

证券研究报告

2025年05月11日

行业报告 | 行业专题研究

摩托车

隆鑫通用：自主品牌出海，成长空间广阔

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

## 公司概况：制造经验丰富，聚焦摩托车+通机

公司有两个主业：1) 2023年以来摩托车业务贡献70%以上营收，主要包含无极品牌、隆鑫非道路运动机车、宝马合作、发动机等业务。2) 通机业务贡献20%左右营收，包括通用动力发动机、家用小型发电机组等。

## 核心看点：产品力+性价比+品牌力驱动，无极出海高增

产品全面覆盖巡航/休旅/踏板/公路赛车/街道复古板等品类，成功打造了cu525、ds525等热销产品。

欧洲市场含金量高，以意大利、西班牙为例，2024年意大利摩托车消费中，60.9%为250cc以上排量；2025年3月西班牙摩托车消费中，34.5%以上为500cc以上排量。欧洲消费降级趋势下，中国品牌有望凭借高性价比优势抢占市场。

隆鑫优势：1) 20年宝马合作，制造能力强、品牌认可度高；2) 渠道布局广泛、社群营销能力强。

## 减值压力已充分消化，在手现金充足

2019-2023年公司每年减值3-6亿元，主要系商誉减值，已充分消化，截至2024年报商誉账面价值清零，不会拖累后续业绩释放。

公司现金流量健康、在手货币资金充足，能为后续发展提供保障、分红比例有望提升。

## 股权整合落地，双方业务有望充分协同

宗申新智造成为隆鑫通用第一大股东、控股股东，左宗申先生成为隆鑫通用的实控人。双方摩托车业务的整合，有望在供应链、发动机技术、市场渠道等方面充分协同。

**风险提示：**关税等政策风险；销量不及预期的风险；竞争加剧的风险；整合进度不及预期的风险等。

# 公司概况： 制造经验丰富，聚焦摩托车+通机

# 制造经验丰富，聚焦摩托车+通机

- 1993年隆鑫通用成立，以生产摩托车发动机起家；1998年公司第一台摩托车上市。2005年，公司与德国BMW公司开始合作，同年隆鑫技术中心被认定为“国家级技术中心”；2012年8月，隆鑫通用在上海证券交易所正式挂牌上市；2014年11月，隆鑫通用合资成立“珠海隆华直升科技有限公司”，将业务拓展至无人机产业领域。2018年公司自主品牌高端化之路正式开启，2018年9月公司发布摩托车自主高端品牌VOGE无极、2022年7月发布电动摩托车品牌“茵未BICOSE”。
- 公司产品主要有三类：摩托车及摩托车发动机、通用机械、充电桩等其他业务。

图：隆鑫通用发展历程

|       |                                                                     |
|-------|---------------------------------------------------------------------|
| 1993年 | 前身重庆隆鑫交通机械厂成立，第一台摩托车发动机上市                                           |
| 1998年 | 第一台摩托车上市                                                            |
| 2001年 | 第一台通用汽油机上市                                                          |
| 2005年 | 与德国BMW开始合作，生产650cc发动机                                               |
| 2007年 | 大规模生产650cc发动机                                                       |
| 2012年 | 8月在上海证券交易所上市                                                        |
| 2013年 | 10月启动BMW全新大排量双缸发动机项目                                                |
| 2014年 | 进入无人机领域                                                             |
| 2015年 | 3月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                                                 |
| 2019年 | 无极举行意大利米兰全球发布会                                                      |
| 2021年 | 原控股股东、实际控制人被列入失信被执行人                                                |
| 2022年 | 发布电动摩托车品牌茵未BICOSE，并发布首款电动摩托车Real 5T<br>1月，控股股东隆鑫控股破产重整申请通过，进行实质合并重整 |
| 2023年 | 无极品牌五周年粉丝节在重庆举办                                                     |
| 2024年 | 7月股东重整协议签署，宗申新智造与渝富资本分别收购24.6%、15.5%股权                              |
|       | 8月股东大会，董监高换届，三位宗申动力董事进入隆鑫通用董事会                                      |
|       | 9月无极邀请吴磊代言                                                          |
|       | 12月股权重整落地，控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造，实控人由涂建华变更为左宗申                           |

图：公司主要产品



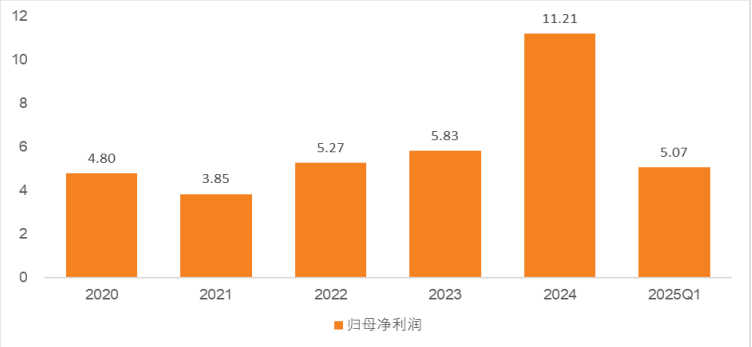
# 财务表现：2021年以来盈利能力稳步向上

- **业务拆分：**摩托车业务占比2020年以来逐年提升，2024年摩托车/通机占比分别75%/21%。
- **公司盈利能力稳步向上、费用管控能力强。**2025Q1公司净利率10.9%，较2024年全年提升4.2pct；费用率从2024年的7.3%下降到2025Q1的4.8%。
- **2024年公司归母净利润11.2亿，同比+93%。**业绩大幅增长主要受益于营收规模增长、产品结构优化、计提减值损失减少。

