

## 汽车

2026 年 06 月 16 日

## 隆鑫通用

(603766)

——大排量摩托车出海领军者，无极品牌海外市场空间广阔

报告原因：首次覆盖

## 买入 (首次评级)

市场数据：2026 年 06 月 15 日

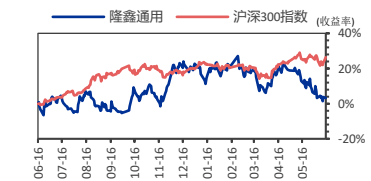
收盘价(元)	12.58
一年内最高/最低(元)	16.78/11.74
市净率	2.7
股息率%(分红/股价)	5.56
流通 A 股市值(百万元)	25,834
上证指数/深证成指	4,096.47/15,531.11

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026 年 03 月 31 日

每股净资产(元)	4.70
资产负债率%	41.34
总股本/流通 A 股(百万)	2,054/2,054
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

刘正 A0230518100001  
liuzheng@swsresearch.com  
刘嘉玲 A0230522120003  
liujl@swsresearch.com  
屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
戴文杰 A0230522100006  
daiwj@swsresearch.com  
联系人  
沈呈熹 A0230524070004  
shencx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **隆鑫通用扎根摩托行业发展 30 余年，已成为国内摩托车出海领军者。**公司成立于 1993 年，当年公司第一台摩托车发动机上市，1998 年将业务拓展至摩托车整车。2018 年公司推出摩托车自主高端品牌 VOGE 无极，定位全球高端市场中大排量摩托车。2024 年末，公司重组落地，控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造，进一步聚焦“摩托车+通机”主业。2025 年公司实现营收 191.35 亿元，同比+14%；实现归母净利润 16.48 亿元，同比+47%。2024 年以来，随着无极品牌海外放量，公司收入、利润增速显著提升。
- **无极品牌聚焦布局欧洲、拉美双核心市场，品牌出海大有可为。**凭借 30 余年的技术积累，以及与宝马深度合作 20 余年的代工经验，隆鑫在大排量领域优势明显，2025 年，国内 250cc 以上摩托车销量隆鑫位列第 2；500cc 以上摩托车销量隆鑫位列第 1。无极品牌凭借公司这一优势，在海外大排量市场持续打造爆款产品。在以意大利、法国、德国、西班牙和英国为核心的欧洲市场，无极已经具备一定市场份额。**意大利市场：**2025 年无极品牌销售同比+80.8%，份额仅次于本田、比亚乔、雅马哈位列行业第四；**西班牙市场：**2026 年 1-4 月跨骑类摩托车无极销量第一，并有 DS800X、DS900X、DS625X 三款车型位列行业销量前四。**英国、法国、德国市场：**公司通过前期积累的品牌力持续开拓，逐步打开市场空间。拉美市场方面，**阿根廷市场：**公司避开竞争激烈的小排量市场，聚焦自身具备优势的中大排量，在 300cc 以上摩托车市场份额位居前列；**巴西市场：**公司已布局多款通过当地特殊法规的车型，发力中高端市场；**哥伦比亚、墨西哥市场：**公司早期通过代工入局，并逐步向自有品牌出口转型。
- **多元化布局，构建全场景出行生态。全地形车：**公司产品以 ATV 为主 UTV 为辅，构建起从 200cc 到 1000cc 的完整排量矩阵，实现多场景覆盖，并借助无极品牌在欧洲、拉美等市场已建立的影响力与渠道网络，实现更快速、更低成本的市场渗透。**三轮车：**公司抓住品类市场特征，精准切入发展中国家的“刚需”本质，在海外市场增速领跑行业，西非、美洲等重点区域销量实现大幅增长，成功进驻印度、苏丹、刚果金等新兴市场。**通用机械：**公司把握园林机械等高增长赛道，持续提升竞争力。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2026-2028 年可以实现营业收入 223.89/260.73/297.47 亿元，同比分别增长 17.0%、16.5%、14.1%，预计可实现归母净利润 21.03/25.28/29.46 亿元，同比分别增长 27.7%、20.2%、16.5%。对应公司 2026 年 PE 为 12 倍，我们选取的可比公司对应 2026 年平均 PE 为 17 倍，对应当前市值有 38%增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险；海外经营环境变动风险；新产品销售及利润不及预期风险。

## 财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	19,135	4,522	22,389	26,073	29,747
同比增长率(%)	13.8	-2.7	17.0	16.5	14.1
归母净利润(百万元)	1,648	471	2,103	2,528	2,946
同比增长率(%)	47.0	-7.0	27.7	20.2	16.5
每股收益(元/股)	0.80	0.23	1.02	1.23	1.43
毛利率(%)	19.0	19.5	19.3	19.4	19.5
ROE(%)	17.2	4.9	20.5	23.2	25.5
市盈率	16		12	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

隆鑫通用成立于 1993 年，当年公司第一台摩托车发动机上市，1998 年将业务拓展至摩托车整车。2018 年公司推出摩托车自主高端品牌 VOGE 无极，定位全球高端市场中大排量摩托车。2024 年末，公司重组落地，控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造。2025 年公司实现营收 191.35 亿元，同比+14%；实现归母净利润 16.48 亿元，同比+47%。2024 年以来，随着无极品牌海外放量，公司收入、利润增速显著提升。

我们预计公司 2026-2028 年可以实现营业收入 223.89/260.73/297.47 亿元，同比分别增长 17.0%、16.5%、14.1%，预计可实现归母净利润 21.03/25.28/29.46 亿元，同比分别增长 27.7%、20.2%、16.5%。对应公司 2026 年 PE 为 12 倍，我们选取的可比公司对应 2026 年平均 PE 为 17 倍，对应当前市值有 38% 增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

公司核心业务为摩托车及发动机，该部分业务包含摩托车、发动机两部分，摩托车又可分为无极摩托车、隆鑫全地形车、隆鑫三轮车、及其他摩托车业务。无极摩托车聚焦欧洲、拉美双核心市场，凭借公司优异的产品力，快速抢占市场份额，我们预计 2026-2028 年营收同比+30.0%、+25.0%、+20.0%；隆鑫全地形车随着公司完善产品矩阵，在欧洲、拉美市场快速扩张，我们预计 2026-2028 年营收同比+60.0%、+35.0%、+25.0%；隆鑫三轮车瞄准发展中国家和地区刚需市场，我们预计 2026-2028 年营收同比+40.0%、+25.0%、+20.0%；其他摩托车业务主要包括宝马及通路车代工业务，受下游客户减单影响，增速相对较慢，我们预计 2026-2028 年营收同比-5.0%、+3.0%、+3.0%。摩托车发动机业务方面，公司搭建了行业最完备的动力平台，排量覆盖 110cc ~ 1000cc，机型齐全，深度赋能下游各细分市场，我们预计 2026-2028 年营收同比+17.3%、+15.3%、+12.2%。随着公司更高毛利的自有品牌出海业务占比提升，我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 20.2%、20.4%、20.5%。

### 有别于大众的认识

市场担心无极品牌出海增长持续性，份额提升陷入瓶颈。我们认为无极在西班牙、意大利等市场已经取得可观的市场份额，但和头部品牌尚有小幅差距，仍有提升空间。同时随着无极品牌力的提升，在英、法、德等市场有望复制西、意成功经验，持续提升市场份额，并有望将影响力辐射至拉美地区市场。

### 股价表现的催化剂

无极摩托车加速出海，欧洲、拉美市场份额持续提升；全地形车、三轮车等第二增长曲线放量。

### 核心假设风险

市场竞争加剧风险；海外经营环境变动风险；新产品销售及利润不及预期风险。

## 目录

<b>1. 隆鑫通用：扎根摩托行业 30 余年</b>	<b>6</b>
<b>2. 摩托车业务：大排量摩托车出海领先企业</b>	<b>11</b>
2.1 国内市场隆鑫大排量具备优势	11
2.2 无极品牌聚焦布局欧洲、拉美双核心市场	12
2.3 宝马代工积累经验，无极海外市场具备较强竞争力	19
<b>3. 多元化布局，构建全场景出行生态</b>	<b>22</b>
3.1 全地形车：完善产品矩阵，打开市场空间	22
3.2 三轮车：瞄准发展中国家和地区刚需市场	23
3.3 通用机械：发力园林机械等赛道带来增量	25
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>26</b>
4.1 关键假设点	26
4.2 相对估值	28
<b>5. 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

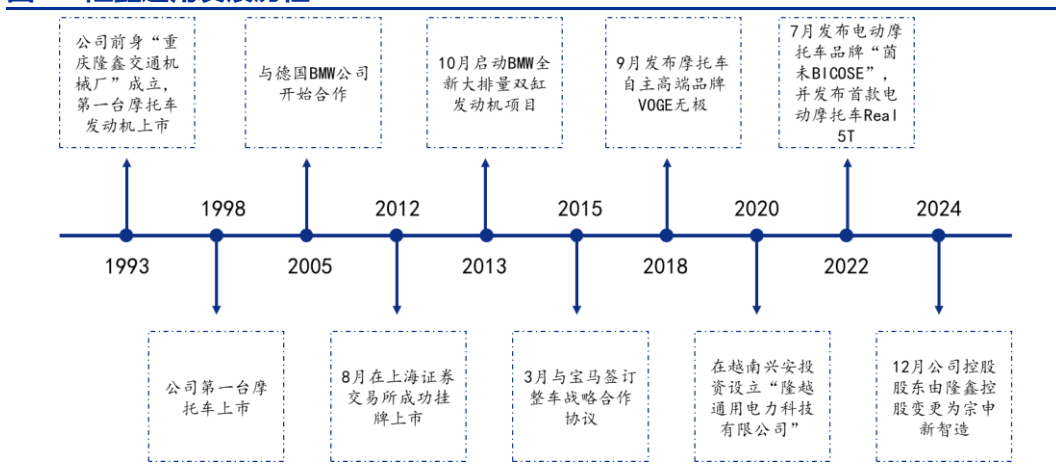
图 1：隆鑫通用发展历程.....	6
图 2：隆鑫通用产品布局（2025 年收入情况） .....	6
图 3：2025 年公司实现营收 191.35 亿元，同比+14%（亿元，%） .....	7
图 4：2025 年公司实现归母净利润 16.48 亿元，同比+47%（亿元，%） .....	7
图 5：2024 年以来公司净利率持续提升（%） .....	7
图 6：公司费用率稳步下降（%） .....	7
图 7：公司摩托车及发动机业务快速增长，2025 年收入 141.27 亿元（亿元） ....	8
图 8：公司海外收入占比持续提升（%） .....	8
图 9：24 年股权结构变更，左宗申成为公司实控人（截止 2026 年一季报） .....	9
图 10：宗申动力摩托车发动机业务情况.....	9
图 11：国内燃油摩托车市场近年来保持增长（万辆，%） .....	11
图 12：中国摩托车出口量情况（万辆，%） .....	11
图 13：2025 年隆鑫位列国内摩托车销量第二（%） .....	11
图 14：大排量燃油摩托车销量持续高增（万辆，%） .....	11
图 15：全球摩托车产量稳中有升（万辆，%） .....	12
图 16：2025 年全球摩托车前十大品牌主要来自日本、印度、中国（万辆） .....	12
图 17：2025 年欧洲五国摩托车新注册量 100.3 万辆（万辆，%） .....	13
图 18：2025 年意大利、西班牙为欧洲前两大摩托车市场（万辆） .....	13
图 19：意大利摩托车市场分排量销量，大排量占比较高（万辆） .....	13
图 20：2024 年西班牙摩托车市场分排量销量（万辆，%） .....	14
图 21：26 年 1-4 月西班牙跨骑类摩托车分品牌销量，无极位列第一（辆） .....	14
图 22：德国摩托车市场以大排量为重（辆） .....	14
图 23：无极在法国开设首家专卖店，并有 160 多家经销商门店.....	15
图 24：巴西摩托车市场销量快速增长（万辆，%） .....	17
图 25：巴西大排量摩托车占比在拉美相对较高（%） .....	17
图 26：哥伦比亚摩托车市场小排量占比较高（%） .....	17
图 27：Italika 在墨西哥摩托车市场销量份额占据领先地位（%） .....	18
图 28：隆鑫为宝马 F750GS/F850GS 摩托车代工的 850cc 发动机 .....	19
图：隆鑫为宝马代工的 CX 踏板摩托车整车 .....	

