12.2	12.5	13.6	13.4	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	37.3	48.6	52.8	56.7	56.2
净负债比率(%)	-36.9	-22.4	-20.9	-13.1	-17.0
流动比率	1.8	1.5	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.5	0.9	1.0	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	5.7	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	8.7	7.5	7.5	7.5	7.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.00	1.28	1.54	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.98	1.29	0.91	1.92
每股净资产(最新摊薄)	6.38	6.15	6.83	7.77	8.99
估值比率					
P/E	38.2	34.9	27.4	22.8	19.4
P/B	5.5	5.7	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	29.3	27.8	22.0	17.9	14.7

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张诗瑶

从业经历：本科毕业于英国谢菲尔德大学，硕士毕业于英国伦敦大学皇家霍洛威学院；拥有近 5 年的证券从业经历，曾先后就职于光大证券和广发证券，对宏观经济政策以及机械行业具有丰富的研究经验。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究报告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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。