

华洋赛车 (834058)

越野摩托研产能力领先，俄罗斯市场开拓成效显著

增持 (首次)

2024年09月10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 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	423.90	478.80	554.23	654.45	798.30
同比	(40.39)	12.95	15.75	18.08	21.98
归母净利润 (百万元)	66.13	51.31	62.05	74.77	95.04
同比	(26.42)	(22.41)	20.94	20.51	27.10
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.18	0.92	1.11	1.34	1.70
P/E (现价&最新摊薄)	13.09	16.87	13.95	11.58	9.11

投资要点

■ **非道路越野车型细分领域领军企业，全方位越野摩托综合能力领先。**公司成立于2004年，从事非道路越野车的自主研发、生产和销售，形成了较为丰富的产品体系，在车架主体的结构设计、高效传动系统设计以及动力性、加速性、制动性、操控性等整车性能的调校等方面掌握核心技术，相较于市场同类产品具有更佳的使用体验，并逐步向全品类休闲摩托领域拓展。公司产品进入北美洲、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。分业务结构来看，公司两轮摩托车业务由2019年的1.28亿元上涨至2023年的3.01亿元，复合增长率达23.75%，2023年占比达62.89%，为公司销售的主力产品。

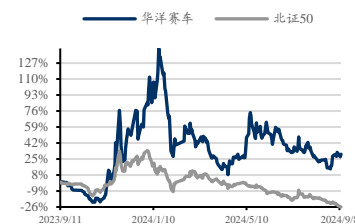
■ **电动摩托车发展势头强劲，大排量产品市场份额提高。**非道路越野车型是摩托车行业中专业性和技术性要求较高的细分领域，位于产业链的中游。近年来随着国家对于“绿色经济”及新能源产业发展的高度重视和政策引导，尤其是在双碳目标提出以后，电动摩托车出行成为更多人的选择。2021年我国电动摩托车销量为892.25万辆，同比增长202.54%。在电动摩托车产销量大幅增长的带动下，2021年我国摩托车销量为2536.37万辆，较2020年增长48.62%。从排量结构来看，随着人民生活水平的提高，人们对摩托车的购置逐渐从代步用车转向中大排量的娱乐用摩托车，我国两轮燃油摩托车150ml以上排量产品占比从2012年的3.40%上升至2022年的15.33%，市场不断扩大且潜力充足。

■ **深度绑定全球知名摩托车经销商，研发推动数字化生产转型。**1) **技术优势:**公司掌握了包括“竞技ATV车架总成”、“成人二冲程越野摩托车车架”、“越野摩托车车轮安装结构”等在内的多项核心技术。2) **产品优势:**公司产品共有三十余种规格型号，形成了较为丰富的产品体系。公司非道路两轮越野摩托车产销量排名全国第一，2021年公司两轮产品全球市场占有率约为8.49%，四轮产品占全球ATV产品市场的比例约为17.56%。3) **客户优势:**公司在2018年基本完成了全球主流市场经销商网络的搭建，目前与公司合作的为各区域市场经营实力较强、市场信誉度较好、合作配合度较高的专业经销商如美国的PACIFIC RIM。4) **海外业务:**截至2023年，公司约91%的收入来自海外市场，海外业务毛利率高于国内，2023年达22.45%。俄罗斯作为新兴市场近年来增长较快，为公司带来显著增量。

■ **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。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.62/0.75/0.95亿元，当前股价对应最新PE为13.95/11.58/9.11倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示:**1) 俄罗斯市场波动风险。2) 新业务及产品拓展不及预期。3) 原材料价格波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.46
一年最低/最高价	9.60/32.20
市净率(倍)	2.55
流通A股市值(百万元)	217.10
总市值(百万元)	865.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.07
资产负债率(% ,LF)	44.79
总股本(百万股)	56.00
流通A股(百万股)	14.04

相关研究

内容目录

1. 华洋赛车：动力运动装备制造商，自主品牌 KAYO 全球知名.....	4
1.1. 深耕越野摩托二十载，业务遍布全球.....	4
1.2. 全方位越野摩托研产能力领先，拓展全品类休闲摩托.....	6
1.3. 需求收缩致使业绩承压，两轮摩托车占比达六成以上.....	6
2. 电动摩托车市场发展势头强势，拉动摩托车产销量增长.....	9
2.1. 非道路越野车：摩托车专业细分领域，位于产业链中游.....	9
2.2. 电动摩托车市场发展势头强势，UTV 拉动全地形车增长.....	10
2.2.1. 摩托行业：电动摩托市场广阔，大排量摩托占比提升.....	10
2.2.2. 全地形车行业：市场预期稳健增长，UTV 为主要增量市场.....	12
2.3. 欧美企业占据主导，中国出口量全球领先.....	12
3. 深度绑定全球区域经销商，注重自有品牌建设.....	14
3.1. 核心技术保障产品质量，研发推进全品类创新.....	14
3.2. 产品体系丰富，重点建设自有品牌.....	16
3.3. 深度绑定海外知名经销商，海外收入占九成.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

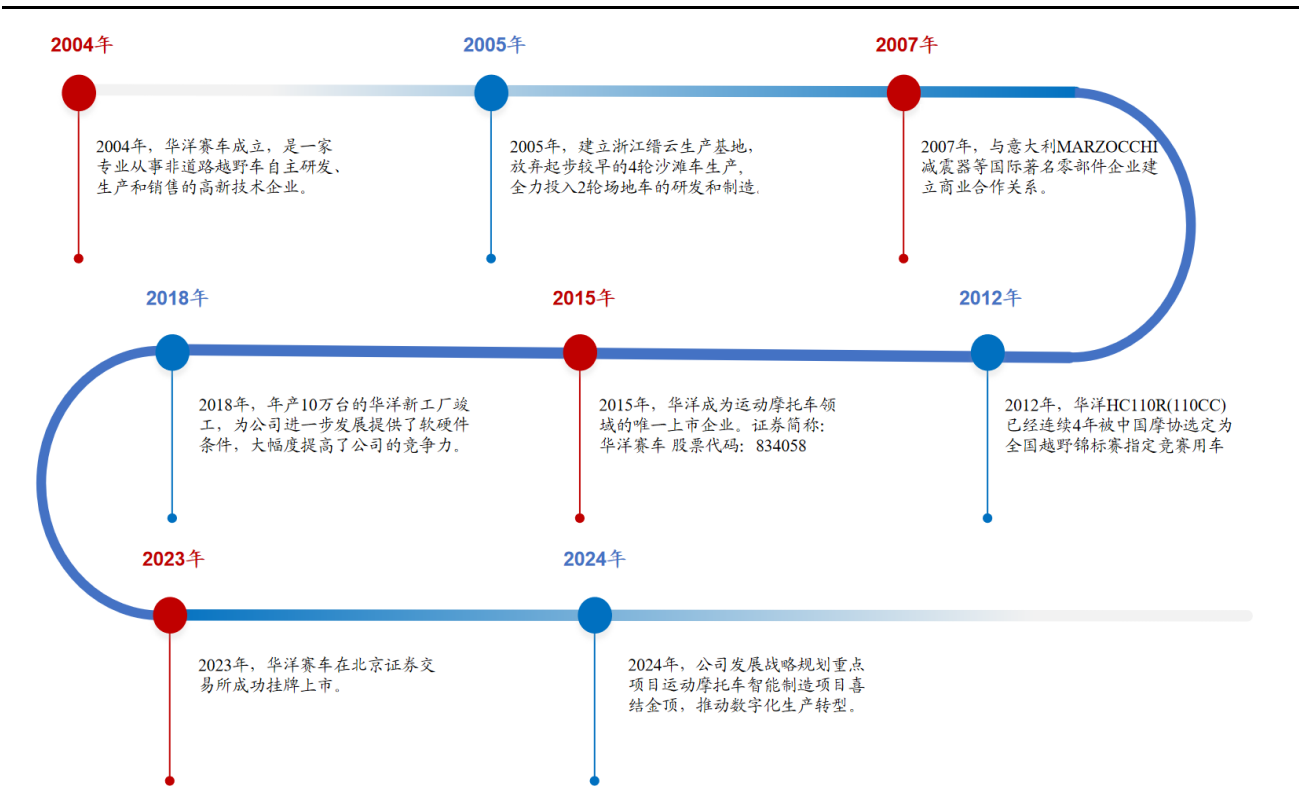
图 1:	华洋赛车发展历程.....	4
图 2:	华洋赛车股权结构图 (截至 2024 年 8 月 28 日)	5
图 3:	公司两大类型产品及用途简介.....	6
图 4:	2019-2023 年公司营业收入及同比增速	7
图 5:	2019-2023 年公司归母净利润及同比增速	7
图 6:	2019-2023 年公司各类业务营业收入百分比	7
图 7:	2019-2023 年公司各项业务毛利率	7
图 8:	2019-2023 年公司国外销售占比	8
图 9:	2019-2023 年公司毛利及毛利率情况	8
图 10:	2019-2023 年公司期间费用率情况	8
图 11:	非道路越野车产业链.....	9
图 12:	非道路越野车分类.....	10
图 13:	2018-2022 年我国电动摩托车产销量	10
图 14:	2015-2022 年我国摩托车产销量	10
图 15:	2012-2022 年我国两轮燃油摩托车销量结构 (按排量)	11
图 16:	2016-2024 年全球两轮非道路摩托车销量	11
图 17:	2016-2021 年全球全地形车市场结构	12
图 18:	2016-2021 年全球全地形车销量	12
图 19:	2023 年头部摩托车企业国别分布.....	13
图 20:	2012-2021 年中国摩托车相关企业注册量	13
图 21:	2023 年全球摩托车企业七强.....	13
图 22:	2022 年全球出口摩托车总值前五.....	14
图 23:	2022 年全球摩托车净出口值前五.....	14
图 24:	公司各业务销量情况 (万辆)	17
图 25:	公司各业务单价情况 (元/辆)	17
图 26:	2020-2023 年公司客户占比情况	19
图 27:	2019-2023 年海内外业务营收毛利率 (%)	19
图 28:	2019-2023 年海内外业务营业收入 (百万元)	19
图 29:	分业务盈利预测.....	20
图 30:	可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 10 日)	21
表 1:	公司管理层行业经验丰富.....	5
表 2:	公司核心技术介绍.....	14
表 3:	公司研发项目介绍.....	16
表 4:	公司主要产品介绍.....	16
表 5:	华洋赛车部分客户简介.....	18

