下载日志已记录，仅供内部参考

聚力自主出海，摩托老将闪耀全球

隆鑫通用(603766)
资本货物/工业

■ 隆鑫通用深度报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘一鸣(分析师)	021-23154145	liuyiming@gtht.com	S0880525040050
管正月(分析师)	021-38032026	guanzhengyue@gtht.com	S0880521030003

评级: 增持

目标价格(元): 19.80

当前价格(元):	14.03

本报告导读:

公司聚焦自主品牌，从制造出口向品牌出海转型，随着欧洲与南美市场份额不断提升，无极品牌顺利打开全球市场。公司长期保持高分红，兼备分红与自主品牌出海的成长属性。

投资要点:

- **维持目标价 19.8 元，维持增持评级。**考虑国内竞争加剧、原材料上涨、汇率波动等因素，调整公司 2026-2028EPS 预测为 1.02（-0.08）元、1.20（-0.11）元、1.41（-0.14）元。公司自主中大排品牌无极新车加速放量，叠加海外市场不断拓展，参考可比公司估值，给予 2027 年 16.5 倍 PE，维持目标价 19.8 元，维持增持评级。
- **底蕴深厚的摩托车龙头企业，携手宝马强化中大排量制造能力。**公司拥有三十余年摩托车制造底蕴，长期为宝马代工发动机及整车，动力研发、整车制造积累扎实。宗申入主后，公司战略聚焦自主品牌，两轮车无极品牌脱颖而出，三轮车、全地形车快速放量，自主品牌在营收的占比不断提升，盈利能力持续改善。
- **无极品牌加速全球布局，欧洲与拉美市场表现亮眼。**无极是公司打造的中高端自主品牌，覆盖 ADV、巡航、踏板、仿赛主流品类，产品矩阵持续丰富，叠加全球市场的拓展，逐步进入新车与品牌收获期。无极是中国摩托车自主品牌出海标杆，2026 年上半年欧洲五国合计上牌市占率达到 5.79%，是首个市占率突破 5%的中国摩托品牌，意大利、西班牙等重点国家销量高速增长。拉美市场实现突破，哥伦比亚销量大幅增长，巴西市场完成从 0 到 1 的落地。随着新品持续迭代、海外渠道网点进一步铺开，全球市场有望持续贡献增量。
- **持续保持高分红，资产置换稳步推进。**公司 2025 年全年现金分红 14.37 亿元，分红率高达 87.2%，公司持续保持高分红政策，着力股东回报。公司注重员工激励，2025 年推出员工持股计划绑定核心管理与技术团队，利益深度绑定上市公司发展。公司与宗申的资产置换稳步推进，资产置换后有望进一步聚焦摩托车，强化公司在摩托车行业的龙头地位。
- **风险提示:** 全球宏观经济放缓风险、贸易摩擦风险、汇率波动风险、资产置换不及预期风险。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	16,822	19,135	21,175	24,150	27,489
(+/-)%	28.7%	13.7%	10.7%	14.1%	13.8%
净利润(归母)	1,121	1,648	2,088	2,461	2,887
(+/-)%	92.2%	47.0%	26.7%	17.8%	17.3%
每股净收益(元)	0.55	0.80	1.02	1.20	1.41
净资产收益率(%)	12.2%	17.2%	21.4%	24.5%	27.7%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	25.70	17.49	13.80	11.71	9.98

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

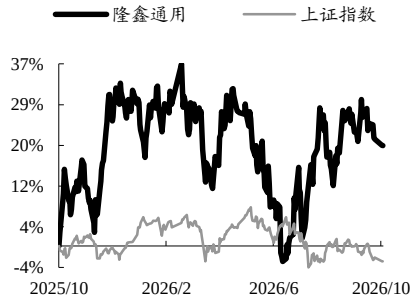
交易数据

52 周内股价区间(元)	11.30-16.55
总市值(百万元)	28,811
总股本/流通 A 股(百万股)	2,054/2,054
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	9,148
每股净资产(元)	4.45
市净率(现价)	3.1
净负债率	-106.24%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	14%	20%
相对指数	1%	20%	23%

相关报告

无极与全地形车放量，自主品牌不断向上 2026.08.23
一季报符合预期，自主品牌持续提升 2026.05.05
年报符合预期，出口及大排量高增 2026.04.20
Q3 符合预期，出口高增和品牌向上延续 2025.11.02

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,760	9,332	9,488	10,091	10,849
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	1,606	1,650	1,774	2,015	2,286
存货	1,003	947	1,035	1,173	1,326
其他流动资产	2,731	1,882	1,958	2,076	2,208
流动资产合计	**12,100**	**13,810**	**14,255**	**15,355**	**16,670**
长期投资	1	0	0	0	0
固定资产	2,346	2,084	2,121	2,156	2,185
在建工程	209	126	176	226	276
无形资产及商誉	636	550	526	501	475
其他非流动资产	776	770	765	765	765
非流动资产合计	**3,969**	**3,530**	**3,589**	**3,649**	**3,701**
总资产	**16,069**	**17,340**	**17,844**	**19,004**	**20,370**
短期借款	301	0	0	0	0
应付账款及票据	3,399	3,606	3,907	4,426	5,004
一年内到期的非流动负债	18	309	259	259	259
其他流动负债	2,789	3,514	3,630	3,981	4,372
流动负债合计	**6,507**	**7,429**	**7,795**	**8,666**	**9,635**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	25	27	27	27	27
其他非流动负债	256	240	233	233	233
非流动负债合计	**281**	**266**	**260**	**260**	**260**
总负债	**6,788**	**7,695**	**8,055**	**8,926**	**9,894**
实收资本(或股本)	2,054	2,054	2,054	2,054	2,054
其他归母股东权益	7,124	7,530	7,695	8,009	8,377
归属母公司股东权益	**9,178**	**9,584**	**9,748**	**10,062**	**10,431**
少数股东权益	103	61	41	16	45
股东权益合计	**9,281**	**9,645**	**9,789**	**10,078**	**10,476**
总负债及总权益	**16,069**	**17,340**	**17,844**	**19,004**	**20,370**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,122	2,876	2,687	3,354	3,927
投资活动现金流	-767	-312	-549	-604	-650
筹资活动现金流	-330	-1,228	-1,884	-2,147	-2,519
汇率变动影响及其他	71	6	-97	0	0
现金净增加额	1,097	1,343	156	603	758
折旧与摊销	525	526	529	583	641
营运资本变动	385	671	118	364	402
资本性支出	-673	-323	-579	-628	-678

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**16,822**	**19,135**	**21,175**	**24,150**	**27,489**
营业成本	13,864	15,494	16,944	19,198	21,704
税金及附加	333	409	423	483	550
销售费用	274	306	339	386	412
管理费用	595	714	741	869	990
研发费用	513	469	519	592	673
EBIT	**1,251**	**1,813**	**2,339**	**2,772**	**3,330**
其他收益	119	96	106	121	137
公允价值变动收益	-77	-10	0	0	0
投资收益	32	-22	21	24	27
财务费用	-157	-131	-93	-94	-100
减值损失	-186	10	3	3	3
资产处置损益	1	4	4	5	5
营业利润	**1,289**	**1,952**	**2,435**	**2,869**	**3,433**
营业外收支	-14	-25	-3	-3	-3
所得税	219	295	365	430	515
净利润	**1,056**	**1,632**	**2,067**	**2,436**	**2,916**
少数股东损益	-65	-15	-21	-24	29
归属母公司净利润	1,121	1,648	2,088	2,461	2,887

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	12.2%	17.2%	21.4%	24.5%	27.7%
ROA(%)	7.0%	9.8%	11.8%	13.2%	14.8%
ROIC(%)	10.8%	15.4%	19.7%	22.7%	26.3%
销售毛利率(%)	17.6%	19.0%	20.0%	20.5%	21.0%
EBIT Margin(%)	7.4%	9.5%	11.0%	11.5%	12.1%
销售净利率(%)	6.3%	8.5%	9.8%	10.1%	10.6%
资产负债率(%)	42.2%	44.4%	45.1%	47.0%	48.6%
存货周转率(次)	16.3	15.9	17.1	17.4	17.4
应收账款周转率(次)	12.2	11.9	12.5	12.9	12.9
总资产周转周转率(次)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
净利润现金含量	1.9	1.7	1.3	1.4	1.4
资本支出/收入	4.0%	1.7%	2.7%	2.6%	2.5%
EV/EBITDA	6.91	10.30	6.84	5.67	4.60
P/E(现价&最新股本摊薄)	25.70	17.49	13.80	11.71	9.98
P/B(现价)	3.14	3.01	2.96	2.86	2.76
P/S(现价)	1.71	1.51	1.36	1.19	1.05
EPS-最新股本摊薄(元)	0.55	0.80	1.02	1.20	1.41
DPS-最新股本摊薄(元)	0.40	0.70	0.89	1.05	1.23
股息率(现价,%)	2.9%	5.0%	6.3%	7.5%	8.7%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 结论及投资建议 4
1.1. 投资建议 4
1.2. 盈利预测与估值 4
2. 中国摩托车老将，制造底蕴深厚 5
2.1. 中国摩托车老将，战略聚焦焕发新生机 5
2.2. 聚焦自主品牌，盈利能力不断改善 8
2.3. 股权激励激发员工动力，高分红重视股东回报 10
3. 从产品出口向品牌出海，无极闪耀全球 11
3.1. 细分赛道持续爆款，无极品牌闪耀全球 11
3.2. 欧洲市场：中大排核心市场，无极市占率破“5” 14
3.3. 拉美市场以小排量为主，无极实现销量突破 20
4. 三轮与四轮共振，提供增长新曲线 23
4.1. 全地形车强劲增长，产品矩阵不断完善 23
4.2. 三轮车出口快速增长，抓住新兴市场的“刚需”机遇 24
5. 风险提示 25

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 结论及投资建议

1.1. 投资建议

制造底蕴深厚，战略聚焦夯实业务基本盘。公司拥有三十余年摩托车制造底蕴，长期为宝马供应发动机及整车，动力研发、整车制造工艺积累扎实。经过历史资产减值出清后，公司战略聚焦摩托车主业，自主品牌的销量和收入占比持续提升，毛利率稳步改善。公司同时布局全地形、三轮车业务，进一步打开全球市场。

自主品牌无极表现亮眼，海外市场打开增量空间。无极作为公司高端中大排自主品牌，产品矩阵持续完善，覆盖 ADV、巡航、踏板、仿赛主流品类。无极已经成为国产中大排出海标杆，2026 年上半年欧洲五国合计上牌市占率达到 5.79%，是首个市占率突破 5%的中国摩托品牌，意大利、西班牙等重点国家销量高速增长。拉美市场实现突破，哥伦比亚销量大幅增长，巴西市场完成从 0 到 1 的落地，海外已经成为无极核心增长引擎。随着新品持续迭代、海外渠道网点进一步铺开，有望持续贡献业绩增量。

高分红属性凸显，与宗申的资产置换稳步推进，进一步巩固公司摩托车龙头地位。公司具备制造业稀缺的高分红特征，2025 年全年现金分红 14.37 亿元，分红率高达 87.2%，持续为股东兑现现金回报。股权层面，完成重整之后形成宗申新智造（产业资本）+渝富资本（地方国资）的股权结构，同时推出员工持股计划绑定核心管理与技术团队，利益深度绑定上市公司发展。后续资产置换落地后公司将进一步聚焦摩托车主业。

1.2. 盈利预测与估值

盈利预测假设：

我们预计隆鑫通用 2026-2028 年营收分别为 211.75 亿元、241.5 亿元、274.89 亿元，同比分别增长 10.7%、14.1%、13.8%。

1、**摩托车整车业务：**涵盖无极品牌、三轮车、全地形车、宝马代工及通路车贴牌业务。我们预计 2026-2028 年该板块业务营收分别为 128.7 亿元、151.1 亿元、175.7 亿元，同比增速分别为 13.7%、17.4%、16.3%。

2、**摩托车发动机业务：**公司核心动力技术平台持续实现突破，多款自研新技术发动机相继量产落地，核心技术壁垒不断夯实。我们预测 2026-2028 年摩托车发动机业务营收分别为 36.57 亿元、43.88 亿元、52.66 亿元，同比增速分别为 30%、20%、20%。

