

隆鑫通用 (603766.SH)

管理优化、出海景气，大排量摩托快速放量

公司是国内领先的摩托车及发动机和通用机械供应商，聚焦大排量高附加值摩托车产品，销量领先，受益于欧洲市场旺盛需求，大排量摩托出口业务高速增长。

□ **摩托车业务：大排量“无极”品牌高速增长，竞争力强劲。** 公司是国内头部大型摩托车企业，产品种类丰富，品牌定位清晰。

无极品牌已成长为国内高端摩托车的头部品牌，并在欧洲市场形成品牌知名度和市场影响力。未来，公司一方面将继续深耕欧洲市场，打造西班牙、意大利市场标杆效应，借助无极在欧洲市场的品牌势能，深化布局拉美、东南亚等其他市场，实现“1+N”市场协同发展；另一方面，无极将坚持全球化市场策略，针对多元化市场开发差异化产品，持续加大在渠道和营销的投入，逐渐由国内头部品牌成长为国际一线品牌。

公司爆款产品持续热销，SR250GT 上市备受关注，重新定义休闲运动踏板市场；CU525 持续热销，产品生命周期管理效果显著，已奠定同级别巡航车王者地位；DS900X 全年销量破万台，在国内 800cc 以上摩托车出口总量占比超 95%，获得欧洲消费者高度认可。同时，公司推出 CU250、RR660S 等多款战略新品。CU250 为公司首款搭载 V 型双缸动力的复古巡航机车；RR660S 仿赛车型搭载公司自研的直列四缸动力，运用可变排气技术，为消费者带来独家可变声浪体验，满足消费者个性化需求，进一步完善公司全品类全排量段产品矩阵，持续增强无极品牌市场竞争力。

2024 年，公司无极系列产品实现销售收入 31.54 亿元，同比增长 111.43%。其中国内实现销售收入 18.08 亿元，同比增长 114.45%；出口实现销售收入 13.46 亿元，同比增长 107.50%，其中欧洲市场实现销售收入 10.21 亿元，同比增长 133.38%。2025 年 1 季度，公司无极系列产品实现销售收入 8.57 亿元，同比增长 41.75%，其中 250cc 以上产品实现销售收入 6.01 亿元，同比增长 81.20%。无极产品出口销售收入 5.42 亿元，同比增长 93.40%，其中 250cc 以上实现销售收入 4.23 亿元，同比增长 119.48%。

□ **通用机械业务：行业周期向上，积极拓展非北美业务。** 公司以园林终端与发电机组为主，高端化、智能化趋势明显。此外，公司积极推进全球多元化市场策略，逐步降低对北美市场的依赖，通机业务抗风险能力逐步提升。

□ **投资建议：** 公司是国内摩托车和通机领域头部企业，摩托车出口规模连续十九年行业第一，大排量摩托车国内市占率第三，“无极”品牌深受消费者喜爱，大排量摩托车需求旺盛，公司积极拓展优化产品矩阵和营销渠道，内外销均大幅增长。我们预计 2025、2026、2027 年公司分别实现归母净利润 17.93、20.88、24.95 亿元，对应 PE 分别为 14.9、12.8、10.7 倍，首次给予“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：** 贸易摩擦风险、汇率变动风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13066	16822	20187	23392	26560
同比增长	5%	29%	20%	16%	14%
营业利润(百万元)	730	1289	2057	2395	2861
同比增长	24%	77%	60%	16%	19%
归母净利润(百万元)	583	1121	1793	2088	2495
同比增长	11%	92%	60%	16%	20%
每股收益(元)	0.28	0.55	0.87	1.02	1.22

强烈推荐 (首次)

中游制造/汽车

目标估值: NA

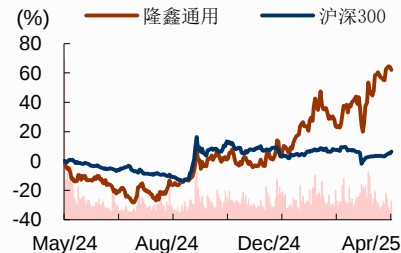
当前股价: 13.0 元

基础数据

总股本(百万股)	2054
已上市流通股(百万股)	2054
总市值(十亿元)	26.7
流通市值(十亿元)	26.7
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	14.2
资产负债率	42.6%
主要股东 重庆宗申新智造科技有限公司	
主要股东持股比例	24.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	53	77
相对表现	14	58	71



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

陆乾隆 S1090523060001

luqianlong@cmschina.com.cn

PE	45.8	23.8	14.9	12.8	10.7
PB	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司基本情况分析	6
二、基本盘：摩托车及通机业务稳健发展	10
1、摩托车产品聚焦大排量，产品结构持续优化	10
2、通机业务稳步拓展，营收触底反弹	17
三、盈利预测及投资建议	20
1、盈利预测	20
2、投资建议	21
四、风险提示	22
五、PE-PB Band	22

图表目录

图 1：公司主要业务及产品	6
图 2：公司发展历程	7
图 3：公司股权架构	7
图 4：公司营业总收入及同比（亿元；%）	8
图 5：公司营业收入结构（亿元）	8
图 6：公司内销与出口营收（亿元；%）	8
图 7：公司内销与出口毛利率（%）	8
图 8：公司归母净利润与扣非归母净利润（亿元；%）	9
图 9：公司销售毛利率及销售净利率（%）	9
图 10：公司汇兑损益（亿元；%）	9
图 11：公司剔除汇兑损益后的归母净利润（亿元；%）	9
图 12：公司固定资产及在建工程（亿元）	9
图 13：公司资本化开支及同比（亿元；%）	9
图 14：公司研发费用及费用率（亿元；%）	10
图 15：公司期间费用率（%）	10
图 16：中国摩托车产销量（万辆）	10
图 17：中国摩托车出口量及出口金额（万辆；亿美元）	10
图 18：2024 年中国摩托车产销结构（万辆）	11
图 19：2023-2024 中国摩托车分排量销量（辆）	11

图 20: 中国 250cc 以上排量摩托车产量及同比 (万辆; %)	11
图 21: 中国 250cc 以上排量摩托车销量及同比 (万辆; %)	11
图 22: 中国电动摩托车产量及同比 (万辆; %)	12
图 23: 中国电动摩托车销量及同比 (万辆; %)	12
图 24: 24 年中国燃油摩托车行业竞争格局 (按销量)	12
图 25: 24 年中国 250cc+摩托车行业竞争格局 (%)	12
图 26: 春风、钱江、隆鑫大排量销售情况 (万辆)	12
图 27: 24 年中国电动摩托车行业竞争格局 (%)	12
图 28: 全球摩托车销量 (万辆; %)	13
图 29: 全球摩托车行业市场规模 (亿美元; %)	13
图 30: 中国摩托车出口结构 (分地区, %)	13
图 31: 中国摩托车出口结构 (分排量, %)	13
图 32: 公司“无极”品牌产品矩阵	14
图 33: 公司海内外门店及网点数量 (家)	15
图 34: 公司部分营销活动	15
图 35: 无极营收及同比增长 (亿元; %)	15
图 36: 无极分地区营收结构 (亿元)	15
图 37: 公司全地形车 ATV1000	16
图 38: 公司氢燃料电池全地形车	16
图 39: 公司发动机产品矩阵	16
图 40: 摩托车及发动机销量 (万台; 万辆)	17
图 41: 摩托车及发动机业务营收及毛利率 (亿元; %)	17
图 42: 隆鑫通用摩托车单台均价及同比 (元; %)	17
图 43: 隆鑫通用发动机单台均价及同比 (元; %)	17
图 44: 公司全新纯视觉导航割草机器人	18
图 45: 广州威能主要产品为发电机组	18
图 46: Husqvarna 为全球领先林业、园艺设备制造商	18
图 47: 全球园林机械行业细分市场需求占比 (%)	18
图 48: 全球园林机械行业市场规模地区分布 (%)	19
图 49: 中国出口美国割草机金额及占比 (亿元; %)	19
图 50: 公司通机销量及同比 (万台; %)	19

图 51: 公司通机业务营收及毛利率（亿元；%）	19
图 52: 公司通机单台均价及同比（元；%）	19
图 53: 公司通机单台毛利及同比（元；%）	19
图 54: 隆鑫通用历史 PE Band	22
图 55: 隆鑫通用历史 PB Band	22
表 1: “无极”品牌主要产品推出时间	14
表 2: 公司业绩预测.....	20

一、公司基本情况分析

公司是国内摩托车行业龙头企业，致力于构建智能制造、智慧运营和智享服务的全场景产业生态。目前公司业务涵盖摩托车及发动机业务、通用机械业务、新能源及高端零部件等业务，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。

