

华洋赛车 (834058.BJ)

2025 年 09 月 26 日

投资评级：增持（维持）

品牌文化为核加速驶入海外，布局能源摩托车创新突围全球赛道

——北交所公司深度报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/9/24
当前股价(元)	38.03
一年最高最低(元)	58.00/16.21
总市值(亿元)	21.33
流通市值(亿元)	10.48
总股本(亿股)	0.56
流通股本(亿股)	0.28
近 3 个月换手率(%)	353.9

北交所研究团队

● 公司概况：自主创新驱动成长，华洋赛车加速出海新征程

华洋赛车作为拥有 20 年自主研发生产经验的专业动力运动装备制造商，已建立起以两轮越野摩托车和全地形车为核心的产品体系，形成了稳定的国际化业务格局。公司近两年保持 90%左右的外销占比，同时实现国内各省份全覆盖。2024 实现营收 5.3 亿元同比+10.06%，主要原因为俄罗斯客户收入同比增长；归母净利润 5,614.33 万元同比+9%。2025 年半年报营业收入 4.30 亿元，同比增长 66.05%。归母净利润 3,673.31 万元，同比增长 15.79%。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年华洋赛车实现归母净利润 0.75/0.95/1.07 亿元，对应 EPS 为 1.34/1.69/1.91 元，当前股价对应 PE 为 30.0/23.8/21.0X。考虑到华洋赛车持续布局一带一路市场，同时有望在新能源科技领域取得创新性成果，我们维持“增持”评级。

● 行业趋势：全球化下的越野摩托车市场规模预计在 2034 年达 223.6 亿美元

在全球化和体育产业蓬勃发展的双重推动下，越野摩托车市场和全地形车迎来新的增长机遇。随着竞速体育关注度持续攀升，推动全球及区域市场需求同步增长。预计越野摩托车市场将以 7.30%的年复合增长率持续扩张，到 2034 年规模有望达到 223.6 亿美元。全地形车市场，以北美市场为例，2025 年市场规模预计为 109.6 亿美元，预计市场 2025-2030 年的年复合增长率预计为 7.64%，至 2030 年市场规模或达 158.3 亿美元。

● 公司看点：华洋赛车产能与创新双提高，区域市场竞争力较高

华洋赛车在海内外构建了拥有自身品牌影响力的发展模式。（1）通过不断扩大与优化产能，2024 年做到了产能与研发双提升。（2）打造了较高的产品性价比，与同规格的畅销产品下，华洋的价格仅有其一半。（3）抓住了俄罗斯市场机遇，华洋赛车同时不断的积极组建越野摩托车爱好者线下集会，参加大型摩托车展会，赞助培养车队。打造了属于自身的“KAYO”文化圈。增加了客户对品牌的认同度。

● 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。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	479	527	744	954	1,088
YOY(%)	13.0	10.1	41.1	28.3	14.0
归母净利润(百万元)	51	56	75	95	107
YOY(%)	-22.4	9.4	34.0	26.1	13.1
毛利率(%)	21.8	22.3	22.0	21.3	20.2
净利率(%)	10.7	10.7	10.1	9.9	9.9
ROE(%)	14.3	15.6	19.2	19.4	17.9
EPS(摊薄/元)	0.91	1.00	1.34	1.69	1.91
P/E(倍)	44.0	40.2	30.0	23.8	21.0
P/B(倍)	6.3	6.5	5.8	4.7	3.8

数据来源：Wind，开源证券研究所

相关研究报告

《并购峻驰摩托车协同效应显现，国际化提速驱动 2025H1 营收+66.05%—北交所信息更新》-2025.8.29

《双品牌+新能源拓赛道，2025Q1 营收+264%归母净利润+162%—北交所信息更新》-2025.5.31

《拓展新能源、摩托制造方向，Kayo 持续挖掘远东市场潜力—北交所信息更新》-2025.3.8

目 录

1、 华洋赛车深耕行业 25 年，两大业务着重于海外市场.....	4
1.1、 公司核心产品涵盖专业级非道路两轮越野摩托车与全地形车两大品类.....	5
1.2、 2024 年营业收入 5.3 亿元，归母净利润 5,614.33 万元，.....	6
2、 越野摩托车区域市场潜力较高，全地形车产品结构差异化.....	8
2.1、 越野摩托车的全球市场预计在 2034 年达到 223.6 亿美元.....	8
2.2、 俄罗斯和北美越野摩托车市场增长率较高.....	9
2.3、 越野摩托车赛道商业环境健康，适合中小型企业发展.....	9
2.4、 全地形车赛道市场逐年波动上升，产品结构机遇较多.....	10
2.5、 全地形车赛道企业竞争相比越野摩托车，竞争难度较高.....	11
3、 华洋赛车产能与创新双提高，区域市场竞争力较高.....	11
3.1、 海内外赛事推广品牌文化，打造品牌影响力.....	11
3.2、 2024 年产能与创新研发能力同步提高.....	13
3.3、 产品性价比较高，外观更吸引年轻一代客户.....	13
3.4、 华洋近年来重点侧重于俄罗斯市场.....	14
3.5、 华洋赛车品牌定位侧重于大众化消费品.....	16
4、 预计 2025-2027 PE 30.0/23.8/21.0 倍，维持“增持”评级.....	17
5、 风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

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.....	5
图 3： 2024 年营业收入 5.3 亿元.....	6
图 4： 2024 年归母净利润 5,614.33 万元.....	6
图 5： 华洋境外营收占主要营收来源.....	7
图 6： 2024 年境外营收占总营收 91%.....	7
图 7： 2024 年二轮摩托车业务创收 34,705 万元（单位：万元）.....	7
图 8： 2024 年二轮摩托车业务毛利率升至 22.95%（单位：%）.....	7
图 9： 2024 年公司研发投入 2270.88 万元.....	8
图 10： 截至 2024 年，共有 91 项专利.....	8
图 11： 全球越野摩托车市场规模预计在 2034 年达到 223.6 亿美元.....	8
图 12： 全球越野摩托车市场北美及俄罗斯呈现高增长状态.....	9
图 13： 本田、KTM 和雅马哈合计占据超过 35% 的市场份额.....	10
图 14： 越野摩托车市场处于中等的市场集中度.....	10
图 15： 全球全地形车销量呈现逐年波动上升趋势.....	10
图 16： 全球全地形车市场 UTV 市场份额逐步扩大.....	11
图 17： 北美全市场预计在 2030 年达到 158.3 亿美元.....	11
图 18： 北美全地形车市场处于较高的市场集中度.....	11
图 19： 经销商宣布即将举办 KAYO 青少年锦标赛.....	12
图 20： KAYO MiniGP MR125 青少年锦标赛.....	12
图 21： 2024 年 3 月 11 日公司智能制造项目主体顺利结项.....	13

