

隆鑫通用 (603766)

无极品牌加速成长，聚焦主业再度出发

买入 (首次)

2025年06月08日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 赖思旭

执业证书: S0600124060006

laisx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	13,066	16,822	20,877	24,021	26,423
同比 (%)	5.29	28.74	24.11	15.06	10.00
归母净利润 (百万元)	583.42	1,121.27	1,871.23	2,287.56	2,567.59
同比 (%)	10.65	92.19	66.88	22.25	12.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.28	0.55	0.91	1.11	1.25
P/E (现价&最新摊薄)	50.05	26.04	15.61	12.77	11.37

股价走势



投资要点

- **摩托车行业领跑者，从代工到三大品牌自主车企。**公司为深耕摩托车行业三十年的行业领先企业，早期以发动机为主业，2005年起为宝马代工摩托车发动机，2015年起为其代工摩托车整车，20年间合作不断深入，沉淀出优秀的制造和品控能力。2018年公司推出自主品牌无极，正式进军大排量摩托车市场，当前公司已形成“VOGE+LONCIN+BICOSE”三大品牌矩阵。2019-2024年，公司营收从106亿元增长到168亿元，5年CAGR 9.6%，归母净利润从6.23亿元增长至11.2亿元，5年CAGR 12.4%。
- **战略聚焦重塑增长动能，宗申入主强强联合。**1) **战略转型：**早期公司业务分散多变，通过对外收购等方式拓展各类新兴业务，收购公司经营不佳+商誉减值造成业绩拖累；2021年公司进行重大战略转型，聚焦“摩托车+通机”主业，剥离亏损业务，24年商誉减值已计提完毕，有望轻装上阵。2) **股权重组落地：**24年12月股权重整顺利落地，公司实控人变更为左宗申，宗申集团旗下摩托车业务有望整合进公司体内，有望充分发挥协同效应，带动公司成为国内第一大摩托车企。
- **无极复盘：打造无极品牌，进军大排量玩乐车市场。**公司于2018年推出无极品牌，前期爆发后2022年经历调整，2023年重回增长通道，期间公司多方面能力改善。1) **产品：**公司从工业品思维向消费品思维转变，爆品打造能力提升，2023-2024年新推出产品如CU525、DS525X、DS900X在细分市场领先，同时公司2023年起每年新推产品达5-7款，新品数量显著增加、产品矩阵持续完善，与海外竞品相比，公司产品性能相当的同时价格仅为进口车1/2，与国产竞品相比，公司品控+性价比具备优势；2) **渠道：**公司持续开拓国内外销售网点，截至2024年底，公司国内销售网点990个，海外销售网点1165个；3) **营销：**线上多平台发力共同营销，聘请代言人进行宣传，品牌形象逐渐年轻化。
- **成长展望：大排量摩托车空间广阔，无极品牌势能向上。**1) **行业空间广阔：**内销方面，2024年内销大排量渗透率7%，对标日本可看2-3倍空间；出口方面，海外摩托车总销量4000万辆以上，其中大排量销量约350万辆，为国内8-9倍，中国品牌全球份额提升空间充足。2) **无极新品周期向上：**公司产品矩阵相对完善，覆盖150-900CC排量段的各类车型，将充分受益于行业β，同时25年推出重磅新品DS800 Rally、CU625、SR150S等，我们看好无极品牌持续势能向上。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2025~2027年营业收入分别为208.8/240.2/264.2亿元，归母净利润分别为18.7/22.9/25.7亿元，对应EPS分别为0.9/1.1/1.25元，对应PE分别为15.6/12.8/11.4倍。考虑公司无极品牌势能持续向上，营收利润处于快速增长期，且中长期空间较大，我们认为隆鑫通用应享受更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**海外经济波动，摩托车市场价格战，贸易战加剧，原材料价格大幅波动。

市场数据

收盘价(元)	14.22
一年最低/最高价	5.68/14.72
市净率(倍)	3.01
流通A股市值(百万元)	29,201.37
总市值(百万元)	29,201.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.72
资产负债率(% ,LF)	42.58
总股本(百万股)	2,053.54
流通A股(百万股)	2,053.54

内容目录

1. 公司简介：摩托车行业领跑者，三大自主品牌车企	5
1.1. 发展历史：从代工厂到自主品牌车企，深耕摩托车行业三十年	5
1.2. 财务分析：营收稳步增长，22 年迎来利润拐点	7
2. 公司变革：聚焦主业轻装上阵，宗申入主强强联合	9
2.1. 战略转型：21 年为战略拐点，聚焦主业再出发	9
2.2. 股权重整：股权重整顺利落地，宗申入主强强联合	12
3. 无极复盘：打造自主品牌无极，进军大排量玩乐摩托车市场	14
3.1. 代工宝马积累制造能力，推出自主品牌无极	14
3.2. 复盘：无极品牌经历爆发-调整-增长三阶段	15
4. 成长展望：大排量摩托车空间广阔，无极品牌势能向上	22
4.1. 行业展望：出口+大排量引领行业增长	22
4.2. 无极展望：产品矩阵逐步完善，品牌势能持续向上	25
4.3. 其他业务：全地形车成长可期，通路车稳中有升	28
4.4. 分红展望：现金流表现良好，在手现金充沛，未来有望维持较高分红	30
5. 盈利预测	31
6. 风险提示	33

图表目录

图 1: 隆鑫通用历史重大事件.....	6
图 2: 2013-2024 年隆鑫通用营业收入及同比	8
图 3: 2013-2024 年隆鑫通用归母净利润及同比	8
图 4: 2013-2024 年隆鑫通用毛利率及销售净利率	8
图 5: 2013-2024 年隆鑫通用期间费用率	8
图 6: 2019-2024 年公司各业务营收占比 (%)	9
图 7: 2019-2024 年公司各业务毛利率 (%)	9
图 8: 2011-2017 年公司摩托车收入及增速.....	9
图 9: 2011-2020 年公司摩托车占收入比.....	9
图 10: 2018-2024 年公司减值情况 (亿元)	10
图 11: 2020-2023 年剥离非核心业务情况.....	11
图 12: 2015-2024 年非核心业务子公司净利润 (亿元)	11
图 13: 2018-2024 年减值及还原后归母净利润 (亿元)	12
图 14: 2014-2024 年公司商誉 (亿元)	12
图 15: 2024 年股权重整前股权结构.....	12
图 16: 2024 年股权重整后股权结构 (截至 2025 年 6 月 6 日)	13
图 17: 2005 年至今隆鑫与宝马合作历程.....	14
图 18: 无极品牌 Logo 与宣传标语	14
图 19: 2018 年无极发布会产品矩阵.....	14
图 20: 2018-2024 年无极销量及同比	15
图 21: 2018-2024 年无极出口和内销营收及占收入比	15
图 22: 2018-2025 年无极新品推出情况	16
图 23: 摩托范口碑榜车型排名 (截至 2025 年 5 月 6 日)	17
图 24: 2022-2024 年无极 400-500cc 销量 (辆)	20
图 25: 2022-2024 年无极 500-800cc 销量 (辆)	21
图 26: 2022-2024 年无极 800cc+销量 (辆)	21
图 27: 截至 2025 年 3 月国内加盟门店分布图.....	21
图 28: 2020-2024 年无极国内外销售网点数 (个)	21
图 29: 无极机车小红书账号主页及代言人.....	22
图 30: 各品牌抖音账号粉丝数 (万人, 截至 2025 年 4 月 10 日)	22
图 31: 2016-2024 年燃油摩托内销、出口销量及同比 (万台, %)	22
图 32: 2019-2024 年大排量销量及同比 (万台, %)	23
图 33: 2019-2024 年大排量摩托车整体渗透率 (%)	23
图 34: 1993-2024 年日本摩托车注册量及中大排量渗透率 (万台, %)	24
图 35: 2023 年中国和日本每万人大排量保有量 (辆)	24
图 36: 2023 年中国和日每万人大排量销量 (辆)	24
图 37: 当前无极产品矩阵.....	26
图 38: DS800 Rally 产品示意图	26
图 39: 当前公司全地形车产品矩阵.....	29
图 40: 2018-2024 年公司通路车收入及同比增速	29
图 41: 2024 年墨西哥市场格局.....	30
图 42: 2024 年哥伦比亚市场格局.....	30

图 43: 公司电摩产品推出时间线.....	30
图 44: 2015-2024 年公司净现金 (亿元)	31
图 45: 2013-2024 年公司 OCF/净利润.....	31
图 46: 2013-2024 年公司历年分红总额及分红率	31
表 1: 公司管理层团队及其履历.....	6
表 2: 公司业务矩阵.....	7
表 3: 2019-2024 年公司减值来源	10
表 4: 公司历年发展战略梳理.....	11
表 5: 2024 年头部车企摩托车销量及市占率.....	13
表 6: 无极 CU525 竞品分析	18
表 7: 无极 DS900X 竞品分析.....	19
表 8: 无极 RR660S 竞品分析	19
表 9: 2024 年海外摩托车市场梳理.....	25
表 10: 无极 CU625 竞品分析	27
表 11: 无极 RR500S 竞品分析.....	28
表 12: 2025-2027 年公司分业务收入与毛利预测	32
表 13: 隆鑫通用可比公司估值比较 (截至 2025 年 6 月 6 日)	33

1. 公司简介：摩托车行业领跑者，三大自主品牌车企

隆鑫通用动力股份有限公司创立于 1993 年，前身为“重庆隆鑫交通机械厂”，2012 年于上海证券交易所成功挂牌上市。公司自创立起，以摩托车与通机业务为核心，从摩托车发动机代工业务起步，通过与德国 BMW 等全球知名企业合作，积累深厚技术底蕴，构建深厚技术壁垒。其后锚定整车领域，推出高端自主品牌无极 VOGE，打造多个爆款车型；顺应行业新能源环保转型趋势，持续布局新能源赛道，发布电动摩托车品牌“茵未 BICOSE”。凭借持续创新与开放合作，隆鑫通用产品矩阵丰富多样，畅销中国、欧洲、拉美等市场，影响力不断攀升。

1.1. 发展历史：从代工厂到自主品牌车企，深耕摩托车行业三十年

以代工为根基，逐步积累成长。隆鑫通用成立于 1993 年，发轫于摩托车发动机代工业务，凭借专业化制造能力逐步建立行业竞争优势。1998 年推出首款摩托车产品，标志着企业向整车制造领域的拓展。2005 年，公司与德国 BMW 建立合作关系，承接摩托车发动机代工业务，并于 2015 年与 BMW 签订战略合作协议，开启宝马整车代工历程。在起步积累阶段，隆鑫通用通过持续的技术创新与市场拓展，形成了完善的制造体系与严格的质量控制标准，积累了丰富的技术研发经验与市场资源，为后续发展奠定坚实基础。

扩张发展阶段，打造三大自主品牌。进入扩张发展阶段，企业基于核心制造能力，逐步向通用机械领域延伸，并进军全地形车、高端摩托车等细分市场。2018 年，隆鑫通用推出高端自主品牌无极 VOGE，正式切入大排量玩乐车市场，标志着企业从代工制造向自主品牌建设的战略转型。近年来，公司持续深化品牌战略，2022 年发布电动摩托车品牌“茵未 BICOSE”，形成“VOGE+LONCIN+ BICOSE”三大品牌矩阵，实现了品牌定位的差异化与产品矩阵的多元化，有效提升品牌市场影响力与综合竞争力。同时，公司积极实施国际化战略，重点开拓欧洲、拉美等海外市场，通过本地化运营与市场深耕，进一步提升了企业的全球市场份额与品牌国际知名度。

图1：隆鑫通用历史重大事件



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

管理团队深耕行业多年，技术经验丰富。2024年公司经历股权重整，隆鑫通用控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造，实际控制人由涂建华变更为左宗申。新任董事长李耀担任摩托车商会副会长，为行业内领军人物。公司管理层团队整体保持稳定，均在公司任职多年，深耕行业，具备丰富的技术经验。