图 1：公司主要业务及产品



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

公司聚焦于摩托车与通用机械业务，并先后布局无人机、新能源等产业领域。

1993 年，公司前身重庆隆鑫交通机械厂成立；

2005 年，公司开始与德国 BMW 公司合作；

2012 年 8 月，公司在上海证券交易所成功挂牌上市；

2013 年，公司与 BMW 合作大排量双缸发动机项目；

2014 年，公司合资成立珠海隆华直升机科技有限公司，进入无人机产业领域；

2015 年，公司与宝马签订整车战略合作协议；

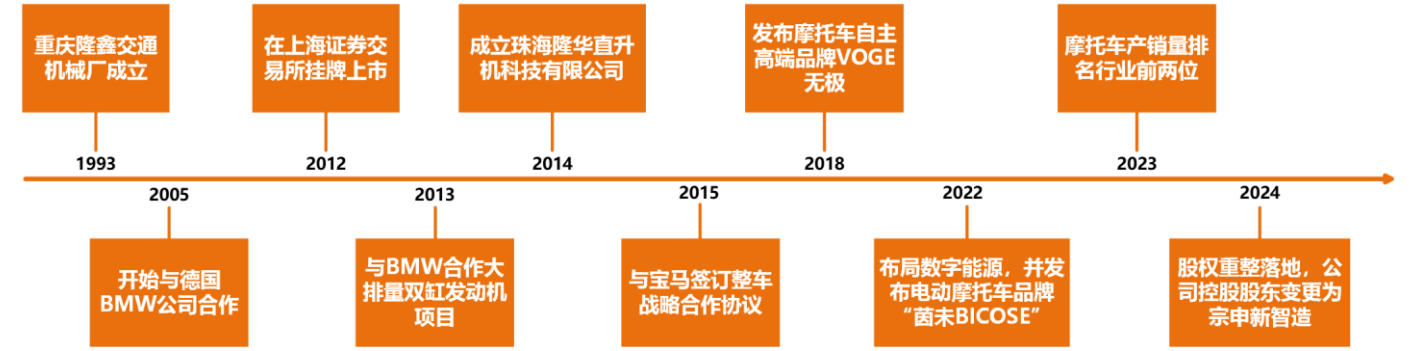
2018 年，公司发布摩托车自主高端品牌 VOGUE 无极；

2022 年，公司布局数字能源，并发布电动摩托车品牌“茵未 BICOSE”；

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；

2024 年 7 月，公司与宗申新智造、渝富资本签署《重整投资协议》，宗申新智造、渝富资本将分别收购公司 24.55%和 15.52%的股份；12 月，相关手续完成，公司控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造。

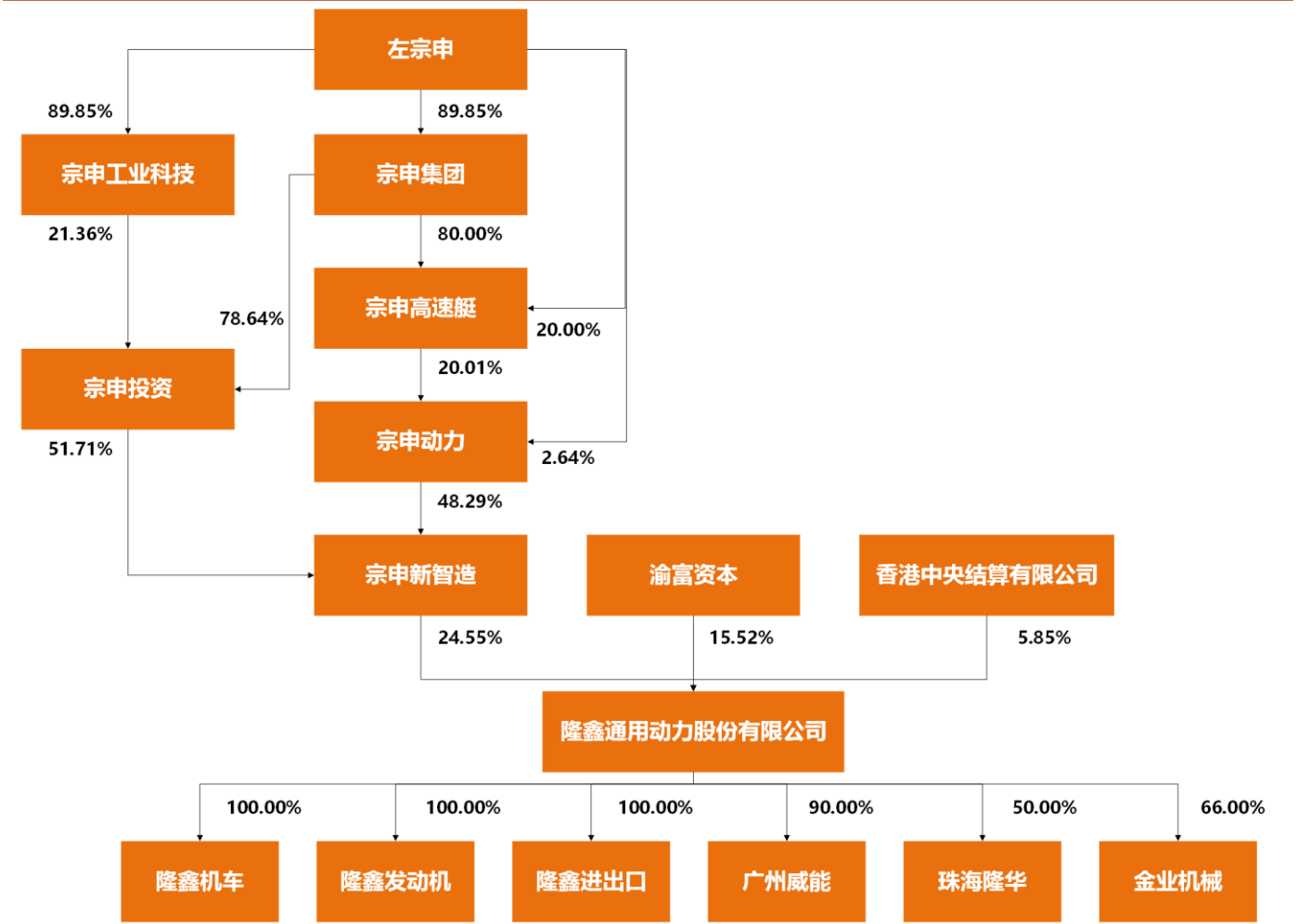
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

股权重整顺利完成，股权结构清晰。公司原控股股东为隆鑫控股，持股 50.07%，实控人为涂建华。公司于 2021 年 9 月开始进入隆鑫系十三家企业的预重整；2024 年 7 月，公司与宗申动力（001696.SH）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”）、渝富资本签署《重整投资协议》，宗申新智造、渝富资本将分别收购公司 24.55%和 15.52%的股份签订《重整投资协议》；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。

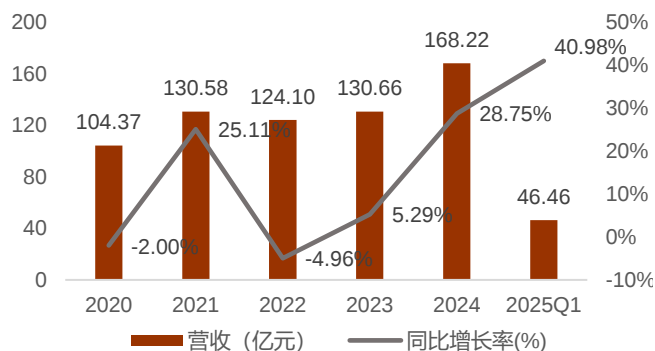
图 3：公司股权架构



资料来源：WIND、招商证券

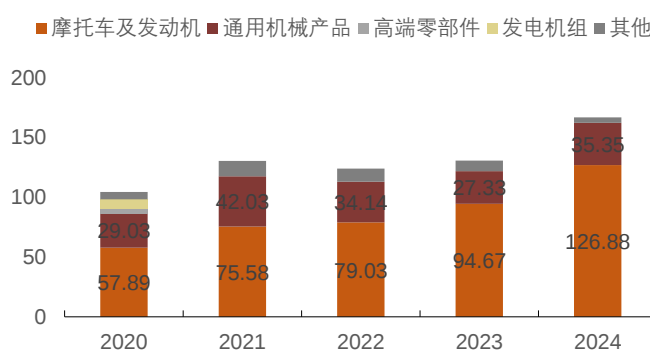
核心业务是摩托车及发动机业务和通机业务，2024 年营收同比高增。2024 年，公司摩托车业务与通用机械制造业务分别实现营收 126.88 亿元、35.35 亿元，营收占比分别达 76.01%、21.18%，是公司主要的收入来源。2024 年，公司实现营业收入 168.22 亿元，同比增长 28.75%，主要原因系公司摩托车业务产品结构优化及营业收入规模大幅增长。2025Q1，得益于摩托车业务的持续增长和通用机械业务的复苏，公司实现营业收入 46.46 亿元，同比增长 40.98%。

图 4：公司营业总收入及同比（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

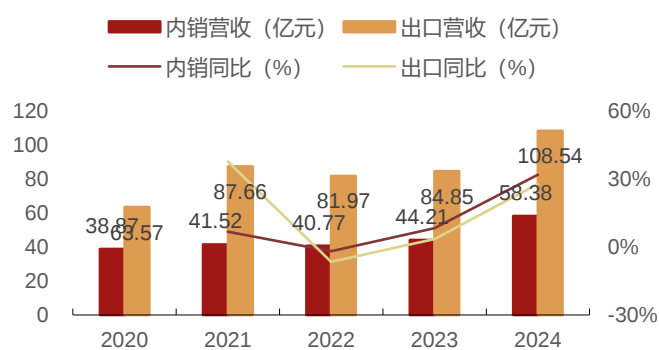
图 5：公司营业收入结构（亿元）



资料来源：WIND、招商证券

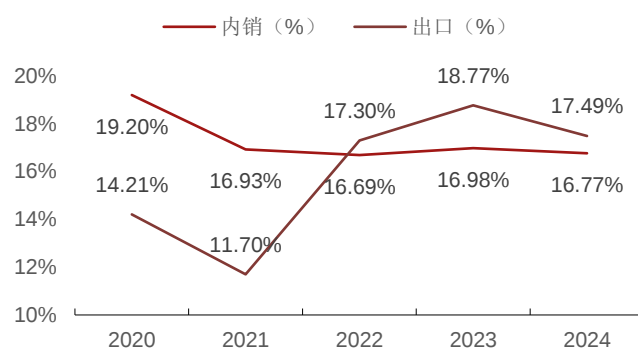
公司产品销售以出口为主，内外销盈利能力稳定。公司内外销营收增长稳定，其中海外营收占比超 60%。从盈利能力来看，公司海外销售毛利率稳定运行。2024 年，公司内销和出口营收分别达 58.38 亿元、108.54 亿元，同比分别增长 32.05%、27.92%；内销毛利率为 16.77%，出口毛利率为 17.49%。