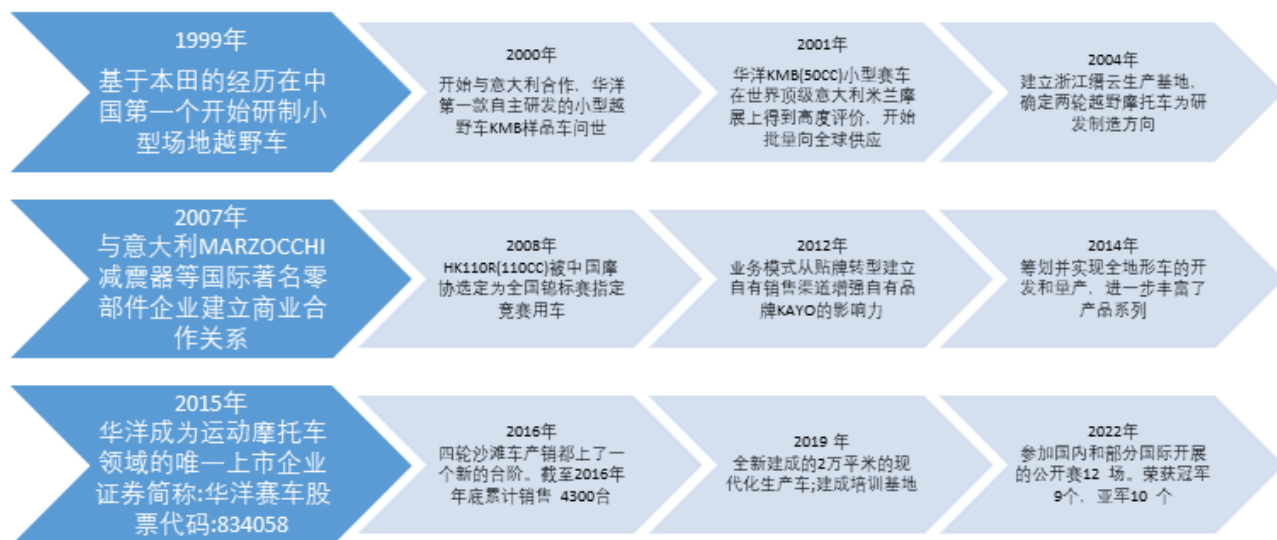
图 22: Kayo (华洋赛车) K6 EFI	14
图 23: KTM 2025 KTM 250 SX-F	14
图 24: 华洋赛车俄罗斯赛车团队	16
图 25: 华洋赛车俄罗斯测评团队	16
图 26: 华洋赛车主要以中端消费产品为主.....	17
图 27: 春风动力主要以高端消费品和公务车为主.....	17
表 1: 公司产品主要包括两轮越野摩托车和全地形车两大类动力运动装备生产	5
表 2: 华洋赛车国内历年来赛事	11
表 3: 华洋赛车在与 KTM 同规格产品的对比下, 有着明显的价格优势	13
表 4: 华洋赛车历年来前五大客户	14
表 5: 2024 年 1-12 月我国摩托车出口按地区情况	15
表 6: 华洋赛车 2024 年在俄罗斯共举办, 参加了 11 场线下活动	15
表 7: 可比公司 2024PE 均值为 35.29X.....	17

1、华洋赛车深耕行业 25 年，两大业务着重于海外市场

华洋赛车是一家专业从事非道路越野车自主研发、生产和销售的高新技术企业。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，主要应用于专业场地及山路林地等场景的运动竞技，郊野、公园、自家庭院等休闲娱乐，以及户外特种作业等多个领域。

作为中国动力运动装备领域的先行者，公司的创始团队早在 1999 年便开启行业破冰之旅—成功组建国内首个专业越野运动摩托车研发团队。2004 年公司完成战略转型，正式成立浙江华洋赛车股份有限公司，构建起涵盖研发设计、智能制造到全球营销的完整产业价值链。经过二十余年技术沉淀，公司已形成差异化产品矩阵：Pit Bike（青少年训练车）、Dirt Bike（专业竞技车）、Mini GP（赛道入门车）、ATV（多功能地形车）、SSV（社交型全地形车）五大战略品类，构建起覆盖全场景、全年龄段用户的立体化产品生态。

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

华洋赛车全球化布局成效显著，业务网络已覆盖北美洲、欧洲、南美洲及大洋洲等 60 余个国家和地区。旗下自主品牌 KAYO 通过专业化渠道建设，在美国、俄罗斯等国家青少年越野市场形成竞争优势，产品进驻欧美专业运动装备零售终端。公司构建了由近百家经销商组成的全球销售体系，终端网点超千个。

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：华洋赛车招股说明书

1.1、公司核心产品涵盖专业级非道路两轮越野摩托车与全地形车两大品类

华洋赛车专注动力运动装备领域，核心产品涵盖专业级非道路两轮越野摩托车（排量 $\geq 50\text{CC}$ ）与全地形车两大品类，形成 Pit Bike（青少年越野）、Dirt Bike（专业竞技）、Mini GP（赛道训练）、ATV（多地形作业）、SSV（社交载具）五大产品矩阵，通过差异化技术布局切入休闲竞技、户外探险等多元场景，构筑起全场景运动生态体系。

表1：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生产

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。

MINIGP



AY70

A300



AU150

AU200



S200

S70



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。

全地形车

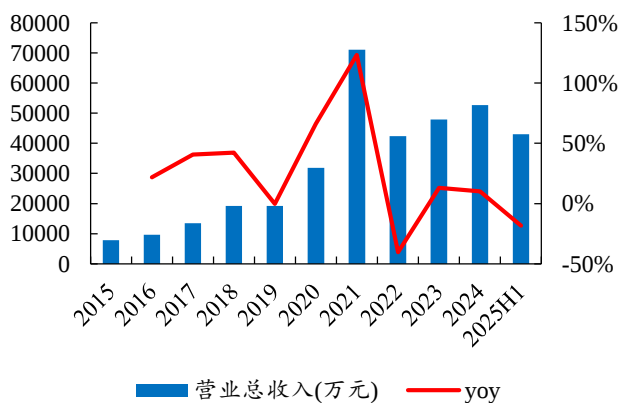
SSV 由 UTV 演变而来，是一种装备前向乘坐式座椅及封闭或半封闭驾驶室，通过方向盘控制方向的底盘式全地形车。SSV 强化了安全防护，更加注重专业竞技性能，应用于越野竞技和休闲娱乐等。