图 30: 无极在西班牙市场主要布局 ADV、街车、踏板 3 大产品线 .....	20
图 31: 无极海外网点保持双位数增长 (家, %) .....	21
图 32: 无极海外收入高增, 2025 年超 25 亿 (亿元, %) .....	21
图 33: 全球全地形车市场规模近年来稳中有升 (千台, %) .....	22
图 34: 美国全地形车市场规模 (千台, %) .....	22
图 35: 隆鑫主要布局 ATV 和 UTV 产品 .....	23
图 36: 隆鑫全地形车收入高速增长, 25 年实现收入 6.54 亿元 (亿元, %) .....	23
图 37: 全球三轮车市场稳步增长 (亿美元) .....	24
图 38: 三轮车主要市场以发展中国家和地区为主 (%) .....	24
图 39: 隆鑫通用部分三轮车产品 .....	24
图 40: 2025 年全球园林工具市场规模约 358 亿美元 (亿美元) .....	25
图 41: 园林工具市场中割草机类产品占比 34% .....	25
图 42: 隆鑫为 KUTTER 代工的骑乘式割草车产品 .....	25
图 43: 隆鑫自研的智能割草机器人 .....	25
表 1: 公司持续剥离非核心业务 .....	8
表 2: 26Q1 德、英、法销量前 10 品牌 .....	15
表 3: 2025 年阿根廷摩托车市场分排量销量 .....	16
表 4: 2025 年阿根廷摩托车市场分品牌销量, 无极位列第 12 .....	16
表 5: 2026 年 3 月阿根廷市场 250-800cc 摩托车分品牌销量 .....	16
表 6: 2025 年哥伦比亚摩托车市场主要品牌 .....	18
表 7: 无极 DS800 RALLY 在类似规格摩托车产品中价格优势显著 .....	20
表 8: 全地形车分类 .....	22
表 9: 公司分业务收入拆分及预测 (单位: 百万元/%) .....	26
表 10: 可比公司相对估值表 (2026 年 6 月 12 日收盘价) .....	28
表 11: 合并利润表 (百万元) .....	29
表 12: 资产负债表 (百万元) .....	30
表 13: 现金流量表 (百万元) .....	31

## 1. 隆鑫通用：扎根摩托行业 30 余年

摩托车发动机起家，国内摩托车出海领军者。隆鑫通用成立于 1993 年，当年公司第一台摩托车发动机上市，1998 年公司将业务拓展至摩托车整车。2005-2015 年，公司持续深化与宝马的合作，从发动机逐步拓展至整车业务。2018 年，公司推出摩托车自主高端品牌 VOGE 无极，定位全球高端市场中大排量摩托车。2024 年末，公司前控股股东重整，控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造，进一步聚焦“摩托车+通机”主业。

图 1：隆鑫通用发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

公司产品包括摩托车整车、摩托车发动机、以及通用机械产品。摩托车整车是公司第一大品类，2025 年实现收入 113.14 亿元，同比增长 9.4%。整车业务包括无极摩托车、全地形车、三轮车及代工业务。其中，无极品牌摩托车 2025 年收入 39.54 亿元，无极以欧洲市场为战略高地辐射全球市场，依托在欧洲市场积累的深厚口碑与影响力，顺势拓展中南美洲高端机车市场，构建“欧洲+中南美洲”优势市场格局，并持续辐射非洲、东南亚等区域。**发动机业务** 2025 年收入 28.13 亿元，主要包括自主摩托车发动机销售及宝马发动机代工业务。**通用机械业务** 2025 年收入 43.55 亿元，主要包括骑乘式割草车、智能割草机器人、多燃料发电机和商用动力产品等。

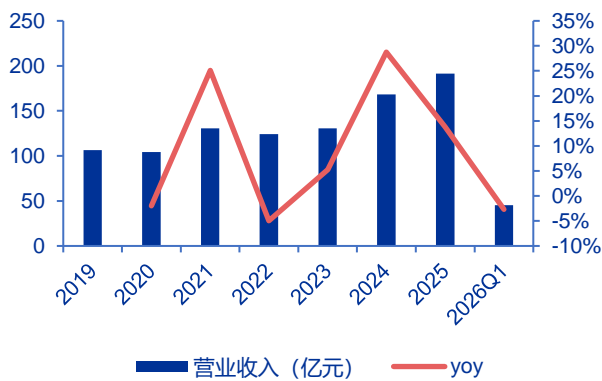
图 2：隆鑫通用产品布局（2025 年收入情况）



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

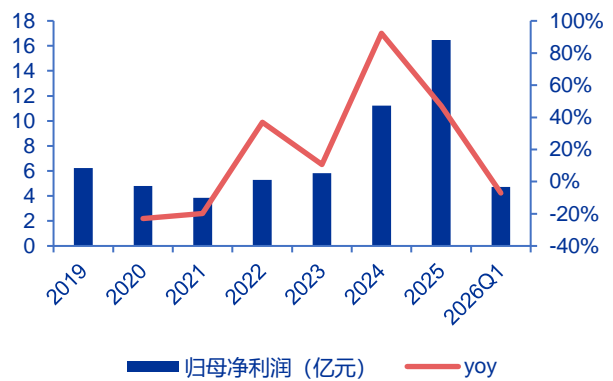
**隆鑫通用收入、利润稳健增长。**2025 年公司实现营收 191.35 亿元，同比+14%，2019-2025 年 CAGR 为 10%；实现归母净利润 16.48 亿元，同比+47%，2019-2025 年 CAGR 为 18%。2024 年以来，随着无极品牌海外放量，公司收入、利润增速显著提升。2026Q1 公司实现营收 45.22 亿元，同比-3%，实现归母净利润 4.71 亿元，同比-7%，主要受到贴牌业务个别客户减单影响，自主品牌业务仍保持增长趋势。

**图 3: 2025 年公司实现营收 191.35 亿元, 同比+14% (亿元, %)**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 4: 2025 年公司实现归母净利润 16.48 亿元, 同比+47% (亿元, %)**

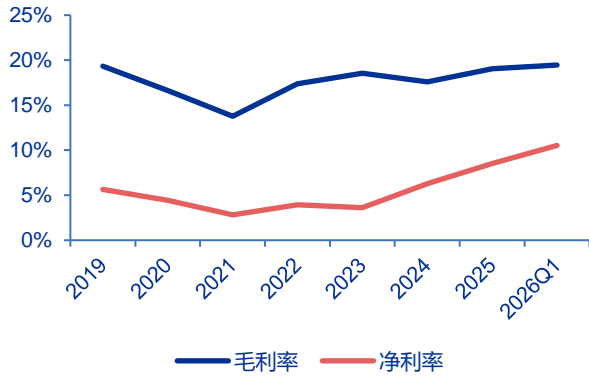


资料来源：公司公告，申万宏源研究

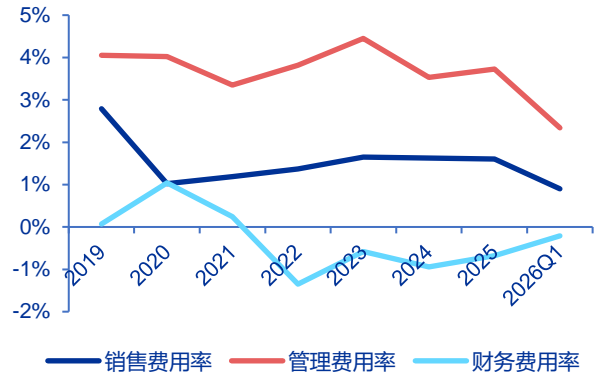
**盈利能力持续提升。**2025 年公司实现毛利率 19.0%，实现净利率 8.5%，随着公司逐步剥离非核心业务，无极品牌海外快速放量，公司盈利能力稳步提升，2026Q1 公司毛利率、净利率分别达到 19.5%、10.5%。费用端，2025 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.6%、3.7%、-0.7%。

**图 5: 2024 年以来公司净利率持续提升 (%)**

**图 6: 公司期间费用率情况 (%)**



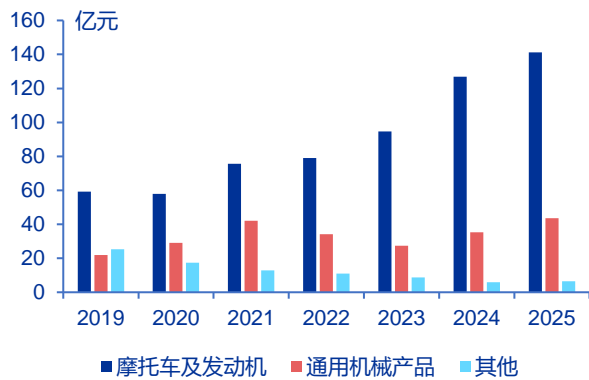
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

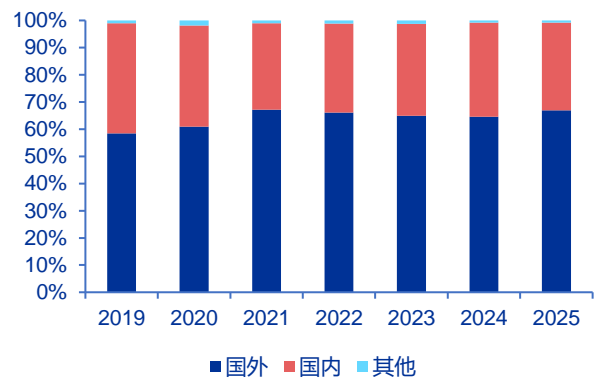
**以摩托车相关业务为主导，海外收入占比持续提升。**分产品看，2025年，公司摩托车及发动机业务收入141.27亿元，同比+11%，在公司总收入中占比74%，摩托车作为公司核心主业，收入保持增长态势。通用机械产品近年来收入有所波动，2025年实现收入43.55亿元，同比+23%，主要得益于小型家用发电机组、燃油骑乘式草坪车等核心品类市场表现亮眼。其他业务随着公司对非核心业务持续调整优化，规模逐步收窄。分地区看，2025年公司海外收入128.03亿元，占比达到67%，公司海外收入占比稳中有升。