表1：公司管理层团队及其履历

姓名	职务	简介
李耀	董事长	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、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。2024年8月至今，任隆鑫通用第五届董事会董事。
龚晖	总经理	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，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	2015年1月至今任公司财务总监。
陈艺方	副总经理	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。2023年4月21日至今任公司副总经理。
黎军	副总经理	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、摩托车事业部机车公司总经理等职务；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。
余波	副总经理	2003年至2019年7月就职于隆鑫工业集团、隆鑫通用动力股份有限公司，历任国内销售公司企管部部长助理、信息化部部长等职务。2019年7月至2021年12月任公司信息总监，2021年11月至2024年8月任公司副总经理。
叶珂伽	董秘	2015年至2021年9月任证券部副部长、部长及证券事务代表。2021年9月至今任公司董事会秘书。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务覆盖摩托车+通用机械，摩托车包含VOGE+LONCIN+BICOSE三大自主品牌、代工业务及发动机。2024年，公司摩托车和通用机械分别占营业收入的76.0%和21.2%。在摩托车整车领域，无极VOGE作为自主高端玩乐型摩托车品牌，拥有踏板、拉力、巡航、太子等六大车型，产品矩阵不断丰富，国内外市场销量与品牌影响力攀升显著，成为营收增长的重要动力；隆鑫LONCIN全地形车积极开拓海外版图，布局ATV、UTV等产品；宝马及其他OEM代工业务凭借长期稳定合作，积累深厚经验，摩托车出口量与销售额稳居行业第一；茵未BICOSE填补电摩产品空白，探寻新增长契机。摩托车发动机业务广泛覆盖50cc-1000cc排量区间，包括单、双、三缸及四缸机型，适配弯梁车、越野车等多样车型，超70款产品彰显其强大的适配能力与市场覆盖广度。通用机械业务则稳步推进全球多元化市场战略，逐步降低对美国市场的依赖，于2024年实现收入增速转正。

表2：公司业务矩阵

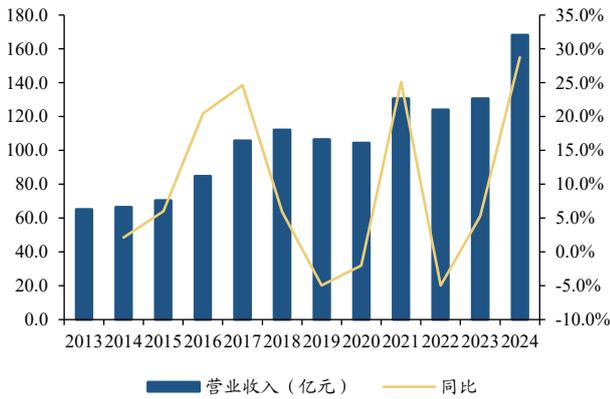
业务类型	具体业务线	相关信息
摩托车整车	无极VOGE 高端摩托车	自主高端摩托品牌，拥有仿赛、太子巡航等六大产品系列，产品矩阵不断丰富，国内外销量、品牌度增长迅猛，已成为营收增长的重要动力
	隆鑫LONCIN 全地形车	全面布局ATV、UTV、SSV全地形车产品，海外市场不断开拓与宝马长期合作业务稳定，代工积累经验丰富，摩托车出口量与销售额常年行业第一
	茵未BICOSE 高端电摩	补齐电摩产品缺口，寻求新增长点
摩托车发动机	覆盖50cc-1000cc 排量段的单缸、双缸和四缸发动机	主要生产两轮摩托车发动机、三轮摩托车发动机、全地形车发动机，涵盖弯梁车、越野车、踏板车、骑士车等多种车型，超70款发动机产品
通用机械	涵盖79cc-999cc 的通用动力发动机、1-20kW 的家用小型发电机组、储能电源等	积极推进全球多元化市场策略，对美国市场依赖度下降，24年通机业务收入增速转正

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 财务分析：营收稳步增长，22年迎来利润拐点

公司营收长期稳步增长，归母净利润自2022年起迎来拐点，重回增长通道。2021-2024年，公司营收由130.58亿元增长至168.22亿元，3年CAGR 8.8%，其中2022年受通机业务下滑+无极增长降速影响，公司营收有所下滑，23年摩托车主业拉动下营收重回增长。利润方面，2018-2021年，受公司主业增长乏力及资产减值影响，归母净利润持续下滑，2022年公司迎来利润拐点，2021-2024年归母净利润由3.8亿元增长至11.3亿元，3年CAGR 42.8%。

图2：2013-2024 年隆鑫通用营业收入及同比



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图3：2013-2024 年隆鑫通用归母净利润及同比



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

毛利率及期间费用率较为稳定，22年起净利率触底回升。公司近5年毛利率处于15%-20%区间；销售净利率自2019年起呈下降趋势，从2019年的5.7%下滑至2023年的3.6%，主要系减值影响较大，2024年回升至6.3%。公司期间费用率长期处于8%-10%的区间，整体较为稳定。

图4：2013-2024 年隆鑫通用毛利率及销售净利率



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

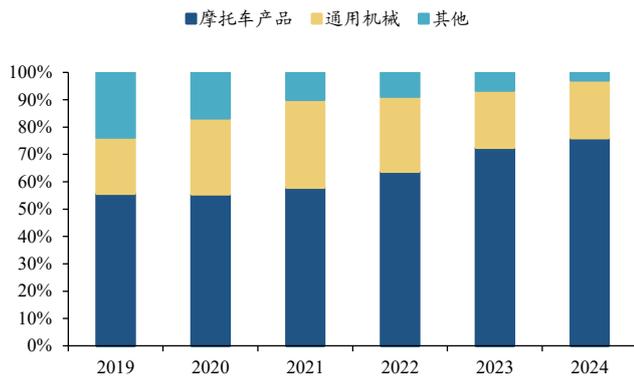
图5：2013-2024 年隆鑫通用期间费用率



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

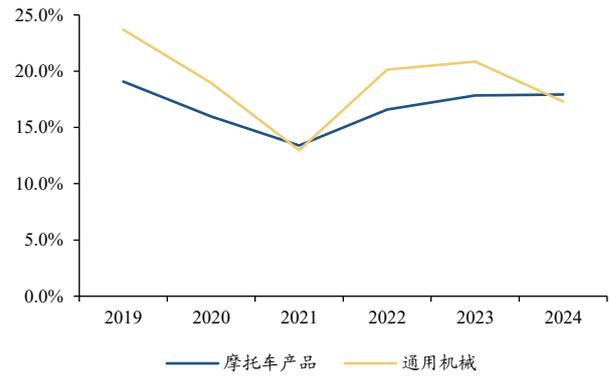
摩托车营收占比逐年上升，成为增长新动能。2019-2024年，公司摩托车业务营收占比从55.6%上升至76.0%，通用机械业务整体占比保持在20-30%区间内，其他业务占比较大下降。摩托车和通用机械业务毛利率变化趋势基本一致，近年来有所回升。2019-2021年摩托车与通用机械业务毛利率同时下降，分别从19.1%/23.7%下降至13.4%/13.0%，主要系原材料价格上涨与汇率波动所致。2021年后隆鑫通用与核心供应商建立战略合作关系，固定采购渠道与定价方式，两种业务毛利率均有所回升，2024年，摩托车与通用机械业务毛利率分别为17.9%和17.3%，回升明显。

图6：2019-2024 年公司各业务营收占比（%）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图7：2019-2024 年公司各业务毛利率（%）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

2. 公司变革：聚焦主业轻装上阵，宗申入主强强联合

2.1. 战略转型：21 年为战略拐点，聚焦主业再出发

早期公司业务多元分散，兼并收购是公司实现多元化发展的主要举措。2012 年起，受禁摩令影响及电动自行车替代，我国摩托车行业快速下行，2012-2016 年，公司摩托车收入增长乏力，期间公司开始进行多元化发展，重心聚焦于转型升级。

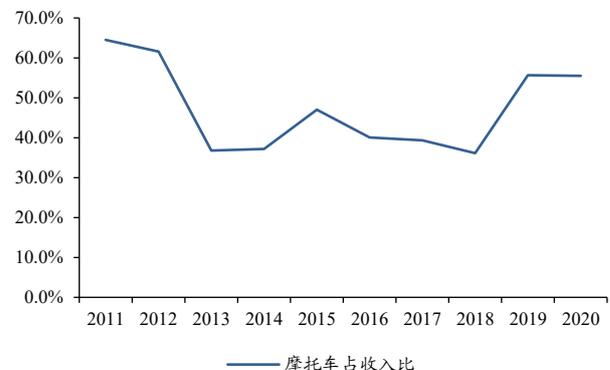
早期公司战略分散，摩托车业务占比有所下滑。2012 年，公司提出“3+3”业务发展，孵化大排量发动机、休闲机车、汽车类零部件三大新兴业务；2014 年起，公司提出“多元化”发展，拓展领域转变为微型电动车、无人直升机、农业智能装备等；2016 年起，公司提出“一体两翼”发展战略，通过“无人机+通航发动机”与“新能源机车+汽车零部件”的新兴业务，实现战略转型升级。2014-2015 年，公司先后参控股山东丽驰（微型车）、广东威能（柴发机组）、意大利 CMD（发动机零部件）等公司。公司摩托车收入占比从 2012 年的 61.5% 下降到 2018 年的 36.1%，而后小幅回升至 2020 年的 55.5%。

图8：2011-2017 年公司摩托车收入及增速



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

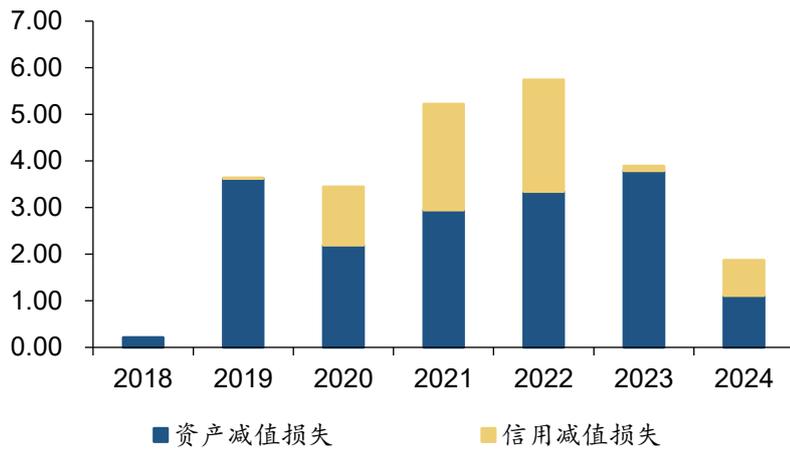
图9：2011-2020 年公司摩托车占收入比



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

历史复盘：内外因共同导致非核心业务发展不顺，非核心业务大额减值拖累公司业绩。2018年起，随着中美贸易战的爆发和疫情的影响，宏观经济环境波动巨大，直接影响了公司柴油发电机等业务；同时，山东丽驰、意大利CMD等新能源转型缓慢。内外因结合导致2018年以来各项业务营收下滑业绩亏损。2019年开始，对各个子公司的商誉减值占了资产减值损失的大部分，由于疫情影响，广州威能在2020年以后开始大额计提信用减值损失。2019-2024年间，减值损失占了归母净利润加回损失以后的利润的30%以上，最高到了58%。

图10：2018-2024年公司减值情况（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表3：2019-2024年公司减值来源

年份	减值合计 (亿元)	归母净利润 (亿元)	占比	资产减值 (亿元)	原因说明	信用减值 (亿元)	原因说明
2019	3.6	6.2	58%	3.6	计提山东丽驰、金业机械、意大利AMD商誉减值准备2.87亿元	0.0	-
2020	3.5	4.8	72%	2.2	对并购广州威能、CMD、金业机械形成的商誉计提减值损失1.25亿元	1.3	广州威能对客户东旭集团应收账款单项计提信用减值损失
2021	5.2	3.8	136%	3.0	对并购广州威能和CMD的商誉计提减值损失2.52亿元	2.3	广州威能及相关客户应收账款单项计提信用减值损失
2022	5.7	5.3	109%	3.3	金业机械因业绩未达预期，对其商誉计提减值损失2.40亿元	2.4	对CMD股权投资按持有待售价格差额计提减值，影响归母净利润1.34亿元
2023	3.9	5.8	67%	3.8	CMD股权转让相关减值损失	0.1	-
2024	1.9	11.2	17%	1.1	上年计提CMD持有待售减值	0.8	本年金业机械计提信用减值准备