图 6：公司内销与出口营收（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

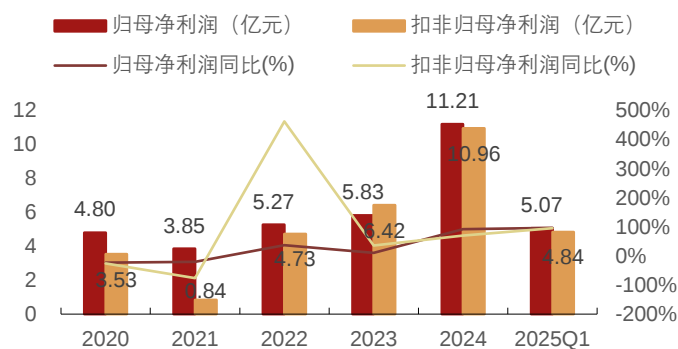
图 7：公司内销与出口毛利率（%）



资料来源：WIND、招商证券

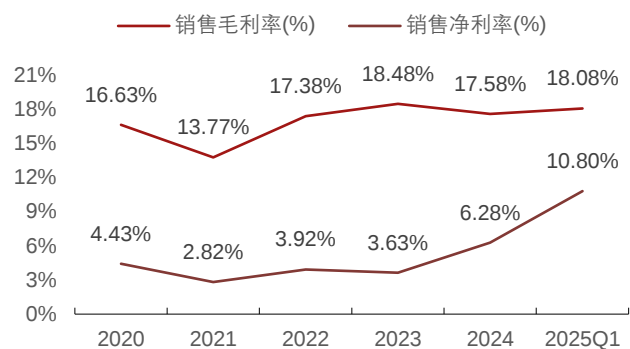
盈利能力显著改善。2021 年受原材料价格高涨、销售返利和计提商誉减值等因素影响，公司盈利能力下滑。近三年已逐步改善，2024 年公司归母净利润 11.21 亿元，同比增长 92.19%，扣非归母净利润 10.96 亿元，同比增长 70.72%。伴随着公司高附加值新产品的陆续推出贡献营收，公司销售毛利率及销售净利率稳中向好，2025 年一季度销售毛利率为 18.08%、销售净利率 10.80%。

图 8：公司归母净利润与扣非归母净利润（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

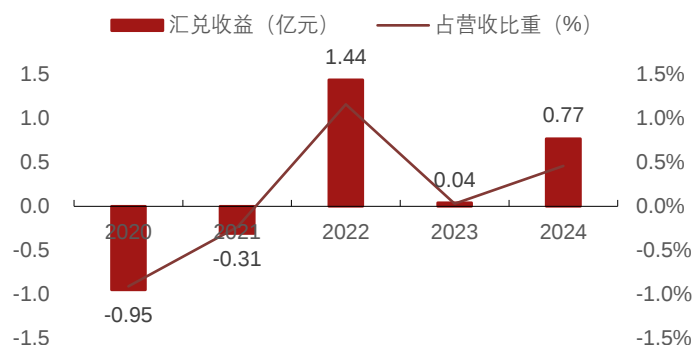
图 9：公司销售毛利率及销售净利率（%）



资料来源：WIND、招商证券

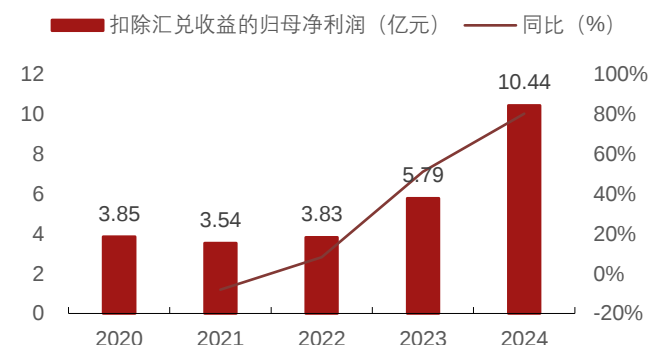
剔除汇兑后盈利能力依旧稳健。公司产品出口收入占公司整体收入比重超 60%，汇兑损益波动较为明显。2024 年，公司汇兑收益为 0.77 亿元，占营收 0.46%；剔除汇兑收益影响后的归母净利润为 10.44 亿元，同比增长 80.31%。

图 10：公司汇兑损益（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

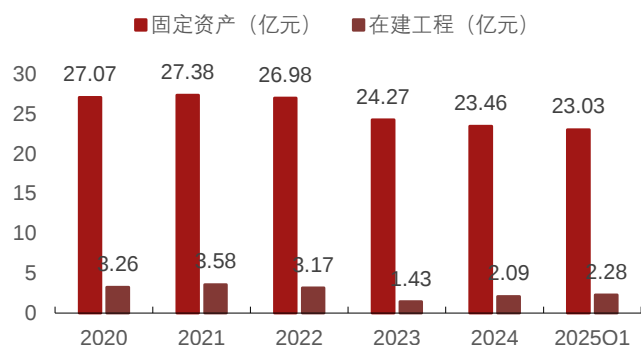
图 11：公司剔除汇兑损益后的归母净利润（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

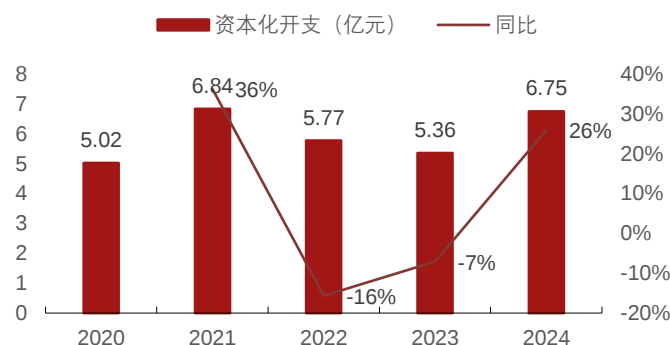
资本开支较为稳定。公司在建工程逐步减少，资本开支也较为稳定，没有大规模投资扩产，稳健发展。

图 12：公司固定资产及在建工程（亿元）



资料来源：WIND、招商证券

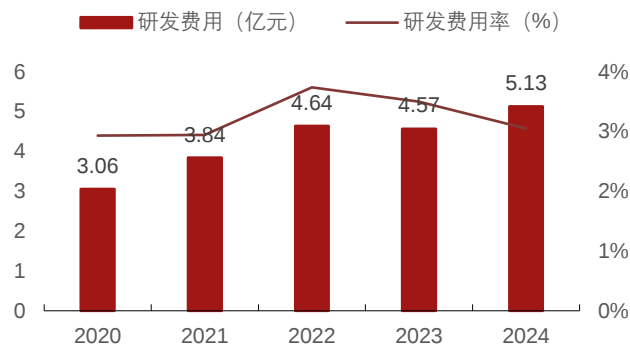
图 13：公司资本化开支及同比（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

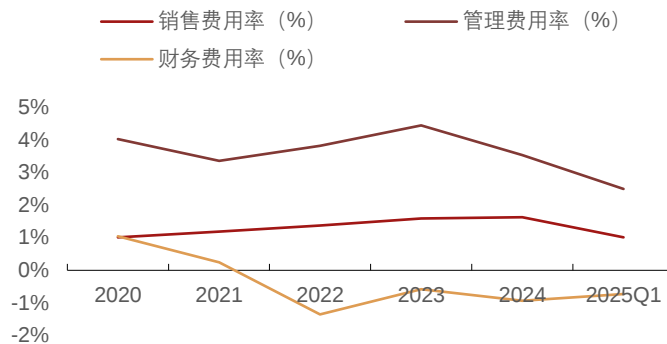
经营管控能力持续优化。公司持续投入产品研发，继续巩固“摩托车及发动机”和“通用机械”两大传统主业的行业龙头地位，同时加快“新能源”和“高端零部件”等新兴业务的产业转型。2024 年，公司研发费用为 5.13 亿元，研发费用率为 3.05%。2020 年以来，公司期间费用率维持稳定，成本管控能力进一步增强。2024 年，公司销售费用率为 1.63%，管理费用率 3.54%，财务费用率为 -0.93%。