1. 华洋赛车：动力运动装备制造制造商，自主品牌 KAYO 全球知名

1.1. 深耕越野摩托二十载，业务遍布全球

专注越野摩托研产销，业务遍布全球。华洋赛车（证券代码：834058.BJ）成立于2004年，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，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，相较市场同类产品具有更佳的使用体验。公司产品进入了北美洲、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、覆盖千余个终端销售网点。2012年，公司产品华洋 HC110R 连续四年被中国摩协选为全国越野锦标赛指定竞赛用车。2015年，公司成为运动摩托车领域唯一上市企业。2023年，公司正式登陆北交所。

图1：华洋赛车发展历程

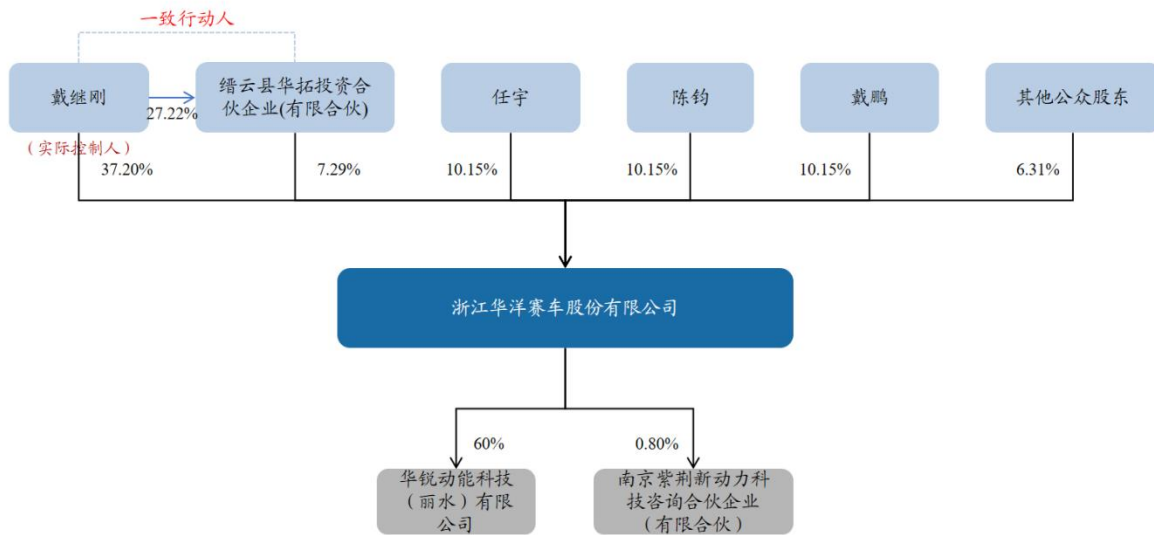


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，子公司前瞻布局新能源。截至2024年8月28日，公司董事长戴继刚先生直接持有公司37.20%的股份，为公司控股股东；缙云县华拓投资合伙企业持有公司7.29%的股份，并与戴继刚先生为一致行动人。由此，戴继刚先生合计控制公司39.18%的表决权，为公司实际控制人。公司控股华锐动能科技（丽水）有限公司一家公

司,该子公司成立于2024年4月29日,公司与苏州笃进企业管理合伙企业(有限合伙)分别持有其60%和40%的股权。该子公司经营范围包括摩托车零配件制造、电机制造、智能仪器仪表制造、集成电路设计等众多业务,具备独立运行能力,能够提供全产业链的市场供应。

图2: 华洋赛车股权结构图(截至2024年8月28日)



数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所

管理层行业经验丰富, 研发团队实力雄厚。公司董事长戴继刚先生从业三十余年, 在1993年前往日本本田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, 公司其他高管亦从业多年, 行业经验较为丰富。公司建立了一支以董事长戴继刚为带头人的高水平专业研发队伍, 拥有高级工程师3人、中级工程师18人, 覆盖各产品领域和专业技术方向, 具备深厚的专业技术背景和丰富的研发项目经验, 能够根据行业技术发展趋势和市场需求, 高效地制订符合公司实际的发展战略和研发方向, 对运动摩托车的性能、品质以及产品定位等有着精准的把控。

表1: 公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
戴继刚	董事长、董事	1968年出生, 本科学历, 现任浙江华洋赛车股份有限公司董事、董事长。曾任天津迅达摩托车厂任技术人员, 天津本田摩托有限公司工程师, 天津富士达摩托车制造有限公司技术副总, 天津华洋动力机械有限公司总经理, 缙云华洋动力机械有限公司执行董事。
戴鹏	董事、总经理	1970年出生, 大专学历, 现任浙江华洋赛车股份有限公司总经理、董事。曾任天津自行车二厂供应科业务员, 曾任天津富士达摩托车制造有限公司采供部经理; 2004年11月2015年5月26日历任缙云华洋动力机械有限公司制造总监、执行董事

陈钧	董事、副总经理	1973年4月出生,本科学历,现任浙江华洋赛车股份有限公司副总经理、董事。曾任大连华通铸造有限公司技术员,天津富士达摩托车制造有限公司技术主管,天津华洋动力机械有限公司外贸经理,缙云华洋动力机械有限公司国际市场部国际销售总监。
任宇	董事、董事会秘书	1976年10月出生,大专学历,现任浙江华洋赛车股份有限公司董事会秘书、董事。曾任天津富士达摩托车制造有限公司技术员、开发部主管、出口部技术主管,天津华洋动力机械有限公司出口总经理,缙云华洋动力机械有限公司国内销售部销售总监。
张堂忠	董事、财务负责人	1962年12月出生,大专学历,毕业于济南广播电视大学财务会计专业,现任浙江华洋赛车股份有限公司财务主管、财务负责人、董事。曾任中国轻骑集团有限公司会计、科长、部长、总监,青岛迦南船舶机械有限公司财务总监,山东百思特餐饮管理有限公司财务总监,巨能摩托车科技有限公司财务部副总经理。

数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

1.2. 全方位越野摩托研产能力领先, 拓展全品类休闲摩托

公司具备全方位越野摩托研发生产的综合领先能力, 产品种类繁多, 覆盖面广。公司根据主要客群特点和使用场景针对性进行原创性产品开发设计, 秉持轻量化与高强度相结合的产品设计理念、兼顾安全性能及可接受的价格之间的平衡, 形成小越野、大越野、小型公路赛车、四轮全地形车及肩并肩坐全地形车五大产品系列, 合计推出三十余种规格型号。公司在车架主体的结构设计, 动力性、加速性、制动性、操控性等整车性能的调校, 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。此外, 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。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。

图3: 公司两大类型产品及用途简介



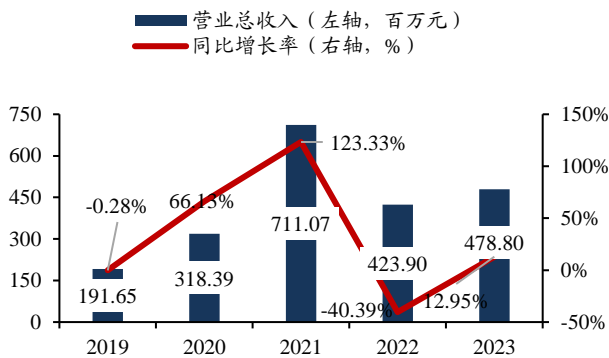
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 需求收缩致使业绩承压, 两轮摩托车占比达六成以上

