

隆鑫通用（603766）

国内摩托车领军者，高端自主品牌“无极”持续进击

证券研究报告

2025 年 02 月 14 日

投资评级

行业	汽车/摩托车及其他
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.23 元
目标价格	11.55 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,053.54
流通 A 股股本(百万股)	2,053.54
A 股总市值(百万元)	21,007.73
流通 A 股市值(百万元)	21,007.73
每股净资产(元)	4.35
资产负债率(%)	39.45
一年内最高/最低(元)	10.86/4.55

作者

朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	
zhuye@tfzq.com	
孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《隆鑫通用-年报点评报告:主营业务稳健增长，新兴业务转型效果显著》 2018-04-04
- 《隆鑫通用-季报点评:业绩稳步增长，看好植保无人机战略布局》 2017-10-26
- 《隆鑫通用-公司点评:增资山东丽驰，进军新能源物流车市场》 2017-10-17

1) 隆鑫通用：国内摩托车领军者，自主高端品牌“无极”持续进击。隆鑫通用创建于 1993 年，总部设立于重庆，为国内摩托车领军企业，两轮摩托车主要包含 50cc-900cc 仿赛、复古巡航、街车、越野、弯梁车、踏板车及电动两轮摩托车等产品，2023 年公司摩托车产销量排名国内前二，出口创汇位居行业榜首。公司的高端自主品牌“无极”呈现加速增长态势，产品矩阵不断丰富，巡航车型 CU525、四缸仿赛 RR660S 等爆款车型位居人气榜前列。“无极”24H1 实现销售收入 15.20 亿元，同比+132%，实现翻倍以上的高速成长，逐渐迈向国内新晋一线休闲娱乐摩托品牌。

2) 国内市场：大排量休闲娱乐车型 0→1 加速兴起，五年 CAGR 达 30%+。摩托车可分为通路车及大排量休闲娱乐车两类，通路车绝大部分排量为 150cc 及以下，主要用于短途出行，国内通路车市场逐渐趋于稳定。而大排量休闲娱乐车为摩托车中的细分赛道，附加了更多玩乐、社交的属性，排量基本在 250cc 以上。2019 年开始国内大排量摩托车加速兴起，19-24 年间 250cc 以上销量 CAGR 达 33.67%，24 年大排量出口与内销渗透率提升至 3.3%、4.5%。需求端，大排量摩托车具备较强的社交属性，且摩托车玩家与社媒 app 用户均为年轻群体，社媒为摩托车传播强势赋能；供给端，国产品牌的热卖款车型密集发布，众多产品力强劲、性价比出色的产品问世；大排量摩托车供需两旺，逐渐形成完备生态。隆鑫的高端自主品牌无极逐渐成为新晋一线休闲娱乐摩托品牌，随着产品矩阵的丰富与渠道的扩张，具备较强成长性。

3) 海外摩托车市场：出口空间广阔，国产品牌出海加速。2023 年全球摩托车市场容量约 5400 万辆，出海空间广阔，国产品牌出海加速。拉美市场，隆鑫的优势显著，23 年拉美摩托车整体市场容量为 622 万辆，其中巴西 157 万辆、墨西哥 100 万辆以上、哥伦比亚 68 万辆、拉美小国家众多，市场较为分散；日系品牌的话语权较强，本田与雅马哈合计占到 54%份额，而隆鑫的出海产品竞争力较强，有望持续抢占拉美市场。欧洲市场，是大排量摩托车的主要消费区域，市场容量在 200 万台以上，目前主要由日系与欧系品牌主导，市场集中度偏低，中国品牌已经逐渐登陆欧洲市场，目前国产品牌在英德法意西的合计份额分别为 2%、5%、3%、11%、6%，未来有望持续提升影响力。目前无极在欧洲市场渠道数量近 700 家，在意大利、西班牙等市场已形成较高的品牌知名度，为无极销量持续增长奠定坚实基础。

4) 股权整合后，与宗申集团有望协同互补，迈向中国摩托车榜首。2024 年 12 月，隆鑫的股权重整顺利落地，公司控股股东变更为宗申新智造，实控人变更为左宗申先生（宗申集团董事长）。隆鑫通用与宗申集团为两大摩托车巨头，2024 年二者摩托车销量分别为 180.3、154.2 万辆，分列国内的第二、三名，合计销量达到 334.5 万辆，在二者管理经营取得协同后，规模将远超目前国内销量榜首大长江（24 年销量 194 万辆），将成为国内规模最大的摩托车势力。且从产品端来看，两家的多个自主品牌无极、赛科龙、宗申、茵末、森蓝将形成多元化产品矩阵，进一步覆盖国内海外多个市场、通路车与高端大排量等多类产品。

5) 盈利预测与估值模型：首次覆盖给予“买入”评级。预计隆鑫通用 2024-2026 年分别实现归母净利润 11.53、13.96、16.38 亿元，PE 分别为 18、15、12 倍。隆鑫通用海内外业务均具备较强成长逻辑，我们给予隆鑫通用 25 年 17 倍 PE，对应 25 年目标市值 237 亿元，目标价 11.55 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：汇率变动、宏观经济变化风险、市场风险等风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,410.17	13,066.48	15,857.57	18,052.98	20,315.72
增长率(%)	(4.96)	5.29	21.36	13.84	12.53
EBITDA(百万元)	2,201.83	2,215.09	1,712.07	2,009.23	2,321.34
归属母公司净利润(百万元)	527.32	583.42	1,153.01	1,395.67	1,638.45
增长率(%)	37.04	10.64	97.63	21.05	17.40
EPS(元/股)	0.26	0.28	0.56	0.68	0.80
市盈率(P/E)	39.84	36.01	18.22	15.05	12.82
市净率(P/B)	2.69	2.55	2.34	2.12	1.92
市销率(P/S)	1.69	1.61	1.32	1.16	1.03
EV/EBITDA	2.75	2.13	8.53	6.45	5.14

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 隆鑫通用：摩托车领军者，高端自主品牌“无极”持续进击	5
1.1. 发展历程：聚焦“摩托车+通机”，老牌摩企不断突破舒适圈	5
1.2. 主营业务：产品矩阵多元，自主高端摩托车品牌“无极”加速成长	5
1.3. 股权结构：股权重整顺利落地，股权结构逐渐清晰	7
1.4. 财务数据：收入维持稳健增长，报表端利润有望困境反转	9
2. 国内摩托车市场：通路车市场趋稳，大排量玩乐车 0→1 兴起	10
2.1. 国内通路摩托车销量趋稳，大排量休闲娱乐车型快速兴起，250cc 以上销量五年 CAGR 达 30%+	10
2.2. 禁摩令影响：部分城市禁摩令出现松动趋势	13
2.3. 竞争格局：国内通路车竞争充分，而大排量市场集中度较高	14
2.4. 隆鑫通用——自主高端品牌“无极”：产品矩阵不断丰富，市场地位不断攀升	16
3. 海外摩托车市场：市场空间广阔，品牌出海加速	18
3.1. 全球摩托车市场容量约 5400 万辆，通路车为主，大排量渗透率 5.1%	18
3.2. 海外大排量：欧洲为大排量最主要市场，国产品牌份额提升空间较大	20
3.3. 拉美市场：隆鑫的优势显著，有望持续抢占日系品牌份额	23
4. 盈利预测与估值模型	24
4.1. 盈利预测	24
4.2. 估值分析	25
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：隆鑫通用发展历程	5
图 2：隆鑫通用的产品矩阵	5
图 3：自主品牌“无极”车型矩阵逐渐丰富（每类车型仅选取代表产品）	6
图 4：2019-2023 年隆鑫通用的业务收入结构（亿元）	7
图 5：2019-2023 年隆鑫通用业务线毛利率对比	7
图 6：隆鑫通用的地区收入结构（亿元）	7
图 7：隆鑫通用各地区毛利率对比	7
图 8：公司股权重组后的股权结构（截至 2024 年 12 月 20 日）	8
图 9：隆鑫通用营业收入	9
图 10：隆鑫通用归母净利润	9
图 11：2017-2024Q1-3 隆鑫通用毛利率净利率	9
图 12：2017-2024Q1-3 隆鑫通用期间费用率	9
图 13：2017-2024Q1-3 隆鑫通用 ROE、ROA	10
图 14：2017-2024Q1-3 隆鑫通用资产负债率	10
图 15：摩托车的分类	10
图 16：国内摩托车市场发展阶段	11

图 17: 大排量摩托车在出口和内销中的渗透率 (单位: 万辆)	11
图 18: 大排量休闲娱乐车型的外观/用途分类	12
图 19: 玩乐类摩托车凭借较强社交属性, 在社媒平台上快速传播	12
图 20: 上海市摩托车限行政策	13
图 21: 北京市摩托车限行政策	13
图 22: 西安民用摩托车注册数量 (万辆)	14
图 23: 济南民用摩托车注册数量 (万辆)	14
图 24: 2024 年国内摩托车市场份额 (全排量段, 仅统计国内市场, 不包含出口)	15
图 25: 2024 年大排量两轮摩托车市场份额 (250cc 以上, 仅内销)	15
图 26: 2024 年国内内销 200cc 以上跨骑+踏板摩托车市场份额	15
图 27: 无极机车产品推出时间线	16
图 28: 无极出口与国内的销售表现 (亿元)	16
图 29: 邀请人气明星吴磊作为无极的全球品牌代言人	17
图 30: VOGE 亮相 2024EICMA 国际车展	17
图 31: “无极”的海外和国内网点/门店数量 (家)	17
图 32: 全球摩托车市场销售数量 (万辆)	18
图 33: 全球摩托车市场销售单价 (万元/辆)	18
图 34: 2022 年全球摩托车市场销售数量分布	18
图 35: 2022 年全球摩托车市场份额 (按销售数量)	19
图 36: 2022 年各品牌销售单价 (万元 RMB/辆)	19
图 37: 中国摩托车出口数据	19
图 38: 中国摩托车出口排量占比结构-按数量	19
图 39: 中国的摩托车出口区域分布-按数量	20
图 40: 全球摩托车大型赛事 (右图为 MotoGP 比赛画面)	21
图 41: 欧洲五个主要国家的摩托车销量数据 (万辆)	21
图 42: 2023 年德国摩托车热销车型前十均为 500cc 以上	21
图 43: 2023 年意大利摩托车销量 250cc+排量占比 62%	21
图 44: 2023 年欧洲摩托车市场的份额分布	22
图 45: 2023 年中国出口的大排量摩托车在各国份额	22
图 46: 中国大排量摩托车出口数量 (250cc 以上)	22
图 47: 中国大排量摩托车出口数量的分布结构	22
图 48: 中国大排量摩托车出口排量占比结构-按数量	23
图 49: 拉丁美洲各国市场占比	23
图 50: 拉美市场的市场份额 (截至 2024 年 6 月)	24
表 1: 隆鑫通用的产品矩阵介绍	6
表 2: 隆鑫通用股权重整大事记	8
表 3: 公司高管团队简介	8
表 4: 摩托车限行政策较为严格的城市	13
表 5: 摩托车政策逐渐宽松的城市	13

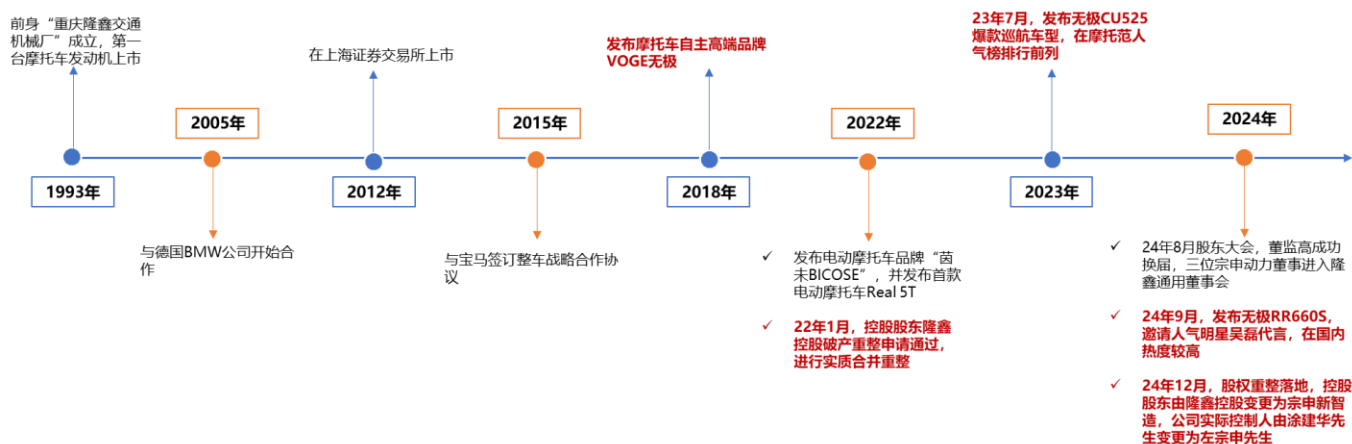
表 6：中国摩托车企业介绍（红色为上市公司）	14
表 7：中国摩托车 2023 年出口数量前五的国家.....	20
表 8：隆鑫通用盈利预测模型（单位：亿元）	24
表 9：隆鑫通用与可比公司估值情况.....	25

