



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 01 月 24 日

基础数据

01 月 23 日收盘价（元）	9.93
总市值（亿元）	203.92
总股本（亿股）	20.54

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证汽车】隆鑫通用 24H1 点评：
24Q2 业绩表现靓丽，无极品牌延续高增
-2024.08.30

分析师：董晓彬

S0190520080001
dongxiaobin@xyzq.com.cn

分析师：王凯丽

S0190522070001
wangkaili@xyzq.com.cn

隆鑫通用(603766.SH)

无极进入发展快车道，宗申入主助力业务协同

投资要点：

- **隆鑫通用于 1993 年在重庆成立，目前摩托车销量仅次于大长江，位居行业第二，已经成为摩托车行业领先企业。**公司 2005 年与德国 BMW 公司开始合作，积累了丰富的摩托车整车和发动机生产制造经验；2018 年发布摩托车自主高端品牌 VOGUE 无极，由 B 端业务开始向 C 端拓展。此外，公司还布局了电摩和全地形车等自主品牌业务，目前旗下拥有 VOGUE 无极、LONCIN 隆鑫、BICOSE 茵未等品牌。公司收入主要来源于摩托车和发动机（24H1 收入占比 77%）以及通机业务（24H1 收入占比 19%），2021 年公司重新调整明确发展战略，聚焦“摩托车+通机”业务，战略调整后毛利率改善明显。
- **看点一：无极多款中大排量爆款车型带动销量盈利上行，国内海外市场齐发力。**无极作为隆鑫通用旗下高端机车品牌，凭借前期与宝马产线合作积累丰富制造经验，2022 年改进产品开发流程后，爆品命中率不断提升，推出了 CU525、DS900X 以及 RR660S 等爆款产品。同时，无极在营销端也不断发力。2024 年前三季度，无极实现收入 24.31 亿元（YOY+128%），占整体收入比例达到 20%。（1）**内销：2025 年内销增长主要聚焦仿赛、巡航等新品。**2025 年无极将推出 RR500S、CU625 等新品，卡位主流赛道主流排量段，月销量有望再上台阶。（2）**外销：2025 年外销增长主要来源于新品和区域开拓两方面。**产品端看，2025 年无极将推出针对欧洲市场的 600 和 800cc 休旅、中小排踏板，以及针对土耳其市场的入门排量街车，切中对应市场的核心需求点；区域端看，欧洲一梯队国家如德国、法国不断发力，墨西哥、阿根廷等拉美市场有望贡献新增量。
- **看点二：资产重组后宗申入主，摩托车业务有望实现协同。**2024 年 12 月 23 日，隆鑫通用资产重组股权交割完毕，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。2024 年，隆鑫/宗申摩托车销量分别为 180/154 万辆，分别位居行业第二和第三，合并后摩托车总销量和出口量将跃居行业第一。此外，隆鑫和宗申拥有无极和赛科龙大排量自主品牌，合并后大排量将稳居行业前三，在产品研发、生产制造、市场营销、渠道等方面有望实现协同。
- **看点三：在手现金充裕，后续分红比例有望进一步提升。**公司自 2019 年开始受减值影响，表现净利润波动较大，但加回减值后整体净利润相对稳定。截至 24Q3，公司已无商誉余额，减值风险可控。现金角度看，公司经营性现金流相对稳定，24Q3 末在手现金超过 50 亿，后续有望提升分红比例回馈股东。
- **投资建议：**基本面看，无极品牌进入快速发展阶段，国内巡航和仿赛新品的推出，以及海外欧洲、拉美和土耳其等区域的开拓，有望拉动销量再上台阶。除此之外，资产重组股权交割已经完成，后续有望和宗申实现摩托车业务的强协同，以及公司在手现金充裕，分红比例有望提升。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.6/14.6/17.1 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新品销售不及预期；资产整合方案推进不及预期；分红不及预期。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	13066	16502	18769	20533
同比增长	5.3%	26.3%	13.7%	9.4%
归母净利润（百万元）	583	1056	1463	1706
同比增长	10.6%	81.0%	38.6%	16.6%
毛利率	18.5%	19.0%	19.2%	19.3%
ROE	7.1%	11.8%	14.8%	15.5%
每股收益（元）	0.28	0.51	0.71	0.83
市盈率	35.0	19.3	13.9	12.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 隆鑫通用：摩托车领先企业，由 B 端向 C 端拓展	4
1.1 与宝马合作积累生产制造优势，2018 年切入 C 端市场	4
1.2 股权交割完成，宗申新智造成为控股股东	5
二、 自主品牌无极 VOGUE 进入发展快车道	7
2.1 无极复盘：定位高端，产品与营销改善，销量爆发	7
2.2 无极展望：新一轮产品周期开启，销量有望再上台阶	13
三、 资产重整落地利于业务协同，现金充裕高分红可期	23
3.1 宗申入主，摩托车业务发展有望实现协同	23
3.2 隆鑫现金流充裕，分红有望提升	24
四、 盈利预测与估值	26
五、 风险提示	28

图目录

图 1、 隆鑫通用发展历程	4
图 2、 公司收入及同比增速	4
图 3、 公司归母净利润及同比增速	4
图 4、 公司收入主要来源于摩托车及发动机和通机	5
图 5、 公司国外收入占比相对较高	5
图 6、 2022 年开始毛利率改善明显	5
图 7、 公司期间费用率相对稳定	5
图 8、 公司最新股权结构	6
图 9、 VOGUE 无极品牌发展历程	7
图 10、 无极品牌收入及增速、占总收入比例	7
图 11、 无极内外销收入及对应增速	7
图 12、 行业 250cc+两轮摩托车内销销量及增速	8
图 13、 行业 250cc+两轮摩托车出口销量及增速	8
图 14、 无极 525R	8
图 15、 无极 300AC	8
图 16、 摩托范摩托车人气总榜以及复古、街车、旅行人气榜	8
图 17、 隆鑫 250cc+月度销量及同比增速	9
图 18、 隆鑫 400-500cc（含）月度销量及增速	9
图 19、 隆鑫 500-800cc（含）月度销量	9
图 20、 隆鑫 800cc 以上月度销量	9
图 21、 摩托范摩托车仿赛（跑车）、巡航人气榜	10
图 22、 无极 CU525、DS900X 和竞品参数对比	10
图 23、 隆鑫销售费用率 2020 年触底后不断提升	11
图 24、 官宣吴磊为代言人和新车天使用户计划	11
图 25、 无极、春风国内经销网点对比（单位：个）	11
图 26、 无极产品矩阵	12
图 27、 无极自 2023 年开始新车数量明显增加	12
图 28、 摩托车行业及重点公司内销分排量段销量、占比及增速	13
图 29、 摩托车行业各排量段内销企业市占率	14
图 30、 无极仿赛 RR500S、巡航 CU625 和竞品对比	15

图 31、	二轮摩托车进口量下滑明显.....	15
图 32、	250ml+二轮摩托车进口量下滑明显.....	15
图 33、	全球摩托车需求量及增速	16
图 34、	亚洲是最大的摩托车需求市场（2023 年）	16
图 35、	2018-2023 年全球主要国家和地区摩托车销量（单位：万辆）	16
图 36、	全球 250cc+大排量摩托车市场容量（单位：万辆）	17
图 37、	德国摩托车新注册量及增速.....	17
图 38、	德国摩托车新注册量不同排量段占比	17
图 39、	德国全排量段竞争格局	18
图 40、	德国 250cc+大排量段竞争格局	18
图 41、	法国摩托车新注册量及增速.....	18
图 42、	2021 年法国摩托车不同排量段占比	18
图 43、	2021 年法国全排量段竞争格局	18
图 44、	意大利摩托车新注册量及增速	18
图 45、	意大利摩托车新注册量不同排量段占比	19
图 46、	2020 年意大利摩托车全排量段竞争格局.....	19
图 47、	西班牙摩托车新注册量及增速	19
图 48、	西班牙摩托车新注册量不同排量段占比	19
图 49、	2024 年 1-11 月西班牙摩托车全排量段竞争格局	19
图 50、	2024 年 1-10 月意大利主要摩托车品牌同比增速	19
图 51、	土耳其摩托车新注册量及增速	20
图 52、	土耳其摩托车新注册量不同排量段占比	20
图 53、	2023 年土耳其全排量段摩托车竞争格局.....	20
图 54、	2024M1-M11 墨西哥全排量段竞争格局	21
图 55、	2024M1-M11 哥伦比亚全排量段竞争格局.....	21
图 56、	2024M1-M11 阿根廷全排量段竞争格局	21
图 57、	2024M1-M11 巴西全排量段竞争格局	21
图 58、	600cc 和 800cc 休旅主要产品参数	22
图 59、	无极海外经销网点不断增加（单位：个）	22
图 60、	宗申集团组织架构图.....	23
图 61、	隆鑫通用资产重组关键时间节点	23
图 62、	2024 年重点摩托车企业销量及份额	24
图 63、	2024 年销量情况（单位：万辆）	24
图 64、	抖音账号粉丝度（万人，截至 25 年 1 月）	24
图 65、	隆鑫归母净利润及减值情况（单位：亿元）	25
图 66、	隆鑫商誉减值已经计提完毕（单位：亿元）	25
图 67、	隆鑫经营现金流稳定（单位：亿元）	25
图 68、	隆鑫在手现金充裕（单位：亿元）	25

表目录

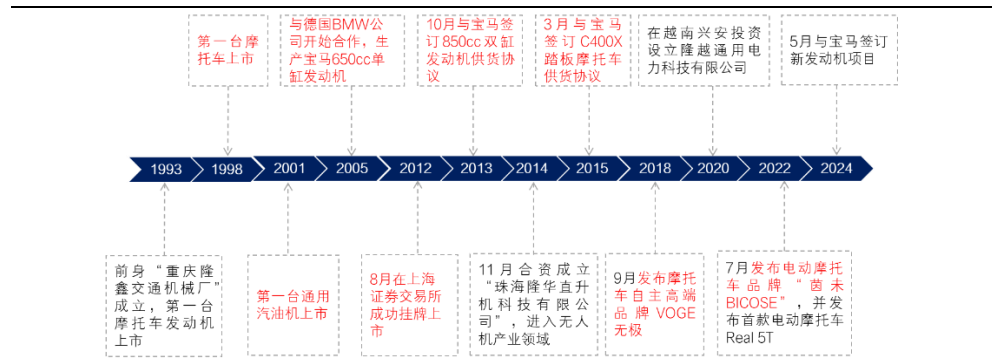
表 1、	公司管理团队经验丰富	6
表 2、	盈利预测假设.....	26
表 3、	盈利预测结果.....	26
表 4、	可比公司盈利预测与估值对比（2025 年 1 月 23 日）	27

一、隆鑫通用：摩托车领先企业，由 B 端向 C 端拓展

1.1 与宝马合作积累生产制造优势，2018 年切入 C 端市场

隆鑫通用于 1993 年在重庆成立，初期聚焦于摩托车与发动机业务，凭借技术创新与品质管理在行业内崭露头角。2001 年公司第一台通用汽油机上市，逐步拓展业务领域，进入通用动力和工程机械市场。2005 年公司与德国 BMW 公司开始合作，2013、2015 年分别与宝马合作启动大排量发动机项目并签订战略协议，积累了丰富的摩托车和发动机生产经验。2018 年发布摩托车自主高端品牌 VOGE 无极，由 B 端业务开始向 C 端拓展。此外，公司还布局了电摩和全地形车等自主品牌业务，目前旗下拥有 VOGE 无极、LONCIN 隆鑫、BICOSE 茵未等品牌。