国内外需求收缩带来业绩下滑, 2024H1 呈现回暖态势。2019-2021 年, 公司实现营业收入 1.92/3.18/7.11 亿元, 年均复合增速高达 92.44%; 实现归母净利润 0.13/0.28/0.90

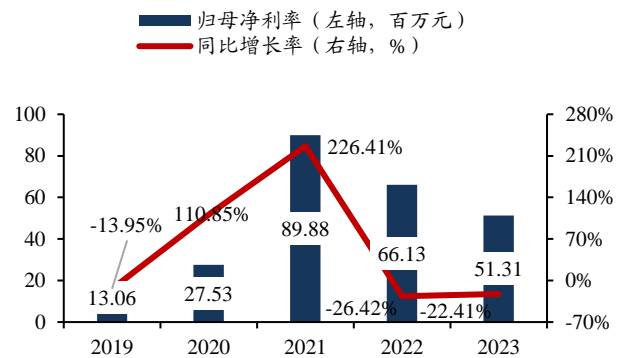
亿元，年均复合增速高达 162.34%。2022 年业绩表现承压，营业收入同比下降 40.39%，归母净利润同比下降 26.42%，变动幅度较大原因主要在于我国摩托车行业面对的形势复杂严峻，国内外需求收缩，产销量同比出现下降，外贸市场出现超预期下滑。2023 年公司营业收入回升，同比增长 12.95%，归母净利润同比下跌 22.41%，主要由该期汇兑收益和收到的政府补助减少所致。2024H1 公司经营呈现换暖态势，实现营收 2.59 亿元，同比+17.36%，归母净利润 0.32 亿元，同比+12.38%，主要系上半年俄罗斯市场销售订单增加所致。

图4：2019-2023 年公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

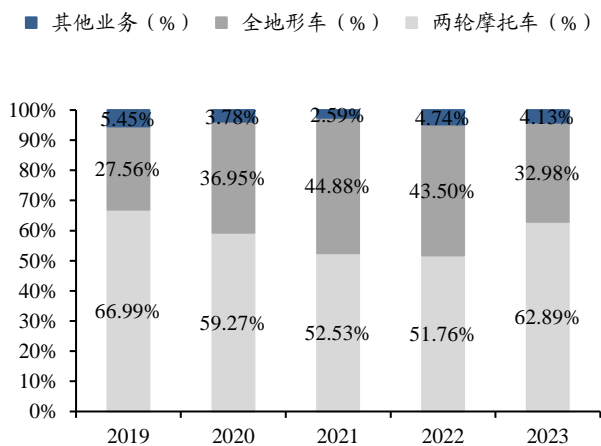
图5：2019-2023 年公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

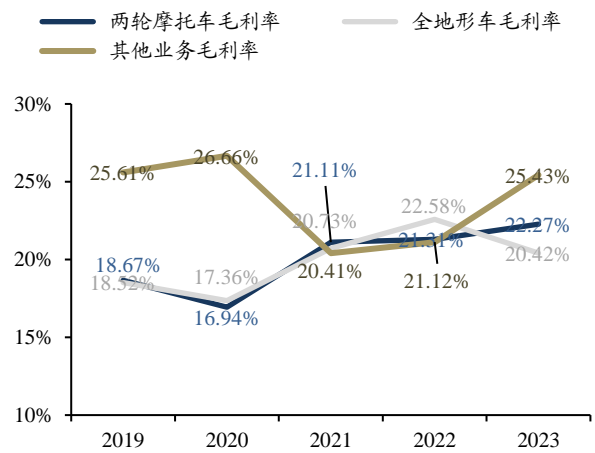
公司业务结构较为稳定，两轮摩托车占比六成以上。2018 年至 2021 年公司两轮摩托车营业收入逐年稳定增长，营业收入从 1.00 亿元上升至 3.74 亿元，年均复合增长率高达 55.30%。2022 年有所下滑但 2023 年再度回升至 3.01 亿元，占比达 62.89%，为公司的主力产品，且 2018 年至 2023 年两轮摩托车毛利率小幅波动下稳步上升，毛利率从 17.85% 上升至 22.27%。此外，公司全地形车也取得一定的市场成效，销售额虽有波动但整体上涨，由 2018 年的 0.77 亿元增长至 2023 年的 1.58 亿元，复合增长率达 15.35%。

图6：2019-2023 年公司各类业务营业收入百分比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

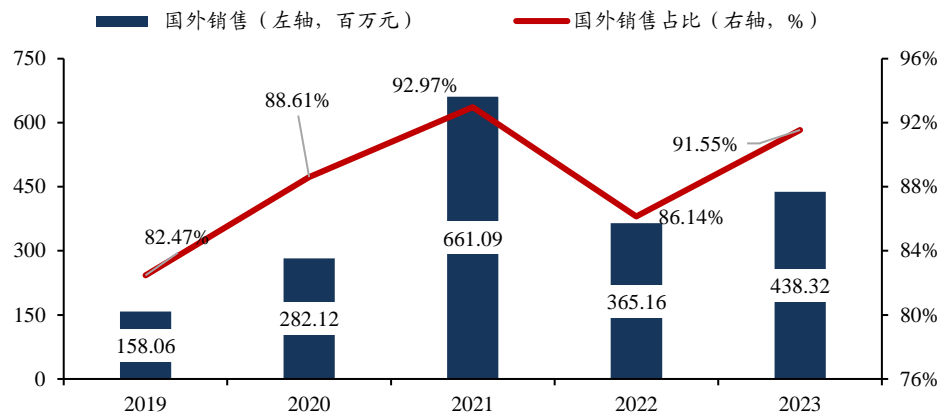
图7：2019-2023 年公司各项业务毛利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

国外销售占九成，欧洲、北美地区是公司产品的最主要市场。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，2020-2023年公司外销占比在85%以上，2023年公司国外销售占比达91.55%。公司国外市场主要覆盖北美洲、欧洲、南美洲和大洋洲等，其中欧洲、北美地区为最主要市场；国内市场基本覆盖全国各省份。同时，由于非道路越野车行业下游应用领域多元、客群地域分布分散的原因，出于全球品牌影响力和市场价值的提升、管理半径和跨国文化差异等因素的考虑，公司主要通过经销模式拓展市场渠道、推动销售增长。

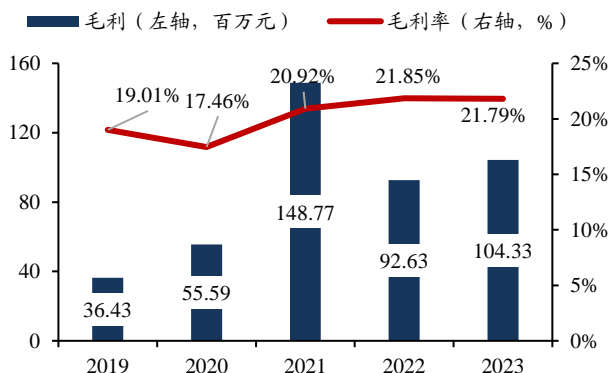
图8：2019-2023 公司国外销售占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

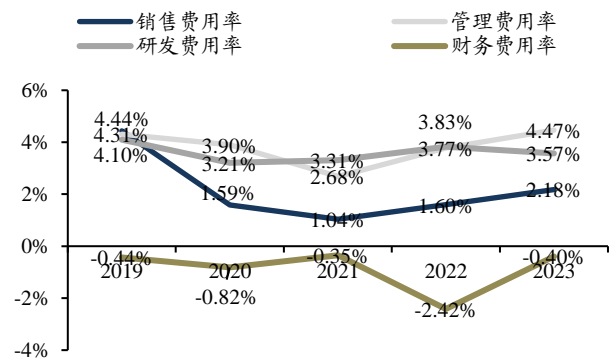
毛利率稳中有升，期间费用率保持稳定。2023年，公司毛利率水平为21.79%，同比-0.06pct，毛利率小幅下滑主要受公司2号厂房投产、募投用地增加、汇率波动等因素影响。从期间费用率来看，2023年公司财务费用率同比提升2.02pct，主要是人民币对美元汇率较平稳，汇兑收益减少所致。2021-2023年公司管理费用率稳定上升，分别为2.68%/3.77%/4.47%，主要系职工薪酬快速增长所致。销售费用方面，2023年公司销售费用同比增长54.20%，主要系公司职工薪酬、业务宣传费及中信保保险费增加所致。

图9：2019-2023 年公司毛利及毛利率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图10：2019-2023 年公司期间费用率情况