图 14：公司研发费用及费用率（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

图 15：公司期间费用率（%）



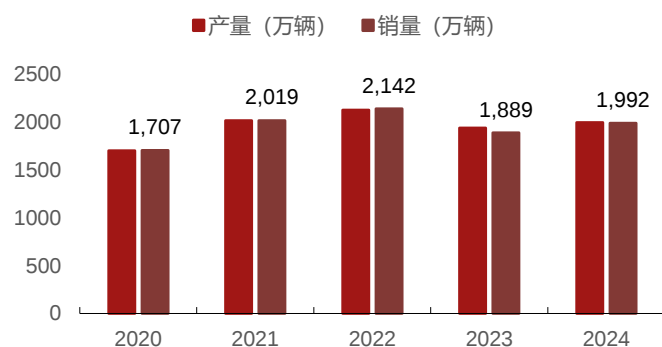
资料来源：WIND、招商证券

二、基本盘：摩托车及通机业务稳健发展

1、摩托车产品聚焦大排量，产品结构持续优化

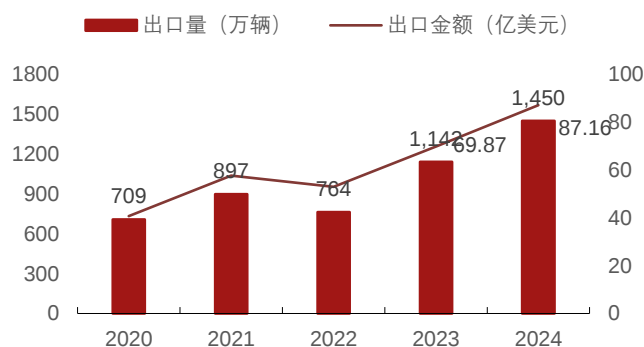
2024 年，我国摩托车行业整体表现良好，产销小幅增长，出口持续攀升。近年来，随着我国居民人均可支配收入持续提升，摩托车消费市场正经历深刻的转型升级。目前，摩托车产品属性已从单一的通勤代步工具，逐步演变为兼具休闲娱乐与社交价值的生活方式载体。2024 年，得益于消费市场的复苏，我国摩托车产量 1997.08 万辆，同比增长 0.79%；销量为 1992.28 万辆，同比增长 2.82%。出口端，全年整车出口量 1450 万辆，同比增长 26.97%，出口金额 87.16 亿美元，同比增长 24.75%，再创历史新高。其中，隆鑫出口量接近 160 万辆，位居行业首位。

图 16：中国摩托车产销量（万辆）



资料来源：中国摩托车商会、招商证券

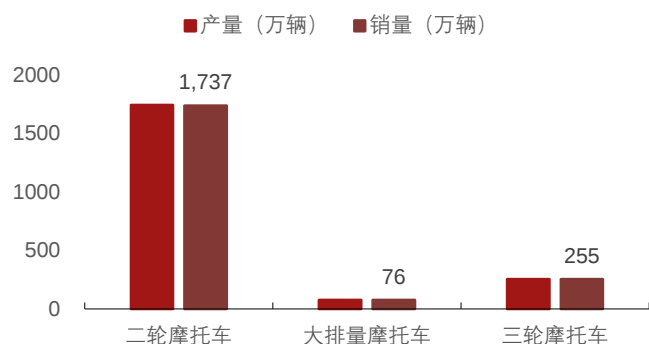
图 17：中国摩托车出口量及出口金额（万辆；亿美元）



资料来源：中国海关、中国摩托车商会、招商证券

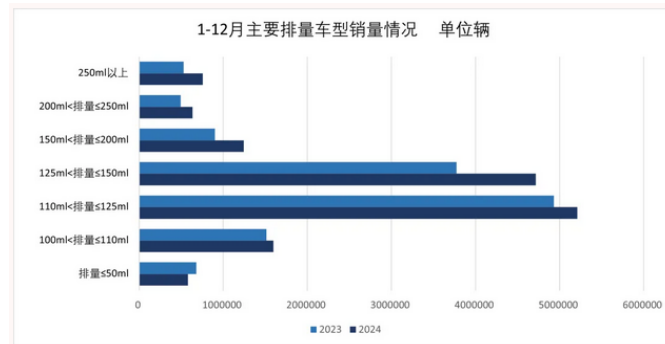
目前我国摩托车市场以两轮摩托车和燃油摩托车为主，排量仍以小排量为主。2024 年，我国二轮摩托车销量 1736.85 万辆，同比增长 2.26%，市场占比达到 87.18%；燃油摩托车销量为 1645.62 万辆，同比增长 12.99%，市场占比达 82.60%。从排量来看，125 系列和 150 系列小排量摩托车产销量占比最大，整体市场仍以小排量为王。

图 18：2024 年中国摩托车产销结构（万辆）



资料来源：中国摩托车商会、招商证券

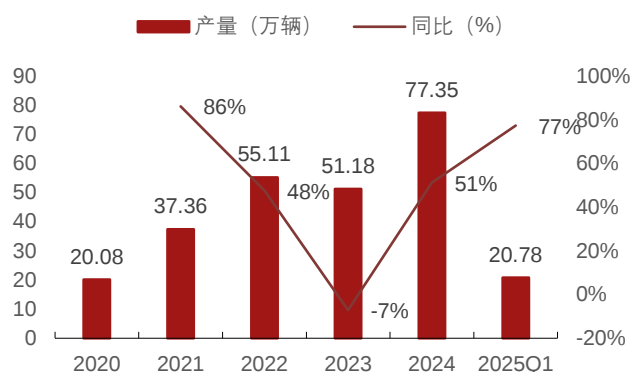
图 19：2023-2024 中国摩托车分排量销量（辆）



资料来源：中国摩托车商会、招商证券

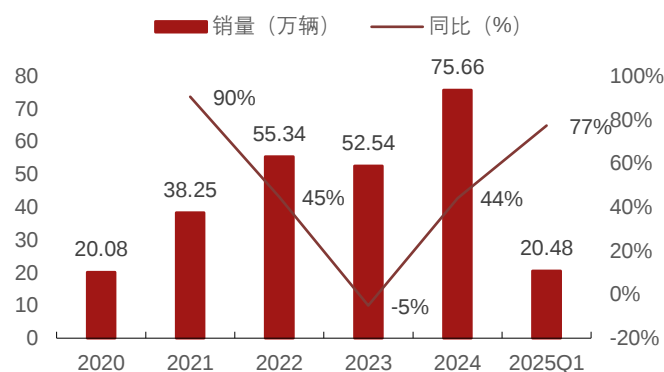
趋势一：大排量。伴随我国居民消费水平的提升，消费者对摩托车的需求从工具属性逐步过渡到休闲娱乐属性，大排量摩托近年来成为行业的增长点。2024 年我国 250cc 以上大排量摩托车产销量分别为 77.35 万辆和 75.66 万辆，同比增长 49.67% 和 42.97%，创历史新高；2025Q1，产销达 20.78 万辆和 20.48 万辆，同比增长 82.12% 和 77.23%，高增长态势延续。

图 20：中国 250cc 以上排量摩托车产量及同比（万辆；%）



资料来源：中国摩托车商会、招商证券

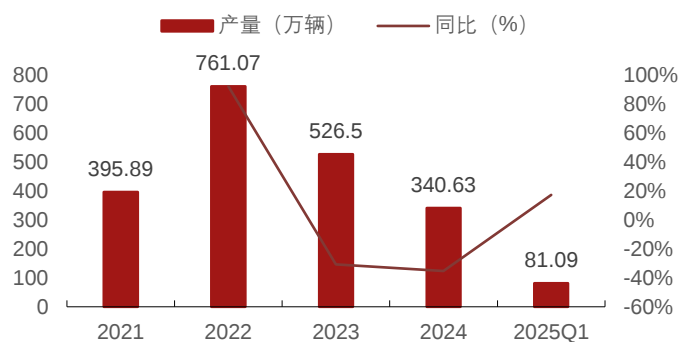
图 21：中国 250cc 以上排量摩托车销量及同比（万辆；%）



资料来源：中国摩托车商会、招商证券

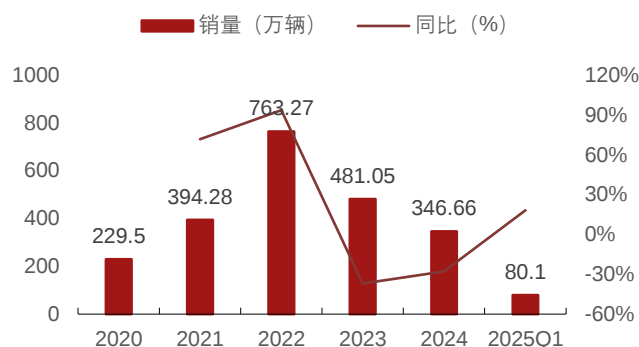
趋势二：电动化。尽管近两年电动摩托车产销数据有所下滑，但在“双碳”战略推动和绿色产业政策加持下，叠加消费升级、即时配送需求激增及新零售模式创新等市场因素驱动，我国电动摩托车需求有望持续增长。2024 年，电动摩托车产销 340.63 万辆和 346.66 万辆，同比分别下降 35.32% 和 27.96%，主要受《新国标》监管趋严导致。2025Q1，电动摩托车产销 81.09 万辆和 80.1 万辆，同比分别增长 17.16% 和 18.31%，恢复态势较为明显。

图 22: 中国电动摩托车产量及同比 (万辆; %)



资料来源: 中国摩托车商会、招商证券

图 23: 中国电动摩托车销量及同比 (万辆; %)



资料来源: 中国摩托车商会、招商证券

我国燃油摩托车行业市场集中度较低, 大排量和电动摩托车行业市场集中度较高。

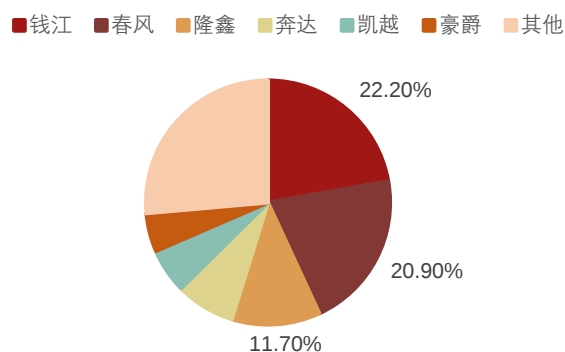
2024 年, 我国燃油摩托车销量排名前五的企业为大长江、隆鑫、宗申、广东大冶、新大洲本田, 行业较为分散, 市场集中度较低, CR10 达 56.07%。但从 250cc 以上大排量内销市场来看, 钱江摩托、春风动力、隆鑫通用为行业前三, CR3 为 55%, 市场集中度高于燃油摩托车市场整体。2024 年, 我国电动摩托车销量前三的企业为雅迪、宗申、浙江绿源, 行业集中度高, CR3 达 68.84%。