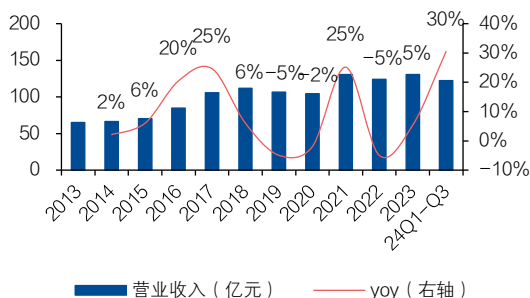
图1、隆鑫通用发展历程



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司收入主要来源于摩托车和发动机以及通机业务，2021 年战略调整后毛利率改善明显。从收入来看，公司收入相对比较稳定，主要来自于摩托车和发动机、通机业务，其中摩托车和发动机业务包括通路车代工、无极摩托车、宝马代工、隆鑫全地形车和摩托车发动机业务；从利润来看，2019 年开始受商誉减值等因素影响波动较大，此外 2021 年也受到海运费增加、原材料成本上行等负面因素影响。2021 年公司重新调整明确发展战略，聚焦“摩托车+通机”业务，做大做强、做精做透，业绩实现明显突破。

图2、公司收入及同比增速



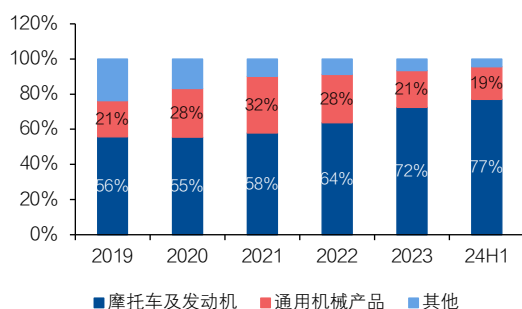
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司归母净利润及同比增速



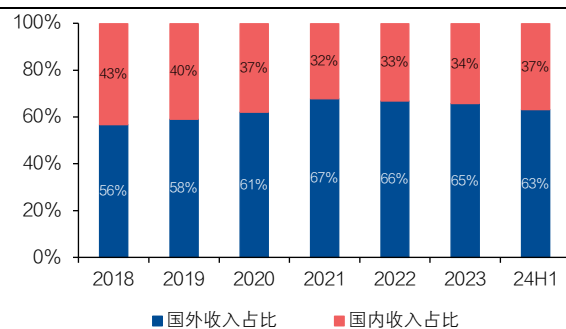
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司收入主要来源于摩托车及发动机和通机



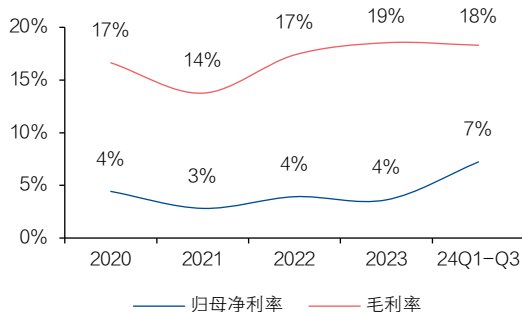
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司国外收入占比相对较高



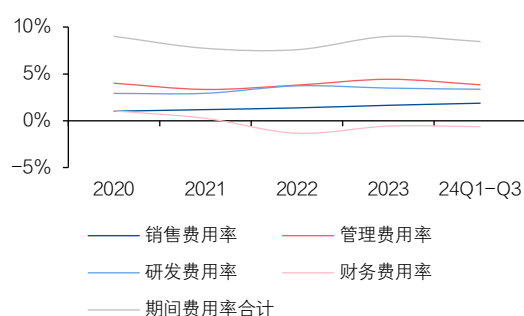
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2022 年开始毛利率改善明显



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司期间费用率相对稳定

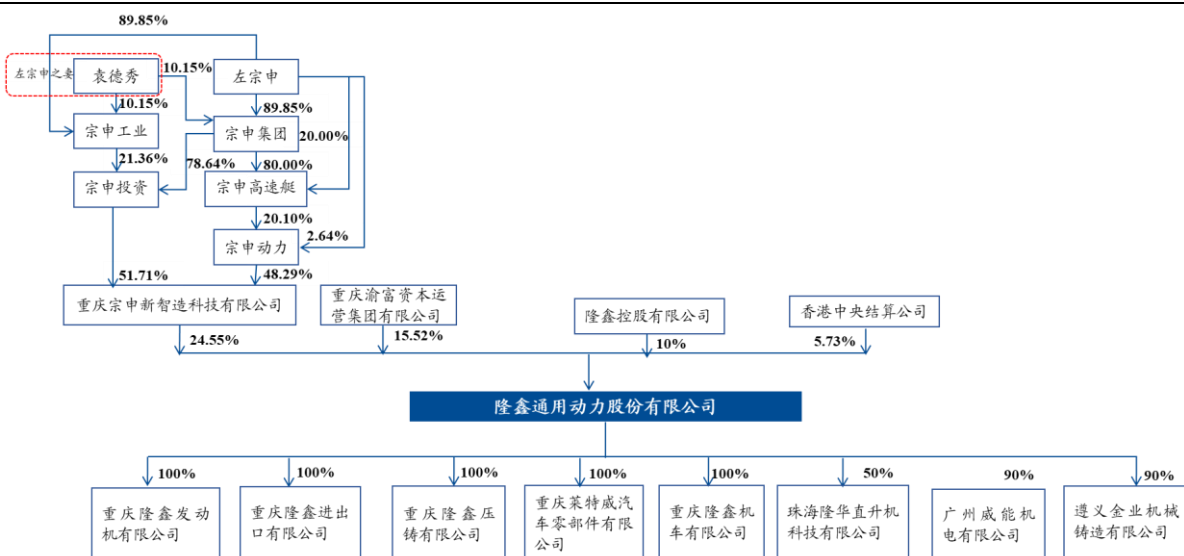


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 股权交割完成，宗申新智造成为控股股东

公司资产重组完毕，宗申新智造成为公司控股股东。近年来，受内外部经营环境变化等因素影响，隆鑫集团陷入严重债务危机，于2021年9月30日申请破产重整，为解决隆鑫集团的债务与经营问题，重整主体引进宗申集团及其他重整投资人参与重整计划。本次权益变动完成后，重庆宗申新智造有限公司持股24.55%，重庆渝富资本运营集团有限公司持股15.52%，隆鑫控股持有10%（根据《重整计划》，该10%股权仅为暂时持有，将对普通债权相应比例抵偿给相应债权人，届时隆鑫控股将不再是股东）。

图8、公司最新股权结构



数据来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

管理团队经验丰富，着力助推公司发展。公司新任董事长李耀同时兼任新任控股股东重庆宗申新智造科技有限公司的董事局副主席兼常务总裁，作为摩托车行业内的领军人物，深耕摩托车行业多年，拥有着丰富行业经历。公司其余核心高管均在公司任职多年、熟悉公司业务、具备丰富的管理经验和团队协作能力。

表1、公司管理团队经验丰富

姓名	职务	出生年份	年薪（万）	持股比例	个人履历
李耀	董事长	1964	-	-	管理学硕士。中国国籍，无境外永久居留权。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，担任宗申上市公司董事。2024 年 8 月，任隆鑫通用第五届董事会董事。2024 年 11 月 27 日至今，任隆鑫通用董事长。
龚晖	总经理	1970	405.26	0.07%	工商管理硕士学位。曾任隆鑫通用动力股份有限公司副总经理，通用动力股份有限公司常务副总经理，隆鑫通用动力股份有限公司第四届董事会董事，2024 年 8 月起，任隆鑫通用第五届董事会董事。
叶珂伽	董事会秘书	1982	243.62	--	大学本科。曾任证券部副部长、部长及证券事务代表，通用动力股份有限公司第二届、第三届、第四届监事会职工监事。现任隆鑫通用动力股份有限公司董事会秘书。
陈艺方	副总经理	1982	120.56	--	学士学位。曾就职于隆鑫工业集团、重庆隆鑫发动机有限公司、隆鑫通用动力股份有限公司。曾任发动机事业部总经理兼发动机研究院院长，现任隆鑫通用动力股份有限公司总经理助理兼发动机事业部总经理、发动机研究院院长、隆鑫动力营销中心总经理，任隆鑫通用动力股份有限公司副总经理。
王建超	财务总监	1972	170.75	0.02%	学士学位。曾就职于中国嘉陵工业股份有限公司（集团）、重庆隆鑫工业（集团）有限公司、工业有限公司；曾任隆鑫通用副总会计师，现任隆鑫通用动力股份有限公司财务总监。
黎军	副总经理	1970	83.43	0.01%	硕士研究生，南京理工大学车辆工程专业。曾任隆鑫通用动力股份有限公司海外营业部、LV16 业务部、休闲机车本部、摩托车事业部、发动机事业部、大排量机车事业部、摩托车事业部机车公司总经理；浙江莫里尼机车有限公司任总经理；现任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及通用动力股份有限公司副总经理。

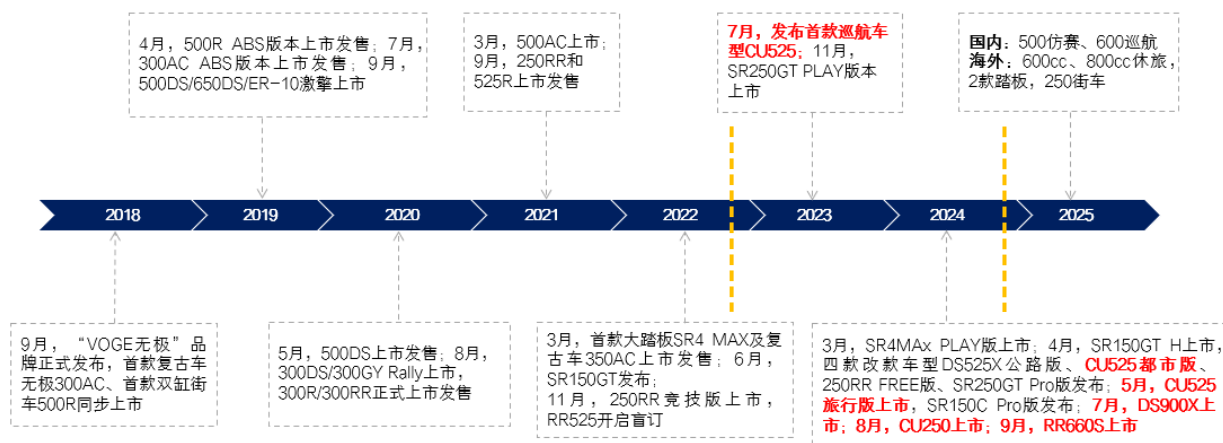
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

二、自主品牌无极 VOGUE 进入发展快车道

2.1 无极复盘：定位高端，产品与营销改善，销量爆发

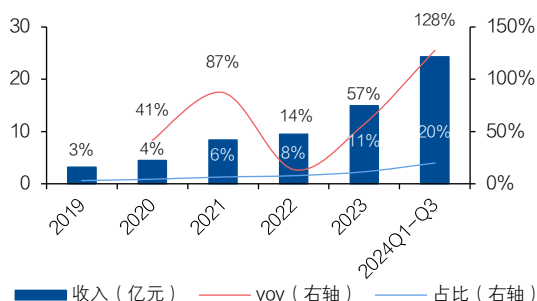
无极品牌作为隆鑫通用旗下高端机车品牌，成立于**2018年9月**。2024年前三季度，无极实现收入**24.31亿元**，同比增长**128%**，占整体收入比例达到**20%**；其中内销**15.1亿元**、同比增长**159.2%**，外销**9.2亿元**、同比增长**90%**。