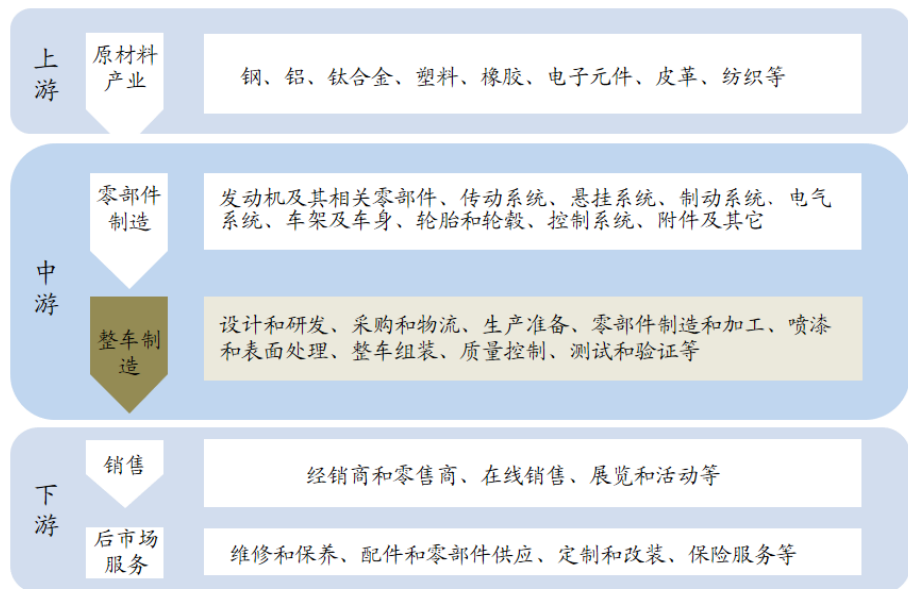
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. 电动摩托车市场发展势头强势，拉动摩托车产销量增长

2.1. 非道路越野车：摩托车专业细分领域，位于产业链中游

非道路越野车是摩托车行业专业性和技术性要求较高的细分领域。非道路越野车是一种专门设计用于在未铺设道路或不平坦地形上行驶的车辆，常见的包括越野摩托车、全地形车、沙滩车、多用途越野车等，可根据用途和设计分为运动型、实用型和娱乐型，运动型主要用于比赛，实用型用于农业、林业等工作场所，而娱乐型则多用于休闲和旅游活动。随着我国休闲文化产业的快速发展，非道路越野摩托凭借其外形新颖、超强性能等特点深受喜爱，有着良好的发展前景。

图11：非道路越野车产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12: 非道路越野车分类



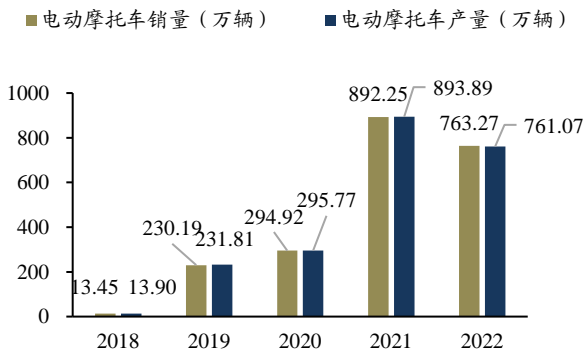
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 电动摩托车市场发展势头强劲, UTV 拉动全地形车增长

2.2.1. 摩托行业: 电动摩托市场广阔, 大排量摩托占比提升

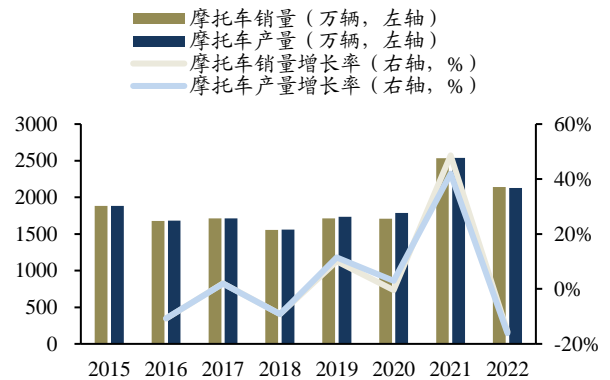
电动摩托车市场发展势头强劲, 带动摩托车产销量实现增长。电动摩托车具有扭力输出大、维护成本低、绿色低碳、无噪音、易驾驶等特点, 近年来随着国家对于“绿色经济”及新能源产业发展的高度重视和政策引导, 尤其是在双碳目标提出以后, 电动摩托车出行成为更多人的选择。此外, 快递、外卖等应用场景的快速发展, 也催生了对电动摩托车的市场需求, 其市场增长潜力较大。2021 年我国电动摩托车销量为 892.25 万辆, 同比增长 202.54%。在电动摩托车产销量大幅增长的带动下, 2021 年我国摩托车销量为 2536.37 万辆, 较 2020 年增长 48.62%。

图13: 2018-2022 年我国电动摩托车产销量



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

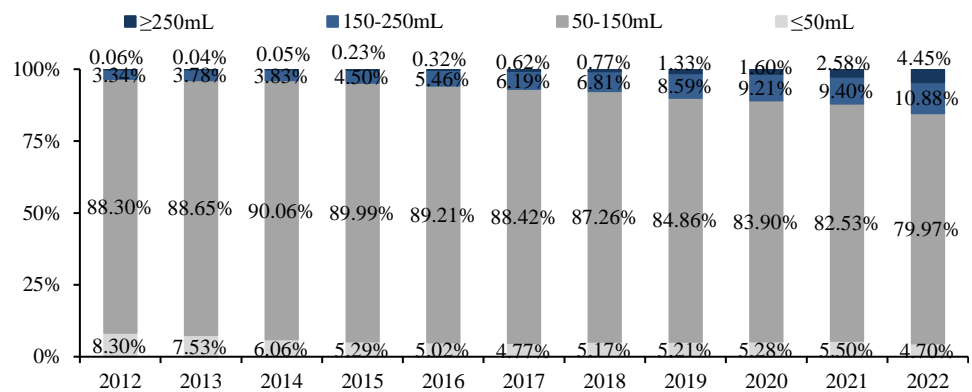
图14: 2015-2022 年我国摩托车产销量



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

从排量结构上看，大排量产品市场呈上升趋势。随着国民经济的持续发展、人民生活水平的提高以及消费结构的持续升级，人们对摩托车的需求逐渐从代步转向娱乐，以休闲娱乐功能为主的中大排量摩托车市场不断扩大且潜力充足。2012年以来，我国中大排量两轮摩托车市场需求呈现稳步提升的趋势，其中 150-250ml 排量产品占比自 2010 年的 2.10% 增长至 2020 年的 9.21%，而 250ml 以上排量的产品 2022 年销量 55.3 万辆，同比增长 44.68%，18-22 年销量 CAGR 高达 51.16%，却只占了 4.45%，有巨大的发展空间。

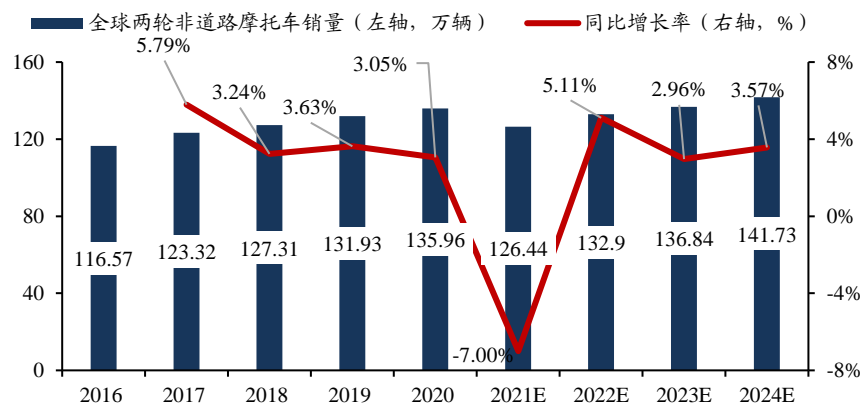
图15：2012-2022 年我国两轮燃油摩托车销量结构（按排量）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

全球两轮非道路摩托车销量提升。随着越野摩托车休闲娱乐运动的推广及场地赛事的风靡，非道路两轮摩托车逐渐形成了具有一定规模的摩托车领域细分市场。Statista 数据显示，2020 年，全球非道路两轮摩托车销量约有 135.96 万辆，占全球摩托车市场的 2.9%，销售收入约为 72 亿美元。2023 年，全球非道路两轮摩托车市场预计将实现 75.6 亿美元的收入，并以年复合增长率 6.16% 的趋势增长，预计于 2027 年全球市场容量将达到 96 亿美元，销量将达到 182 万辆左右。