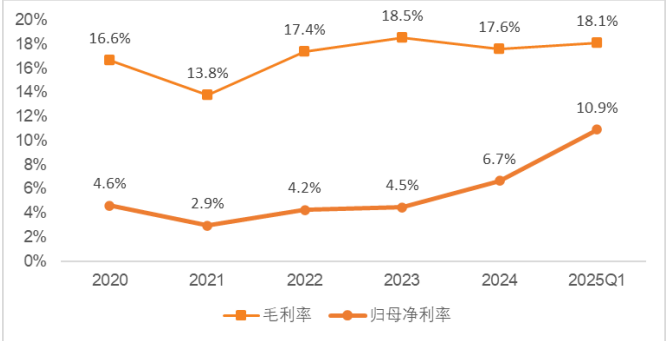
表：2024年摩托车和通机业务分别贡献营收的75%/21%（亿元）

|        | 2021   | 2022  | 2023   | 2024   |
|--------|--------|-------|--------|--------|
| 总营收    | 130.58 | 124.1 | 130.66 | 168.22 |
| YOY    | 25.1%  | -5.0% | 5.3%   | 28.7%  |
| 摩托车业务  | 75.58  | 79.03 | 94.67  | 126.88 |
| 占比     | 57.9%  | 63.7% | 72.5%  | 75.4%  |
| 摩托车整车  | 59.01  | 60.4  | 73.81  | 103.38 |
| 摩托车发动机 | 16.57  | 18.63 | 16.7   | 19.32  |
| 通用机械业务 | 42.03  | 34.14 | 27.33  | 35.35  |
| 占比     | 32.2%  | 27.5% | 20.9%  | 21.0%  |

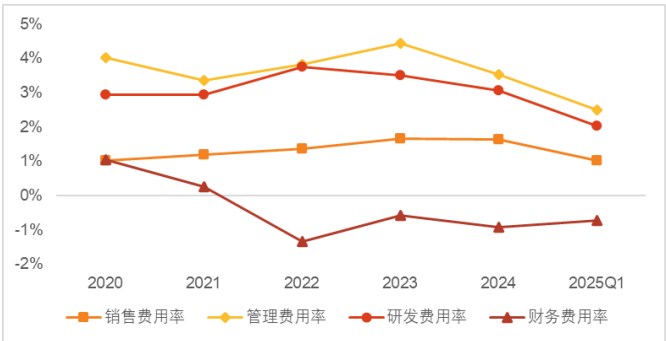
图：2024年、2025Q1归母净利润均同比增长90%+（亿元）



图：2025Q1归母净利率显著提升



图：公司费用管控能力良好

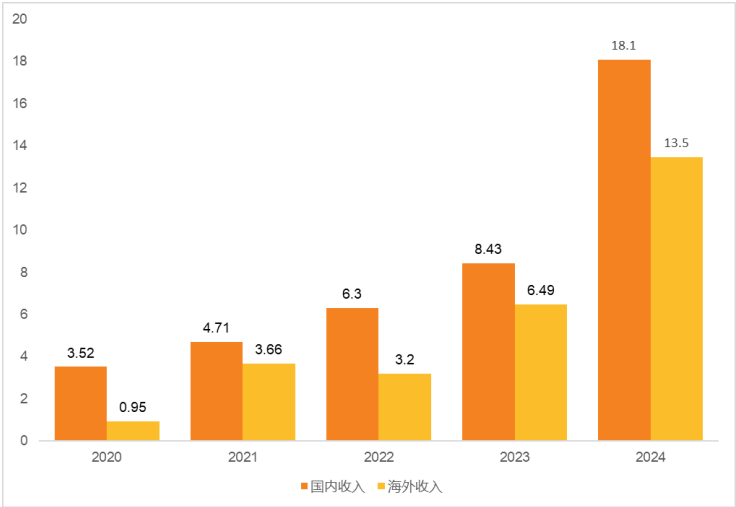


**核心看点：**  
**产品力+性价比+品牌力驱动，无极出海高增**

# 产品矩阵不断丰富，打造爆款能力强

- 公司自主高端品牌无极成立于2018年，定位“极致乐趣的机车品牌”，为消费者提供高品质、高颜值、高性价比的中国新大排。
- 产品多数车型布局250cc+中大排量市场，另有4款150cc产品，**全面覆盖巡航/休旅/踏板/公路赛车/街道复古板等品类**。无极国内产品在行业内率先应用基于汽车平台打造的ICCU、车载雷达、T-BOX，依托于行业首个全场景生态AI车机系统——“极屿OS”重塑出行场景，加快智能化转型。无极品牌成功打造了cu525、ds525等热销车型。
- 无极品牌营业收入对公司摩托车业务的贡献比例不断提升，从2020年占比7.7%提升到2024H1年的25.7%，2024H1海外营收增速亮眼，品牌海外营收占比43%，目前品牌在意大利、西班牙等市场已形成较高的品牌知名度。