1. 隆鑫通用：摩托车领军者，高端自主品牌“无极”持续进击

1.1. 发展历程：聚焦“摩托车+通机”，老牌摩企不断突破舒适圈

聚焦摩托车+通机，“无极”品牌形象不断升级。隆鑫通用动力股份有限公司创建于 1993 年，2012 年登陆 A 股市场。隆鑫通用总部设立于重庆，员工 9000 余名，在全国各地拥有 20 余家控股公司和参股公司。公司以“低碳动力、智慧产品领先品牌”为愿景，聚焦摩托车、通机等主营业务，做大做强、做精做透，产品畅销全球 100 多个国家和地区，各业务销售规模均处于行业前列，与 BMW、TORO、Cummins 等全球知名企业建立了战略合作伙伴关系。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；通用机械出口创汇位居行业前列；自 2018 年发布自主高端摩托车品牌“无极”后，不断突破舒适圈，打造多款爆款车型，在大排量休闲娱乐摩托车的市场地位、品牌形象不断进击。

图 1：隆鑫通用发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、VOGE 无极公众号、天风证券研究所

1.2. 主营业务：产品矩阵多元，自主高端摩托车品牌“无极”加速成长

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。其中两轮摩托车产品品类齐全，主要包含 50cc-900cc 仿赛、复古巡航、街车、越野、弯梁车、踏板车及电动两轮摩托车等产品，丰富的产品品类既可满足消费者日常通勤代步需求，也可满足消费者社交娱乐需求。

图 2：隆鑫通用的产品矩阵



资料来源：公司公告、公司官网、京东、宝马官网、天风证券研究所

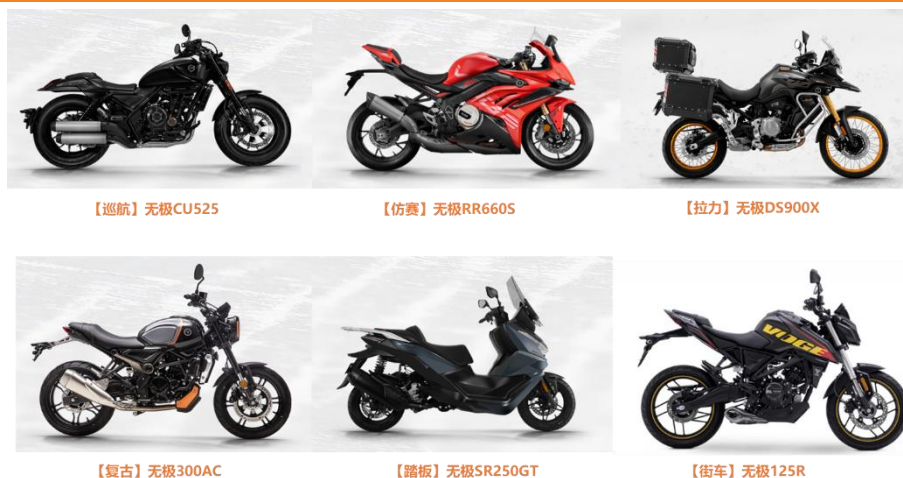
表 1：隆鑫通用的产品矩阵介绍

业务类型	具体分类	具体应用
摩托车业务	无极 VOGE 高端摩托车	自主高端品牌，专注于大排量运动机车领域，海外品牌知名度快速提升，涵盖复古、仿赛、休旅、街车全品类产品矩阵，重点向仿赛和太子品类扩展
	隆鑫 LONCIN 非道路运动机车	主打更具娱乐属性的非道路车市场，公司全面布局 ATV、UTV、SSV 全地形车产品
	茵末 BICOSE 高端电摩	布局上“由燃油向电动转变”，商业模式上“由机械向智能转变”
摩托车发动机	50~1000cc 的单缸、双缸、四缸	聚焦更大排量及多缸方向，全力支撑无极全品类、全排量段产品布局
通用机械业务	包括燃油骑乘式割草机、发电机组、储能电源、水泵。79-999cc 的通用动力发动机、1-20kW	割草机，主要用于高尔夫球场、公园等草坪修剪；水泵主要用于适用于灌溉、排涝、抗旱、冲洗、供水等；储能电源，致力于为家庭及周边应急电源使用者和户外露营爱好者提供安全、可靠、便捷的电源解决方案
	的家用小型发电机组。	

资料来源：公司官网、公司公告等、天风证券研究所

自主高端品牌“无极”产品矩阵不断丰富，有望迈向国内一线玩乐摩托车品牌。自主高端品牌“无极”成功打造 CU525、DS525X、SR250GT 等多款爆品，CU525、SR250GT 持续霸榜品类人气榜单榜首，DS525X 的全渠道曝光量超 10 亿，CU525 在 2023 年下半年上市后迅速实现销量近 2 万台，SR250GT 上市首周接单量超万台。公司在既有的品控优势基础上，通过充分洞察消费者需求、矩阵式宣传推广等系列动作，结合内部资源的优化配置，成功掌握可持续的爆款打造能力。

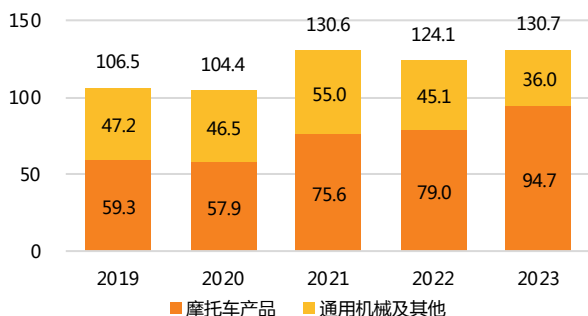
图 3：自主品牌“无极”车型矩阵逐渐丰富（每类车型仅选取代表产品）



资料来源：无极官网，天风证券研究所

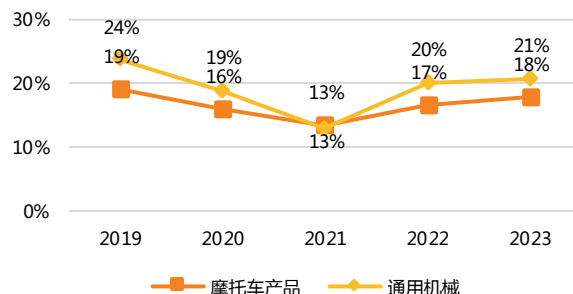
2023 年收入结构：摩托车占比 72%，通用机械及其他占比 24%。公司摩托车业务增长较快，成为主要增长极，摩托车收入占比由 2019 年的 56% 逐渐提升至 72%，而通机及其他业务收入占比相对有所缩减。毛利率方面，摩托车与通机基本处在同一水平，2023 年基本在 20% 左右。

图 4：2019-2023 年隆鑫通用的业务收入结构（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

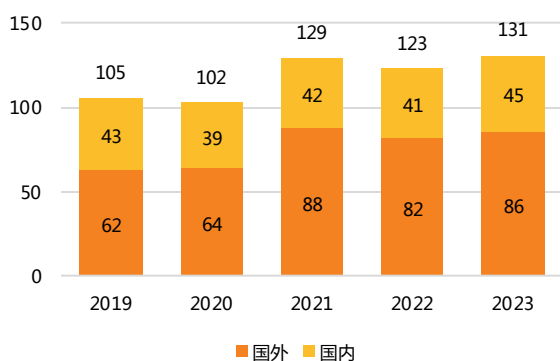
图 5：2019-2023 年隆鑫通用业务线毛利率对比



资料来源：Wind、天风证券研究所

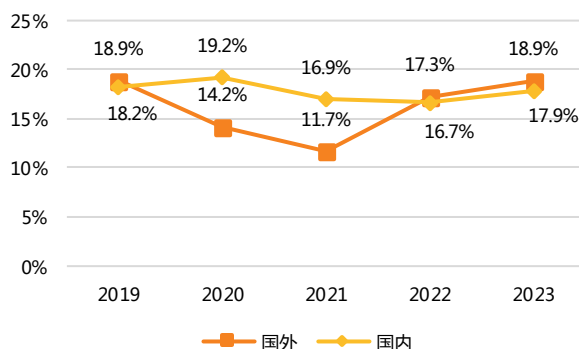
出口导向型企业，海外市场打开成长空间。2020 年起，隆鑫通用出口收入占比稳定在 60% 以上，且出口毛利率近两年均高于内销。公司摩托车和通用机械业务的出口业务均占到较大比重。

图 6：隆鑫通用的地区收入结构（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：隆鑫通用各地区毛利率对比

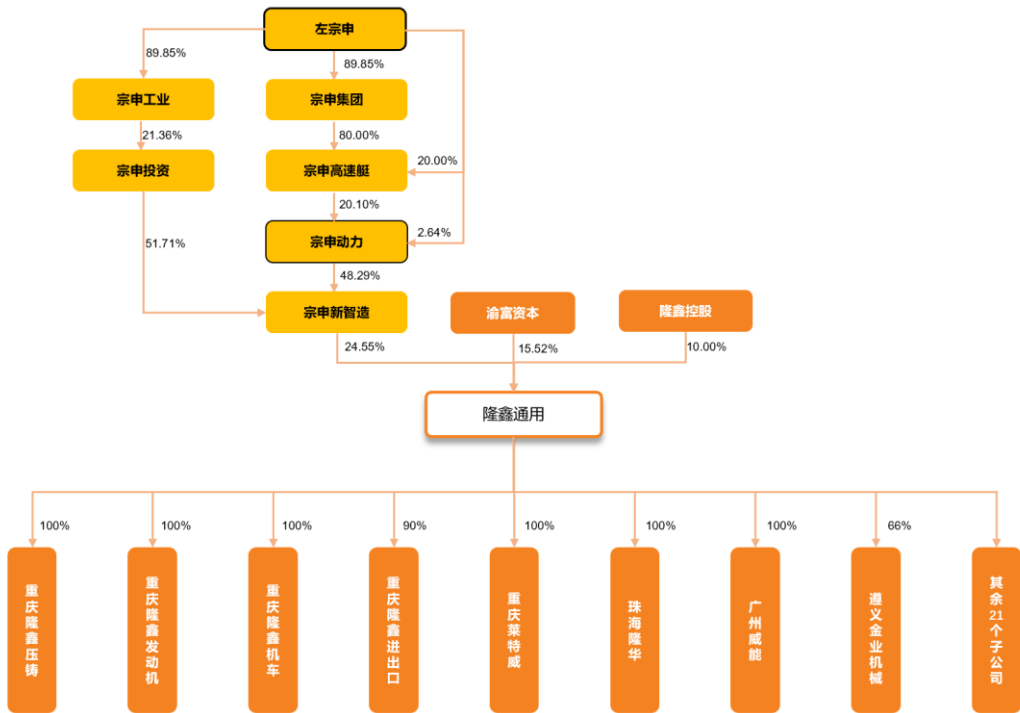


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 股权结构：股权重整顺利落地，股权结构逐渐清晰

股权重整顺利落地，股权结构逐渐清晰。公司原控股股东为隆鑫控股，持股 50.07%，实控人为涂建华，后续经历控股股东破产重整并引入新的股东后，股权结构逐渐理清。2024 年 7 月，与宗申新智造、渝富资本的协议落地，宗申新智造与渝富资本分别收购公司的 24.6%、15.5% 股权。2024 年 12 月 23 日，证券过户完成，公司控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造，公司实际控制人由涂建华先生变更为左宗申先生。

图 8：公司股权重组后的股权结构（截至 2024 年 12 月 20 日）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

表 2：隆鑫通用股权重整大事记

时间	事件	概况
2021.01.14	原实控人涂建华被列为失信被执行人	重庆市第一中级人民法院因涂建华有履行能力而拒不履行生效法律文书确定义务，将其列为失信被执行人。
2022.01.30	控股股东开始破产重整	重庆五中院裁定受理隆鑫系十三家公司破产重整申请。
2024.07.01	股权重整协议签署，后续宗申新智造与渝富资本将成为新股东	与宗申、渝富协议落地，宗申新智造与渝富资本分别收购公司的 24.6%、15.5% 股权；而后宗申新智造将成为控股股东。
2024.08.29	董事会换届	8 月 29 日股东大会，董监高成功换届，聘任龚晖总为新任总经理并代行董事长职责。
2024.12.23	股权重整顺利落地	2024 年 12 月 23 日，证券过户完成，公司控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造，公司实际控制人由涂建华先生变更为左宗申先生。

资料来源：公司公告、中国执行信息公开网、天风证券研究所

高管团队深耕行业多年，原班管理团队继续领航掌舵。新任董事长李耀总担任中国摩托车商会副会长，深耕摩托车行业多年，是行业内的领军人物，有望进一步助推公司的发展势头。股权重整后公司管理团队稳定，总经理、财务总监、董事会秘书、副总经理均沿用原班人马。公司核心高管均在公司任职多年、熟悉公司业务，总经理龚晖总 2010 年起便在隆鑫通用担任副总经理，其余高管也均为公司的核心骨干，后续隆鑫的经营管理有望延续此前的稳健高效。