图16：2016-2024 年全球两轮非道路摩托车销量

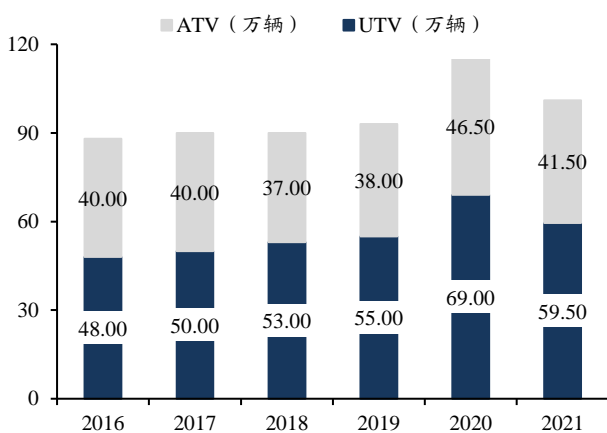


数据来源：《Off-road motorcycles》, Statista，东吴证券研究所

2.2.2. 全地形车行业：市场预期稳健增长，UTV 为主要增量市场

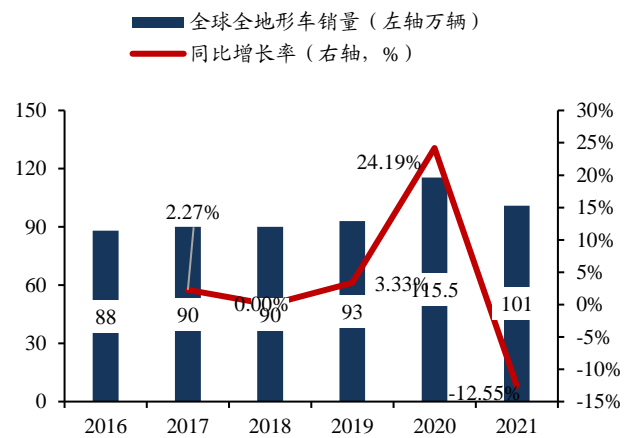
全球全地形车销量稳健增长，UTV 为主要增量市场。2020 全地形车户外休闲娱乐和代步作业属性提供了在疫情环境下的安全社交娱乐距离，使得全球全地形车市场规模迅速提升，同比增幅达 24.19%。据 Allied Market 预测，2020 年至 2027 年全球全地形车市场将以 6.7% 的年均复合增长率提升，预计在 2027 年达到 119.5 亿美元规模。从产品结构来看，2010 年以来全球 ATV 产品市场规模稳定在年均 40 万辆左右；UTV 产品因其具有较强的性能可拓展特点，逐渐获得市场青睐，年均市场规模由 2010 年的 24 万辆增长至 2021 年的 59.5 万辆，年复合增长率达 8.60%，为全地形车行业主要增量市场。

图17: 2016-2021 年全球全地形车市场结构



数据来源：北极星公司年报，东吴证券研究所

图18: 2016-2021 年全球全地形车销量

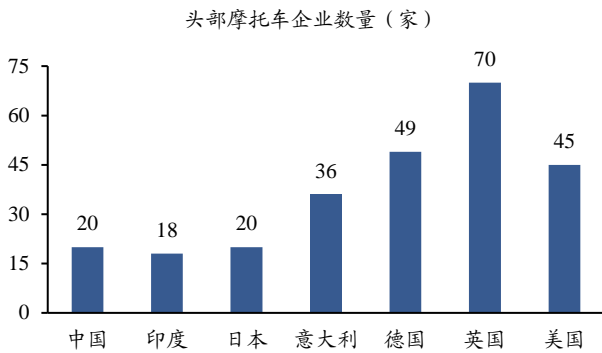


数据来源：北极星公司年报，东吴证券研究所

2.3. 欧美企业占据主导，中国出口量全球领先

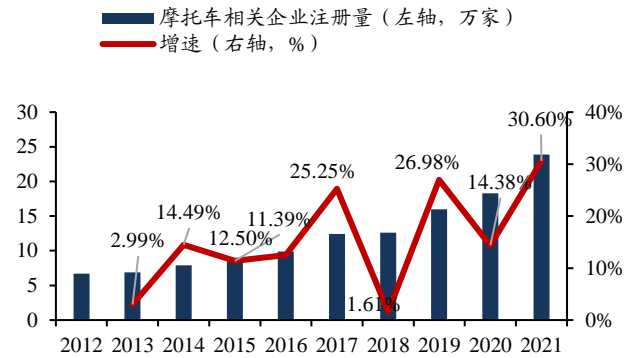
与国际龙头企业相比，中国摩托车企业呈现“小而散”的特点。据企查查数据显示，2012-2021 年我国摩托车相关企业注册量逐年上涨，2021 年注册量达 23.9 万家，同比增长高达 30.6%。然而国内摩托车行业集中度较低，在拥有大量企业的情况下 2023 年在全球范围内头部企业只有 20 家，欧洲、北美等经济发达国家和地区已经完成了摩托车车型从代步型到消费型的转变，消费者对摩托车的需求更偏向休闲娱乐，更注重产品外观、性能、安全及环保等，具有较高的准入要求，因此目前该市场的主要份额由欧美本土和日本企业所占据。据 Wikipedia 披露的 2023 年全球头部摩托车企业，英国、德国、美国位列前三，分别为 70 家、49 家、45 家。

图19: 2023 年头部摩托车企业国别分布



数据来源: Wikipedia, 东吴证券研究所

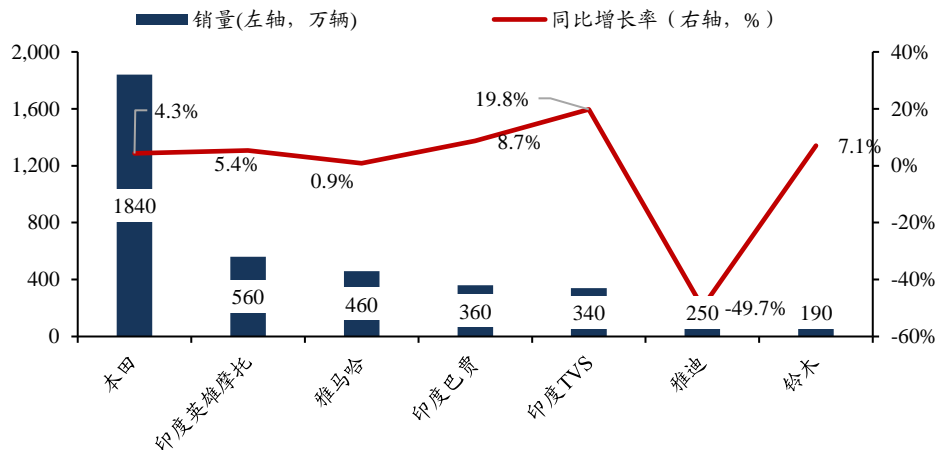
图20: 2012-2021 年中国摩托车相关企业注册量



数据来源: 企查查, 东吴证券研究所

中国摩托车头部企业销量有所下滑, 日本企业本田维持榜首。根据 motorcyclesdata 发布的“World Best Selling Motorcycles Ranking” 中的数据, 2023 年, 本田凭借其丰富的产品线和较高的品牌认可度, 在全球销售了 1840 万辆两轮车, 同比增长 4.3%, 占据统治地位。印度英雄摩托车公司、雅马哈、印度巴贾分别位居二、三、四位, 销量上都有一定程度的增长, 排在第五位的是增长最快的印度原始设备制造商之一, TVS 摩托公司, 销量为 340 万辆, 同比增长 19.8%, 印度摩托公司上榜居多主要得益于其内部市场。雅迪失去了前三名的位置, 位列第六, 销量同比下降 49.7%, 是排行榜中唯一下降的公司, 原因可能在于电动两轮产品已经趋于饱和, 潜在用户对于此类产品的认可度正在下降。其余的三家中国巨头豪爵、隆鑫和宗申排在十强末尾。

图21: 2023 年全球摩托车企业七强

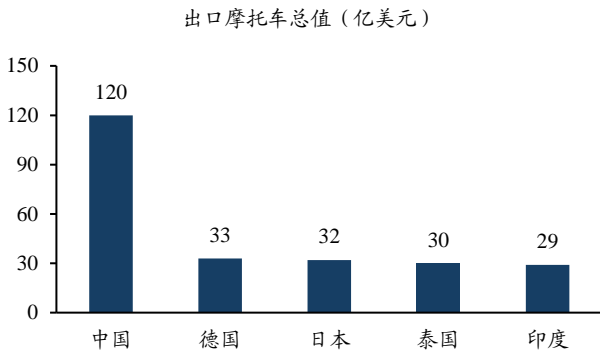


数据来源: motorcyclesdata, 东吴证券研究所

中国摩托车出口总值遥遥领先, 在全球市场具有竞争优势。相较于欧美发达国家, 我国摩托车行业发展起步较晚, 但随着城镇化和居民消费水平的日益提升, 我国已成为全球摩托车市场主要产销国之一。据 World's Top Exports 显示的数据, 2022 年摩托车的五大出口国是中国、德国、日本、泰国和印度。这五大摩托车出口国共计创造了全球摩

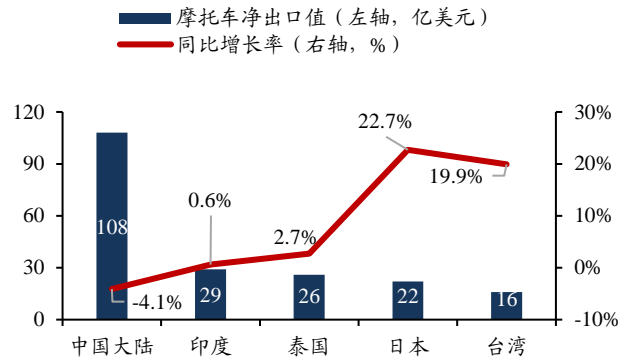
托车销售总值的近五分之三。在各大洲中，亚洲国家在 2022 年出口的摩托车总值最高，出口额为 261 亿美元，占全球总量的 60.6%。位居第二的是欧洲出口国，占 36%，而全球摩托车出口量的另有 2.7%来自北美。其中，凭借高性价比的优势，2022 年中国摩托车出口总值高达 120 亿美元，净出口值为 108 亿美元，在全球范围内占据领先地位。

图22: 2022 年全球出口摩托车总值前五



数据来源: World's Top Exports, 东吴证券研究所

图23: 2022 年全球摩托车净出口值前五



数据来源: World's Top Exports, 东吴证券研究所

3. 深度绑定全球区域经销商，注重自有品牌建设

3.1. 核心技术保障产品质量，研发推进全品类创新

核心技术积累深厚，保障产品质量性能。自 2004 年成立以来，公司持续进行高质量的研发投入和技术创新，先后被认定为浙江省专利示范企业、浙江省省级高新技术企业研究开发中心、浙江出口名牌、国家高新技术企业、浙江省“专精特新”中小企业。依托多年来持续的研发投入，公司在车架主体的结构设计、整车性能的调校、高效传动系统设计等方面掌握了包括“竞技 ATV 车架总成”、“成人二冲程越野摩托车车架”、“越野摩托车车轮安装结构”、“利于舒适的变杠杆比特性类行车制动操纵机构”等在内的多项核心技术，截至 2023 年累计获得相关专利 83 项，其中发明专利 1 项，实用新型专利 37 项，外观设计专利 45 项。

表2: 公司核心技术介绍

技术名称	主要作用	应用环节	主要产品应用	所处阶段
青少年二冲程越野摩托车车架	使得动力系统的牢固性更佳，使车架的强度结构更稳定耐用，提高了进气结构的位置，从而提高了整车的涉水性能和通过性能。	越野摩托车承载动力系统和连接前后悬挂系统	两轮越野摩托车	批量生产阶段
成人二冲程越野摩托车车架	使车架的整体强度结构更稳定耐用，避免了车架因变形而造成的损坏，大大提高了整车的可靠性与耐久性。	越野摩托车承载动力系统和连接前后悬挂系统	两轮越野摩托车	批量生产阶段
成人林道越野摩托车车架	使车架的强度结构更稳定耐用，有效地提高了林道车的越	越野摩托车承载动力系统和连接前后	两轮越野摩托车	批量生产阶段

	野性、可靠性和耐久性。	悬挂系统		
工作款 ATV 车架总成	使车架的强度结构更稳定耐用，同时车架结构更简单、轻便、稳固，使整车越野性能更佳。	全地形车辆承载动力系统 and 连接前后悬挂系统	全地形车	批量生产阶段
竞技 ATV 车架总成	使车架的强度结构更稳定耐用，在保证强度前提下，实现轻量化设计，更有利于竞技车辆的加速性。	全地形车辆承载动力系统 and 连接前后悬挂系统	全地形车	批量生产阶段
自锁步进式换挡机构	消除传统结构下无法有效控制挡位的缺陷，降低换挡力，大大提高换挡传递的有效性和舒适性，更好地增强控制换挡挂入的有效性。	换挡机构	全地形车	试制阶段
滑套步进换挡操纵机构	实现单拉线换挡以消除换挡挡位径向晃动、换挡分离不清等安全性影响，且实现拉线类换挡机构的拉线结构简化，提高了换挡传递的有效性。	换挡操纵机构	全地形车	试制阶段
利于舒适的变杠杆比特性类行车制动操纵机构	改善车辆制动的人为感受，实现制动操纵力下降的同时增强操控安全感，同时提升机构的可靠性和耐久性。	刹车操纵机构	全地形车	试制阶段
越野摩托车车轮安装结构	充分提高了在生产过程中轮胎的可装配性和售后过程中维护的便携性，大大提高了生产效率和维修效率。	车轮安装结构	两轮越野摩托车	批量生产阶段
定压联动轮胎充气工艺技术	实现多个轮胎同时高效稳定的充气功能，充分保证在生产过程中轮胎充气压力的一致性和可靠性，大幅提高了充气品质和过程的生产效率。	轮胎充气	通用型	批量生产阶段

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

加大新车型的研发力度，推动数字化生产转型。公司将在巩固和强化中小排量越野运动车辆的基础上，向大排量两轮越野车、UTV、道路越野摩托车以及电动化开展研发设计，在结合市场需求的前提下，从外观、性能、生产技术等多方面进行创新，使产品同时具有休闲娱乐和运动竞技等优点，以满足市场需求。公司募投项目运动摩托车智能制造项目，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，目标形成年产 40 万辆运动摩托车的生产能力，于 2024 年 3 月 11 日喜结金项。新厂房预计在 2025 年中期开始陆续拓展，配合后期产品策略，预计在新厂房投入使用后，年产能将达到 60 万辆。

表3: 公司研发项目介绍

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
AU300-A	开发新产品	批量生产	该款车型采用 CVT300 发动机, 一体轴传动后桥, 匹配国内顶级华油器, 精简的结构设计大大提高了车辆使用寿命的同时便于车辆的后期维护保养, 拥有澎湃的动力和一流的操控性能。	开发新产品, 开拓新市场
AU350	开发新产品	批量生产	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。	开发新产品, 开拓新市场
KMB 儿童娱乐越野车开发	开发新产品	批量生产	该款车型在外观上采用全新卡通创意设计, 采用操控简单的 60CC 四冲自动离合发动机, 整车针对儿童骑乘者客群特点运用了多种安全防护装置, 更贴近儿童驾驶越野摩托车的特点、喜好及安全要求, 适合 8 岁以下的儿童骑行和培训需要。	开发新产品, 开拓新市场
TD 青少年越野摩托车开发	开发新产品	批量生产	该款车型外观进行全新创意设计, 结合轻量化双梁车架设计使得超越和加速表现也更加卓越; 在耐久性能和操纵性能上进行优化, 以达到更快的速度; 增加电启动功能使启动更轻松, 满足青少年人群对越野运动的需要。	开发新产品, 开拓新市场
EKMB 电动儿童娱乐越野车开发	开发新产品	批量生产	该款车型对车辆的电机、电池、电控部分进行精确匹配和性能提升, 采用多级车速调节控制装置, 可适应不同骑乘经验的儿童对车速的要求; 采用磷酸铁锂电池, 使得车辆的安全性更高, 续航里程更长; 增加辅助轮装置, 使儿童在骑行时不易摔倒, 更适合儿童初学者越野娱乐及培训的需要。	开发新产品, 开拓新市场

数据来源: 公司 2023 年年报, 东吴证券研究所

3.2. 产品体系丰富, 重点建设自有品牌

公司产品体系丰富, 核心产品市场占有率稳步提升。自设立以来, 公司持续开展新产品研发投入, 持续丰富完善产品种类和产品型号, 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, 合计共有三十余种规格型号, 形成了较为丰富的产品体系。随着品牌影响力的提升及渠道布局的完善, 公司两大产品的市场占有率均逐步提升。根据 Statista 及公司销量数据推算, 2021 年公司两轮产品全球市场占有率约为 8.49%; 根据北极星年报数据及公司销量数据推算, 2021 年公司四轮产品占全球 ATV 产品市场的比例约为 17.56%。

表4: 公司主要产品介绍

产品分类	产品名称	产品图片	产品特点及用途
两轮越野摩托车	Pit Bike (小越野)		Pit Bike 是一种小型非道路两轮摩托车, 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。

Dirt Bike (大越野)



Dirt Bike 是一种中大排量越野摩托车，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。

Mini Gp (小型公路赛车)



Mini Gp 是一种在特定公路赛道上比赛用的特种专业摩托车。

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。

全地形车

SSV (肩并肩坐全地形车)

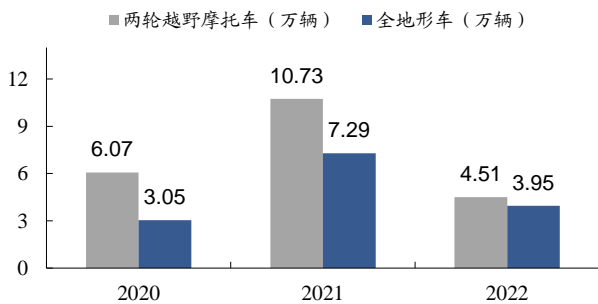


SSV 由 UTV 演变而来，是一种装备前向乘坐式座椅及封闭或半封闭驾驶室，通过方向盘控制方向的底盘式全地形车。SSV 强化了安全防护，更加注重专业竞技性能，应用于越野竞技和休闲娱乐等。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

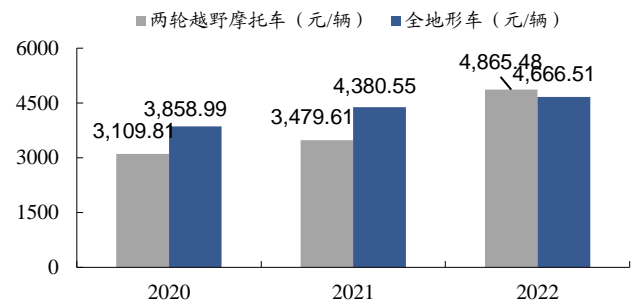
业务单价稳步上升，主动削减贴牌产品。公司自 2004 年成立以来专注于非道路用越野产品的生产销售，成立初期以贴牌生产为主，于 2012 年前后逐步转向自主品牌的运营推广，并在 2018 年搭建了全球范围的经销商体系。从单价来看，公司两轮越野摩托车单价从 2020 年的 3109.81 元/辆上升到 2022 年的 4865.48 元/辆，全地形车从 2020 年的 3858.99 元/辆上升到 2022 年的 4666.51 元/辆。从销量来看，2020-2021 年公司两轮越野摩托车从 6.07 万辆上升到 10.73 万辆，同比增长 76.90%；全地形车从 3.05 万辆上升到 7.29 万辆，同比增长 138.98%。两项业务在 2022 年销量均有下滑与公司主动削减贴牌产品订单有关，公司自有品牌销售额占比从 2020 年的 70.39% 增长至 2022 年的 92.82%。2023 年，两轮越野摩托车业务营收占公司总营收的比重为 62.89%，毛利润占比 64.28%，是公司营收和利润的主要来源。

图24：公司各业务销量情况（万辆）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图25：公司各业务单价情况（元/辆）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.3. 深度绑定海外知名经销商，海外收入占九成

深度绑定国外知名摩托车经销商，前五大客户集中度保持 50% 以上。公司在 2018 年基本完成了全球主流市场经销商网络的搭建，目前与公司合作的为各区域市场经营实力较强、市场信誉度较好、合作配合度较高的专业经销商。在经过公司对其的一段考察期后，双方签署区域独家经销协议以保障合作的稳定性，从而实现长期互利共赢。以 PACIFIC RIM 为例，其是公司授权的美国市场独家经销商，具备较强的渠道拓展及营销管理能力，在与公司建立合作关系 5 年后，其销售区域已覆盖全美各州，销售公司 KAYO 品牌的终端销售网点达 500 余个。

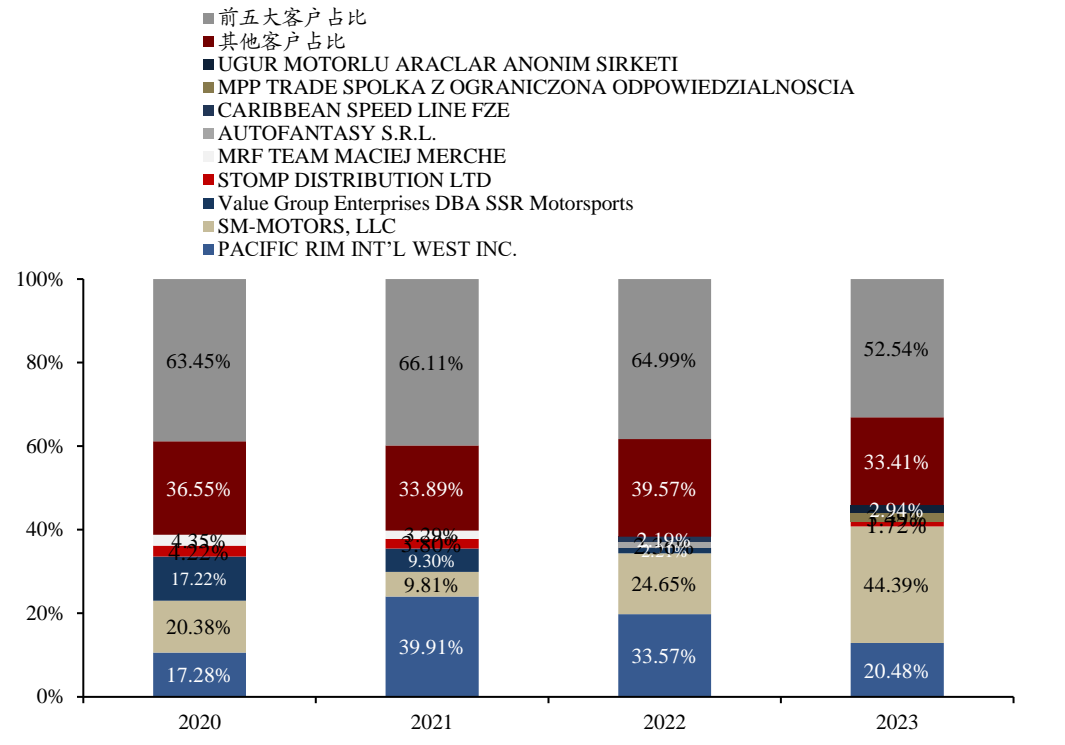
表5：华洋赛车部分客户简介

公司名称	国别	简介
PACIFIC RIM INT'L WEST INC.	美国	专门生产各种休闲车，包括滑板车、三轮车、摩托车、坑式自行车、四轮车和 Ascend Pro 系列的电动自行车。
SM-MOTORS, LLC	美国	主要从事汽车相关业务，专注于汽车销售、维修和维护服务。
Value Group Enterprises DBA SSR Motorsports	美国	成立于 2002 年，公司主要业务包括分销摩托车、越野摩托车、滑板车、电动汽车及其他相关配件。他们提供的产品线包括各种不同排量和类型的车辆，涵盖了从越野到电动的多种选项。
STOMP DISTRIBUTION LTD	英国	成立于 2004 年，该公司主要从事摩托车及相关零部件和配件的销售、维护和修理。公司因其著名的 Stomp 品牌越野小型摩托车而闻名。
MRF TEAM MACIEJ MERCHEL	波兰	专注于与车辆相关的各种业务，特别是在汽车和赛车运动领域。涉及与不同类型陆地车辆相关的产品和服务，包括零部件和配件。
AUTOFANTASY S.R.L.	意大利	专注于摩托车及其相关配件的销售和定制服务，成立于 2015 年。公司提供高端摩托车的改装、个性化定制以及专业的售后服务。
CARIBBEAN SPEED LINE FZE	阿联酋	从事摩托车及相关产品的进出口和分销，成立于 2011 年。公司在中东及加勒比地区拥有广泛的业务网络，提供多种品牌和型号的摩托车。
MPP TRADE SPOLKA Z OGRANICZONA ODPOWIEDZIALNOSCIA	波兰	成立于 2016 年，主要从事摩托车、全地形车（ATV）以及其他机动车辆的销售业务。
UGUR MOTORLU ARACLAR ANONIM SIRKETI	土耳其	成立于 2004 年，主要业务涵盖汽车零部件和配件的供应。提供从摩托车、全地形车（ATV）、电动滑板车到各种汽车配件的广泛产品线。

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

公司客户稳定度良好，对经销商标准化管理。公司在每个国家或区域主要选择一个经销商，由其负责区域市场的渠道建设、市场推广、品牌建设、门店管理工作。经销商通过与当地专业销售动力运动装备的主流零售商建立合作关系，其中大量零售商拥有十余年甚至几十年的经营历史，从而实现终端销售，其中部分经销商为独家经销，公司要求其不得同时销售或经营市场同类产品。此外，公司根据合同和实际订单向经销商供应产品，并对其实行标准化管理，要求其严格按照公司统一的 VI 设计、门店陈列、营销活动开展市场销售业务，并定期向公司提供当地市场趋势、产品定价、库存情况、终端网点数量等信息。

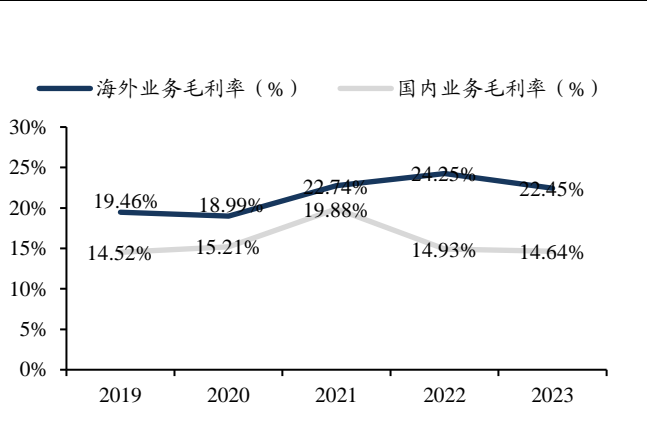
图26: 2020-2023 年公司客户占比情况



数据来源: 公司招股书, 公司公告, 东吴证券研究所

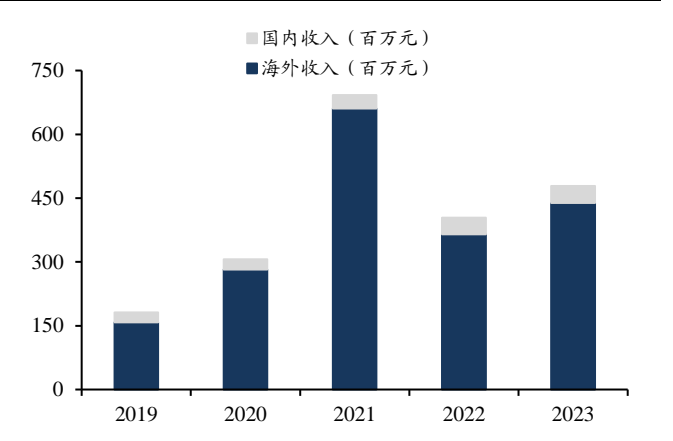
公司拓宽俄罗斯市场, 海外收入占九成。截至 2023 年, 公司约 91% 的收入来自海外市场, 2023 年海外收入达 4.38 亿元, 主要涵盖北美市场(以美国为主)、俄罗斯和一带一路新兴市场、欧洲、亚非拉国家等。从市场需求来看, 北美市场由于长期的消费习惯和稳定的销售网络, 保持相对稳定的增长; 俄罗斯和一带一路市场近年来增长较快, 主要由于欧美日对俄脱钩, 中国产品填补了市场空缺; 欧洲市场逐渐复苏, 亚非拉及国内市场也在逐步提升。2022 年海外业务毛利率达 24.25%, 2023 年略有下滑, 始终高于国内业务毛利率。

图27: 2019-2023 年海内外业务营收毛利率 (%)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图28: 2019-2023 年海内外业务营业收入 (百万元)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为两轮摩托车、全地形车和其他业务。

1) 两轮摩托车: 该业务发展较为稳定, 随着越野摩托车休闲娱乐运动的推广及场地赛事的风靡, 非道路两轮摩托车逐渐形成了具有一定规模的摩托车领域细分市场。预计2024~2026年公司两轮摩托车业务实现营收3.50/4.06/4.97亿元, 毛利率分别为22.43%/22.54%/23.12%。

2) 全地形车: 该业务发展势态良好, 全地形车户外休闲娱乐和代步作业属性提供了特定环境下的安全社交娱乐距离, 且受益于国外持续稳定增长的市场需求, 全球全地形车市场预期仍有较大发展空间。预计2024~2026年公司全地形车业务实现营收1.82/2.20/2.68亿元, 毛利率分别为20.87%/20.94%/21.32%。

图29: 分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	711.07	423.90	478.80	554.23	654.45	798.30
营收增速/%	123.33%	-40.39%	12.95%	15.75%	18.08%	21.98%
毛利率/%	20.92%	21.85%	21.79%	21.91%	22.02%	22.53%
其中: 二轮摩托车						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	373.52	219.39	301.11	349.83	406.41	497.34
营收增速/%	97.93%	-41.26%	37.25%	16.18%	16.17%	22.37%
毛利率/%	21.11%	21.31%	22.27%	22.43%	22.54%	23.12%
其中: 全地形车						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	319.14	184.40	157.92	182.12	219.91	267.84
营收增速/%	171.28%	-42.22%	-14.36%	15.32%	20.75%	21.79%
毛利率/%	20.73%	22.58%	20.42%	20.87%	20.94%	21.32%
其中: 其他业务						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	18.41	20.11	19.77	22.28	28.12	33.12
营收增速/%	52.95%	9.24%	-1.69%	12.72%	26.22%	17.76%
毛利率/%	20.41%	21.12%	25.43%	22.32%	22.96%	23.57%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于以上收入拆分, 我们预计公司2024~2026分别实现营业收入5.54/6.54/7.98亿元, 同比增速为15.75%/18.08%/21.98%; 实现归母净利润0.62/0.75/0.95亿元, 同比增速为20.94%/20.51%/27.10%; 毛利率水平分别为21.91%/22.02%/22.53%。

可比公司: 我们选取春风动力、涛涛车业为可比公司。其中, 春风动力主要从事全地形车、摩托车、游艇及后市场用品等的研发、生产和销售; 涛涛车业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, 与公司业务具有一定的可比性。

盈利预测与投资建议: 俄罗斯市场增长可观, 新产品增长潜力较好, 公司业绩可期。我们预计公司2024~2026归母净利润0.62/0.75/0.95亿元, 对应最新PE为13.95/11.58/9.11倍。与可比公司2024年平均PE(15.03倍)相比, 公司估值水平相对

较低，考虑公司作为非道路越野车领域专精特新，具备独特的越野摩托研发生产综合领先能力，伴随公司新品销量增长和俄罗斯市场规模快速扩大，以及募投项目逐步投产，业绩成长性较强，参考可比公司估值及增速，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图30: 可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 10 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 (P/E)		
					2024B	2025B	2026B	2024B	2025B	2026B
603129.SH	春风动力	138.65	1.51	209.96	13.12	16.65	20.57	16.01	12.61	10.21
301345.SZ	涛涛车业	48.85	1.10	53.61	3.81	4.91	6.07	14.06	10.92	8.83
平均值								15.03	11.77	9.52
834058.BJ	华洋赛车	15.46	0.56	8.66	0.62	0.75	0.95	13.95	11.58	9.11

数据来源: 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 华洋赛车盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 俄罗斯市场波动风险。**受国际政治经济环境及俄乌冲突带来的一系列影响，俄罗斯市场环境复杂多变，可能存在市场需求下降从而影响公司经营业绩的风险。
- 2) 新业务及产品拓展不及预期。**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。
- 3) 原材料价格波动风险。**公司直接材料占比较高且较为稳定，如果主要原材料价格发生波动，而公司不能及时向下游客户传导，将对公司经营业绩造成不利影响。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	366	321	407	518	营业总收入	479	554	654	798
货币资金及交易性金融资产	180	156	193	252	营业成本(含金融类)	374	433	510	618
经营性应收款项	116	76	111	146	税金及附加	4	2	3	4
存货	62	81	96	111	销售费用	10	12	15	17
合同资产	0	0	0	0	管理费用	21	25	29	34
其他流动资产	8	8	8	8	研发费用	17	20	24	29
非流动资产	205	212	216	218	财务费用	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	7	10	11
固定资产及使用权资产	85	79	71	64	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	52	56	57	58	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	35	43	54	63	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	57	70	84	107
其他非流动资产	33	34	34	34	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	571	533	623	737	利润总额	58	70	84	107
流动负债	203	117	132	151	减:所得税	6	8	10	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	38	38	38	38	净利润	51	62	75	95
经营性应付款项	142	49	61	72	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	7	15	14	17	归属母公司净利润	51	62	75	95
其他流动负债	16	15	19	24	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	1.11	1.34	1.70
非流动负债	10	14	14	14	EBIT	55	70	84	107
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	62	78	93	115
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.79	21.91	22.02	22.53
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	10.72	11.20	11.43	11.90
其他非流动负债	9	13	13	13	收入增长率(%)	12.95	15.75	18.08	21.98
负债合计	213	131	146	164	归母净利润增长率(%)	(22.41)	20.94	20.51	27.10
归属母公司股东权益	358	402	477	572					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	358	402	477	572					
负债和股东权益	571	533	623	737					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(3)	5	49	70	每股净资产(元)	6.39	7.18	8.52	10.22
投资活动现金流	(102)	(14)	(12)	(10)	最新发行在外股份(百万股)	56	56	56	56
筹资活动现金流	161	(16)	0	0	ROIC(%)	16.88	14.82	15.63	16.87
现金净增加额	56	(24)	37	60	ROE-摊薄(%)	14.33	15.42	15.67	16.61
折旧和摊销	7	8	9	8	资产负债率(%)	37.28	24.55	23.44	22.32
资本开支	(72)	(15)	(12)	(10)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.87	13.95	11.58	9.11
营运资本变动	(65)	(65)	(34)	(33)	P/B(现价)	2.42	2.15	1.81	1.51

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>