图：无极品牌国内外收入逐年稳步增长（亿元）



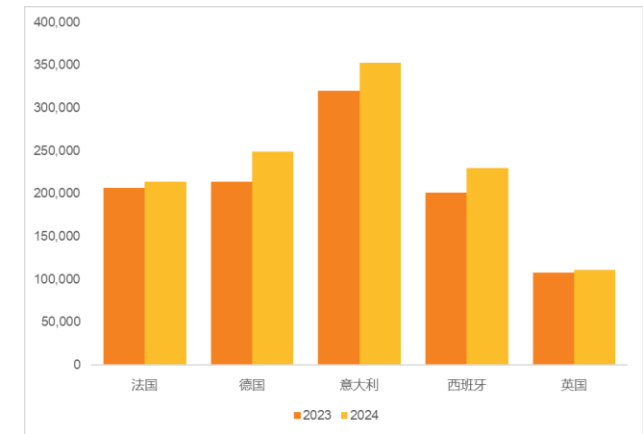
表：无极在售车型

|      | 150cc                                               | 250cc                       | 300cc                            | 350cc        | 500cc             | 600cc  | 800cc | 900cc  |
|------|-----------------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|--------------|-------------------|--------|-------|--------|
| 巡航太子 |                                                     | CU250                       |                                  |              | CU525<br>CU525旅行版 |        |       |        |
| 冒险休旅 |                                                     |                             | 300GY<br>300DS                   |              | DS525旷野版          | 650DS  | DS800 | DS900X |
| 踏板   | SR150S<br>SR150C PRO版<br>SR150GT都市版/旅行版<br>SR150GTH | R250GT PLAY版<br>R250GT PRO版 |                                  | SR4MAX PLAY版 |                   |        |       |        |
| 公路赛车 |                                                     | 250RR快排版<br>250RR           | 300RR                            |              | RR525             | RR660S |       |        |
| 街道运动 |                                                     |                             | 300R                             |              | 525R              |        |       |        |
| 复古先锋 |                                                     | Q250                        | 300AC 攀爬版<br>300AC<br>AC300 Café | 350AC        | AC525             |        |       |        |

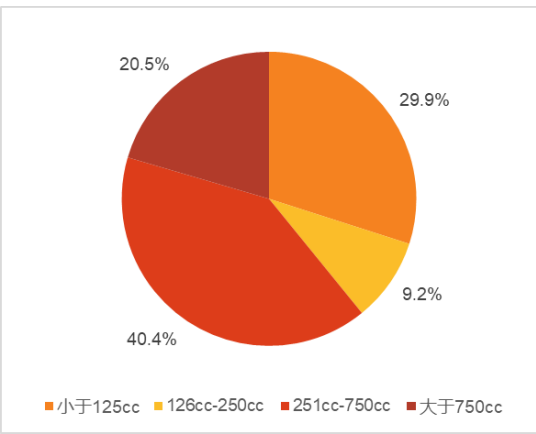
# 欧洲摩托车：市场高含金量，大排量占比高

- 从数据来看，以意大利、西班牙为例，2024年意大利摩托车消费中，60.9%为250cc以上排量；2025年3月西班牙摩托车消费中，34.5%以上为500cc以上排量。

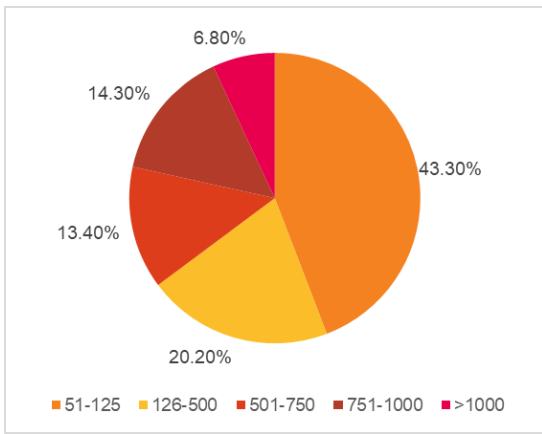
图：欧洲主要摩托车消费国家2023、2024年销量（辆）



图：意大利2024年各排量段占比



图：西班牙2025年3月各排量段占比



# 欧洲消费降级，中国品牌高性价比优势被放大

- 欧洲经济恢复较弱，消费者信心不足&实际可支配收入承压，有消费降级趋势
  - 欧洲市场出现消费降级趋势，例如据Bazaarvoice报告，高达58%的英国消费者因通胀影响而转向购买低价品牌，57%的英国消费者已永久转向购买自有品牌产品，这是因为自有品牌的产品价格往往较低。
- 同配置下中国品牌车型性价比更高，能作为日系/宝马等品牌的平替
  - 以西班牙热销产品为例：2025年2月无极有两款产品进入西班牙热销前30车型，1) 525 DSX，主要竞品是本田CB 500X；2) SR1 125，主要竞品是本田PCX 125、雅马哈NMAX 125。对比无极与日系竞品，同等配置下无极售价低10-25%。