**图 7：公司摩托车及发动机业务快速增长，2025 年收入 141.27 亿元 (亿元)**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 8：公司海外收入占比持续提升 (%)**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**聚焦“摩托车+通机”主业，持续剥离非核心业务。**公司于2021年9月确定了“聚焦主业”的发展战略，持续推进资源整合，集中精力发展核心主要业务，即“摩托车+通机”。在这一背景下，公司对早期投资的其他业务陆续剥离，2021年以来公司已经对所持有的厚德物流、山东丽驰、金业机械、珠海隆华、意大利CMD等公司股权全部进行转让，进一步聚焦主业。

**表 1：公司持续剥离非核心业务**

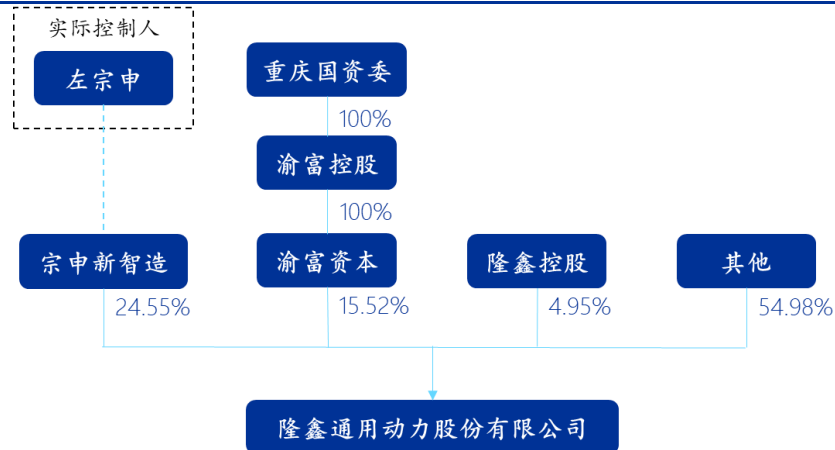
公司名称	主要业务	股权转让完成时间	股权转让比例
意大利 CMD	航空发动机等	2025 年 12 月	67%→0%
珠海隆华	无人机等	年月	.% →%

金业机械	航空航天零部件等	2025年11月	66%→0%
山东丽驰	新能源汽车等	2023年10月	51%→0%
厚德物流	仓储服务等	2021年7月	100%→0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**24年完成股权结构变更，宗申新智造成为公司控股股东。**2021年9月，公司原控股股东隆鑫控股因不能清偿到期债务，已具备破产原因但具有重整价值及重整可行性，拟进行重整。2024年7月，隆鑫系13家公司、管理人先后与宗申新智造、渝富资本签署《重整投资协议》，宗申新智造、渝富资本分别取得隆鑫通用24.55%、15.52%股份。2024年12月，公司完成股票司法划转过户，公司控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造，公司实际控制人由涂建华先生变更为左宗申先生。

图9：24年股权结构变更，左宗申成为公司实控人（截止2026年一季报）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司拟与宗申动力进行资产置换，解决同业竞争问题。**目前，隆鑫通用拟以持有的通用机械业务相关资产与负债（以重庆新隆鑫机电有限公司股权为核心）与重庆宗申动力机械股份有限公司持有的摩托车发动机业务相关资产与负债（以重庆宗申发动机制造有限公司股权为核心）进行置换，置换资产交易作价的差额将由一方向另一方以现金方式补足。重庆宗申发动机实现营收52.93亿元，净利润2.95亿元。宗申发动机公司是国内规模最大、品类最齐全的摩托车动力制造基地之一，掌握汽油发动机、柴油发动机、混合动力发动机、氢燃料发动机的核心技术，销售网络覆盖全国，并出口欧美、中东、东南亚和非洲等多个国家和地区。资产置换一方面可以解决同业竞争问题，另一方面也有利于公司在摩托车业务方面发挥规模效应与协同效应，整合产能、研发、客户、渠道等资源，进一步提升公司在摩托车领域的竞争力。

图10：宗申动力摩托车发动机业务情况

### ► 摩托车发动机应用场景

MOTORCYCLE ENGINE APPLICATION SCENARIOS



资料来源：宗申动力公告，申万宏源研究

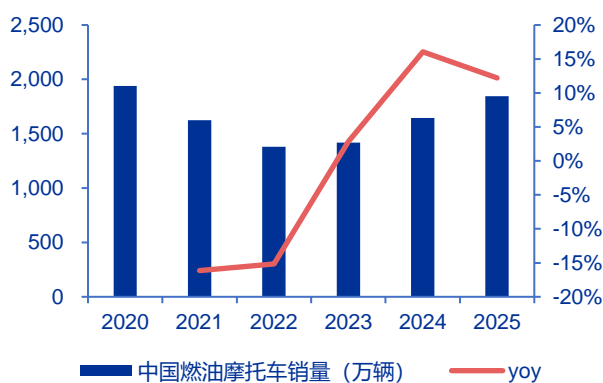


## 2. 摩托车业务：大排量摩托车出海领先企业

### 2.1 国内市场隆鑫大排量具备优势

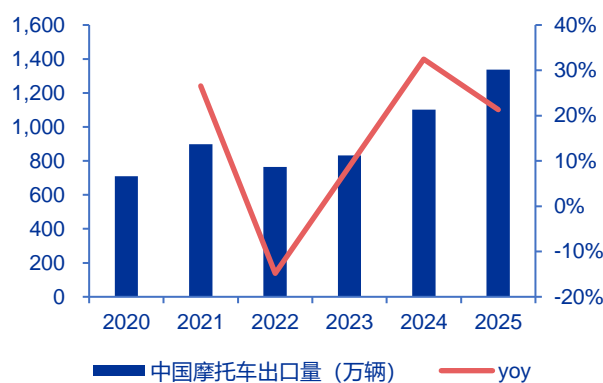
**国内摩托车市场波动，出口持续高增长。**2025 年国内燃油摩托车销量 1846 万台，同比+12%，2023 年以来销量持续增长，但仍低于 2020 年销量水平，预计主要因部分一二线城市持续实施禁摩、油摩需求被电摩及电自替代等因素所致。出口方面，2025 年中国摩托车出口量 1336.57 万辆，同比+21%，连续 3 年保持较快增长趋势，2020-2025 年 CAGR 达到 14%，预计主要得益于国内品牌持续拓展海外市场，中大排量摩托车出口提升所致。

图 11：国内燃油摩托车市场近年来保持增长（万辆，%）



资料来源：中国摩托车商会，申万宏源研究

图 12：中国摩托车出口量情况（万辆，%）

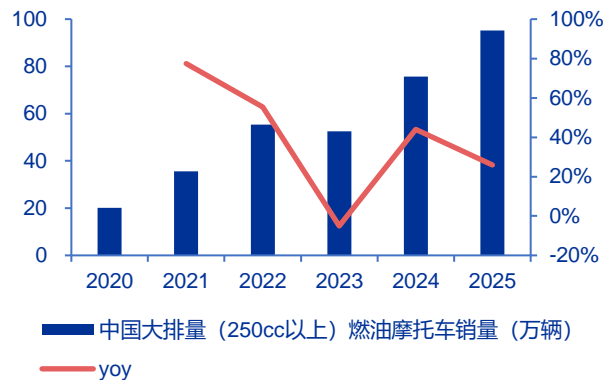
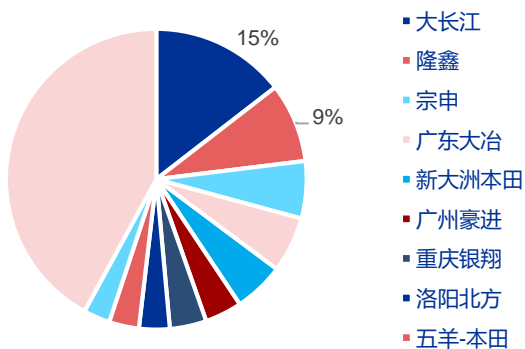


资料来源：中国摩托车商会，申万宏源研究

**隆鑫摩托车销量位居行业头部，大排量更具优势。**内销分品牌看，2025 年隆鑫摩托车国内销量 157.83 万台，以 9% 份额仅次于大长江位列行业第二。**分结构来看**，国内 250cc 以上的摩托车销量持续高增长，2025 年销量达到 95.23 万台，同比增长 26%，2020-2025 年 CAGR 达到 37%，在整体内销量中的份额从 2020 年的 1.0% 快速提升至 2025 年的 5.2%。而 500cc 以上摩托车销量 20.91 万辆，同比增长 107.56%，是增长最快的细分领域。隆鑫在大排量领域优势明显，2025 年，250cc 以上摩托车销量前五为：春风动力、隆鑫通用、钱江摩托、土星动力、宗申集团；500cc 以上摩托车销量前五为：隆鑫通用、春风动力、钱江摩托、广东大冶、土星动力，行业前三销售市占率超 85%，行业格局已逐渐成型。而在**出口方面**，大排量摩托车同样跑赢整体出口，2025 年 250cc 以上车型出口增长 48.47%；500cc 以上车型出口增长高达 166.10%。

图 13：2025 年隆鑫位列国内摩托车销量第二（%）

图 14：大排量燃油摩托车销量持续高增（万辆，%）



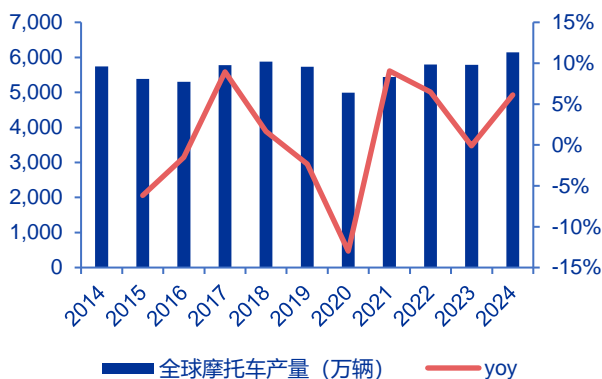
资料来源：中国摩托车商会，申万宏源研究

资料来源：中国摩托车商会，申万宏源研究

## 2.2 无极品牌聚焦布局欧洲、拉美双核心市场

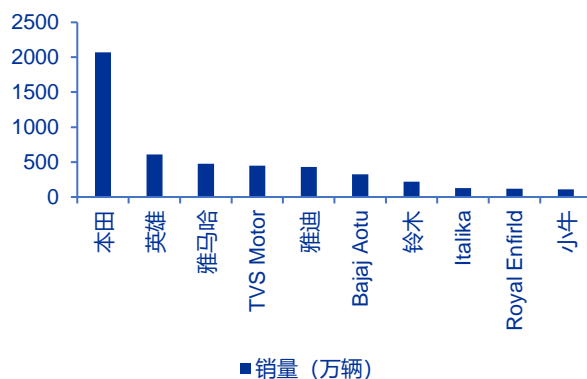
**全球摩托车市场稳中有升，日本、印度、中国品牌占据主要市场份额。**根据 marklines 数据库，2024 年全球摩托车产量为 6142 万台，同比增长 6%，保持稳中有升的增长态势。从全球竞争格局来看，本田稳居行业第一，2025 年摩托车销量达到 2070 万台，与行业第二的英雄相比具备较大领先优势。除了本田外，2025 年全球摩托车销量前十大品牌主要以日本、印度、中国品牌为主，仅有 Italika 为聚焦拉美市场的墨西哥品牌，从产品布局上来看，日本品牌产品布局较为全面，不同排量均有覆盖，印度品牌以小排量街车为主，中国品牌雅迪、小牛则以电摩产品为主。