图9、VOGE 无极品牌发展历程



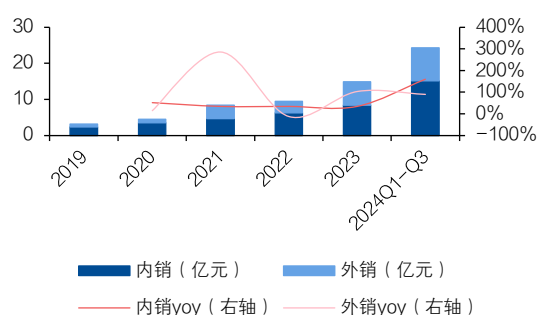
数据来源：公司官网，摩托范，懂车帝，车家号，搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、无极品牌收入及增速、占总收入比例



数据来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、无极内外销收入及对应增速

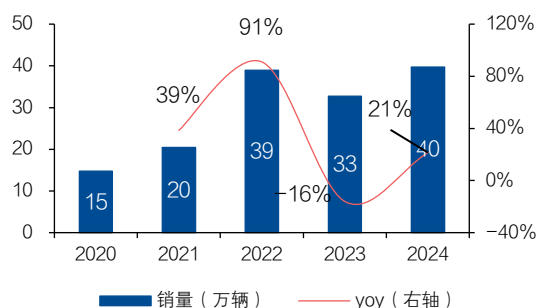


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

“VOGE 无极”自发布以来，大致经历了以下3个发展阶段。

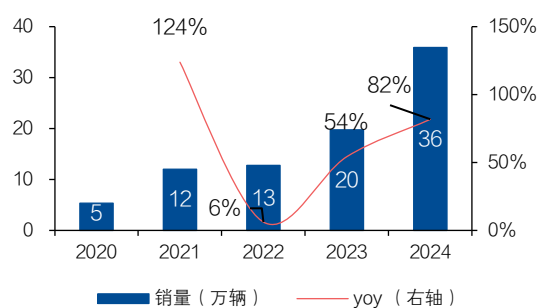
(1) 2018年-2022年，发展初期，OEM向OBM转型。无极品牌成立初期，产品主要聚焦复古（AC）、街车（R）和休旅（DS），但由于国内大排量跨骑摩托车需求主要来源于巡航和仿赛，产品并未进入国内主流大排量跨骑赛道。再加上当时受限于B端思维（公司从通路车代工转向自主品牌C端用户、整体产品外观设计不够年轻），除了2021年受益于海外需求快速增长外，其他年份表现相对一般。

图12、行业 250cc+两轮摩托车内销销量及增速



数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、行业 250cc+两轮摩托车出口销量及增速



数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、无极 525R



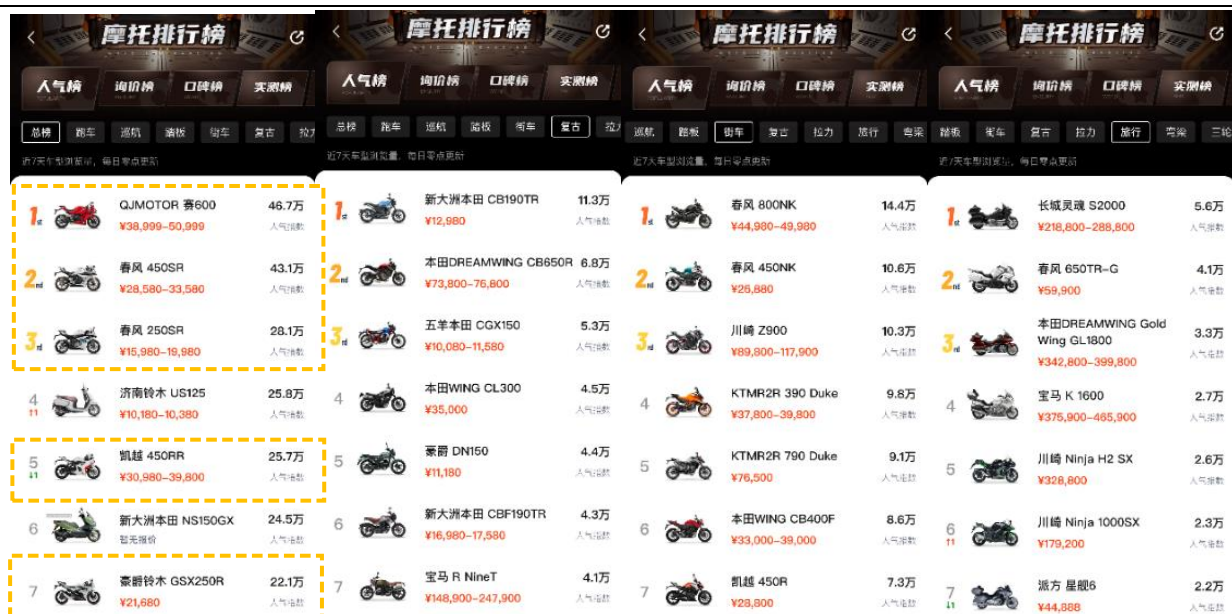
资料来源：无极官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、无极 300AC



资料来源：无极官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、摩托范摩托车人气总榜以及复古、街车、旅行人气榜



数据来源：摩托范，兴业证券经济与金融研究院整理

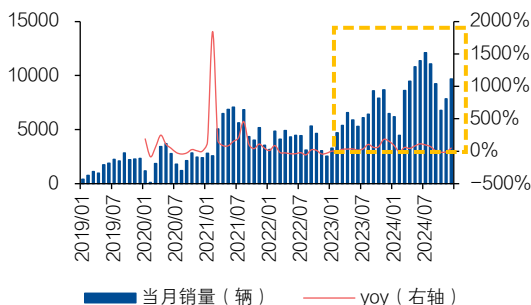
注：黄色框出部分为仿赛车型

(2) 2023-2024 年，产品改进+营销发力+渠道改善，爆款命中率提升。

➤ 产品改进

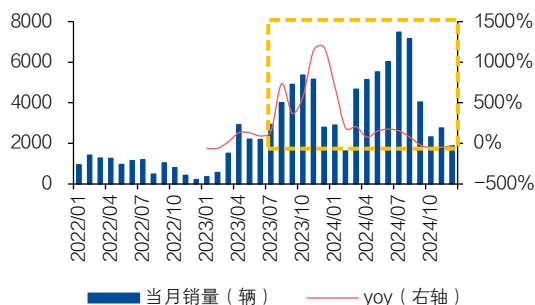
经历前期的探索，公司在 2022 年改进了产品开发流程，外观设计有了明显改善，同时公司也开始丰富产品矩阵。2023H2 开始，无极切入巡航及仿赛等主流赛道，2023 年 7 月推出了 CU525（CU525 自下半年上市以来实现销量近 2 万台，月均销量约 3-4k 台），2024 年推出了 DS900X、CU250 和 RR660S 等产品，公司 250cc+月均销量由 2022 年的 4082 辆提升至 2023 年的 6276 辆，2024 年达到 8978 辆。在 2023 年内销行业 250cc+增速下滑的背景下，无极内销收入达到 8.4 亿元，同比增长 33.8%。

图17、隆鑫 250cc+月度销量及同比增速



数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

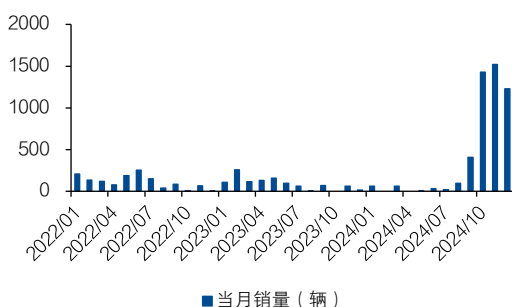
图18、隆鑫 400-500cc（含）月度销量及增速



数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

注：预计销量主要来源于 CU525，2022-2024 年月均销量分别为 928、2907 以及 4295 辆

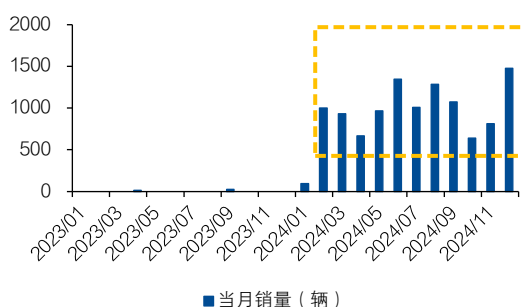
图19、隆鑫 500-800cc（含）月度销量



数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

注：预计销量主要来源于 RR660S，2024 年 10-12 月月均销量约 1394 辆

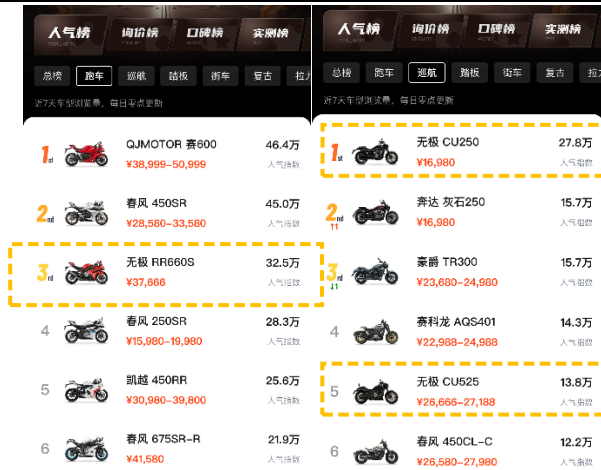
图20、隆鑫 800cc 以上月度销量



数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

注：预计销量主要来源于 DS900X，2024 年月销量 942 辆

图21、摩托范摩托车仿赛（跑车）、巡航人气榜



数据来源：摩托范，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、无极 CU525、DS900X 和竞品参数对比

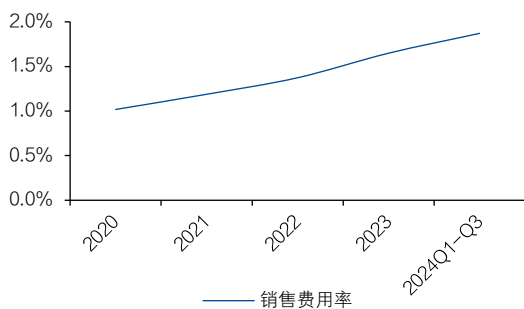
参数		无极GU525	奔达金吉拉500	凯越525X	本田CM500	无极DS900X	宝马F850GS
价格（元）		26666	26980	33900	59800	54980	125900
款式		都市版	2024款	2023款经典版	2024款	2024标准款	2023款舒适版
整车参数	长x宽x高(mm)	2225*845*1105	2260*846*1135	2260*945*1390	2205*820*1090	2325*940*1420	2305*877*1470
	轴距(mm)	1480	1545	1470	1490	1580	1593
	质量(kg)	178	212	205	191	234	233
	最高车速(Km/h)	160	150	170	155	210	
	离地间隙(mm)	160	150	210	125	210	
	坐高(mm)	710	705	820	690	835	815
	油箱容积(L)	15	16	20	11.2	17	15
	制动方式	前Φ310mm/单碟/对向四活塞径向卡钳/西互，后Φ240mm/单碟单活塞/西互	前对向四活塞西互卡钳，后对向双活塞碟刹	前双碟/布雷博双活塞卡钳，后单碟/单活塞卡钳	前碟刹，后碟刹	前双盘式/双活塞卡钳，后单盘式/单活塞卡钳	前液压双盘制动器/带双活塞浮动式制动钳与浮式制动盘，后液压单盘制动器/带单活塞浮动式制动钳与固定的制动盘
	前悬挂系统	Φ41mm倒置减震	前倒置液压减震	KYB预载/阻尼可调，行程195mm	Showa41mm正立式前叉	KYB倒置/预载阻力全可调/行程194mm	倒置伸缩叉，行程230mm
	后悬挂系统	双弹簧后减震	后液压减震	KYB预载/阻尼可调，行程200mm	5段预载可调双后减震	KYB内置气囊/预载阻力全可调/行程198mm	中央支柱带螺旋弹簧，可调节回弹阻尼和弹簧预压，行程215mm
发动机参数	发动机型号	LX268MR	BD2V69MR	Z268MR	PC56E	LX286MX	-
	发动机型式	直列双缸四冲程水冷 • 500cc	V型双缸四冲程水冷 • 500cc	直列双缸四冲程水冷 • 500cc	直列双缸四冲程水冷 • 500cc	直列双缸四冲程水冷 • 900cc	直列双缸四冲程水冷 • 850cc
	功率(kW)	39.6	39	39.6	33.6	71	59
	变速器型式	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档
	排量(ml)	500	500	500	500	900	850
	精确排量(cc)	494	476	494	471	895	853
	配气结构	DOHC每缸四气门		DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门
	压缩比	11.5: 1	11.5: 1	11.5: 1	10.7: 1	13.1: 1	12.7: 1
	最大马力(Ps)	53.8	53	53.8	45.7	96.5	80.2
	扭矩(N·m)	50.5	48	50.5	43.3	95	90
其他配置	最大扭矩/转速(N·m/rpm)	50.5/7000	48/6000	50.5/7000	43.3/6000	95/6000	90/6250
	排放标准	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV
	ABS防抱死系统	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后
	ABS关闭功能			标配		标配	标配
	弯道ABS系统					标配	标配
	胎压监测			标配		标配	标配
	牵引力控制系统	标配	标配			标配	标配
	仪表盘	LED全彩仪表	TFT全彩仪表	TFT仪表	液晶仪表	7寸TFT触屏仪表	TFT彩色显示屏
	手机连接功能(蓝牙/WIFI等)			标配		标配	标配
	导航投屏功能			标配		标配	
挡位显示	标配	标配	标配	标配	标配	标配	
USB充电口	标配USB	标配USB	标配USB+DC12V		标配USB+DC12V	标配USB	
无钥匙启动					标配		
电加热手把			标配		标配	标配	
电加热坐垫					标配前座		
风挡			标配手动2段可调		标配手动2段可调	标配	