图：欧元区消费者信心指数



图：西班牙2025年2月热销前30的车型

| MOTOCICLETAS                |           | Febrero |        |         |  |
|-----------------------------|-----------|---------|--------|---------|--|
| Marca y Modelo              | Mar. 2025 | Ranking | I.P.M. | % Δ aa. |  |
| Yamaha NMAX 125             | 876       | 1º      | 6.3%   | 37.3%   |  |
| Honda PCX 125               | 706       | 2º      | 5.1%   | -0.6%   |  |
| Zontes 368 G                | 622       | 3º      | 4.5%   |         |  |
| Honda FORZA 125             | 469       | 4º      | 3.4%   | 29.9%   |  |
| Honda ADV 350               | 352       | 5º      | 2.5%   | 23.1%   |  |
| Kymco SKY TOWN 125          | 311       | 6º      | 2.2%   |         |  |
| Honda SH 125 SCOOPI         | 301       | 7º      | 2.2%   | -15.7%  |  |
| Sym SYMPHONY 125            | 220       | 8º      | 1.6%   | -38.5%  |  |
| Honda CB 500 X              | 202       | 9º      | 1.4%   | 29.5%   |  |
| Honda X-ADV                 | 201       | 10º     | 1.4%   | 7.5%    |  |
| Kymco AGILITY CITY 125      | 182       | 11º     | 1.3%   | -52.6%  |  |
| Yamaha X-MAX 125            | 172       | 12º     | 1.2%   | -57.1%  |  |
| Honda Forza 350             | 171       | 13º     | 1.2%   | -6.0%   |  |
| Yamaha RAYZR                | 171       | 13º     | 1.2%   |         |  |
| BMW R 1300 GS               | 170       | 15º     | 1.2%   | 11.8%   |  |
| BMW R 1300 GS ADVENTURE     | 163       | 16º     | 1.2%   |         |  |
| Yamaha MT 07                | 151       | 17º     | 1.1%   | -42.6%  |  |
| Sym JET 14 125              | 140       | 18º     | 1.0%   | -3.4%   |  |
| Kawasaki Z 900              | 139       | 19º     | 1.0%   | -39.8%  |  |
| Yamaha X-MAX 300            | 131       | 20º     | 0.9%   | -30.7%  |  |
| Honda CBR 650 R             | 126       | 21º     | 0.9%   | 68.0%   |  |
| Voge 525 DSX                | 126       | 21º     | 0.9%   | 2.4%    |  |
| Qimotor MIX 125             | 124       | 23º     | 0.9%   |         |  |
| Lneng LX06 MAX              | 119       | 24º     | 0.9%   |         |  |
| Zontes C 125                | 119       | 24º     | 0.9%   | 28.0%   |  |
| Voge SR1 125                | 118       | 26º     | 0.8%   | -4.1%   |  |
| Honda SH 350 I              | 110       | 27º     | 0.8%   | 34.1%   |  |
| Honda VISION 110            | 103       | 28º     | 0.7%   | -22.0%  |  |
| Honda FORZA 750             | 99        | 29º     | 0.7%   | 37.5%   |  |
| Honda CRF 1100L AFRICA TWIN | 98        | 30º     | 0.7%   | -19.7%  |  |

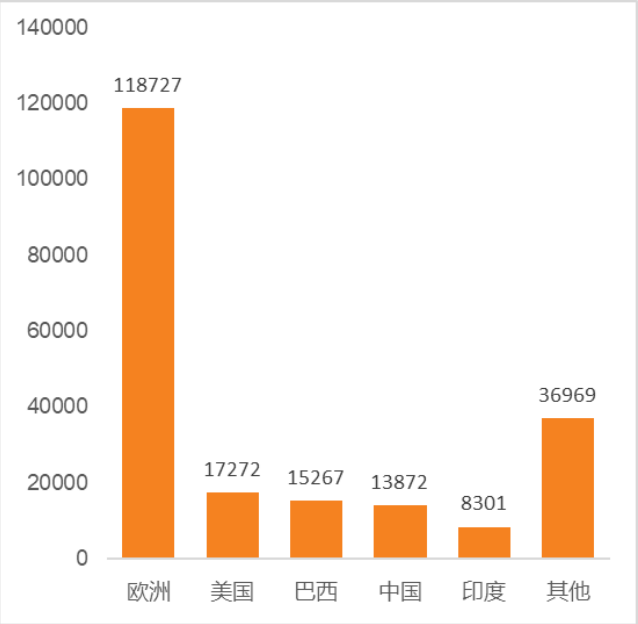
## 20年宝马合作，制造能力强、品牌认可度高

- 欧洲消费者对产品质量要求严格，高品控有利于打开市场。
- 公司本身自1993年起生产摩托车发动机，在技术上有长期积累。
- 2005年起公司与宝马密切合作：1）先后为宝马代工生产了大排量发动机、大排量踏板车等产品；2）2024年双方签订合约期20年的新项目，合作进一步升级。欧洲是宝马摩托车的销量主基地，与宝马品牌的代工合作对无极品牌形象高度赋能。

表：宝马和隆鑫合作历程

|       |                                                                 |
|-------|-----------------------------------------------------------------|
| 2005年 | 隆鑫开始与宝马合作生产650cc发动机                                             |
| 2007年 | 隆鑫大规模生产650cc发动机                                                 |
| 2013年 | 隆鑫开始为BMW F系列生产双缸发动机                                             |
| 2015年 | 隆鑫与宝马签订新协议，承接350cc大排量水冷踏板车以及C400踏板车的制造                          |
| 2024年 | 无极推出基于F850GS打造的DS900X（同款车架、同款发动机）<br>5月，隆鑫和宝马签订新的发动机合作项目，合约期20年 |