表 3：公司高管团队简介

姓名	职务	任职日期	简介
李耀	董事长	2024/11/27	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，担任宗申动力上市公司董事。2024 年 8 月至今，任隆鑫通用第五届董事会董事。
龚晖	总经理	2024/8/29	2015 年 1 月至 2021 年 9 月任公司副总经理，2021 年 9 月至 2024 年 8 月任公司常务副总经理，

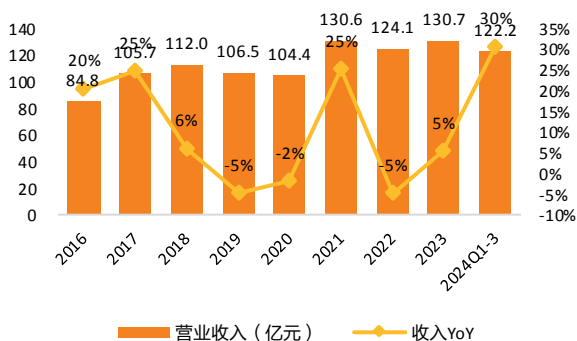
			2021 年 10 月至 2024 年 8 月任公司第四届董事会董事，2024 年 8 月起，任隆鑫通用第五届董事会董事，总经理代行董事长职责。
王建超	财务总监	2012/9/3	2015 年 1 月至今任公司财务总监。
叶珂伽	董事会秘书	2021/9/27	2015 年至 2021 年 9 月任证券部副部长、部长及证券事务代表。2015 年 1 月至 2021 年 9 月任公司第二届、第三届、第四届监事会职工监事。2021 年 9 月至今任公司董事会秘书。
陈艺方	副总经理	2023/4/21	2005 年至今就职于隆鑫工业集团、重庆隆鑫发动机有限公司、隆鑫通用动力股份有限公司。2021 年 11 月至今任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。
黎军	副总经理	2023/9/22	2007 年 9 月至 2020 年 6 月，在隆鑫通用动力股份有限公司历任海外营业部副部长、大排量机车事业部副总经理、摩托车事业部机车公司总经理等职位；2020 年 7 月至 2023 年 6 月期间在浙江莫里尼机车有限公司任总经理；2023 年 9 月 22 日至今任公司副总经理。

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 财务数据：收入维持稳健增长，报表端利润有望困境反转

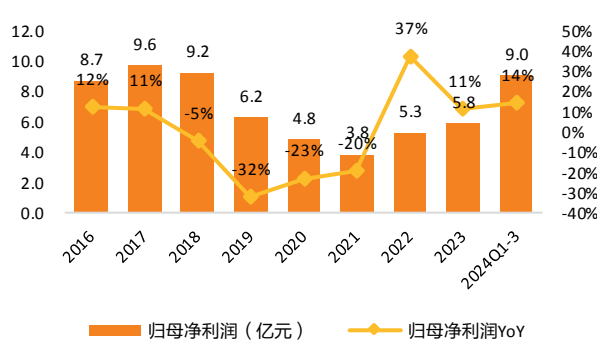
公司收入稳定增长，报表端利润有望困境反转。2018-2023 年公司营业收入从 112.0 亿元增长至 130.7 亿元，五年间 CAGR 为 3.1%，收入保持稳定成长性。利润端在近几年受到资产减值与信用减值影响较大，但截至 24H1，公司全部商誉已计提减值完毕，商誉账面价值已由 2019 年峰值的 10.16 亿元降至 0，预计资产减值、信用减值已基本结束，报表质量有望显著提升。2024 年前三季度公司营业收入 122.2 亿元，同比增加 30.48%。实现归属于母公司的净利润 9.0 亿元，同比增长 13.65%。

图 9：隆鑫通用营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

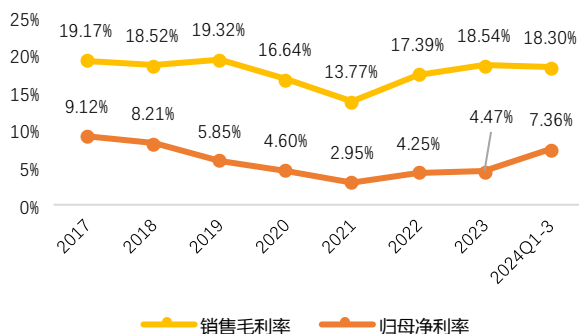
图 10：隆鑫通用归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

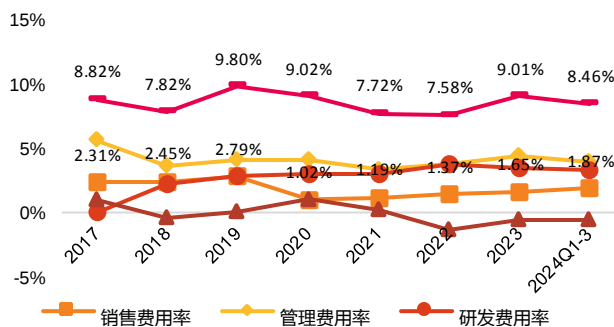
公司毛利率稳中向好，费率管控水平优秀。2024 年 Q1-3 公司销售毛利率为 18.30%，归母净利率为 7.36%。2021 年之前净利率下滑主要系公司近几年资产减值、信用减值过多从而影响了报表质量。2017-2024Q1-3 年公司期间费用率基本处在较低水平，费用管控能力较强。

图 11：2017-2024Q1-3 隆鑫通用毛利率净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

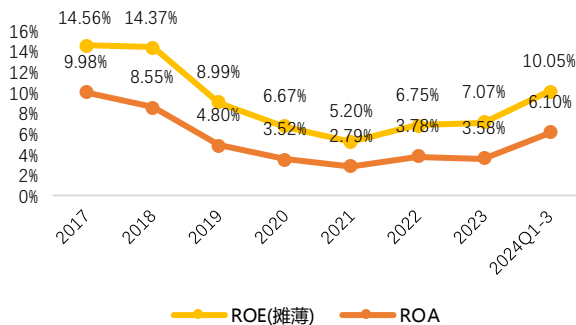
图 12：2017-2024Q1-3 隆鑫通用期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

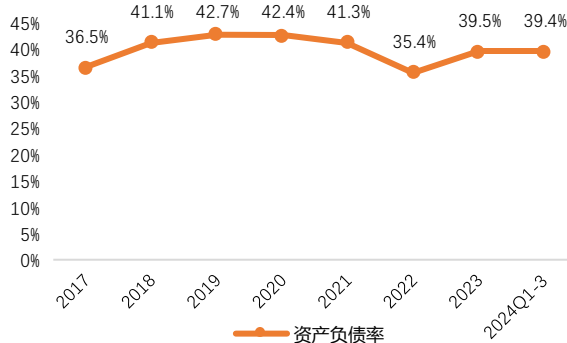
ROE、ROA 有望底部回暖，报表质量后续有望显著好转。前几年受到资产减值与信用减值的影响，ROE、ROA 均有所下滑，2024 年前三季度均出现显著回升，考虑到后面减值项对利润的影响有限，预计 ROE、ROA 有望底部回暖，报表质量后续有望显著好转。

图 13：2017-2024Q1-3 隆鑫通用 ROE、ROA



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2017-2024Q1-3 隆鑫通用资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 国内摩托车市场：通路车市场趋稳，大排量玩乐车 0→1 兴起

2.1. 国内通路摩托车销量趋稳，大排量休闲玩乐车型快速兴起，250cc 以上销量五年 CAGR 达 30%+

摩托车分类：摩托车可分为中小排量通路车及大排量休闲玩乐车两类。大排量休闲玩乐车有交通工具的功能且附加了更多玩乐、社交的属性，排量基本在 250cc 以上，目前渗透率不足 5%，属于摩托车行业内的细分赛道，但保持快速增长趋势。

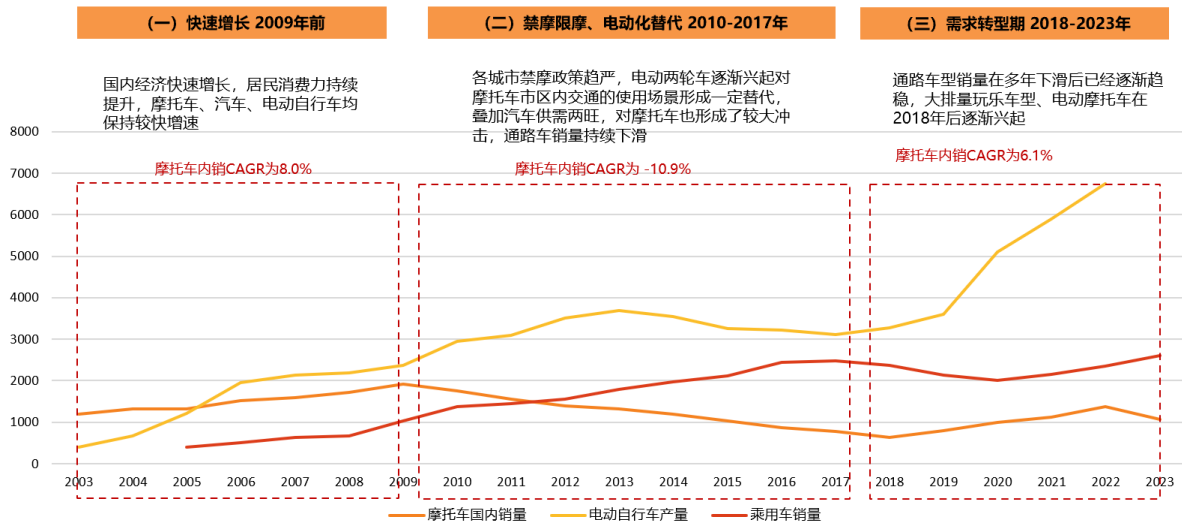
图 15：摩托车的分类

	通路车	大排量休闲玩乐车
代表产品	 豪爵 HJ125-8 售价：6280元 (所有价格仅供参考)	   春风450SR (跑车) 售价：2.86万元起 钱江 赛550S (跑车) 售价：2.99万元 无极 CU525 (巡航) 售价：2.67万元起
使用场景	短途出行、代步工具	具备交通工具属性，但附加了更多的休闲、玩乐、社交属性
产品设计	发动机：排量通常为150cc及以下。 外观设计：基本是跨骑车型，外观设计简单，以实用为主。骑行姿态为“坐着骑”。	发动机：排量通常为250cc及以上。 外观设计：时尚、个性化，车型种类丰富，跑车主打速度与性能、巡航主打造型和舒适性、街车兼具高性能与灵活性、旅行主打长途骑行等。
23年销量	内销：1034万台，在内销总销量中渗透率96.9% 出口：812万台，在出口总销量中渗透率97.6%	内销：250cc 以上32.6万台，在内销总销量中渗透率3.1% 出口：250cc 以上19.7万台，在出口总销量中渗透率2.4%
发展趋势	受到禁摩令、电瓶车替代的影响，通路车销量呈下滑趋势	国产品牌的影响力不断提高，国内消费者接受度逐渐提升，大排量玩乐车型渗透率呈现快速提升趋势。
主流厂商 (括号内为23年销量)	大长江 (189万辆)、宗申 (86万辆)、五羊本田 (58万辆)、隆鑫 (106万辆)	国内品牌：钱江摩托 (约11万辆)、春风动力 (约8万辆)、隆鑫通用 (大排量约6万辆) 等 海外品牌：宝马、本田、杜卡迪、川崎、雅马哈、贝纳利

资料来源：摩托范，春风动力官网，钱江摩托官网，VOGE 无极公众号等，天风证券研究所

复盘国内摩托车市场：通路车需求在连续多年的下滑后逐渐趋稳。通路车在 2008-2011 年销量达到顶峰的 2000 万辆左右，随后禁摩令+被电动车部分替代后销量显著下滑，2018 年后逐渐趋稳，每年销量稳定在 1200 万辆左右。