数据来源：公司官网，摩托范，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 营销发力

在产品端改进的同时，营销端也不断发力。2024 年，公司聘请吴磊做代言人，利用明星效应提升品牌认知度。此外，公司还组织了车友会、车评人测评等相关活动，不断提升品牌口碑、增强用户粘性。

图23、隆鑫销售费用率 2020 年触底后不断提升



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、官宣吴磊为代言人和新车天使用户计划

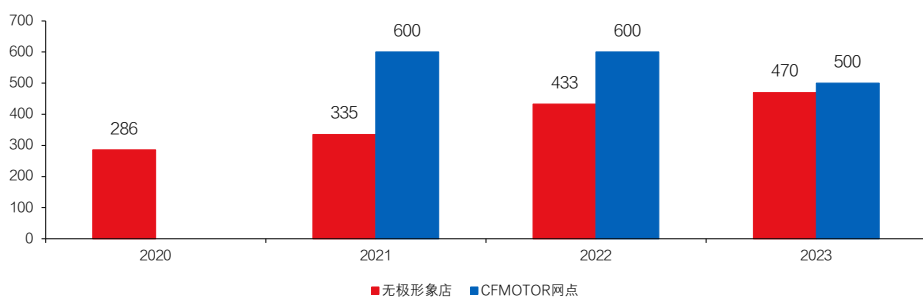


资料来源：无极公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 渠道改善

无极在渠道端也不断完善，截至 2024H1，国内累计建成形象店 472 家，渠道数量和渠道质量同步提升。

图25、无极、春风国内经销网点对比（单位：个）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（3）2025 年及之后，主流产品矩阵不断丰富，品牌力提升：尽管 2023 年开始公司在主流赛道不断推出爆款产品，但目前仿赛及街车领域的产品仍然偏少，且针对特定市场特定排量段的产品也不够完善，2025 年公司将逐步补齐产品矩阵（国内新品主要包括 RR500S、CU625，海外新品主要包括 600 和 800cc 休旅、250cc 街车以及小排量踏板等）。此外，海内外营销不断发力，渠道建设、售后服务等不断完善，无极销量有望进一步提升。

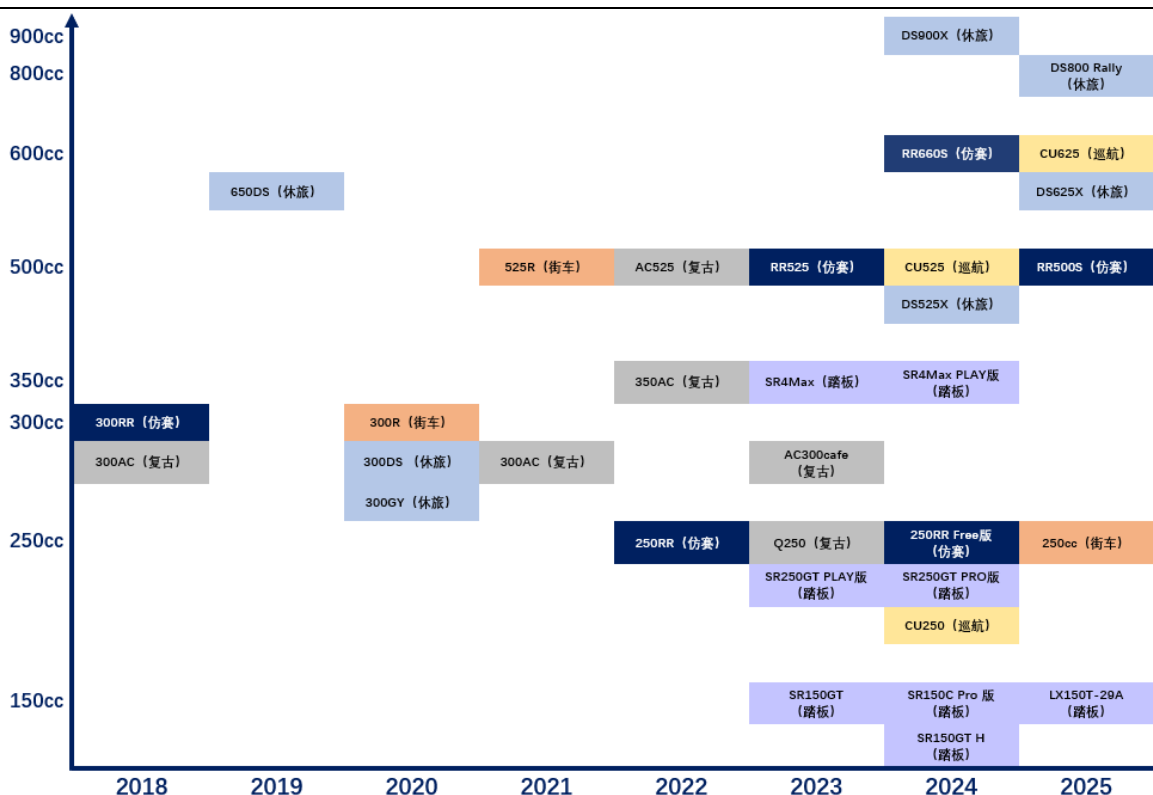
图26、无极产品矩阵

车型/排量	150cc	250cc	300cc	350cc	500cc	600cc	800cc	900cc
巡航		OU250 (2024.8.7 售价16980元)			OU525都市版 (2024.4.11售价26666元)	OU625		
					OU525旅行版 (2024.5.13售价27188元)			
街车		250街车	300R (2020.8 售价19000元)		525R (2021.9.17售价30980元)			
仿赛		250RR竞技版 (2022.11.2售价20980元)	300RR (2018.6.2售价19980元)		RR525 (2023.2.25售价28980元)	RR660S (2024.9.13售价 37666元)		
		250RR Free版 (2024.4.11售价15499元)				RR500S		
复古			300AG (2018.9.21售价19980元)					
		Q250 (2023.3.23售价17980元)	300AG 平履版 (2021.7.30售价20980元)	350AG (2022.3.18售价26680元)	AG525 (2022.6.6售价31980元)			
			AG300neo (2023.3.23 售价20680元)					
休旅			300DS标准版 (2020.8.8 售价21800元)		DS525X矿野版 (2024.4.26售价32366元)	650DS探索版 (2019.9.20售价43800元)	DS800 Rally	DS900X标准版 (2024.7.6售价54980元)
			300GY (2020.8.8售价23600元)			DS625X		
踏板	SR150T都市版 (2023.5.31售价13980元)	SR250T PLAY版 (2023.11.23售价17666元)		SR4MAX运动版 (2023.5.19售价40766元)				
	SR150G Pro版 (2024.5.17售价13980元)	SR250GT PRO版 (2024.4.11售价18888元)		SR4Max PLAY版 (2024.3.8售价31766元)				
	LX150T-29A							

数据来源：无极官网，摩托范，兴业证券经济与金融研究院整理

注：蓝色字体为 2025 年新车

图27、无极自 2023 年开始新车数量明显增加



数据来源：无极官网，摩托范，兴业证券经济与金融研究院整理

总结来看，公司凭借通路车和给宝马代工积累了较强的发动机和整车生产经验，制造端优势明显，同时外观设计、营销服务等短板也在逐步补齐，随着产品矩阵的不断完善，无极销量未来有望维持高增。

2.2 无极展望：新一轮产品周期开启，销量有望再上台阶

2.2.1 内销：推出仿赛和巡航主流排量段新品，市占率提升可期

玩乐类摩托车大排量扩容趋势明显，无极市占率仍有提升空间。行业角度看，2024年以来，内销摩托车排量段逐步从 200-400cc 升级至 400-800cc，其中 400-500cc 占 200cc+行业销量比例从 2022 年的 7%提升至 2024 年的 24%、500-800cc 占 200cc+行业销量比例从 2022 年的 4%提升至 8%。排量段的提升一方面受益于 400-800cc 优质供给的增加，另一方面也得益于近两年大排量摩托车价格带下行降低了购买门槛。公司角度看，受益于 CU525、RR660S 以及 DS900X 的推出，400-500cc 以及 500cc+排量段销量快速增长，市占率提升明显。但从绝对销量角度看，公司在 400-500cc、500-800cc 排量段和友商相比仍有较大差距，随着 2025 年 RR500S 以及 CU625 的推出，以及 660RS 在 2025 年贡献全年销量，对应排量段销量有望上台阶。

图28、摩托车行业及重点公司内销分排量段销量、占比及增速

项目	排量段	销量（万辆）			占比			YOY	
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2024
行业内销	200<排量≤250ml	49.13	15.12	25.23	56%	32%	39%	-69%	67%
	250ml<排量≤400ml	29.17	20.25	18.30	33%	42%	28%	-31%	-10%
	400ml<排量≤500ml	5.77	9.33	15.84	7%	20%	24%	62%	70%
	500ml<排量≤800ml	3.96	3.01	5.17	4%	6%	8%	-24%	72%
	排量>800ml	0.09	0.05	0.44	0%	0%	1%	-41%	724%
项目	排量段	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2024
隆鑫内销	200<排量≤250ml	0.8	1.1	4.4	24%	24%	45%	44%	309%
	250ml<排量≤400ml	1.7	0.9	1.0	55%	21%	10%	-45%	4%
	400ml<排量≤500ml	0.6	2.5	3.9	20%	55%	40%	314%	57%
	500ml<排量≤800ml	0.0	0.0	0.4	1%	0%	4%	-92%	30815%
	排量>800ml	0.0	0.0	0.1	0%	0%	1%	46%	3387%
项目	排量段	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2024
春风内销	200<排量≤250ml	3.5	2.3	3.1	58%	37%	27%	-34%	34%
	250ml<排量≤400ml	0.3	0.2	0.1	6%	3%	1%	-53%	-25%
	400ml<排量≤500ml	1.7	3.3	7.6	29%	54%	67%	95%	130%
	500ml<排量≤800ml	0.4	0.3	0.5	7%	6%	4%	-13%	42%
	排量>800ml	0.1	0.0	0.0	1%	1%	0%	-37%	-40%
项目	排量段	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2024
钱江内销	200<排量≤250ml	1.6	1.3	2.9	14%	15%	25%	-23%	130%
	250ml<排量≤400ml	6.0	4.8	2.5	50%	55%	22%	-20%	-48%
	400ml<排量≤500ml	1.3	0.7	2.5	11%	8%	22%	-48%	269%
	500ml<排量≤800ml	3.0	2.0	3.5	25%	23%	30%	-36%	77%
	排量>800ml	0.0	0.0	0.3	0%	0%	2%	-76%	3332%