资料来源：华洋赛车招股说明书、开源证券研究所

1.2、2024 年营业收入 5.3 亿元，归母净利润 5,614.33 万元，

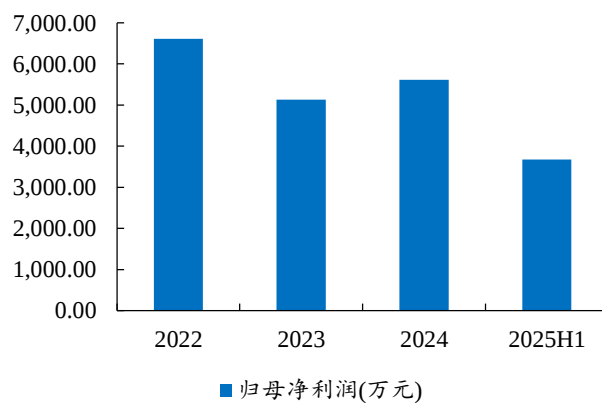
2022-2024 营收 CAGR 为 11.50%，2024 年营业收入 5.3 亿元，同比增加 10.06%，归母净利润 5,614.33 万元，同比增加 9.43%。2025 年半年报营业收入 43,001.81 万元，同比增长 66.05%。归母净利润 3,673.31 万元，同比增长 15.79%。

图3：2024 年营业收入 5.3 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

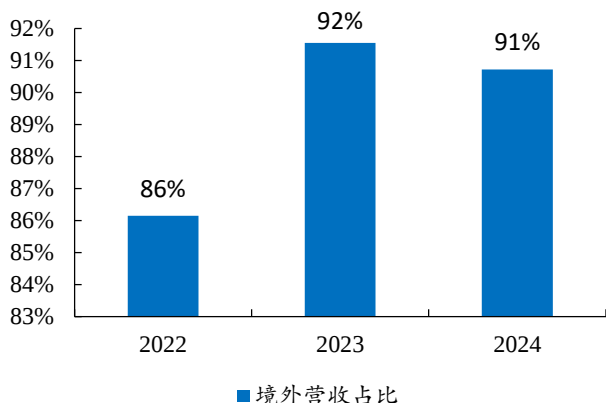
图4：2024 年归母净利润 5,614.33 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

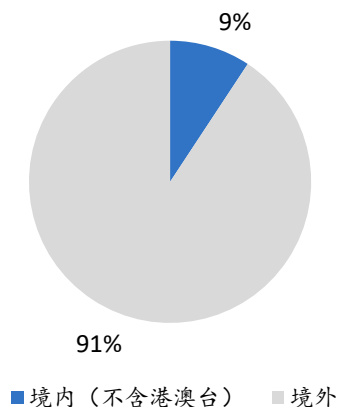
公司市场主要分为境内市场和境外市场两大区域。2024 年境外区域的收入占比达 91%，是公司的主要营收来源。公司结合不同区域市场特点采用不同的销售方式，在境内板块公司采用线上、线下结合的销售模式，除了线下渠道的拓展外还在很早就采用电商销售直销方式作为补充。境外板块主要是以选择所在国家当地资深的营销商合作的方式。其中公司近年来重点开拓俄罗斯及新兴市场区域，不断加强新产品的研发及投放，俄罗斯区域销售收入较取得一定程度增长。

图5：华洋境外营收占主要营收来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

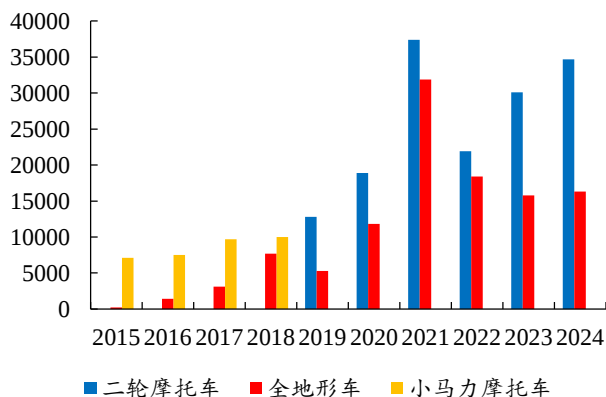
图6：2024 年境外营收占总营收 91%



数据来源：Wind、开源证券研究所

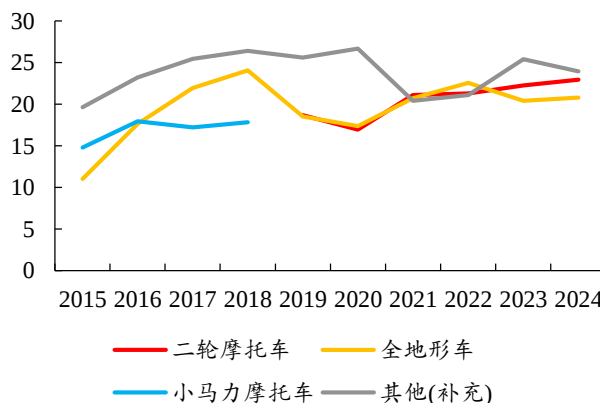
在地缘格局演变背景下，公司战略性把握俄罗斯市场供给缺口机遇，依托多年品牌积淀与精准产品适配能力实现市场快速渗透：（1）产品突破方面，二轮摩托车业务 2024 年实现营收 3.47 亿元（同比+15%）。（2）战略布局维度，重点加强“一带一路”沿线市场的建设；（3）品质提升成效，研发投入转化推动二轮产品毛利率从基础线稳步攀升至 22.95%。并持续突破。当前市场拓展动能已形成正向循环，预计 2025 年将延续该增长轨迹。华洋赛车自成立以来一直保持着稳定的毛利率，这主要得益于（1）公司所处的地理位置优势（浙江省丽水市缙云县）。缙云被誉为“中国五金之乡”，拥有完整的五金产业链，涵盖家用五金、工具制造、机械配件等。涛涛车业作为国内主要全地形车制造商，其注册地及主要生产基地设立于缙云县。公司所处地理区位与同业龙头企业形成产业集聚效应，在供应链协同方面具备区位优势。（2）公司的制造水平优势。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。