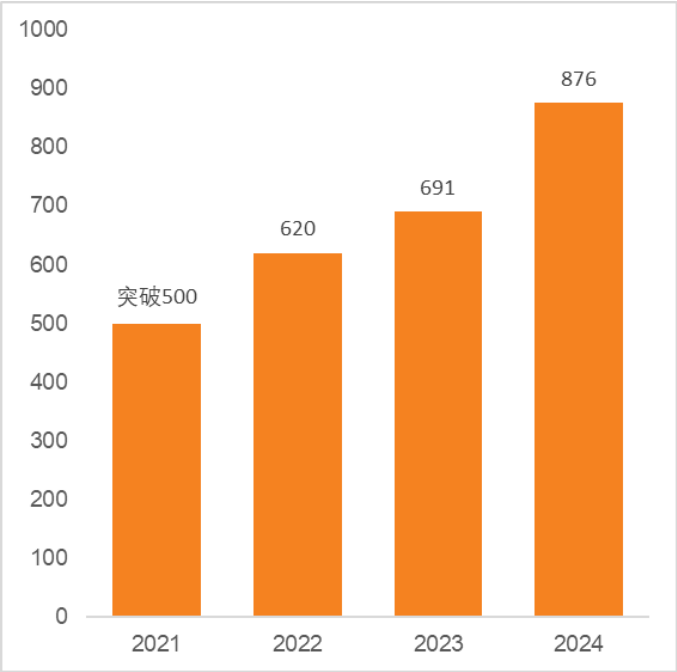
图：2024年宝马摩托车在各地销量（辆）



# 渠道布局广泛，社群营销能力强

- 截至2024年报，无极海外网点1165个，其中欧洲地区876个。公司销售网点基本实现欧洲全覆盖，在意大利、西班牙已经形成较高知名度。
- 品牌营销能力强，1) 亮相各类车展、举办经销商年会；2) 主要出海摩托车品牌中无极facebook账号粉丝数领先。

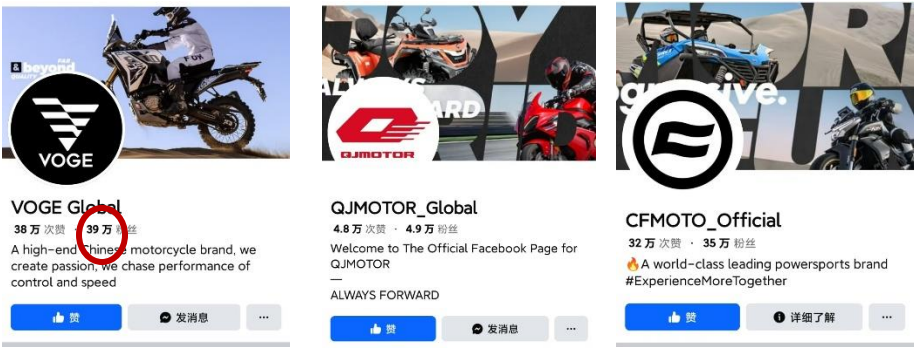
图：无极欧洲渠道数量（个）



表：无极品牌在欧洲的营销活动

|       |                                          |
|-------|------------------------------------------|
| 2022年 | Instagram、YouTube、Facebook等社交平台进行线上引流    |
| 2023年 | 意大利国际两轮车展览会、拉斯维加斯摩托车展；举办“无极全球经销商年会（意大利）” |
| 2024年 | 参加米兰国际摩托车展                               |