数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、摩托车行业各排量段内销企业市占率

项目	排量段	2022	2023	2024
隆鑫内销	200<排量≤250ml	1.5%	7.2%	17.6%
	250ml<排量≤400ml	5.9%	4.6%	5.3%
	400ml<排量≤500ml	10.5%	26.9%	24.9%
	500ml<排量≤800ml	0.4%	0.0%	7.8%
	排量>800ml	2.9%	7.1%	29.9%
项目	排量段	2022	2023	2024
春风内销	200<排量≤250ml	7.0%	15.1%	12.1%
	250ml<排量≤400ml	1.2%	0.8%	0.6%
	400ml<排量≤500ml	29.5%	35.6%	48.3%
	500ml<排量≤800ml	10.1%	11.5%	9.6%
	排量>800ml	59.0%	62.8%	4.6%
项目	排量段	2022	2023	2024
钱江内销	200<排量≤250ml	3.3%	8.3%	11.4%
	250ml<排量≤400ml	20.4%	23.5%	13.7%
	400ml<排量≤500ml	22.8%	7.3%	15.8%
	500ml<排量≤800ml	76.9%	64.8%	66.7%
	排量>800ml	36.3%	14.5%	60.4%
项目	排量段	2022	2023	2024
行业CR3	200<排量≤250ml	11.9%	30.6%	41.1%
	250ml<排量≤400ml	27.5%	28.9%	19.6%
	400ml<排量≤500ml	62.7%	69.7%	88.9%
	500ml<排量≤800ml	87.4%	76.4%	84.0%
	排量>800ml	98.1%	84.4%	94.8%

数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

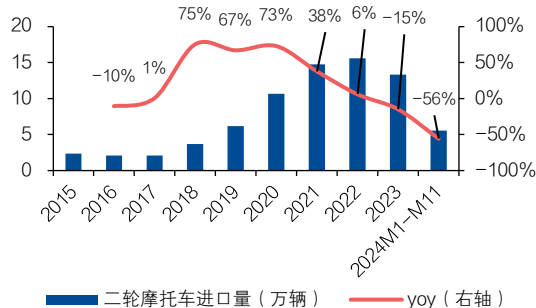
2025 年无极国内新品主要是 RR500S 和 CU625，竞品主要是春风、钱江等国产品牌。根据摩托范仿赛和巡航对应排量段热销车型情况，我们选取了 450-550cc 排量段热门仿赛车型和 550-650cc 排量段热门巡航车型和无极新品进行了对比。从价格端看，进口品牌如川崎、本田等同排量段产品价格明显高于国产品牌，且从两轮摩托车进口量来看，2023 年以来 250cc+摩托车进口数量大幅下降，因此无极新品的竞争对手主要是国产品牌。国产品牌同排量段之间的价格差异不是很大，但从无极过去推的 CU525 以及 RR660S 来看，相比国产品牌仍有 300-1500 元不等的价格优势。除价格之外，无极在营销和渠道端也不断提升，产品质量以及发动机口碑在消费者中有口皆碑，月销量有望对标甚至超越友商成熟车型。

图30、无极仿赛 RR500S、巡航 CU625 和竞品对比

车型	仿赛						巡航		
	无极RR500S	春风450SR	春风500SR VOOM	QJMOTOR赛550S	川崎Ninja500	本田CBR500R	无极CU625	川崎VulcanS	QJMOTOR闪600
价格(元)		28580	34980	29999	45800	63800		68800	35999
款式		2024款	标准款	2024款	2024款			2023款金属火花黑	2024款双座版
长x宽x高(mm)	2005*760*1110	1990*735*1130	2010*715*1115	2090*770*1155	1995*730*1120	2080*760*1145	2315*820*1170	2310*880*1100	2280*820*1115
轴距(mm)	1375	1365	1395	1420	1375	1410	1525	1575	1580
质量(kg)	192	168	194	186	171	192	210	229	221
最高车速(Km/h)	220	190	220	192			170		178
离地间隙(mm)				140	145			130	
坐高(mm)		795	795	810	785	790		705	720
油箱容积(L)		14	15.5	16.5	14	17.1		14	16
制动方式	前碟刹，后碟刹	前320mm单碟对置四活塞，Brembo卡钳，后220mm单碟，单活塞卡钳	前Φ300mm双碟，对置四活塞，后Φ220mm单碟，浮动单活塞	前BremboΦ320双碟，后BremboΦ260单碟	前半浮动Φ310mm碟刹，后Φ220mm碟刹	前碟刹，后碟刹	前单碟双向对向四活塞卡钳，后单碟单活塞卡钳	前碟刹，后碟刹	前300mm双碟配径向四活塞卡钳，后单碟单活塞浮动卡钳
前悬挂系统		Φ37mm倒置液压阻尼式减震	Φ41mm倒置液压阻尼减震	Marzocchi倒置全可调	伸缩叉Φ41毫米，行程120毫米	SHOWA SFF-BP立式前减震		41mm正立前叉	Marzocchi倒置
后悬挂系统		多连杆中置后减震	多连杆式	弹簧可调式	底部连杆Uni-Trak、充气减震器和弹簧预紧力可调，行程130毫米	Pro-link连杆式，油气分离式液压后减震		单侧可调式后减震	Marzocchi弹簧阻力
发动机型号	LX460MR	272MQ	463MR	QJ270MR-D	EX500GE	PC62E	LX2V72MS	ER650AE	QJ4V61MS-D
发动机型式	直列四缸四冲程水冷·500cc	直列双缸四冲程水冷·450cc	直列四缸四冲程水冷·500cc	直列双缸四冲程水冷·550cc	直列双缸四冲程水冷·450cc	直列双缸四冲程水冷·500cc	V型双缸四冲程水冷·600cc	直列双缸四冲程水冷·650cc	V型四缸四冲程水冷·560cc
功率(kW)	57	37	61	45	38.3	37	45	45	50
变速器型式	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档
排量(ml)	500	450	500	550	450	500	600	650	560
精确排量(cc)	475	449.5	500	549	451	471	578	649	561
配气结构		DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门		DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门
压缩比		11.5:1	12:1	13:1	11.3:1	10.7:1		10.8:1	
最大马力(Ps)	77.5	50.3	82.9	61.2	52.1	50.3		61.2	68
扭矩(N·m)	50	39	49	55	42.6	45		63	54
最大扭矩/转速(N·m/rpm)		39/7600	49/10000	55/6000	42.6/7500	45/6500		63/6600	54/8000
排放标准	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV
ABS防抱死系统	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后	标配前后
仪表盘		5寸曲面屏，支持MotoPlay	5寸TFT曲面屏	TFT	全液晶仪表盘	LCD仪表		组合仪表	3.6寸 TFT 圆形
手机连接功能(蓝牙/WIFI等)		标配		标配	标配				标配
导航投影功能		标配		标配	标配				标配
档位显示	标配	标配	标配	标配	标配	标配		标配前后	标配
风挡	标配	标配	标配	标配不可调节	标配	标配不可调节			

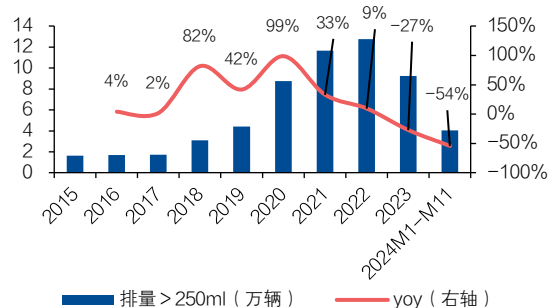
数据来源：摩托范，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、二轮摩托车进口量下滑明显



数据来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、250ml+二轮摩托车进口量下滑明显



数据来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

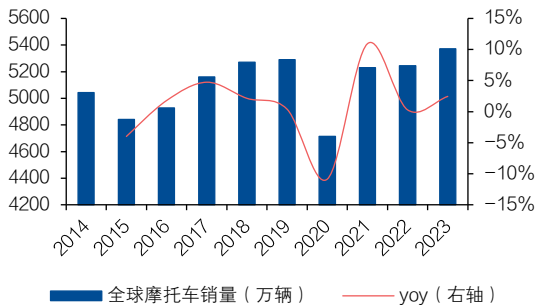
2.2.2 外销：新品切中海外主流市场核心需求，看好 25 年外销增长

2025 年无极外销增长主要来源于两方面，一方面是 600 和 800cc 休旅、250cc 街车以及踏板等新品将贡献增量，另一方面是新区域的开拓，包括欧洲一梯队国家如法国、德国等，以及墨西哥、阿根廷等拉美国家。

全球摩托车市场容量 5000-5500 万辆，其中 250cc 以上中大排市场容量 200-300 万辆。从总量来看，根据 Statista 数据，全球摩托车需求量 2021 年起快速复苏，2023 年需求量为 5372 万辆，同比+2.4%。从需求来源看，亚洲是最大的摩托车市场，占全球需求比例高达 85%。从结构来看，全球 250cc 以上中大排摩托车市

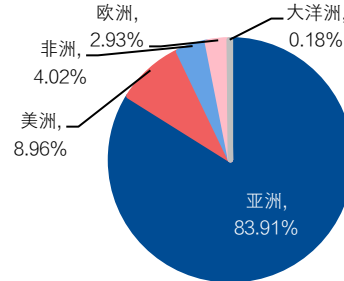
场容量约 200-300 万辆，其中欧美等发达国家占一半左右，是国内品牌出海的战略市场；中南美地区经济持续发展，人口基数大，交通基础设施及公共交通欠发达，摩托车是交通刚性需求，未来有望贡献新增量。

图33、全球摩托车需求量及增速



数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、亚洲是最大的摩托车需求市场（2023 年）



数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、2018-2023 年全球主要国家和地区摩托车销量（单位：万辆）

国家/地区	2018	2019	2020	2021	2022	2023
欧洲		104	105	111	110	118
英国	-	11	10	11	12	11
德国	18	19	24	22	23	23
法国	26	29	29	31	29	28
意大利	24	25	24	28	28	34
西班牙	17	19	18	18	19	21
美国	46	47	51	55	56	-
土耳其	16	15	21	26	42	96
拉丁美洲	-	-	-	-	-	560
巴西	96	108	125	120	141	144
墨西哥	84	87	90	117	125	126
哥伦比亚	55	57	53	74	82	73
阿根廷	49	32	27	35	39	42
亚洲						
中国	1557	1713	1792	2536	2142	1660
印度	2118	1742	1512	1357	1586	1797
日本	34	33	33	38	36	38
印度尼西亚	638	649	366	506	522	624
巴基斯坦	190	167	152	189	151	109
菲律宾	159	170	121	144	156	156
泰国	179	172	152	161	179	186
澳大利亚	10	9	11	12	10	10