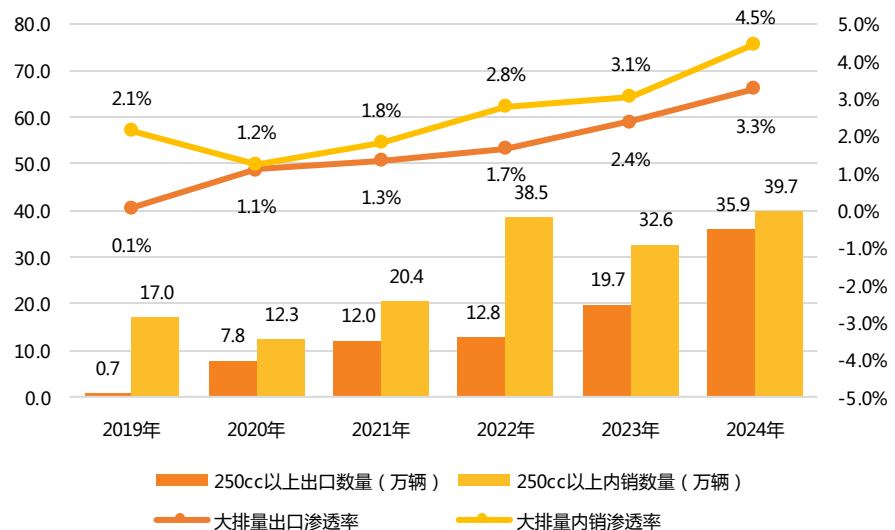
图 16：国内摩托车市场发展阶段



资料来源：雅迪控股招股书、爱玛科技招股书、Wind、天风证券研究所

国内大排量摩托车自 2019 年加速兴起，渗透率加速提升，250cc 以上销量五年 CAGR 达 33.67%。2019-2024 年，大排量摩托车加速兴起，250cc 以上的摩托车销量 CAGR 为 33.67%，内销与出口的大排量渗透率由 2019 年的 2.1%、0.1% 提升至 24 年的 4.5%、3.3%。23 年国内摩托车行业承压，叠加大排量摩托车新品发布节奏加快，老产品降价等因素，消费者持币观望的态度较重，行业有所下滑。24 年，国内大排量摩托车消费开始恢复，出口与内销分别同比增长 81.9%、21.8%，渗透率提升至 3.3%、4.5%。

图 17：大排量摩托车在出口和内销中的渗透率（单位：万辆）



资料来源：Wind、摩托车商会、天风证券研究所

大排量加速兴起原因——供给端：大排量摩托车玩法丰富，国产品牌不断丰富车型矩阵，可供消费者选择的车型快速丰富。大排量玩乐型摩托车可大致分为跑车、巡航、拉力、旅行、街车等类型，每类摩托车的骑行姿态与外观设计、性能取舍各不相同，玩乐性很强。2021 年以来，高性价比的国产品牌热卖款车型密集发布，价格普遍在 2-4 万元区间，远低于进口品牌的 10 万元+，为车友们提供大量车型选项。

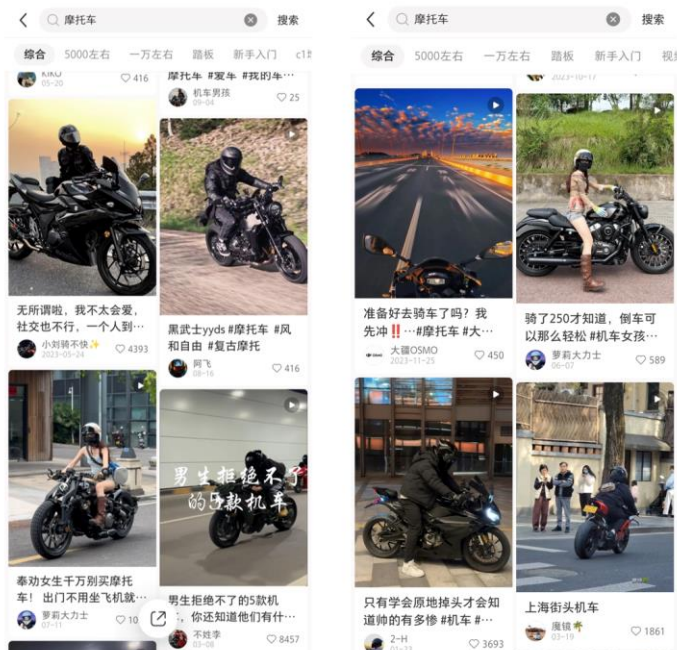
图 18：大排量休闲娱乐车型的外观/用途分类

跑车（仿赛）	巡航	拉力	街车	旅行
在造型和设计上接近赛车，极快的加速，超大的马力和扭矩。坐姿累，车把低，座位高，转向角度小。	代表的是一种休闲的骑行姿态，让车辆和骑友在风中是一种悠闲的状态	保留着很强悍的越野性能，但不会过分偏执，舒适度中等	适合于城市中代步，其最大的特点是发动机常裸露，也有半导流罩。	设施豪华齐全，会提供大型前挡风玻璃，三箱，豪华音响，舒适的坐垫等豪华配置
				
春风450SR（排量450cc） 售价3.16万元起（2022年上市）	无极CU525（排量500cc） 售价2.67万元起（2023年上市）	春风450MT（排量450cc） 售价3.16万元起（2024年上市）	春风800NK（排量800cc） 售价4.70万元起（2023年上市）	春风650TR（排量650cc） 售价4.98万元起（2017年上市）
				
钱江赛550S（排量550cc） 售价3.6万元起（2022年上市）	钱江闪300（排量300cc） 售价2.40万元起（2021年上市）	无极DS525（排量500cc） 售价3.52万元起（2022年上市）	钱江追600（排量600cc） 售价4.40万元起（2021年上市）	钱江骑600 Tour（排量600cc） 售价5.70万元起（2022年上市）
				
宝马S1000（排量1001cc） 售价20.5万元起（2021年上市）	哈雷Nightster（排量975cc） 售价11.88万元起（2022年上市）	宝马R1250GS（排量1250cc） 售价20.99万元起（2019年上市）	杜卡迪Street Fighter（排量1103cc） 售价27.9万元起（2019年上市）	宝马K1600（排量1649cc） 售价38万元起（2010年上市）

资料来源：摩托范、各公司官网等、天风证券研究所

大排量加速兴起原因——需求端：大排量摩托车具备较强的社交属性，且社媒用户与摩托车玩家群体有较大的重合，社媒为摩托车传播强势赋能。我们认为大排量摩托车具备较强的社交属性：摩托车与汽车相比，1）外观丰富度与定制属性更能彰显车主的个性与品味，2）骑行过程中可以展示车手的体态与服饰，3）车手与车手在骑行过程中更容易产生互动，4）引擎的轰鸣也更容易吸引目光；5）大排量摩托车普遍售价2-3万元远低于汽车，比较容易吸引年轻消费群体，具备很强的社交属性。社交媒体与摩托车玩家群体重合：摩托车与社媒活跃用户中年轻人人居多，具备较大重合度，社媒为摩托车传播强势赋能。抖音 app 上，摩托车话题和相关博主热度越来越高，目前国内自主品牌的粉丝数量前四分别为钱江、春风、赛科龙、无极。

图 19：玩乐类摩托车凭借较强社交属性，在社媒平台上快速传播



资料来源：小红书、天风证券研究所

2.2. 禁摩令影响：部分城市禁摩令出现松动趋势

国内大部分城市仍保持较为严格的禁摩政策，但 23-24 年开始部分城市“禁摩令”政策端出现松动。1) **北京与上海**：部分区域禁摩，但大部分区域仍然可通行。北京的京 A 车牌通行限制很少，而京 B 车牌则在四环路内禁止通行。上海的沪 A、沪 B 具备很高的通行自由度，而沪 C 主要是在市区的主要行政区域禁行，但在浦东新区部分区域、闵行区内基本可以自由通行。2) **禁摩政策较为严格的城市**：一线城市中广深则限行较为严格，基本保持了主要区域全天禁行的政策，其他管控较严的城市包括成都、杭州、武汉、郑州、合肥、石家庄、南昌、天津。

表 4：摩托车限行政策较为严格的城市

地区	时间	相关文件	解读
成都	2022-08-15	成都市公安局交通管理局关于摩托车交通秩序管理的通告	全市全天禁行
杭州	2022-07-30	杭州市公安局关于市十二届政协一次会议第 256 号提案的答复函	几乎全市全天禁行
武汉	2019-09-12	市人民政府关于进一步加强摩托车管理工作的通告	三环内全天禁行
郑州	2022-04-21	交管部门官方回应	全市全天禁行
合肥	2013-10-31	合肥市道路交通安全条例	二环内全天禁行
石家庄	2021-12-10	石家庄市人民政府关于市区道路通行管理的通告	三环内全天禁行
天津	2021-12-27	《天津市公安局关于确定摩托车禁止通行区域的通告》	市区全天禁行
南昌	2016-09-29	南昌市公安局交通管理局关于摩托车禁止通行范围的通告	市区全天禁行

资料来源：各城市人民政府网、天风证券研究所

图 20：上海市摩托车限行政策



资料来源：上海本地宝、天风证券研究所

图 21：北京市摩托车限行政策



资料来源：北京本地宝、天风证券研究所

3) **政策逐渐宽松的城市**：重庆作为国内摩托生产基地，对于摩托几乎没有限行政策。济南、西安分别于 2015 年、2017 年对摩托车完全解禁，两地摩托车数量也在解禁后开始快速增长。紧随其后，青岛、三亚、哈尔滨在近几年均对摩托车的限制政策有一些松动。

表 5：摩托车政策逐渐宽松的城市

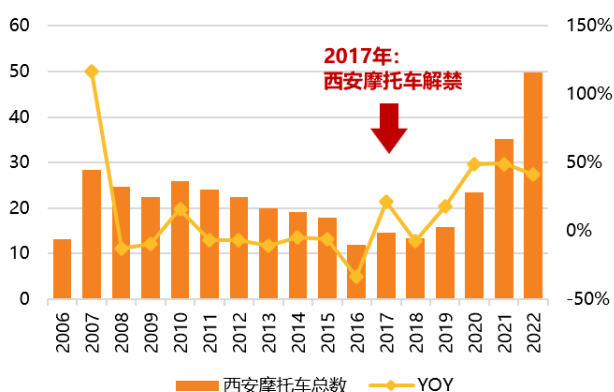
地区	时间	相关文件	主要内容	解读
西安	2017-11-23	《关于加强道路交通秩序综合治理的通告》	西安市政府宣布 2009 年实施的《关于加强道路交通秩序综合治理的通告》即“禁摩令”失效，摩托车恢复上路行驶。	完全解禁
青岛	2024-05-15	青岛市公安局线下回复	青岛市除高架桥、城市快速路、胶州湾隧道禁止摩托车通行外，其它区域允许摩托车通行。	大部分区域无限制
济南	2015-04-07	山东省实施《中华人民共和国	在同方向划有两条以上机动车道的，载货汽车、低速载货汽车、三	摩托车可以上

		和国道路交通安全法》办法	轮汽车、拖拉机、轮式专用机械车、摩托车应当在最右侧的机动车道通行。	路
三亚	2023-12-15	三亚市公安局交通警察支队解除摩托车限行管理措施的公告	现解除环岛旅游公路三亚段（主城区路段）摩托车（即燃油二轮摩托车、三轮摩托车）限行区域。	主城区不再限行
哈尔滨	2021-04-22	《哈尔滨市摩托车总量控制办法（试行）》	摩托车配置指标的申请条件由市公安局交警部门制定并公布。申请人可在网上提出申请。市公安局交警部门对申请进行审核后，按照公开、公平、公正原则，以摇号方式分配配置指标。	管控总量，放松禁摩令
重庆		重庆作为全球摩托之都，限行政策较为宽松		

资料来源：各城市人民政府网、重庆本地宝、西安本地宝、西部网、天风证券研究所

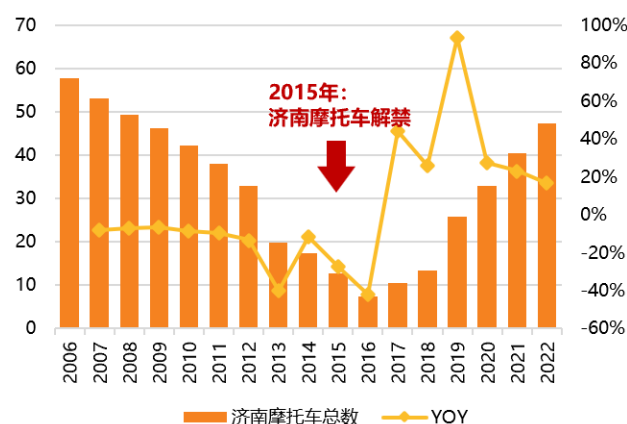
复盘历史：部分城市“禁摩令”放松后，摩托车注册数量实现飞跃式增长。西安自 2017 年解禁“禁摩令”，摩托车恢复上路以后，摩托车注册时数量在 2017-2022 年期间 CAGR 达到了 28%。济南自 2015 年允许摩托车上路之后，摩托车注册时数量在 2015-2022 年期间 CAGR 达到了 21%。我们认为，随着通路车在市内交通的应用场景被电瓶车大量替换，国内未来通路摩托车数量有望大幅削减，对交通的负面影响正在逐步减小，对摩托的限行政策有望看到逐渐宽松的趋势，若未来国内限摩令政策逐渐松动，大排量玩乐型摩托有望迎来发展契机。

图 22：西安民用摩托车注册数量（万辆）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 23：济南民用摩托车注册数量（万辆）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2.3. 竞争格局：国内通路车竞争充分，而大排量市场集中度较高