3、**公司通机产品：**受通用机械行业整体周期性下行、市场需求偏弱影响。我们预测 2026-2028 年通机业务营收保持在 40 亿元左右。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：公司收入业绩预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	16,822	19,135	21,175	24,150	27,489
同比增速	28.7%	13.7%	10.7%	14.1%	13.8%
归母净利（百万元）	1,121	1,648	2,088	2,462	2,901
同比增速	92.2%	47.0%	26.7%	17.9%	17.8%
毛利率	17.6%	19.0%	20.0%	20.5%	21.0%
净利率	6.3%	8.5%	9.8%	10.1%	10.5%
主要业务收入预测（百万元）					
摩托车整车	10,338	11,314	12,868	15,112	17,573
摩托车发动机及宝马代工	2,350	2,813	3,657	4,388	5,266
通用机械	3,535	4,355	4,000	4,000	4,000
其他	600	654	650	650	650

数据来源：隆鑫通用 2024-2025 年报，国泰海通证券研究。

维持目标价 19.8 元，维持增持评级。可比公司选取自主摩托车龙头企业钱江摩托、春风动力、涛涛车业，可比公司 2027 年平均 PE 为 14.9 倍，考虑公司自主中大排品牌无极新车加速放量，海外市场不断拓展，同时公司保持高分红政策，给予略高于可比公司平均的估值，给予公司 2027 年 16.5 倍 PE，维持目标价 19.8 元，维持增持评级。

表2：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
000913.SZ	钱江摩托	10.70	1.86	0.58	0.77	5.75	18.45	13.90
603129.SH	春风动力	287.06	10.92	14.95	18.95	26.29	19.20	15.15
301345.SZ	涛涛车业	228.00	7.49	11.05	14.62	30.44	20.63	15.60
	平均值					20.83	19.43	14.88

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。可比公司盈利预测来自国泰海通证券研究，收盘价为 2026 年 9 月 30 日

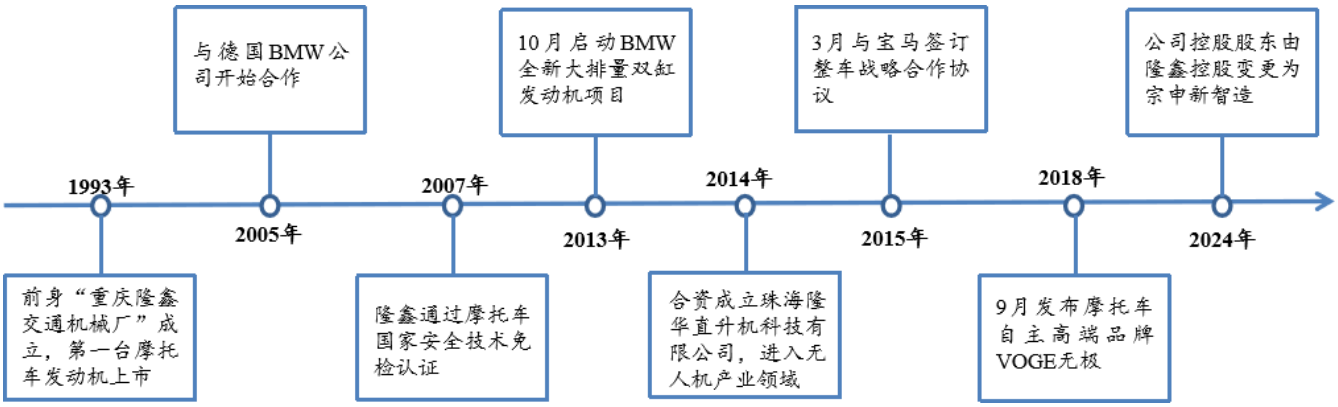
2. 中国摩托车老将，制造底蕴深厚

2.1. 中国摩托车老将，战略聚焦焕发新生机

中国摩托车老将，制造底蕴深厚。隆鑫通用成立于 1993 年，以发动机业务起家，2005 年与德国 BMW 公司开始合作，并在 2015 年与宝马签订整车战略合作协议，2018 年 9 月发布摩托车自主高端品牌 VOGE 无极，实现从代工向自主品牌转变。2024 年 7 月与重整管理人签署了《重整投资协议一》及补充协议，公司控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造。

下载日志已记录，仅供内部参考

图1：公司发展历程



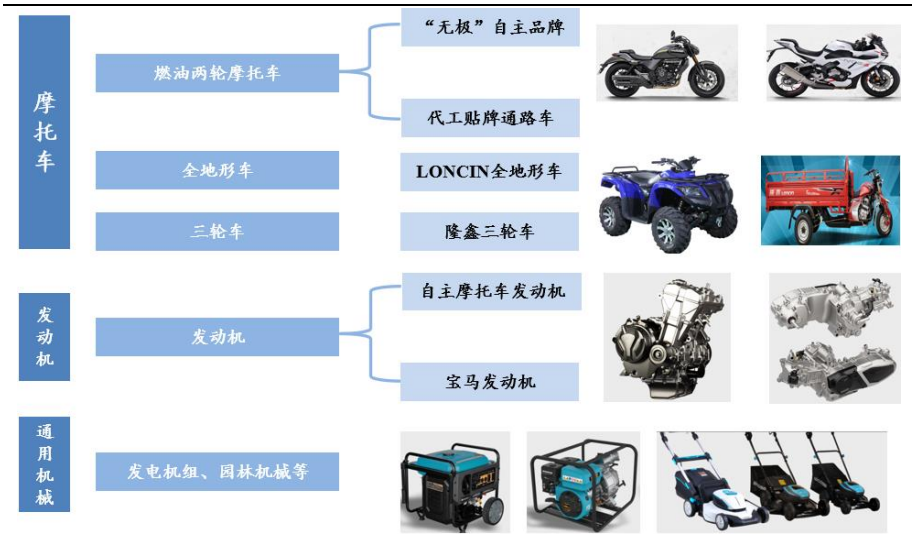
资料来源：隆鑫通用官网、隆鑫通用 2024/2025 年年报、国泰海通证券研究

聚焦“摩托车+通用机械”主业，产品矩阵日益丰富。（1）摩托车整车：1）两轮摩托车产品覆盖 110cc—900cc 跨骑、110cc—400cc 踏板全系列车型，可充分满足用户通勤代步、休闲玩乐的多元化出行需求。其中无极品牌 2026 年 H1 实现收入 23.7 亿元，同比增长 19.7%；代工贴牌通路车业务实现销售收入 18.3 亿元。2）全地形车主打 175cc—1000ccATV/UTV 及多场景定制车型，2026 年 H1 实现收入 5.7 亿元，同比增长 109.4%。3）三轮摩托车业务涵盖 110CC—300cc 全品类专用车型，精准切入发展中国家生产运输刚需市场。2026 年 H1 实现收入 10.2 亿元，同比增长 16.4%。

（2）摩托车发动机：排量覆盖 110cc～1000cc，机型齐全、适配整车及外部配套需求。2026 年 H1 自主摩托车发动机产品实现销售收入 16.0 亿元，同比增长 31.2%。

（3）通用机械：涵盖通用动力、小型发电、园林机械等产品，技术领先、实用性强，2026 年 H1 通用机械业务实现收入 18.5 亿元。

图2：公司产品矩阵



资料来源：隆鑫通用官网，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

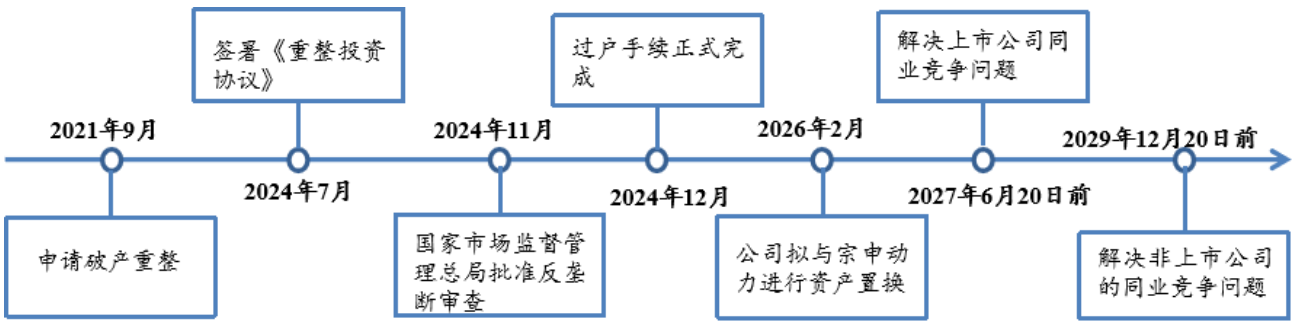
表3：隆鑫通用产品收入结构

	2024	2025	2026H1
摩托车整车（含三轮车/全地形车）			
营业收入（亿元）	103.4	113.1	59.7
占比	61.5%	59.1%	61.0%
无极 VOGE			
营业收入（亿元）	31.5	39.5	23.7
占比	18.8%	20.7%	24.2%
内销	18.1	14.5	9.5
外销	13.5	25.1	14.2
全地形车			
营业收入（亿元）	4.0	6.5	5.7
占比	2.4%	3.4%	5.8%
三轮车			
营业收入（亿元）	13.8	18.3	10.2
占比	8.2%	9.6%	10.5%
代工贴牌通路车+宝马业务			
营业收入（亿元）	54.0	48.8	20.1
占比	32.1%	25.5%	20.5%
自主摩托车发动机			
营业收入（亿元）	19.3	24.4	16.0
占比	11.5%	12.7%	16.4%
通用机械			
营业收入（亿元）	35.35	43.6	18.5
占比	21.0%	22.8%	18.9%
总收入	168.2	191.4	97.8

资料来源：隆鑫通用 2024-2025 年报，2026 年中报，国泰海通证券研究

宗申入主实现优势协同，资产置换强化摩托车龙头地位。2021 年 9 月，隆鑫控股陷入债务危机并申请破产重整。2024 年 7 月，隆鑫系公司与宗申新智造、渝富资本分别签署《重整投资协议》。2024 年 12 月，相关证券过户手续正式完成，宗申新智造出资 33.46 亿元收购隆鑫控股持有的 5.04 亿股隆鑫通用股票（占隆鑫通用总股本的 24.55%）；渝富资本出资 21.15 亿元收购隆鑫控股持有的 3.19 亿股隆鑫通用股票(占隆鑫通用总股本的 15.52%)。

图3：公司与宗申业务整合进程



资料来源：《隆鑫通用动力股份有限公司关于控股股东预重整进展暨签署预重整投资协议的公告》、《隆鑫通用动力股份有限公司关于控股股东重整进展暨部分股权过户、控股股东及实际控制人变更的公告》《隆鑫通用动力股份有限公司关于筹划资产置换暨关联交易的提示性公告》，国泰海通证券研究

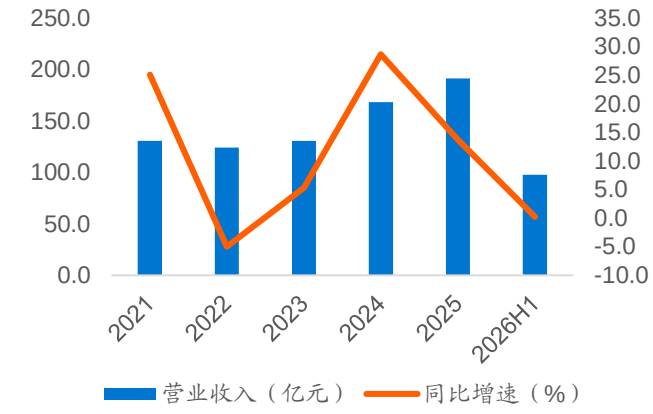
下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 2 月，为有效解决和宗申动力之间存在的同业竞争问题，实现业务聚焦与专业化发展，根据《隆鑫通用动力股份有限公司关于筹划资产置换暨关联交易的提示性公告》，公司拟与宗申动力进行资产置换。经初步筹划，公司拟置入的资产为宗申动力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），拟置出的资产为公司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），拟置入资产与拟置出资产的交易作价差额由一方向另一方以现金方式补足。