数据来源：Statista，日本汽车工业协会，土耳其国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

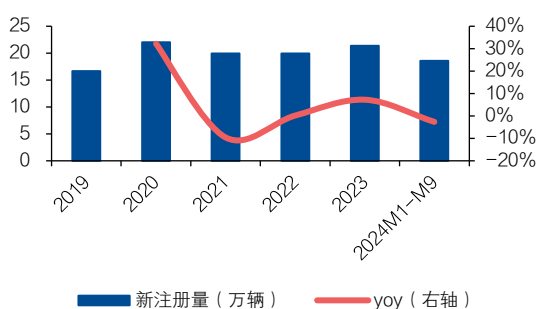
图36、全球 250cc+大排量摩托车市场容量（单位：万辆）

国家类型	国家	总量	250cc+渗透率	250cc 以上	中国品牌出口量	市占率
发达国家	欧洲（英德法意西）	118	52%	61	6.4	10%
	美国	56	94%	53	1.2	2%
	澳大利亚	10	100%	10		
有一定消费能力	中国	633	5%	33		
	中南美（不含墨西哥）	434	5%	22	5	21%
	墨西哥	126	10%	13	6	47%
	土耳其	96	5%	5	1	17%
踏板/弯梁代步为主	东南亚	1470	2%	29		
	印度	1797	2%	36		
合计		4740	6%	261		

数据来源：日本汽车工业协会，海关总署，CNEV，兴业证券经济与金融研究院整理

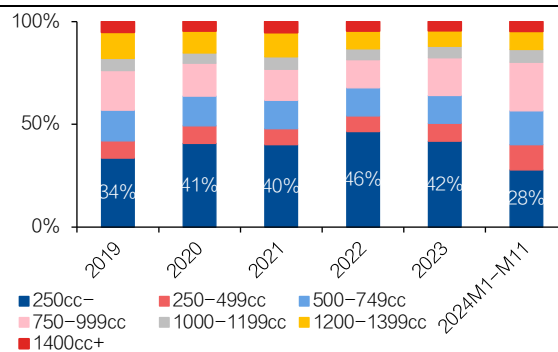
欧洲：2023 年英德法意西市场规模合计 118 万台，其中小排量踏板占比 30%左右，大排量跨骑车以 500cc 及以上为主。竞争格局来看，踏板主要竞争对手为台湾（光阳等）以及日系品牌（雅马哈、川崎、铃木等），国产品牌优势主要体现为同等价格情况下产品更新迭代更快；大排量跨骑摩托车竞争对手主要为欧洲本土品牌（宝马、贝纳利等）以及日系品牌，国产品牌目前主要依靠性价比优势抢占大排量市场。国家分布来看，德国、法国等一梯队国家大排量占比更高（德国 250cc 及以上占比 60%-70%、法国 500cc 及以上占比 70%左右，西班牙 125cc 及以下占比 50%+），而且一梯队国家消费者消费力更高且更看重品牌，二梯队国家消费力相对略低且更看重性价比，因此对于国产品牌而言，二梯队国家如西班牙、意大利更容易开拓，一梯队国家需要时间来建立品牌力和渠道。

图37、德国摩托车新注册量及增速



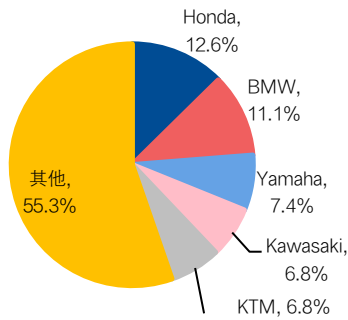
数据来源：ACEM，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、德国摩托车新注册量不同排量段占比



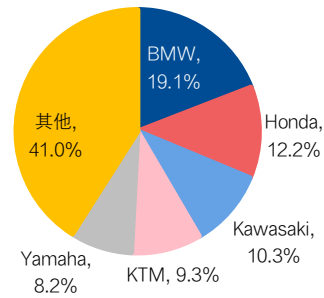
数据来源：Motorrad，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、德国全排量段竞争格局



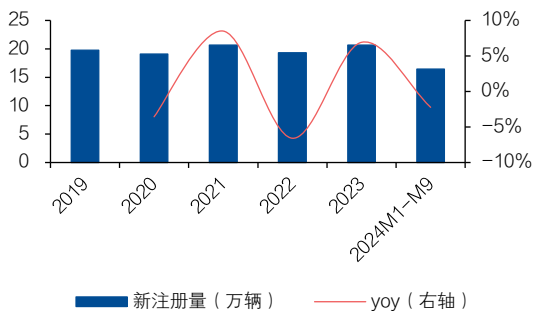
数据来源：Motorrad，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、德国 250cc+大排量段竞争格局



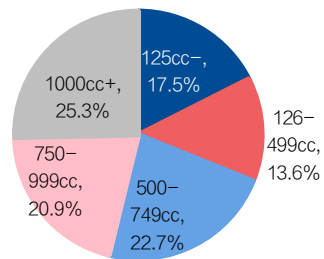
数据来源：Motorrad，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、法国摩托车新注册量及增速



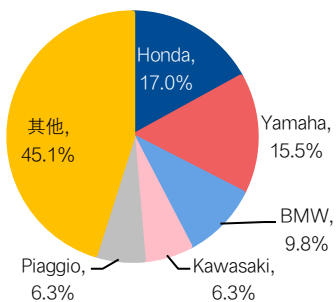
数据来源：ACEM，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、2021 年法国摩托车不同排量段占比



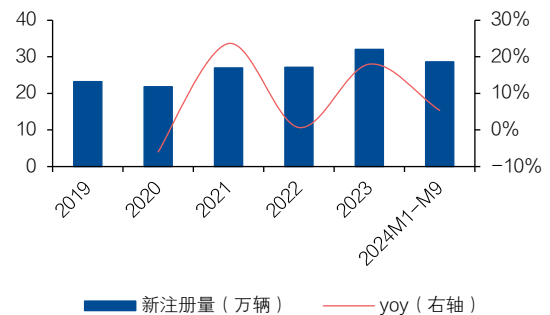
数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、2021 年法国全排量段竞争格局



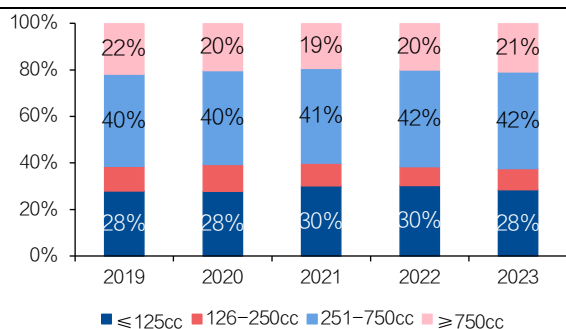
数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、意大利摩托车新注册量及增速



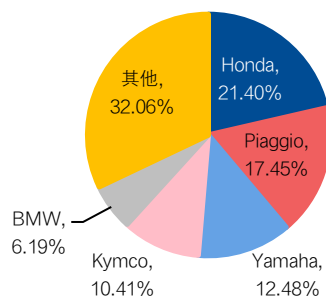
数据来源：ACEM，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、意大利摩托车新注册量不同排量段占比



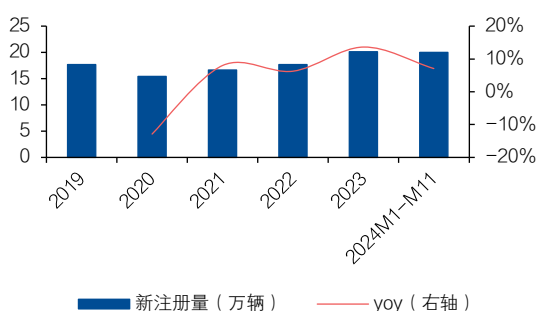
数据来源：ANCMA，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、2020 年意大利摩托车全排量段竞争格局



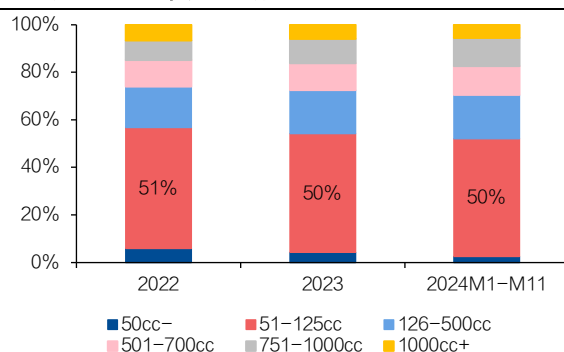
数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、西班牙摩托车新注册量及增速



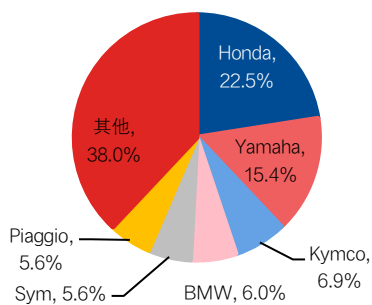
数据来源：ACEM，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、西班牙摩托车新注册量不同排量段占比



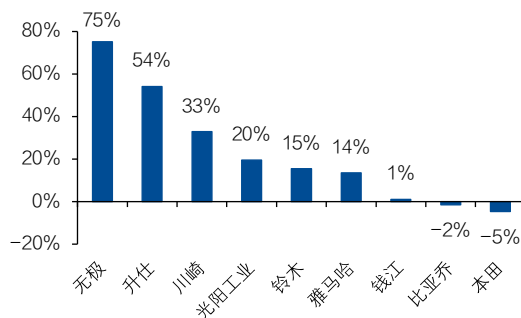
数据来源：Anesdor，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、2024 年 1-11 月西班牙摩托车全排量段竞争格局



数据来源：Anesdor，兴业证券经济与金融研究院整理

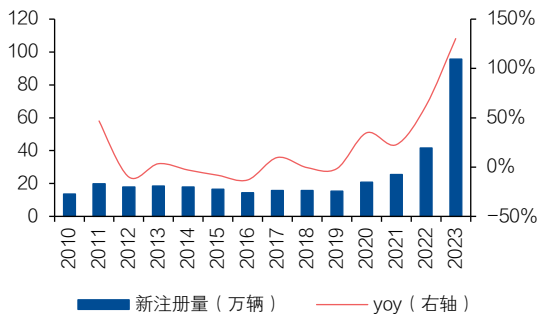
图50、2024 年 1-10 月意大利主要摩托车品牌同比增速



数据来源：Motorcycles Data，兴业证券经济与金融研究院整理

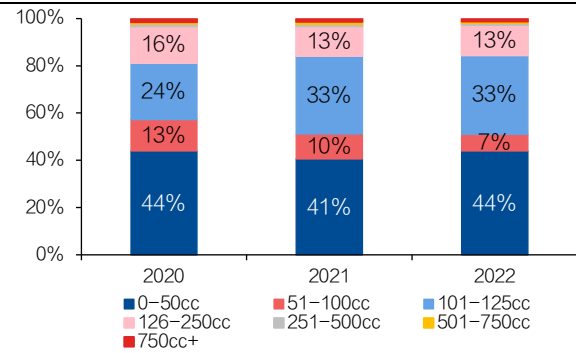
土耳其：2023 年摩托车新注册量达 96 万辆，同比增长 130%，但目前仍以 250cc 及以下排量段为主。土耳其市场受通胀因素影响，摩托车市场自 2023 年开始快速放量。但由于当地摩托车仍以满足代步通勤需求为主，排量段集中在 250cc 以下。从竞争格局来看，目前土耳其摩托车市场参与者众多且相对分散，2023 年 CR5 只有 57%，前三家品牌分别来自土耳其、意大利和中国台湾，国产品牌如春风、无极、钱江等市占率仍处于较低水平，未来仍有较大提升空间。

图51、土耳其摩托车新注册量及增速



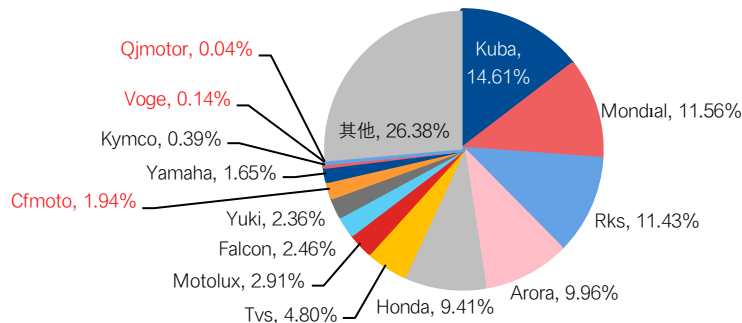
数据来源：Tuik，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、土耳其摩托车新注册量不同排量段占比