图 24: 24 年中国燃油摩托车行业竞争格局 (按销量)



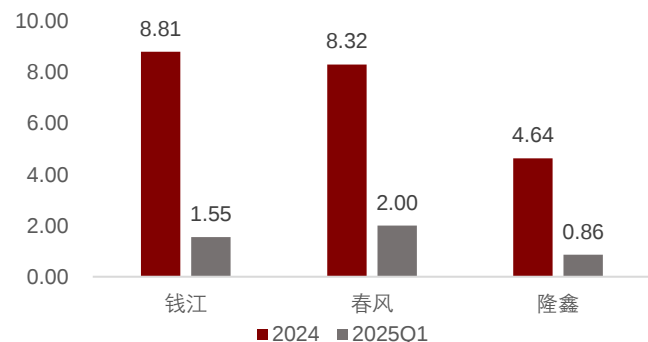
资料来源: 中国摩托车商会、招商证券

图 25: 24 年中国 250cc+摩托车行业竞争格局 (%)



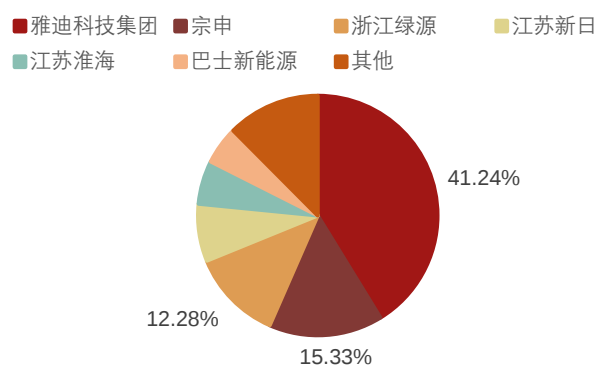
资料来源: 观研天下数据中心、招商证券

图 26: 春风、钱江、隆鑫大排量销售情况 (万辆)



资料来源: 四轮两轮公众号、摩托车二手网、招商证券

图 27: 24 年中国电动摩托车行业竞争格局 (%)

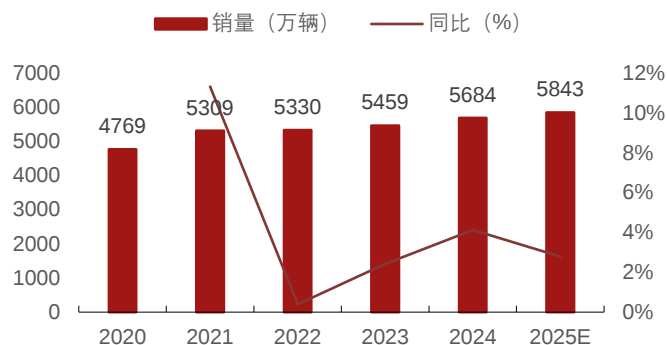


资料来源: 中国摩托车商会、招商证券

全球摩托车销量稳步增长, 中国出口结构稳定。从总量来看, 2014-2024 年全球摩托车销量呈现波动上涨趋势。受疫情影响, 2020 年全球摩托车销量为 4769

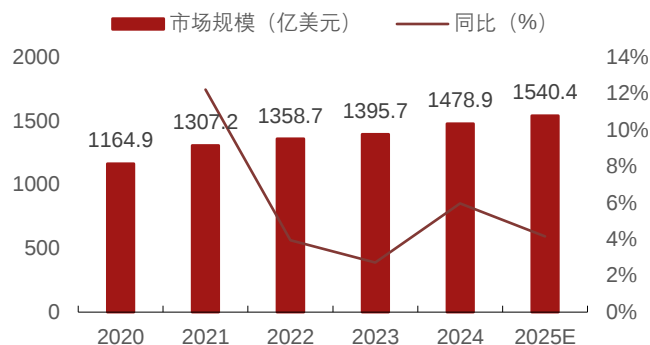
万辆，同比下降 10.67%；2021 年反弹并持续增长，2024 年全球摩托车销量达 5684 万辆，同比上涨 4.12%。从中国出口地区来看，以亚非拉市场为主，其中，2024 年拉美市场占据中国摩托车出口的份额达 41.63%，为中国摩托车主要出口地区；从中国出口车型排量方面，150 系列和 125 系列位居中国二轮摩托车出口量前两位。

图 28：全球摩托车销量（万辆；%）



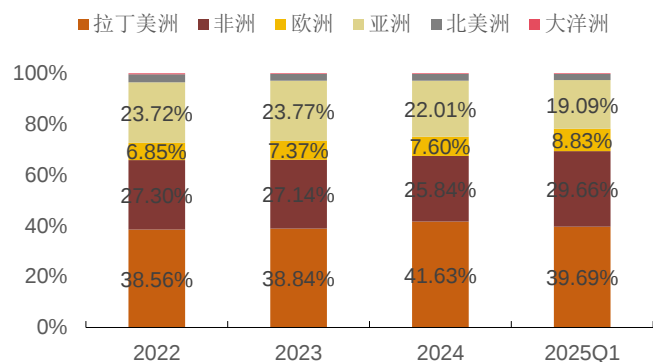
资料来源：Statista、招商证券

图 29：全球摩托车行业市场规模（亿美元；%）



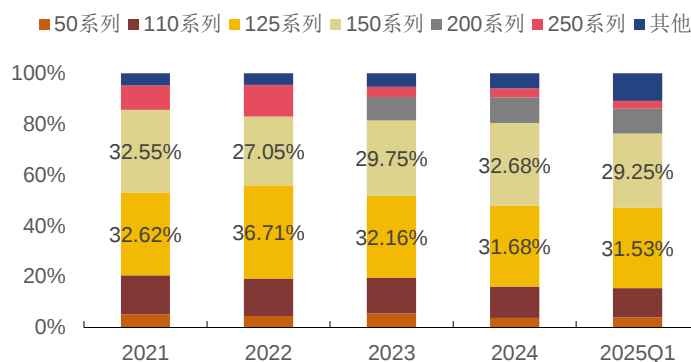
资料来源：Statista、招商证券

图 30：中国摩托车出口结构（分地区，%）



资料来源：中国海关、中国摩托车商会、招商证券

图 31：中国摩托车出口结构（分排量，%）



资料来源：中国摩托车商会、招商证券

公司产品种类丰富，品牌定位清晰。公司经过多年发展，已成为国内规模较大、品种较全的大型摩托车企业，产品包括两轮摩托车、三轮摩托车、全地形车等全系列摩托车。公司大力推进自主品牌的推广建设，打造形成差异化定位的三大自主品牌，即无极 VOGUE 高端大排量摩托车、隆鑫 LONCIN 非道路运动机车和茵未 BICOSE 高端电动摩托车。

专注大排量产品，产品市场反响较高。2018 年，公司发布高端摩托车自主品牌“无极”，进军大排量休闲玩乐摩托车市场。2020 年以来，公司主要聚焦于 250cc 及以上中大排量车型，同时覆盖 150cc 小排量车型，产品矩阵持续完善。从具体产品来看，巡航车型 CU525、轻量化踏板车 SR250GT 和拉力车 DS525X 三大爆品表现突出；900cc 大排量休旅 ADV 车型 DS900X、首款搭载 V 型双缸动力的复古巡航机车 CU250、首款复古踏板车 SR150C、首款直列四缸仿赛 RR660S 等新品市场关注度较高。

图 32：公司“无极”品牌产品矩阵

巡航太子系列	冒险休旅系列	踏板系列	公路赛车系列	街道运动系列	复古先锋系列
 CU525	 DS525X	 SR250GT	 RR660S	 525R	 300AC
 CU250	 DS900X	 SR150	 RR525	 300R	 350AC

资料来源：公司官网、招商证券

表 1：“无极”品牌主要产品推出时间

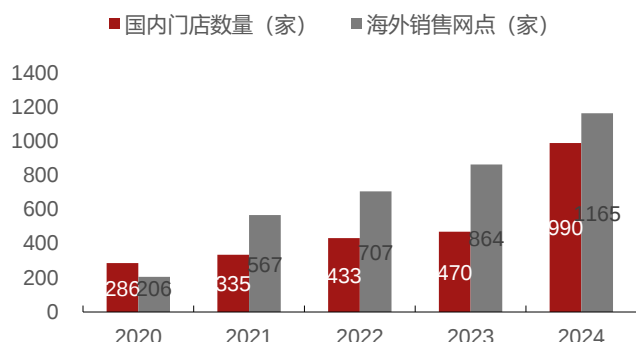
排量	2020	2021	2022	2023	2024	2025
900cc					DS900X（休旅） ¥54,980-¥58,980	
800cc						DS800 Rally（休旅） LX800-2A（休旅）
600cc			650DS（休旅） ¥43,800-¥47,800		RR660S（跑车） ¥37,666	CU625（巡航） DS625X（休旅）
500cc		525R（街车） ¥30,980 AC525（复古） ¥31,980		RR525（跑车） ¥28,980	CU525 旅行版（巡航） ¥26,666-¥27,188 DS525X（休旅） ¥31,766-¥32,366 SR4 Max（踏板） ¥31,766-¥41,766	RR500S（跑车）
350cc			350AC（复古） ¥26,680			
	300RR（跑车） ¥19,980 300R（街车） ¥18,800 300GY Rally（休旅） 300DS（休旅） ¥21,800-¥24,600	300AC（复古） ¥19,980-¥20,980 300R 金卡纳（街车） ¥19,000		AC300 Café（复古） ¥20,680		
250cc		250RR（跑车） ¥19,980	250RR 竞技版（跑车） ¥20,980	Q250（复古） ¥17,980 SR250GT（踏板） ¥17,666-¥18,888	250RRFree 版（跑车） ¥15,499 CU250（巡航） ¥16,980	250RR 快排版（跑车） ¥15,499
150cc			SR150GT（踏板） ¥14,880-¥15,980	SR150C Pro（踏板） ¥13,980 SR150GT H（踏板） ¥13,980		SR150S（踏板） ¥12,980