图 15: 全球摩托车产量稳中有升 (万辆, %)



资料来源：marklines 数据库，申万宏源研究

图 16: 2025 年全球摩托车前十大品牌主要来自日本、印度、中国 (万辆)

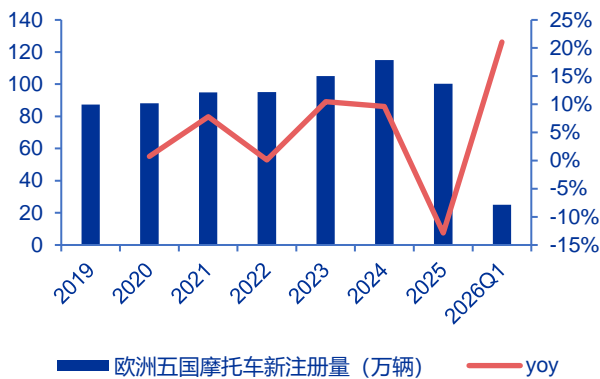


资料来源：MotorCyclesData 数据库，申万宏源研究

**欧洲摩托车市场集中于五国，意大利、西班牙为前两大市场。**根据欧洲摩托车制造商协会数据，意大利、法国、德国、西班牙和英国是欧洲最主要的摩托车市场，五国摩托车注册量约占欧盟及英国总注册量的 80%。2025 年欧洲五国摩托车新注册量 100.3 万台，同比下降 13%，结束了此前连续 5 年同比增长的趋势，2025 年下滑主要受欧 5+排放标准调整，部分需求 年提前释放影响，Q 欧洲五国摩托车新注册量 . 万台,同比增长 % ,

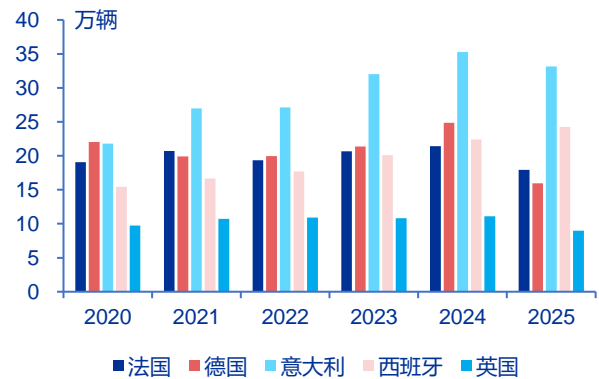
恢复增长趋势。分地区来看，意大利是欧洲第一大摩托车市场，2025年新注册量33.2万台，西班牙、法国、德国、英国分别为24.3、17.9、16.0、9.0万台。品牌结构方面，根据motorcyclesdata，2025年欧洲销量排名前四的品牌分别为本田、雅马哈、比亚乔、宝马，日本与欧洲品牌在欧洲市场占据主导地位，而无极品牌2025年在欧洲市场销量同比+71%，表现亮眼。

**图 17：2025 年欧洲五国摩托车新注册量 100.3 万辆（万辆，%）**



资料来源：ACEM 欧洲摩托车制造商协会，申万宏源研究

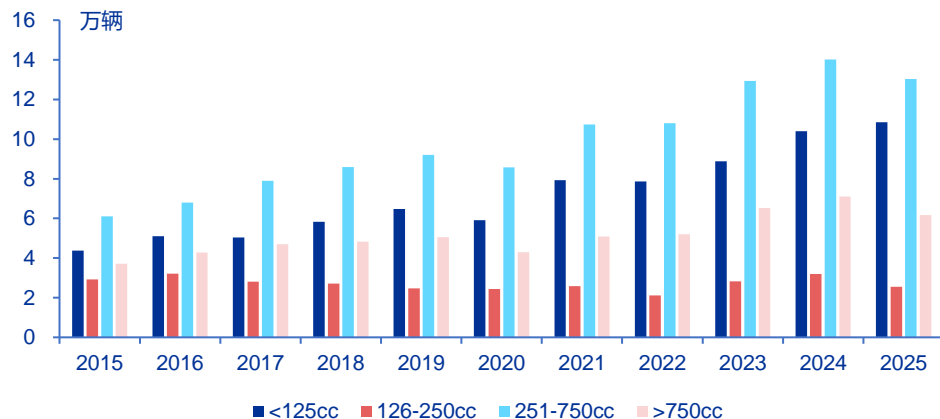
**图 18：2025 年意大利、西班牙为欧洲前两大摩托车市场（万辆）**



资料来源：ACEM 欧洲摩托车制造商协会，申万宏源研究

**意大利市场大排量占比较高，无极品牌表现优异。**根据意大利两轮车行业协会数据，分排量结构来看，2025年251-750cc销量13.0万台，占比达到40%，>750cc销量6.2万台，占比19%，合计占比59%，而<125cc和126-250cc分别为10.8、2.6万台，大排量摩托车在意大利市场占比较高。同时，由于意大利在欧洲五国中相对经济较弱，对高性价比的中国品牌接受程度更高，无极品牌抓住这一市场特征，在意大利市场主推大排量车型，快速抢占市场份额。根据motorcyclesdata，2025年无极品牌在意大利销售同比+80.8%，份额仅次于本田、比亚乔、雅马哈位列行业第四。

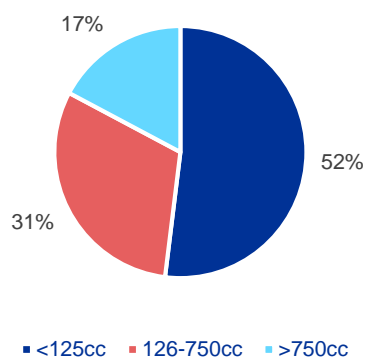
**图 19：意大利摩托车市场分排量销量，大排量占比较高（万辆）**



资料来源：ANCMA 意大利两轮车行业协会，申万宏源研究

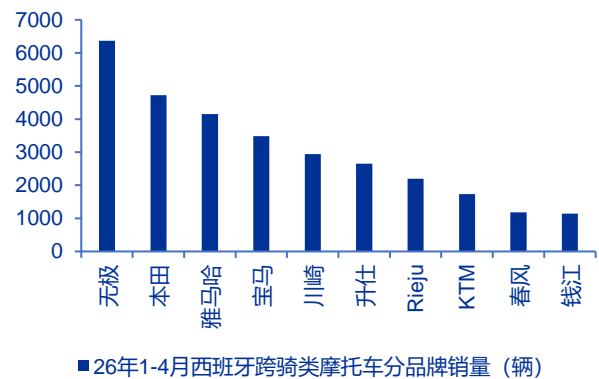
**西班牙市场无极位列跨骑类销量第一。**西班牙目前是欧洲第二大摩托车市场，从分排量结构来看略低于意大利。根据西班牙摩托车行业协会数据，2024 年西班牙摩托车市场 <125cc 销量占比 52%，126-750cc 占比 31%，>750cc 占比 17%。西班牙市场特点与意大利较为类似，两国一同作为无极品牌出海的首站，无极在西班牙市场也取得较大成功，2026 年 1-4 月西班牙跨骑类摩托车市场，无极品牌实现销量 6369 台，同比大幅增长 170%，超越本田、雅马哈、宝马等日本、欧洲品牌位列行业第一，并且公司有 DS800X、DS900X、DS625X 三款车型位列行业销量前四。随着公司在西班牙、意大利市场取得成功，一方面可以借助其品牌口碑拓展法国、德国、英国等欧洲其他市场，另一方面，西班牙对同为西语为主的拉美市场具有较大影响力，有望将品牌影响力辐射至公司将要重点拓展的拉美市场。

**图 20：2024 年西班牙摩托车市场分排量销量（万辆，%）**



资料来源：ANESDOR 西班牙摩托车行业协会，申万宏源研究

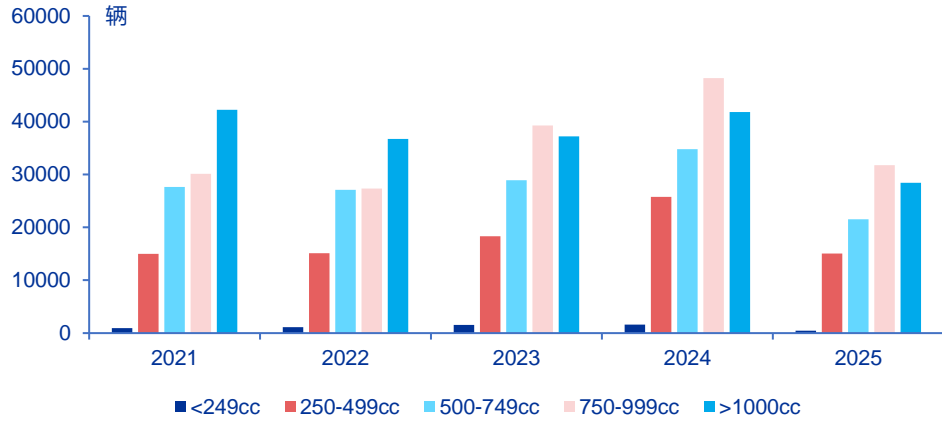
**图 21：26 年 1-4 月西班牙跨骑类摩托车分品牌销量，无极位列第一（辆）**



资料来源：ANESDOR 西班牙摩托车行业协会，申万宏源研究

**英国、法国、德国为无极后续欧洲主要增量市场。**随着西班牙、意大利市场取得成功，公司开始拓展其他欧洲市场。从 motorcyclesdata 数据看，2026Q1 英国、法国、德国销量前 10 的摩托车品牌均以传统摩托车优势品牌及本土品牌为主，整体竞争结构与西班牙、意大利市场差异不大。在法国市场，公司 2025 年通过经销商开设了第一家无极专卖店，并已进入 160 余家经销商门店，随着渠道的铺开，销售有望迎来放量。而在德国市场，由于当地大排量占比较高，根据德国联邦机动车管理局数据，2025 年德国摩托车市场，>1000cc 销量 28445 台，占比达到 29%，750-999cc、500-749cc、250-499cc、<249cc 分别占比 33%、22%、15%、0.5%，大排量占比显著高于欧洲其他市场。同时，由于德国经济相对较好，且本土品牌宝马份额占比较高，公司突破德国市场尚需一定品牌力积累。