国内摩托车企业众多，各家的产品定位与面向区域差异较大。从国内摩托车销量来看，排名前三为大长江、隆鑫通用、宗申集团（宗申动力的母公司），2024 年销量分别为 194、180、154 万辆。其中大长江为国内摩托车销量龙头，主要以通路车型为主，出口销量占比 49%；隆鑫通用为国内摩托车龙二，销量与大长江非常接近，主要面向海外市场，出口占比 87%。另外两家上市公司钱江摩托、春风动力，虽然销售数量偏小，但是两家企业均以大排量摩托车为重点，250cc+ 大排量产品销量占比较高。

表 6：中国摩托车企业介绍（红色为上市公司）

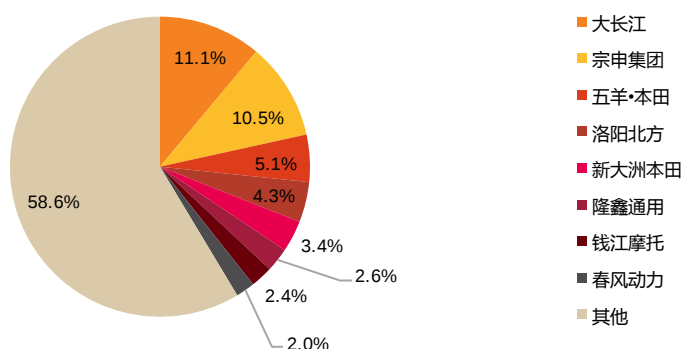
企业	旗下品牌	总部	2024 年总销量（万辆）	2024 年出口占比
大长江	豪爵、铃木豪爵	广东江门	194.0	49%
隆鑫通用	隆鑫 LONCIN、无极 VOGUE、茵末 BICOSE	重庆	180.3	87%
宗申集团	赛科龙、宗申、森蓝	重庆	154.2	40%
新大洲本田	本田合资	江苏太仓	73.6	59%
五羊本田	本田合资	广东广州	60.9	26%

广东大冶	升仕 Zontes、启典 Kiden、豪江 Haojiang	广东	84.5	89%
重庆银翔	银翔、晓星、先风、肯博、骥达、吉尔姆等	重庆	61.6	98%
钱江摩托	QJMOTOR、Benelli、QJANG、钱江、摩灵	浙江温岭	44.0	52%
春风动力	春风 CFMOTO、KTMR2R、公务车、ZEEHO 极核	浙江杭州	30.8	41%

资料来源：各公司官网、摩托范、中国摩托车商会、智研咨询、中国经济新闻网、天风证券研究所

国内通路车竞争充分，市场较为分散。国内通路车市场的参与者较多，市场集中度相对偏低，CR5 为 34.4%。前五家包括大长江、宗申集团、洛阳北方，以及两家本田的合资厂，三家上市公司隆鑫、钱江、春风在国内市场全排量段的份额较小，仅 2.6%、2.4%、2.0%，主要原因为隆鑫主要面向海外市场，而春风与钱江以大排量玩乐类的细分赛道为主，在摩托车整体市场中的份额占比较小。

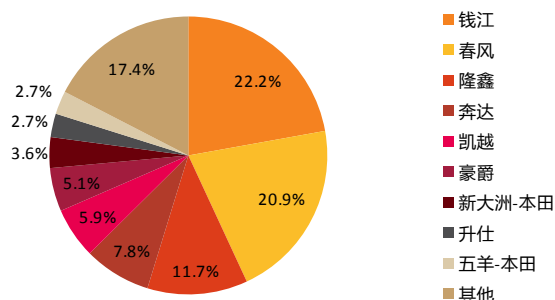
图 24：2024 年国内摩托车市场份额（全排量段，仅统计国内市场，不包含出口）



资料来源：中国摩托车商会，天风证券研究所

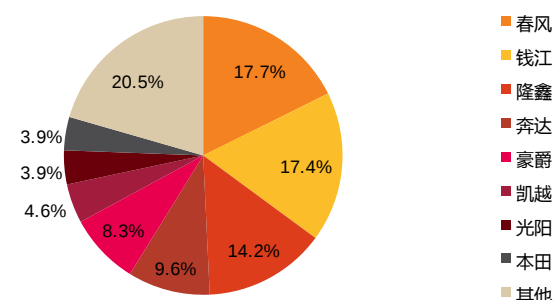
大排量玩乐类产品市场集中度较高，250cc+市场三家龙头份额合计在 50%以上。2024 年 250cc 以上大排量内销市场钱江、春风、隆鑫三家的份额分别为 22.2%、20.9%、11.7%，市场 CR3 为 55%，市场集中度远高于摩托车市场整体。若将统计范围扩大到 250cc 的入门级产品，从 200cc 以上的市场来看，春风、钱江、隆鑫三家的份额分别为 17.7%、17.4%、14.2%，200cc+市场的 CR3 为 49.3%，同样集中度较高。隆鑫的大排量摩托车销量仅次于春风、钱江两家，高端自主品牌无极逐渐成为新晋一线休闲玩乐摩托品牌，产品矩阵逐渐丰富、销售渠道不断扩张，未来具备较大成长潜力。

图 25：2024 年大排量两轮摩托车市场份额（250cc 以上，仅内销）



资料来源：小诸葛聊摩托公众号，中汽协，天风证券研究所

图 26：2024 年国内内销 200cc 以上跨骑+踏板摩托车市场份额

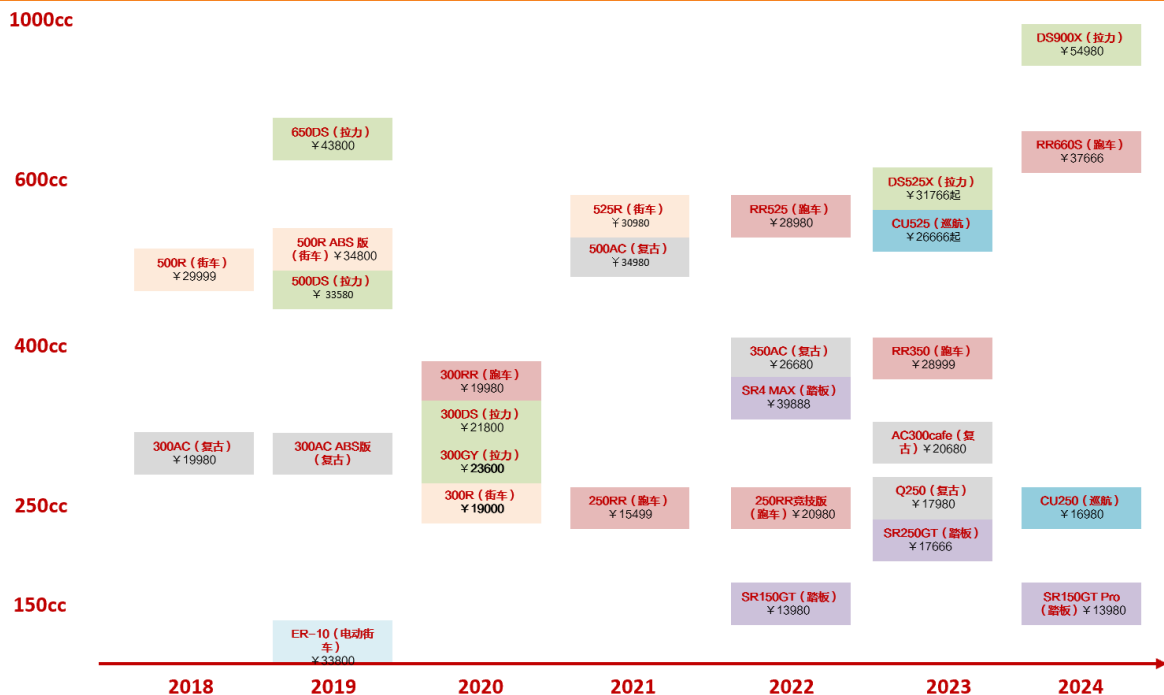


资料来源：小诸葛聊摩托公众号，中汽协，天风证券研究所

2.4. 隆鑫通用——自主高端品牌“无极”：产品矩阵不断丰富，市场地位不断攀升

公司产品矩阵逐渐丰富，打造多个爆款车型。公司进一步丰富产品矩阵，成功打造 CU525、DS525X、SR250GT 等多款爆品，CU525、SR250GT 持续霸榜品类人气榜单榜首，DS525X 的全渠道曝光量超 10 亿，CU525 2023 年下半年实现销量近 2 万台，SR250GT 上市首周接单量超万台。公司在既有的品控优势基础上，通过充分洞察消费者需求、矩阵式宣传推广等系列动作，结合内部资源的优化配置，成功掌握可持续的爆款打造能力。

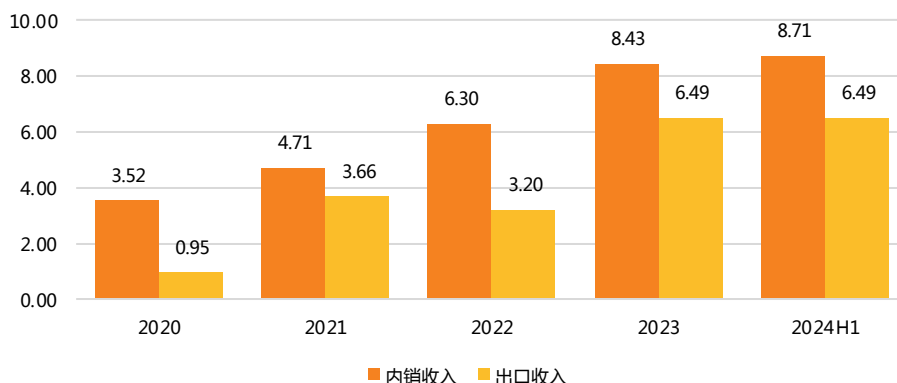
图 27：无极机车产品推出时间线



资料来源：无极机车官网、汽车之家、天风证券研究所

自主高端品牌“无极”持续取得突破，24H1 销量再度实现翻倍以上增长。2023 年无极系列产品实现销售收入 14.92 亿元，同比增长 57.05%，无极收入占摩托车业务比重提升至 20%。其中国内实现销售收入 8.43 亿元，同比增长 33.81%；出口实现销售收入 6.49 亿元，同比增长 102.81%。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。2024 年上半年无极系列产品收入再次实现翻倍以上增长。24H1 实现销售收入 15.20 亿元，同比增长 132.08%，其中国内、海外分别实现销售收入 8.71 亿元、6.49 亿元，同比增长 168.74%、96.19%。

图 28：无极出口与国内的销售表现（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司品牌知名度显著提升，市场影响力不断扩大。公司积极融入市场，深度参与行业活动，提升品牌及产品知名度，年内参加北京摩博会、意大利国际两轮车展览会、拉斯维加斯摩托车展、重庆摩博会。公司成功举办“无极全球经销商年会（意大利）”、“无极宠粉节”以及“极客年终派对”等活动，在提高粉丝粘性，塑造良好的骑行文化等方面实现较大突破。公司全力推进数智化营销体系建设，通过抖音、小红书、Facebook、Instagram 媒体矩阵全方位推广自主品牌，增强用户粘性。紧贴市场动态和热点趋势，全年直播超百场，持续扩大品牌影响力，公司品牌知名度与认可度得到显著提升。

图 29：邀请人气明星吴磊作为无极的全球品牌代言人



资料来源：Voge 无极公众号，天风证券研究所

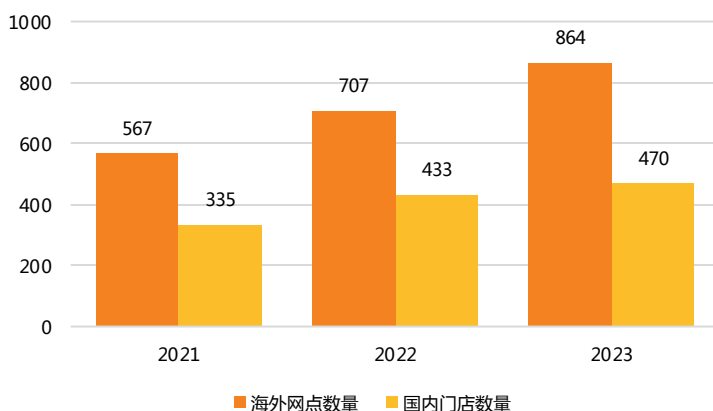
图 30：VOGE 亮相 2024EICMA 国际车展



资料来源：Voge 无极公众号，天风证券研究所

海内外渠道迅速扩张，2021-2023 年海外、国内渠道数量分别+52%、+40%。公司持续拓展全球渠道，2023 年新增销售网点 194 家，累计建成全球销售网点达 1334 家，国内市场 2023 年新增形象店近 40 家，渠道质量提升效果显著。国外市场渠道数量 864 家，其中在欧洲近 700 家，基本实现欧洲全覆盖，在意大利、西班牙等市场已形成较高的品牌知名度，为无极销量持续增长奠定坚实基础。