图：中国摩托车品牌facebook账号

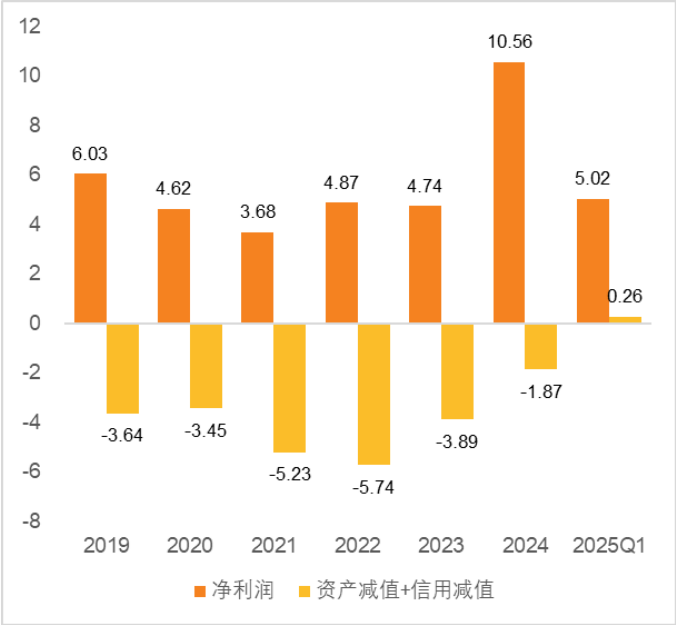


**减值压力出尽，在手现金充足**

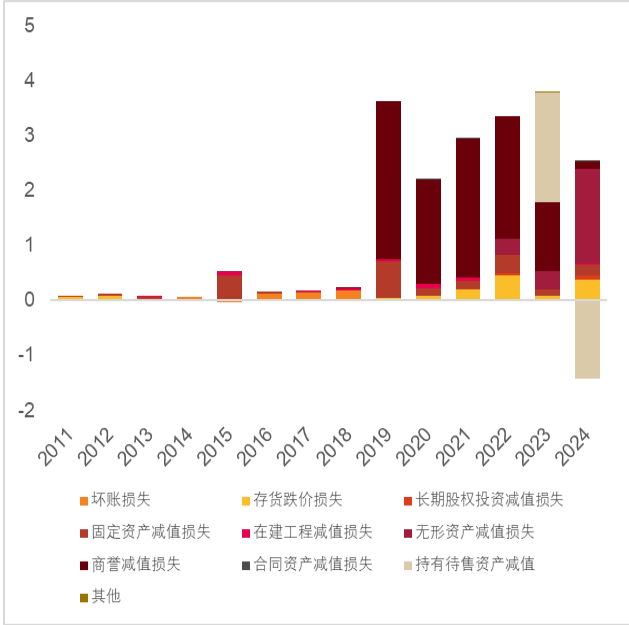
# 减值压力基本出尽

- 2019–2023年公司业绩严重受减值损失的影响，每年减值3–6亿元；2024年减值金额下降到1.87亿元。
- 隆鑫通用的资产减值损失主要是商誉减值，当前商誉账面价值已清零。

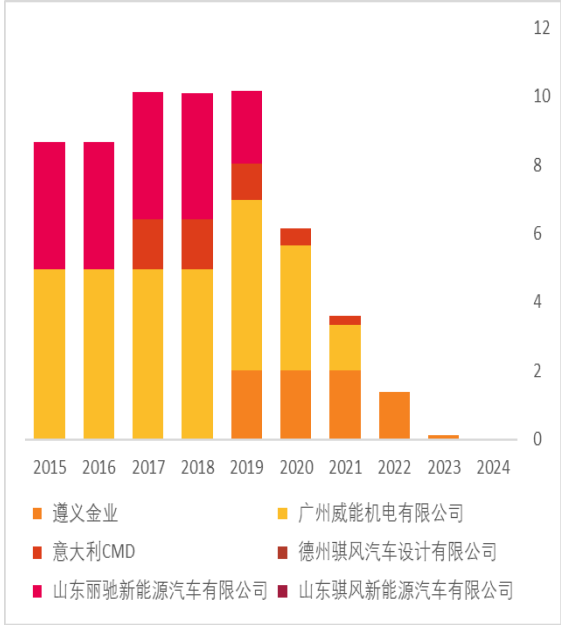
图：2019–2025Q1减值情况（亿元）



图：资产减值损失明细（亿元）



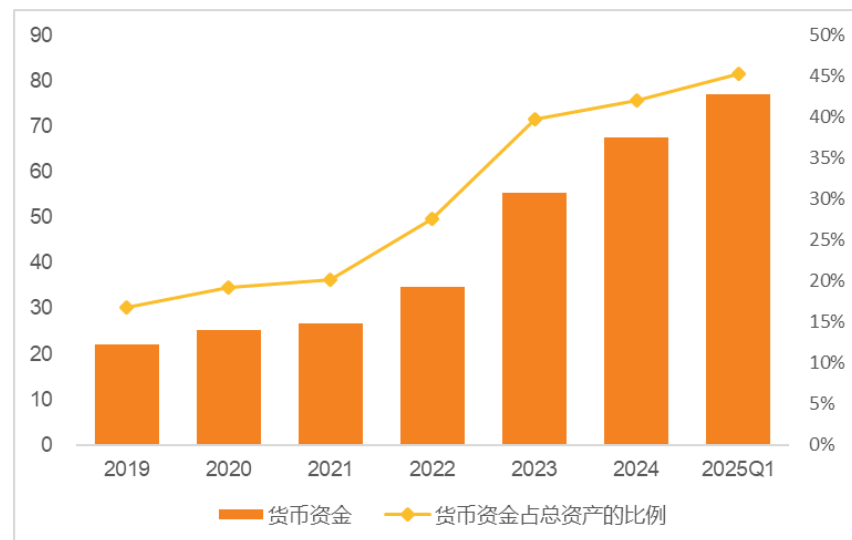
图：商誉明细（亿元）



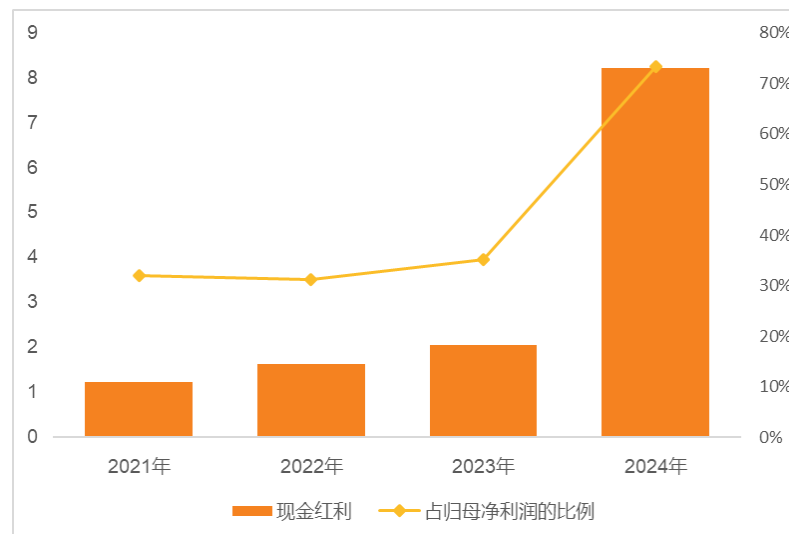
# 在手现金充足，分红率高

- 公司现金流量健康、在手货币资金充足，能为后续发展提供保障、分红率高。
  - ✓ 2025Q1在手现金77亿元，占总资产的45%。同时公司资本支出可控，2019-2024年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金维持在5-7亿的水平，压力较小。
  - ✓ 2024年现金红利8.21亿元，占归母净利润的73.3%。

图：公司货币资金充足（亿元，%）



图：公司2021-2024年分红情况（亿元，%）



**股权重整落地，业务有望充分协同**

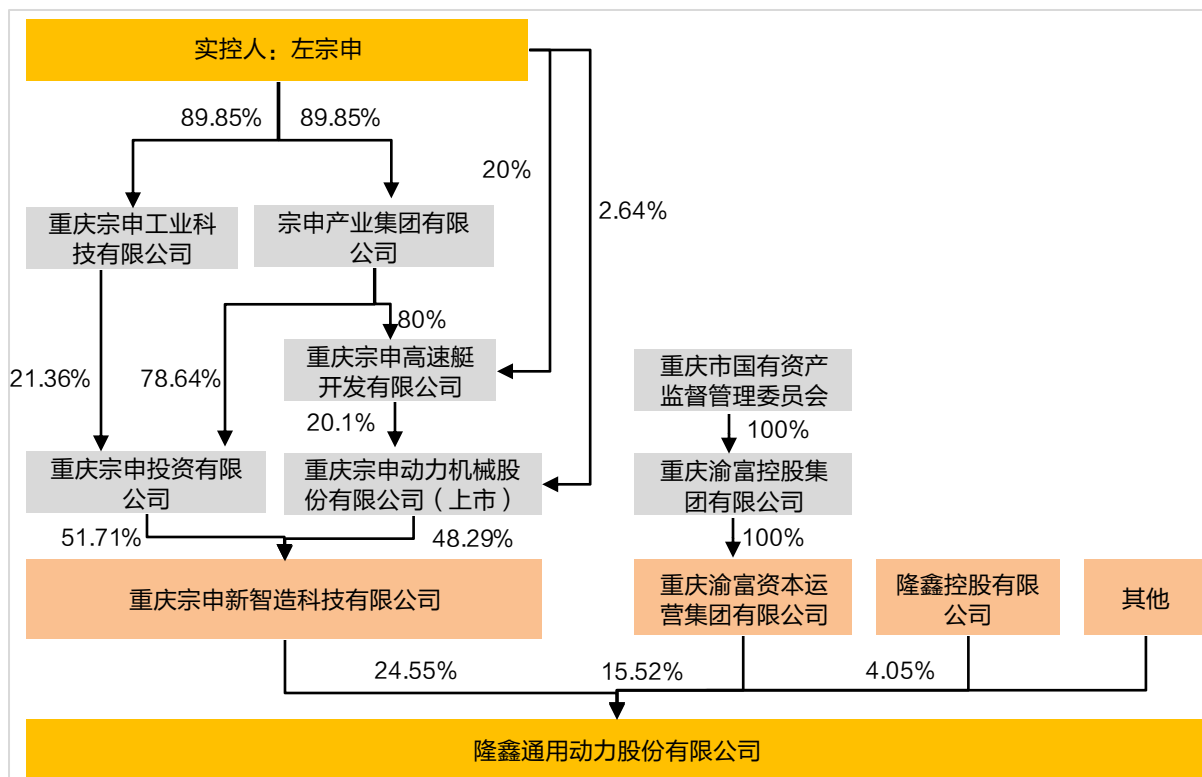
## 股权重整落地，业务有望充分协同

- 2024年12月，公司资产重组股权交割完毕，隆鑫控股持有的隆鑫通用累计5.04亿股股票过户给宗申新智造，占总股本的24.55%，宗申新智造成成为隆鑫通用第一大股东、控股股东，左宗申先生成为隆鑫通用的实控人。
- 宗申集团始创于1982年，2003年宗申动力通过资产重组在深交所上市，目前集团主要业务包括摩托车、摩托车发动机、通用机械、航空发动机等。后续将以资产注入等方式完成业务整合。

表：公司股权重整历程

|          |                                                                                                                                        |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020年    | 原实控人涂建华被列为失信被执行人                                                                                                                       |
| 2022年1月  | 重庆五中院裁定受理隆鑫系十三家公司破产重整申请，控股股东开始破产重整                                                                                                     |
| 2024年7月  | 与重庆宗申新智造、重庆渝富资本分别签署投资协议，按协议约定，宗申新智造将取得隆鑫控股持有的隆鑫通用504,172,175股股票，占隆鑫通用总股本24.5513%的股份，宗申新智造将成为隆鑫通用第一大股东、控股股东，宗申新智造实际控制人左宗申先生将成为隆鑫通用实际控制人 |
| 2024年8月  | 已收到宗申新智造和渝富资本分别支付的两笔重整投资款累计13.46亿元和8.46亿元，分别对应隆鑫控股持有的公司9.88%、6.20%股份                                                                   |
| 2024年12月 | 宗申新智造和渝富资本完成第三笔打款，分别支付了20亿元和12.69亿元，并分别取得14.68%和9.31%的股权；至此，宗申新智造共支付款项合计33.46亿元、获得股权24.55%，渝富资本共支付款项合计21.25亿元，获得股权15.52%               |

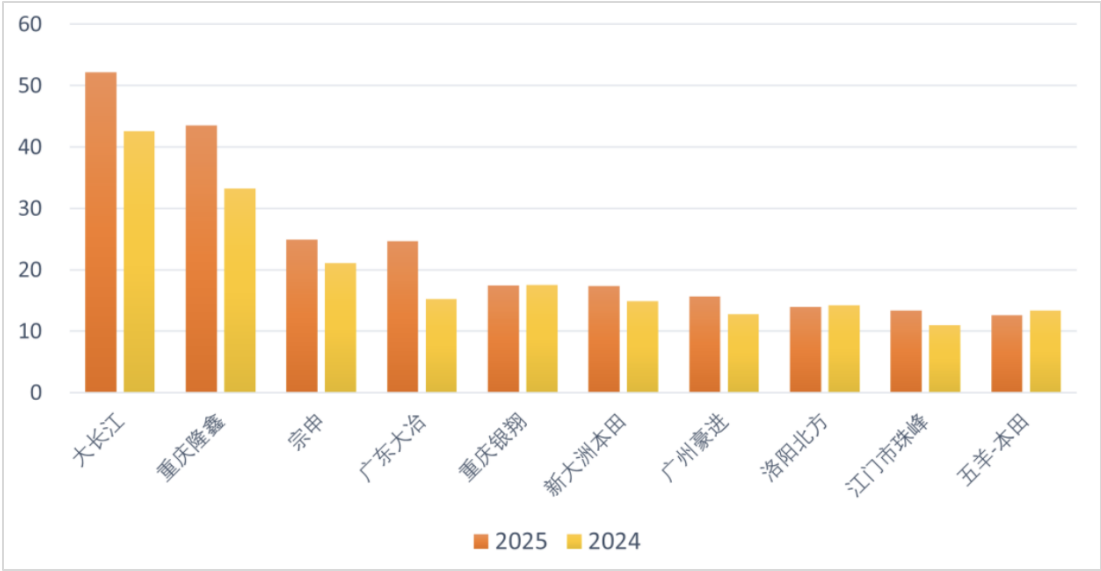
图：公司股权结构（截至2025年4月17日）



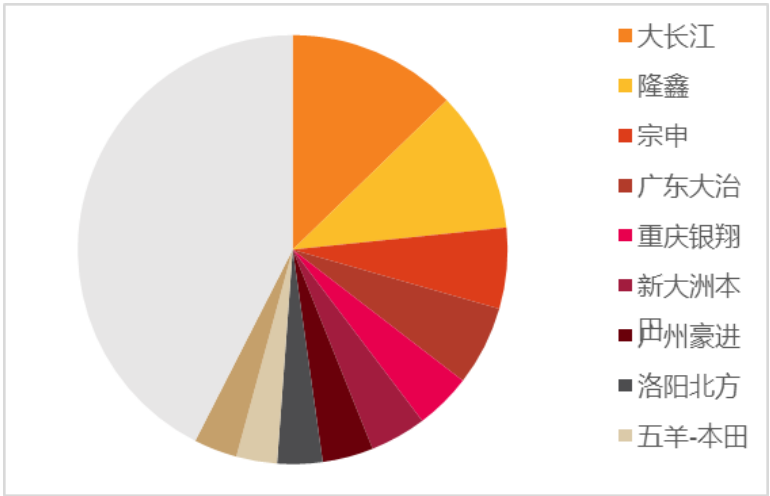
# 股权重整落地，业务有望充分协同

- 据摩托车商会数据，以2025年前两个月销售数据计算，隆鑫和宗申分别是我国摩托车行业规模第二、第三的公司，分别占全行业销量的10.6%、6.1%。
- 双方摩托车业务的整合，有望在供应链、发动机技术、市场渠道等方面充分协同。

图：我国摩托车公司3月销量前十（万辆）



图：2025Q1我国摩托车企业燃油摩托销量占全行业的比例



# 风险提示

## 风险提示

- 关税等政策风险：公司有出口业务，关税等政策变动时会对公司经营产生影响。
- 销量不及预期的风险：公司主业是摩托车销售，存在销量不及预期的风险。
- 竞争加剧的风险：行业存在竞争加剧的风险。
- 整合进度不及预期的风险：公司与宗申正在整合，存在进度不及预期的风险。

# 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                         | 评级   | 体系               |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益20%以上    |
|        |                            | 增持   | 预期股价相对收益10%-20%  |
|        |                            | 持有   | 预期股价相对收益-10%-10% |
|        |                            | 卖出   | 预期股价相对收益-10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上     |
|        |                            | 中性   | 预期行业指数涨幅-5%-5%   |
|        |                            | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下    |

THANKS