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年为公司重要战略拐点，聚焦主业再出发。2021 年，公司首次提出聚焦“摩托车+通机”主业，围绕主业“做大做强、做精做透”，实现工业品向消费品的升级。我们认为：1) 这是公司由多元分散向聚焦主业的重大战略转折；2) 摩托车业务战略地位大幅提升；3) 摩托车业务上，公司工业品思维向消费品思维转变。

表4: 公司历年发展战略梳理

时间	发展战略
2012-2013 年	成为“ 低碳成套动力产品领先企业 ”，围绕“3+3”业务发展方向，保持“摩托车、摩托车发动机、通机产品”三大主营业务整体领先优势，孵化发展“大排量发动机、休闲机车、汽车零部件”三大新兴业务
2014 年	“同心 多元化 ”发展，成为“ 清洁动力系统服务提供商 ”，努力拓展微型电动车、无人直升机、智能电源、轻量化汽车零部件、农业智能装备等新兴业务
2015 年	聚焦转型升级， 推进“无人机+农业信息化、微型电动车、智能电源”三大战略新兴业务
2016-2020 年	以“成为 中国清洁动力紧相关领域 的榜样企业”为愿景，坚持“ 一体两翼 ”发展战略，“一体”指摩托车、发动机、发电机三大业务，要保持行业内“数一数二”的市场地位；“两翼”指“无人机+通航发动机”与“ 新能源机车+汽车零部件 ”的新兴业务，实现战略转型升级
2021 年至今	明确了聚焦“摩托车+通机”主业的发展战略，围绕主业“做大做强、做精做透”， 推进燃油产品向电动产品、机械产品向智能产品、中间产品向终端产品、贴牌代工向自主品牌转变，最终实现工业品向消费品的升级

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

逐步剥离非核心业务，财务拖累项消除。2018 年以后，公司无极摩托车的推出使得摩托车主业处于良好发展趋势，而 2020 年起外部环境的复杂多变及子公司的盈利不佳导致非核心业务对公司拖累严重，公司提出聚焦主业、做精做强的战略，陆续剥离非核心业务。2020 年，公司将山东丽驰的持股从 66%降低到了 19%，2021 年转移以物流业务为主的厚德物流全部股份；2023 年公司将持有的 CMD 全部股权转让给少数股东。

图 11: 2020-2023 年剥离非核心业务情况

时间	剥离公司	剥离前持股	剥离后持股	公司主业
2020年	山东丽驰	66%	19%	四轮低速电动车及新能源商用车生产销售
2021年	厚德物流	100%	0%	快递业务及机械零部件加工业务
2022年	隆鑫埃及公司	50%	0%	两轮/三轮摩托车、全地形车及零部件
2023年	意大利 CMD 股份	67%	0%	航空活塞式发动机及航空零部件

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

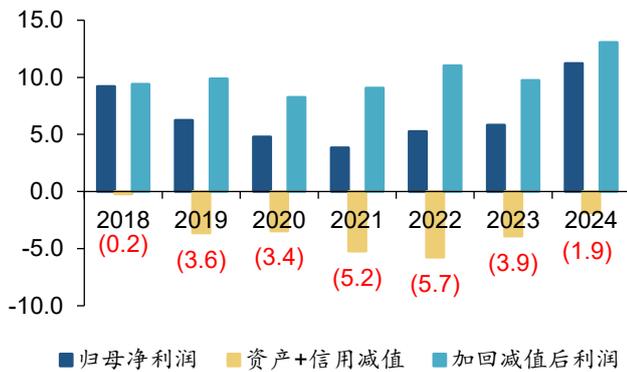
图 12: 2015-2024 年非核心业务子公司净利润 (亿元)



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

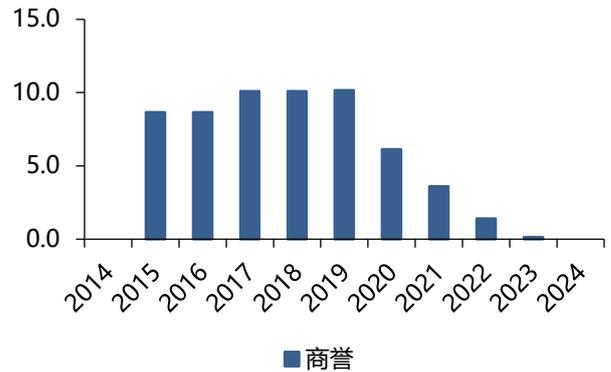
2024 年商誉归零，潜在负面影响消除。历史上，商誉减值大幅拖累公司利润。2019 年公司商誉高达 10 亿，2020 年起公司逐年进行商誉减值，截至 2024 年底已经归零，有效消除了潜在负面影响，后续不再存在商誉减值压力。剔除减值影响后，公司历年归母净利润波动不大，2018-2023 年公司加回减值后归母净利润基本在 8-11 亿区间波动，2024 年进一步增长。

图13: 2018-2024 年减值及还原后归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2014-2024 年公司商誉 (亿元)

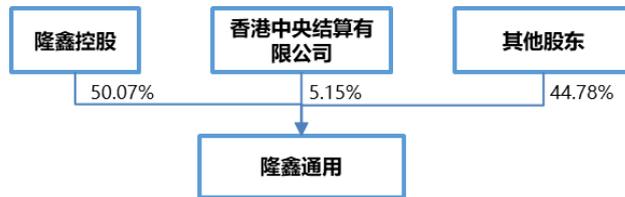


数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 股权重整: 股权重整顺利落地, 宗申入主强强联合

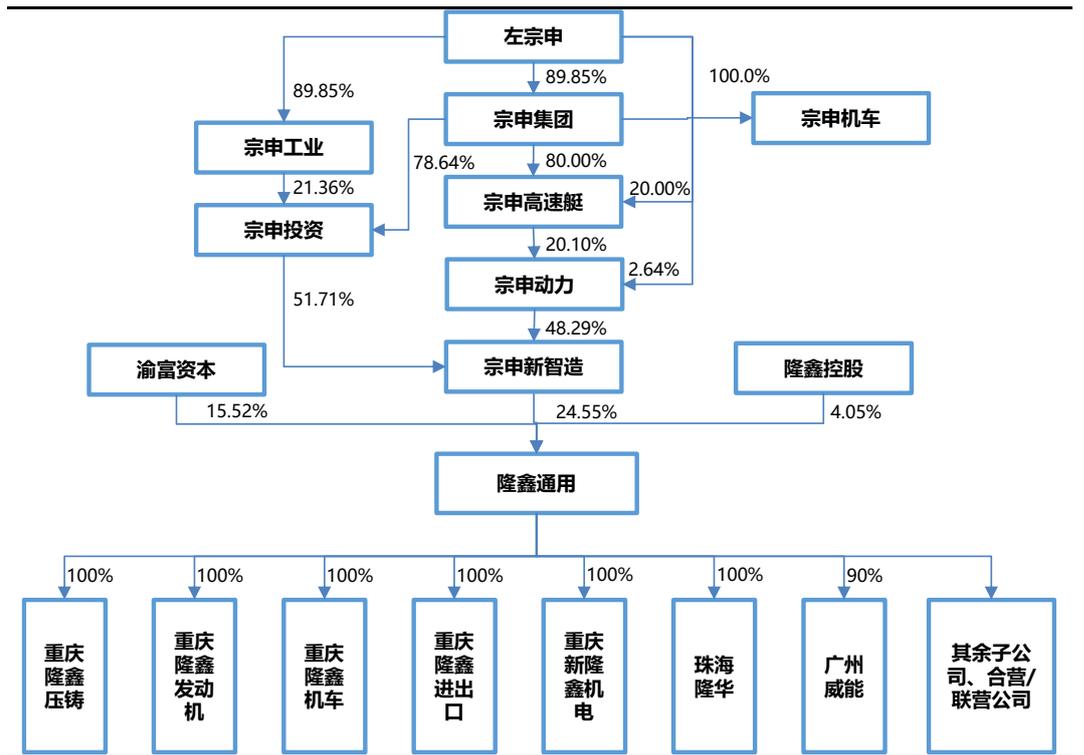
2024 年 12 月, 公司股权重整顺利落地。公司原控股股东为隆鑫控股, 实控人为涂建华先生。2024 年 7 月, 宗申新智造和渝富资本分别收购公司 24.6%、15.5% 股权; 2024 年 12 月股权过户完成, 控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造, 实际控制人由涂建华先生变更为左宗申先生。

图15: 2024 年股权重整前股权结构



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 2024年股权重整后股权结构 (截至2025年6月6日)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

隆鑫与宗申强强联合, 剑指国内第一大摩托车企。宗申为摩托车头部车企, 拥有大排量品牌赛科龙。2024年宗申摩托车总销量154.2万辆, 市占率7.7%, 为国内第三大摩托车企, 仅次于大长江和隆鑫。产品结构上, 宗申主要发力国内市场、且以小排量产品为主, 2024年, 宗申摩托车出口/内销市占率分别为5.5%/10.5%, 大排量产品在公司总销量中占比仅3.0%。大排量产品方面, 2024年, 宗申250cc以上大排量产品总销量4.7万辆, 市占率6.2%, 其旗下大排量品牌赛科龙具备良好产品力及品牌认知度, 在摩托范围产品品牌榜中位列第7。宗申与隆鑫股权整合落地后, 实控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。我们认为, 隆鑫与宗申强强联合, 业务协同效应良好, 未来隆鑫有望成为国内第一大摩托车企。

表5: 2024年头部车企摩托车销量及市占率

	大长江	隆鑫	宗申	春风	钱江
总销量(万辆)	194.0	180.3	154.2	30.8	44.0
总份额	9.7%	9.0%	7.7%	1.5%	2.2%
出口销量(万辆)	95.2	157.3	61.0	12.6	22.7
出口份额	8.6%	14.2%	5.5%	1.1%	2.1%
内销销量(万辆)	98.7	23.0	93.2	18.2	21.3
内销份额	11.1%	2.6%	10.5%	2.1%	2.4%
≥250cc销量	1.7	10.8	4.7	15.0	12.7

大排量份额	2.3%	14.2%	6.2%	19.8%	16.8%
大排量占比	0.9%	6.0%	3.0%	48.6%	28.8%

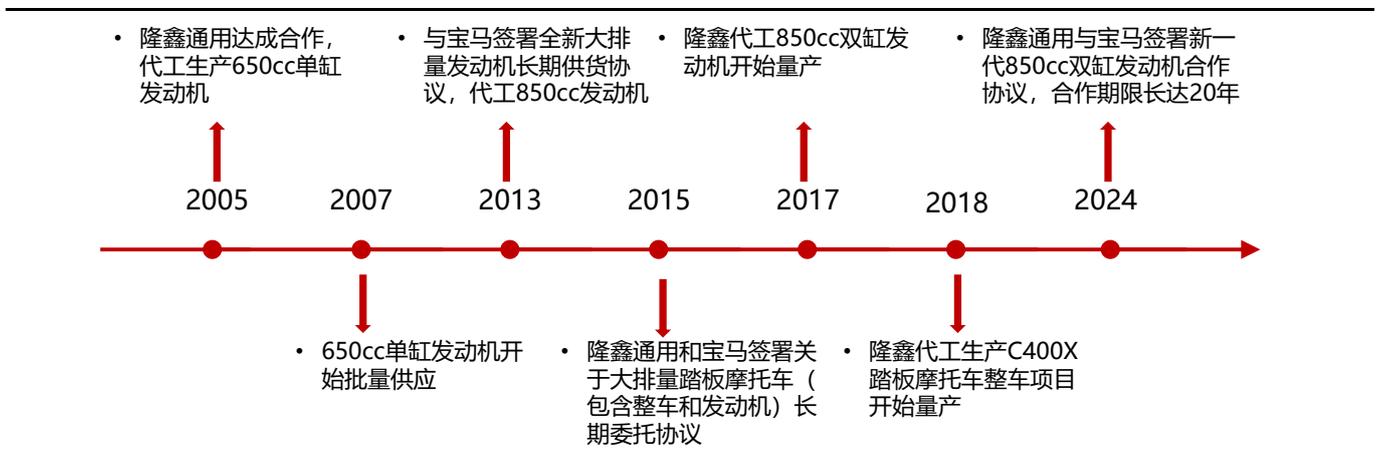
数据来源：摩托车商会，东吴证券研究所

3. 无极复盘：打造自主品牌无极，进军大排量玩乐摩托车市场

3.1. 代工宝马积累制造能力，推出自主品牌无极

宝马代工 20 年，积累深厚技术及制造经验。隆鑫通用与宝马自 2005 年合作至今，2015 年从发动机代工升级到摩托整车代工，2024 年 5 月与宝马签订长达 20 年的发动机合作项目，形成稳定的战略合作伙伴关系。

图 17：2005 年至今隆鑫与宝马合作历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

宝马为隆鑫的赋能体现在多个方面。1) **品控**：与宝马的合作使得隆鑫建立了生产全过程良好的品控能力，同时无极与宝马产品贡献，使得无极品牌品控始终领先，且形成消费者认知；2) **发动机技术**：20 年合作历程中，宝马多次授权隆鑫利用宝马发动机自主进行产品设计，提升公司产品竞争力。此外，我们认为，为宝马代工使得公司逐步积累大排量发动机的研发制造能力，为公司推出自有大排量发动机及整车奠定基础。依托底层能力积累，公司于 2018 年推出无极自主品牌。

图 18：无极品牌 Logo 与宣传标语

图 19：2018 年无极发布会产品矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所



数据来源：摩托范，东吴证券研究所

3.2. 复盘：无极品牌经历爆发-调整-增长三阶段

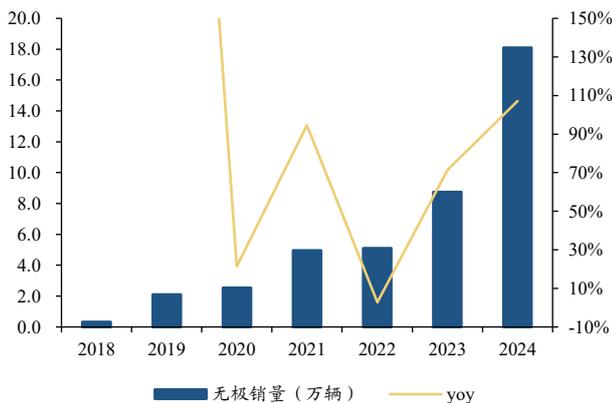
复盘无极品牌销量和营收，可以分为三个阶段。

阶段一：爆发增长期（2018-2021年）。无极品牌发展前期凭借性价比策略快速突破市场，2018-2021年，无极销量从0.3万辆快速增长至5.0万辆，无极收入占公司总收入比也快速攀升至6.4%。

阶段二：调整期（2022年）。2022年无极出口承压，当年无极收入同比+13.5%，增长大幅降速，期间公司在产品设计、品牌营销等方面做出调整。

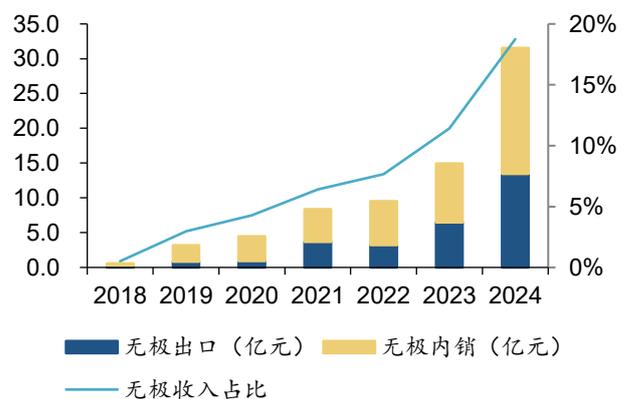
阶段三：重回增长期（2023-至今）。无极新品周期开始，销量及收入重回高速增长，2022-2024年，无极销量由5.1万辆增长至约18万辆，24年无极营收达到31.5亿元，同比+111%，占总营收的18.7%。

图20：2018-2024年无极销量及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：2018-2024年无极出口和内销营收及占收入比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

对无极品牌三阶段发展进行归因，我们认为，内外因共同导致无极2022年遭遇调

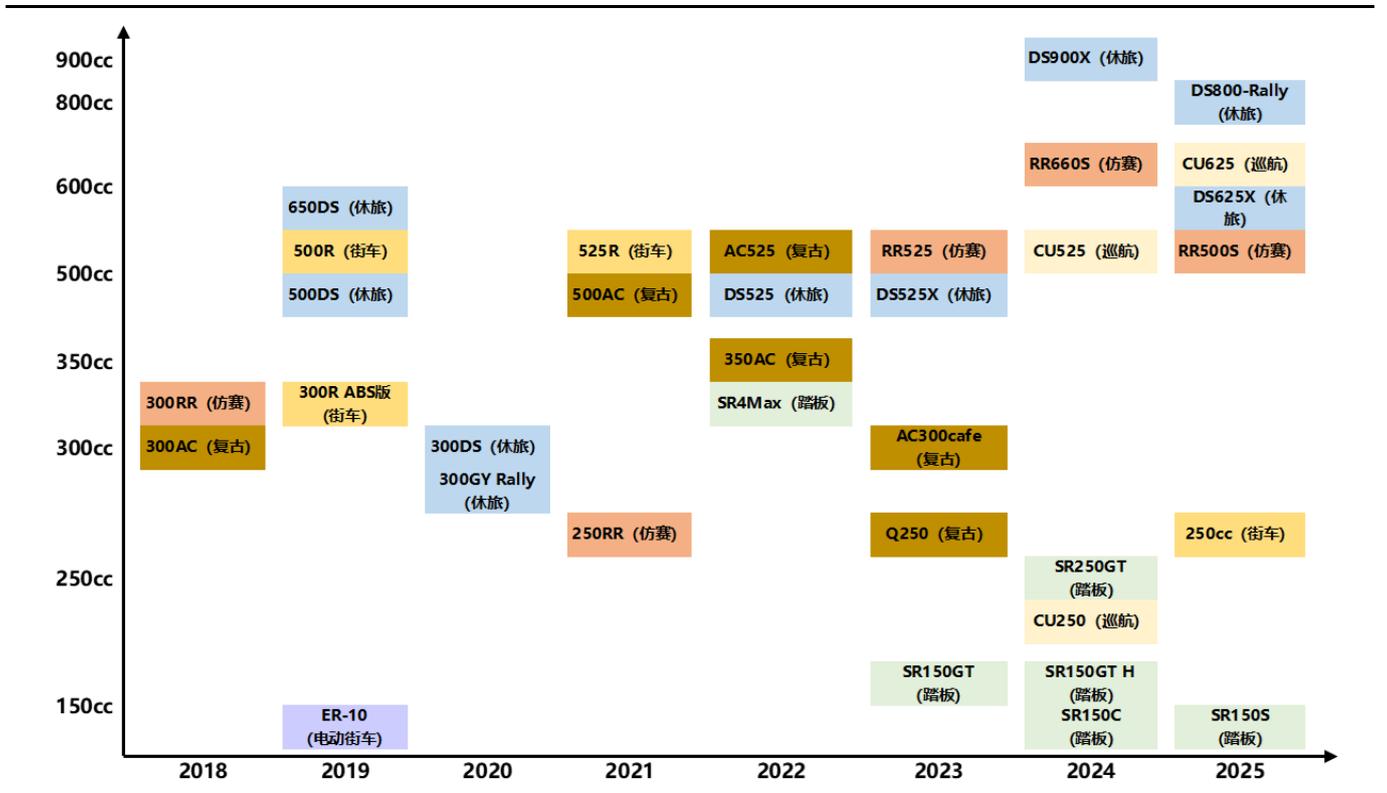
整，而 2023 年公司补足产品矩阵+产品定义能力升级，开启强势产品周期。

阶段一：性价比支撑的快速增长期。2018 年，公司发布无极品牌，规划了 DS（拉力）、AC（复古）、RR（跑车）、R（街车）四大系列 9 款车型。性价比优势是销量爆发的核心因素，以公司 2021 年发布的重点车型 300DS 为例，在同样的售价下，排量、重量、扭矩、品控等均显著优于友商精品。

阶段二：品类有限+定位不够年轻化+出口行业下行共同导致调整期。2022 年公司大排量市占率和销量小幅下滑，无极整体收入同比+13.5%，其中国内收入同比+33.8%，但出口收入同比-12.6%。**我们认为这主要系：**（1）公司产品矩阵不完善，例如 400cc 以上仿赛和复古车型缺乏；（2）22 年行业出口销量同比-14%；（3）工业品思维，外观设计中年化。

阶段三：新品密集推出开启强势产品周期。无极新品周期开始，销量收入重回高速增长。**此阶段公司核心变化：**（1）**新品数量增加且车型拓宽：**23 年/24 年分别推出 5/7 款车（不包含改款），涵盖各系列各排量，多于 22 年及以前每年 3-4 款，且车型覆盖度从之前的休旅/复古为主，逐渐拓宽到仿赛/巡航/踏板等主流赛道，如 24 年推出仿赛车型 RR660S；（2）**爆品成功率增加：**外观设计、产品定义升级，更加符合年轻人偏好，打造出 CU525、SR250GT 等爆品，出口市场方面则打造出 DS90X 等契合海外需求爆品。

图22：2018-2025 年无极新品推出情况



数据来源：摩托范，东吴证券研究所

无极品牌在巡航、拉力、踏板车市场优势显著，强势产品位居前列。根据摩托范车型口碑榜单，拉力车型中，无极 DS525 排名第一，超过豪爵铃木、贝纳利、凯越等车型；巡航车型中，无极 CU525 排名第三，仅次于春风的 450CLC 和 250CLC；踏板车型中，无极 SR150C 排名第五。

图23: 摩托范口碑榜车型排名 (截至 2025 年 5 月 6 日)

拉力榜			巡航榜			踏板榜		
排名	车型	口碑指数	排名	车型	口碑指数	排名	车型	口碑指数
1 st	无极 DS525 ¥31,766-36,366	9.2分	1 st	春风 450CL-C ¥23,980-27,980	9.3分	1 st	济南铃木 UY125 ¥9,980-10,580	9.3分
2 nd	豪爵铃木 DL250 ¥19,880-20,980	9.2分	2 nd	春风 250CL-C ¥14,980	9.3分	2 nd	新大洲本田 NS125LA ¥10,480-12,980	9.3分
3 rd	贝纳利 TRK552 ¥32,680-37,680	9.2分	3 rd	无极 CU525 ¥26,666-27,188	9.2分	3 rd	维多利亚 Sixties 150Si ¥13,480-15,680	9.3分
4	凯越 525X ¥28,500-33,280	9.2分	4	豪爵 TR300 ¥21,980-23,280	9.2分	4	豪爵 ADX125 ¥12,680-12,980	9.3分
5	春风 700MT ¥29,980-33,680	9.2分	5	奔达 灰石250 ¥16,980	9.2分	5	无极 SR150C ¥13,980	9.3分
6	春风 450MT ¥31,580-33,580	9.1分	6	QJMOTOR 闪300 ¥23,999	9.2分	6	春风 150SC ¥13,580-14,380	9.3分

数据来源: 摩托范, 东吴证券研究所

无极 CU525: 性价比突出+错位竞争巡航车。对标进口车型本田 CM500 和川崎 Eliminator 500, CU525 在最大马力和最大扭矩上表现更佳, 且价格仅为进口车型的 50% 左右; 对标国产的金吉拉 500, CU525 价格相当, 同时动力性表现更好; 同时与春风/钱江的爆品 450CLC/AK628 形成 50cc 的排量段错位竞争。

无极 DS900X: 性价比突出+错位竞争巡航车。公司大排量拉力车 DS900X 为大排量旗舰产品, 技术平替进口 ADV, 通过“宝马基因”和电控配置突破高端市场, 动力性能不输宝马 F 800GS 的同时, 价格仅为宝马的 50%左右, 彰显产品的高性价比。

无极 RR660S: 四缸仿赛价格屠夫, 补足仿赛短板。无极 RR660S 定位 600-700cc 大排量四缸仿赛车型, 主要竞品均为海外进口车型, 包括本田 CBR650R 和川崎 Ninja ZX-6R, 对标川崎来看, 无极 RR660S 价格仅为其 1/3; 国内竞品来看, 该排量段四缸车型较少, 主要竞品为钱江赛 600, 在各项性能持平情况下, RR660S 定价低 3000 元, 性价比优势明显。

表6: 无极 CU525 竞品分析

产品	无极 CU525	春风 450CL-C	奔达 金吉拉 500	钱江 AK628	本田 DREAMWING CM500	川崎 Eliminator 500
款式	2025 款 CU525 都市版	2025 款 450CL-C	2025 款 金吉拉 500	2025 款 AK628	2024 款 CM500	2024 款 Eliminator 500
参考价 (元)	26666	23980	26980	25980	59800	46800
生产方式	国产	国产	国产	国产	进口	进口
最高车速 (km/h)	160	153	150	192	155	-
排量(cc)	500	450	500	550	500	450
发动机结构	直列	直列	V 型	直列	直列	直列
气缸数	双缸	双缸	双缸	双缸	双缸	双缸
冷却方式	水冷	水冷	水冷	水冷	水冷	水冷
最大功率 (kW)	39.6	30	39	45	33.6	38.3
最大马力 (ps)	53.8	40.8	53.0	61.2	45.7	52.1
最大功率转 速(rpm)	8500	8000	9300	8500	8500	10000
最大扭矩 (N·m)	50.5	42	48	55.5	43.3	42.6
长 x 宽 x 高 (mm)	2225x845x1105	2205x805x1110	2260x846x1135	2200x825x1100	2205x820x1090	2250x785x1100
座高(mm)	710	705	705	-	690	735
轴距(mm)	1480	1485	1545	1520	1490	1520
最小离地间 隙(mm)	160	160	170	-	125	150
ABS 防抱死	标配	标配	标配	标配	标配	标配
弯道 ABS	无	无	无	无	无	无
胎压监测	无	无	无	无	无	无
牵引力控制	标配	标配	标配	标配	无	无
仪表盘	LED 全彩仪表	3.6 寸圆形彩色 TFT	TFT 全彩仪表	-	液晶仪表	-

数据来源: 摩托范, 东吴证券研究所

表7: 无极 DS900X 竞品分析

产品	无极 DS900X	宝马 F 800 GS	本田 DREAMWING CRF1100L Africa Twin	钱江 900
款式	2024 款 DS900X 标准版	2025 款 F 800 GS 拉力版	2024 款 CRF1100L Africa Twin MT	2025 款 900
参考价 (元)	54980	100900	150800	46800
生产方式	国产	进口	进口	国产
最高车速(km/h)	210	-	-	215
排量(cc)	900	900	1100	900
发动机结构	直列	直列	直列	直列
发动机气缸数	双缸	双缸	双缸	双缸
冷却方式	水冷	水冷	水冷	水冷
最大功率(kW)	71	64	73	77
最大马力(ps)	96.5	87.0	99.3	104.7
最大功率转速(rpm)	8250	6750	7500	9000
最大扭矩(N·m)	95	91	107	90
长 x 宽 x 高(mm)	2325x940x1420	2241x910x1230	2330x960x1485	2280x975x1450
座高(mm)	835	815	850/870	-
轴距(mm)	1580	-	1575	1540
最小离地间隙(mm)	210	-	250	210
ABS 防抱死	标配	标配	标配	标配
弯道 ABS	标配	标配	无	无
胎压监测	标配	无	无	标配
牵引力控制	标配	标配	标配	无
仪表盘	7 寸 TFT 投屏仪表	6.5 寸 TFT 彩色屏幕	6.5 英寸 TFT 彩色触控显示屏	7 寸智能仪表

数据来源: 摩托范, 东吴证券研究所

表8: 无极 RR660S 竞品分析

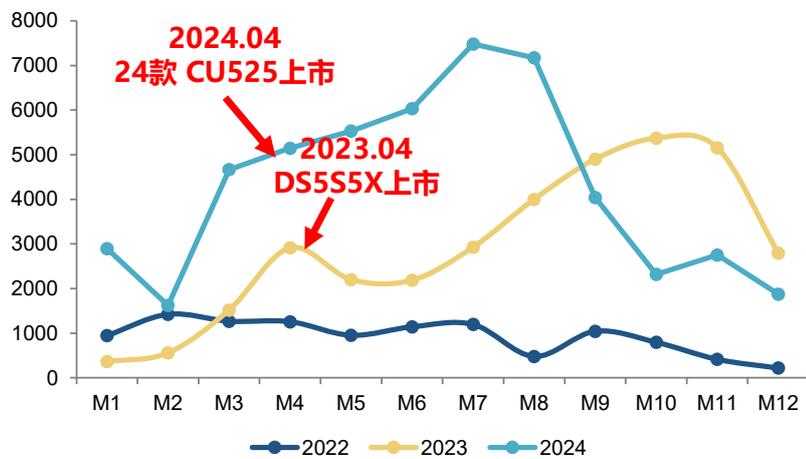
产品	无极 RR660S	春风 675SR-R	QJMOTOR 赛 600	本田 DREAMWING CBR650R	川崎 Ninja ZX-6R
款式	2024 款 RR660S	2024 款 675SR-R	2024 款 赛 600RS	2024 款 CBR650R E- Clutch	2025 款 Ninja ZX- 6R
参考价 (元)	35999	41580	38999	72800	109800
生产方式	国产	国产	国产	进口	进口
最高车速(km/h)	235	230	220	-	-
排量(cc)	660	675	680	650	650
发动机结构	直列	直列	直列	直列	直列

产品	无极 RR660S	春风 675SR-R	QJMOTOR 赛600	本田 DREAMWING CBR650R	川崎 Ninja ZX-6R
发动机气缸数	四缸	三缸	四缸	四缸	四缸
冷却方式	水冷	水冷	水冷	水冷	水冷
最大功率(kW)	74	70	74.5	-	95.2
最大马力(ps)	100.6	95.2	101.3	-	129.4
最大功率转速(rpm)	11500	11000	11500	-	13000
最大扭矩(N·m)	64	70	68	-	69
长 x 宽 x 高(mm)	2090x750x1210	2020x728x1105	2085x770x1150	-	2025x710x1105
座高(mm)	810	810	815	-	830
轴距(mm)	1450	1400	1450	-	1400
最小离地间隙(mm)	130	140	-	-	130
ABS 防抱死	标配	标配	标配	标配	标配
胎压监测	无	标配	标配	无	无
牵引力控制	标配	标配	标配	无	标配

数据来源：摩托范，东吴证券研究所

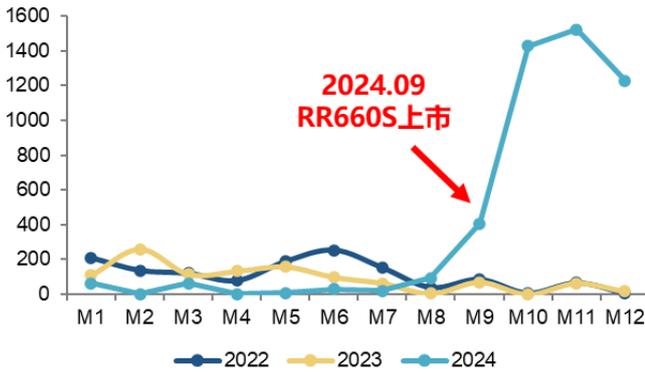
爆品拉动销量快速增长。复盘无极品牌销量来看,DS525X/CU525 推出后,公司 400-500cc 排量段销量快速增长,月均销量从 23Q1 的 812 台提升至 23Q4 的 4440 台,24Q2 进一步提升至 5569 台。RR660S 产品于 24 年 9 月上市后,公司 500-800cc 排量段销量大幅提升至单月 1500 台左右,产品竞争力凸显。

图24: 2022-2024 年无极 400-500cc 销量 (辆)



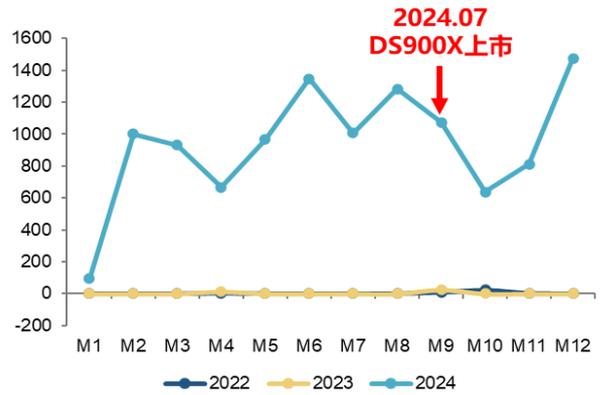
数据来源：摩托车商会，摩托范，东吴证券研究所

图25: 2022-2024年无极 500-800cc 销量 (辆)



数据来源: 摩托车商会, 摩托范, 东吴证券研究所

图26: 2022-2024年无极 800cc+销量 (辆)



数据来源: 摩托车商会, 摩托范, 东吴证券研究所

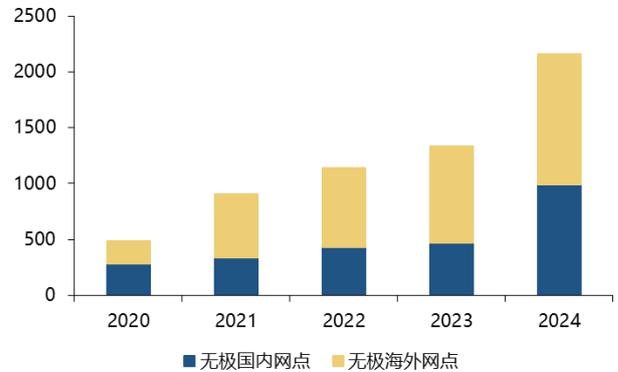
持续拓宽线下渠道, 布局全球销售点, 助力品牌增长效应。公司加强渠道建设以及品牌价值提升, 建立和完善了终端分销体系以及线下服务体系, 截至 2025 年 4 月底, 销售网络覆盖五大洲 90 多个国家和地区, 经销商数量超过 2,000 家。国内销售网点 990 个, 海外销售网点 1165 个, 其中欧洲地区近 900 个, 分层次覆盖拉美市场, 初步打通东南亚市场渠道。

图27: 截至 2025 年 3 月国内加盟门店分布图



数据来源: 安心加盟网, 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 2020-2024年无极国内外销售网点数 (个)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

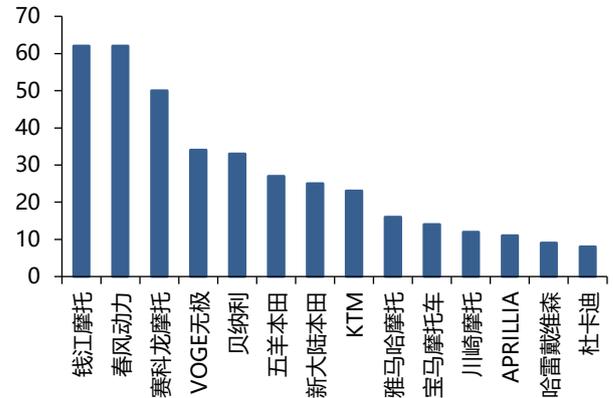
线上多平台发力, 助力品牌形象年轻化。大力推进小红书、Facebook、Instagram 等线上渠道营销。2024 年 9 月, 无极摩托正式聘请吴磊担任品牌形象大使, 紧抓“女骑”客户, 以明星粉丝为基, 拓宽客户群体, 助力品牌形象年轻化。以抖音平台来看, 无极在抖音拥有粉丝 34 万, 在自主/海外大排量摩托车知名品牌中位居第四。

图29: 无极机车小红书账号主页及代言人



数据来源: 小红书, 东吴证券研究所

图30: 各品牌抖音账号粉丝数(万人, 截至 2025 年 4 月 10 日)



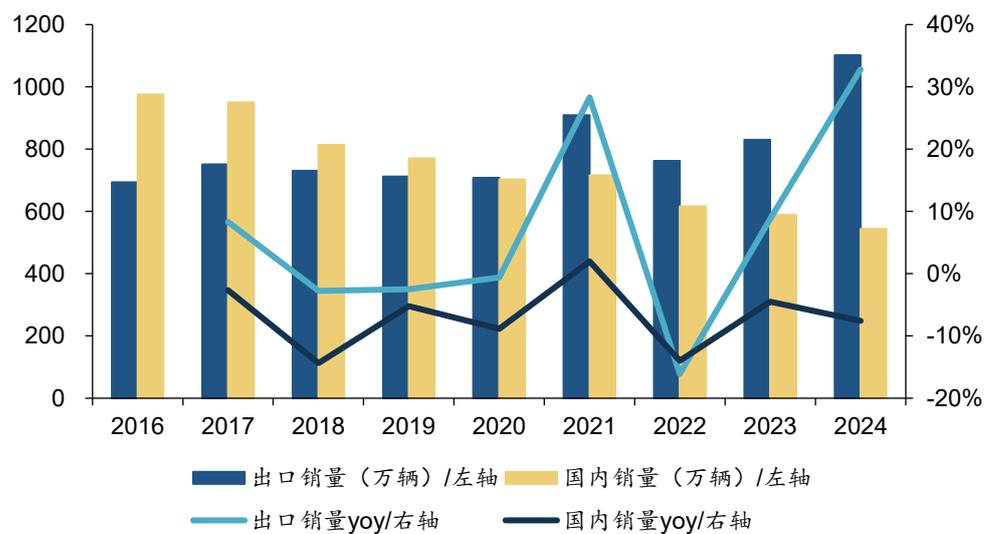
数据来源: 抖音官方账号, 东吴证券研究所

4. 成长展望: 大排量摩托车空间广阔, 无极品牌势能向上

4.1. 行业展望: 出口+大排量引领行业增长

行业趋势 1: 油摩内销逐年下滑, 出口引领增长。2016-2024 年燃油摩托车内销总量逐年下滑, 主要系禁摩令+电自/电摩/电轻摩替代等影响, 市场需求不断萎缩。2016-2024 年燃油摩托车出口数量整体保持增长趋势, 2021 年出现阶段性高点, 2020-2024 年出口从 709 万台稳步增长至 1101 万台, 4 年 CAGR 11.6%, 出海持续增长, 成为油摩行业新增长点。

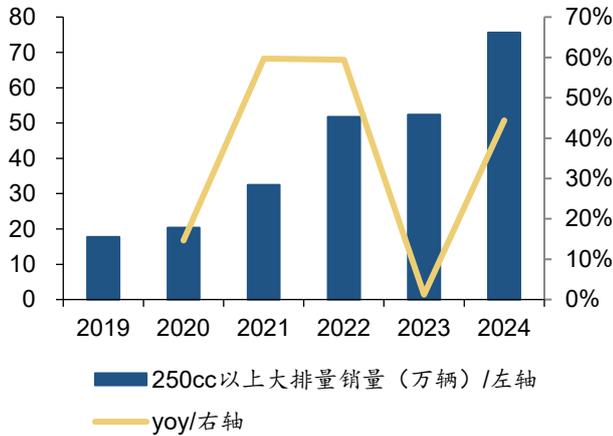
图31: 2016-2024 年燃油摩托内销、出口销量及同比 (万台, %)



数据来源: 摩托车商会, 东吴证券研究所

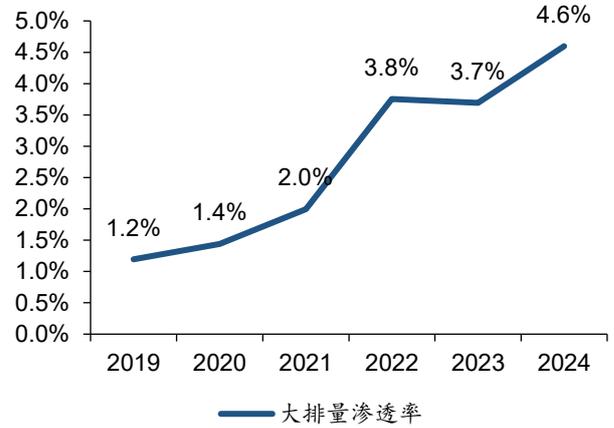
行业趋势 2: 大排量玩乐型产品增长强劲, 渗透率持续提升。2019-2024 年, 大排量摩托车(口径: >250cc)销量从 17.72 万辆持续增长至 75.65 万辆, CAGR 33.7%。2019-2024 年大排量摩托车整体渗透率从 1.2%持续上升至 4.6%, 市场排量结构升级明显, 同时仍存在较大提升空间。

图32: 2019-2024 年大排量销量及同比 (万台, %)



数据来源: 摩托车商会, 东吴证券研究所

图33: 2019-2024 年大排量摩托车整体渗透率 (%)



数据来源: 摩托车商会, 东吴证券研究所

对标日本成熟市场, 我国大排量摩托车市场存在 2-3 倍显著增长空间。预计 2030 年大排量内销 80 万辆, 24-30 年 6 年 CAGR 12%。

日本摩托车市场大排量渗透率自 2012 年起持续提升。自上世纪 90 年代至 2011 年, 日本摩托车销量大幅下滑; 2012 年后, 受大地震冲击, 日本经济进一步承压, 人均 GDP 有所下滑, 摩托车对汽车的经济性替代效应凸显, 带动摩托车整体销量有所修复。此外, 日本大排量玩乐型摩托车需求兴起, 叠加厂商积极推出高性价比大排量产品, 日本大排量摩托车渗透率自 2012 年起持续提升, 于 2024 年达到 16.71%。

基于文化相近性、人口特征相似性等维度分析, 我们认为, 我国与日本在摩托车消费市场具有较强的对标价值。当前我国内销大排量摩托车渗透率仅为 7.3%, 显著低于日本的 16.7%, 从渗透率维度来看, 我国大排量摩托车市场仍存在 2-3 倍的增长空间; 从人均保有量与销量维度来看, 差距更为明显: 2023 年, 中国/日本每万人大排量摩托保有量分别为 10.3/149.8 台, 日本为中国 14.5 倍; 中国/日本每万人大排量销量分别为 2.4/7.3 台, 日本为中国 3 倍。

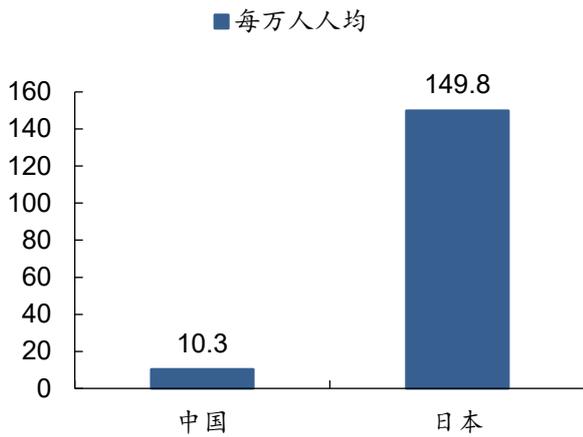
在新媒体时代, 摩托车文化通过短视频、社交平台等渠道实现裂变式传播, 规模效应显著增强, 加速潜在消费群体培育。同时, 对标海外成熟市场, 我国大排量摩托车在渗透率、人均保有量及销量等核心指标上仍存在较大提升空间。基于以上因素, 我们预计到 2030 年, 我国大排量摩托车内销量将达 80 万台, 2024-2030 年 6 年 CAGR 12%。

图34: 1993-2024 年日本摩托车注册量及中大排量渗透率 (万台, %)



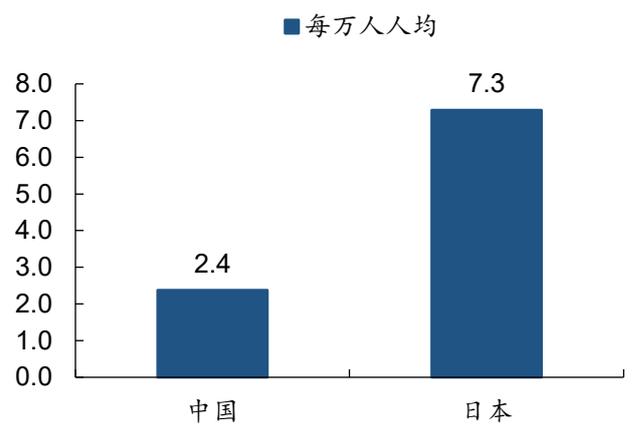
数据来源: JAMA, 东吴证券研究所

图35: 2023 年中国和日本每万人大排量保有量 (辆)



数据来源: 中国摩托车商会, Wind, JAMA, 东吴证券研究所

图36: 2023 年中国和日本每万人大排量销量 (辆)



数据来源: 中国摩托车商会, Wind, JAMA, 东吴证券研究所

海外万亿市场, 出口大有可为。从销量维度来看, 2024 年海外摩托车市场销量超过 4000 万辆, 大排量销量约 344 万辆, 为国内 8-9 倍空间; 从收入维度来看, 海外摩托车市场规模达 9320 亿元, 近万亿级别市场。海外主要大市场包括: 东南亚 (2.3 千亿元)、南亚 (2.7 千亿元)、欧洲 (1.6 千亿元)、拉美 (1.3 千亿元) 以及北美 (562 亿元)。

表9: 2024 年海外摩托车市场梳理

区域	销量 (万辆)	占比	ASP (万元)	收入 (亿元)	占比	大排量 占比	大排量销量 (万辆)	市场格局
亚洲	3257	76%	1.7	5450	58%	2%	65	日系、印度系主导
东南亚	1267	30%	1.8	2264	24%	2%	25	日系市占率 90%+
南亚	1841	43%	1.4	2654	28%	1%	18	印度占市场的 90%；印度系市占率 60%，日系市占率 33%
非洲	229	5%	1.5	351	4%	1%	1	日系、印度系主导
欧洲	263	6%	6.0	1569	17%	65%	171	日系与欧系主导，意/德/英均有本土品牌
核心五国	116	3%	7.4	860	9%	65%	75	日系市占率 35%，欧系市占率 25%，美系有份额，台湾有突破
土耳其	121	3%	3.4	408	4%	10%	12	本土品牌 40%+，日系 16%次之，印度系+中系（春风）
北美	65	2%	8.7	562	6%	90%	59	美国占市场的 90%；日系市占率 50%，哈雷 20%，部分欧系品牌
拉美	446	10%	2.9	1275	14%	10%	45	巴西+墨西哥占比近 70%；日系市占率 50%，本土 30%，印度系有份额，台湾/自主有突破
大洋洲	12	0%	7.5	87	1%	80%	10	日系市占率 60%，欧美占部分份额
海外合计	4283		2.2	9320		8%	344	日系主导、印度+欧美品牌次之，中国品牌大排量在拉美/欧洲突破

数据来源：statista，东吴证券研究所

4.2. 无极展望：产品矩阵逐步完善，品牌势能持续向上

产品矩阵逐步完善，有望进一步打开市场空间。2023-2024 年，无极新品推出数量大幅增加，产品矩阵逐步完善。当前无极产品覆盖 150-900cc 排量段及各类车型，公司 2024H2/2025 年相继推出新品 RR660S/RR500S，补足公司在仿赛主流领域产品空缺；25 年公司还在巡航/拉力品类上推出 CU625/DS625X/DS800 Rally 产品，在 CU525/DS525 两款热门车型基础上进行排量段升级，在出口爆品 DS900X 基础上推出自主研发发动机的 DS800 Rally，盈利空间进一步打开；在公司具备领先优势的踏板车赛道上，公司推出 SR150S/SR16 200 新品，有望进一步打开海外空间。