图 31：“无极”的海外和国内网点/门店数量（家）



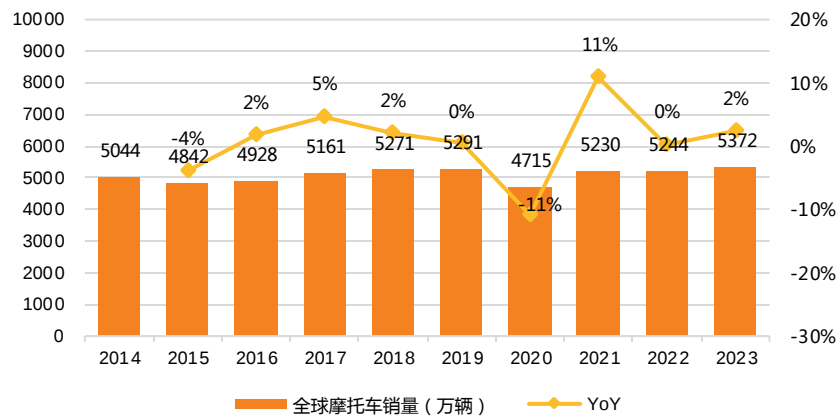
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 海外摩托车市场：市场空间广阔，品牌出海加速

3.1. 全球摩托车市场容量约 5400 万辆，通路车为主，大排量渗透率 5.1%

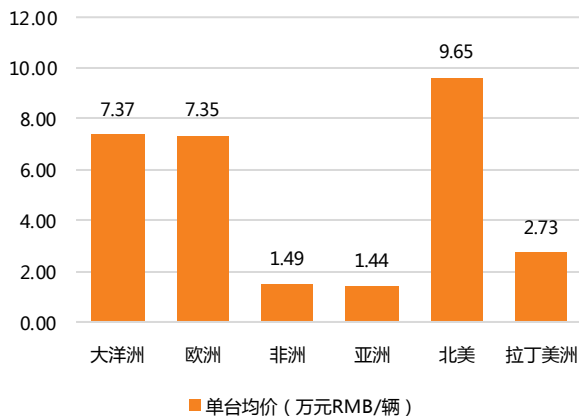
全球市场销量稳定，亚洲是全球摩托车销售主要市场，摩托车销售单价区域差异大。市场容量：全球摩托车市场销量保持平稳，保持在 5000 多万辆的市场容量。市场分布：全球摩托车主要集中在亚洲区域，2022 年亚洲市场份额达到 85.11%，其次是美洲市场，占比达到 7.82%。销售单价：北美、大洋洲、欧洲市场销售单价断层高于亚非拉美市场，其中北美市场销售单价最高，达到 9.65 万元/辆，亚洲市场销售单价最低，为 1.44 万元/辆。

图 32：全球摩托车市场销售数量（万辆）



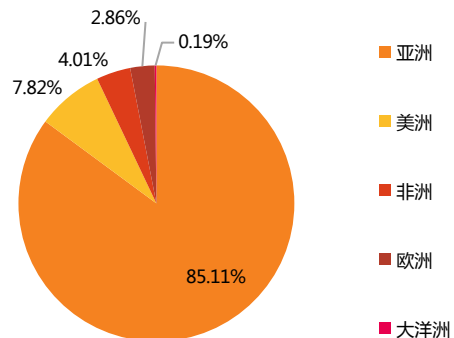
资料来源：Wind、Statista、天风证券研究所

图 33：全球摩托车市场销售单价（万元/辆）



资料来源：Wind、Statista、天风证券研究所

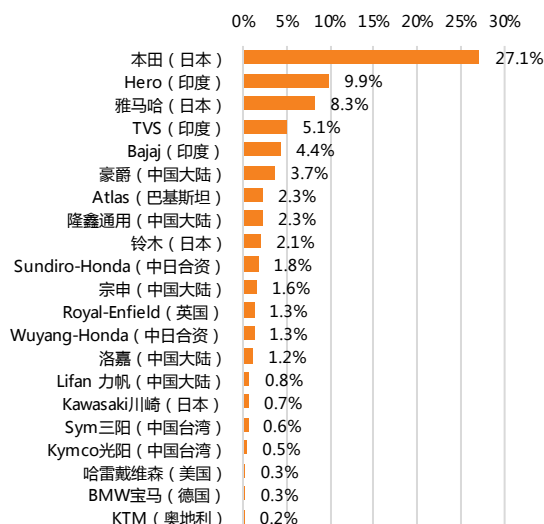
图 34：2022 年全球摩托车市场销售数量分布



资料来源：Wind、Statista、天风证券研究所

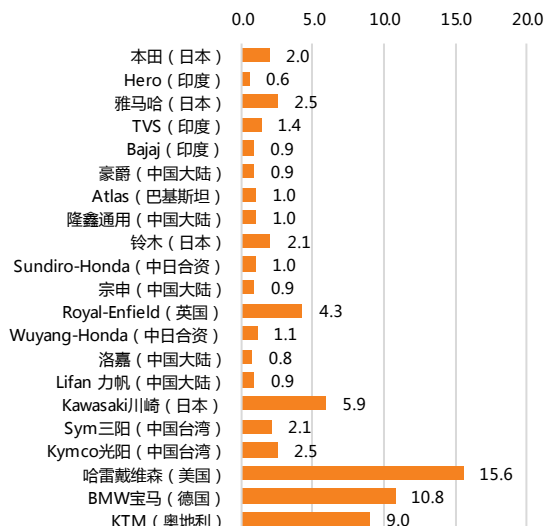
全球品牌格局：本田领跑，日本、印度、中国三国品牌排名靠前，欧美品牌主要走高端路线。2022 年全球摩托车品牌排行中，本田公司占据近 3 成份额，其次是占 9.9% 的 Hero（印度）和占 8.3% 的雅马哈（日本），中国企业豪爵、隆鑫通用、宗申位列 6、8、11 名。2022 年各品牌销售单价差异较大，欧美与部分日系品牌销售单价较高，BMW、川崎、哈雷戴维森、KTM 品牌主打高端路线。

图 35：2022 年全球摩托车市场份额（按销售数量）



资料来源：Wind、Statista、天风证券研究所

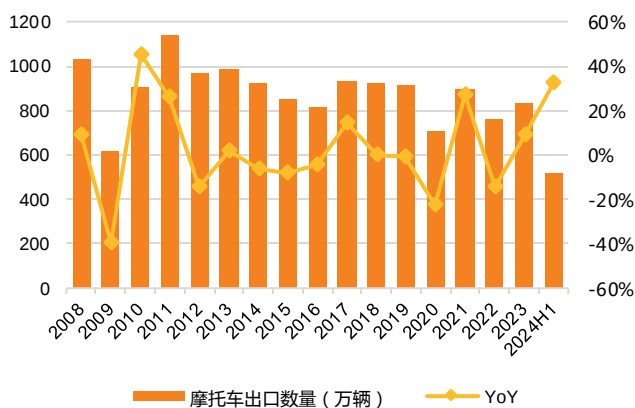
图 36：2022 年各品牌销售单价（万元 RMB/辆）



资料来源：Wind、Statista、天风证券研究所

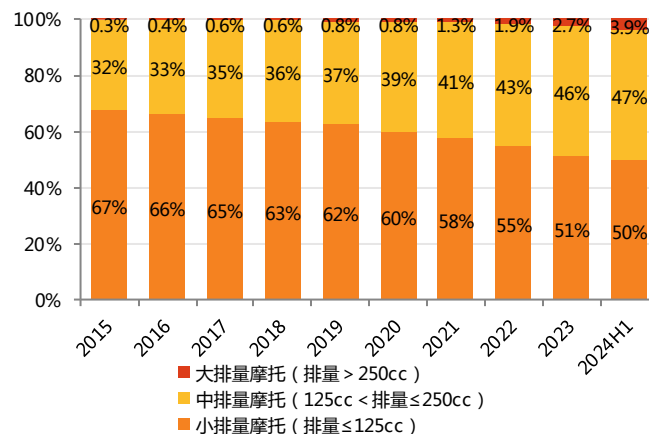
中国摩托车出口稳健成长，大排量的出口占比持续提升：中国出口方面，摩托车全排量段的出口数量近年来基本维持稳定，但产品结构呈现不断升级趋势。2015 年-2024H1，大排量摩托出口占比份额逐步增加，从 2015 年的 0.3%跃升至 2024H1 的 3.9%；小排量摩托出口占比逐渐收窄，从 2015 年的 67%跌至 2024H1 的 50%，产品结构呈现逐渐升级趋势。

图 37：中国摩托车出口数据



资料来源：海关总署，天风证券研究所

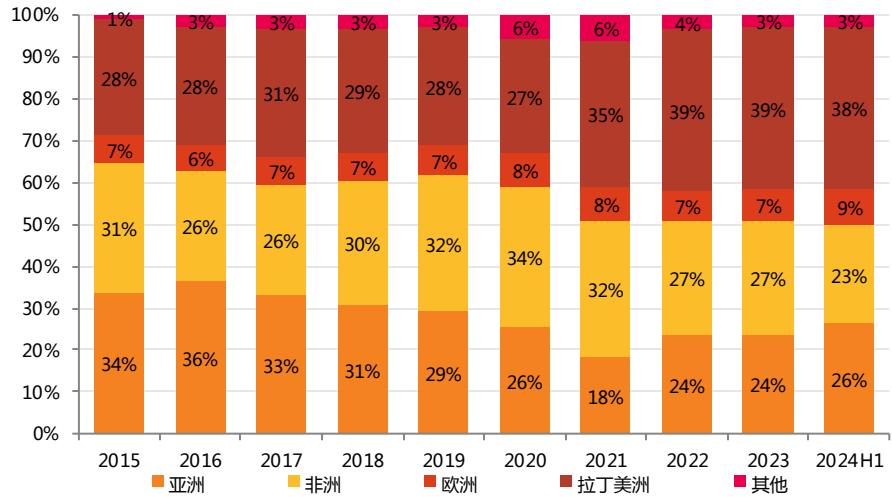
图 38：中国摩托车出口排量占比结构-按数量



资料来源：海关总署、Wind、天风证券研究所

中国摩托出口区域：主要面向亚非拉市场。拉美市场占据中国摩托车出口的份额从 2015 年的 28%提升至 2024H1 的 38%，已成为中国摩托车出口的最大市场。其次是亚洲、非洲，欧美的占比较小，合计仅 12%。过去五年增速表现较为亮眼的还有土耳其、委内瑞拉、俄罗斯等国家。五年 CAGR24%、315%、33%。

图 39：中国的摩托车出口区域分布-按数量



资料来源：海关总署、Wind、天风证券研究所

表 7：中国摩托车 2023 年出口数量前五的国家

排名	国家	2023 年出口数量(万 辆)	2018 年出口数量(万 辆)	出口数量 CAGR5	24H1 出口数量(万 辆)	24H1 出口数量同比 增速
1	墨西哥	158.3	88.0	12%	98.5	71%
2	菲律宾	66.8	95.6	-7%	33.6	-3%
3	土耳其	56.7	19.4	24%	45.4	35%
4	多哥	41.1	45.6	-2%	18.8	-4%
5	尼日利亚	40.6	45.0	-2%	16.1	-9%
6	阿根廷	40.1	44.1	-2%	12.2	-40%
7	委内瑞拉	37.6	0.0	315%	30.9	95%
8	美国	29.2	27.9	1%	17.9	48%
9	哥伦比亚	28.1	23.3	4%	17.0	18%
10	秘鲁	25.7	22.3	3%	10.1	-20%
11	危地马拉	25.2	12.7	15%	12.6	19%
12	加纳	24.8	16.7	8%	13.9	16%
13	俄罗斯	24.5	5.8	33%	18.5	58%
14	摩洛哥	23.3	17.0	7%	16.8	55%
15	伊朗	22.0	6.4	28%	18.9	47%

资料来源：海关总署、Wind、天风证券研究所

3.2. 海外大排量：欧洲为大排量最主要市场，国产品牌份额提升空间较大

欧洲摩托车赛事文化流行，偏好大排量、高性能，是大排量摩托车的主要消费区域。欧洲摩托车比赛数量众多，其中较为重要的是 Moto GP、达喀尔拉力赛、WSBK、曼岛 TT 等。MotoGP 为全球顶级摩托车赛事，2022 年现场观赛的车迷总计超过 242 万人，2003 年 MotoGP 意大利站的收视率顶峰达到 34%，与中国春晚的收视率约为同一水平。