2.2. 聚焦自主品牌，盈利能力不断改善

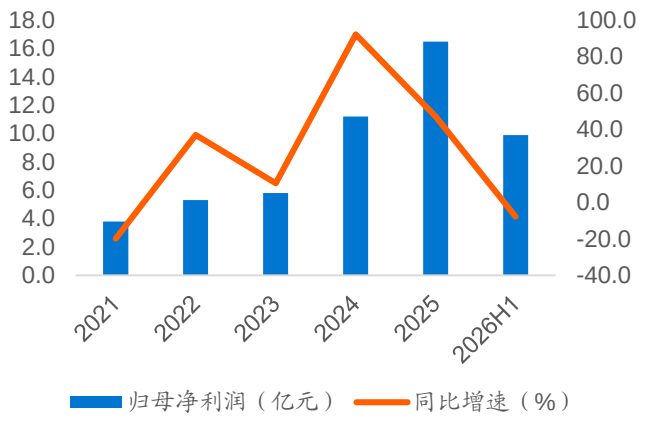
营收稳健增长，盈利表现亮眼。2021-2025 年公司营业收入由 130.6 亿元增长至 191.4 亿元，CAGR 约 10.0%；归母净利润由 3.8 亿元增长至 16.5 亿元，CAGR 达 44.4%，盈利增速显著跑赢营收。2026 年上半年在摩托车代工客户订单缩减、通机业务周期性波动压力下实现营收 97.8 亿元，受原材料价格持续上涨、人民币汇率波动等影响利润短期承压，实现归母净利润 9.9 亿元。

图4：隆鑫通用营业收入（亿元）与增速（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

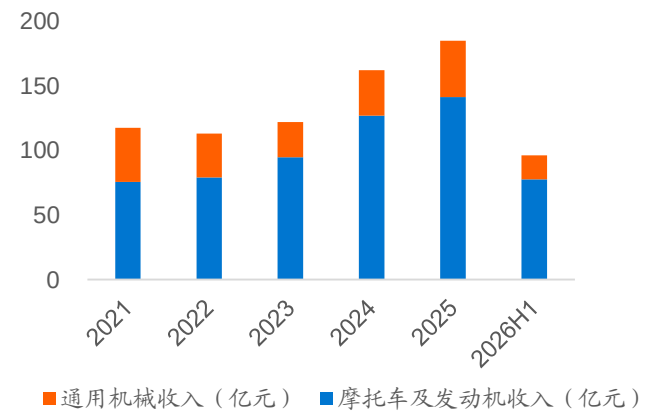
图5：隆鑫通用归母净利润（亿元）与增速（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

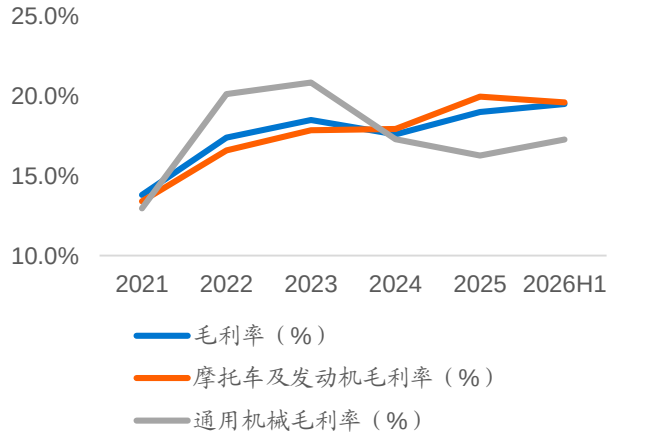
聚焦摩托车业务，毛利率稳步改善。公司收入主要由摩托车及发动机贡献，宗申入主叠加自主品牌战略聚焦，公司盈利能力不断改善，2021-2026H1 公司综合毛利率从 13.8%稳步提升至 19.5%。

图6：隆鑫通用主要收入来自摩托车及发动机



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图7：隆鑫通用分业务毛利率

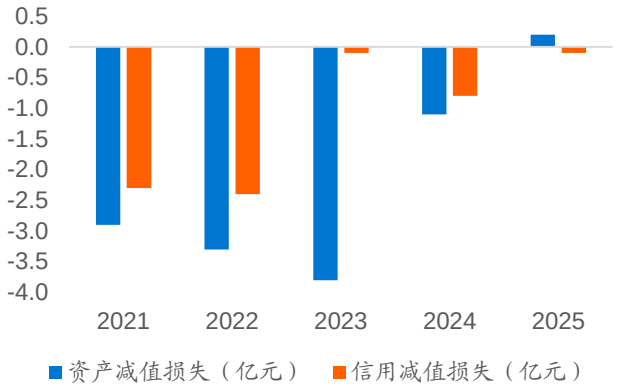


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

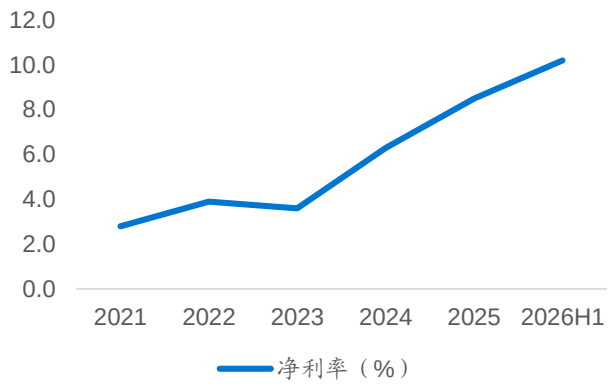
减值压力逐步消除，净利率不断修复。受意大利 CMD、珠海隆华、金业机械等减值影响，公司 2021-2025 年累计减值损失达 16.6 亿元。根据公司 2025 年年报，公司已实现对意大利 CMD 公司、金业机械公司的资产剥离，减值压力逐步消除。盈利能力实现稳步改善，2026 年上半年净利率达 10.2%。

图8：减值压力逐步消除



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图9：隆鑫通用净利率（%）稳步改善



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

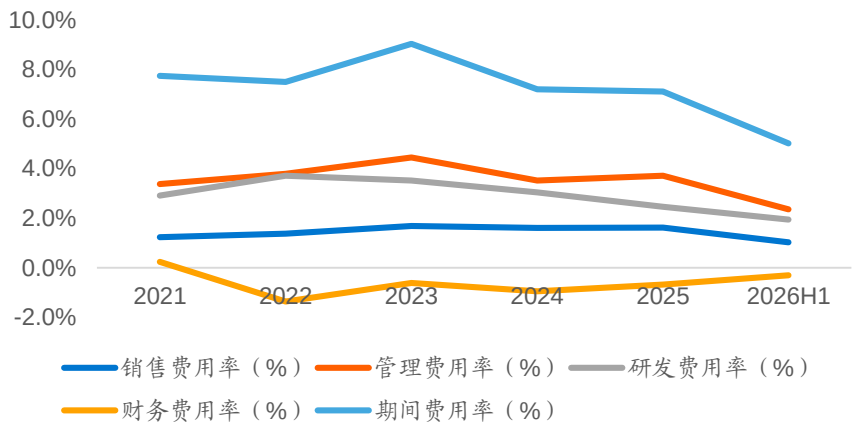
表4：隆鑫通用 2025 年资产剥离情况

	转让前股权	转让后股权	完成时间
意大利 CMD	67%	0%	2025 年 12 月 3 日
金业机械	66%	0%	2025 年 11 月 18 日
珠海隆华	50.0%	0%	2025 年 11 月 25 日

资料来源：隆鑫通用 2025 年年报，国泰海通证券研究

公司期间费用率保持稳定，研发投入精准。2021-2025 年，公司整体期间费用率稳定在 7%左右，研发费用率 2025 年为 2.5%。公司在研发上坚持“精准投入、强化核心”的策略，持续将资源向 VOGE 无极高端两轮摩托、LONCIN 全地形车等战略成长业务倾斜，保持高强度、系统化的研发投入，以巩固产品技术领先性，支撑全球化品牌布局与长期高质量发展。

图10：公司费用率保持平稳



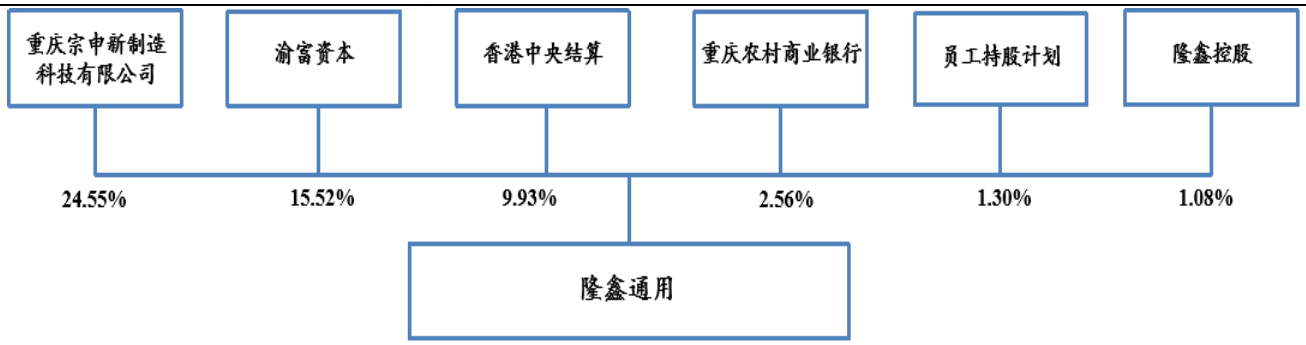
资料来源：wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3. 股权激励激发员工动力，高分红重视股东回报

产业资本与地方国资形成协同效应。2024 年公司完成控制权变更，宗申产业集团旗下重庆宗申新智造成为控股股东，持股 24.55%，左宗申为实际控制人；重庆渝富资本作为第二大股东持股 15.52%，形成产业资本叠加地方国资的股权格局。

图11：公司股权结构（截至 2026 年中报）



资料来源：wind，国泰海通证券研究

核心管理层稳定，宗申系主导战略、原业务团队负责经营。董事长李耀（现任宗申产业集团董事局副主席）统筹整体战略与产业协同，总经理龚晖带领内部资深高管团队负责日常经营，核心经营班子延续性较强，内控治理机制持续完善。

表5：隆鑫通用核心高管

姓名	职务	简介
李耀	董事长	宗申产业集团董事局副主席兼常务副总裁，摩托车行业资深产业管理者，曾任宗申集团多类高管岗位，同时担任宗申动力董事；2024 年 8 月任公司董事，2024 年 11 月出任董事长，主要统筹上市公司战略规划与产业资源协同。
龚晖	总经理	1970 年生，重庆大学工商管理硕士。公司内部成长的核心经营骨干，在隆鑫通用任职多年，历任副总经理、常务副总经理；2024 年 8 月担任总经理，全面负责上市公司日常经营管理，获重庆市制造业相关行业人物荣誉。
陈艺方	常务副总经理	2005 年加入隆鑫体系，深耕发动机业务线，历任发动机研究所院长、发动机事业部总经理；分管发动机及零部件、技术中心、精益制造中心。
黎军	副总经理	摩托车产业老兵，长期任职隆鑫通用，海外、大排量机车业务经验丰富；分管两轮摩托车整车业务。
余波	副总经理	公司信息化、数字化建设负责人，历任信息部部长、信息总监；分管数智化中心。
叶珂伽	董事会秘书	资深董秘，全程参与公司上市工作，多次斩获资本市场董秘类荣誉，分管证券事务中心。
王建超	副总经理兼财务总监	负责公司财务体系，分管财务管理中心，统筹上市公司财务、资金、核算工作。
张诚	副总经理	具备地方国资平台管理履历，分管公司风险管理中心，负责风控合规相关工作。

资料来源：隆鑫通用 2025 年年报，国泰海通证券研究

股权激励聚焦自主品牌业绩考核，激发员工动力。2025 年 12 月公司正式推出第三期员工持股计划，涉及不超过 500 人，本期持股计划的规模总额不超过 4 亿元。考核目标聚焦自主品牌营收表现，彰显公司对自主品牌发展的信心和动力。