图7：2024 年二轮摩托车业务创收 34,705 万元（单位：万元）



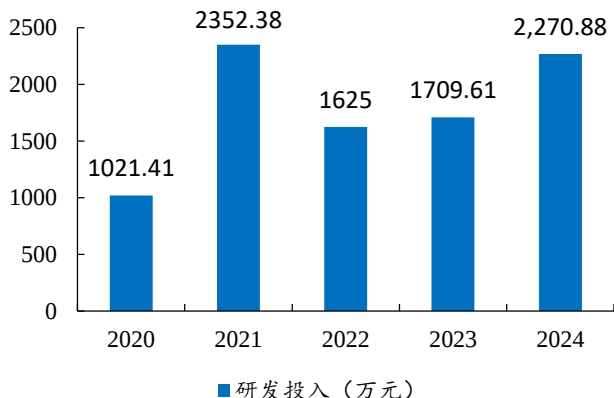
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024 年二轮摩托车业务毛利率升至 22.95%（单位：%）

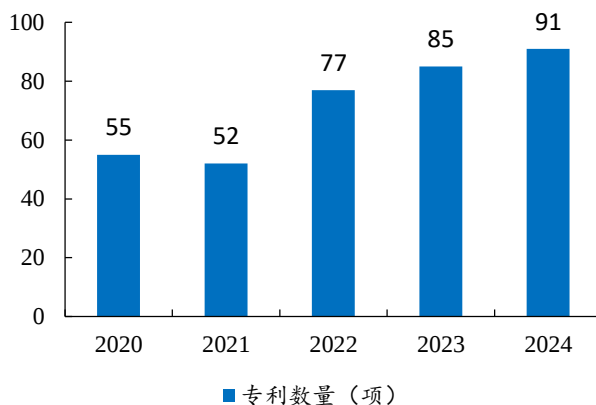


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2020 至 2021 年，研发投入从 1021.41 万元大幅攀升至 2352.38 万元。2022 年起，研发投入回调至 1625 万元，但专利数量逆势增长 63%（达 77 项），2024 年进一步增至 91 项。截至 2024 年，开发人员占总员工人数 19.08%。

图9：2024 年公司研发投入 2270.88 万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：截至 2024 年，共有 91 项专利


数据来源：Wind、开源证券研究所

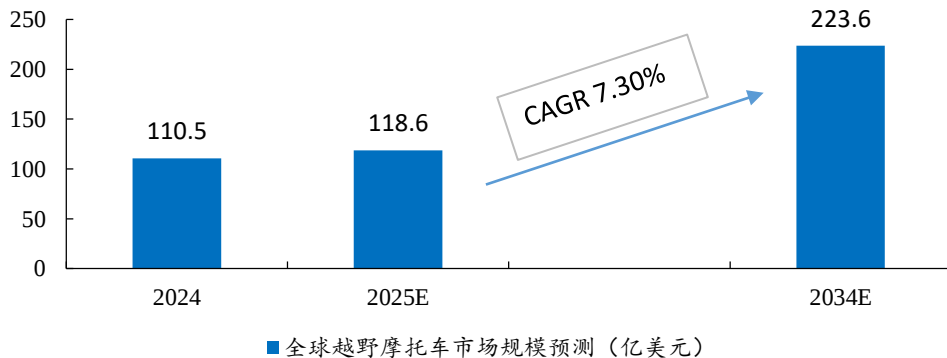
2、越野摩托车区域市场潜力较高，全地形车产品结构差异化

华洋赛车的业务可以主要分为两大板块。1.越野摩托车板块。2.全地形车板块 (ATV/UTV)。其中，越野摩托车的终端用户主要为个人消费者 (C 端为主)。全地形车主要为商用和消费混合型市场。

2.1、越野摩托车的全球市场预计在 2034 年达到 223.6 亿美元

华洋作为同时布局越野摩托车和全地形车的厂商，其产品销量与竞速体育赛事挂钩。近年来，全球竞速运动市场呈现升温态势。以 F1 赛事现场参赛人数来看，国际视野，英国 F1 赛事作为国际竞速体育赛事的代表，现场观赛规模连续九年保持稳定上升趋势。国内视野，上海 F1 赛事也保持了逐年稳定增长的趋势。这些数据印证了竞速体育商业价值的持续性特征。

越野摩托车方面，从市场规模来看，全球越野摩托车市场呈现稳健增长态势。根据 Market Research Future 最新研究数据显示，2024 年全球市场规模已达 110.5 亿美元，2025 年预计增长至 118.6 亿美元。预计在 2025-2034 年内，市场将以 7.30% 的年复合增长率持续扩张，到 2034 年规模有望达到 223.6 亿美元。

图11：全球越野摩托车市场规模预计在 2034 年达到 223.6 亿美元


数据来源：Market research future、开源证券研究所

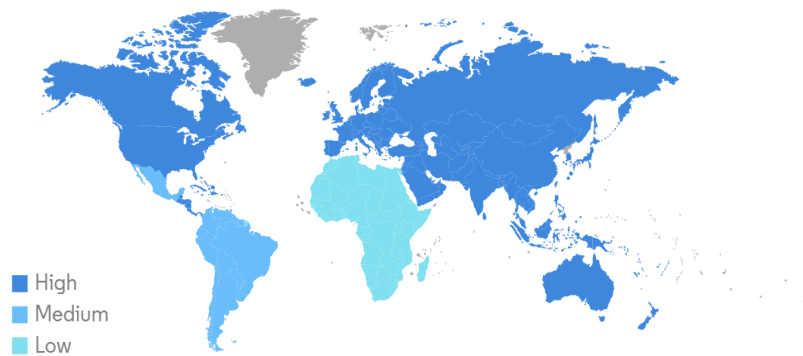
实现 97.1 亿美元的收入。预计收入将继续稳步增长，年增长率（2025-2030 年复合年增长率）为 2.80%。

2.2、俄罗斯和北美越野摩托车市场增长率较高

当前全球越野摩托车市场呈现显著的区域分化特征，其中俄罗斯与北美市场增长速度较快，主要得益于欧美文化的户外运动文化较为发达。同时这两个地区的人均居住面积也为越野摩托车爱好者提供了运动空间，进一步贡献了越野摩托车市场的增长。

