

隆鑫通用(603766)

报告日期: 2024 年 11 月 14 日

自有品牌出海，无极快速放量

——隆鑫通用深度报告

投资要点

- **隆鑫通用是行业领先的摩托车及发动机、通用机械厂商，集研发、生产、销售于一体，旗下拥有隆鑫、劲隆、VOGE、茵未等多个品牌，产品畅销全球 100 多个国家和地区。**公司产品主要包括两轮摩托车、三轮摩托车、摩托车发动机、全地形车、通用机械和充电桩。2021 年确立了公司战略发展规划：聚焦摩托车+通机业务，做大做强，做精做透。24H1 实现收入 77 亿元，同比+28%；归母净利润 5.9 亿元，同比+17%。
- **凭借多年代工量产经验，公司的摩托车业务常年位居行业前列。**根据中国摩托车商会数据，2023 年公司二轮燃油摩托车总销量、出口量分别 118 万辆、113 万辆，占全行业销量 9%、14%，分别位列行业第二、第一。事实上，早在 1999 年，公司就取得了国家外贸部批准的自营进出口权。2000 年，公司的出口交易额已高达 10 亿元。如今，隆鑫通用的摩托车产品已遍布全球 100 多个国家和地区，摩托车出口数量与金额常年居全行业第一。
- **海外合作夯实自有品牌底层技术**
公司拥有二十年摩托车代工经验，实现中大排量研发制造能力的蜕变。公司与宝马自 2005 年合作至今，合作产品从单缸升级到双缸，从发动机升级到摩托车整车，合作不断深化，形成了长期稳定的战略合作伙伴关系。通过长期贴牌代工，公司不断夯实底层技术，逐渐与国际一线的标准流程接轨，为自有品牌无极的推出奠定了坚实基础。
- **自有摩托无极出海，销售放量信号已现**
 - 1) 2020-24H1 年，无极摩托车的收入贡献不断提升，从 4%提升到 20%。24H1 无极收入高增主要系三款爆品延续景气度：上半年无极销售收入 15.2 亿元（同比+132%），已超 2023 全年收入。其中国内 8.71 亿元（同比+169%），出口 6.49 亿元（同比+96%）。24 年下半年，SR150C、DS900X、CU250 新品销售潜力值得期待，有望继续推动无极放量增长。
 - 2) 对于海外老牌摩企，公司已展现出追赶反超实力，我们认为将持续演绎“国产替代”逻辑。例如无极今年 9 月推出的 RR660S 摩托车，可对标本田经典的 CBR650R，无极 RR660S 不但在核心性能上略胜一筹，而且价格上的竞争力更为明显——性能相似、价格减半。
- **盈利预测与估值**
预计 24-26 年营业收入 157.9、183.2、208.3 亿元，同比+21%、+16%、+14%。
预计归母净利润 12.2、15.7、18.9 亿元，同比+110%、+28%、+20%。截至 11 月 14 日，24-26 年对应 PE 为 14.15X、11.03X、9.17X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**
原材料价格波动风险、自有品牌海外拓展不及预期风险、海外贸易政策和地缘政治风险、行业竞争加剧风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：马远方
 执业证书号：S1230524040004
 mayuanfang@stocke.com.cn

分析师：马莉
 执业证书号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.43
总市值(百万元)	17,311.36
总股本(百万股)	2,053.54

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13066	15789	18323	20831
(+/-) (%)	5.29%	20.84%	16.05%	13.69%
归母净利润	583	1223	1570	1887
(+/-) (%)	10.65%	109.68%	28.33%	20.22%
每股收益(元)	0.28	0.60	0.76	0.92
P/E	29.67	14.15	11.03	9.17

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 内生外延奠定工业基础，数十年磨一剑	6
1.1 内生工业积淀+德系代工积累	6
1.2 创收：摩托贴牌出口头部企业，“无极”成长有穿透力	7
1.3 产品战略：摩托车+通机，做大做强，做精做透	9
1.4 全球布局产能，业务条线完整	12
2 行业结构性增长	12
2.1 全球摩托车结构性机会，海外延续高景气	12
2.2 国产摩托车出口加速，排量升级	14
3 海外合作夯实底层技术	16
3.1 隆鑫×宝马	16
3.2 技术全面开花	17
4 自有摩托无极出海，销售放量信号已现	18
4.1 爆品出圈，国内外销量共振	18
4.2 性价比为盾，产品力为矛	20
4.3 强化品牌营销，升级线下渠道，品牌形象年轻化	21
5 盈利预测	23
6 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司深耕摩托车行业 30 余年	6
图 2: 公司营收修复, 24H1 同比+28%	7
图 3: 公司摩托车及发动机业务快速增长	7
图 4: 公司 2021 年以来通用机械业务受国际环境影响大幅下滑	8
图 5: 公司发电机组、高端零部件及其他业务降幅有所收窄	8
图 6: 聚焦主业, 24H1 摩托车及发电机收入占比提升至 77%	8
图 7: 2021 年以来, 主营业务毛利率从 13.4%修复至 18.2%	8
图 8: 公司归母净利润放量, 24H1 已超 2023 年全年	9
图 9: 公司应收和应付账款变化	9
图 10: 公司经营性、投资性、筹资性现金流净额变化	9
图 11: 现金资产比率整体上升	9
图 12: 以销量计(万辆), 2023 年隆鑫二轮燃油摩托车市占率 9%, 位列第二	11
图 13: 以销量计(万辆), 2023 年隆鑫二轮燃油摩托车出口市占率 14%, 行业第一	11
图 14: LONCIN 全地形车重磅产品 ATV700	11
图 15: LONCIN 全地形车收入快速增长	11
图 16: 18 年公司获市级“智能工厂”和“数字化车间”认定	12
图 17: 公司入选重庆 2020 年首批工业互联网试点示范项目	12
图 18: 全球摩托车市场收入预测	12
图 19: 2022 年全球各大洲摩托销量(百万辆)及占比	12
图 20: 2023 年欧洲市场摩托车份额: 分品牌	13
图 21: 以注册量计, 近两年欧洲主要市场的摩托车销量(万辆)	13
图 22: 土耳其摩托车行业年销量预测(万辆)	13
图 23: 2023 年印尼市场摩托车份额: 分品牌	13
图 24: 本田近十年摩托车销量(千辆)及增速	14
图 25: 本田近十年摩托车 ASP(万日元)及增速	14
图 26: 雅马哈摩托车收入分地区量价拆分	14
图 27: 中国摩托车近十年出口 ASP	14
图 28: 我国二轮燃油摩托车内外销量(万辆)及增速	15
图 29: 我国 250cc 以上二轮燃油摩托车内外销量(万辆)及增速	15
图 30: 按销量计, 2023 年中国摩托车出口结构: 50-125cc(含)占比 40%	15
图 31: 2015-2023 年摩托车出口主力排量段逐渐从 125cc 以下向 125cc 以上转移	15
图 32: 中国燃油摩托车全排量 TOP 30 出口目的地销量(辆)及增速	16
图 33: 隆鑫造宝马踏板车在意大利米兰摩托车博览会上发布	17
图 34: 无极的 SR4 踏板车, 外观及部分硬件参数已接近宝马	17
图 35: 近 5 年研发费用率稳定在 3%左右	18
图 36: 公司于行业率先研发的搭载氢燃料电池全地形车	18
图 37: 2022 年 11 月发布公司自主研发的四缸发动机 KEN660	18
图 38: 茵未电摩智能控制中枢	18
图 39: 无极摩托车发展史	19
图 40: 无极摩托车矩阵: 巡航太子系列、街道运动系列、公路赛车系列、复古先锋系列、冒险休旅系列、踏板系列	19
图 41: 无极摩托车销售收入占比快速提升, 24H1 已达 20%	20
图 42: 无极摩托车增速迅猛, 24H1 收入+132%	20

图 43: 2024 年 1-8 月部分品牌在意大利市场的销量同比增速	20
图 44: 无极最新四缸摩托车核心性能比肩本田, 国内价格却仅约后者的 50%.....	21
图 45: 公司官宣吴磊为无极摩托车全球代言人.....	22
图 46: 无极国内形象店内景一角(北京旗利通州)	22
图 47: VOGE 海外社媒官方账号粉丝活跃	22
图 48: 24 年 7 月阿根廷罗萨里奥市翻新的 Voge 门店	22
表 1: 高管团队老成持重, 业务能力扎实	6
表 2: 公司发动机产品丰富(不完全统计)	10
表 3: 隆鑫通用与宝马合作进程.....	17
表 4: 无极摩托车三款爆品(CU525、SR250GT、DS525X)的核心参数	19
表 5: 意大利市场: 无极摩托车性能正在接近海外老牌摩企	21
表 6: 盈利预测收入拆分.....	23
表 7: 可比公司估值(截止日期为 2024/11/14)	23
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 内生外延奠定工业基础，数十年磨一剑

1.1 内生工业积淀+德系代工积累

隆鑫通用是行业领先的摩托车及发动机、通用机械厂商，集研发、生产、销售于一体，旗下拥有隆鑫、劲隆、VOGE、茵未等多个品牌，产品畅销全球 100 多个国家和地区。回溯三十余年历史，公司实现了从代工到自有品牌的华丽转变。1993 年公司前身成立，起家于发动机制造；2005 年开始与德国 BMW 展开 OEM 合作，至今积累了丰富的摩托车代工经验，成为行业内首家通过摩托车国家安全技术免检认证的企业；2018 年发布公司自有摩托车品牌 VOGEL，迄今为止已在意大利、西班牙等欧洲市场得到广泛认可。除此之外，公司还先后布局自有全地形车和电动摩托车等业务。

图1：公司深耕摩托车行业 30 余年

1993	1998	2001	2005	2012	2013	2014	2015	2018	2022
前身“重庆隆鑫交通机械厂”成立，第一台摩托车发动机上市	第一台摩托车上市	第一台通用汽油机上市	与德国 BMW 公司开始合作	8月在上海证券交易所成功挂牌上市	10月启动BMW全新大排量双缸发动机项目	进入无人机领域	3月与宝马签订整车战略合作框架协议	9月发布摩托车自主高端品牌“茵未”VOGE无极	发布电动摩托车品牌“茵未”BICOSE，并发布首款电动摩托车 Real 5T

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

高管团队稳定且资深，长期见证公司成长。管理层深耕行业多年，具备丰富的业务能力和管理经验，面对行业形势变化，2021 年重新确立了公司战略发展规划：聚焦摩托车+通机业务，做大做强，做精做透。新战略实施以来，公司自有摩托品牌取得快速发展，整体毛利率显著改善。