资料来源：摩托范、摩托社、招商证券

公司销售渠道丰富，营销策略多元。渠道建设方面，公司持续推进无极品牌渠道国内外建设以及品牌价值提升，不断完善终端分销体系以及线下服务体系。截至

2024 年底，“无极”品牌国内形象店达 990 家，主要分布在北京、陕西、江浙、西南等娱乐摩托车车型容量较大市场；海外销售网点 1165 个，集中在欧洲市场。营销方面，公司通过举办活动、参加展会、聘请明星代言人、实施天使用户内测计划、搭建“S1+S2+S3”新媒体矩阵等方式，利用线上线下双线发声策略，全面提升品牌影响力和知名度。

图 33：公司海内外门店及网点数量（家）



资料来源：公司公告、招商证券

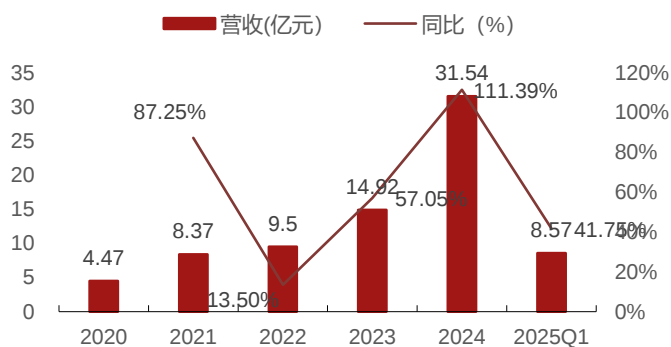
图 34：公司部分营销活动



资料来源：VOGE 无极公众号、招商证券

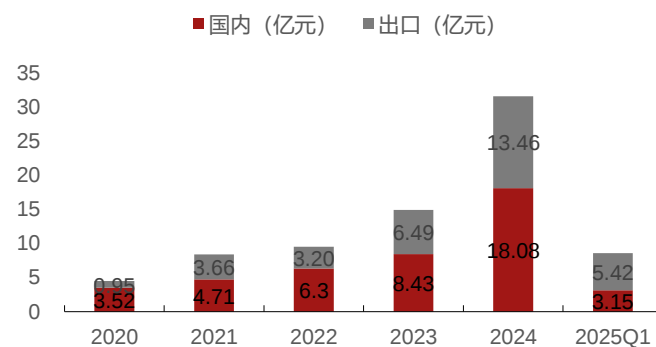
“无极”品牌销量爆发，国内与出口市场双增长。随着产品矩阵不断完善，品牌形象逐步建立，“无极”品牌销量显著增长。2024 年，“无极”品牌实现营收 31.54 亿元，同比大幅增长 111.39%。从地区来看，无极品牌目前以国内销售为主，出口市场近年占比持续增长，市场空间广阔。2024 年，“无极”品牌国内实现销售收入 18.08 亿元，同比增长 114.47%，占比 57.32%；出口实现销售收入 13.46 亿元，同比增长 107.40%，占比 42.68%。

图 35：无极营收及同比增长（亿元；%）



资料来源：公司官网、招商证券

图 36：无极分地区营收结构（亿元）



资料来源：公司官网、招商证券

全地形车业务加速发展，打造摩托车业务新增长极。2024 年，公司 ATV 全排量段产品布局完成，XWOLF 系列实现从 200-1000cc 排量的全覆盖，同时不断拓展 UTV 及 SSV 品类。研发进展方面，公司于 2024 年 8 月在行业率先成功研发搭载氢燃料电池的全地形车。该车型电堆比功率达 2.2kW/kg，融合氢燃料电池的高效清洁与集成动力系统的灵动特性，实现高动力、高效率、零排放与长续航的相互协同。2024 年，公司全地形车业务实现销售收入 4.03 亿元，同比增长 73.85%。

图 37：公司全地形车 ATV1000



资料来源：公司公告、招商证券

图 38：公司氢燃料电池全地形车



资料来源：公司公众号、招商证券

聚焦大排量，发动机业务有效支撑公司摩托车整车产品布局。公司积极布局 500cc 及以上大排量产品，发动机产品矩阵完整。目前，公司发动机产品已形成两轮通勤动力、踏板动力、中大排动力、越野动力、三轮专用动力、四轮专用动力等完备的发动机产品矩阵，特别是在自主研发的多缸、大排量产品升级上取得显著成果，支撑公司全品类、全排量段自主品牌产品发展。

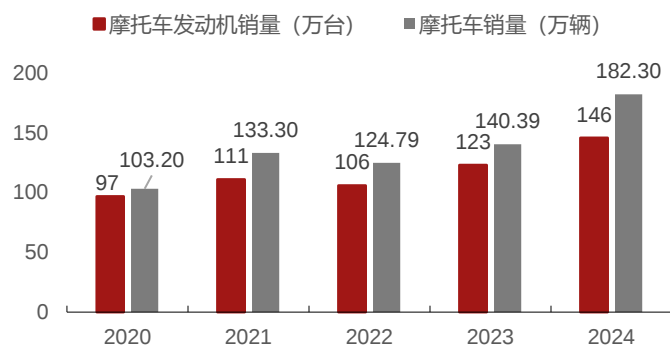
图 39：公司发动机产品矩阵



资料来源：公司公告、招商证券

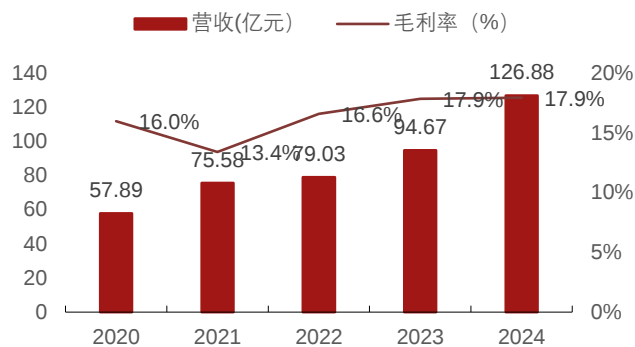
销量营收稳步增长，盈利持续向好。随着产品矩阵不断丰富，国内外市场持续拓展，品牌影响力逐步提升，公司摩托车及发动机产品销量和营收实现稳步增长，盈利水平呈上升态势。2024 年，公司摩托车实现产品销售 182.30 万辆，同比增长 29.85%；摩托车发动机销量 145.8 万台，同比增长 18.44%；2024 年，公司摩托车产品实现销售收入 126.88 亿元，同比增长 34.02%，公司自主摩托车发动机产品实现销售收入 19.32 亿元，同比增长 8.86%。公司摩托车及发动机产品实现毛利率 17.94%，同比小幅增长 0.09pct。

图 40：摩托车及发动机销量（万台；万辆）



资料来源：公司公告、招商证券

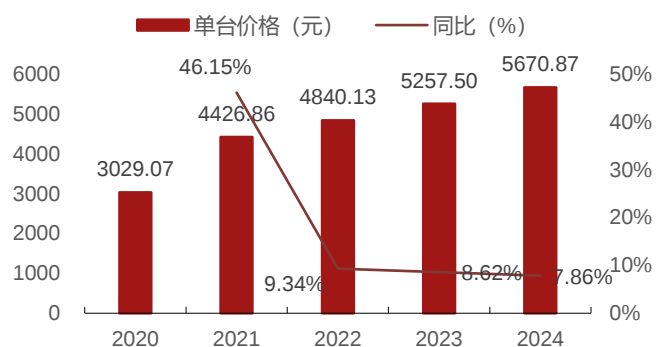
图 41：摩托车及发动机业务营收及毛利率（亿元；%）



资料来源：公司公告、招商证券

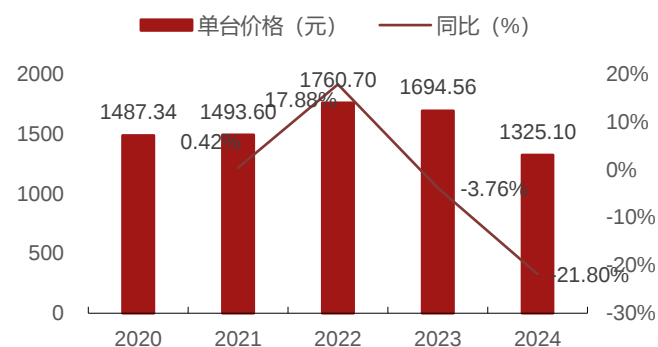
受益于产品结构优化，摩托车及发动机单台售价稳步提升。随着摩托车行业的发展以及公司大排量、高附加值产品的推广，公司摩托车及发动机平均单价呈上升趋势。2024 年单台摩托车平均售价为 5670.87 元，同比增长 7.86%；单台发动机平均售价达 1325.10 元，同比下降 21.80%。

图 42：隆鑫通用摩托车单台均价及同比（元；%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 43：隆鑫通用发动机单台均价及同比（元；%）