数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

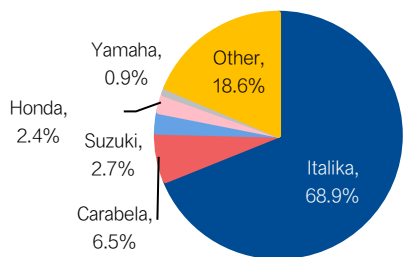
图53、2023 年土耳其全排量段摩托车竞争格局



数据来源：Tuik，兴业证券经济与金融研究院整理

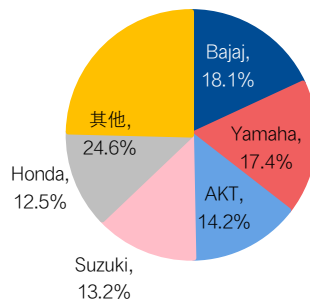
拉美：拉美摩托车市场规模约 500-600 万台，且以 250cc 及以下排量段为主。从国家分布来看，巴西、墨西哥、哥伦比亚和阿根廷市场规模相对较大。从竞争格局来看，巴西目前仍然是日系品牌垄断，本田和雅马哈市占率合计达到 90.5%；墨西哥市场由本土品牌 Italika 垄断（Italika 是隆鑫的主要代工客户），日系品牌市占率相对较低；哥伦比亚和阿根廷市场相对分散，主要由日系、印度和本土品牌为主，其中哥伦比亚本土品牌 AKT 也是隆鑫的主要代工客户。目前拉美市场中大排也处于发展阶段，对于国产品牌而言存在一定的机会，隆鑫无极有望借助原有代工客户渠道实现自主品牌的突破。

图54、2024M1-M11 墨西哥全排量段竞争格局



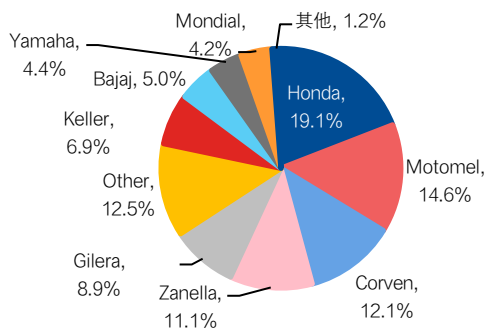
数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、2024M1-M11 哥伦比亚全排量段竞争格局



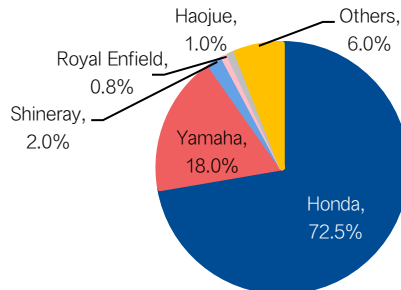
数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、2024M1-M11 阿根廷全排量段竞争格局



数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、2024M1-M11 巴西全排量段竞争格局



数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年无极海外新品主要是 600cc 和 800cc 休旅、250cc 街车和中小排踏板，其中休旅和踏板主要针对欧洲市场，街车主要针对土耳其市场。我们整理了摩托范对应排量段热门车型参数，预计无极休旅新品在价格端对比外资竞品将有较大优势，有望凭借明显的产品性价比优势销量持续提升。

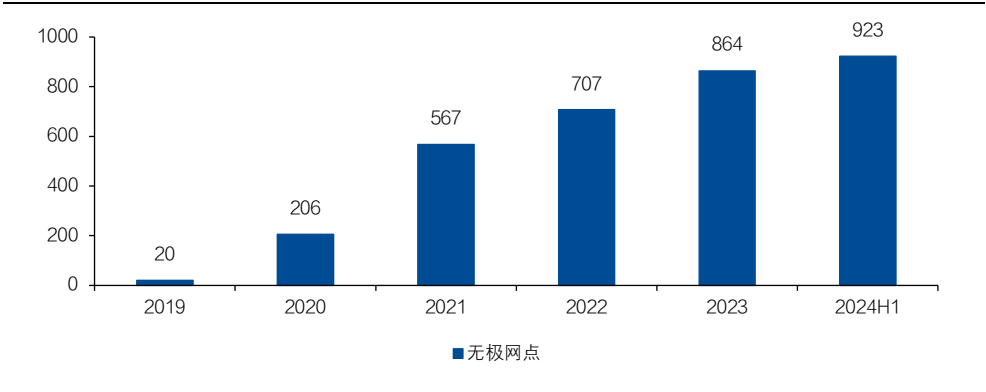
图58、600cc 和 800cc 休旅主要产品参数

车型	休旅600				休旅800	
	无极DS625X	贝纳利600GC	贝纳利BN600GT	凯旋Tiger Sport660	雅马哈Tracer900GT	奥古斯塔Turismo Veloce 800
参数						
价格(元)		59800	49800	78900	139800	228000
款式		2022款	2019款	2022款	2020款	2021款Rosso
长x宽x高(mm)	2230*860*1390	2190*860*1270	2150*840*1280		2160*850*1375	
轴距(mm)	1465	1450	1470	1418	1500	1445
质量(kg)	191	280	243		215	
最高车速(Km/h)	170	190				230
离地间隙(mm)	220	150	150		135	140
坐高(mm)	835	800	800	835	850	850
油箱容积(L)	16.5	27	27	17.2	18	21.5
整车参数	制动方式	前碟刹，后碟刹	前碟刹，后碟刹	前320mm双浮动盘径向四活塞卡钳，后260mm单盘双活塞卡钳	前298mm双碟刹搭配对向四活塞辐射式卡钳，后245mm单碟刹搭配Nissin单活塞卡钳	前碟刹，后碟刹
	前悬挂系统		倒立式前叉	倒置液压减震	SHOWA 41mm倒立式前叉	Marzocchi倒置伸缩式液压前叉，回弹压缩阻尼，弹簧预载外部单独可调
	后悬挂系统		侧置单筒减震		SHOWA RSU油压预载可调单减震	Sachs渐进式后单减，回弹压缩阻尼，弹簧预载可调
发动机参数	发动机型号	BJ465MS-D				
	发动机型式	直列双缸四冲程水冷·600cc	直列四缸四冲程水冷·600cc	直列双缸四冲程水冷·600cc	直列三缸四冲程水冷·850cc	直列三缸四冲程水冷·800cc
	功率(kW)	47	60	60	59.7	67.4
	变速器型式	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档	国际6档
	排量(ml)	600	600	600	660	850
	精确排量(cc)	581	600	600	-	847
	配气结构	DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门	-	DOHC每缸四气门	DOHC每缸四气门
	压缩比	11.5: 1	11.5: 1	11.5: 1	11.95: 1	11.5: 1
	最大马力(Pa)	63.9	81.6	81.6	81.2	91.6
	扭矩(N·m)	57	55	54	65	85.8
	最大扭矩/转速(N·m/rpm)	57/6500	55/8000	54/8000	65/8000	85.8/7500
	排放标准		国IV	国IV	国IV	国IV
其他配置	ABS防抱死系统		标配前后	标配前后	标配前后	标配前后
	仪表盘		液晶显示屏+机械指针		TFT液晶仪表	全彩TFT液晶仪表
	档位显示		标配		标配	标配
	风挡		标配电动无极可调		标配	标配不可调节

数据来源：摩托范，兴业证券经济与金融研究院整理

无极海外网点数量不断增加，新产品叠加渠道开拓，外销体量有望上台阶。目前无极外销仍以欧洲二梯队国家为主，2023 年无极海外经销网点 864 家，其中欧洲近 700 家。2024 年以来，公司不断开拓欧洲以外市场，包括土耳其及拉美等，目前已与部分南美贴牌客户达成合作协议，后续有望贡献新增量。

图59、无极海外经销网点不断增加（单位：个）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三、资产重组落地利于业务协同，现金充裕高分红可期

3.1 宗申入主，摩托车业务发展有望实现协同

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。2024 年 12 月 23 日，隆鑫通用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。公司实际控制人左宗申先生承诺运用资产注入等方式稳妥解决公司与其控制的非上市相关资产存在的同业竞争问题。我们判断，未来隆鑫通用有望成为国内摩托车体量最大的企业。

图60、宗申集团组织架构图



数据来源：宗申集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、隆鑫通用资产重组关键时间节点

关键节点	时间	备注
破产重整立案申请日	2021 年 9 月 30 日	-
第一次投资协议签署	2021 年 12 月 1 日	山东九羊集团有限公司作为牵头方组成的联合体成为隆鑫集团等 13 家企业预重整的战略投资人，后终止，无股票实际划转
第二次投资协议签署	2022 年 10 月 27 日	与中国合伙人（上海）股权投资基金管理有限公司、重庆发展投资有限公司签署投资协议，后终止，无股票实际划转
第三次投资协议签署	2024 年 7 月 1 日	与重庆宗申新智造、重庆渝富资本分别签署投资协议
第一笔款项支付	2024 年 7-8 月	宗申新智造和渝富资本完成第一笔打款，分别支付了 6.73 亿元和 4.23 亿元，并分别取得 4.94%和 3.1%的股权
第二笔款项支付	2024 年 8 月 19 日	宗申新智造和渝富资本完成第二笔打款，分别支付了 6.73 亿元和 4.23 亿元，并分别取得 4.94%和 3.1%的股权
重组董事会	2024 年 8 月 29 日	6 位非独立董事中 3 位来自宗申、2 位来自渝富、1 位来自隆鑫
反垄断审查通过	2024 年 11 月 26 日	宗申新智造收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》，反垄断审查通过
第三笔款项支付	2024 年 12 月 19 日	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%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

宗申和隆鑫摩托车业务发展有望实现强协同。国内摩托车销量前三为大长江、隆鑫和宗申，隆鑫和宗申合并后摩托车总销量和出口量将跃居行业第一。大排量玩乐类摩托车方面，大长江虽然总销量较高，但大排量占比很低，目前仍以通路车为主，而隆鑫和宗申则拥有无极和赛科龙等大排量自主品牌，合并后将稳居行业前三，在产品研发、生产制造、市场营销、渠道等方面有望实现协同。

图62、2024 年重点摩托车企业销量及份额

企业	总销量 (万辆)	合计份额	出口 (万辆)	出口份额	内销 (万辆)	内销份额	出口占比
大长江	194.0	9.7%	95.2	8.6%	98.7	11.1%	49.1%
隆鑫通用	180.3	9.0%	157.3	14.3%	23.0	2.6%	87.2%
宗申集团	154.2	7.7%	61.0	5.5%	93.2	10.5%	39.5%
广东大冶	84.5	4.2%	74.9	6.8%	9.6	1.1%	88.7%
新大洲本田	73.6	3.7%	43.5	3.9%	30.1	3.4%	59.0%
广州豪进	63.8	3.2%	62.6	5.7%	1.1	0.1%	98.2%
重庆银翔	61.6	3.1%	60.2	5.5%	1.4	0.2%	97.8%
洛阳北方	60.1	3.0%	21.3	1.9%	38.7	4.3%	35.5%
五羊本田	60.9	3.1%	15.6	1.4%	45.3	5.1%	25.6%
珠峰摩托	50.8	2.6%	48.1	4.4%	2.8	0.3%	94.6%
洛阳北易	48.7	2.4%	15.5	1.4%	33.2	3.7%	31.8%
广州大运	46.5	2.3%	26.7	2.4%	19.8	2.2%	57.3%
钱江摩托	44.0	2.2%	22.7	2.1%	21.3	2.4%	51.7%
春风动力	30.8	1.5%	12.6	1.1%	18.2	2.0%	40.8%