**图 22：德国摩托车市场以大排量为主（辆）**



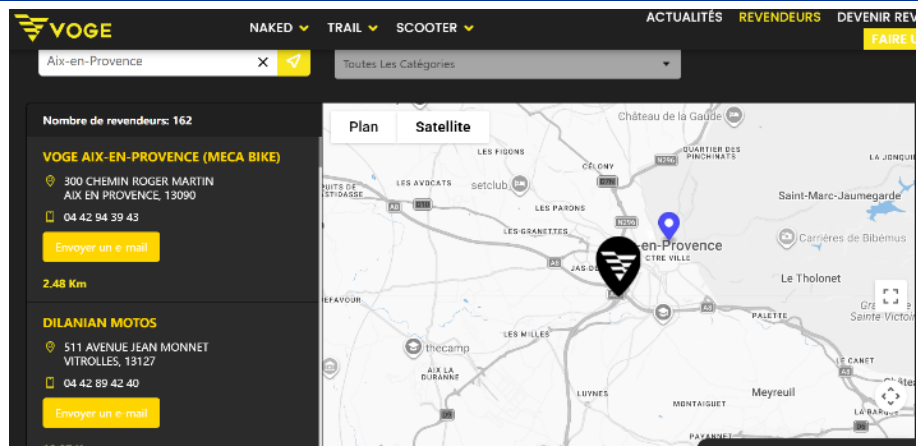
资料来源: CEIC 数据库, KBA 德国联邦机动车管理局, 申万宏源研究

表 2: 26Q1 德、英、法销量前 10 品牌

排名	德国	英国	法国
1	宝马	本田	本田
2	本田	雅马哈	雅马哈
3	比亚乔	宝马	宝马
4	川崎	凯旋	川崎
5	雅马哈	川崎	凯旋
6	凯旋	Lexmoto	春风
7	KTM	铃木	比亚乔
8	杜卡迪	KTM	铃木
9	阿普利亚	杜卡迪	KTM
10	小牛	Royal Enfield	阿普利亚

资料来源: motorcyclesdata 数据库, 申万宏源研究

图 23: 无极在法国开设首家专卖店, 并有 160 多家经销商门店



资料来源: 无极法国官网, 申万宏源研究

阿根廷市场小排量竞争激烈, 无极在中大排量市场具备领先优势。拉美摩托车市场以小排量通勤车为主, 年阿根廷市场 -cc 摩托车销量 . 万辆, 占比达到 .% ,

251-500cc、501-800cc、>800cc 分别占比 7.00%、2.00%、0.73%。从品牌格局来看，根据阿根廷摩托车经销商协会数据，2025 年本田以 11.9 万台销量稳居阿根廷市场第一，而无极销量 8208 台位列第十二。公司避开了阿根廷竞争激烈的小排量市场，聚焦自身具备优势的中大排量，根据 Mercado 新闻，2025 年 8 月-2026 年 3 月时间段，无极在 300cc 以上摩托车市场以 14.6% 市占率排名第二。

**表 3：2025 年阿根廷摩托车市场分排量销量**

排量	销量 (辆)	占比
0-50cc	1816	0.28%
51-100cc	5218	0.80%
101-250cc	583845	89.20%
251-500cc	45811	7.00%
501-800cc	13089	2.00%
>800cc	4752	0.73%

资料来源：InfoNegocios 新闻，申万宏源研究

**表 4：2025 年阿根廷摩托车市场分品牌销量，无极位列第 12**

排名	品牌	销量	排名	品牌	销量
1	本田	119440	7	MONDIAL	31938
2	MOTOMEL	87813	8	BAJAJ	23447
3	GILERA	74348	9	SIAM	21991
4	CORVEN	61313	10	雅马哈	15002
5	ZANELLA	60858	11	GUERRERO	11375
6	KELLER	56088	12	无极	8208

资料来源：CADECOM 阿根廷摩托车经销商协会，申万宏源研究

**表 5：2026 年 3 月阿根廷市场 250-800cc 摩托车分品牌销量**

排名	品牌	销量 (辆)
1	本田	1331
2	无极	693
3	春风	600
4	Royal Enfield	471
5	川崎	352
6	BAJAJ	301
7	升仕	251
8	雅马哈	214
9	贝纳利	209
10	钱江	138

资料来源：Motoblog 新闻，申万宏源研究

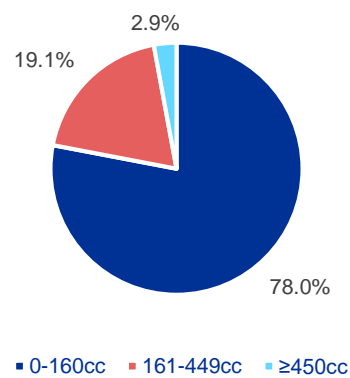
**巴西摩托车市场保持高速增长，当地市场法规利于本田维系领先优势。**根据巴西两轮车制造商协会数据，2025 年巴西摩托车销量 219.8 万台，同比增长 17%，2020-2025 年 CAGR 达到 19%，保持高速增长趋势。从排量结构看，26 年 1-4 月  $\geq 450\text{cc}$  摩托车销量占比 2.9%，161-449cc、0-160cc 分别占比 19.1%、78.0%，巴西市场大排量占比在拉美相对较高。由于巴西当地法规强制规定汽油掺混乙醇，并计划将汽油中的乙醇掺混比例从目前的 27% 提高至 30%，而本田具备相关技术的专利壁垒，在巴西市场具备显著优势及保护。无极 2025 年 12 月宣布进军巴西市场，并布局了 ADV (DS900X、DS525X)、踏板 (SR4 Max、SR3) 四款车型已符合当地法规，通过中高端市场打开巴西突破口。

**图 24：巴西摩托车市场销量快速增长（万辆，%）**



资料来源：ABRACICLO 巴西两轮车制造商协会，申万宏源研究

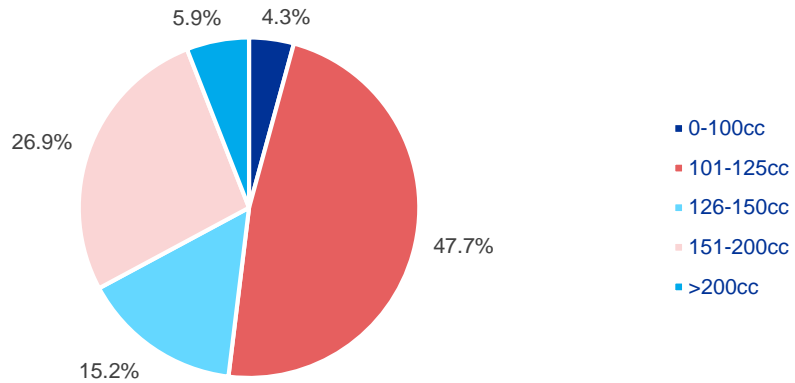
**图 25：巴西大排量摩托车占比在拉美相对较高（%）**



资料来源：ABRACICLO 巴西两轮车制造商协会，申万宏源研究

**哥伦比亚市场以小排量为主，隆鑫深度绑定 AKT。**根据哥伦比亚全国企业家协会数据，2026 年 3 月，哥伦比亚摩托车市场中 100-125cc 占比 47.4%，0-100cc、126-150cc、151-200cc 分别占比 4.3%、15.2%、26.9%， $>200\text{cc}$  占比仅为 5.9%，需求大多以小排量为主。分品牌看，2025 年哥伦比亚市场销量前十品牌基本为印度、日本、及本土品牌，其中 AKT 销量 17.78 万台，以 15.8% 的份额位列第二。隆鑫作为 AKT 主要代工方参与哥伦比亚市场竞争。而在 2025 年，无极品牌在哥伦比亚与 AKT 达成协议，以 AKT VOGUE 品牌将无极引入哥伦比亚摩托车市场，布局 AKT 较为弱势的中大排量摩托车市场，推出 AKT VOGUE DS525X、AKT VOGUE 900 DSX 等车型，同时利用 AKT 在哥伦比亚具备的渠道优势，共同开拓大排量摩托车市场。

**图 26：哥伦比亚摩托车市场小排量占比较高（%）**



资料来源：ANDI 哥伦比亚全国企业家协会，申万宏源研究

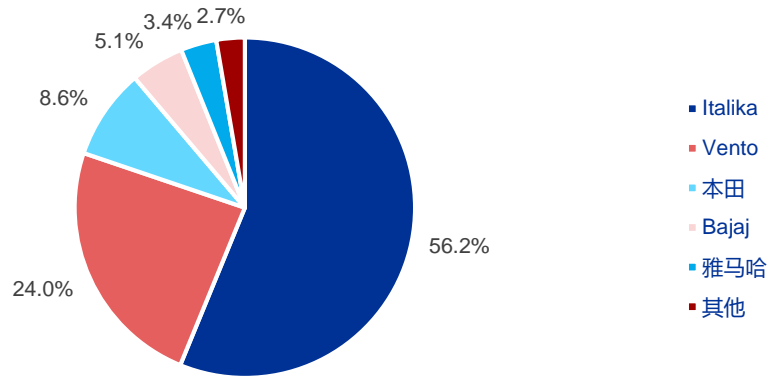
表 6：2025 年哥伦比亚摩托车市场主要品牌

排名	品牌	销量 (辆)	份额
1	BAJAJ	185764	16.5%
2	AKT	177802	15.8%
3	雅马哈	167553	14.9%
4	川崎	167394	14.9%
5	本田	136514	12.1%
6	TVS	86265	7.7%
7	英雄	83416	7.4%
8	Victory	54488	4.8%
9	KYMCO	6969	0.6%
10	KTM	6871	0.6%

资料来源：ANDI 哥伦比亚全国企业家协会，申万宏源研究

**墨西哥市场 Italika 占据领先地位，公司逐步推进从代工到自有品牌的转型。**墨西哥对摩托车需求量较大，2025 年销量超 200 万台，是世界第六大摩托车市场。本土品牌 Italika 在当地市场具备绝对领先优势，根据墨西哥先驱报数据，2025 年 italika 在墨西哥销量份额达到 56.2%，本土品牌 Vento 以 24.0% 市占率位列第二，本田、Bajaj、雅马哈份额分别为 8.6%、5.1%、3.4%。隆鑫主要通过给 Italika 以 IKD 模式（散件出关运当地合作工厂组装）进行代工来布局墨西哥市场，而当前随着 Italika 代工竞争激烈，订单价格持续下行，公司代工订单有所承压，后续有望逐步向无极自有品牌转型。

图 27：Italika 在墨西哥摩托车市场销量份额占据领先地位 (%)

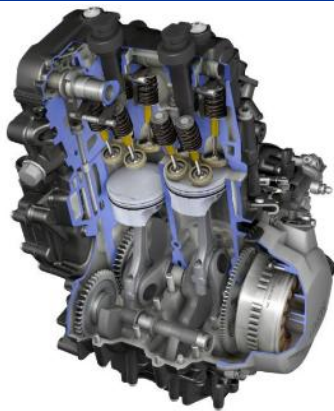


资料来源：El Herald de México 墨西哥先驱报，申万宏源研究

## 2.3 宝马代工积累经验，无极海外市场具备较强竞争力

与宝马深度合作 20 余年，在发动机及整车领域积累丰富经验。早在 2005 年，隆鑫就与宝马公司合作生产 650cc 大排量摩托车发动机。此后又于 2013 年 10 月和 2015 年 3 月陆续与宝马公司签署了关于大排量发动机和大排量踏板摩托车生产合作的协议。2017-2018 年，公司生产的 850CC 双缸发动机、C400X 踏板摩托车整车正式向宝马交付，双方合作进一步向更大排量的发动机及整车拓展。2024 年 5 月，隆鑫与宝马新发动机项目正式签约，标志着双方合作进入新阶段。自 2005 年以来，隆鑫通用累计向宝马供应 650cc、850cc 发动机超 33.5 万台，350cc 踏板摩托车 9 万余辆。经过长时间的合作，隆鑫在大排量发动机及整车领域具备了丰富的经验及技术积累，也为无极品牌发力中大排量市场打下了坚实的基础。

图 28：隆鑫为宝马 F750GS/F850GS 摩托车代工的 850cc 发动机



资料来源：宝马官网，申万宏源研究

图 29：隆鑫为宝马代工的 C400X 踏板摩托车整车



资料来源：宝马官网，申万宏源研究

无极品牌多排量覆盖，品牌口碑积累持续提升影响力。以公司当前份额最高的西班牙市场为例，公司在西班牙市场布局 ADV、街车、踏板 大产品线，覆盖 cc-cc 跨骑、

110cc-400cc 踏板全系列产品。得益于强大的制造能力，无极持续在海外推出爆款产品，从 DS525X、SR16 的“市场反响超预期”，到市场对 DS900X 形成“理应大卖”的普遍期待，再到 DS800Rally、SR450X “必定爆款”的信念。2026 年 1-4 月，公司有 DS800X、DS900X、DS625X 三款车型位列西班牙跨骑类摩托车销量前四，证明公司在核心赛道具备持续打造爆款的能力。

**图 30：无极在西班牙市场主要布局 ADV、街车、踏板 3 大产品线**



资料来源：无极西班牙官网，申万宏源研究

公司产品在海外市场性价比优势显著。以公司的爆款产品 DS800Rally 为例，在西班牙市场售价约 7888 欧元，与同规格的产品（约 800cc 的 ADV）相比，无极产品较春风、钱江、凯越等国内出海品牌有一定价格优势，而与本田、雅马哈、宝马等西班牙市场销量靠前的海外品牌相比价格优势更为明显，同时在最大功率、最大马力等核心性能上更优于海外品牌，具备较强性价比优势。

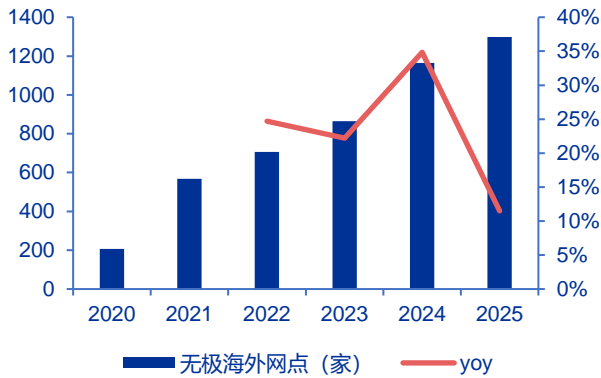
**表 7：无极 DS800 RALLY 在类似规格摩托车产品中价格优势显著**

品牌	无极	春风	钱江	凯越	本田	雅马哈	宝马
图片							
车型	DS800 RALLY	800MT-X	800 RX	800X RALLY	XL 750 Transalp	T700	F800 GS
西班牙市场售价 (欧元)	<b>7888</b>	9995	8999	9499	9990	11199	11180
排量 (cc)	798	799	799	799	755	689	895
发动机气缸数	2	2	2	2	2	2	2
最大功率(kW)	70	70	73	70	67.5	54	64
最大功率转速(rpm)	9000	9000	9000	9000	9500	9000	6750
最大马力(ps)	95.2	95	95	95	91.8	73.4	87
最大扭矩(N·m)	81	87	86	80	75	68	91

资料来源：摩托范，各品牌海外官网，申万宏源研究

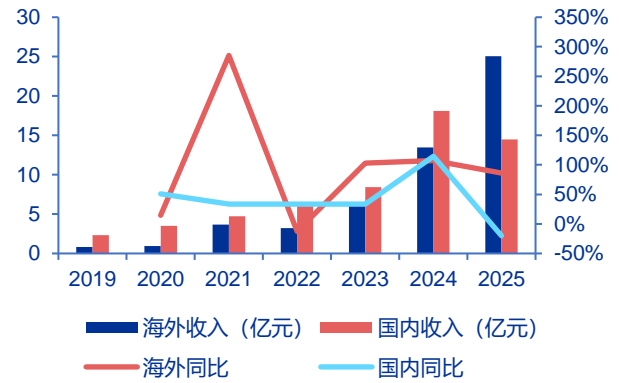
**无极海外渠道网络持续拓展，带动海外收入高增。**截至 2025 年末，无极品牌海外销售网点已累计达到 1299 家，同比增长 12%，实现对欧洲市场的全面覆盖，2020 年以来公司海外销售网点保持高速扩张趋势。在渠道扩张背景下，无极品牌海外收入高速增长，2025 年达到 25.07 亿元，同比增长 86%，2019-2025 年 CAGR 达到 76%，显著高于无极品牌国内收入 36%的复合增速。

**图 31: 无极海外网点保持双位数增长 (家, %)**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 32: 无极海外收入高增, 2025 年超 25 亿(亿元, %)**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3. 多元化布局，构建全场景出行生态

#### 3.1 全地形车：完善产品矩阵，打开市场空间

全地形车分为三大类，适用不同使用场景。全地形车可以分为 ATV、UTV、SSV 三大类，ATV (All-Terrain Vehicle) 采用类似摩托车的跨坐式设计，以单人乘坐为主，通常用于窄林道、爬坡、个人通勤、轻农活等场景，价格相对较低；UTV (Utility Terrain Vehicle) 采用类似汽车的并排座椅设计，可容纳 2-4 人，并配有防滚架及货斗，适用于农场、工地、拉货、载人作业等场景，价格略高于 ATV；SSV (Side-by-Side Vehicle) 本质是性能更高的 UTV，结构造型上与 UTV 较为类似，但越野娱乐属性更强，因此价格通常也更高。

表 8：全地形车分类

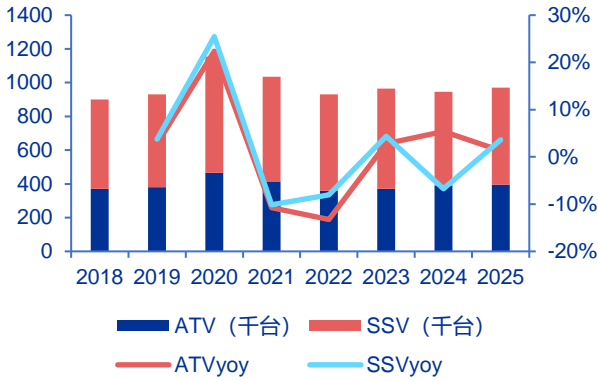
	ATV	UTV	SSV
图片			
操控方式	摩托车把式	方向盘 + 踏板	方向盘 + 踏板
坐姿	跨坐	并排座	并排座
防滚架	无	有 (基础)	有 (加强 / 全笼式)
安全带	无	标配	标配
货斗	无	可翻卸货斗	小固定平台/无斗
悬挂行程	中等	短-中等	长行程
常见动力	300-700cc	500-1000cc	800-2000cc
主打用途	窄林道、爬坡、个人通勤、轻农活	农场、工地、拉货、载人作业	沙漠、高速越野、穿越、比赛
价格	低	中	高

资料来源：北极星官网，申万宏源研究

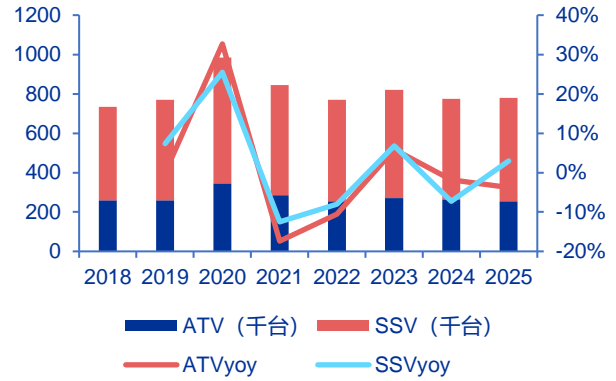
**全球全地形车市场稳中有升，北美品牌占据主要市场份额。**根据北极星年报披露数据，2025 年全球全地形车销量 97.0 万台，同比+3%，其中 ATV 39.5 万台，同比+1%，SSV (包含 UTV) 57.5 万台，同比+4%，SSV/UTV 占比达到 59%，成为主力车型。北美则是全地形车最大消费市场，2025 年销量 78.0 万台，占到全球总量的 80%，ATV、SSV/UTV 分别为 25.5、52.5 万台。从竞争格局来看，北美品牌庞巴迪、北极星占据全球近 60% 的高端市场份额，日本本田、雅马哈紧随其后，而包括隆鑫通用、春风动力、涛涛车业在内的中国品牌则以代工和中低端产品为主，正在逐步抢占市场份额。

图 33：全球全地形车市场规模近年来稳中有升 (千台, %)

图 34：美国全地形车市场规模 (千台, %)



资料来源：北极星年报，申万宏源研究



资料来源：北极星年报，申万宏源研究

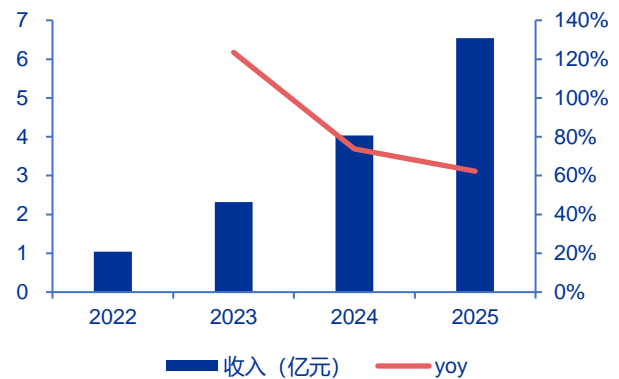
**隆鑫全地形车以 ATV 为主 UTV 为辅，持续拓展产品覆盖。**在 ATV 产品布局方面，公司以“全排量覆盖、全场景适配、全维度进阶”为产品战略，构建起从 200cc 到 1000cc 的完整排量矩阵，全面覆盖从基础实用、多元休闲到专业极致的各类场景，并针对细分市场推出 MUD 版、森林版、河沟版等专属车型。在 UTV 方面，公司已布局 UWOLF1000 及 UWOLF1000L 两款车型，完善在高端领域的产品布局。在渠道方面，隆鑫全地形车借助无极品牌在欧洲、拉美等市场已建立的影响力与渠道网络，实现更快速、更低成本的市场渗透，加速 LONCIN 品牌在海外消费者中的认知建立与信任获取。后续随着隆鑫全地形车品牌力及产品布局的提升，公司也将布局美国市场，进一步打开全地形车市场空间。