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：隆鑫通用第三期员工持股计划考核目标

绩效指标	2026年度	2027年度	2028年度
自主品牌营业收入	较2025年度增长15%	较2026年度增长15%或者较2025年增长30%	较2027年度增长15%或者较2025年增长50%
营业收入	较2025年度增长10%	较2026年度增长10%或者较2025年增长20%	较2027年度增长10%或者较2025年增长30%
归属于上市公司股东净利润	较2025年度增长10%	较2026年度增长10%或者较2025年增长20%	较2027年度增长10%或者较2025年增长30%

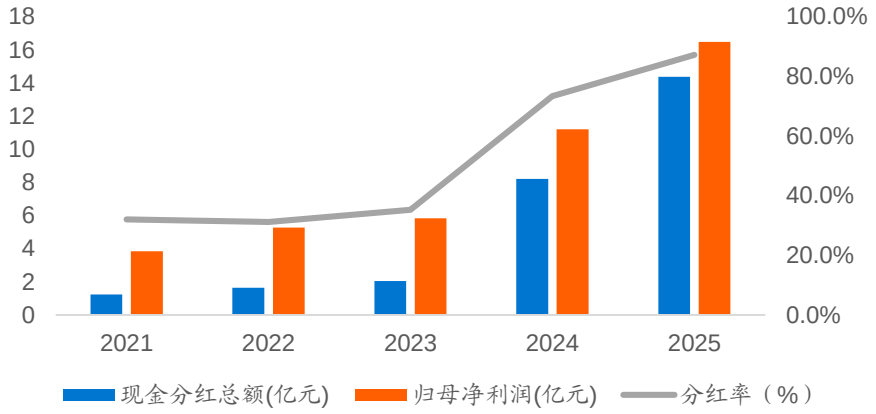
资料来源：隆鑫通用动力股份有限公司第三期员工持股计划（草案），国泰海通证券研究

注 1：以上“自主品牌营收”是指公司销售“隆鑫 LONCIN”四轮、“无极 VOGE”两轮摩托车等系列自有品牌产品所形成的营业收入。

注 2：2027 及 2028 年度目标为“或”关系，满足其中任一条件即视为该指标当年目标达成。

公司高度重视股东回报，现金分红力度持续加大。现金分红总额由 2021 年 1.23 亿元提升至 2025 年 14.37 亿元，分红率呈逐年上行态势。2024-2025 年，随着经营质量大幅改善、历史资产减值风险充分出清，公司分红力度显著加码，2025 年归母净利润 16.48 亿元，现金分红 14.37 亿元，分红率提升至 87.2%，体现管理层对公司现金流、后续经营的较强信心。

图12：公司高度重视分红



资料来源：wind，国泰海通证券研究

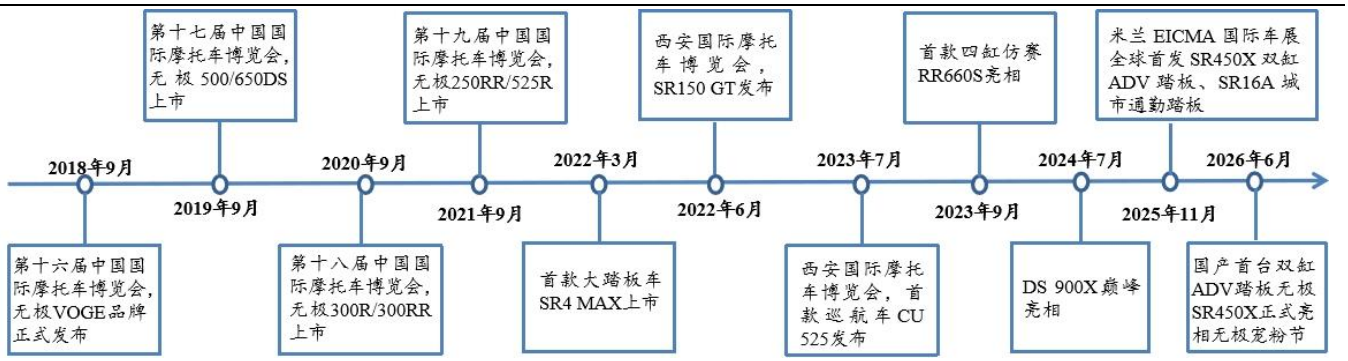
3. 从产品出口向品牌出海，无极闪耀全球

3.1. 细分赛道持续爆款，无极品牌闪耀全球

2018 年无极成立，开启公司中高端自主品牌。2018 年 9 月，第十六届中国国际摩托车博览会，无极 VOGE 品牌正式发布，之后持续落地新品，逐步完成多品类、多排量产品矩阵搭建。2019 年 9 月推出无极 500/650DS，扩充 ADV 车型产品线；2020 年 9 月上市 300R/300RR，布局中小排量街车与仿赛市场；2022 年 3 月推出品牌首款大踏板 SR4MAX，切入踏板细分市场；2023 年 7 月发布首款巡航车型 CU525，补齐巡航品类；同年 9 月亮相首款四缸仿赛 RR660S，标志品牌迈入四缸高性能车型赛道。2024 年 7 月 DS900X 完成亮相，品牌向上冲击大排量旗舰 ADV 市场。2025 年 11 月，米兰 EICMA 国际车展全球首发 SR450X 双缸 ADV 踏板、SR16A 城市通勤踏板，发力中大排量跨界踏板，SR450X 填补国产双缸 ADV 踏板空白。

下载日志已记录，仅供内部参考

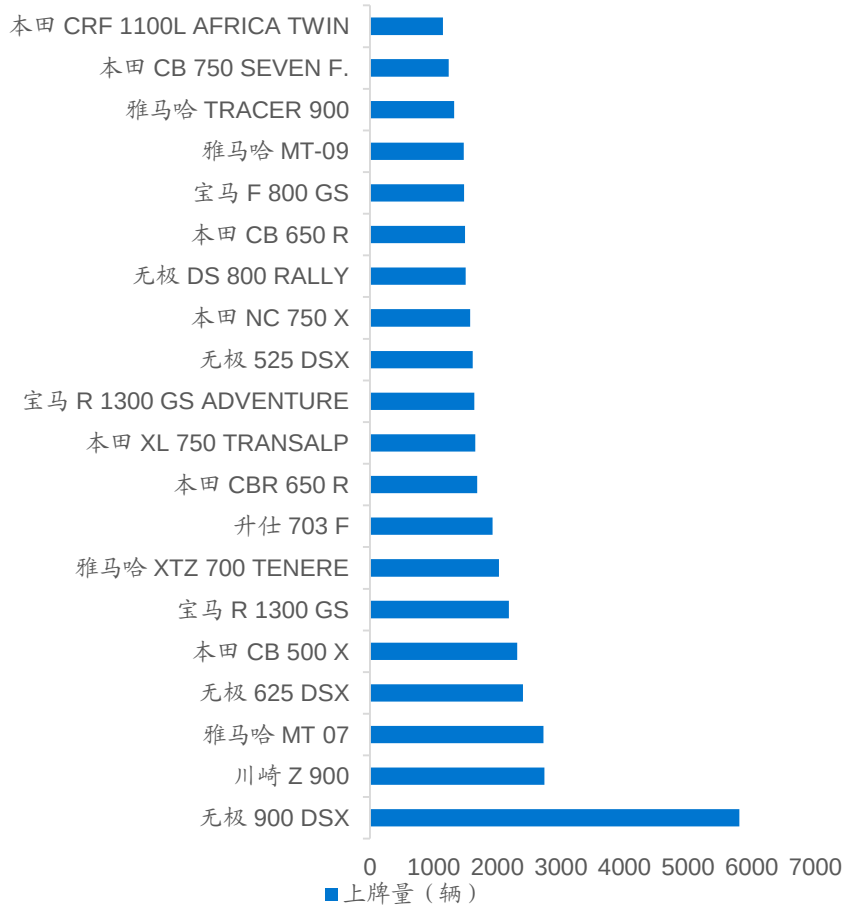
图13：无极发展历程



资料来源：公司官网，国泰海通证券研究

聚焦细分赛道持续打造爆款，精准把握全球差异化市场。公司持续夯实拉力、踏板、巡航三大优势品类，覆盖了从入门级到准公升级的主流排量段，公司具备可持续的爆款打造能力，并针对海内外市场的差异化需求实施精准产品与营销策略。海外市场聚焦踏板与休旅（ADV）两大核心品类，无极DS900X登顶西班牙2025摩托销量榜，上牌量高达5805辆。该车搭载与宝马F900GS同源的895cc直列双缸引擎，可爆发96.5匹最大马力、95N·m峰值扭矩。国内市场踏板、巡航车型表现亮眼，CU625上市仅半年销量即突破1万台。CU530、SR450X等全新车型上市后迅速成为市场爆款，SR450X搭载自研双缸发动机KSL400，成为全球中量级踏板市场极具竞争力的重量级选手。

图14：无极DS900X登顶西班牙2025摩托销量榜



资料来源：摩托范，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

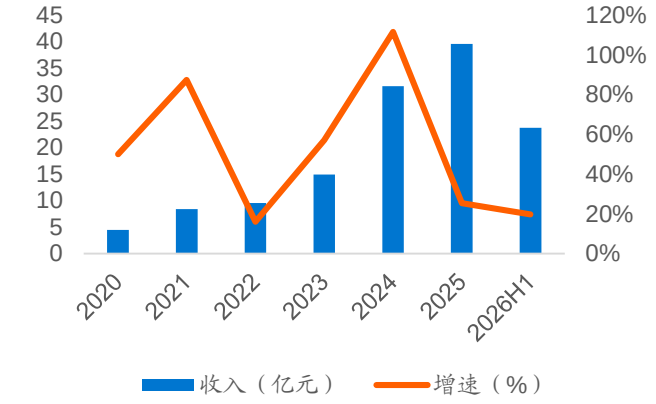
表7：隆鑫通用无极品牌产品矩阵

	车型	售价	示意图
巡航太子系列	CU250	￥16,480	
	CU530	￥21,980	
	CU525链条版	￥21,980	
	CU525都市版	￥26,666	
	CU525旅行版	￥27,188	
	CU625	￥26,666	
	CU625自动挡	￥27,980	
冒险休旅系列	DX525旷野版	￥36,366	
	DX625X	￥35,980	
	DX800X	￥43,980	
	DX900X	￥54,980	
踏板系列	SR4MAXPRO版	￥31,766	
	SR150R	￥10,980	
	SR450X	￥34,980	
	SR250GTII代PLAY版	￥15,980	
	SR150S	￥12,980	
	SR150CPro	￥13,980	
	SR4MAXPLAY版	￥31,766	
公路赛车系列	RR500S	￥28,980	
	RR660S	￥37,666	
	250RR	￥20,980	
	RR500S-巅峰版	￥30,980	

资料来源：无极官网，国泰海通证券研究

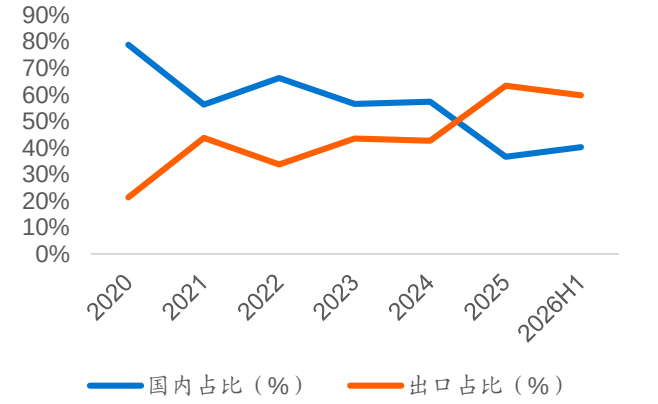
无极营收持续增长，全球化成效显著。2020-2025 年无极品牌整体营收保持高速增长态势，收入规模由 4.47 亿元扩张至 39.54 亿元，2026 年上半年继续延续增长态势，实现营收 23.69 亿元，同比增长 19.68%。业务重心逐步由国内市场转向海外市场，出口贡献 2025 年提升至 63%，海外业务成为核心增长引擎。