表1：高管团队老成持重，业务能力扎实

姓名	年龄	职务	履历
龚晖	54	总经理(代董事长职责)	重庆大学工商管理硕士。2015 年起先后担任副总经理、常务副总经理、董事会董事，2024 年 8 月起，代行董事长职责。
陈艺方	42	副总经理	重庆工学院学士。2005 年至今长期效力于隆鑫工业集团、重庆隆鑫发动机有限公司、隆鑫通用动力股份有限公司。2023 年 4 月 21 日至今任公司副总经理。
黎军	54	副总经理	南京理工大学硕士，车辆工程专业。2007 年 9 月至 2020 年 6 月，先后在隆鑫通用动力股份有限公司担任要职。2023 年 7 月至今，在隆鑫通用动力股份有限公司任摩托车事业部常务副总经理。2023 年 9 月 22 日至今任公司副总经理。
李耀	60	董事	管理学硕士。重庆市政协常委，中国摩托车商会副会长，重庆市进出口商会会长，重庆市工商联（总商会）副会长。历任宗申机车策划部长、行政协调和宗申集团宣传部部长、总裁助理、副总裁、高级副总裁等职务，现任宗申产业集团有限公司董事局副主席兼常务副总裁。2004 年 10 月至今，担任宗申动力董事。2024 年 8 月起，任隆鑫通用第五届董事会董事。
胡显源	52	董事	工科硕士。历任宗申科技公司技术主管工程师、宗申技研公司发动机开发部部长、宗申摩发公司总工程师、宗申动力总经理、宗申集团高级副总裁等职务，现任宗申产业集团有限公司董事局副主席兼执行总裁。2024 年 8 月起，任隆鑫通用第五届董事会董事。
黄培国	48	董事	经济学硕士。历任宗申动力证券事务代表、董事会秘书、副总经理等职务。2012 年 2 月至今，担任宗申动力董事、总经理。同时，兼任宗申动力法定代表人。2024 年 8 月起，任隆鑫通用第五届董事会董事。
刘嘉祺	36	董事	中国政法大学硕士。2019-2023 年先后在中信证券股份有限公司担任法律部高级经理、特殊资产部副总裁。2023 年 12 月起任公司董事会董事。
邵海翔	35	董事	大学本科学历，中国注册会计师。先后效力于历任毕马威华振会计师事务所、金科汤姆猫文化产业股份有限公司、中科久泰控股有限公司。2024 年 8 月起，任隆鑫通用第五届董事会董事。
王建超	52	财务总监	西安工业学院学士。2015 年 1 月至今任公司财务总监。
叶珂伽	42	董秘	重庆工商大学学士，国际经济与贸易专业。2015 年至 2021 年 9 月任证券部副部长、部长及证券事务代表，2021 年 9 月至今任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

隆鑫控股有限公司作为隆鑫通用的第一大股东，2021年9月开始进入隆鑫系十三家企业的预重整，直至今年7月1日，宗申动力（证券代码：001696）的参股公司——重庆宗申新智造科技有限公司（简称“宗申新智造”）签订《重整投资协议》，拟出资收购隆鑫控股所持隆鑫通用股票。根据今年9月25日隆鑫通用发布的公告，重庆市第五中级人民法院已裁定将隆鑫控股持有的隆鑫通用2.03亿股股票（占隆鑫通用总股本的9.88%）过户给宗申新智造。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。

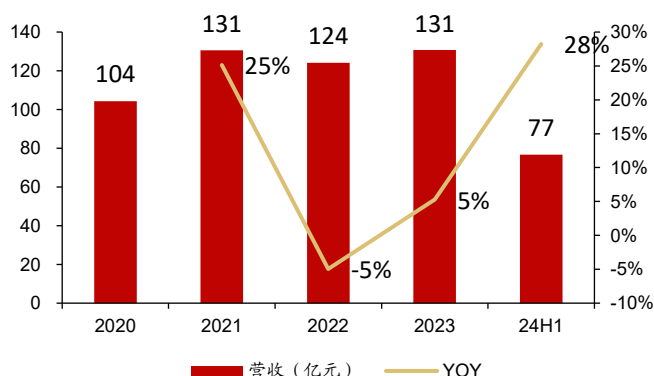
左宗申现任宗申动力的董事长、重庆市人大代表、中国摩托车商会会长以及中国工业互联网产业联盟重庆分盟理事长。1992年左总开启了宗申集团的发展历程，其中，宗申动力是国内摩托车发动机、通用汽油机和通用机械终端产品制造的龙头企业之一，2023年宗申动力实现营业总收入81.51亿元（同比基本持平），归母净利润3.62亿元（同比-7.26%）。宗申动力在细分市场拥有较高的市场占有率，已连续多年入选“中国机械500强”和“中国压铸50强”，近年获得国家级专精特新“小巨人”企业认定。我们认为宗申动力入主隆鑫通用，将有助于摩托车及通机技术融合共享，进一步发挥规模优势，一方面增强对上游及下游的议价能力，一方面摊薄研发和人力等成本，双方整体利润率仍有优化空间。

1.2 创收：摩托贴牌出口头部企业，“无极”成长有穿透力

隆鑫通用四类业务：摩托车及发动机、通用机械产品、大型商用发电机组、高端零部件，其中前两者是主要收入来源且占比逐年提升。2023年摩托车及发动机、通用机械产品收入贡献分别95亿元（占比72%）、27亿元（占比21%）。摩托车及发动机业务包括无极摩托、LONCIN全地形车、两轮通路摩托车、发动机销售以及宝马OEM业务等。

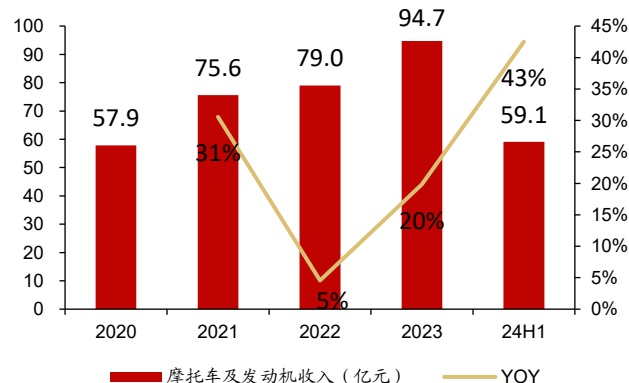
公司近三年收入波动较大，2022、2023、24H1分别实现营业收入124、131、77亿元，同比-5%、+5%、+28%。其中，2022年收入下降主要由于受全球通胀、美国“双反”政策的影响，市场需求下降。2023年通机销售下滑，但无极摩托和LONCIN全地形车带动摩托车业务快速增长，最终录得公司收入个位数增长。24H1通机降幅收窄，叠加无极摩托持续放量，公司收入高增。我们认为下半年，无极摩托仍将是重要的增长动力。

图2：公司营收修复，24H1同比+28%



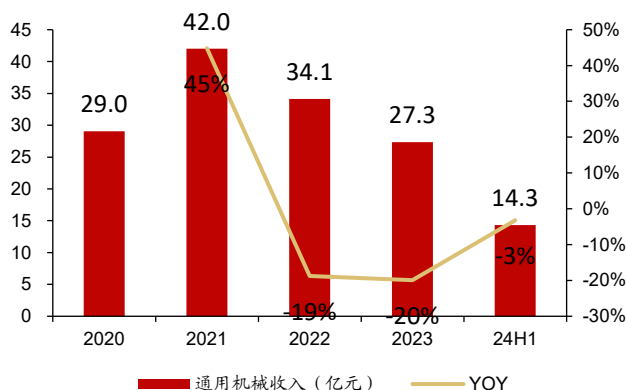
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3：公司摩托车及发动机业务快速增长



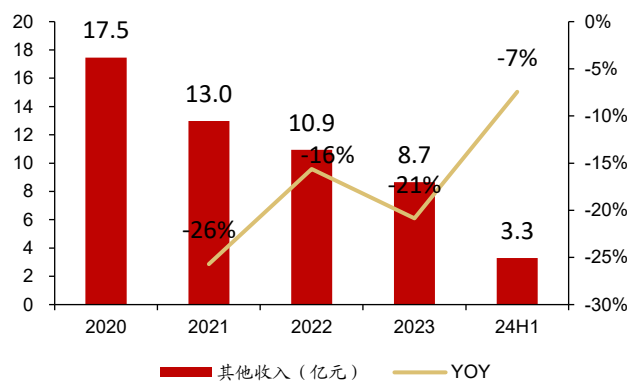
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4：公司 2021 年以来通用机械业务受国际环境影响大幅下滑



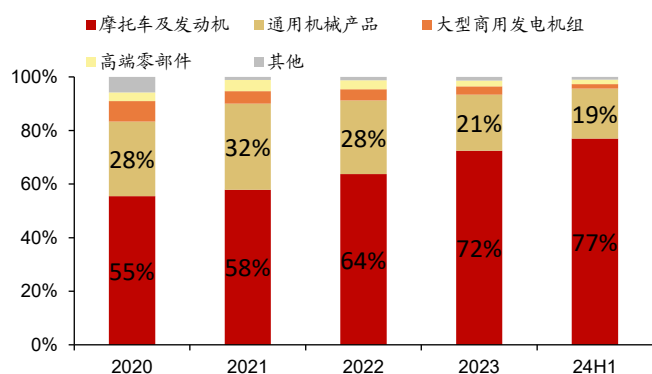
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：公司发电机组、高端零部件及其他业务降幅有所收窄



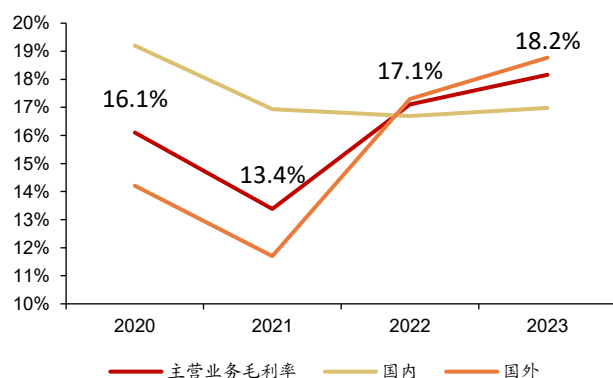
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图6：聚焦主业，24H1 摩托车及发电机收入占比提升至 77%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图7：2021 年以来，主营业务毛利率从 13.4%修复至 18.2%

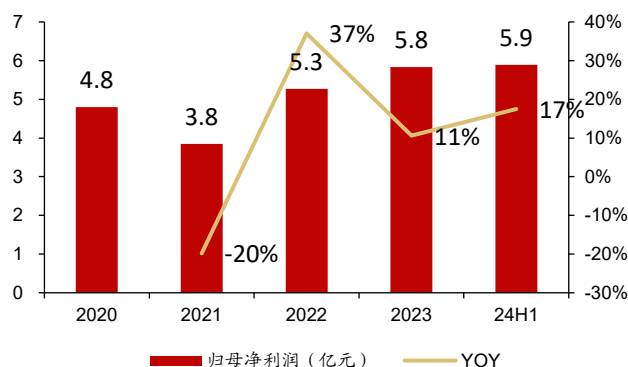


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司归母净利润在 2021 年大幅下滑，主要由于原材料价格高涨、计提商誉减值和应收账款坏账准备等。2022 年开始利润改善，2022、2023、24H1 分别实现归母净利润 5.3、5.8、5.9 亿元，同比+37%、+11%、+17%。其中，2022 年利润高增，得益于汇率变动、原材料价格变化、产品结构调整等因素。

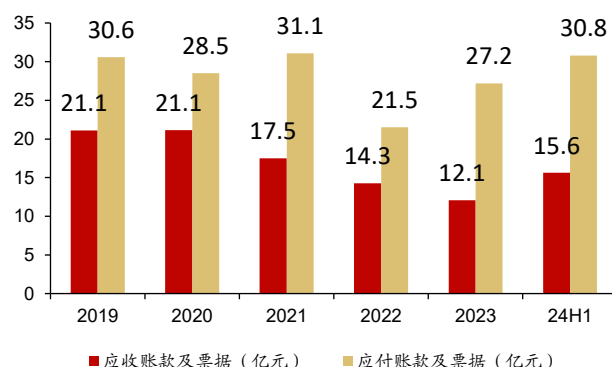
营业总成本上，近五年来直接材料成本（各种等级的铜材、钢材、铝材和塑料等）占公司营业总成本的比例高达 75%-78%，原材料价格波动对利润率产生一定影响。例如 2021 年公司营业总收入 131 亿元（同比+25%），营业总成本 124 亿元（同比+27%），其中直接材料成本 101 亿元（同比+29%），当年毛利率仅 13.8%（同比下降 2.9pct）。为应对原材料价格波动，公司对采购的常用物资，通过招标等方式固定采购渠道，确定价格或定价方式，与核心供应商建立起战略合作伙伴关系。

图8：公司归母净利润放量，24H1 已超 2023 年全年



资料来源：wind，浙商证券研究所

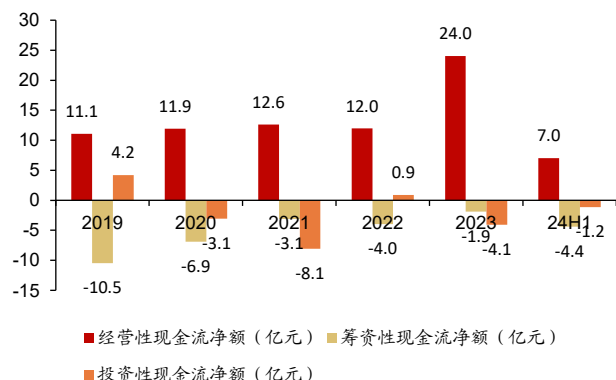
图9：公司应收和应付账款变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

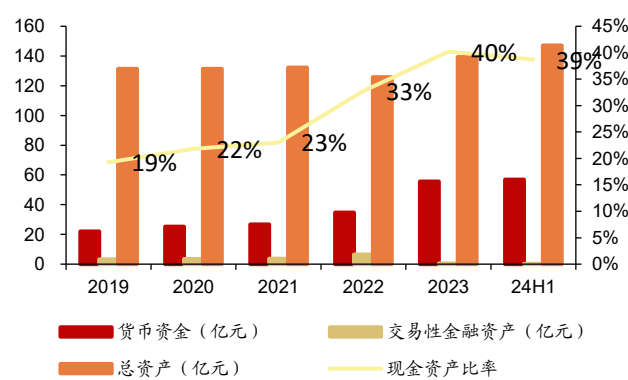
隆鑫通用现金流优异，账上现金充裕。主营业务稳健增长给公司带来健康的现金流，现金资产比率从2020年开始显著提升，24H1 货币资金和交易性金融资产分别 56.8 亿元、0.2 亿元，合计占总资产约 39%。

图10：公司经营性、投资性、筹资性现金流净额变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

图11：现金资产比率整体上升



资料来源：wind，浙商证券研究所

1.3 产品战略：摩托车+通机，做大做强，做精做透

1) 摩托车发动机。自1993年第一台隆鑫摩托车发动机问世以来，公司已发展形成三大产品矩阵：两轮摩托车发动机、三轮摩托车发动机、全地形车发动机，涵盖弯梁车、越野车、踏板车、骑士车等多种车型，覆盖排量段110cc-800cc，拥有超70款发动机产品。2022年正式推出公司首款四缸发动机KEN660，跻身拥有四缸发动机的国产品牌之列。公司制造的发动机包括对外销售和自用，24H1自主发动机（对外销售）收入8.89亿元（同比+5.7%），占营收12%。

表2: 公司发动机产品丰富(不完全统计)

两轮摩托车发动机		三轮摩托车发动机	全地形车发动机
弯梁车发动机	骑士车发动机	三轮卧式发动机	50/70/90 纯电单极小乖乖
扩 110	CB125/150	扩 110 脚手/手/自	CB250 纯电内倒
扩 110 小乖乖	CB250	TQ120 手/自	CVT300 水冷
扩 110 脚	CBP200/250	TQ130 手/自	扩 110/120 纯电单极内置倒挡
C110/125	SE150/162/200/250	TD130	YF300 水冷内倒
WV110	RE125/150/162/180/200/250	TT130 水冷	CVT700 水冷
HPU110/125 单自/双自	FE250	三轮风冷发动机	扩 110 手换挡
KE125 水冷/150 水冷	NE125	CG150/175/200	CVT175/200
越野车发动机	CG125/150/125K/200F	TD150/175/210	SM300 水冷
YB250D/E	CGR125/150	TQ150/175/210	
YB250F/YB250F-1	KG125	TC150/175	
YB250R	CGP200/210/250/200K	TR150	
YK250 水冷	KE250 水冷	JN150D/JN175D/JN210D	
MT250 水冷	YF300 水冷	三轮水冷发动机	
KE300F 水冷	KE300F 水冷	CG150 水冷/175 水冷/200 水冷	
YBS300	KEL3507 水冷	TD150 水冷/175 水冷/210 水冷/260 水冷	
YB250H/YB300H	KE500 水冷	TC150 水冷/175 水冷	
MC040 电驱系列	KEL500F 水冷	CG150/175/200 沸腾	
踏板车发动机	KEL800	TG150/175 水冷	
KS125/150/150F/180F 水冷	KE125 水冷/150 水冷	CG175A 水冷/200A 水冷	
KS125C/150C/150FC/180F C 水冷		TT210A 水冷/260A 水冷/300A 水冷	
KS250/300 水冷		玄剑 200/250/300 水冷	
		TR210 水冷/260 水冷/300 水冷	
		电驱系列	
		TM020/TM025/TM035/TM035E	

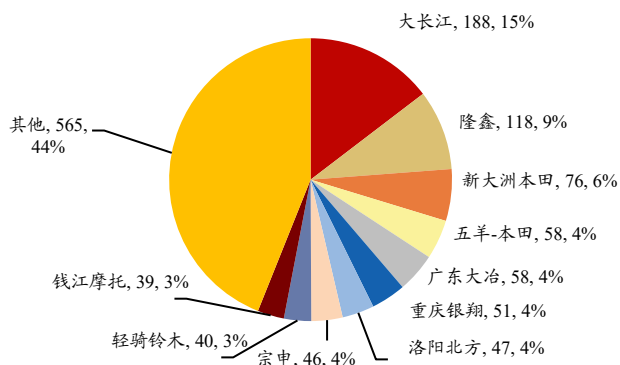
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2) 摩托车整车: 主要包括宝马业务及其他 OEM 业务、无极 VOGUE 高端摩托车、隆鑫 LONCIN 全地形车等。

① 宝马业务及其他 OEM 业务: 合计占营收比重较高, 其中 24H1 宝马业务收入 5.1 亿元 (同比+5.2%), 占总营收 7%。凭借多年代工经验, 公司在二轮燃油摩托车领域具备突出优势, 根据中国摩托车商会数据, 2023 年公司二轮燃油摩托车总销量 118 万辆, 占全行业销量 9%, 位列行业第二; 2023 年公司二轮燃油摩托车出口量 113 万辆, 占全行业出口量 14%, 位列行业第一。

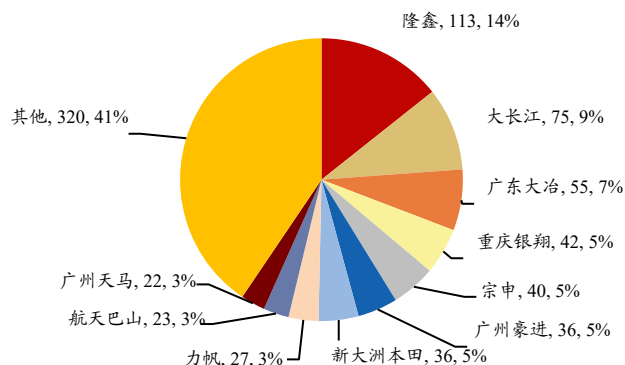
事实上, 隆鑫通用的摩托车出口长期走在行业前列。早在 1999 年, 就取得了国家外经贸部批准的自营进出口权。2023 年, 公司摩托车产销量排名行业前两位, 出口创汇位居行业榜首。如今, 隆鑫通用的摩托车产品已遍布全球 100 多个国家和地区, 摩托车出口数量与金额常年居全行业第一。

图12: 以销量计(万辆), 2023年隆鑫二轮燃油摩托车市占率9%, 位列第二



资料来源: 钱江摩托公告, 中国摩托车商会, 浙商证券研究所

图13: 以销量计(万辆), 2023年隆鑫二轮燃油摩托车出口市占率14%, 行业第一



资料来源: 钱江摩托公告, 中国摩托车商会, 浙商证券研究所

②无极摩托。定位高端摩托, 主打大排量玩乐车型。品牌拥有六大系列, 即巡航太子、街道运动、公路赛车、复古先锋、冒险休旅、踏板系列, 在国内外均取得迅猛增长。24H1收入15.2亿元(同比+132%), 占营收20%。无极摩托是公司的重要增长动力, 本报告将在第四章重点论述。

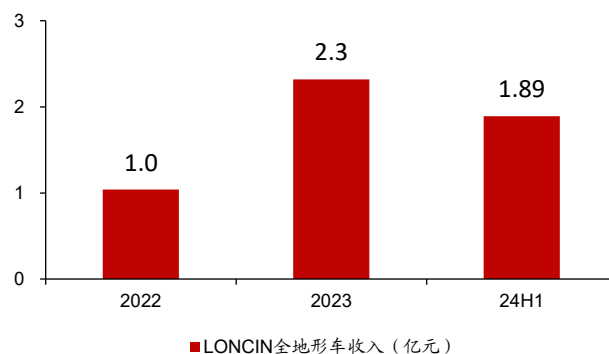
③LONCIN全地形车。2022年公司全面布局ATV、UTV、SSV全地形车产品。23H1重磅产品ATV700在欧盟、俄罗斯、土耳其、美国等市场全面推广, XWOLF系列实现200-1000cc排量的全覆盖。24H1全地形车销售收入1.9亿元(同比+71%), 占营收2%。目前主要市场(欧洲及中南美洲)已经完成ATV全排量段产品布局, 接下来公司将继续拓展UTV及SSV品类, 并逐渐开拓北美等市场。

图14: LONCIN全地形车重磅产品ATV700



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图15: LONCIN全地形车收入快速增长



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3) 通用机械, “双反”已经历两年, 非美市场持续放量。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, 以海外2C销售为主。受美国双反政策(反倾销、反补贴)的影响, 22-23年公司通机产品销售持续下滑, 收入增速分别-19%、-20%。但公司正积极采取措施平滑风险: 积极推进全球多元化市场策略, 发力美国以外市场。例如23年与全球顶尖园林产品品牌Husqvarna合作的首款燃油骑乘式割草机, 在欧洲市场批量上市销售。从行业来看, 24H1我国通机动力产品出口创汇4.7亿美元

元, 同比下降 2.8%。24H1 公司通机业务转好, 降幅收窄, 销售收入 14.3 亿元 (同比-3%), 占营收 19%。其中非欧美市场收入 5.25 亿元 (同比+27%); 骑乘式割草机产品收入 1.2 亿元 (同比增长 200%+)。截至前三季度, 通机收入增速已转正。

1.4 全球布局产能, 业务条线完整

截至目前, 公司在全球拥有 6 大制造基地: 重庆 (摩托车及发动机+通机制造)、河南 (三轮摩托车制造)、浙江 (摩托车制造)、广东 (摩托车+商用发电机组制造)、南京 (高端零部件制造)、越南 (通用机械制造)。另外, 公司正推进子公司意大利 CMD 的股权转让事宜。

图16: 18年公司获市级“智能工厂”和“数字化车间”认定



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图17: 公司入选重庆2020年首批工业互联网试点示范项目



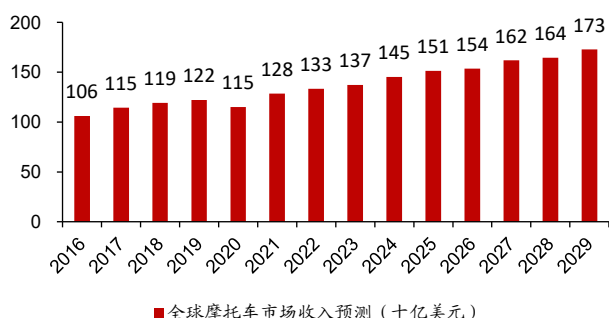
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2 行业结构性增长

2.1 全球摩托车结构性机会, 海外延续高景气

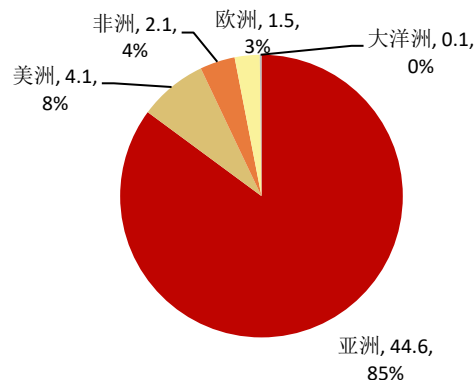
根据 Statista 预测, 全球摩托车市场 2024 年收入规模约为 1450 亿美元, 2023-2029 年收入复合增速约为 3.9%。从地区来看, 全球摩托车市场以亚洲为主, 欧洲高增。Statista 的数据显示, 22 年亚洲摩托车销量 4460 万辆, 占全球的 85%, 美洲、非洲、欧洲、大洋洲则分别约占 8%、4%、3%、0.2%。其中, 欧洲虽然占比仅个位数, 但增速较快。

图18: 全球摩托车市场收入预测



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

图19: 2022年全球各大洲摩托销量(百万辆)及占比

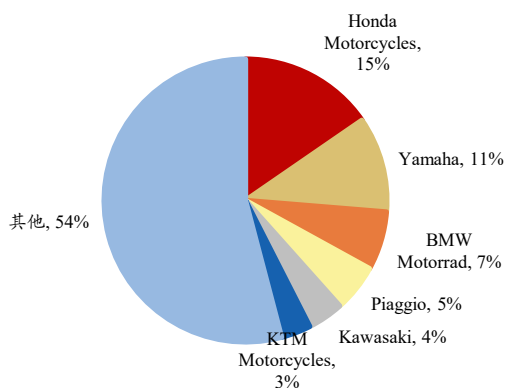


资料来源: Statista, 浙商证券研究所

1) 欧洲。根据 Statista, 以 23 年摩托车注册量计, 意大利、德国、法国、西班牙、英国是欧洲摩托车最重要的 5 个市场, 合计占欧盟+英国的摩托注册量约 80%。其中意大利增长尤为强劲, 22-23 年摩托车注册量分别 27.1 万、32 万辆, 增长 18%; 其次为西班牙, 22-23 年摩托注册量分别 17.7 万、20.1 万辆, 增长 13.6%。欧洲摩托车行业协会 (ACEM) 的数据显示, 24H1 意大利注册量保持增长, 同比+6.1%, 延续景气度。

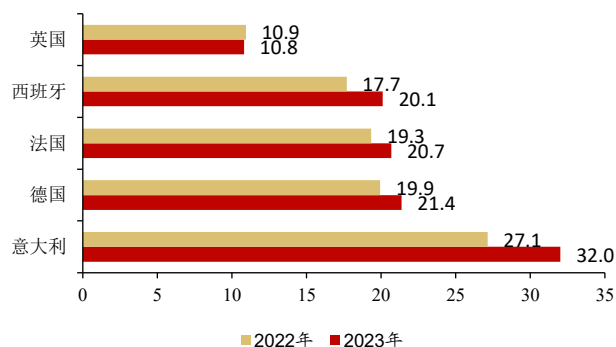
根据 Statista 数据, 2023 年欧洲摩托车市场中, Honda、Yamaha、BMW、比亚乔、川崎、KTM 合计占 46% 的份额, 中国摩托车的占比仍低。

图20: 2023 年欧洲市场摩托车份额: 分品牌



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

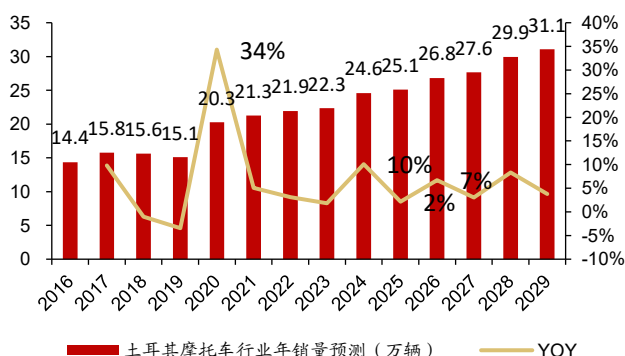
图21: 以注册量计, 近两年欧洲主要市场的摩托车销量 (万辆)



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

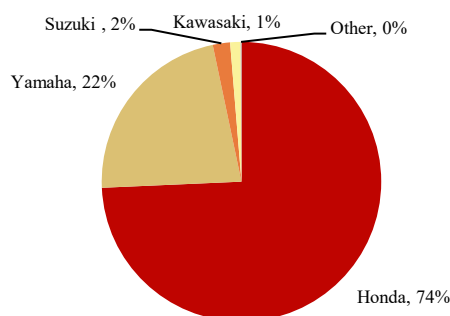
2) 亚洲。①近几年土耳其市场增长亮眼, 展现出较大的潜力。Statista 预计土耳其 2024 年摩托车销量 24.6 万辆, 同比+10%; 2023-2029 年的销量复合增速为 6%, 到 2029 年销售 31.1 万辆。2022 年按进口额算, 中国已成土耳其的第二大摩托车进口来源国, 仅次于越南。②印尼是亚洲的重要市场, 仅本田一家公司每年在印尼的摩托车销量就约 500 万辆。但如此庞大的市场体量, 98% 以上长期被日系品牌占据, 中国品牌的市占率低。③2023 年泰国市场摩托车销量 186 万辆, 若采用同期我国对泰国的燃油摩托车出口量 (2.26 万辆) 作为当年销售数据的代替, 估算我国摩托车在泰国的销售占比仅为低个位数, 而同期 HONDA 在泰国的市场份额高达 77.82%。

图22: 土耳其摩托车行业年销量预测 (万辆)



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

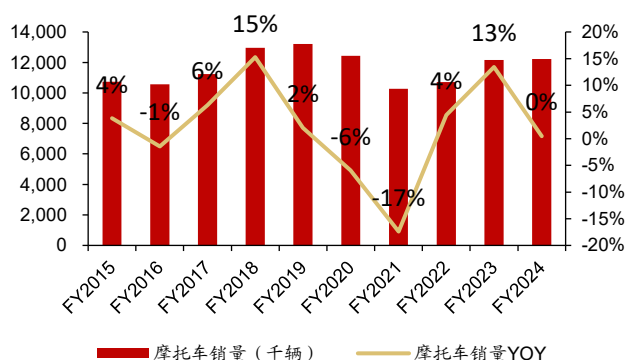
图23: 2023 年印尼市场摩托车份额: 分品牌



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

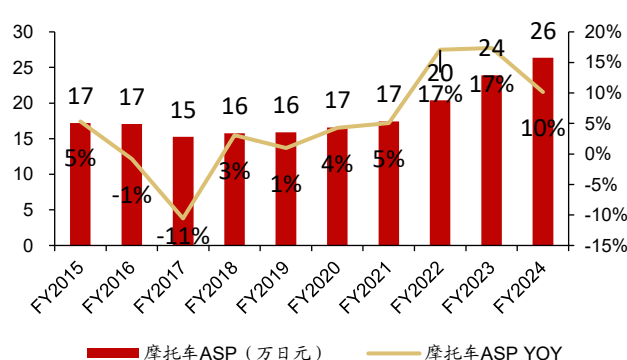
作为全球摩托车龙头，本田的摩托车收入近三个财年 CAGR 高达 21%。拆解量价结构发现，销量仍处于向 19 年修复的阶段，业绩贡献有限，而核心驱动力是来自 ASP 提升：FY2022-2024 本田摩托车 ASP 从 20 万日元提升到 26 万日元（按 2024/11/8 日本央行汇率中间价换算约 1698 美元），涨幅高达 30%，几个主要市场均出现不同程度的 ASP 上涨。事实上，不止本田提价，雅马哈的摩托车 ASP 也从 FY2022 的 27 万日元，提升至 FY24H1 的 33 万日元（约 2155 美元）。在竞争对手提价的同时，中国摩企的出口 ASP 却在下降，2022 年、2023 年、24H1 分别为 649、612、612 美元，性价比优势愈发凸显，有望继续推进国产摩托出海进程。

图24：本田近十年摩托车销量（千辆）及增速



资料来源：本田公告，彭博，浙商证券研究所

图25：本田近十年摩托车 ASP（万日元）及增速



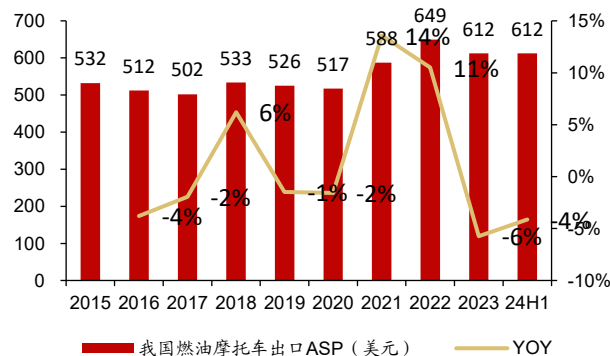
资料来源：本田公告，彭博，浙商证券研究所

图26：雅马哈摩托车收入分地区量价拆分

	2022	2023	24H1	2022	2023	24H1	2022	2023	24H1
摩托车收入 (十亿日元)	1292	1408	824	4774	4827	2491	27.1	29.2	33.1
YOY	27%	9%	16%	-	1%	1%	-	8%	15%
亚洲	783	841	440	3826	3883	1908	20.5	21.7	23.1
YOY	25%	7%	7%	-	1%	-3%	-	6%	10%
其他	201	229	164	586	583	363	34.4	39.3	45.0
YOY	29%	14%	46%	-	-1%	22%	-	14%	19%
欧洲	190	217	143	199	209	133	95.5	104.0	107.4
YOY	26%	14%	20%	-	5%	10%	-	9%	9%
北美	62	76	56	68	76	51	91.0	99.5	110.0
YOY	34%	22%	35%	-	12%	13%	-	9%	19%
日本	55	45	22	95	76	36	58.2	58.7	60.3
YOY	46%	-19%	-8%	-	-20%	-5%	-	1%	-3%

资料来源：雅马哈公告，彭博，浙商证券研究所

图27：中国摩托车近十年出口 ASP

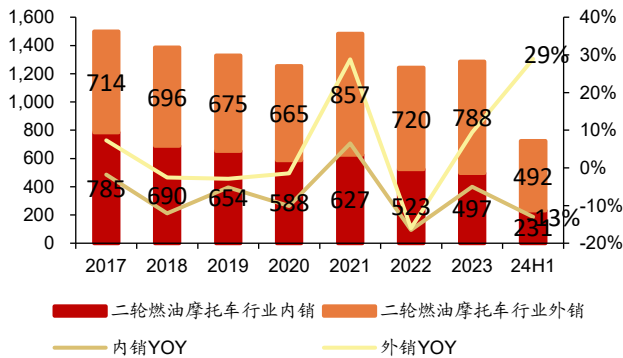


资料来源：海关总署，浙商证券研究所

2.2 国产摩托车出口加速，排量升级

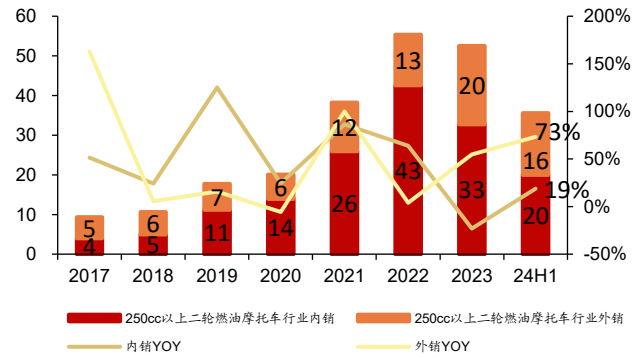
全球低市占，出口将是我国摩托车行业的重要驱动力。在过去七年乃至更长的时间维度里面，我国二轮燃油摩托车的外销增速都显著快于内销。2023 年共销售二轮燃油摩托车 1285 万辆，其中内销 497 万辆（同比-5%），外销 788 万辆（同比+9%），内销和外销的占比分别 39%和 61%。根据钱江摩托公告，2022 年我国出口 250cc 以上二轮燃油摩托 13 万辆，结合 Statista 数据，同期全球摩托车销售约 5240 万辆，我们分别假设全球大排量（250cc 以上）销售占比为 3%、5%、8%，则不同假设对应的大排量销量为 157 万、262 万、419 万辆。在乐观假设下，中国二轮大排量摩托出口量占全球比例仅约 8%。

图28：我国二轮燃油摩托车内外销量（万辆）及增速



资料来源：钱江摩托公告，浙商证券研究所

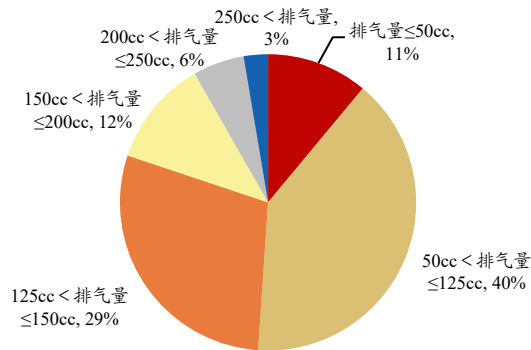
图29：我国 250cc 以上二轮燃油摩托车内外销量（万辆）及增速



资料来源：钱江摩托公告，浙商证券研究所

静态看燃油摩托车出口结构：小排量绝对主导。一般地，排量大于 250cc、等于 250cc、小于 250cc 分别定义为大、中、小排量。2023 年，中国摩托车出口的 97%为中小排量，其中的第一大排量段 50-125cc（含）占比约 40%；大排量占比仅约 3%。

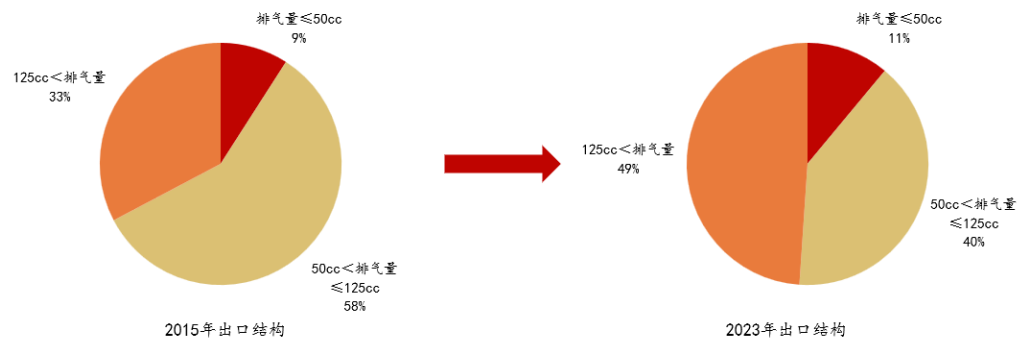
图30：按销量计，2023 年中国摩托车出口结构：50-125cc（含）占比 40%



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

动态看燃油摩托车出口结构：排量升级正在演绎。2015 年，我国燃油摩托车的主力出口排量段是 50~125cc（含），占全部出口的 58%。到 2023 年，这一比例已下降至 40%，与之对应的是 125cc 以上的出口占比从 33%提升至 49%。长期来看，我们认为，国产摩托有望依靠排量升级，带来下一阶段的出口增长动力。

图31：2015-2023 年摩托车出口主力排量段逐渐从 125cc 以下向 125cc 以上转移



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

拉美地区出口仍在加速。1) **125cc 及以下**：头部市场放缓，中腰部加速。今年 1-9 月燃油摩托车 TOP 3 目的地土耳其、墨西哥、菲律宾分别出口 47.4 万、35.1 万、31.6 万辆，同比+25%、+35%、-5%。其中土耳其和墨西哥环比有所降速，此前爆发性增长波段已过。巴西、巴拉圭、老挝、伊朗等市场同比和环比增长均亮眼。2) **125~250cc(含)**：除了传统出口大国墨西哥，1-9 月委内瑞拉、埃及、菲律宾等国家增长势能迅猛，同比+122%、+71%、+27%，且 9 月环比向上。3) **250cc 以上**：拉美增长弹性更大。1-9 月墨西哥、俄罗斯、危地马拉，均为翻倍甚至更高的出口增长。欧美作为大排量的主要消费市场，9 月出口有所放缓，包括西班牙（同比-59%，环比-84%）、土耳其（同比-93%，环比-85%）、美国（同比-4%，环比-14%）。

图32：中国燃油摩托车全排量 TOP 30 出口目的地销量（辆）及增速

排序	国家	1-9月	同比	9月	同比	9月环比	8月环比	7月环比
1	墨西哥	1616910	45%	201697	27%	▼-5%	▼-2%	▼-15%
2	土耳其	572990	23%	29078	-1%	▼-33%	▼-8%	▼-40%
3	菲律宾	523311	5%	70481	46%	▲18%	▲4%	▼-5%
4	委内瑞拉	521228	114%	76953	204%	▲16%	▼-3%	▲19%
5	多哥	315056	3%	45762	0%	▲12%	▲1%	▲0%
6	哥伦比亚	295700	39%	37444	101%	▼-12%	▼-6%	▲59%
7	俄罗斯	286438	54%	23901	64%	▼-30%	▼-20%	▼-7%
8	美国	273895	31%	27758	-19%	▼-24%	▲19%	▼-33%
9	摩洛哥	262048	41%	26357	11%	▲4%	▼-39%	▲7%
10	伊朗	248451	41%	20446	57%	▼-2%	▲15%	▼-19%
11	尼日利亚	240874	-20%	24128	-46%	▼-15%	▲6%	▲41%
12	阿根廷	227941	-28%	29654	-8%	▼-9%	▼-25%	▲44%
13	加纳	224675	30%	30209	61%	▼-10%	▲54%	▼-19%
14	危地马拉	215258	24%	30170	35%	▲8%	▼-11%	▲27%
15	缅甸	180577	32%	8087	-58%	▼-39%	▼-21%	▼-5%
16	巴拉圭	179581	70%	20644	81%	▲2%	▼-6%	▼-26%
17	秘鲁	177305	-12%	25522	8%	▲16%	▼-24%	▲11%
18	莫桑比克	166960	7%	20857	22%	▼-43%	▲66%	▼-4%
19	巴西	166388	92%	24840	65%	▲24%	▼-12%	▼-1%
20	坦桑尼亚	157089	24%	18368	-14%	▼-30%	▲18%	▲26%
21	多米尼加	149917	22%	16716	13%	▼-15%	▼-18%	▲71%
22	阿富汗	144564	31%	12719	78%	▼-33%	▼-3%	▼-1%
23	埃及	144486	71%	25683	182%	▲6%	▲60%	▼-12%
24	厄瓜多尔	139883	24%	17757	14%	▲49%	▼-48%	▲69%
25	喀麦隆	131894	13%	12123	498%	▼-27%	▲87%	▼-49%
26	巴拿马	122235	126%	16116	-18%	▲157%	▼-86%	▲350%
27	洪都拉斯	114565	36%	19238	76%	▲88%	▼-33%	▲44%
28	哈萨克斯坦	108375	38%	3869	-9%	▼-65%	▼-6%	▼-36%
29	阿联酋	106208	-28%	20317	42%	▲90%	▲83%	▼-38%
30	马里	105890	16%	10744	279%	▼-25%	▲26%	▼-39%

资料来源：海关总署，浙商证券研究所

3 海外合作夯实底层技术

3.1 隆鑫 × 宝马

公司与宝马合作历史悠久，主要分为三个时期：1) **2005-2012 年，合作初探期**：隆鑫引进单独的生产线，代工宝马发动机。此阶段，隆鑫通用逐渐与国际一线的标准化流程接轨，为公司推出“无极”摩托奠定了基础。2) **2012-2022 年，技术突破期**：2012 年隆鑫曾造出国产大单缸街车 CR9（LX650），但综合性能不敌春风和钱江的双缸和四缸发动机，因而市场反响平平。公司不断沉淀技术，截至 2018 年累计向宝马供货 850cc 发动机 15890 台，C400 摩托车 2300 台，隆鑫陆续推出了 KE500、KEL525、KEL350 等发动机，实现口碑逆转。3) **2022 年至今，深度合作期**：今年 5 月 16 日，隆鑫通用和宝马签订了新的发动机合作项目，合约期为 20 年。公司代工宝马的经验，赋能公司旗下的无极摩托生产制造，例如无极 SR4 踏板车除了发动机功率外，其他硬件参数和宝马一款车型接近。

隆鑫与宝马自 2005 年合作至今，合作产品从单缸升级到双缸，从发动机升级到摩托车整车，合作不断深化，形成了长期稳定的战略合作伙伴关系。隆鑫通过长期贴牌代工，夯实了底层技术，为自有品牌无极的推出奠定了扎实基础。

表3：隆鑫通用与宝马合作进程

时间	合作进程
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，承接宝马 350CC 大排量水冷踏板车以及 C400 踏板车的制造
2017 年	隆鑫推出一款 652cc 单缸冒险旅行车，该发动机与宝马的 G650GS 和早期的 F650 相同；制造宝马 F850GS、F750GS 发动机
2018 年	隆鑫推出高端品牌 Voge，首款 500cc 双缸街车和 500R 同时上市，开启大排量时代
2023 年	推出 VOGUE SR4 Max 踏板车
2024 年	推出 VOGUE 900DSX

资料来源：公司官网，骑士网，摩托车杂志，摩托车日志，摩途摩旅，摩托欧耶，浙商证券研究所

图33：隆鑫造宝马踏板车在意大利米兰摩托车博览会上发布



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图34：无极的 SR4 踏板车，外观及部分硬件参数已接近宝马



资料来源：摩托欧耶，浙商证券研究所

3.2 技术全面开花

公司在丰富的代工经验基础上，持续加大研发力度。近 5 年研发费用率稳定在 3% 左右，其中 24H1 已投入 2.5 亿元，新增授权专利 135 件。截至今年 6 月底，公司拥有国内外有效专利 1735 件（发明专利 349 件、实用新型专利 755 件、外观设计专利 631 件），获得注册商标 828 件，累计获评 3 个重庆市“智能工厂”、5 个重庆市“数字化车间”。

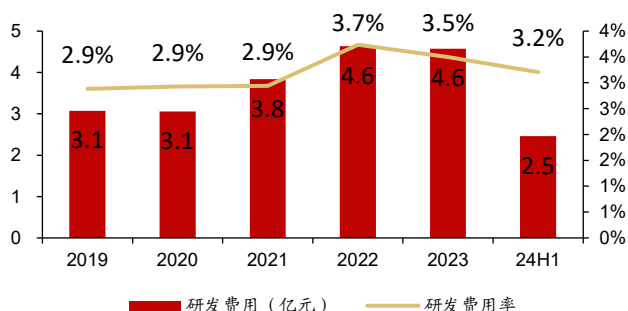
隆鑫通用在发动机、摩托车、全地形车等各项主营业务上，技术全面开花。

- 1) **发动机与摩托车**：22 年公司发布自主研发的四缸发动机 KEN660，标志着隆鑫跻身拥有四缸发动机技术的国产厂商之列。KEN660 发动机实际排量为 660cc，配以并列四缸、四冲程、水冷、DOHC、十六气门，是一款具备 13000rpm 高转速、高性能的四缸发动机。且 KEN660 采用轻量化设计，在高性能基础上，整机宽度较同级机型缩小近 10%。今年 9 月，公司在中国国际摩博会上，重磅推出首款搭载

此发动机的四缸摩托车 RR660S，该车最大功率 74kW/11500rpm，最大马力不止 100 匹，零百加速仅需 3.5 秒，受到了行业的广泛关注。

- 2) **智能制造领域：**为打造骑行新体验，2023 年发布行业首个全场景生态 AI 车机系统——“极屿 OS”，率先使用百度智能云千帆大模型接入文心一言。除此之外，公司还在茵未高端电摩上，嫁接了智能控制系统，可精确实现用户指令。
- 3) **全地形车：**今年 8 月，隆鑫通用技术团队在新能源领域取得又一重大突破，于行业率先研发出搭载氢燃料电池的全地形车。该车可行驶于沙滩、河床、林道、溪流、沙漠等多种复杂地形，融合了纯电车和燃油车的优势，既可做到低碳无污染，又具备长续航和较高补能效率等优点。

图35：近 5 年研发费用率稳定在 3% 左右



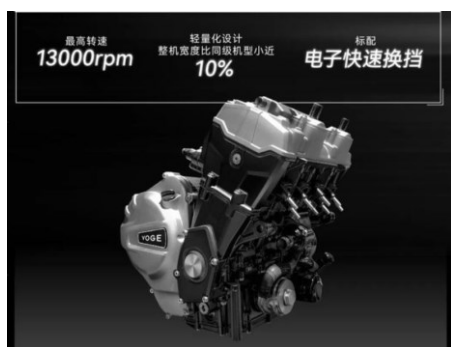
资料来源：wind，浙商证券研究所

图36：公司于行业率先研发的搭载氢燃料电池全地形车



资料来源：西部重庆科学城，浙商证券研究所

图37：2022 年 11 月发布公司自主研发的四缸发动机 KEN660



资料来源：摩托范，浙商证券研究所

图38：茵未电摩智能控制中枢



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 自有摩托无极出海，销售放量信号已现

4.1 爆品出圈，国内外销量共振

无极（VOGE）摩托是公司 2018 年推出的自有两轮摩托车品牌，定位于高端大排量，现已成公司重要的增长动力。

图39：无极摩托车发展史

2018.9 十六届中国国际摩博会，VOGE正式上线，首款摩托车VOGE 300AC、首款500双缸街车500R上市	2019.9 十七届中国国际摩博会，VOGE 500DS/650DS/E R-10上市	2019.11 举行意大利米兰全球发布会	2020.9 十八届中国国际摩博会，VOGE 300R/300RR正式发布	2021.9 十九届中国国际摩博会，VOGE 250RR/525R上市销售	2021.12 亮相意大利米兰摩博会（EICMA）	2022.3 第一款大踏板SR4 Max、复古摩托350AC开售	2022.11 亮相EICMA，发布DS900X信息	2023.9 品牌五周年粉丝节在重庆举办	2023.10 亮相EICMA，正式发布大排量旅行摩托车DS900X	2024.9 中国国际摩博会上正式发布四缸摩托车RR660S
---	--	-------------------------	--	--	------------------------------	-------------------------------------	-------------------------------	-------------------------	---------------------------------------	-----------------------------------

资料来源：无极官网，浙商证券研究所

从市场来看，无极在国内的主要市场为华北、华中、华南、西南等地经济发展较好的一、二线城市。海外主要市场为欧洲和中南美洲的部分国家和地区，其中欧洲已基本实现全覆盖，尤其是在意大利、西班牙等市场已形成较高的品牌知名度。

从产品上看，自品牌诞生以来，无极每年推出新款车型，已形成六大产品系列：巡航太子、街道运动、公路赛车、复古先锋、冒险休旅、踏板系列，共计近 30 款车型，主要是 300cc 以上排量。目前无极的产品系列丰富，但各系列的排量段还有许多补足的空间，因此接下的新品开发重点将集中在补强主流品类的细分排量段产品上。

图40：无极摩托车矩阵：巡航太子系列、街道运动系列、公路赛车系列、复古先锋系列、冒险休旅系列、踏板系列



资料来源：无极官网，浙商证券研究所（注：数据截至 24 年 9 月 20 日）

近年来，无极陆续在国内外推出三款爆品车型，销售快速放量。三大爆品为 CU525、SR250GT、DS525X，其中 CU525 都市版荣获 2024 中国摩托车年度新品推介十佳车型奖。

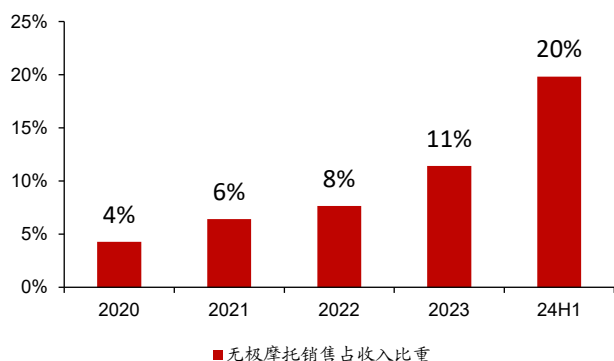
表4：无极摩托车三款爆品（CU525、SR250GT、DS525X）的核心参数

车型	CU525 都市版	SR250GT PLAY 版	DS525X 旷野版
图片			
售价	26666 元	17666 元	32366 元
排量	494cc	244cc	494cc
发动机配置	双缸/水冷/DOHC	单缸/水冷/SOHC/四气门	直列双缸/水冷/八气门/DOHC
最大扭矩	50.5Nm, 7000rpm	23Nm, 6500 rpm	50.5Nm, 7000 rpm
最大功率	39.6kW, 8500 rpm	19kW, 8250 rpm	41kW, 9000 rpm

资料来源：无极官网，浙商证券研究所

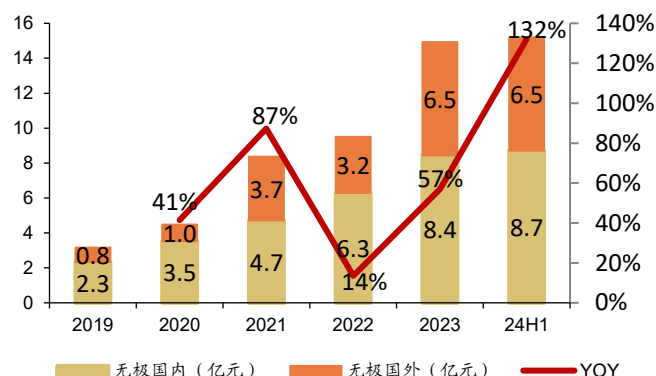
2020-2023 年，无极摩托车的收入贡献不断提升，从 4%提升到 11%，24H1 已跃升到 20%。24H1 无极收入高增主要系三款爆品延续景气度：上半年无极销售收入 15.2 亿元（同比+132%），已超 2023 全年收入。其中国内 8.71 亿元（同比+169%），出口 6.49 亿元（同比+96%）。根据摩托车商会《产销快讯》统计数据，24H1 公司 800cc 以上排量段摩托车出口销量行业占比超 90%。24 年下半年，SR150C、DS900X、CU250 新品销售潜力值得期待，有望继续推动无极放量增长。

图41：无极摩托车销售收入占比快速提升，24H1 已达 20%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图42：无极摩托车增速迅猛，24H1 收入+132%

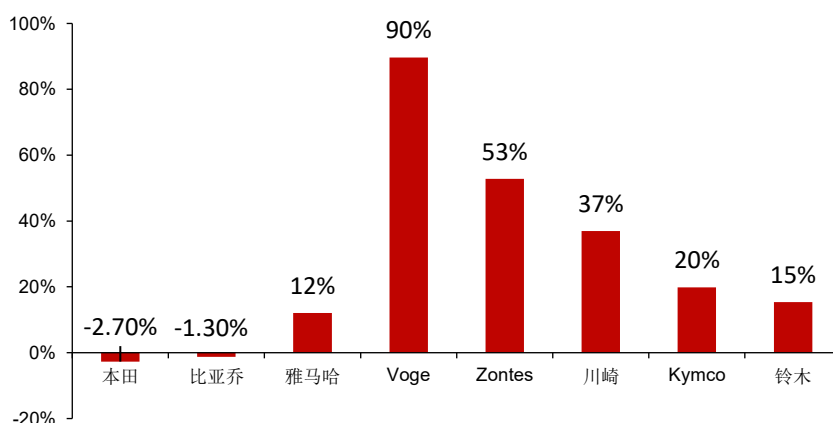


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2 性价比为盾，产品力为矛

海外中大排量摩托车的文化浓厚，欧美的人均中大排量消费量为 9-12 辆/万人，日本约 5.3 辆/万人，而我国仅为 3.75 辆/万人，欧美日系的中大排量摩托车综合实力较强。然而凭借多年沉淀，国产摩托已逐渐形成对海外品牌的相对优势：高性价比。以往国产摩托的低廉价格，往往以牺牲部分产品性能为代价。现阶段国产摩托的研发技术趋于成熟，一些国产发动机和车型的性能已经比肩甚至超越海外大牌。

图43：2024 年 1-8 月部分品牌在意大利市场的销量同比增速



资料来源：MotorCycles Data，浙商证券研究所

MotorCycles Data 数据显示，24 年 1-8 月 Voge 在意大利的销量同比+90%，增长的背后是国产大排量摩托车的产品力提升。对比意大利市场上在售的不同品牌的摩托车，无极

的 650DSX 主要在最大功率上与 HONDA 和 YAMAHA 的相似车型有一定差距，在外观设计、发动机配置、扭矩等方面已经基本接近。

表5：意大利市场：无极摩托车性能正在接近海外老牌摩企

品牌	VOGE（无极）	QJ Motor	CFMOTOR	HONDA	YAMAHA
机型	650DSX	SRK 700	700 CL-X SPORT	CB750 Hornet	R7
图片					
建议零售价	6490 欧元 (≈ 5.1 万人民币)	6590 欧元 (≈ 5.2 万人民币)	6990 欧元 (≈ 5.5 万人民币)	7990 欧元 (≈ 6.3 万人民币)	9799 欧元 (≈ 7.7 万人民币)
排量	652cc	698cc	693cc	755cc	689cc
发动机配置	单缸、液冷、四冲程、4 气门、DOHC	双缸、液冷、四冲程	双缸、液冷、四冲程、DOHC、4 气门	双缸、液冷、8 气门	双缸、液冷、四冲程、4 气门
最大扭矩	60Nm, 5500 rpm	67Nm, 6000 rpm	61Nm, 6500 rpm	75Nm, 7250 rpm	67Nm, 6500 rpm
最大功率	35kW, 6750 rpm	54kW, 8000 rpm	51.5kW, 8750rpm	67.5kW, 9500 rpm	54kW, 8750 rpm

资料来源：各品牌官网，浙商证券研究所

从无极的最新推出的四缸摩托车来看，公司已展现出追赶反超实力，我们认为将持续演绎“国产替代”逻辑。无极今年 9 月推出的 RR660S 摩托车，发动机配置为直列四缸、水冷、16 气门，最大扭矩 64Nm/10000rpm，最大功率 74kW/11500rpm。与之对标的是本田经典的 CBR650R 摩托车，无极的发动机配置可以做到与后者相近，并且最大扭矩和最大功率的表现更优。整体而言，无极 RR660S 不但在核心性能上略胜一筹，而且价格上的竞争力更为明显——性能相似、价格减半。

图44：无极最新四缸摩托车核心性能比肩本田，国内价格却仅约后者的 50%

车型	无极 RR660S	车型	本田 CBR650R
指导价	36666元	指导价	82800元
排量	663cc	排量	649cc
发动机配置	直列四缸/水冷/16气门	发动机配置	直列四缸/水冷4冲程/DOHC/16气门
最大扭矩	64Nm, 10000rpm	最大扭矩	60Nm, 9000rpm
最大功率	74kW, 11500rpm	最大功率	56kW, 9000rpm

资料来源：VOGE 无极官微，本田官网，浙商证券研究所

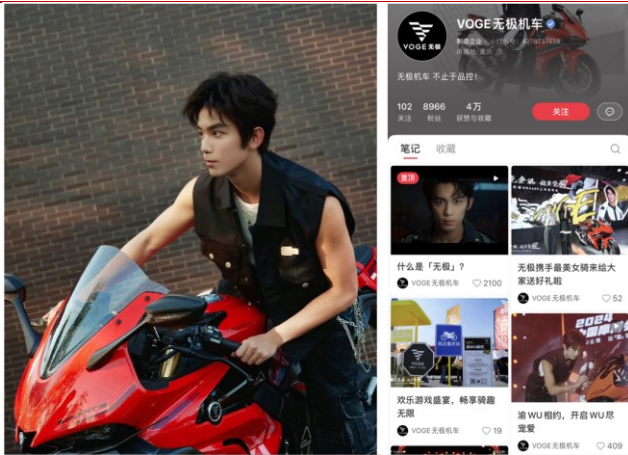
4.3 强化品牌营销，升级线下渠道，品牌形象年轻化

公司善于利用新媒体开展品牌营销，锁定年轻客群。公司通过抖音、小红书、微信公众号、Facebook、Instagram 等平台进行全方位的品牌营销，截至 9 月 19 日，VOGE Global 的 Facebook 官方账号拥有约 34 万粉丝，QJMOTOR 和 CFMOTO 官方分别 4.2 万和 33 万粉丝。今年 9 月，公司正式官宣知名演员吴磊为无极摩托全球代言人，并邀请出席于重庆摩博会现场，现场粉丝热情高涨。近年来，女骑越来越成为玩乐型摩托车的重要消费群体，

吴磊作为新生代实力演员，拥有庞大的年轻女性粉丝群体，我们认为这将帮助无极进一步拓圈获客。

公司非常善于打造摩托社群文化，更好地培育消费者并提升购买转化。早在 2008 年，隆鑫就组建了中国第一支拥有独立知识产权的原厂车队，正式亮相国际顶级赛事 MotoGP，开启了中国赛车运动的新篇章。自无极摩托面世以来，公司不仅积极参与国内外各项展会，还陆续组织各类摩圈活动，打造专属社群。早在 2021 年，无极就斥重金在全国多地举办多场金卡纳赛事，高额奖金吸引众多摩托爱好者加入。今年 7 月组织 SR150C 巡游 6 城，联动人气博主，快闪刷屏。8 月举办 RR660S 鄂尔多斯赛道体验日，邀请专业教练分享赛道知识，极致体验让一众参与者种草了 RR660S。8 月还举办了第二届摩托车改装大赛，通过摩托范、小红书、抖音平台，实现线上线下的联动。10 月举办 VRT 控车大师挑战赛，不同于传统竞速赛制，本次活动集竞技性与娱乐性于一体，探索速度之外的多种玩法。除此之外，还有各类宠粉节、周年活动等，不断增加无极的曝光度。

图45：公司官宣吴磊为无极摩托车全球代言人



资料来源：VOGE 无极机车小红书官方账号，浙商证券研究所

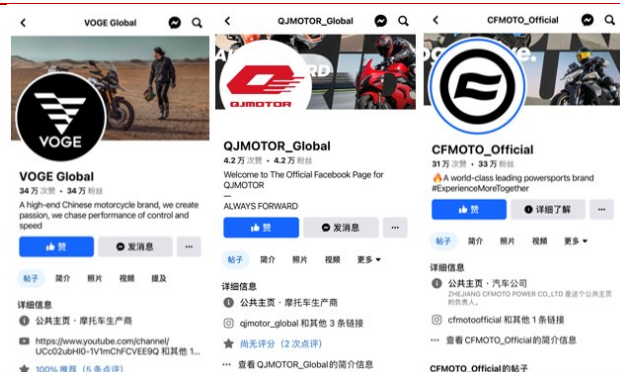
图46：无极国内形象店内景一角（北京旗利通州）



资料来源：威风堂机车网，浙商证券研究所

公司积极在全球布局销售渠道。目前无极国内累计建成销售网点 1027 个、形象店 472 家，国外销售网点达 923 个，其中欧洲近 700 个。接下来公司将更加重视渠道质量的提升，同时大力拓展中国、欧洲以外市场，为无极下一阶段的增长奠定基础。值得一提的是，全球渠道拓展的同时，渠道形象也在持续焕新。今年 7 月，阿根廷罗萨里奥市 Voge 一独家经销商门店翻新，这是首家采用新形象的经销商门店。门店拥有 210 平方米陈列面积，以及 150 平方米售后服务区域，提供 Voge 的整个产品线和配件。此次焕新将进一步提升用户的到店体验，是该地区打造“Voger”社区的一个重要里程碑。

图47：VOGE 海外社媒官方账号粉丝活跃



资料来源：Facebook，浙商证券研究所

图48：24 年 7 月阿根廷罗萨里奥市翻新的 Voge 门店



资料来源：informotoclub，浙商证券研究所

5 盈利预测

预计 24-26 年营业收入 157.9、183.2、208.3 亿元，同比+21%、+16%、+14%。预计归母净利润 12.2、15.7、18.9 亿元，同比+110%、+28%、+20%。

具体来看：**1) 摩托车及发动机：**无极摩托作为其中的重要增长业务，24Q1-Q3 已实现收入 24.31 亿元，同比+128%，主要系销售快速放量。结合无极的销售表现以及行业趋势，我们假设 24-26 年无极摩托 ASP 维持稳定，销量将维持较快增速，带动 24-26 年无极收入分别+112%、+40%、+25%。另外，宝马业务、其他 OEM 业务、发动机业务的收入占比较高且整体稳健，收入增速低于无极。综合来看，我们预计公司 24-26 年的摩托车及发动机收入分别 123、147、171 亿元，同比+30%、+20%、+16%。利润端，我们认为海外收入占比提高将带动公司利润中枢上行，预计 24-26 年摩托车及发动机业务的毛利率分别 18.5%、19.0%、19.2%。**2) 通用机械：**受双反政策的影响，公司通机业务从 2022 年到今年上半年持续下滑，但公司积极布局非欧美市场并取得亮眼表现，今年前三季度通机收入增速已转正为 12%，我们预计 24-26 年分别实现收入 31、32、34 亿元，同比+13%、+5%、+5%。利润端，我们假设 24-26 年毛利率稳中有升，分别 17.5%、17.8%、18.0%。

表6：盈利预测收入拆分

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1 摩托车及发动机业务	79.0	94.7	122.9	147.2	171.1
YOY	5%	20%	30%	20%	16%
其中：摩托车整车	60.4	73.8	100	122	144
YOY	2%	22%	36%	22%	18%
其中：无极	9.5	14.9	31.6	44.3	55.3
YOY	14%	57%	112%	40%	25%
2 通用机械	34.1	27.3	30.9	32.4	34.1
YOY	-19%	-20%	13%	5%	5%
3 其他	10.9	8.7	4.1	3.6	3.2
YOY	-16%	-21%	-53%	-12%	-12%

资料来源：wind，浙商证券研究所

截至 11 月 14 日，24-26 年对应 PE 为 14.15X、11.03X、9.17X，首次覆盖给予“买入”评级。可比公司估值水平：24-26 年 wind 一致预期春风动力 PE 为 17.09X、13.57X、11.02X，钱江摩托为 15.54X、12.50X、10.56X。

表7：可比公司估值（截止日期为 2024/11/14）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 YOY			EPS (元)			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
603129.SH	春风动力*	231	34%	26%	23%	8.93	11.24	13.84	17.09	13.57	11.02
000913.SZ	钱江摩托*	93	29%	24%	18%	1.13	1.41	1.67	15.54	12.50	10.56
可比公司平均值			-	-	-	5.03	6.33	7.75	16.31	13.03	10.79
603766.SH	隆鑫通用	173	110%	28%	20%	0.60	0.76	0.92	14.15	11.03	9.17

资料来源：wind，浙商证券研究所(*表示 wind 一致预期，隆鑫通用为浙商证券研究所预测)

6 风险提示

1) 原材料价格波动风险: 直接材料成本占公司营业总成本的 75%以上, 若原材料价格大幅波动, 公司利润率可能承压。

2) 自有品牌海外拓展不及预期风险: 自有品牌高增但仍处在出海的初步阶段, 仍需不断提升在海外的市场知名度, 市场开拓过程中可能面临不同问题。

3) 海外贸易政策和地缘政治风险: 出海业务与国际贸易政策等息息相关, 若关税、海运费用等提升, 公司海外业绩可能面临波动。

4) 行业竞争加剧风险: 国内头部摩企普遍加码海外业务, 发展自有品牌, 若公司的产品力、渠道、营销等综合能力下降, 可能导致市场份额下降。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9752	11127	13505	16167
现金	5548	6662	9132	11786
交易性金融资产	56	305	278	250
应收账款	1209	1374	1266	1197
其它应收款	197	348	384	424
预付账款	57	62	73	84
存货	703	847	795	797
其他	1984	1529	1577	1629
非流动资产	4189	4032	3530	3052
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	10	17	16	15
固定资产	2427	2188	1913	1620
无形资产	730	598	457	311
在建工程	143	226	181	145
其他	880	1002	963	961
资产总计	13942	15159	17035	19219
流动负债	5214	5503	6218	6982
短期借款	303	309	307	307
应付款项	2720	3135	3594	4124
预收账款	0	0	0	0
其他	2191	2059	2317	2550
非流动负债	299	337	335	329
长期借款	0	0	0	0
其他	299	337	335	329
负债合计	5513	5839	6553	7311
少数股东权益	176	16	(207)	(483)
归属母公司股东权	8253	9304	10689	12391
负债和股东权益	13942	15159	17035	19219

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2403	1364	2173	2345
净利润	474	1064	1347	1611
折旧摊销	443	244	242	240
财务费用	(76)	(122)	(151)	(182)
投资损失	(29)	(74)	(53)	(56)
营运资金变动	690	72	422	418
其它	901	180	366	312
投资活动现金流	(190)	(260)	337	321
资本支出	445	4	169	177
长期投资	39	(21)	4	1
其他	(675)	(243)	164	142
筹资活动现金流	(405)	11	(41)	(11)
短期借款	(8)	6	(2)	(0)
长期借款	(183)	0	0	0
其他	(214)	5	(40)	(11)
现金净增加额	1808	1115	2469	2655

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13066	15789	18323	20831
营业成本	10644	12863	14849	16844
营业税金及附加	246	224	260	296
营业费用	215	234	278	318
管理费用	581	640	760	868
研发费用	457	480	500	550
财务费用	(76)	(122)	(151)	(182)
资产减值损失	389	300	300	300
公允价值变动损益	(14)	(14)	(15)	(14)
投资净收益	29	74	53	56
其他经营收益	105	93	93	94
营业利润	730	1323	1658	1972
营业外收支	(171)	(57)	(54)	(54)
利润总额	558	1266	1603	1918
所得税	84	203	257	307
净利润	474	1064	1347	1611
少数股东损益	(109)	(160)	(223)	(276)
归属母公司净利润	583	1223	1570	1887
EBITDA	933	1435	1745	2019
EPS（最新摊薄）	0.28	0.60	0.76	0.92

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	5.29%	20.84%	16.05%	13.69%
营业利润	24.11%	81.30%	25.31%	18.97%
归属母公司净利润	10.65%	109.68%	28.33%	20.22%
获利能力				
毛利率	18.54%	18.54%	18.96%	19.14%
净利率	3.63%	6.74%	7.35%	7.74%
ROE	7.05%	13.79%	15.86%	16.86%
ROIC	4.84%	10.33%	11.41%	11.71%
偿债能力				
资产负债率	39.55%	38.52%	38.47%	38.04%
净负债比率	5.73%	5.98%	5.22%	4.65%
流动比率	1.87	2.02	2.17	2.32
速动比率	1.74	1.87	2.04	2.20
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.09	1.14	1.15
应收账款周转率	10.22	11.19	10.49	10.60
应付账款周转率	5.44	5.54	5.58	5.50
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.60	0.76	0.92
每股经营现金	1.17	0.66	1.06	1.14
每股净资产	4.02	4.53	5.21	6.03
估值比率				
P/E	29.67	14.15	11.03	9.17
P/B	2.10	1.86	1.62	1.40
EV/EBITDA	-5.33	7.49	4.62	2.56

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>