图 40：全球摩托车大型赛事（右图为 MotoGP 比赛画面）

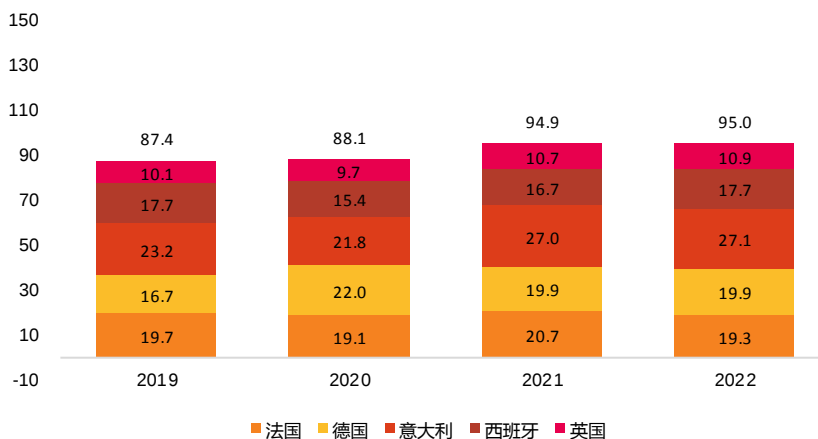
赛事名称	创立时间	简介
Moto GP	1949年	世界摩托车大奖赛，是世界上最早的摩托车大奖赛赛事，地位相当于方程式赛车的F1（一级方程式锦标赛）。
达喀尔拉力赛	1978年	一个每年都会举行的专业越野拉力赛。比赛对车手是否为职业选手并无限制，80%左右的参赛者都为业余选手。
WSBK	1988年	世界超级摩托车锦标赛，赛事由总部位于瑞士的FIM主导。WSBK由一系列的永久站点组成，每站有两场赛事，两站成绩合并在一起来决定一共两个冠军头衔，一个是赛车手冠军，一个是生产厂商冠军。
铃鹿8小时耐力越野赛	1978年	在Honda主场的铃鹿赛道举行，最初，比赛专为TT-F1原型车设计，而从1993年开始，原本作为赛事配角的超级摩托车来到了聚光灯下，成为了赛事的主要车型。
曼岛TT摩托车大赛	1907年	世上最危险的街道摩托车赛，赛道由A3与A18号公路串联起来一个长60.7公里的环状赛道，是现在最长的赛道。以既有街道公路，加以封闭作为赛道，并不会特别移除树木、房子、路灯等街道建筑物，仅会利用草堆或是软垫来作为缓冲区。
FIM国际摩托车锦标赛	2001年	世界上规模最大的，历史最悠久的顶尖极限摩托车锦标赛。比赛通过顶级车手做出的难度超高、观赏度极强的空中动作，巧妙的赛道设计，现场拉拉队及灯光音响的配合吸引了超过150万热情的摩托迷亲临现场。



资料来源：MotoGP 官网等，天风证券研究所

欧洲摩托车市场容量大约 210 万辆。五个欧洲主要国家，法国、德国、意大利、西班牙、英国，23 年销量合计 105 万辆，五个国家在欧洲的 GDP 占比为 55%，人口占比为 39%，我们假设五个国家在欧洲整体摩托车市场的份额为 50%，则测算可得 2023 年整个欧洲的摩托车销售数量为 210 万辆。

图 41：欧洲五个主要国家的摩托车销量数据（万辆）



资料来源：ACEM，ANCMA，天风证券研究所

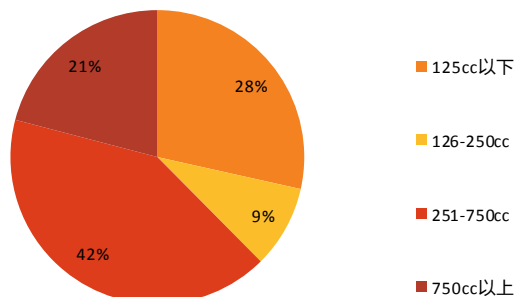
排量偏好：欧洲摩托车需求以大排量为主。例如德国 2023 年销量榜前十均为 500cc 及以上的大排量玩乐型摩托车；意大利 2023 年销量结构中 250cc 以上的车型占比 62%。

图 42：2023 年德国摩托车热销车型前十均为 500cc 以上

排行	品牌	型号	排量 (cc)	销量 (辆)	市场份额
1	宝马	1250 GS	1250	7529	3.5%
2	川崎	Z 900系列	900	3650	1.7%
3	本田	CB 750 大蜜蜂	750	3295	1.5%
4	川崎	Z 650系列	650	2757	1.3%
5	本田	CMX 500 反叛	500	2011	0.9%
6	雅马哈	MT-07型	689	2000	0.9%
7	本田	CBR 650 R型	650	1991	0.9%
8	本田	CB 650 R NEO 运动咖啡厅	650	1857	0.9%
9	本田	XL 750 跨阿尔卑斯	750	1752	0.8%
10	宝马	F 900 R系列	900	1638	0.8%

资料来源：ACEM，ANCMA，天风证券研究所

图 43：2023 年意大利摩托车销量 250cc+排量占比 62%



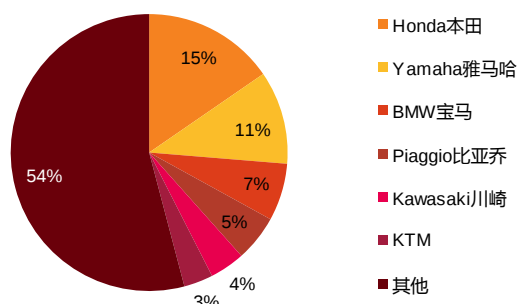
资料来源：ACEM，ANCMA，天风证券研究所

欧洲摩托车由日系与欧系品牌主导，市场集中度偏低，中国品牌有望持续扩大份额。

竞争格局：2023 年欧洲摩托车市场，排名前二的是本田、雅马哈，合计占比 26%，其次为宝马、比亚乔、川崎、KTM 等品牌。整体市场的集中度较低，是各家品牌拿出旗下中高端产品进行实力比拼的市场。

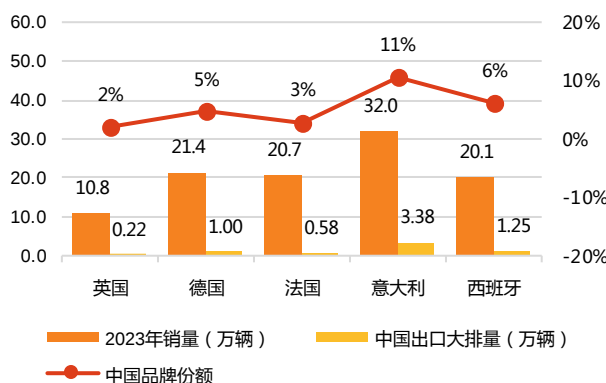
中国品牌：中国品牌已经逐渐登陆欧洲市场，并取得一定份额，从海关数据来看，2023 年中国大排量产品出口至英德法意西五国的数量分别为 0.22、1.00、0.58、3.38、1.25 万辆（可能包含贴牌产品），在当地市场占有份额 2%、5%、3%、11%、6%，可见中国品牌已经在欧洲逐渐立足，未来有望持续扩大市场份额。

图 44：2023 年欧洲摩托车市场的份额分布



资料来源：Statista，天风证券研究所

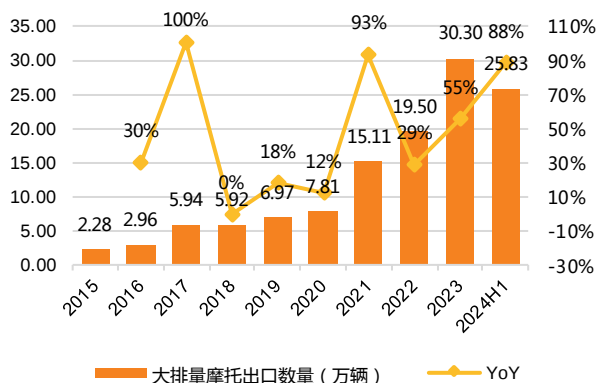
图 45：2023 年中国出口的大排量摩托车在各国份额



资料来源：Statista，海关总署，天风证券研究所

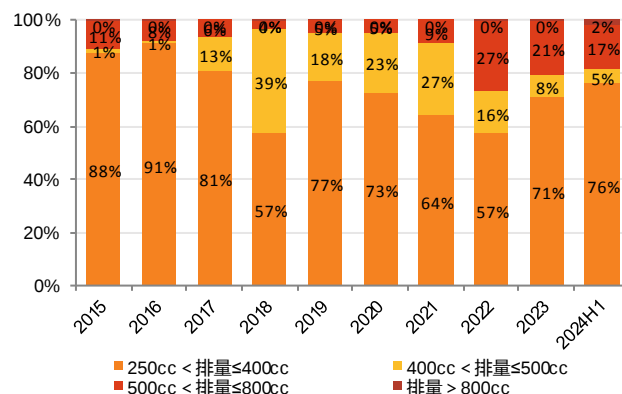
中国的大排量摩托出口增速迅猛，250cc-400cc 占据大排量为出口主力。2015 年起，大排量摩托车出口数量增态明显，2015-2023 年期间 CAGR 为 38.18%，并在 2024H1 同比增长 88%，增长势头延续。2024H1，出口主要排量段以 250-400cc 为主，占比在 70% 以上，其次为 500-800cc 产品，占比 17% 左右。800cc 以上产品在 24H1 首次实现出口 5025 辆，开始逐渐开拓海外市场潜力。

图 46：中国大排量摩托车出口数量 (250cc 以上)



资料来源：海关总署，Wind、天风证券研究所

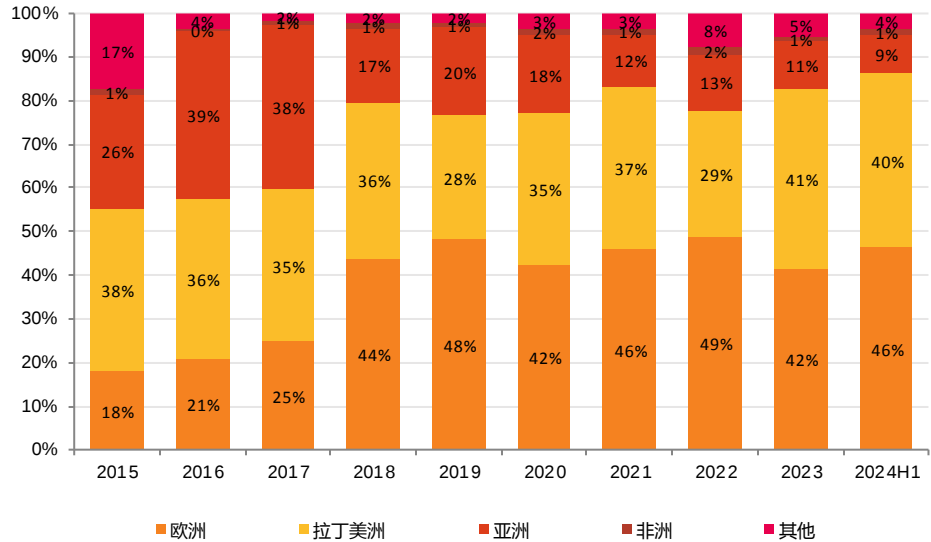
图 47：中国大排量摩托车出口数量的分布结构



资料来源：海关总署，Wind、天风证券研究所

大排量出口：欧洲、拉美为大排量出口主要市场，有望延续增长势头。2018 年起，欧洲、拉美在大排量摩托出口占比中合计 80% 左右，是大排量出口的两大主要市场。其中墨西哥、危地马拉、俄罗斯、白俄罗斯增速较快，墨西哥是大排量出口最多的国家。

图 48：中国大排量摩托车出口排量占比结构-按数量

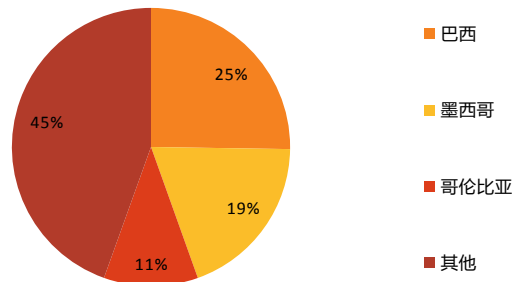


资料来源：海关总署、Wind、天风证券研究所

3.3. 拉美市场：隆鑫的优势显著，有望持续抢占日系品牌份额

拉丁美洲市场：2023 年市场容量约 622 万辆，其中巴西和墨西哥的需求较大。2023 年，拉美 16 国（墨西哥、巴西、玻利维亚、阿根廷等）摩托车销量约为 560 万台，16 国在拉丁美洲的人口占比 88%、GDP 占比 93%，若假设拉美 16 国在摩托车市场中占比 90%，则 23 年拉美摩托车整体市场容量为 622 万辆。巴西 157 万辆、墨西哥 100 万辆以上、哥伦比亚 68 万辆、其余国家合计 277 万辆，小国家众多，市场较为分散。

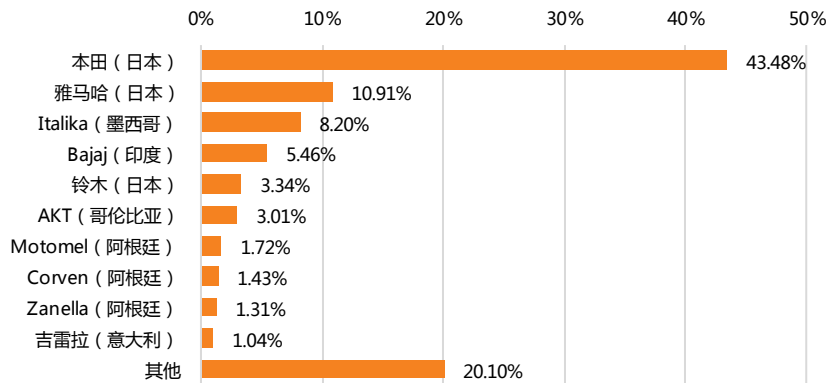
图 49：拉丁美洲各国市场占比



资料来源：Motorcyclesdata，天风证券研究所

拉美竞争格局：日系份额占比 54%，隆鑫有望持续抢占日系份额。拉美市场呈现日系与本土品牌同场竞争的局面，本田与雅马哈合计占到 54% 份额，其余厂家多为本土品牌。墨西哥市场的本土品牌较为强势，Italika 年产 75 万辆，占墨西哥市场份额的 70%；而在巴西、哥伦比亚、阿根廷市场仍是日系品牌占据榜首。拉美市场的日系品牌的市场份额较高，而隆鑫的出海产品竞争力较强，有望持续抢占拉美市场。

图 50：拉美市场的市场份额（截至 2024 年 6 月）



资料来源：Statista，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值模型

4.1. 盈利预测

我们对隆鑫通用 24-26 年的盈利预测假设如下

摩托车产品：自主品牌无极的产品矩阵逐渐丰富，不断打造多个爆款车型，出口与内销的成长性较强，因此我们假设自主品牌无极 2024-2026 年的内销增速为 120%、40%、25%，出口增速为 100%、30%、25%。其他摩托车业务的出海逻辑坚实，假设 2024-2026 年的收入增速为 13%、11%、11%。摩托车业务中高端品牌无极的占比持续提升，有望带动摩托车业务的毛利率持续提升，假设 2024-2026 年的毛利率为 19.1%、19.5%、19.8%。

通用机械+发电机组：通用机械行业预计维持稳健，假设公司 2024-2026 年通用机械+发电机组业务收入同比增速分别为 2%、2%、2%，毛利率分别为 18%、18%、18%。

其他业务：我们预计公司 2024-2026 年其他业务领域收入同比增速分别为 5%、5%、5%。毛利率分别为 15%、15%、15%。

表 8：隆鑫通用盈利预测模型（单位：亿元）

公司整体	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	101.74	100.58	130.58	124.10	130.66	158.58	180.53	203.16
收入 YoY		-1%	30%	-5%	5%	21%	14%	13%
毛利	20.58	17.36	17.98	21.58	24.22	29.75	34.57	39.50
毛利率	20.2%	17.3%	13.8%	17.4%	18.5%	18.8%	19.1%	19.4%
（一）摩托车产品								
收入	59.26	57.89	75.58	79.03	94.67	121.73	142.80	164.52
收入 YoY		-2%	31%	5%	20%	29%	17%	15%
毛利	11.31	9.24	10.13	13.11	16.90	23.26	27.87	32.61
毛利率	19.1%	16.0%	13.4%	16.6%	17.9%	19.1%	19.5%	19.8%
1.1 自有品牌“无极”								
收入		4.47	8.37	9.50	14.92	31.53	42.84	53.55
收入 YoY			87%	14%	57%	111%	36%	25%
其中：内销收入		3.52	4.71	6.30	8.43	18.55	25.96	32.46
内销 YoY			34%	34%	34%	120%	40%	25%

其中：出口收入	0.95	3.66	3.20	6.49	12.98	16.87	21.09
出口 YoY		285%	-13%	103%	100%	30%	25%

1.2 其他摩托车业务

收入	53.42	67.21	69.53	79.75	90.20	99.96	110.97
收入 YoY		26%	3%	15%	13%	11%	11%

(二) 通用机械+发电机组

收入	34.20	37.05	42.03	34.14	31.35	31.98	32.62	33.27
收入 YoY		8%	13%	-19%	-8%	2%	2%	2%
毛利	7.23	6.52	5.45	6.87	6.02	5.76	5.94	6.09
毛利率	21.1%	17.6%	13.0%	20.1%	19.2%	18%	18%	18%

(三) 其他业务

收入	8.28	5.64	12.97	10.94	4.64	4.87	5.11	5.37
收入 YoY		-32%	130%	-16%	-58%	5%	5%	5%
毛利	2.05	1.60	2.40	1.59	1.30	0.73	0.77	0.81
毛利率	24.7%	28.3%	18.5%	14.6%	28.0%	15%	15%	15%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

4.2. 估值分析

我们预计隆鑫通用 2024-2026 年分别实现归母净利润 11.53、13.96、16.38 亿元。选取同业可比公司春风动力、钱江摩托、涛涛车业、宗申动力作为比较。隆鑫通用为国内摩托车领军企业，高端自主品牌“无极”呈现加速增长态势，我们给予隆鑫通用 25 年 17 倍 PE，对应 25 年目标市值 237 亿元，目标价 11.55 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：隆鑫通用与可比公司估值情况

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603129.SH	春风动力	297.14	13.91	17.61	21.68	21.35	16.87	13.71
000913.SZ	钱江摩托	101.49	6.00	7.40	8.86	16.92	13.72	11.45
301345.SZ	涛涛车业	73.83	3.98	5.08	6.36	18.53	14.54	11.60
001696.SZ	宗申动力	304.35	6.27	7.27	8.46	48.57	41.84	35.99
	平均值	194.20	7.54	9.34	11.34	25.75	20.79	17.13
603766.SH	隆鑫通用	210.08	11.53	13.96	16.38	18.22	15.05	12.82

资料来源：wind，天风证券研究所（可比公司数据来源为 Wind 一致预期，截至 2025 年 2 月 14 日前最近一交易日收盘价）

5. 风险提示

(1) **汇率变动风险**。24H1，公司产品出口收入占公司整体收入达到 63.2%，人民币汇率以及出口国家/地区的当地货币汇率受全球地区矛盾、美联储加息等不利因素影响，波动幅度较大，不仅可能对公司产品的出口需求带来不利影响，同时可能造成公司汇兑损失，增加财务成本。公司将根据自身特性，紧密关注国际外汇行情变动，合理利用外汇避险工具，尽可能减小汇兑风险。

(2) **宏观经济变化风险**。一是海外市场受全球地区矛盾、美联储加息等影响的程度不同，市场需求变化较大，增大了公司生产准备的风险，公司将加大与出口市场的沟通，增强订单预测能力，提升产能利用率；二是受中美贸易摩擦的影响，影响到出口美国的相关产品的需求，公司将继续拓展通机产品在欧洲、非洲、东南亚的市场份额。

(3) **市场风险**。24H1，公司前五名客户的营业收入占公司营业收入的 29.36%，国外主要客户集中度相对较高，存在对主要客户的依赖风险。公司将凭借持续的技术进步，通过进

进一步加强市场开发力度，调整产品结构，拓宽市场领域与新客户培育，形成多元化的客户结构和市场结构，增强公司风险应对能力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,478.92	5,547.78	6,263.07	7,877.99	8,857.95
应收票据及应收账款	1,425.37	1,208.99	1,610.14	1,498.99	1,548.37
预付账款	44.26	56.70	63.54	64.58	73.61
存货	824.16	702.56	800.44	740.24	805.40
其他	1,904.29	2,229.11	2,466.38	2,361.45	2,681.63
流动资产合计	7,677.00	9,745.14	11,203.56	12,543.26	13,966.96
长期股权投资	22.12	9.86	9.86	9.86	9.86
固定资产	2,697.80	2,427.07	2,282.38	2,125.61	1,956.99
在建工程	317.30	142.76	128.48	115.64	104.07
无形资产	958.91	833.97	765.85	697.74	629.62
其他	902.30	775.61	769.30	777.29	785.29
非流动资产合计	4,898.43	4,189.26	3,955.87	3,726.14	3,485.83
资产总计	12,585.41	13,941.61	15,159.43	16,269.40	17,452.79
短期借款	310.79	303.00	300.00	300.00	300.00
应付票据及应付账款	2,151.87	2,720.24	2,862.34	3,057.15	3,125.43
其他	1,203.00	1,936.99	2,394.54	2,427.30	2,505.30
流动负债合计	3,665.67	4,960.23	5,556.88	5,784.45	5,930.73
长期借款	183.24	0.00	150.00	150.00	150.00
应付债券	81.65	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	319.12	299.12	295.00	290.00	285.00
非流动负债合计	584.02	299.12	445.00	440.00	435.00
负债合计	4,458.19	5,513.30	6,001.88	6,224.45	6,365.73
少数股东权益	314.02	175.60	160.90	143.11	122.23
股本	2,053.54	2,053.54	2,053.54	2,053.54	2,053.54
资本公积	23.45	38.93	38.93	38.93	38.93
留存收益	5,573.76	5,992.73	6,742.19	7,649.37	8,714.36
其他	162.45	167.51	162.00	160.00	158.00
股东权益合计	8,127.22	8,428.31	9,157.55	10,044.95	11,087.06
负债和股东权益总计	12,585.41	13,941.61	15,159.43	16,269.40	17,452.79

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	487.37	474.21	1,153.01	1,395.67	1,638.45
折旧摊销	490.91	442.74	427.08	437.73	448.30
财务费用	(97.80)	(21.53)	(101.40)	(94.77)	(73.26)
投资损失	(36.46)	(28.56)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	296.78	769.14	(426.56)	492.80	(309.46)
其它	55.67	767.33	(24.31)	(29.37)	(34.13)
经营活动现金流	1,196.46	2,403.34	997.82	2,172.06	1,639.91
资本支出	209.92	(246.74)	204.12	205.00	205.00
长期投资	(6.60)	(12.26)	0.00	0.00	0.00
其他	(599.25)	68.58	(370.71)	(371.00)	(371.00)
投资活动现金流	(395.92)	(190.42)	(166.59)	(166.00)	(166.00)
债权融资	244.22	(244.25)	285.22	89.77	70.26
股权融资	(159.93)	(184.81)	(401.16)	(480.91)	(564.21)
其他	4.08	23.66	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	88.36	(405.41)	(115.94)	(391.14)	(493.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	888.90	1,807.52	715.29	1,614.92	979.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,410.17	13,066.48	15,857.57	18,052.98	20,315.72
营业成本	10,252.54	10,644.26	12,882.89	14,596.00	16,365.66
营业税金及附加	148.39	245.65	294.95	330.37	365.68
销售费用	170.38	215.30	253.72	285.24	316.93
管理费用	474.02	580.92	666.02	740.17	812.63
研发费用	463.75	457.07	523.30	577.70	629.79
财务费用	(167.94)	(76.02)	(101.40)	(94.77)	(73.26)
资产/信用减值损失	(574.02)	(389.37)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
公允价值变动收益	(17.91)	(13.69)	(1.70)	(2.00)	(2.00)
投资净收益	36.46	28.56	30.00	30.00	30.00
其他	1,036.63	644.21	0.00	0.00	0.00
营业利润	587.88	729.60	1,336.39	1,616.27	1,896.29
营业外收入	3.68	3.15	3.50	3.50	3.50
营业外支出	4.50	174.29	10.00	10.00	10.00
利润总额	587.05	558.46	1,329.89	1,609.77	1,889.79
所得税	99.69	84.24	199.48	241.47	283.47
净利润	487.37	474.21	1,130.40	1,368.30	1,606.32
少数股东损益	(39.96)	(109.21)	(22.61)	(27.37)	(32.13)
归属于母公司净利润	527.32	583.42	1,153.01	1,395.67	1,638.45
每股收益（元）	0.26	0.28	0.56	0.68	0.80

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-4.96%	5.29%	21.36%	13.84%	12.53%
营业利润	24.53%	24.11%	83.17%	20.94%	17.33%
归属于母公司净利润	37.04%	10.64%	97.63%	21.05%	17.40%
获利能力					
毛利率	17.39%	18.54%	18.76%	19.15%	19.44%
净利率	4.25%	4.47%	7.27%	7.73%	8.06%
ROE	6.75%	7.07%	12.82%	14.10%	14.94%
ROIC	8.02%	14.30%	44.11%	50.02%	83.90%
偿债能力					
资产负债率	35.42%	39.55%	39.59%	38.26%	36.47%
净负债率	-34.97%	-62.07%	-62.93%	-73.50%	-75.46%
流动比率	1.98	1.87	2.02	2.17	2.36
速动比率	1.77	1.74	1.87	2.04	2.22
营运能力					
应收账款周转率	7.82	9.92	11.25	11.61	13.33
存货周转率	11.55	17.12	21.10	23.43	26.29
总资产周转率	0.96	0.99	1.09	1.15	1.20
每股指标（元）					
每股收益	0.26	0.28	0.56	0.68	0.80
每股经营现金流	0.58	1.17	0.49	1.06	0.80
每股净资产	3.80	4.02	4.38	4.82	5.34
估值比率					
市盈率	39.84	36.01	18.22	15.05	12.82
市净率	2.69	2.55	2.34	2.12	1.92
EV/EBITDA	2.75	2.13	8.53	6.45	5.14
EV/EBIT	3.52	2.66	11.36	8.24	6.38

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com