图15：无极品牌营收（亿元）及增速（%）表现



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

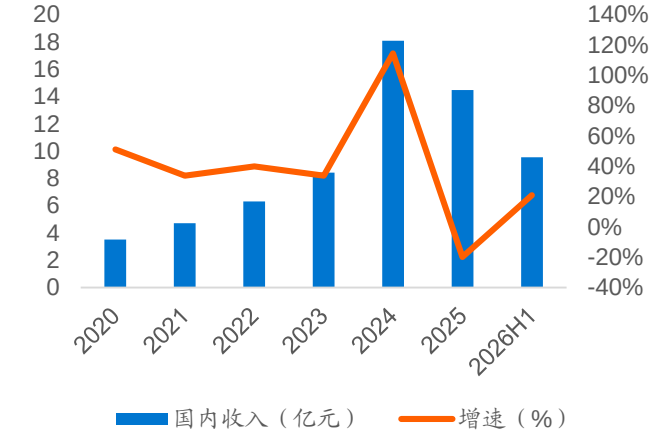
图16：海外业务成为核心增长引擎



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

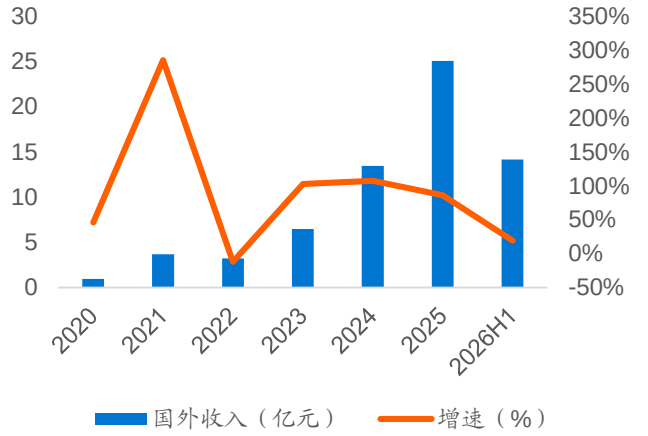
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：无极国内营收（亿元）及增速（%）表现



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

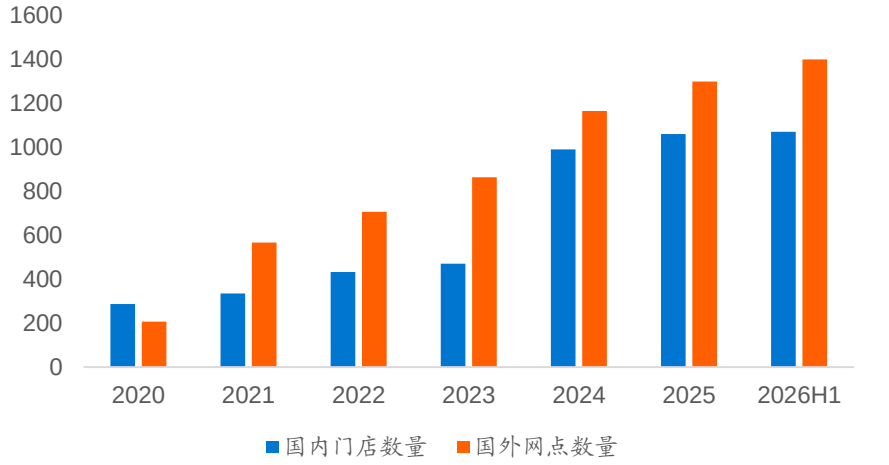
图18：无极出口营收（亿元）及增速（%）表现



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

国内外渠道建设同步推进，形成“欧洲+中南美洲”双核心海外市场布局。截至 2026 年上半年，无极国内销售网点共 1,070 个，主要分布在北京、陕西、江浙、西南等娱乐摩托车车型容量较大市场；公司海外销售网点布局持续推进，海外建成销售网点近 1,400 个，欧洲区域渠道规模保持高位，重点转向渠道质量优化，强化终端售后服务体系，着力提升终端运营质量与用户服务能力；拉丁美洲市场实现渠道数量突破，哥伦比亚上半年新增渠道网点 50 个，区域覆盖能力进一步扩大。

图19：无极国内外渠道建设情况



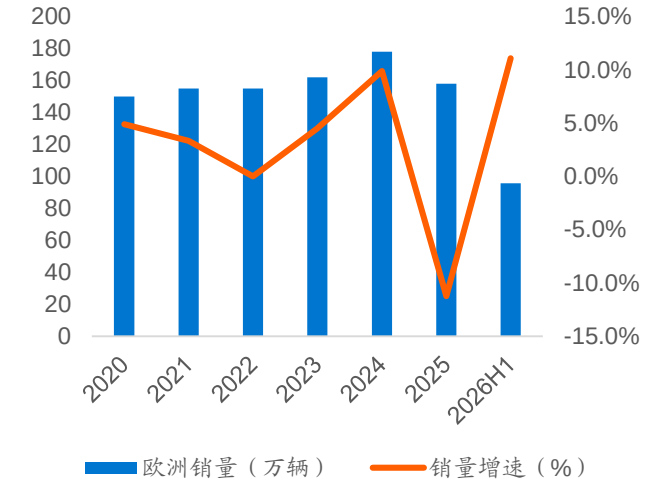
资料来源：公司 2021-2025 年年报及 2026 年中报，国泰海通证券研究

3.2. 欧洲市场：中大排核心市场，无极市占率破“5”

欧洲摩托车市场 2026 年上半年恢复延续增长态势，欧洲五国为市场核心。根据 MCD 数据，2019-2025 年间欧洲摩托车销量累计增长约 10.4%，2025 年短期承压全年销量下滑 11.0%至 158 万台，2026 年上半年销售 95.7 万辆，同比增长 11.1%，恢复增长态势。根据 ACEM 数据，欧洲五国为欧洲市场核心，2026 年上半年，欧洲五国（法国、德国、意大利、西班牙、英国）的全新摩托车上牌量达到 63.6 万台，同比增长约 16.8%。根据 MCD 数据，2026 年上半年无极在欧洲摩托车规模前五市场合计上牌市占率 5.79%，成为第一个破“5”的中国品牌。

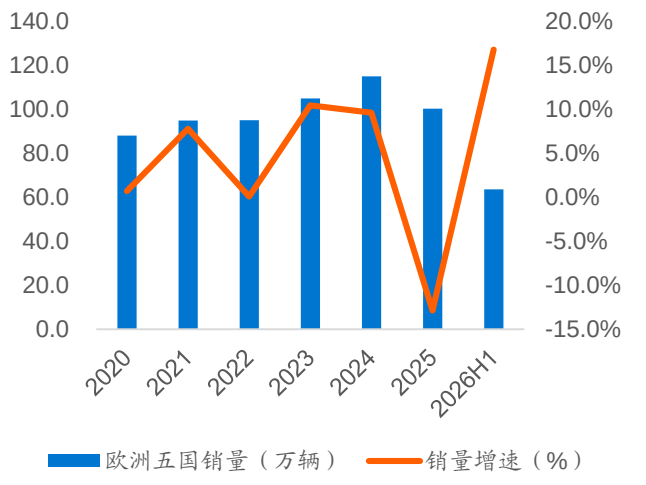
下载日志已记录，仅供内部参考

图20：欧洲市场摩托车销量及增速表现



资料来源：MCD，国泰海通证券研究

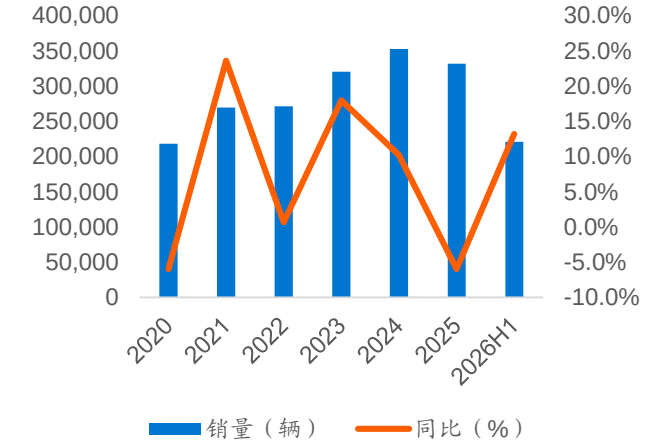
图21：欧洲五国摩托车销量及增速表现



资料来源：ACEM，国泰海通证券研究
注：欧洲五国为法国、德国、意大利、西班牙、英国

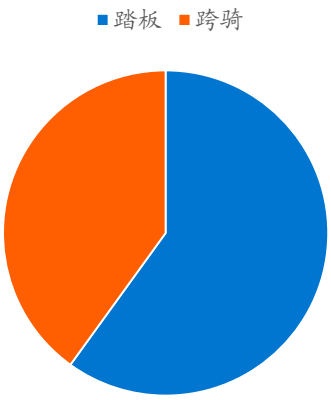
意大利市场：基本面韧性强，踏板车占优，无极已位居第四。根据 ACEM 数据，意大利两轮车市场基本面韧性较强，2025 全年上牌量 33 万台，同比下滑 6%，2026 年走势整体向好，上半年销量 22 万台，同比+13.2%。根据 ANCMA（意大利摩托车及配件全国协会）数据，踏板车表现占优，26H1 同比增长 17%，占比 58%。根据 MCD 数据，2025 年无极市占率达 5.5%，2026 年上半年增速 47.9%，冲进前 4，抢占外资品牌份额。

图22：意大利市场摩托车销量及增速表现



资料来源：ACEM，国泰海通证券研究

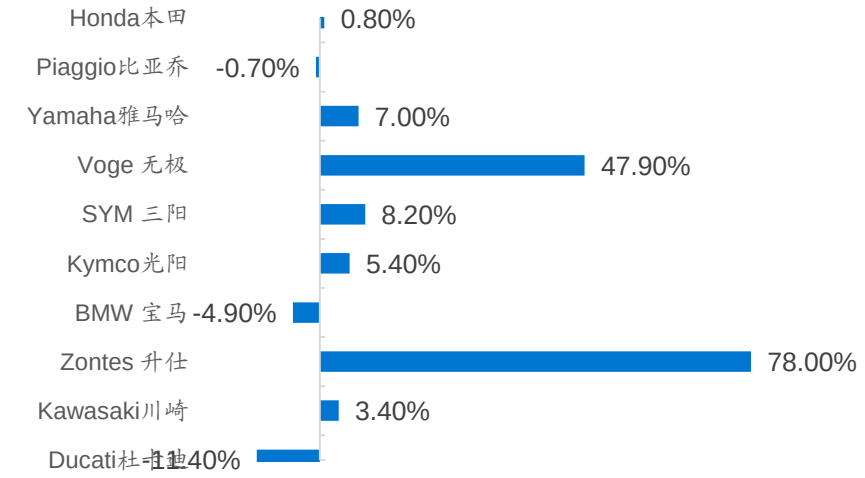
图23：意大利摩托车市场结构（2026H1 上牌量统计）



资料来源：ANCMA，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

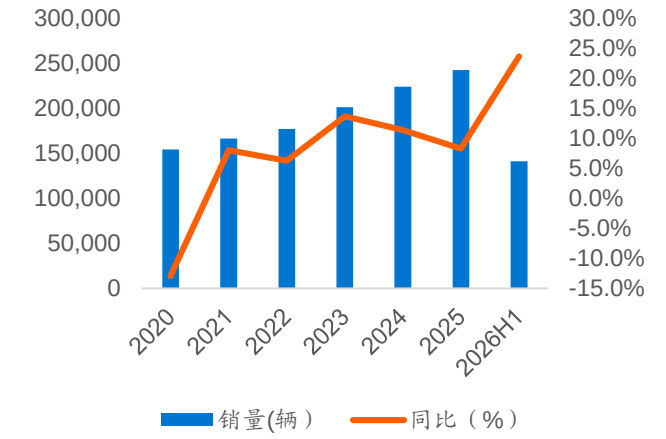
图24：意大利市场竞争格局及主要玩家增速（2026H1 上牌量统计）



资料来源：MCD，国泰海通证券研究

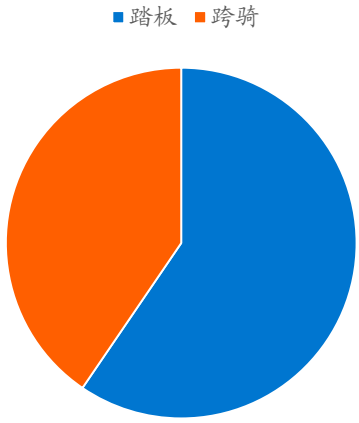
西班牙市场：整体走势持续向好，跨骑车增速快，无极市占率已超 7%。根据 ACEM 数据，西班牙 2025 全年上牌量 24 万台，同比增长 8.3%，2026 年走势整体向好，上半年销量 14 万台，同比+23.6%。根据 ANESDOR（西班牙两轮车工业协会）数据，跨骑表现占优，26H1 同比增长 32.6%，占比 40%。根据 MCD 数据，2025 年无极市占率超过 7%，2026 年 H1 增速达 68.4%，位列第四名。