图12：全球越野摩托车市场北美及俄罗斯呈现高增长状态

Dirt Bike Market - Growth Rate (%), by Region, (2024 - 2029)



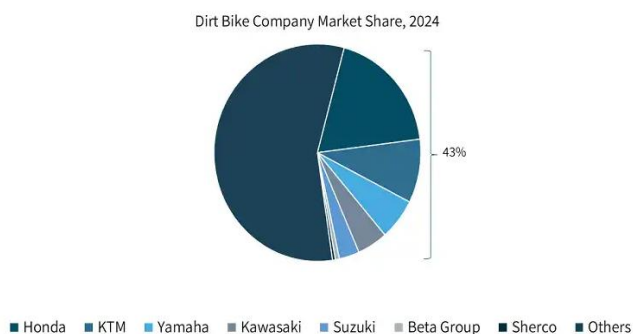
资料来源：Mordor Intelligence

根据 Statista 统计数据显示，2025 年，俄罗斯越野摩托车细分市场预计将产生 3530 万美元的收入。其模型预计，在 2025-2030 年期间，该市场收入年复合增长率或达 17.32%，至 2030 年市场规模可能增长至 7847 万美元。届时，俄罗斯越野摩托车市场的销量预计将达到 9850 辆。

2.3、越野摩托车赛道商业环境健康，适合中小型企业发展

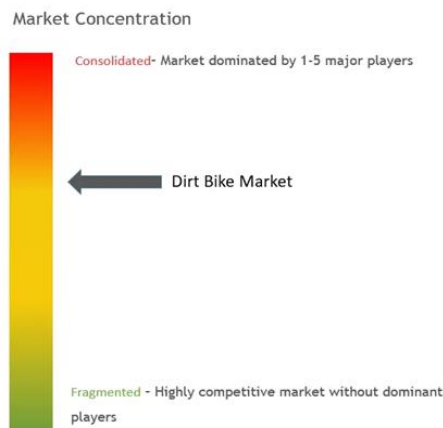
根据 Global Market Insights 和 Mordor Intelligence 研究数据，越野摩托车行业具有显著的市场集中度特征。截至 2024 年，市场份额主要被本田、KTM 和雅马哈这三家龙头企业占据了超过 35% 的市场份额。这种市场结构一方面反映出行业存在较高的技术壁垒和品牌壁垒，对新进入者构成较大挑战；另一方面也为具备差异化竞争优势的中小企业创造了独特的发展机遇。

图13: 本田、KTM 和雅马哈合计占据超过 35% 的市场份额



资料来源: Global Market Insights (注: 数据截至 2024 年)

图14: 越野摩托车市场处于中等的市场集中度

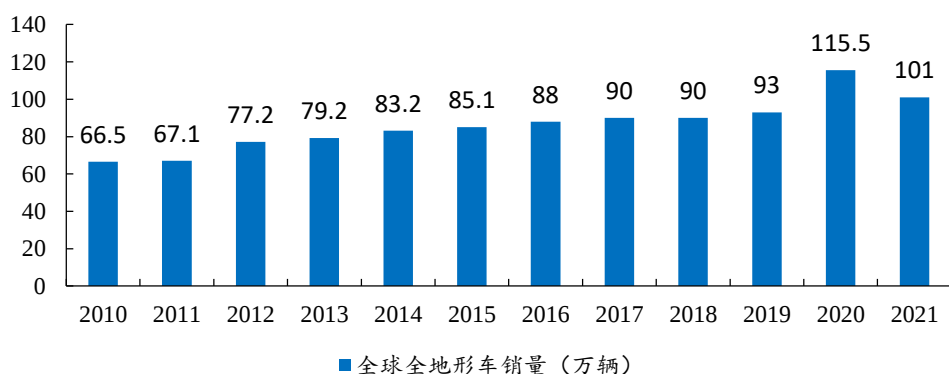


资料来源: Mordor Intelligence

2.4、全地形车赛道市场逐年波动上升，产品结构机遇较多

根据北极星年报数据，2010-2021 年全球全地形车销量整体呈波动上升态势，尤其在 2019-2020 年期间销量增速明显加快，可能受益于疫情后户外休闲需求增长及新兴市场渗透率提升。

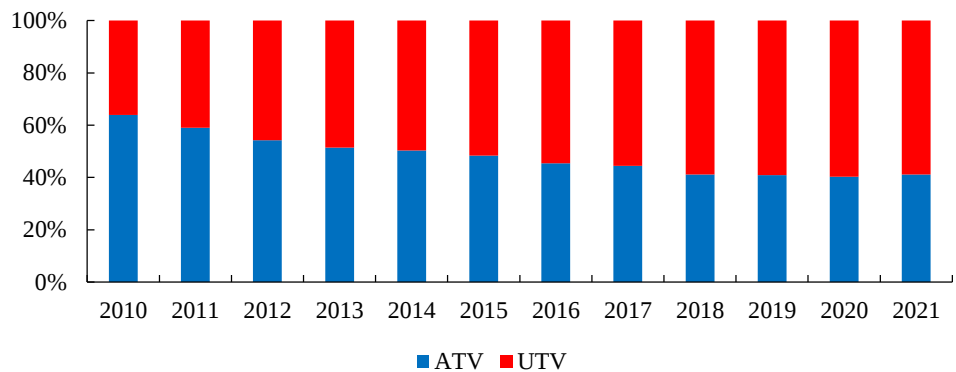
图15: 全球全地形车销量呈现逐年波动上升趋势



数据来源: 北极星公司年报、华洋赛车招股说明书、开源证券研究所

分产品结构看，UTV（多功能全地形车）市场份额持续扩大，逐步超越传统 ATV（全地形四轮摩托）成为主流。

图16：全球全地形车市场 UTV 市场份额逐步扩大



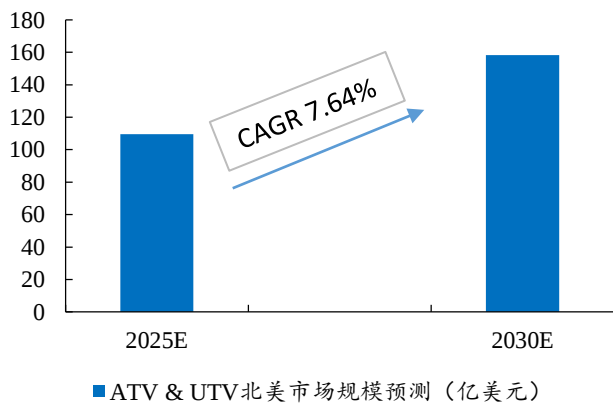
资料来源：北极星公司年报、华洋赛车招股说明书、开源证券研究所

2.5、全地形车赛道企业竞争相比越野摩托车，竞争难度较高

根据 Mordor Intelligence，北美与全球市场呈现差异化发展特征。其中，北美作为核心消费区域，2025 年北美市场规模预计为 109.6 亿美元。该市场 2025-2030 年的年复合增长率预计为 7.64%，至 2030 年市场规模或达 158.3 亿美元。