图 35：隆鑫主要布局 ATV 和 UTV 产品



资料来源：隆鑫英国官网，申万宏源研究

图 36：隆鑫全地形车收入高速增长，25 年实现收入 6.54 亿元 (亿元，%)



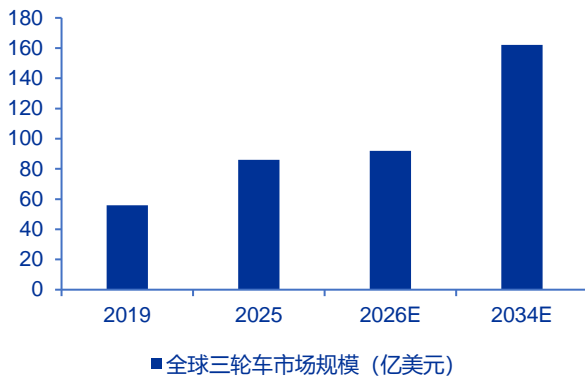
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 三轮车：瞄准发展中国家和地区刚需市场

**全球三轮车市场稳步增长，需求主要集中在发展中国家和地区。**根据 Dataintel 咨询数据，2025 年全球三轮车市场规模约 86 亿美元，2019-2025 年 CAGR 为 7%，预计未来仍将保持 7% 的复合增速，到 2034 年市场规模将达到 162 亿美元。与摩托车市场不同，三轮车市场主要集中在发展中国家和地区，主要因这类地区通常公共交通不完善、城区交通

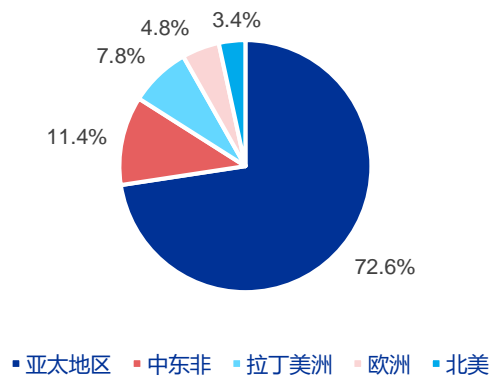
较为拥堵、基础设施相对较差，有相当部分人口把三轮车作为通勤、客运、货运工具，其相对于其他交通工具具备一定便利性。根据 Dataintel 咨询数据，72.6%三轮车市场来自亚太地区、中东非、拉美分别占比 11.4%、7.8%，而欧洲和北美仅占 4.8%、3.4%。

图 37：全球三轮车市场稳步增长（亿美元）



资料来源：Dataintel 咨询数据，申万宏源研究

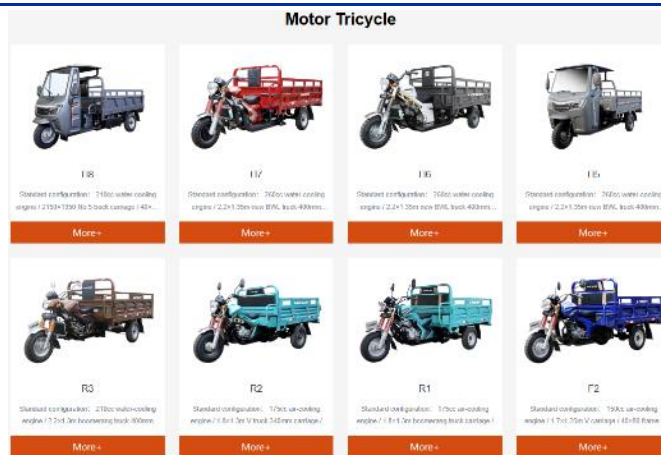
图 38：三轮车主要市场以发展中国家和地区为主（%）



资料来源：Dataintel 咨询数据，申万宏源研究

**隆鑫三轮车业务高速增长，发力新兴市场地区。**2025 年，公司三轮车业务实现销售收入 18.28 亿元，同比增长 32.47%，创历史新高；其中出口销售收入 10.55 亿元，同比增长 65.95%，海外市场成为三轮车业务核心增长引擎。同时，公司抓住三轮车市场特征，精准切入发展中国家的“刚需”本质，即不止于出行，更是生产工具的蓝海市场，在海外市场增速领跑行业，西非、美洲等重点区域销量实现大幅增长，成功进驻印度、苏丹、刚果金等新兴市场，顺利完成老挝市场电动三轮业务布局。未来隆鑫三轮车业务有望与无极摩托车业务在渠道、营销等方面互相借势，打开更大市场空间。

图 39：隆鑫通用部分三轮车产品

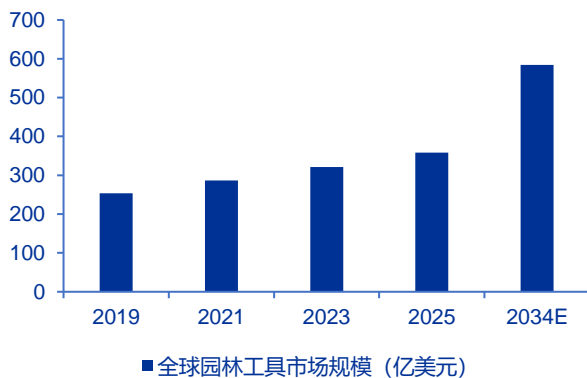


资料来源：隆鑫通用官网，申万宏源研究

### 3.3 通用机械：发力园林机械等赛道带来增量

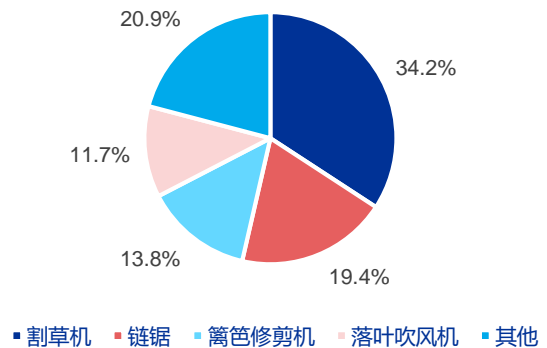
通用机械市场庞大，园林机械成为新兴增长点。通用机械产品种类繁多，市场容量较大，隆鑫产品主要涵盖通用动力、小型发电、园林机械等。其中，园林工具已成为行业新的增长点，根据 Dataintelo 咨询数据，2025 年全球园林工具市场规模约 358 亿美元，预计到 2034 年市场规模将达到 584 亿美元，CAGR 为 6%，其中 34.2% 为割草机类产品，包括传统推式割草机、自走式割草机、骑乘拖拉机、零转弯割草机、及机器人割草机等。

图 40：2025 年全球园林工具市场规模约 358 亿美元 (亿美元)



资料来源：Dataintelo 咨询数据，申万宏源研究

图 41：园林工具市场中割草机类产品占比 34%



资料来源：Dataintelo 咨询数据，申万宏源研究

隆鑫把握园林机械赛道，带动通用机械板块高增长。2025 年公司通用机械板块实现收入 43.55 亿元，同比增长 23.20%，其中北美、欧洲两大核心市场营收均大幅提升。公司持续优化产品结构，终端产品占比稳步提升，2025 年骑乘式割草车销量突破 6 万台，同比增长 83.06%，小型家用发电机组等核心品类市场表现也较为亮眼。2025 年隆鑫还在德国艾森纳赫园林园艺展上推出纯视觉智能割草机器人，公司在园林机械领域产品矩阵不断完善，核心竞争力持续增强。

图 42：隆鑫为 KUTTER 代工的骑乘式割草车产品



资料来源：KUTTER 官网，申万宏源研究

图 43：隆鑫自研的智能割草机器人



资料来源：隆鑫通用官网，申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 关键假设点

#### 关键假设点：

公司的主营业务是摩托车及发动机、通用动力机械产品的研发、生产及销售，产品主要包括两轮摩托车、全地形车、三轮摩托车、摩托车发动机、通用机械等。

**一、摩托车及发动机：**该部分业务包含摩托车、发动机两部分，摩托车又可分为无极摩托车、隆鑫全地形车、隆鑫三轮车、及其他摩托车业务。**无极摩托车**聚焦欧洲、拉美双核心市场，凭借公司优异的产品力，快速抢占市场份额，我们预计 2026-2028 年营收同比+30.0%、+25.0%、+20.0%；**隆鑫全地形车**随着公司完善产品矩阵，在欧洲、拉美市场快速扩张，我们预计 2026-2028 年营收同比+60.0%、+35.0%、+25.0%；**隆鑫三轮车**瞄准发展中国家和地区刚需市场，并于无极品牌在渠道等方面发挥协同，持续在新兴市场取得突破，我们预计 2026-2028 年营收同比+40.0%、+25.0%、+20.0%；**其他摩托车业务**主要包括宝马及通路车代工业务，受下游客户减单影响，增速相对较慢，我们预计 2026-2028 年营收同比-5.0%、+3.0%、+3.0%。**摩托车发动机业务**方面，公司搭建了行业最完备的动力平台，排量覆盖 110cc~1000cc，机型齐全，深度赋能下游各细分市场，我们预计 2026-2028 年营收同比+17.3%、+15.3%、+12.2%。随着公司更高毛利的自有品牌出海业务占比提升，我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 20.2%、20.4%、20.5%。

**二、通用机械产品：**公司通用机械产品主要涵盖通用动力、小型发电、园林机械等产品，公司持续优化产品结构，终端产品占比稳步提升，北美、欧洲两大核心市场收入占比提升，并把握园林机械等新兴细分赛道，我们预计 2026-2028 年营收同比+15.4%、+14.2%、+13.1%，2026-2028 年毛利率分别为 16.5%、16.5%、16.5%。

**三、其他业务：**其他业务主要包括除“摩托车+通机”外的部分非核心业务，我们预计整体保持较为稳健，2026-2028 年营收同比+5.0%、+5.0%、+5.0%，2026-2028 年毛利率分别为 17.0%、17.0%、17.0%。

表 9：公司分业务收入拆分及预测（单位：百万元/%）

	2024A	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	16,822	19,135	22,389	26,073	29,747
YOY	28.7%	13.7%	17.0%	16.5%	14.1%
营业成本（百万元）	13,864	15,494	18,074	21,002	23,935
YOY	30.2%	11.8%	16.7%	16.2%	14.0%
毛利（百万元）	2,958	3,641	4,315	5,070	5,812
毛利率（%）	17.6%	19.0%	19.3%	19.4%	19.5%
<b>一、摩托车及发动机</b>					
营业收入（百万元）	12,688	14,127	16,680	19,613	22,498
YOY	.%	.%	.%	.%	.%

其中：

1) 摩托车	10,338	11,314	13,380	15,810	18,231
YOY	40.1%	9.4%	18.3%	18.2%	15.3%
无极 VOGE 摩托车	3,154	3,954	5,140	6,425	7,710
YOY	111.4%	25.4%	30.0%	25.0%	20.0%
隆鑫 LONCIN 全地形车	403	654	1,046	1,413	1,766
YOY	73.7%	62.3%	60.0%	35.0%	25.0%
隆鑫 LONCIN 三轮车		1,828	2,559	3,199	3,839
YOY		32.5%	40.0%	25.0%	20.0%
宝马业务	901				
YOY	-1.1%				
其他摩托车	5,880	4,878	4,634	4,773	4,916
YOY	23.9%	-17.0%	-5.0%	3.0%	3.0%
2) 摩托车发动机 (百万元)	1,932	2,813	3,300	3,803	4,267
YOY	15.7%	45.6%	17.3%	15.3%	12.2%
销量 (万台)	146	185	212	240	264
YOY	18.4%	26.6%	15.0%	13.0%	10.0%
单价 (元)	1,325	1,524	1,555	1,586	1,618
YOY	-2.3%	15.0%	2.0%	2.0%	2.0%
3) 其它	418				
YOY	0.3%				
营业成本 (百万元)	10,411	11,306	13,310	15,612	17,886
YOY	33.9%	8.6%	17.7%	17.3%	14.6%
毛利 (百万元)	2,277	2,821	3,369	4,001	4,612
毛利率 (%)	17.9%	20.0%	20.2%	20.4%	20.5%
<b>二、通用机械产品</b>					
营业收入 (百万元)	3,535	4,355	5,024	5,739	6,492
YOY	29.3%	23.2%	15.4%	14.2%	13.1%
销量 (万台)	367	387	433	485	543
YOY	35.2%	5.3%	12.0%	12.0%	12.0%
单价 (元)	963	1,127	1,160	1,184	1,195
YOY	-4.4%	17.0%	3.0%	2.0%	1.0%
营业成本 (百万元)	2,923	3,646	4,195	4,792	5,421
YOY	35.1%	24.7%	15.1%	14.2%	13.1%
毛利 (百万元)	611	709	829	947	1,071
毛利率 (%)	17.3%	16.3%	16.5%	16.5%	16.5%
<b>三、其他业务</b>					
营业收入 (百万元)	600	653	686	720	756
YOY	-30.7%	8.9%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本 (百万元)	530	543	569	598	628
YOY	-24.7%	2.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利 (百万元)	70	111	117	122	129
毛利率 (%)	11.7%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 相对估值

公司的主营业务是摩托车及发动机、通用动力机械产品的研发、生产及销售。考虑到公司主营业务性质，我们选择**春风动力**、**钱江摩托**、**涛涛车业**作为可比公司。春风动力主营业务是全地形车、燃油摩托车、电动两轮车的研发、生产与销售，与公司业务基本一致；**钱江摩托**主要产品是摩托车、全地形车、电动自行车，也与公司业务基本一致；**涛涛车业**主要产品是电动自行车、电动滑板车、电动平衡车、越野摩托车、全地形车，与公司业务类似。

我们预计公司 2026-2028 年可以实现营业收入 223.89/260.73/297.47 亿元，同比分别增长 17.0%、16.5%、14.1%，预计可实现归母净利润 21.03/25.28/29.46 亿元，同比分别增长 27.7%、20.2%、16.5%。对应公司 2026 年 PE 为 12 倍，我们选取的可比公司对应 2026 年平均 PE 为 17 倍，对应当前市值有 38%增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10: 可比公司相对估值表 (2026 年 6 月 15 日收盘价)

股票代码	公司名称	收盘价	EPS			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603129	春风动力	223.31	14.76	18.70	23.41	15	12	10
000913	钱江摩托	12.29	0.74	0.93	0.81	17	13	15
301345	涛涛车业	216.00	11.22	15.07	19.59	19	14	11
	平均					17	13	12
603766	隆鑫通用	12.58	1.02	1.23	1.43	12	10	9

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 除隆鑫通用采用申万盈利预测外, 其他可比公司 EPS 均采用 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**1、市场竞争加剧风险：**摩托车海外市场竞争激烈，日本、印度、中国、欧洲等地品牌各具竞争优势，公司在欧洲、拉美正处于抢占市场份额的阶段，若市场竞争加剧，可能对公司扩张产生负面影响，对公司收入、业绩产生影响。

**2、海外经营环境变动风险：**2025 年公司实现海外收入 128.03 亿元，海外收入占比达 66.9%。公司海外收入占比较高，若海外贸易环境或税收政策发生变动，可能对公司海外收入、业绩产生影响。

**3、新产品销售及利润不及预期风险：**公司在无极摩托车、隆鑫全地形车持续推新，且近年来新品销售表现优异，若后续公司推出的新款车型未能达到预期的销售情况，可能会对公司收入、业绩产生影响。

表 11：合并利润表（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
一、 营业总收入	16822	19135	22389	26073	29747
其中： 营业收入	16822	19135	22389	26073	29747
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
二、 营业总成本	15421	17261	20011	23195	26382
其中： 营业成本	13864	15494	18074	21002	23935
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	333	409	479	557	636
销售费用	274	306	347	391	446
管理费用	595	714	784	886	982
研发费用	513	469	493	548	595
财务费用	-157	-131	-166	-189	-211
加： 其他收益	119	96	120	120	120
投资收益	32	-22	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-77	-10	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	-76	-12	-50	-58	-57
资产减值损失（损失以“-”填列）	-111	22	-8	-5	-5
资产处置收益	1	4	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
三、 营业利润	1289	1952	2440	2935	3422
加： 营业外收入	3	7	10	10	10
减： 营业外支出	17	31	0	0	0
四、 利润总额	1276	1928	2450	2945	3432
减： 所得税	219	295	368	442	515
五、 净利润	1056	1632	2083	2503	2917
持续经营净利润	1056	1632	2083	2503	2917
终止经营净利润					

少数股东损益	-65	-15	-21	-25	-29
归属于母公司所有者的净利润	1121	1648	2103	2528	2946
六、其他综合收益的税后净额	-8	-4	0	0	0
七、综合收益总额	1048	1628	2083	2503	2917
归属于母公司所有者的综合收益总额	1115	1643	2103	2528	2946
八、基本每股收益	1	1	1	1	1
全面摊薄每股收益	1	1	1	1	1
当期发行在外总股数	2054	2054	2054	2054	2054

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

表 12：资产负债表（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6760	9332	10319	11381	12498
交易性金融资产	0	0	200	400	600
衍生金融资产	0	0	0	0	0
经营性应收款项	2426	2419	2696	3010	3324
应收票据、应收账款及应收款项融资	2026	2087	2365	2679	2993
应收账款	1588	1632	1910	2224	2538
应收票据及应收款项融资	438	455	455	455	455
其他应收款	320	248	248	248	248
预付款项	80	83	83	83	83
存货	1003	947	1111	1302	1493
合同资产	2	1	1	1	2
其他流动资产	1050	1113	1113	1113	1113
持有待售资产及其他	860	0	0	0	0
流动资产合计	12100	13810	15440	17207	19029
债权投资	0	0	0	0	0
其他债权投资	0	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0	0
长期股权投资	1	0	0	0	0
其他权益工具投资	0	0	0	0	0
其他非流动金融资产	4	4	4	4	4
投资性房地产	506	496	496	496	496
固定资产	2346	2084	1759	1412	1044
在建工程	209	126	126	126	126
无形资产类	636	550	511	472	433
无形资产	636	550	511	472	433
商誉	0	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0	0
长期待摊费用	22	21	21	21	21
递延所得税资产	161	189	189	189	189
其他非流动资产	41	26	26	26	26
使用权资产及其他	42	35	35	35	35



非流动资产合计	3969	3530	3166	2780	2372
资产总计	16069	17340	18606	19987	21401
短期借款	319	309	250	250	250
短期借款	301	0	240	240	240
一年内到期的非流动负债	18	309	10	10	10
交易性金融负债	0	0	0	0	0
经营性应付款项	3854	4081	4761	5532	6304
合同负债	491	363	363	363	363
其他应付款	983	1650	1650	1650	1650
其他流动负债	22	1025	1025	1025	1025
持有待售负债及其他	839	0	0	0	0
流动负债合计	6507	7429	8049	8820	9593
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	187	166	166	166	166
递延所得税负债	69	74	74	74	74
租赁负债及其他	25	27	27	27	27
非流动负债合计	281	266	266	266	266
负债合计	6788	7695	8316	9087	9859
股本	2054	2054	2054	2054	2054
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	48	48	48	48	48
减：库存股	0	0	0	0	0
其他综合收益	167	158	158	158	158
盈余公积	573	573	573	573	573
未分配利润	6336	6751	7417	8052	8723
专项储备及其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	9178	9584	10250	10885	11556
少数股东权益	103	61	40	15	-14
股东权益合计	9281	9645	10290	10900	11542
负债和股东权益总计	16069	17340	18606	19987	21401

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

表 13：现金流量表（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1056	1632	2083	2503	2917
计提的资产减值准备	111	-22	8	5	5
信用减值损失	76	12	50	58	57
固定资产折旧	391	435	545	567	589
无形资产摊销	113	68	39	39	39
长期待摊费用摊销	3	8	0	0	0



处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-1	-4	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“-”号列示）	77	10	0	0	0
财务费用（收益以“-”号列示）	-29	49	-166	-189	-211
投资损失（收益以“-”号列示）	-32	22	0	0	0
递延所得税资产减少（增加以“-”列示）	-38	-27	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“-”列示）	-11	5	0	0	0
存货的减少（增加以“-”列示）	-333	75	-172	-195	-196
经营性应收项目的减少（增加以“-”列示）	-678	-15	-329	-372	-371
经营性应付项目的增加（减少以“-”列示）	1397	611	680	771	772
其他-经营活动现金流	20	18	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	2122	2876	2738	3186	3602
收回投资所收到的现金	29436	14025	0	0	0
取得投资收益收到的现金	29	7	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	2	7	0	0	0
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	90			
收到其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	29466	14129	0	0	0
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	675	330	220	220	220
投资所支付的现金	29558	13993	200	200	200
支付其他与投资活动有关的现金	0	118	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0			
投资活动现金流出小计	30233	14440	420	420	420
投资活动产生的现金流量净额	-767	-312	-420	-420	-420
吸收投资收到的现金	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	360	320	250	10	10
收到其它与筹资活动有关的现金	561	1025	166	189	211
筹资活动现金流入小计	921	1345	416	199	221
偿还债务支付的现金	415	364	309	10	10
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	222	839	1437	1893	2275
支付的其它与筹资活动有关的现金	615	1370	0	0	0
筹资活动现金流出小计	1252	2573	1746	1903	2285
筹资活动产生的现金流量净额	-330	-1228	-1331	-1704	-2064
现金及现金等价物净增加额	1097	1343	987	1062	1118
货币资金的期初余额	4831	5927	9332	10319	11381
货币资金的期末余额	5927	7270	10319	11381	12498

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司

<http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。