图25：西班牙市场摩托车销量及增速表现



资料来源：ACEM，国泰海通证券研究

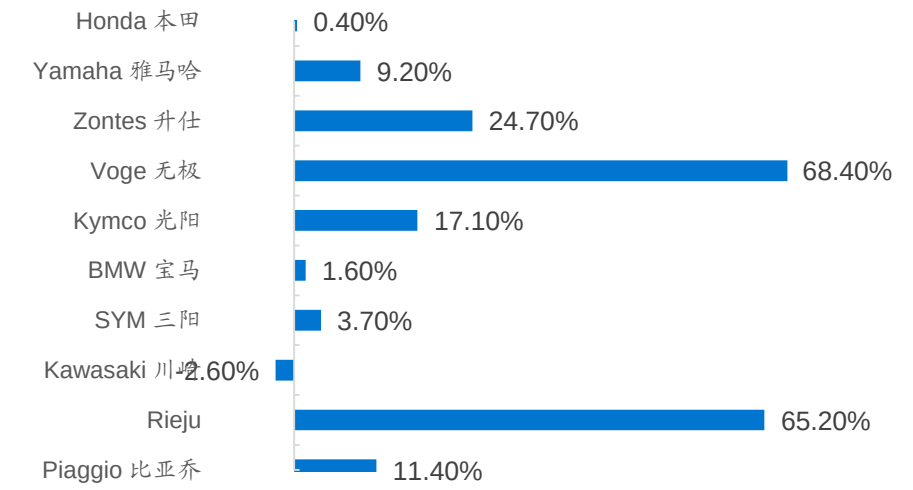
图26：西班牙摩托车市场结构（2026H1 上牌量统计）



资料来源：ANESDOR，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

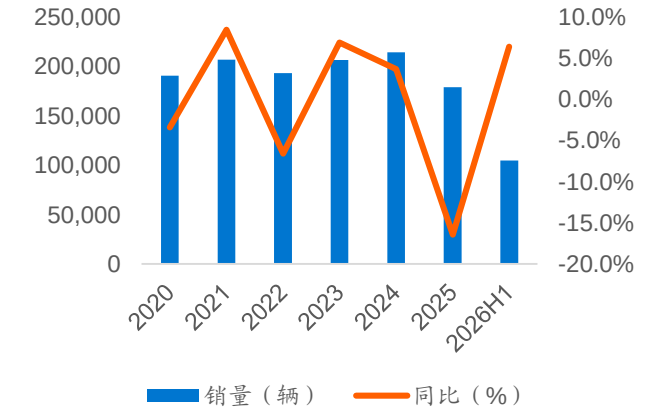
图27：西班牙市场竞争格局及主要玩家增速（2026H1 上牌量统计）



资料来源：MCD，国泰海通证券研究

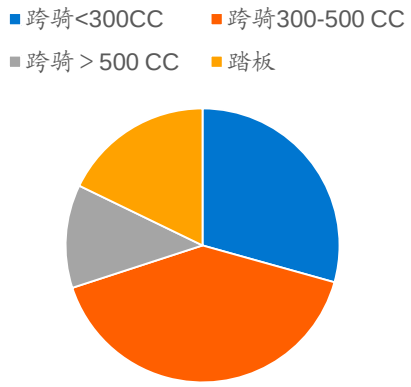
法国市场：26 年上半年回暖，中国品牌高增是最大亮点。根据 ACEM 数据，法国 2025 全年上牌量 18 万台，同比下滑 16.4%，2026 年上半年销量 10 万台，同比+6.4%。根据 CSIAM（法国两轮车工业协会）数据，法国踏板车占比较低，仅有 18%。根据 MCD 数据，中国品牌高增是最大亮点，春风 CFMOTO 同比增长 85.6%，无极 VOGE 同比增长 52.8%，快速抢占份额。

图28：法国市场摩托车销量及增速表现



资料来源：ACEM，国泰海通证券研究

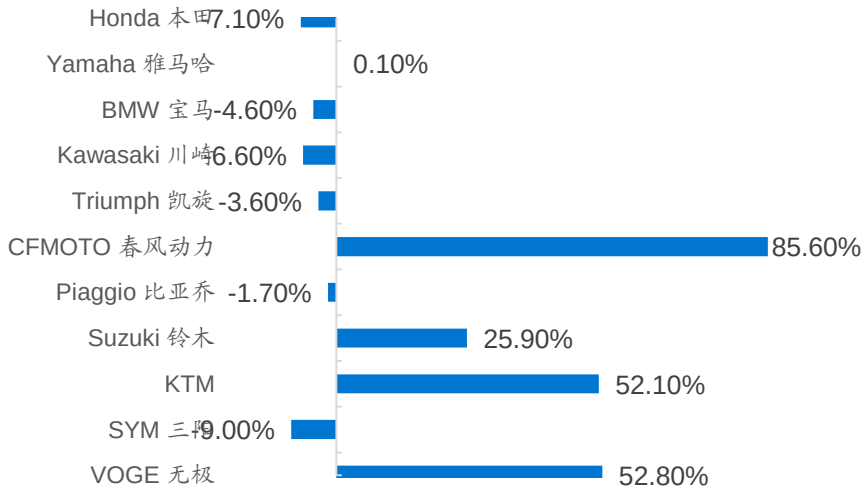
图29：法国摩托车市场结构（2026H1 上牌量统计）



资料来源：CSIAM，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

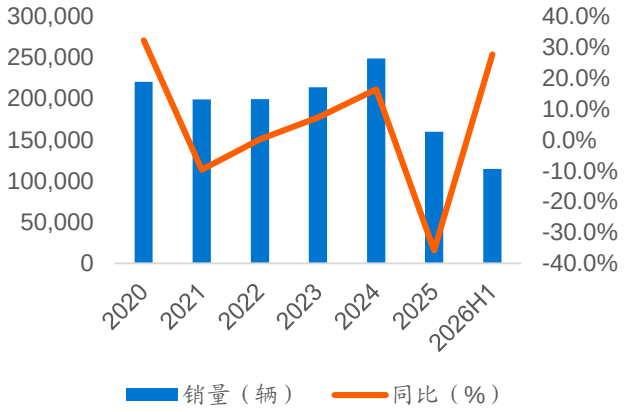
图30：法国市场竞争格局及主要玩家增速（2026H1 上牌量统计）



资料来源：MCD，国泰海通证券研究

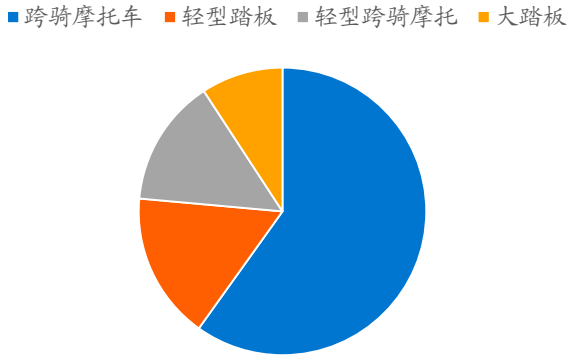
德国市场：26 年上半年回暖，无极品牌潜力巨大。根据 ACEM 数据，英国 2025 全年上牌量 16 万台，同比下滑 35.7%，2026 年上半年销量 11.5 万台，同比+27.6%。根据 IVM（德国摩托车行业协会）数据，大排量跨骑仍是最大赛道，2026 年 1-7 月占比接近 60%。根据 MCD 数据，中国品牌春风动力 CFMoto 同比增长 1061%，无极发展潜力巨大。根据 IVM，在大踏板领域，2026 年 1-7 月无极品牌位列第 10，市占率达 2.38%。

图31：德国市场摩托车销量及增速表现



资料来源：ACEM，国泰海通证券研究

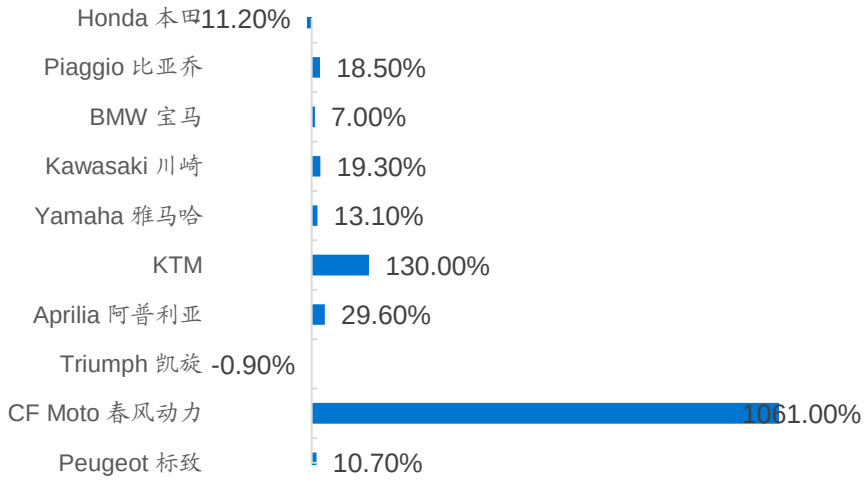
图32：德国摩托车市场结构（2026 年 1-7 月注册量）



资料来源：IVM，国泰海通证券研究

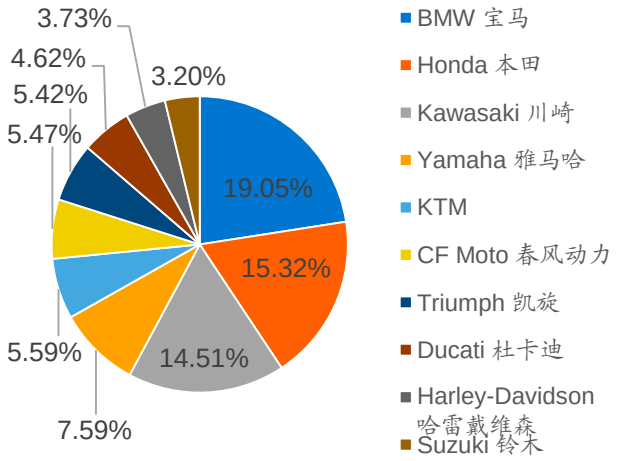
下载日志已记录，仅供内部参考

图33：德国市场竞争格局及主要玩家增速（2026H1 上牌量统计）



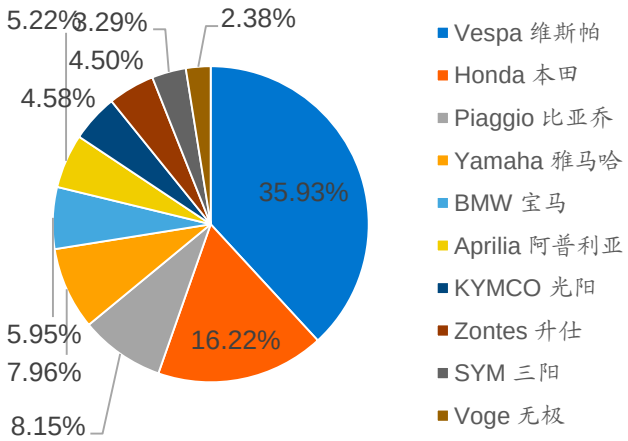
资料来源：MCD，国泰海通证券研究

图34：德国跨骑摩托车竞争格局（26.07 注册量）



资料来源：IVM，国泰海通证券研究

图35：德国踏板摩托车竞争格局（26.07 注册量）

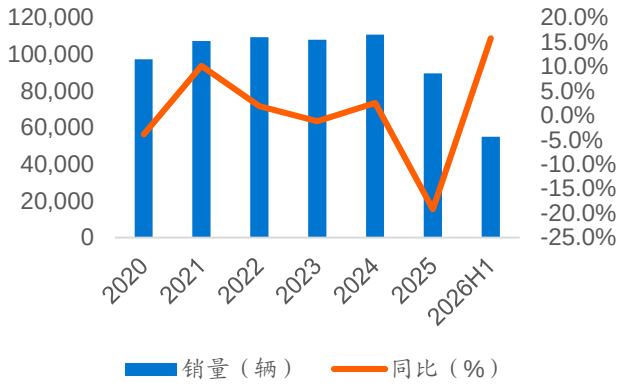


资料来源：IVM，国泰海通证券研究

英国市场：26 年上半年回暖，中国品牌尚未突破。根据 ACEM 数据，英国 2025 全年上牌量 9 万台，同比下滑 19.2%，2026 年上半年销量 5.5 万台，同比+15.8%。根据 MCIA（英国摩托车行业协会）数据，英国 ADV 探险车、中大排量踏板、街车占比较高。根据 MCD 数据，中国品牌尚未进入前十，头部品牌除宝马外均实现正增长。