资料来源：公司公告、招商证券

2、通机业务稳步拓展，营收触底反弹

通机业务以园林终端与发电机组为主。目前公司代表性园林终端产品包括骑乘式割草机、割草机器人。公司持续加大在园林终端产品的研发投入和智能制造能力建设，在高端园林机械及电动终端产品领域实现突破。2024 年，公司成功研发锂电版骑乘式割草机并批量交付，实现从燃油到电动的拓展，产品矩阵进一步丰富。智能化方面，公司自主研发的智能割草机器人突破性取消传统 RTK（实时动态定位）基站依赖，通过自主研发的纯视觉融合技术，真正实现“放入即用”的极致便捷的使用体验。公司发电机组业务主要通过子公司广州威能运营，产品通过多燃料设计提升设备的适应性和经济性，覆盖家用、商用及工业领域的场景需求。

图 44：公司全新纯视觉导航割草机器人



资料来源：公司公众号、招商证券

图 45：广州威能主要产品为发电机组



资料来源：公司官网、招商证券

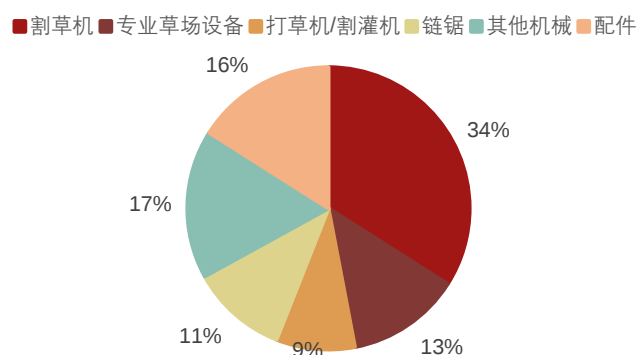
目前公司通机产品以外销为主，非美市场持续拓展。受美国“双反”（反倾销、反补贴）政策等不利因素的影响，行业需求近几年有所下滑。公司积极推进全球多元化市场策略，逐步降低对北美市场的依赖，通机业务抗风险能力逐步提升。2023年，公司与全球顶尖园林产品品牌 Husqvarna 合作的首款燃油骑乘式割草机在欧洲市场批量上市销售。随着公司与宗申动力进行业务整合，龙头效应将愈发显现。2024年，公司通机业务非美市场实现销售收入 24.44 亿元，同比增长 33.60%。

图 46：Husqvarna 为全球领先林业、园艺设备制造商



资料来源：公司官网、招商证券

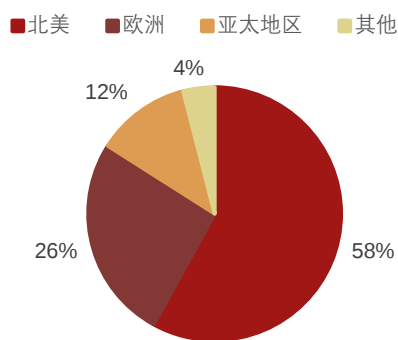
图 47：全球园林机械行业细分市场的需求占比（%）



资料来源：观研天下数据中心、招商证券

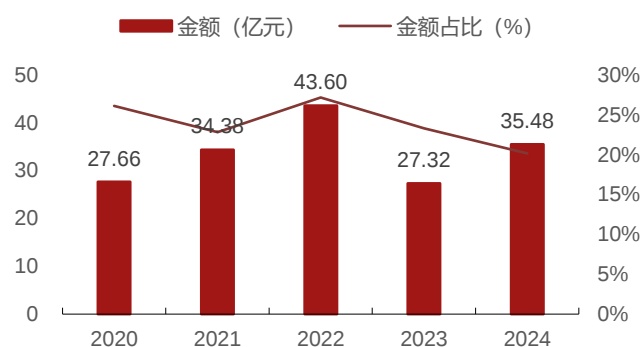
园林终端产品为必需品，消费需求相对稳定。在欧美等发达国家和地区，由于土地资源较为丰富、居民生活水平较高，以及受热衷打理草坪的人文环境和家庭理念影响，众多家庭都会在花园庭院的打理投入时间、精力和物力，园林机械产品是很多国家居民的生活必需品。因此，欧美地区长期为全球园林机械行业最主要两大市场，市场规模占比合计超 70%。从中国出口情况来看，美国是主要出口市场之一，出口金额占比超 20%。

图 48：全球园林机械行业市场规模地区分布（%）



资料来源：观研天下数据中心、招商证券

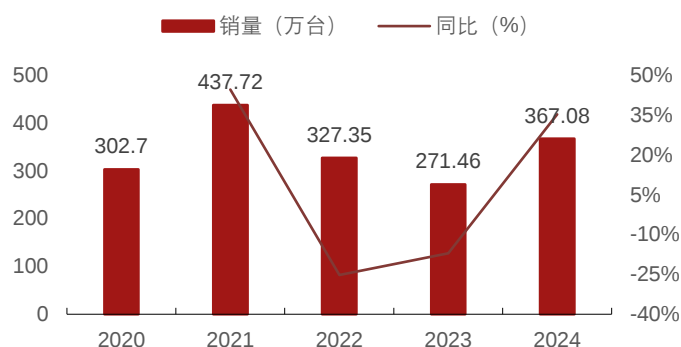
图 49：中国出口美国割草机金额及美国占比（亿元；%）



资料来源：海关总署、招商证券

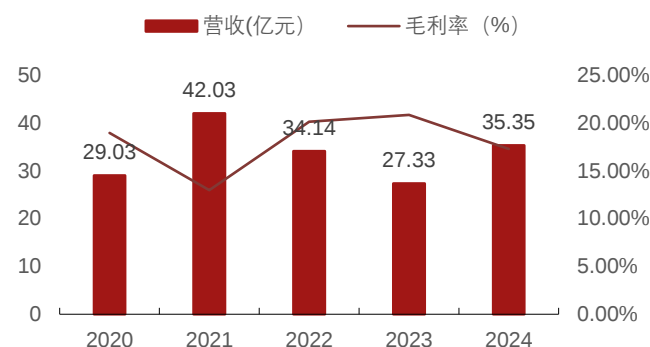
营收回升，盈利承压。2022-2023 年受美国“双反”政策的影响，公司通机业务收入连续下滑。2024 年，公司通用机械业务实现销售收入 35.35 亿元，同比增长 29.32%，毛利率 17.30%，主要原因系公司持续完善通用机械产品矩阵，拓展新品类产品，并推进多元化市场策略，大力拓展非美市场。

图 50：公司通机销量及同比（万台；%）



资料来源：公司公告、招商证券

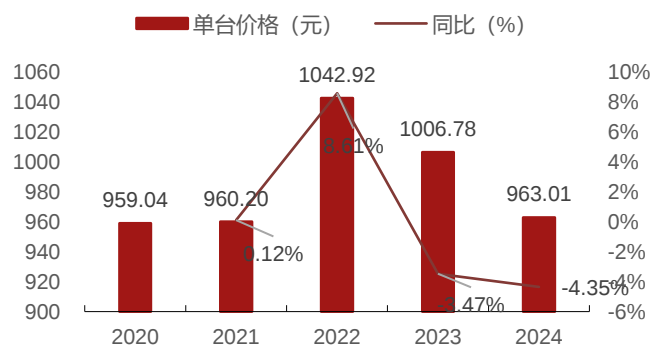
图 51：公司通机业务营收及毛利率（亿元；%）



资料来源：公司公告、招商证券

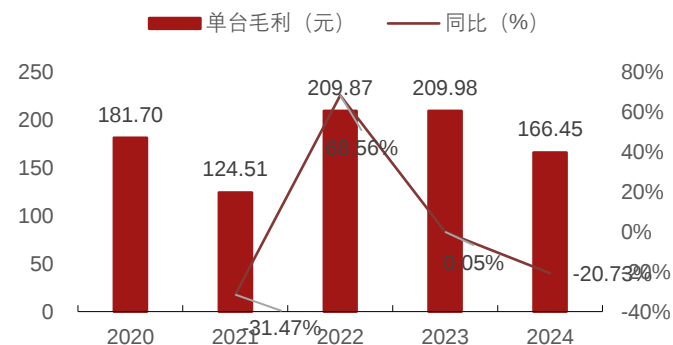
由于行业竞争加剧，市场需求波动，公司通机业务平均售价及平均毛利均有所下降。2024 年，公司通机单台价格 963.01 元，同比下降 4.35%；单台毛利 166.45 元，同比下降 20.73%。

图 52：公司通机单台均价及同比（元；%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 53：公司通机单台毛利及同比（元；%）



资料来源：公司公告、招商证券

三、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

摩托车整车：我们预计 2025、2026、2027 年，分别实现营收 127.81、150.85、176.51 亿元，yoy 分别+23%、+17%、+16%。未来，公司将继续完善产品矩阵，以爆品引爆市场，从“产品出海”到“品牌出海”。公司一方面将继续深耕欧洲市场，打造西班牙、意大利市场标杆效应，借助无极在欧洲市场的品牌势能，深化布局拉美、东南亚等其他市场，实现“1+N”市场协同发展；另一方面，无极将坚持全球化市场策略，针对多元化市场开发差异化产品，持续加大在渠道和营销的投入，逐渐由国内头部品牌成长为国际一线品牌。

摩托车发动机：我们预计 2025、2026、2027 年，分别实现营收 21.99、23.68、25.46 亿元，yoy 分别+16%、+12%、+12%。目前，公司发动机产品已形成两轮通勤动力、踏板动力、中大排动力、越野动力、三轮专用动力、四轮专用动力等完备的发动机产品矩阵，特别是在自主研发的多缸、大排量产品升级上取得显著成果，支撑公司全品类、全排量段自主品牌产品发展。公司具备强大的高热效率高功重比的动力产品自主研发能力，能够持续为国内外头部品牌提供动力系统解决方案。