全地形车市场高度集中（由 1-5 家头部企业主导），反映头部玩家通过技术壁垒与规模效应构筑护城河，中小企业突破难度较大。相比于越野摩托车有着较高的竞争难度。

图17：北美全市场预计在 2030 年达到 158.3 亿美元



数据来源：Mordor Intelligence、开源证券研究所

图18：北美全地形车市场处于较高的市场集中度



资料来源：Mordor Intelligence

3、华洋赛车产能与创新双提高，区域市场竞争力较高

3.1、海内外赛事推广品牌文化，打造品牌影响力

华洋赛车通过“产品研发+赛事运营+文化培育”三位一体战略推动行业发展。公司深度参与国内外专业赛事，赞助职业车队并开展青少年培训，同时构建骑行社群传播摩托文化，正从制造商转型为行业生态引领者。

表2：华洋赛车国内历年来赛事

序号	赛事名称	组别	所获奖项	赛事时间
----	------	----	------	------

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：华洋赛车招股说明书、开源证券研究所

同时，华洋也在积极布局海外赛事，海外赛事主要以场地赛为主，通过车队的国际参赛经历，让 KAYO（华洋赛车）品牌在全球舞台上崭露头角。在美国市场，早在 2017 年，其美国经销商 SV Racing Parts 曾主办 KAYO MiniGP MR125 青少年锦标赛，系列赛在 2017 年赛季于南加州、北加州和亚利桑那州举办了 10~12 站比赛，参赛选手（年龄 10~14 岁）全部使用 KAYO MR125 迷你 GP 赛车，最终根据积分决出年度冠军。该赛事的举办登上了权威摩托车媒体的报道，标志着 KAYO 品牌在美国青少年赛道赛事中的一次重要亮相。

图19：经销商宣布即将举办 KAYO 青少年锦标赛



资料来源：Racing World

图20：KAYO MiniGP MR125 青少年锦标赛



资料来源：Racing World

华洋之所以选择采用赛事推广文化的发展策略，主要基于两个核心考虑：第一，塑造品牌。第二，华洋通过借鉴日本老牌赛车品牌在文化输出和赛事运营方面的成功经验，逐步拓展海外市场，实现品牌国际化。例如，本田作为越野摩托车的龙头企业，也曾经采用了利用赛事来打开海外市场这一策略。

3.2、2024 年产能与创新研发能力同步提高

截至 2024 年，华洋赛车上市募投的“运动摩托车智能制造项目”工程进度已达 70%。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。

生产与技术方面：从整体市场布局上，公司一直坚持结合不同市场的特点，本着均衡配置资源的战略，结合去年对两家子公司特别是重庆峻驰摩托的收购，充分发挥峻驰摩托在重庆摩托车制造板块的相关优势，随着“华洋”“峻驰”双品牌战略的不断深入，获得了非常好的市场效果。

1.新能源赛道：华洋赛车在 2024 年 2 季度控股成立了华锐动能科技（丽水）有限公司，这是公司对既有产品的油改电以及新能源产品领域的战略布局的一个重要步骤。公司通过此操作，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，增加公司的收益。2.品类扩张：华洋赛车在 2024 年 3 季度控股了重庆峻驰摩托车有限公司，在短期内快速通过双品牌战略，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，从更长远的发展规划来看，公司将深度整合重庆得天独厚的摩托车制造资源，不断扩大公司在不同产品线的布局，从而提升公司收益。

图21：2024 年 3 月 11 日公司智能制造项目主体顺利结顶



资料来源：华洋赛车公众号

3.3、产品性价比较高，外观更吸引年轻一代客户

从消费者的角度出发，我们对比了华洋赛车与 KTM 的数据，发动机，排量，重量，变速系统，油箱容量，使用成本（维护配件&维护方式）和价格。华洋赛车在相同的产品规格下，售价做到了只有 KTM 的一半。

表3：华洋赛车在与 KTM 同规格产品的对比下，有着明显的价格优势

比较维度	Kayo (华洋) K6 EFI	KTM 2025 KTM 250 SX-F
发动机	四冲程发动机	四冲程发动机
排量(cc)	250	249.9
重量（公斤）	114.31	101
变速系统	6 速	5 速
油箱容量（升）	3.79	7.2

比较维度	Kayo (华洋) K6 EFI	KTM 2025 KTM 250 SX-F
维护配件（美金，空气滤芯为例）	2	136.99
维护方式	支持用户自主拆装	4s 店或经销商维修
价格（美金）	4,999	10,399

资料来源：华洋赛车美国官网、KTM 美国官网、开源证券研究所

外观方面：在外观结构上，华洋与 KTM 同属越野摩托车型，因此在基本架构和车身线条上有一定相似之处。但在具体设计语言上，两者却展现出不同的品牌个性与市场定位。华洋的设计更趋向于“轻奢运动风”，整体风格较为年轻化。这种设计风格明显更贴近年轻一代骑士的审美偏好，更容易吸引首次购车或追求个性表达的用户群体。相比之下，KTM 的外观则延续其一贯的“简洁硬核风”，以橙黑为主色调，辨识度较高。

图22: Kayo (华洋赛车) K6 EFI



资料来源：华洋赛车美国官网

图23: KTM 2025 KTM 250 SX-F



资料来源：KTM 美国官网

3.4、华洋近年来重点侧重于俄罗斯市场

客户角度：自 2023 年以来，由于地缘冲突的原因，华洋抓住部分欧美日的客户离开了俄罗斯市场的契机，及时填补了市场的空白。消费力提升叠加欧美品牌退出，华洋赛车等中国品牌份额快速提升。2024 年俄罗斯市场的销量表现超出预期。（2024 第三季度营业收入+40.69%，主要是俄罗斯客户收入同比增长所致）。