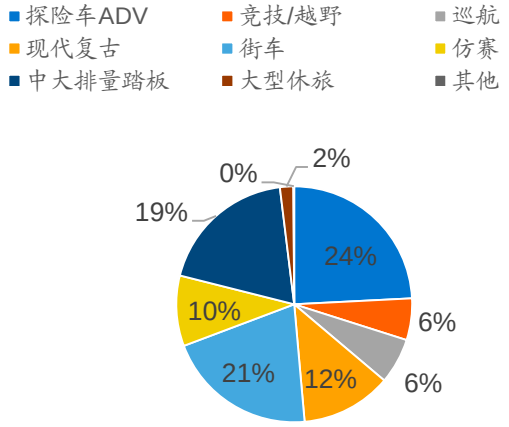
下载日志已记录，仅供内部参考

图36：英国市场摩托车销量及增速表现



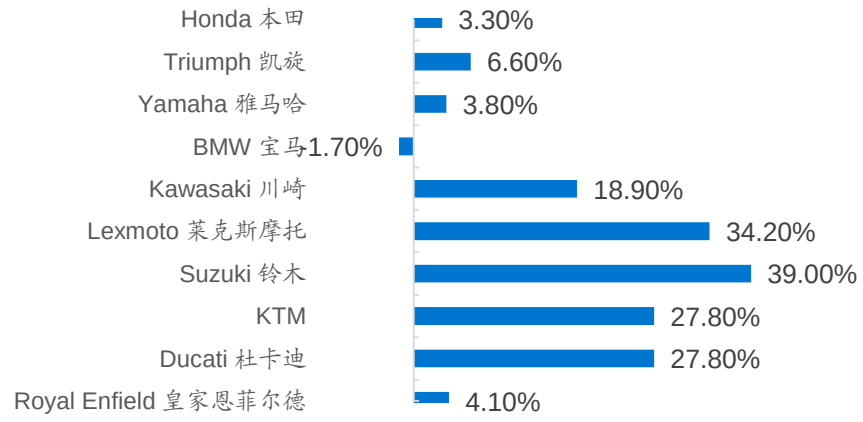
资料来源：ACEM，国泰海通证券研究

图37：英国摩托车市场结构（2026H1 上牌量统计）



资料来源：MCIA，国泰海通证券研究

图38：英国市场竞争格局及主要玩家增速（2026H1 上牌量统计）

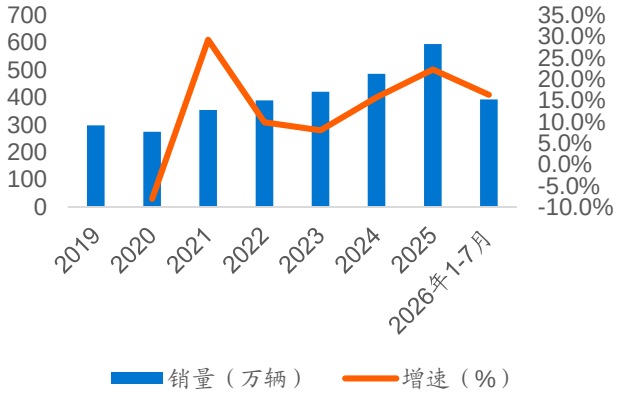


资料来源：MCD，国泰海通证券研究

3.3. 拉美市场以小排量为主，无极实现销量突破

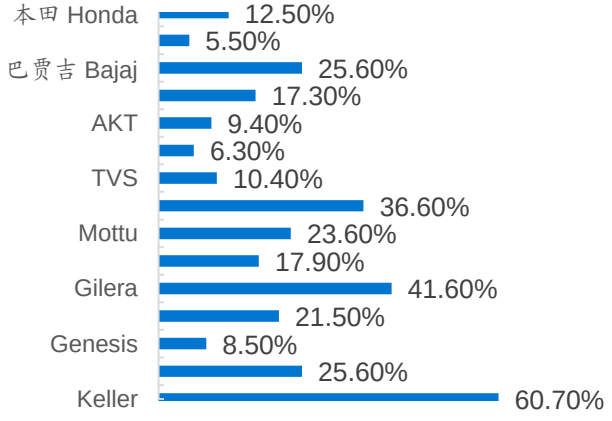
拉美两轮车市场迎来强劲扩张，日印品牌领先。2025 年拉美摩托车市场创下 594 万台的销量纪录；2026 年前 7 月市场继续增长 16.3%，累计销量达 392 万台，2019 年至今市场年销量几乎实现翻倍。拉美市场以日系品牌、印度品牌为主。

图39：拉丁美洲摩托车销量及增速表现



资料来源：MCD，国泰海通证券研究

图40：拉美摩托车主要玩家增速（2026.07 上牌量）

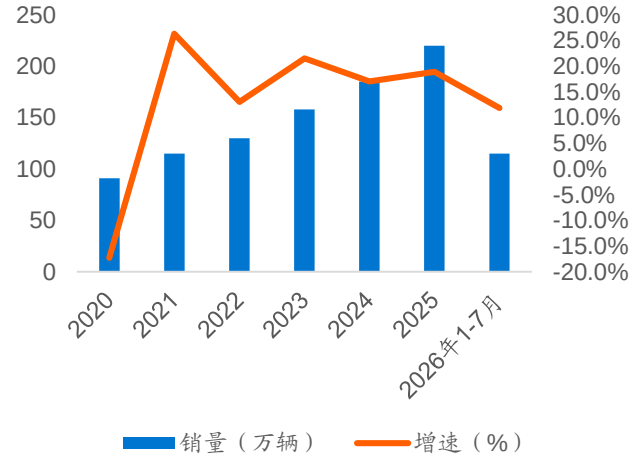


资料来源：MCD，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

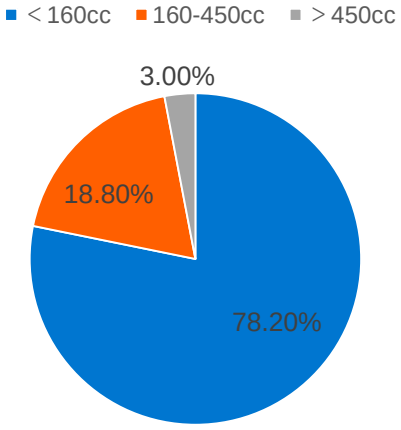
巴西市场：拉丁美洲最大市场，中大排量实现爆发增长，本田绝对垄断。根据 MCD 数据，2019-2025 年巴西市场规模实现翻倍，连续五年保持双位数增长，2025 年增长 18.9%，创下 220 万台的历史新高。结构上，根据 Abraciclo（巴西摩托车协会）数据，2026 上半年中大排量（>450cc）爆发增长 37.4%，≤160cc 仍是绝对主力，占 78.2%。竞争格局上，根据 Fenabrave 数据，本田和雅马哈合计份额达到近 80%，处于绝对垄断地位。

图41：巴西市场摩托车销量及增速表现



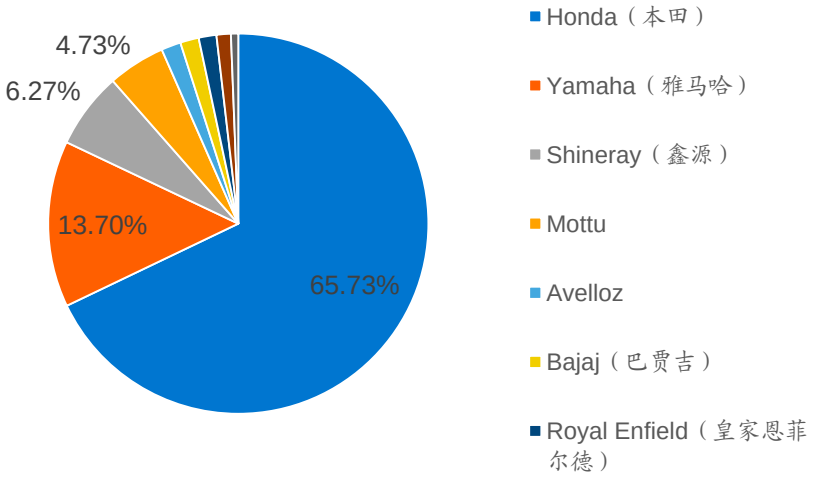
资料来源：MCD，国泰海通证券研究

图42：巴西摩托车市场结构（2026H1 产量统计）



资料来源：Abraciclo，国泰海通证券研究

图43：巴西市场竞争格局（2026H1 上牌量统计）

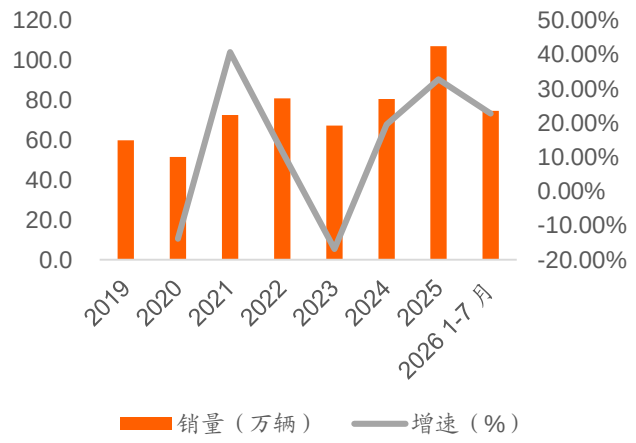


资料来源：Fenabrave，国泰海通证券研究

哥伦比亚：小排量依旧占据绝对主导，市场格局较为分散。根据 MCD 数据，2024 年至今哥伦比亚摩托车保持两位数销量增速，2025 年实现销量 107 万辆，同比增长 32.8%，2026 年 1-7 月实现 74.7 万辆，同比增长 22.8%。根据 FENALCO 数据，结构上 2026 年 8 月哥伦比亚市场 101-125cc 占据半数份额，叠加 151-200cc 合计占比 75.7%。市场格局较为分散，印度品牌 Bajaj 登顶，本土 AKT 实力极强，日系铃木/本田/雅马哈分列其后，印度 TVS/Hero 也有稳定份额。