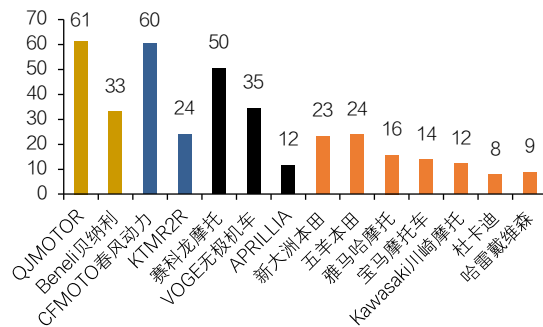
数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

图63、2024 年销量情况（单位：万辆）

项目	大长江	隆鑫	宗申
全部摩托车销量	193.97	180.28	154.23
其中：二轮车	193.97	157.91	55.49
其中：三轮车	-	22.37	98.73
燃油摩托车销量	193.92	174.29	101.09
分排量段销量			
250cc-	192.21	163.58	96.39
250-400cc	1.71	4.00	4.36
400-500cc	-	5.12	0.02
500-800cc	-	0.49	0.32
800cc+	-	1.10	-
250cc+占燃油摩托车比例	0.88%	6.15%	4.65%

数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

图64、抖音账号粉丝度（万人，截至 25 年 1 月）

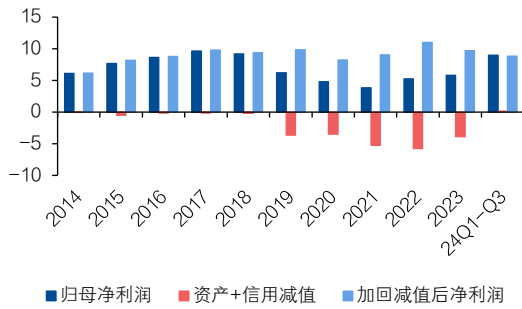


数据来源：抖音平台，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 隆鑫现金流充裕，分红有望提升

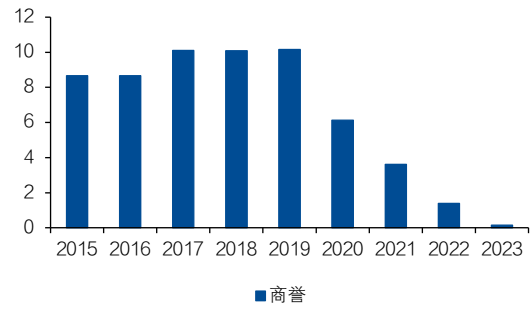
隆鑫经营性现金流稳定，在手现金充裕，分红比率有望提升。公司自 2019 年开始受减值影响，表观净利润波动较大，但加回减值后整体净利润相对稳定。截至 24Q3，公司已无商誉余额，减值风险可控。现金角度看，公司经营性现金流相对稳定，24Q3 末在手现金超过 50 亿，后续有望提升分红比例回馈股东。

图65、隆鑫归母净利润及减值情况（单位：亿元）



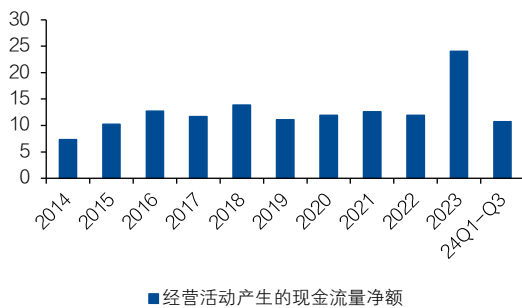
数据来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图66、隆鑫商誉减值已经计提完毕（单位：亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图67、隆鑫经营现金流稳定（单位：亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图68、隆鑫在手现金充裕（单位：亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与估值

- **摩托车及发动机:** (1) 无极: 内销中大排摩托车市场仍在增长, 外销欧洲、拉美及土耳其市场不断开拓, 预计无极业务将保持快速增长。(2) 通路车: 跟随大客户保持稳定增长, 预计整体增速 5% 左右。(3) 宝马代工: 业务相对稳健, 预计收入保持稳定。(4) 全地形车: 目前仍处于开拓期, 预计整体维持较快增长。我们预计 2024-2026 年摩托车及发动机收入分别为 121.6、144.2、161.9 亿元, 对应同比增速为 28.4%、18.7%、12.2%。
- **通用机械:** 2024 年受益于美国备货需求收入高增, 预计后续维持相对稳定的收入。我们预计 2024-2026 年通用机械收入分别为 35、35、35 亿元, 对应同比增速为 28%、0%、0%。
- **费用:** (1) 营业费用: 无极品牌营销端逐步发力, 预计 24 年营业费用率将有所提升, 后续随着收入体量增加整体费用率有望下行; (2) 管理费用: 内部降本增效, 费用率不断优化。

表2、盈利预测假设

年份		2023	2024E	2025E	2026E
摩托车及发动机	主营业务收入 (百万元)	9,467.5	12155.4	14422.9	16186.9
	同比增长率	19.8%	28.4%	18.7%	12.2%
	毛利率	17.9%	20.0%	20.1%	20.2%
通用机械产品	主营业务收入 (百万元)	2,733.5	3498.8	3498.8	3498.8
	同比增长率	-19.9%	28.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	20.9%	17.0%	17.1%	17.1%
营业费用/主营业务收入		1.7%	1.9%	2.0%	1.8%
管理费用/主营业务收入		4.5%	3.8%	3.8%	3.7%
研发费用/主营业务收入		3.5%	3.4%	3.4%	3.3%
实际税率		15.1%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

表3、盈利预测结果

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13066	16502	18769	20533
同比增长	5.3%	26.3%	13.7%	9.4%
归母净利润 (百万元)	583	1056	1463	1706
同比增长	10.6%	81.0%	38.6%	16.6%
毛利率	18.5%	19.0%	19.2%	19.3%
ROE	7.1%	11.8%	14.8%	15.5%
每股收益 (元)	0.28	0.51	0.71	0.83
市盈率	35.0	19.3	13.9	12.0

数据来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们选取钱江摩托、春风动力、雅迪控股 (港股)、爱玛科技、九号公司作为可比公司。其中, 钱江摩托和春风动力是摩托车行业领先企业, 雅迪控股、

爱玛科技以及九号公司是两轮电动车领域的头部企业。五家可比公司 2024-2026 年 PE 均值分别为 21.5、16.5、13.3 倍。公司作为两轮摩托车行业头部企业，无极新品周期拉动新一轮增长，重整后和宗申业务协同有望进一步提升摩托车销量，预计公司 2024-2026 年 PE 分别为 19.3、13.9、12 倍（对应 2025 年 1 月 23 日收盘价）。

表4、可比公司盈利预测与估值对比（2025 年 1 月 23 日）

代码	公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000913	钱江摩托	102.7	0.9	1.1	1.4	1.7	22.1	17.1	13.9	11.6	2.4
603129	春风动力	284.2	6.7	8.9	11.2	13.8	28.2	21.0	16.7	13.6	4.9
01585	雅迪控股	0.0	0.8	0.7	0.9	1.2	15.4	18.8	13.8	11.2	4.4
603529	爱玛科技	358.2	2.2	2.3	2.9	3.4	19.0	17.8	14.5	12.2	4.5
689009	九号公司	381.5	8.3	16.4	22.7	30.0	32.1	32.5	23.4	17.7	6.3
			平均值				23.4	21.5	16.5	13.3	4.5
603766	隆鑫通用	203.9	0.3	0.51	0.71	0.83	35.0	19.3	13.9	12.0	2.3

数据来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除隆鑫通用外，其余公司数据来源于 Wind 一致预期

- **投资建议：**基本面看，无极品牌进入快速发展阶段，国内巡航和仿赛新品的推出，以及海外欧洲、拉美和土耳其等区域的开拓，有望拉动销量再上台阶。除此之外，资产重组股权交割已经完成，后续有望和宗申实现摩托车业务的强协同，以及公司在手现金充裕，分红比例有望提升。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.6/14.6/17.1 亿元，维持“增持”评级。

五、风险提示

- **新品销售不及预期：**2024H2 公司推出了 DS900X、RR660S 等新品，2025 年将推出 RR500S、CU625X、600 和 800cc 巡航以及中小排踏板等新品，是公司 2025 年收入增长驱动的重要来源之一，如果终端消费者接受程度一般，收入增速可能会受到一定负面影响。
- **资产整合方案推进不及预期：**和宗申的资产重组将提升公司在两轮摩托车领域的竞争力，如果同业竞争解决方案出台和整体落地推进不及预期，将对中长期竞争力和增速产生一定负面影响。
- **分红不及预期：**公司在手现金充裕，目前主要股东均有分红诉求，若分红比例不及预期，预计会对股价产生一定负面影响。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9752	11752	13565	15477
货币资金	5548	6640	7995	9550
交易性金融资产	56	31	31	31
应收票据及应收账款	1209	1652	1881	2059
预付款项	57	67	76	83
存货	703	928	1053	1150
其他	2181	2434	2530	2604
非流动资产	4189	3938	3757	3476
长期股权投资	10	9	9	9
固定资产	2427	2401	2331	2161
在建工程	143	146	123	87
无形资产	730	619	558	498
商誉	14	0	0	0
其他	865	763	735	721
资产总计	13942	15691	17322	18952
流动负债	5214	6279	6989	7539
短期借款	303	303	303	303
应付票据及应付账款	2720	3453	3918	4278
其他	2191	2523	2768	2958
非流动负债	299	285	280	280
长期借款	0	0	0	0
其他	299	285	280	280
负债合计	5513	6564	7269	7819
股本	2054	2054	2054	2054
未分配利润	5420	5978	6707	7557
少数股东权益	176	160	138	113
股东权益合计	8428	9126	10053	11133
负债及权益合计	13942	15691	17322	18952

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	583	1056	1463	1706
折旧和摊销	458	365	386	386
营运资金的变动	1137	136	254	195
经营活动产生现金流量	2403	1777	2045	2222
资本支出	-532	-320	-200	-100
长期投资	326	1	0	0
投资活动产生现金流量	-190	-322	-167	-64
债权融资	60	-10	-5	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-405	-396	-523	-604
现金净变动	1860	1092	1354	1555

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13066	16502	18769	20533
营业成本	10644	13368	15168	16561
税金及附加	246	330	375	411
销售费用	215	314	375	370
管理费用	581	627	713	760
研发费用	457	561	638	678
财务费用	-76	-52	-63	-77
投资收益	29	33	38	41
公允价值变动收益	-14	-25	0	0
信用减值损失	-10	2	2	2
资产减值损失	-379	-230	0	0
营业利润	730	1234	1696	1977
营业外收支	-171	-10	0	0
利润总额	558	1224	1696	1977
所得税	84	184	254	297
净利润	474	1040	1442	1681
少数股东损益	-109	-16	-22	-25
归属母公司净利润	583	1056	1463	1706
EPS(元)	0.28	0.51	0.71	0.83

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	5.3%	26.3%	13.7%	9.4%
营业利润增长率	24.1%	69.1%	37.5%	16.6%
归母净利润增长率	10.6%	81.0%	38.6%	16.6%
盈利能力				
毛利率	18.5%	19.0%	19.2%	19.3%
归母净利率	4.5%	6.4%	7.8%	8.3%
ROE	7.1%	11.8%	14.8%	15.5%
偿债能力				
资产负债率	39.5%	41.8%	42.0%	41.3%
流动比率	1.87	1.87	1.94	2.05
速动比率	1.42	1.44	1.53	1.66
营运能力				
资产周转率	98.5%	111.4%	113.7%	113.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.28	0.51	0.71	0.83
每股经营现金	1.17	0.87	1.00	1.08
估值比率(倍)				
PE	35.0	19.3	13.9	12.0
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn