

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.75
总股本/流通股本(亿股)	20.54 / 20.54
总市值/流通市值(亿元)	159 / 159
52周内最高/最低价	8.14 / 3.99
资产负债率(%)	39.5%
市盈率	27.68
第一大股东	隆鑫控股有限公司

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
研究助理: 傅昌鑫
SAC 登记编号: S1340123050006
Email: fuchangxin@cnpsec.com

隆鑫通用(603766)

深耕摩托车和通机业务，出海乘风而起

● 事件描述

公司发布 2023 年报及 2024 一季度报告，2023 年公司实现营收 130.66 亿元，同比+5.29%；实现归母净利润 5.83 亿元，同比+10.65%；实现扣非归母净利润 6.42 亿元，同比+35.71%。2024Q1 实现营收 32.96 亿元，同比+20.41%；实现归母净利润 2.58 亿元，同比+39.25%；实现扣非归母净利润 2.47 亿元，同比+60.70%。

● 事件点评

聚焦“摩托车+通机”主业发展，自主品牌实现历史性突破。公司 2023 年摩托车整车、摩托车发动机、通用机械业务分别贡献 73.81、16.70、27.33 亿元，自主品牌收入同比增长 31.52%，占公司营收的 23.66%。摩托车主业中，无极 VOGE 高端摩托车实现收入 14.92 亿元，同比增长 57.05%，占公司摩托车业务比重约 20%。无极大排量摩托车单月销量多次夺得行业第一，全年总销量稳居行业前三。通机业务，虽然受全球经济增长放缓、核心通胀居高不下、地缘政治风险上升、美国“双反”等不利因素影响，收入同比下降 19.93%，但业务内部结构逐步调整，目前与全球顶尖园林品牌 Husqvarna 合作推出的割草机产品畅销欧洲市场。未来将布局园林机械、储能等新产品，积极推动通机产品升级与转型。

盈利能力稳步提升，管理及销售费用占比不断扩张。公司 2023 年综合毛利率、扣非净利率分别为 18.54%、4.91%，同比提升 1.15 pct 和 1.1 pct，其中摩托车业务实现毛利率 17.85%，同比提升 1.26 pct。2024Q1 综合毛利率和扣非净利率分别为 17.71%和 7.49%，维持上升通道。期间费用方面，公司始终坚持研发投入，2023 年研发费用率为 3.74%，2024Q1 为 3.50%，始终处于较高水平。而由于摩托车产品的消费品属性逐渐显现，2023 年销售及管理费用率分别同比增加 0.28 pct 和 0.63 pct，至 1.65%和 4.45%，2024Q1 分别为 1.83%和 4.39%，公司主业制造技术的进步要求有持续地研发投入，同时消费品的属性也要求公司在营销渠道上不断投入并拓宽。

摩托车业务逆势成长，营销渠道建设跟随出海节奏。2023 年，摩托车行业实现销量 1899 万辆，同比下降 11.34%。其中，国内摩托车实现销量 1067.39 万辆，同比下降 22.51%；出口市场实现销量 831.68 万辆，同比增长 8.79%。我国摩托车行业经过多年的发展，产品力以及品牌力持续提升，已经具备了在国际市场与国际品牌竞争的条件，同时国内企业也愈发重视出口市场，从产品到渠道均进行了大量布局。行业总体呈现下行趋势，但出口市场显现出强韧的需求，业内竞争势必加剧，低质量产能面临出清，头部企业将进一步扩大市场份额，尤其是在海外市场具备竞争优势的企业。公司一直积极拓展全球渠道，深度参与行业活动，目前已经在全球建设销售网点 1334 家，国

外市场渠道 864 家（其中在欧洲近 700 家），参加了意大利国际两轮车展览会、拉斯维加斯摩托车展等活动，同时通过抖音、Facebook 等社交媒体矩阵全方位推广自主品牌。凭借着营销渠道的建立，公司摩托车品牌在意大利、西班牙等市场已形成较高知名度，叠加深度合作伙伴宝马在欧洲市场的赋能，有望逆势扩张，带来公司成长的动力增量。

通机行业有望迎来拐点，稳健增长同时内部优化。公司通用机械产品主要有通机动力设备、储能电源、家用小型发电机、非道路用发电机等，其中 To C 端占主要份额，面向的市场以海外为主。从 2021 年底开始，通机行业已经持续两年多的去库存阶段，而主流通机产品平均的使用寿命也在 2-3 年，近期有望迎来拐点，特别是 2024Q1 已经可以看到部分园林机械产业链相关的需求快速增长。公司通机产品逐渐向附加值更高的类别进步，同时不断深化在园林机械、农机等产品上与 Husqvarna 的合作，未来通机业务在稳健增长的同时也将不断进行内部结构调整，向盈利能力更高的领域优化。