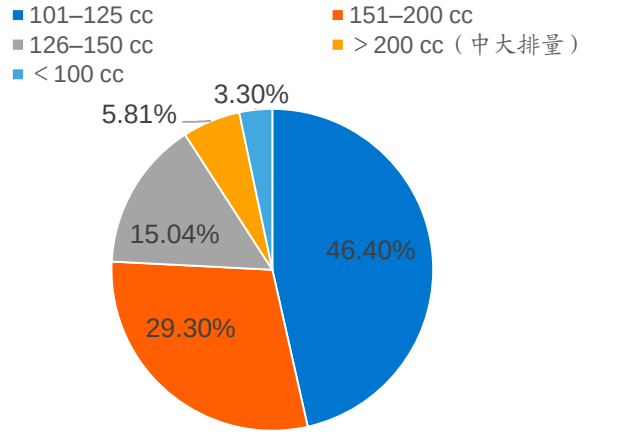
下载日志已记录，仅供内部参考

图44：哥伦比亚市场摩托车销量及增速表现



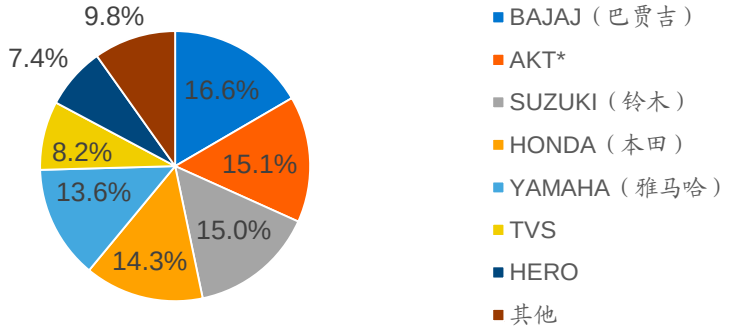
资料来源：MCD，国泰海通证券研究

图45：哥伦比亚摩托车市场结构（2026.08 上牌量）



资料来源：FENALCO，国泰海通证券研究

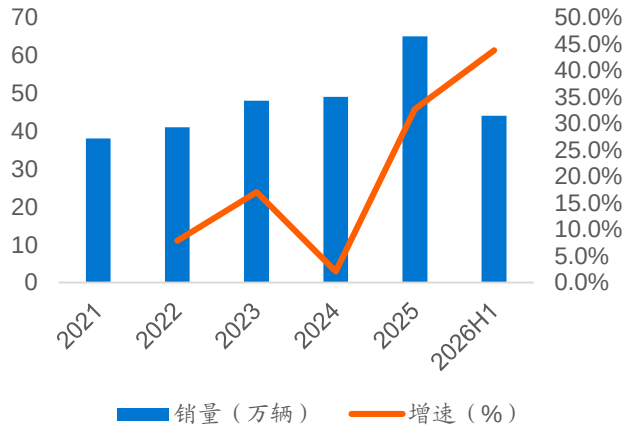
图46：哥伦比亚市场竞争格局（2026.08 上牌量）



资料来源：FENALCO，国泰海通证券研究

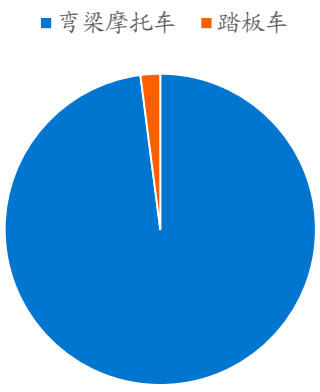
阿根廷：小排量工具摩托车为主，日系和本土品牌占据绝大份额。根据 ACARA 数据，2025 年新车两轮机动车上牌 65 万台，同比增长 33.8%；2026 年上半年累计上牌 44 万台，同比+43.8%，创历史上半年新高。根据 ACARA 数据，结构上阿根廷摩托车以弯梁摩托车为主。市场格局上，本田 Honda 为第一大品牌，2026 年上半年累计份额 18.8%；本土五大品牌 Motomel、Gilera、Corven、Zanella、Keller 合计份额约 52.6%，是阿根廷市场最核心力量，本土品牌占据市场半壁江山。

图47：阿根廷市场摩托车销量及增速表现



资料来源：ACARA/SIOMAA，国泰海通证券研究

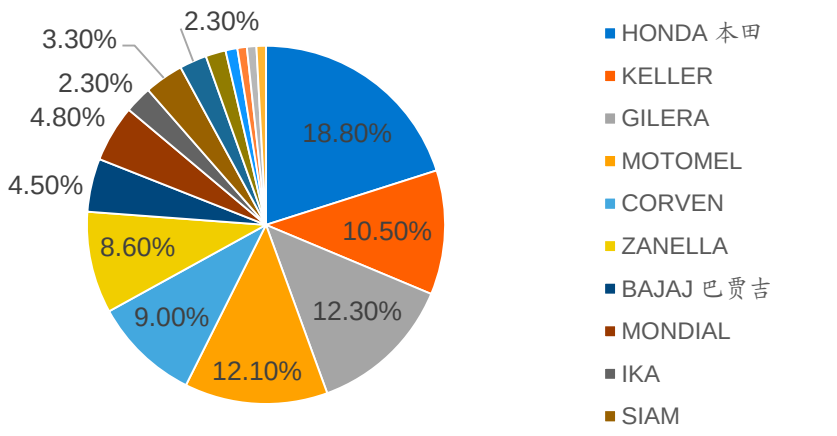
图48：阿根廷摩托车市场结构（2026H1 上牌量）



资料来源：ACARA/SIOMAA，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图49：阿根廷市场竞争格局（2026.08 上牌量统计)



资料来源：ACARA/SIOMAA，国泰海通证券研究

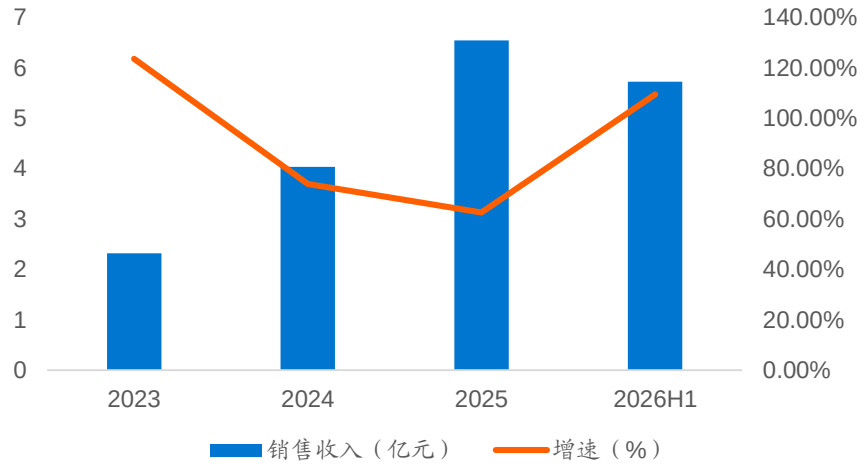
以阿根廷为核心辐射周边国家，销量实现突破。无极持续深耕阿根廷、哥伦比亚、巴西等拉丁美洲核心国家，坚持推进自主品牌出海模式，区域品牌认可度快速提升，持续贡献销售增量。拉美区域以阿根廷为核心辐射周边国家，成功进驻巴西并搭建品牌旗舰店与专业用户培训中心，加速市场深度渗透；哥伦比亚新增网点 50 家，并落地当地首家品牌旗舰店。2026 年上半年，无极拉丁美洲市场销量同比增长近 40%，其中，哥伦比亚市场销量同比增长 470%，巴西市场顺利实现销售从 0 到 1 的突破。

4. 三轮与四轮共振，提供增长新曲线

4.1. 全地形车强劲增长，产品矩阵不断完善

公司全地形车业务保持强劲增长态势。2025 年公司全地形车业务实现销售收入 6.54 亿元，同比增长 62.54%，产品结构持续优化。全地形车销量同比增长 53.09%，近三年复合增长率 71.90%。2026 年上半年全地形车业务实现销售收入 5.72 亿元，同比增长 109.39%，延续高速增长态势。

图50：公司全地形车业务收入（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，国泰海通证券研究

ATV 产品丰富，逐步补齐 UTV 产品。公司 ATV 产品以“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

下载日志已记录，仅供内部参考

分市场推出 MUD 版、森林版、河沟版等专属车型。通过清晰的技术分层与精准的场景定义，产品已广泛应用于户外娱乐、极限穿越、农林作业与特种工程等多元领域。公司将逐步完善 UTV 产品，进一步补齐全地形车产品矩阵，打开新增量空间。

表8：隆鑫通用无极品牌产品矩阵

车型	示意图	定位
XWolf200		入门娱乐
XWolf300PRO		入门进阶
XWolf550L		中端主力
XWolf700L		中高端
XWolf1000		旗舰
UWolf700L		中型UTV
UWolf1000		旗舰重载UTV

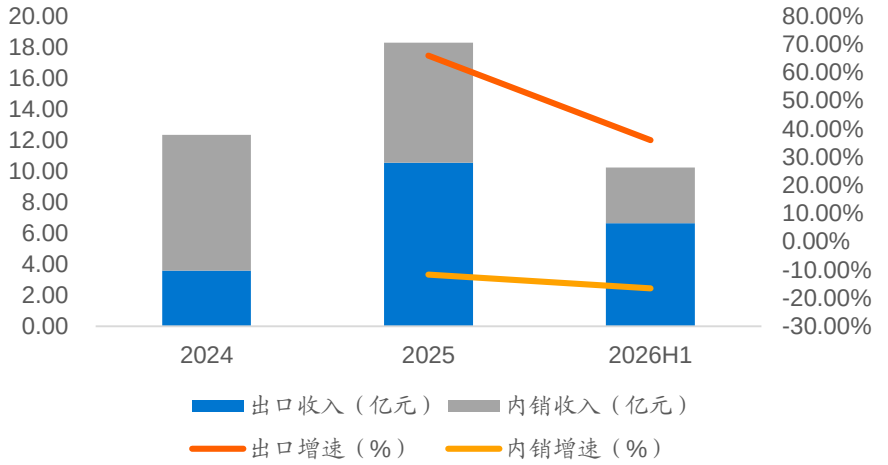
资料来源：隆鑫通用全地形车官网，国泰海通证券研究

4.2. 三轮车出口快速增长，抓住新兴市场的“刚需”机遇

三轮车出口实现高速增长。公司 2025 年三轮车业务实现销售收入 18.28 亿元，同比增长 32.47%；其中出口销售收入 10.55 亿元，同比增长 65.95%，海外市场成为核心增长引擎。2026 年 H1 三轮车系列产品实现销售收入 10.23 亿元，同比增长 16.43%，其中出口实现销售收入 6.65 亿元，同比增长 35.96%，海外业务保持高速增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

图51：公司三轮车业务收入及增速



资料来源：wind，国泰海通证券研究

新兴市场的刚需，非洲表现亮眼。公司精准把握新兴市场的“刚需”，即不止于出行，更是生产工具的蓝海市场，与通勤类两轮业务相互借势，海外市场增速领跑行业，非洲作为燃油三轮车出口主力市场，渠道渗透成效显著，苏丹、刚果等区域自主品牌推广取得阶段性突破；亚洲、美洲市场开拓同步提速，东南亚电动三轮车业务版图已拓展至老挝、缅甸等区域，公司全球化渠道布局迈入纵深发展新阶段。

5. 风险提示

全球宏观经济放缓风险。海外市场受国际地缘政治风险增加、美联储加息和海外运输等影响的程度不同，可能影响海外市场需求，并对公司产品交付节奏带来一定的不确定性，公司将通过深化市场沟通、提升订单预测准确性、动态调整产能等方式，增强运营弹性，降低交付风险。

贸易摩擦风险。全球贸易环境不确定性增加，部分国家贸易壁垒上升，可能导致客户采购成本提高、订单量波动。公司出口市场以欧洲、中南美洲、非洲等为主。

汇率波动风险。2026 年上半年公司产品出口收入占公司整体收入达到 62.01%，人民币汇率以及出口国家/地区的当地货币汇率受国际地缘政治风险、美联储加息等不利因素影响，波动幅度较大，不仅可能对公司产品的出口需求带来不利影响，同时可能造成公司汇兑损失，增加财务成本。

资产置换不及预期的风险。宗申新智造的股东及其关联方存在经营摩托车及通用机械等业务，与公司主要业务存在同业竞争的情况。由于相关业务较多、规模较大，需要履行的程序较多，存在工作时间进度不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666