表4：华洋赛车历年来前五大客户

年份	公司名称	销售额占比
2022	PACIFIC RIM（美国）	34%
	SM-MOTORS, LLC（俄罗斯）	25%
	Value Group Enterprises DBA SSR Motorsports（美国）	2%
	CARIBBEAN SPEED LINE FZE（阿拉伯联合酋长国）	2%
	AUTOFANTASY S.R.L.（意大利）	2%
	SM-MOTORS, LLC（俄罗斯）	44%
2023	PACIFIC RIM（美国）	20%
	MPP	3%
	UGUR MOTORLU ARACLAR ANONIM	3%

2024	SIRKETI	
	STOMP DISTRIBUTION LTD（英国）	2%
	SM-MOTORS, LLC（俄罗斯）	49.74%
	PACIFIC RIM INT’ L WEST INC.（美国）	7.53%
	MPP	6.69%
	KMSA Distributors (Pty) Ltd（南非）	1.91%
	STONEGATE INTERNATIONAL	1.83%
	TRADING PTY LTD（澳大利亚）	

数据来源：华洋赛车历年年报、开源证券研究所

关税角度：从关税政策的角度来看，中国与俄罗斯互为最惠国贸易伙伴，意味着中国产品在进入俄罗斯市场时可享受较低的进口关税和较少的贸易壁垒。根据中国摩托车商会数据统计显示，我国 2024 年对于欧洲地区出口摩托车数量达 1,101,257 辆，紧接亚洲，略高于北美洲。这种制度安排为中国摩托车品牌，尤其是如华洋赛车这样的企业，带来了明显的成本优势。与欧美品牌相比，华洋赛车在进入俄罗斯市场时能够以更具竞争力的价格进行定价。

表5：2024 年 1-12 月我国摩托车出口按地区情况

地区名称	出口额（美元）			出口量（辆）		
	2024 年 1-12 月	2023 年 1-12 月	同比(%)	2024 年 1-12 月	2023 年 1-12 月	同比(%)
拉丁美洲	3,462,795,939.00	2,548,577,321.00	35.87	6,035,663	4,434,000	36.12
非洲	1,944,144,528.00	1,620,037,589.00	20.01	3,746,057	3,098,444	20.90
亚洲	1,847,788,379.00	1,614,165,843.00	14.47	3,190,701	2,713,305	17.59
欧洲	1,208,281,445.00	975,112,467.00	23.91	1,101,257	840,849	30.97
北美洲	210,608,675.00	198,024,418.00	6.35	392,250	300,397	30.58
大洋洲	42,228,504.00	30,617,663.00	37.92	32,982	28,175	17.06
总计	8,715,847,470.00	6,986,535,301.00	24.75	14,498,910	11,415,170	27.01

数据来源：中国摩托车商会、开源证券研究所

同时，KAYO（华洋赛车）在俄罗斯地区拥有较高的用户粘性，这不仅源于其产品本身的性能优势，更在于它在当地持续推动摩托文化建设。通过全年规划 11 场线下活动，KAYO（华洋赛车）逐渐在俄罗斯已经形成了高粘性客户的品牌文化，间接提升品牌溢价。也带动了车队周边商品（如联名头盔、服饰）的销量。

表6：华洋赛车 2024 年在俄罗斯共举办，参加了 11 场线下活动

日期	活动类型	活动内容
5 月 17 日	赛事	Akhtem Akhtemov（车手）和 KAYO 摩托车连续第二年在 100% Enduro 比赛的黄金组别中占据榜首。
6 月 8 日	赛事和线下集会	KAYO 邀请越野摩托车爱好者参加莫斯科 Supermoto 锦标赛“KAYO Cup”。
6 月 21 日	赛事和线下集会	KAYO 邀请越野摩托车爱好者参加莫斯科 Supermoto 锦标赛“KAYO Cup”的第二阶段。
8 月 21 日	赛事	KAYO K6 上的 Dmitry Kozhin 在铜牌“Chapay's Way”中获得第一名
9 月 28 日	赛事和线下集会	KAYO 团队参加 SCO 越野摩托车杯，并设有摩托车展览的陈列室供爱好者参观。
9 月 28 日	赛事	俄罗斯国家队举行了交叉赛，9 月 29 日，举行了上海联合体组织的国际比赛“上海合作组织杯”。

日期	活动类型	活动内容
		21 支车队参加了俄罗斯联邦交叉赛，来自欧洲、亚洲、美洲甚至澳大利亚 24 个国家的车手参加了上海合作杯。KAYO 参加了此次赛事。
10 月 12 日	展会	萨拉托夫将成为 2024 年 MOTOR FEST 的吸引汽车和摩托车爱好者的中心。KAYO 参展该展会。
11 月 9 日	展会	克拉斯诺达尔设备展，KAYO 邀请了受欢迎的摩托车博主，并举办了线下活动和爱好者互动。
11 月 10 日	赛事	KAYO 参加了在克拉斯诺达尔的比赛
11 月 17 日	赛事和线下集会	KAYO 邀请参观将于 11 月 17 日在顿河畔罗斯托夫举行的公开耐力赛训练“Don of the Don”。
11 月 29 日	展会和线下集会	11 月 29 日和 30 日，Rolling Moto（罗灵摩托）新旗舰摩托车展厅举办两场展会，KAYO 参展。

资料来源：华洋赛车俄罗斯官网、开源证券研究所

KAYO（华洋赛车）在俄罗斯地区通过组建自己的车队，赞助知名车手和搭建自己的产品测评团队。做到了新产品通过测评团队进行社交媒体营销，老产品通过比赛名次进行传统媒体营销的双营销策略。这使得华洋赛车同时在业余爱好者和专业爱好者间都拥有了品牌影响力，让已经拥有华洋产品的客户进一步加强了品牌认同度，提高了客户粘性。

图24：华洋赛车俄罗斯赛车团队



资料来源：华洋赛车俄罗斯官网

图25：华洋赛车俄罗斯测评团队

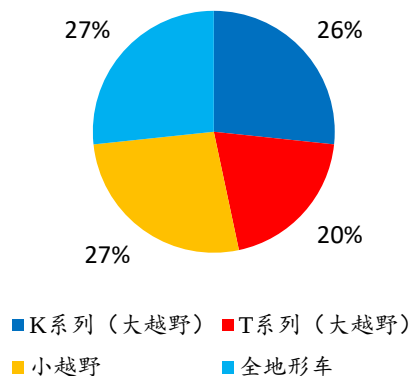


资料来源：华洋赛车俄罗斯官网

3.5、华洋赛车品牌定位侧重于大众化消费品

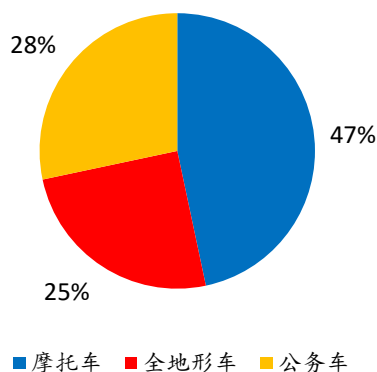
华洋赛车在国内的主要对标企业春风动力，春风动力主要做中大排量产品，用于森林防火、巡逻等功能性工作，单价高、附加值高，面对的市场需求相对固定。产品价格带主要在 3 万到 5 万区间。华洋赛车属于消费休闲娱乐领域，产品与目标市场的经济、消费者经济能力关联度高。产品价格带主要在 1 万到 3 万的价格区间。

图26：华洋赛车主要以中端消费产品为主



数据来源：华洋赛车公司官网、开源证券研究所

图27：春风动力主要以高端消费品和公务车为主



数据来源：春风动力公司官网、开源证券研究所

4、预计 2025-2027 PE 30.0/23.8/21.0 倍，维持“增持”评级

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，依赖美国，欧洲，俄罗斯等欧美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，业绩有望持上升。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年华洋赛车实现归母净利润 0.75/0.95/1.07 亿元，对应 EPS 为 1.34/1.69/1.91 元/股，当前股价对应 PE 为 30.0/23.8/21.0X。考虑到华洋赛车持续布局一带一路市场，同时有望在新能源科技领域取得创新性成果，我们维持“增持”评级。

表7：可比公司 2024PE 均值为 35.29X

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			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
春风动力	603129.SH	268.99	418.83	9.72	12.48	15.3	18.6	16.16	22.00	17.94	14.76
涛涛车业	301345.SZ	218.30	236.81	3.93	6.81	8.67	10.64	27.9	32.04	25.14	20.49
宗申动力	001696.SZ	25.99	297.59	0.4	0.78	0.96	1.14	61.80	33.24	27.21	22.84
均值			317.74	4.68	6.69	8.31	10.13	35.29	29.09	23.43	19.36
华洋赛车	834058.BJ	38.03	21.25	1.00	1.34	1.69	1.91	26.21	30.00	23.80	21.00

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 20250925；春风动力、涛涛车业、华洋赛车盈利预测来源于开源证券研究所，宗申动力盈利预测来源于 Wind 一致预期。）

5、风险提示

销售国市场环境变化风险、市场竞争风险、海外准入政策变化风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	366	443	485	612	788
现金	180	151	219	342	524
应收票据及应收账款	115	106	123	115	102
其他应收款	0	4	0	3	1
预付账款	1	5	0	2	0
存货	62	172	133	140	150
其他流动资产	8	5	9	10	10
非流动资产	205	231	247	248	237
长期投资	0	0	0	1	1
固定资产	84	85	137	160	163
无形资产	35	37	44	46	50
其他非流动资产	86	109	66	41	24
资产总计	571	674	732	859	1025
流动负债	203	302	326	361	424
短期借款	38	47	35	31	28
应付票据及应付账款	142	209	260	295	358
其他流动负债	23	46	31	36	37
非流动负债	10	25	19	18	17
长期借款	0	11	9	6	4
其他非流动负债	10	15	11	12	13
负债合计	213	328	345	380	441
少数股东权益	0	1	-0	-2	-4
股本	56	56	56	56	56
资本公积	197	199	199	199	199
留存收益	105	91	166	259	363
归属母公司股东权益	358	345	387	482	589
负债和股东权益	571	674	732	859	1025

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-3	55	146	139	187
净利润	51	54	74	93	105
折旧摊销	7	8	10	13	16
财务费用	-2	-6	-1	-2	-3
投资损失	-0	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	-66	-5	61	32	69
其他经营现金流	7	4	3	3	2
投资活动现金流	-102	-26	-26	-13	-5
资本支出	72	55	29	13	4
长期投资	-30	30	-0	-0	-0
其他投资现金流	0	-2	3	0	-0
筹资活动现金流	161	-48	-51	-3	-0
短期借款	10	9	-13	-4	-2
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	-37	3	4
现金净增加额	56	-16	69	123	182

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	479	527	744	954	1088
营业成本	374	409	580	751	869
营业税金及附加	4	4	4	7	7
营业费用	10	13	17	22	23
管理费用	21	25	33	41	46
研发费用	17	23	28	33	37
财务费用	-2	-6	-1	-2	-3
资产减值损失	-1	-2	-1	-2	-2
其他收益	7	3	5	7	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	57	61	84	105	118
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	84	105	118
所得税	6	7	10	12	14
净利润	51	54	74	93	105
少数股东损益	0	-2	-1	-2	-3
归属母公司净利润	51	56	75	95	107
EBITDA	64	69	93	117	130
EPS(元)	0.91	1.00	1.34	1.69	1.91

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.0	10.1	41.1	28.3	14.0
营业利润(%)	-23.4	6.0	37.5	25.4	12.7
归属于母公司净利润(%)	-22.4	9.4	34.0	26.1	13.1
获利能力					
毛利率(%)	21.8	22.3	22.0	21.3	20.2
净利率(%)	10.7	10.7	10.1	9.9	9.9
ROE(%)	14.3	15.6	19.2	19.4	17.9
ROIC(%)	12.5	12.9	16.7	17.2	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	37.3	48.6	47.2	44.2	43.0
净负债比率(%)	-36.9	-22.4	-42.5	-60.9	-81.8
流动比率	1.8	1.5	1.5	1.7	1.9
速动比率	1.5	0.9	1.1	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.7	4.8	6.5	8.0	10.0
应付账款周转率	8.7	7.5	10.0	11.0	12.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.00	1.34	1.69	1.91
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.98	2.61	2.48	3.34
每股净资产(最新摊薄)	6.38	6.15	6.90	8.59	10.50
估值比率					
P/E	44.0	40.2	30.0	23.8	21.0
P/B	6.3	6.5	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA	33.4	31.3	22.5	16.8	13.6

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

18 / 20

特别声明

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

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

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

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

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