图37: 当前无极产品矩阵

车型/排量	150cc	250cc	300cc	350cc	500cc	600cc	800cc	900cc
街车		250cc新车 预计25年上市	300R 金卡纳版 售价19000元		525R 售价30980元			
仿赛		250RR 快排版 售价15499元 Free版 售价15499元	300RR 售价19980元		RR525 售价28980元 RR500S 25年上市	RR660S 售价35999元		
复古		Q250 售价17980元	300AC 标准版售价19980元 攀爬版 售价20980元 AC300 café 售价	350AC 售价26680元	AC525 售价31980元			
巡航		CU250 售价16980元			CU525 都市版 售价26666元 旅行版 售价27188元	CU625 25年上市		
拉力			300DS 标准版 售价21800元 三箱版 售价24600元		DS525X 公路征途版 售价31766元 旷野穿越版 售价32366元	650DS 标准版 售价43800元 三箱版 售价47800元 DS625X 25年上市	DS800 Rally 25年上市	DS900X 标准版 售价54980元 三箱版 售价58980元
踏板	SR150GT 都市版 售价13980元 旅行版 售价14980元 GT H 售价13980元 SR150C 售价13980元 SR150S 售价12980元	SR250GT PLAY版 售价15980元 PRO版 售价17980元 SR16 200 25年上市		SR4MAX 运动版 售价40766元 PLAY版 售价31766元 智享版 售价41766元				
售价	1-1.5万元	1.5-2万元		2.5-4万元		3.5-5万元		5万元+

数据来源: 摩托范, 东吴证券研究所

DS800 Rally 新品展望: 接力 DS900X 进一步打开出口空间。无极 DS800 Rally 于 2024 年米兰展首次亮相, 亮相后终端反馈积极。动力方面, DS800 Rally 采用自研 KEL800 双缸水冷发动机, 最大功率 70kW, 最大扭矩 81Nm; 底盘方面, 采用 KYB 倒立式前叉和后多连杆避震器, 前后预载皆可调。该产品作为 DS900X 的接力产品, 有望接力 DS900X 进一步打开欧洲拉力车市场空间, 同时配套自研发动机也使得产品盈利空间进一步向上。

图38: DS800 Rally 产品示意图



数据来源: 摩托范, 东吴证券研究所

CU625 新品展望: 有望接力 CU525 持续打造爆款。无极 CU525 于 24 年 4 月上市

后销量表现良好，25 年拟推出 CU625 车型，有望复刻 CU525 销量表现，同时进一步完善无极拉力车产品矩阵；CU525 当前主要竞品包括赛科龙 RA600、钱江闪 600、川崎 Vulcan S，对比竞品，公司在动力性上表现良好。

表10: 无极 CU625 竞品分析

产品	无极 CU625	赛科龙 RA600	QJMOTOR 闪 600	川崎 Vulcan S
款式	2025 款 CU625	2025 款 RA600 摩登版	2024 款 闪 600 双座版	2025 款 Vulcan S
参考价(元)	-	23988	35999	69800
生产方式	国产	国产	国产	进口
最高车速(km/h)	170	165	178	-
排量(cc)	600	560	560	650
发动机结构	V 型	直列	V 型	直列
发动机气缸数	双缸	双缸	四缸	双缸
冷却方式	水冷	水冷	水冷	水冷
最大功率(kW)	45	43.5	50	45
最大马力(ps)	61.2	59.1	68.0	61.2
最大功率转速(rpm)	-	8500	10500	7500
最大扭矩(N·m)	-	55	54	63
长 x 宽 x 高(mm)	2315x820x1110	2190x815x1115	2280x820x1115	2310x880x1100
座高(mm)	-	735	720	705
轴距(mm)	1525	1510	1580	1575
最小离地间隙(mm)	-	-	-	130
ABS 防抱死	标配	标配	标配	标配
胎压监测	无	无	标配	无
牵引力控制	无	标配	标配	无
仪表盘	-	液晶仪表	3.6 寸 TFT 圆形	组合仪表

数据来源：摩托范，东吴证券研究所

RR500S 新品展望：仿赛产品矩阵进一步完善。无极补足仿赛短板的重磅车型，在 RR660S 基础上排量段下探，主要竞品包括国产钱江赛 550S、春风 500SR VOOM、进口 Ninja 500、本田 CBR500R，相比之下无极 RR500S 在动力性上表现良好。

表11: 无极 RR500S 竞品分析

产品	无极 RR500S	QJMOTOR 赛 550S	春风 500SR VOOM	川崎 Ninja 500	本田 DREAMWING CBR500R
款式	2025 款 RR500S	2024 款 赛 550S	2024 款 500SR VOOM 标准版	2024 款 Ninja 500	2022 款 CBR500R
参考价(元)	-	29999	34980	45800	63800
生产方式	国产	国产	国产	进口	进口
最高车速(km/h)	220	192	220	-	-
排量(cc)	500	550	500	450	500
发动机结构	直列	直列	直列	直列	直列
发动机气缸数	四缸	双缸	四缸	双缸	双缸
冷却方式	水冷	水冷	水冷	水冷	水冷
最大功率(kW)	57	45	61	38.3	37
最大马力(ps)	77.5	61.2	82.9	52.1	50.3
最大功率转速(rpm)	-	-	12500	10000	8500
最大扭矩(N·m)	-	55	49	42.6	45
长 x 宽 x 高(mm)	2005x760x1110	2090x770x1155	2010x715x1115	1995x730x1120	2080x760x1145
座高(mm)	795	810	795	785	-
轴距(mm)	1375	1420	1395	1375	-
最小离地间隙(mm)	-	140	-	145	-
ABS 防抱死	标配	标配	标配	标配	标配
胎压监测	无	标配	无	无	无
牵引力控制	无	标配	标配	无	无
仪表盘	TFT 彩屏仪表	TFT	5 寸 TFT 曲面屏	全液晶仪表板	LCD 仪表

数据来源: 摩托范, 东吴证券研究所

4.3. 其他业务: 全地形车成长可期, 通路车稳中有升

全地形车: 性价比优势打开市场, 产品矩阵逐步完善, 未来可期。当前公司全地形车产品以 1000cc 及以下 ATV 为主, 24 年以前覆盖排量段偏低, 集中在 200-300cc, 24 年产品矩阵大幅完善, 实现了 1000cc 产品拓展。当前公司全地形车产品主要出口欧洲, 凭借性价比优势打开市场。排量段上, 公司主推产品和春风形成错位竞争, 例如公司重点布局 700cc 排量段, 推出 XWOLF 700/UTX700 两大产品共计 4 个款型, 而春风无 700cc ATV/UTV 产品。公司全地形车业务处于快速增长通道。23 年收入 4.0 亿元, 同比 +74%, 随公司产品矩阵不断完善, 我们认为, 公司全地形车业务有望持续快速增长。

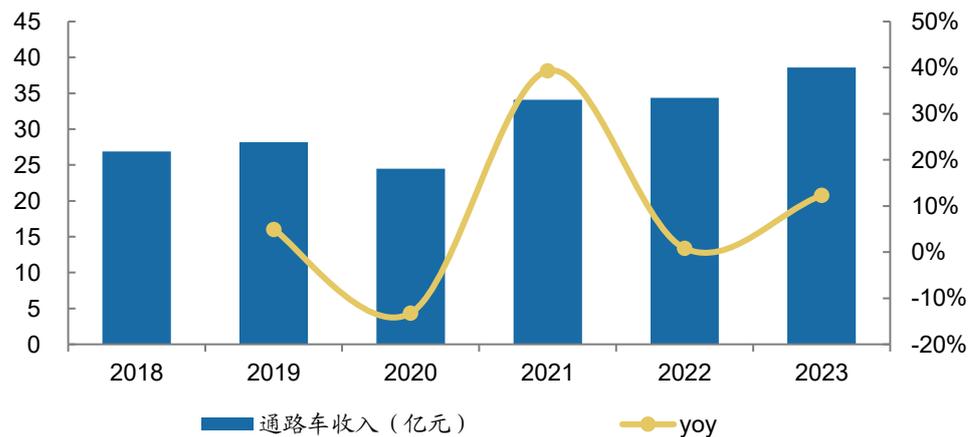
图39: 当前公司全地形车产品矩阵

	200cc	300cc	500cc	700cc	1000cc
ATV	XWOLF 200 起售价 4400美元	XWOLF 300 起售价 5800美元	XWOLF 500 起售价 10470美元	XWOLF 700 起售价 11000美元	XWOLF 1000 起售价 16000美元
			XWOLF 500S 起售价 10000美元	XWOLF 700S 起售价 10740美元	
				XWOLF 700 MUD版 起售价 12670美元	
UTV				UTX 700 起售价 16400美元	
SSV					

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

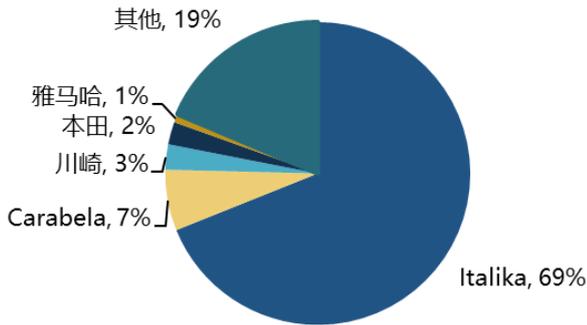
通路车: 绑定强势本土品牌出口拉美, 随拉美市场扩容稳中有升。公司通路车贴牌出口业务主要客户为墨西哥 italika、哥伦比亚 AKT, 均为当地第一大本土品牌, 2024 年本国市占率分别为 69%和 14.2%。拉美摩托车市场 2019-2024 年销量由 309 万辆增长至 446 万辆, 5 年 CAGR 7.6%, 市场稳步扩容。公司通路车业务有望随拉美市场发展而稳步上升, 经过 2020 年调整后, 2020-2024 年公司通路车收入从 28 亿元增长至 49.7 亿元, 4 年 CAGR 15.4%。

图40: 2018-2024 年公司通路车收入及同比增速



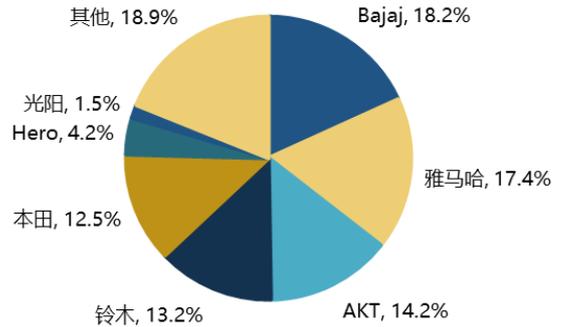
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图41：2024年墨西哥市场格局



数据来源：statista，东吴证券研究所

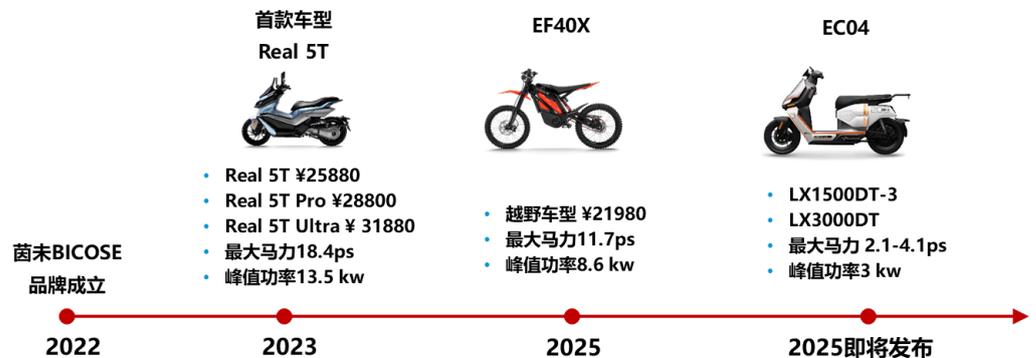
图42：2024年哥伦比亚市场格局



数据来源：statista，东吴证券研究所

电摩：积极布局电摩业务，未来态势良好，有望打开公司第二增长极。公司于2022年推出电摩品牌茵未 BICOSE，品牌相继于2023和2024年上市首款车型 Real 5T（踏板车）及 EF40X（越野车），且将于2025年发布新品 EC04。我们认为，随公司电摩新品不断推出，及电动化+新国标驱动下行业扩容，电摩业务远期有望打开公司第二增长极。