通机业务：我们预计 2025、2026、2027 年，分别实现营收 42.21、49.56、53.82 亿元，yoy 分别+25%、+20%、+15%。后续通机产品矩阵将持续丰富，通过推进多元化市场策略，“老客户稳份额，新客户寻突破”，公司通机业务也将稳健增长。

2025、2026、2027 年，公司合计营收预计分别为 201.87、233.92、265.60 亿元，yoy 分别为 20%、16%、14%。大排量摩托车盈利水平高于中低排量车型，同时外销产品盈利情况更好，因此随着大排量摩托车出口大幅提升以及供应链管理优化，公司整体毛利率也将显著提升。公司无极品牌已成长为国内高端摩托车的头部品牌，并在欧洲市场形成品牌知名度和市场影响力，深受消费者喜爱，后续将持续为公司提供强劲增长动能。

表 2：公司业绩预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
摩托车整车营收(亿元)	73.81	103.38	127.81	150.85	176.51
摩托车销量(万辆)	140.39	182.3	224.23	262.35	304.32
摩托车 yoy	12.50%	29.85%	23.00%	17.00%	16.00%
摩托车 ASP(元)	5257.50	5670.87	5700	5750	5800
发动机营收(亿元)	20.86	19.32	21.99	23.68	25.46
发动机销量(万台)	123.10	145.8	169.13	189.42	212.15
发动机 yoy	16.34%	18.44%	16.00%	12.00%	12.00%
发动机 ASP(元)	1694.56	1325.10	1300	1250	1200
通机营收(亿元)	27.33	35.35	42.21	49.56	53.82
通机销量(万台)	271.46	367.08	458.85	550.62	633.21

通机 yoy	-17.07%	35.22%	25.00%	20.00%	15.00%
通机 ASP (元)	1006.78	963.01	920	900	850
摩托车+发动机+通机营收合计(亿元)	122.00	158.05	191.87	223.92	255.60
其他业务营收 (亿元)	8.66	10.17	10.00	10.00	10.00
合计营收	130.66	168.22	201.87	233.92	265.60
yoy	5.29%	28.75%	20%	16%	14%
毛利率	18.54%	17.58%	20.5%	20.5%	21.0%

资料来源: wind, 招商证券;

2、投资建议

(1) 摩托车业务: 大排量“无极”品牌高速增长, 竞争力强劲。公司是国内头部大型摩托车企业, 产品种类丰富, 品牌定位清晰。

无极品牌已成长为国内高端摩托车的头部品牌, 并在欧洲市场形成品牌知名度和市场影响力。未来, 公司一方面将继续深耕欧洲市场, 打造西班牙、意大利市场标杆效应, 借助无极在欧洲市场的品牌势能, 深化布局拉美、东南亚等其他市场, 实现“1+N”市场协同发展; 另一方面, 无极将坚持全球化市场策略, 针对多元化市场开发差异化产品, 持续加大在渠道和营销的投入, 逐渐由国内头部品牌成长为国际一线品牌。

公司爆款产品持续热销, SR250GT 上市备受关注, 重新定义休闲运动踏板市场; CU525 持续热销, 产品生命周期管理效果显著, 已奠定同级别巡航车王者地位; DS900X 全年销量破万台, 在国内 800cc 以上摩托车出口总量占比超 95%, 获得欧洲消费者高度认可。同时, 公司推出 CU250、RR660S 等多款战略新品。CU250 为公司首款搭载 V 型双缸动力的复古巡航机车; RR660S 仿赛车型搭载公司自研的直列四缸动力, 运用可变排气技术, 为消费者带来独家可变声浪体验, 满足消费者个性化需求, 进一步完善公司全品类全排量段产品矩阵, 持续增强无极品牌市场竞争力。

2024 年, 公司无极系列产品实现销售收入 31.54 亿元, 同比增长 111.43%。其中国内实现销售收入 18.08 亿元, 同比增长 114.45%; 出口实现销售收入 13.46 亿元, 同比增长 107.50%, 其中欧洲市场实现销售收入 10.21 亿元, 同比增长 133.38%。2025 年 1 季度, 公司无极系列产品实现销售收入 8.57 亿元, 同比增长 41.75%, 其中 250cc 以上产品实现销售收入 6.01 亿元, 同比增长 81.20%。无极产品出口销售收入 5.42 亿元, 同比增长 93.40%, 其中 250cc 以上实现销售收入 4.23 亿元, 同比增长 119.48%。

(2) 通用机械业务: 行业周期向上, 积极拓展非北美业务。公司以园林终端与发电机组为主, 高端化、智能化趋势明显。此外, 公司积极推进全球多元化市场策略, 逐步降低对北美市场的依赖, 通机业务抗风险能力逐步提升。

投资建议: 公司是国内摩托车和通机领域头部企业, 摩托车出口规模连续十九年行业第一, 大排量摩托车国内市占率第三, “无极”品牌深受消费者喜爱, 大排量摩托车需求旺盛, 公司积极拓展优化产品矩阵和营销渠道, 内外销均大幅增长。

同时公司也在布局数字能源和低空经济等潜力业务，长期增长动能充沛。我们预计 2025、2026、2027 年公司分别实现归母净利润 17.93、20.88、24.95 亿元，对应 PE 分别为 14.9、12.8、10.7 倍，首次给予“强烈推荐”投资评级。

四、风险提示

1、贸易摩擦风险

受全球贸易摩擦加剧的影响，特别是高贸易壁垒国政策变化，将推高该国客户的采购成本，导致出口该市场的产品订单数量下降。

2、汇率变动风险

公司产品出口收入占公司整体收入达到 64.74%，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。

五、PE-PB Band

图 54：隆鑫通用历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 55：隆鑫通用历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9752	12100	13533	15669	18118
现金	5548	6760	7170	8296	9757
交易性投资	56	0	0	0	0
应收票据	35	18	21	25	28
应收款项	1174	1588	1906	2209	2508
其它应收款	197	297	357	413	469
存货	703	1003	1161	1346	1518
其他	2040	2434	2917	3380	3837
非流动资产	4189	3969	3833	3715	3613
长期股权投资	10	1	1	1	1
固定资产	2427	2346	2278	2221	2173
无形资产商誉	848	636	573	515	464
其他	904	986	981	978	975
资产总计	13942	16069	17365	19384	21731
流动负债	5214	6507	6936	7809	8627
短期借款	303	301	0	0	0
应付账款	2720	3399	3935	4559	5144
预收账款	254	491	568	659	743
其他	1937	2316	2433	2591	2739
长期负债	299	281	281	281	281
长期借款	0	0	0	0	0
其他	299	281	281	281	281
负债合计	5513	6788	7217	8090	8908
股本	2054	2054	2054	2054	2054
资本公积金	33	48	48	48	48
留存收益	6166	7076	8047	9313	10987
少数股东权益	176	103	(1)	(121)	(266)
归属于母公司所有者权益	8253	9178	10149	11415	13089
负债及权益合计	13942	16069	17365	19384	21731

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2403	2122	1628	2024	2359
净利润	474	1056	1689	1967	2351
折旧摊销	443	507	446	428	413
财务费用	(22)	(29)	(160)	(160)	(160)
投资收益	(29)	(32)	(74)	(74)	(74)
营运资金变动	1566	668	(274)	(137)	(171)
其它	(29)	(49)	0	0	0
投资活动现金流	(190)	(767)	(237)	(237)	(237)
资本支出	(536)	(675)	(310)	(310)	(310)
其他投资	345	(92)	74	74	74
筹资活动现金流	(405)	(330)	(981)	(661)	(661)
借款变动	(231)	(291)	(319)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	15	15	0	0	0
股利分配	(164)	(205)	(821)	(821)	(821)
其他	(26)	151	160	160	160
现金净增加额	1808	1025	411	1126	1461

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13066	16822	20187	23392	26560
营业成本	10644	13864	16048	18597	20982
营业税金及附加	246	333	399	463	526
营业费用	215	274	303	351	398
管理费用	581	595	707	819	930
研发费用	457	513	606	702	797
财务费用	(76)	(157)	(160)	(160)	(160)
资产减值损失	(388)	(185)	(300)	(300)	(300)
公允价值变动收益	(14)	(77)	(77)	(77)	(77)
其他收益	104	119	119	119	119
投资收益	29	32	32	32	32
营业利润	730	1289	2057	2395	2861
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	174	17	17	17	17
利润总额	558	1276	2044	2381	2847
所得税	84	219	355	414	496
少数股东损益	(109)	(65)	(104)	(121)	(144)
归属于母公司净利润	583	1121	1793	2088	2495

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	5%	29%	20%	16%	14%
营业利润	24%	77%	60%	16%	19%
归母净利润	11%	92%	60%	16%	20%
盈利能力					
毛利率	18.5%	17.6%	20.5%	20.5%	21.0%
净利率	4.5%	6.7%	8.9%	8.9%	9.4%
ROE	7.3%	12.9%	18.6%	19.4%	20.4%
ROIC	6.3%	10.2%	15.8%	17.2%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	42.2%	41.6%	41.7%	41.0%
净负债比率	2.3%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3
存货周转率	13.9	16.3	14.8	14.8	14.7
应收账款周转率	9.9	12.0	11.4	11.2	11.1
应付账款周转率	4.4	4.5	4.4	4.4	4.3
每股资料(元)					
EPS	0.28	0.55	0.87	1.02	1.22
每股经营净现金	1.17	1.03	0.79	0.99	1.15
每股净资产	4.02	4.47	4.94	5.56	6.37
每股股利	0.10	0.40	0.40	0.40	0.40
估值比率					
PE	45.8	23.8	14.9	12.8	10.7
PB	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	26.2	17.6	11.4	10.0	8.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。