了结昨日层层积重，布局新业务拉开岁华新。公司以前曾进行过多次产业链上的收并购整合，不过结果大多不尽人意。2021-2023 年期间，公司每年计提信用及资产减值损失（资产减值损失主要来自商誉和持有待售资产）5.22、5.74、3.89 亿元，2023 年还有 1.74 亿元的营业外支出，主要系拟处置子公司意大利 CMD 股权后的终止金。目前广州威能、意大利 CMD 等亏损子公司的商誉减值已基本计提完毕，再加上控股股东重整结束后可能迎来新赋能，可以说原有的影响公司经营发展的阴霾正逐步散去，今年开始有望释放较大利润空间。不仅如此，在聚焦主业的战略发展规划下，摩托车业务延申出的全地形车业务 2023 年实现收入同比增长超过翻番，新布局的数字能源业务也在有序推进，这些新业务都将为公司带来从零开始的全新增长点。

我们认为，公司聚焦摩托车、通机等主营业务，品牌知名度与技术积累深厚，在全球多个国家和地区建设了完备的营销网络，与 BMW、TORO 等全球知名企业深度合作。同时，公司摩托车、通用机械出口创汇位居行业前列，在业务战略及产品结构调优、解决过往收并购影响之后，有望深度受益于摩托车产品出海大趋势，以及通机业务即将迎来的增长拐点。

● 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 140.83、158.64、178.33 亿元，同比+7.78%/+12.65%/+12.41%，归母净利润分别为 11.14、13.26、16.83 亿元，同比+90.89%/+19.04%/+26.92%，对应 PE 估值分别为 13.85/11.63/9.17，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

摩托车市场竞争加剧风险；通机业务下游地缘政治风险；控股股东重整影响风险；子公司应收账款追回不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13066	14083	15864	17833
增长率(%)	5.29	7.78	12.65	12.41
EBITDA(百万元)	1466.79	1525.08	1685.44	2024.08
归属母公司净利润(百万元)	583.42	1113.69	1325.79	1682.70
增长率(%)	10.65	90.89	19.04	26.92
EPS(元/股)	0.28	0.54	0.65	0.82
市盈率(P/E)	26.43	13.85	11.63	9.17
市净率(P/B)	1.87	1.64	1.44	1.24
EV/EBITDA	3.68	5.07	3.49	1.79

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	13066	14083	15864	17833	营业收入	5.3%	7.8%	12.6%	12.4%
营业成本	10644	11410	12738	14192	营业利润	24.1%	68.4%	13.7%	24.7%
税金及附加	246	198	237	284	归属于母公司净利润	10.6%	90.9%	19.0%	26.9%
销售费用	215	268	333	410	获利能力				
管理费用	581	545	642	735	毛利率	18.5%	19.0%	19.7%	20.4%
研发费用	457	563	635	713	净利率	4.5%	7.9%	8.4%	9.4%
财务费用	-76	-5	-14	-21	ROE	7.1%	11.9%	12.4%	13.6%
资产减值损失	-379	-14	0	0	ROIC	9.8%	10.2%	10.6%	11.7%
营业利润	730	1229	1397	1742	偿债能力				
营业外收入	3	0	0	0	资产负债率	39.5%	37.5%	36.2%	35.6%
营业外支出	174	0	0	0	流动比率	1.87	2.09	2.28	2.42
利润总额	558	1229	1397	1742	营运能力				
所得税	84	234	238	297	应收账款周转率	10.22	24.00	—	—
净利润	474	995	1159	1445	存货周转率	17.12	16.50	15.87	17.04
归母净利润	583	1114	1326	1683	总资产周转率	0.99	0.97	1.00	1.01
每股收益(元)	0.28	0.54	0.65	0.82	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.28	0.54	0.65	0.82
货币资金	5548	7985	9795	11994	每股净资产	4.02	4.57	5.21	6.03
交易性金融资产	56	56	56	56	估值比率				
应收票据及应收账款	1209	29	43	44	PE	26.43	13.85	11.63	9.17
预付款项	57	54	61	70	PB	1.87	1.64	1.44	1.24
存货	703	1004	995	1098	现金流量表				
流动资产合计	9752	11224	13027	15428	净利润	474	995	1159	1445
固定资产	2427	2154	1875	1589	折旧和摊销	458	301	303	303
在建工程	143	114	91	73	营运资本变动	1137	1099	317	501
无形资产	730	797	797	797	其他	334	-12	18	-85
非流动资产合计	4189	3889	3586	3283	经营活动现金流净额	2403	2383	1796	2164
资产总计	13942	15113	16614	18710	资本开支	-532	-34	-2	-1
短期借款	303	253	203	153	其他	342	138	75	94
应付票据及应付账款	2720	2820	3026	3502	投资活动现金流净额	-190	104	73	94
其他流动负债	2191	2306	2492	2718	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	5214	5378	5720	6372	债务融资	60	-50	-50	-50
其他	299	294	294	294	其他	-465	-19	-10	-8
非流动负债合计	299	294	294	294	筹资活动现金流净额	-405	-69	-60	-58
负债合计	5513	5673	6015	6667	现金及现金等价物净增加额	1860	2438	1809	2199
股本	2054	2054	2054	2054					
资本公积金	39	39	39	39					
未分配利润	5420	6386	7513	8943					
少数股东权益	176	57	-110	-348					
其他	741	905	1104	1356					
所有者权益合计	8428	9440	10599	12044					
负债和所有者权益总计	13942	15113	16614	18710					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048