图43：公司电摩产品推出时间线

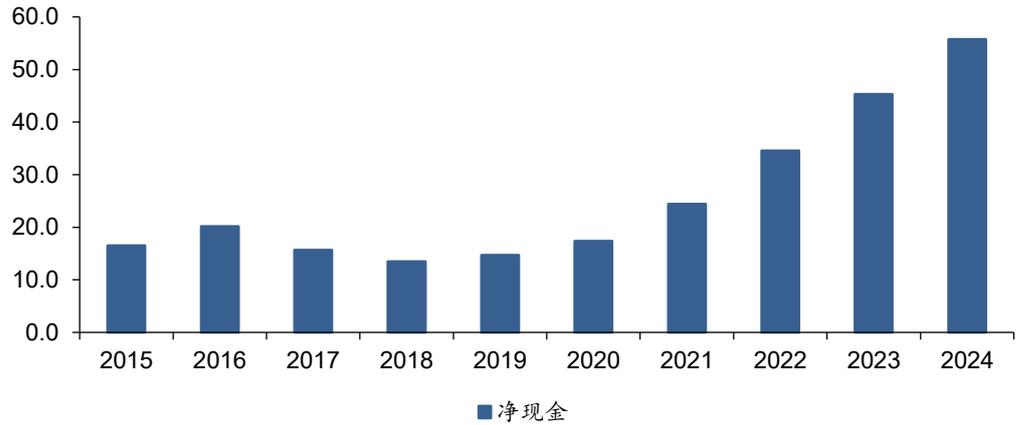


数据来源：摩托范，东吴证券研究所

4.4. 分红展望：现金流表现良好，在手现金充沛，未来有望维持较高分红

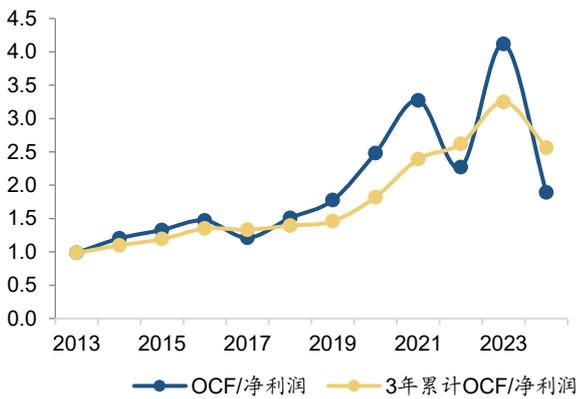
现金流表现良好，2024年分红显著提升。截至2024年，公司3年累计OCF/归母净利润为259%，现金流表现良好，利润质量较高。公司在手现金充沛，截至2024年底，公司净现金55.8亿元。2019-2023年，公司分红率维持在30%-40%水平，2024年显著提升至73.3%。

图44: 2015-2024 年公司净现金 (亿元)



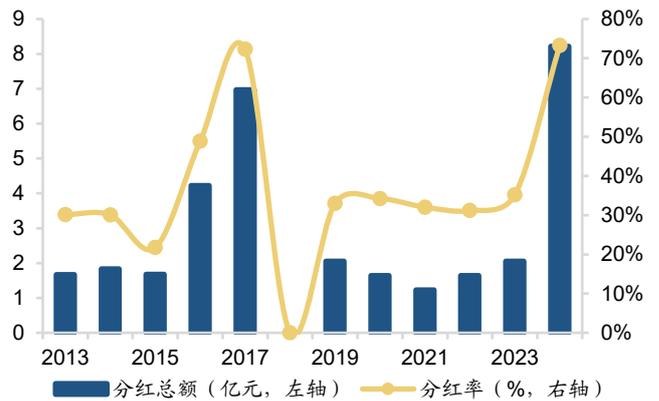
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图45: 2013-2024 年公司 OCF/净利润



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图46: 2013-2024 年公司历年分红总额及分红率



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测

基于以下核心假设, 我们对隆鑫通用 2025~2027 年盈利进行预测:

- 1) 公司 2025~2027 年营业收入分别为 208.8/240.2/264.2 亿元, 收入增速分别为 +24.1%/+15.1%/+10.0%, 其中摩托车业务中无极品牌及全地形车快速放量, 预计 2025~2027 年收入分别为 166.9/197.2/219.6 亿元, 收入增速分别为 +32%/+18%/+11%, 通机业务较为稳定, 预计 2025~2027 年收入分别为 37.1/39.0/40.9 亿元, 收入增速分别为 +5%/+5%/+5%;
- 2) 公司 2025~2027 年毛利率预计分别为 18.3%/18.7%/18.7%, 其中摩托车业务中高毛利的无极品牌放量驱动毛利率上行, 预计 2025~2027 年毛利率分别为

18.3%/18.8%/18.8%，通机业务较为稳定，预计 2025~2027 年毛利率分别为 18.0%/18.0%/18.0%；

3) 公司 2025~2027 年销售费用率预计分别为 1.55%/1.53%/1.50%，管理费用率预计分别为 2.4%/2.3%/2.2%，研发费用率预计分别为 3%/3%/3%。

表12：2025-2027 年公司分业务收入与毛利预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	124.1	130.7	168.2	208.8	240.2	264.2
yoy	-5.0%	5.3%	28.7%	24.1%	15.1%	10.0%
总毛利 (亿元)	21.6	24.1	29.6	38.2	44.9	49.4
毛利率	17.4%	18.5%	17.6%	18.3%	18.7%	18.7%
摩托车业务收入 (亿元)	79.0	94.7	126.9	166.9	197.2	219.6
yoy	5%	20%	34%	32%	18%	11%
摩托车业务毛利 (亿元)	13.1	16.9	22.8	30.5	37.1	41.3
毛利率	16.6%	17.9%	17.9%	18.3%	18.8%	18.8%
通用机械收入 (亿元)	34.1	27.3	35.4	37.1	39.0	40.9
yoy	-18.8%	-19.9%	29.3%	5.0%	5.0%	5.0%
通用机械毛利 (亿元)	6.9	5.7	6.1	6.7	7.0	7.4
毛利率	20.1%	20.8%	17.3%	18.0%	18.0%	18.0%
其他业务收入 (亿元)	10.9	8.6	6.0	4.8	4.1	3.7
yoy	-15.7%	-20.9%	-30.7%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
其他业务毛利 (亿元)	1.6	1.5	0.7	1.0	0.8	0.7
毛利率	14.6%	17.9%	11.7%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 208.8/240.2/264.2 亿元，归母净利润分别为 18.7/22.9/25.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.9/1.1/1.25 元，对应 PE 分别为 15.6/12.8/11.4 倍。我们选取 A 股上市的 5 家摩托车/四轮车/两轮电动车公司作为可比公司，2025~2027 年 PE 均值分别为 16.1/12.7/10.4 倍。考虑公司无极品牌势能持续向上，营收利润处于快速增长期，且中长期空间较大，我们认为隆鑫通用应享受更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表13: 隆鑫通用可比公司估值比较 (截至 2025 年 6 月 6 日)

证券代码	公司简称	收盘价/元	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603129.SH	春风动力	196.1	299.3	17.9	22.1	26.4	16.7	13.5	11.3
000913.SZ	钱江摩托	15.8	83.2	7.9	9.5	10.5	10.5	8.8	7.9
301345.SZ	涛涛车业	76.0	82.5	5.4	6.7	8.4	15.3	12.3	9.8
603529.SH	爱玛科技	35.8	308.8	26.0	30.9	35.7	11.9	10.0	8.7
689009.SH	九号公司	62.2	445.9	17.2	23.4	31.6	25.9	19.1	14.1
可比公司均值							16.1	12.7	10.4
603766.SH	隆鑫通用*	14.2	292.0	18.7	22.9	25.7	15.6	12.8	11.4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(注: 除标*公司盈利为东吴预测外, 其余公司盈利均采用 wind 一致预期)

6. 风险提示

海外经济波动: 若海外经济复苏不及预期, 可能影响摩托车海外需求, 对行业出口销量及公司摩托车和通机业务收入及利润造成影响。

摩托车市场价格战: 若国内摩托车市场价格战进一步加剧, 可能影响公司摩托车国内销量及盈利能力。

贸易战加剧: 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, 可能导致中国品牌摩托车在该国终端售价抬升, 性价比和产品竞争力降低, 从而导致出口该市场的产品订单数量下降。

原材料价格大幅波动: 公司产品主要原材料为各种等级的铜材、钢材、铝材和塑料等, 在产品成本构成中占比较高, 国际环境变化对大宗原材料价格影响波动较大, 若原材料价格短期大幅抬升, 可能影响公司盈利能力。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,100	14,783	17,417	20,009	营业总收入	16,822	20,877	24,021	26,423
货币资金及交易性金融资产	6,760	8,743	10,765	12,884	营业成本(含金融类)	13,864	17,060	19,531	21,484
经营性应收款项	2,106	2,553	2,937	3,230	税金及附加	333	375	415	457
存货	1,003	1,185	1,356	1,492	销售费用	274	324	368	396
合同资产	2	2	2	3	管理费用	595	501	552	581
其他流动资产	2,229	2,300	2,357	2,401	研发费用	513	626	721	793
非流动资产	3,969	3,526	3,113	2,699	财务费用	(157)	(160)	(210)	(260)
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	119	146	168	185
固定资产及使用权资产	2,388	2,083	1,777	1,470	投资净收益	32	42	48	53
在建工程	209	199	189	179	公允价值变动	(77)	0	0	0
无形资产	636	536	436	336	减值损失	(186)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	22	25	28	31	营业利润	1,289	2,339	2,859	3,209
其他非流动资产	713	683	683	683	营业外净收支	(14)	0	0	0
资产总计	16,069	18,309	20,530	22,709	利润总额	1,276	2,339	2,859	3,209
流动负债	6,507	7,672	8,610	9,348	减:所得税	219	468	572	642
短期借款及一年内到期的非流动负债	319	314	309	304	净利润	1,056	1,871	2,288	2,568
经营性应付款项	3,399	4,218	4,829	5,311	减:少数股东损益	(65)	0	0	0
合同负债	491	522	601	661	归属母公司净利润	1,121	1,871	2,288	2,568
其他流动负债	2,298	2,618	2,872	3,072	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.91	1.11	1.25
非流动负债	281	282	282	282	EBIT	1,251	2,179	2,650	2,949
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,776	2,604	3,076	3,376
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.59	18.29	18.69	18.69
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	6.67	8.96	9.52	9.72
其他非流动负债	256	257	257	257	收入增长率(%)	28.74	24.11	15.06	10.00
负债合计	6,788	7,954	8,892	9,630	归母净利润增长率(%)	92.19	66.88	22.25	12.24
归属母公司股东权益	9,178	10,252	11,535	12,975					
少数股东权益	103	103	103	103					
所有者权益合计	9,281	10,355	11,638	13,079					
负债和股东权益	16,069	18,309	20,530	22,709					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,122	2,744	3,005	3,220	每股净资产(元)	4.47	4.99	5.62	6.32
投资活动现金流	(767)	49	35	40	最新发行在外股份(百万股)	2,054	2,054	2,054	2,054
筹资活动现金流	(330)	(833)	(1,018)	(1,141)	ROIC(%)	11.26	17.16	18.70	18.59
现金净增加额	1,097	1,983	2,022	2,119	ROE-摊薄(%)	12.22	18.25	19.83	19.79
折旧和摊销	525	425	426	427	资产负债率(%)	42.24	43.44	43.31	42.41
资本开支	(673)	(10)	(10)	(10)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.04	15.61	12.77	11.37
营运资本变动	385	470	331	270	P/B (现价)	3.18	2.85	2.53	2.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>