

隆鑫无极擎动全球，老牌摩企启新程

华泰研究

2025年7月01日 | 中国内地

首次覆盖

其他交运设备

首次覆盖隆鑫通用给予“买入”，目标价 18.40 元，对应 25E 20x PE。隆鑫是我国老牌摩托厂商，18 年无极品牌开辟成长新轨，引领公司完成从低端代工转向自主中高端的战略转变。24 年无极营收占比已近 20%，自主品牌掌握更大定价权，有望帮助公司实现摩托业务价值链上移，成为营收突破、盈利释放的主动脉。24 年宗申成为公司新控股股东，未来双方合并摩托业务后有望成为行业最大摩托商（24 年市占率 17%）。双方优势平台接近、产品线互补，或形成较强协同效应，无极的强产品周期也有望激活增长动能。

国内大排量需求兴起，无极“爆品”频出份额提升

国内大排量玩乐类摩托需求快速兴起，24 年大排量摩托内销同比+20%至 39.6 万新高，占两轮油摩比例提高 2pct 至 8.6%。隆鑫通过无极品牌抓住结构性机遇，19 年上市后在国内发力巡航品类，性能/操纵/悬架舒适性方面均具备强竞争力，且同产品力下定价更低，从而打造出 CU525 等“爆品”，推动大排内销市占率攀升至 24 年的 14%。随着无极逐步补齐仿赛、街车等产品谱系，扩大巡航等优势品类细分排量段覆盖，我们看好品牌继续抢占市场，预计 3 年内份额增至 16.2%，对应无极内销销量 25-27 年增 15%/10%/9%。

渠道、产品双管齐下，无极出海势能强劲

无极出口业务蓬勃发展，渠道端绑定本土优质代理商快速扩张，产品端集中投放中大排休旅，与国内同业形成差异化，较同级海外竞品则存在 12%~30%价差，推动品牌大排出口近四年 CAGR 达 71%。展望未来，欧洲和拉美将是增长主引擎：1) 大排休旅和小排踏板赛道推新发力，有望加速欧洲份额获取，预计 27 年份额对标铃木达 5%（24 年约 1.7%）。2) 借由小排积累的渠道资源，25 年无极有望在拉美迈入“1-10”，抢占当地排量/发动机升级趋势下带来的增量需求，我们预计 3 年内有望对标 AKT 取得约 2%市占率。综合测算下，预计无极 25-27 年总销量保持近 40%的可观增速。

我们与市场观点不同之处

市场担忧国内大排量摩托行业或已饱和，继而影响无极增长。我们认为尽管 24 年国内大排量摩托销售渗透率提至 5.8%，但对比意大利/日本/巴西等典型市场（61%/17%/12.1%）仍具备显著上升空间。同时无极车型 SKU 仍较少，后续通过填补发动机平台、细分品类的空缺，大排量摩托内销份额也有望进一步提升，跑赢行业表现。

盈利预测与估值

我们预计 25-27 年公司营业收入同比+15.3%/17.6%/18.4%；归母净利润同比+69%/24%/21%至 19.0/23.6/28.5 亿元。Wind 一致预期下可比公司平均 25E PE 为 20x，我们给予公司 20x 25E PE，对应目标价 18.40 元。

风险提示：海外需求不及预期；海运费波动等外部冲击；汇率波动风险。

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

18.40

宋亭亭

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945

研究员

songtingting021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

陈诗慧

SAC No. S0570524080001
SFC No. BTK466

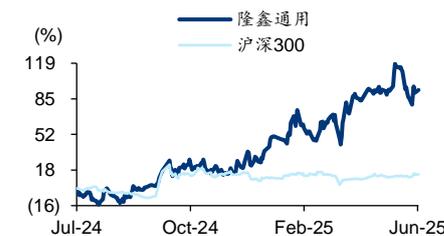
研究员

chenshihui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (人民币)	18.40
收盘价 (人民币 截至 6 月 30 日)	12.76
市值 (人民币百万)	26,203
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	401.24
52 周价格范围 (人民币)	5.76-14.40
BVPS (人民币)	4.72

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	16,822	19,400	22,820	27,030
+/-%	28.74	15.32	17.63	18.45
归属母公司净利润 (百万)	1,121	1,898	2,356	2,846
+/-%	92.19	69.29	24.10	20.82
EPS (最新摊薄)	0.55	0.92	1.15	1.39
ROE (%)	12.87	19.54	21.88	23.16
PE (倍)	23.37	13.80	11.12	9.21
PB (倍)	2.86	2.56	2.32	1.97
EV EBITDA (倍)	11.57	8.05	5.90	4.47

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,752	12,100	14,274	16,484	19,012
现金	5,548	6,760	7,795	9,170	10,861
应收账款	1,174	1,588	2,292	2,779	3,227
其他应收账款	216.49	319.78	298.65	428.81	432.87
预付账款	56.70	80.22	77.68	108.05	111.95
存货	702.56	1,003	1,429	1,637	1,981
其他流动资产	2,055	2,349	2,382	2,362	2,397
非流动资产	4,189	3,969	4,104	4,317	4,565
长期投资	9.86	0.52	0.52	0.52	0.52
固定投资	2,427	2,346	2,601	2,911	3,259
无形资产	729.93	636.22	514.76	406.20	291.42
其他非流动资产	1,022	985.70	988.02	998.37	1,013
资产总计	13,942	16,069	18,378	20,801	23,576
流动负债	5,214	6,507	7,810	9,244	10,027
短期借款	303.00	301.33	1,465	1,437	1,607
应付账款	2,179	2,855	2,886	3,793	4,088
其他流动负债	2,732	3,351	3,460	4,015	4,333
非流动负债	299.12	281.03	283.27	285.78	287.57
长期借款	0.00	0.00	2.25	4.75	6.54
其他非流动负债	299.12	281.03	281.03	281.03	281.03
负债合计	5,513	6,788	8,094	9,530	10,315
少数股东权益	175.60	103.13	30.13	(4.68)	(38.43)
股本	2,054	2,054	2,054	2,054	2,054
资本公积	38.93	48.18	48.18	48.18	48.18
留存公积	5,993	6,909	7,456	8,965	10,793
归属母公司股东权益	8,253	9,178	10,254	11,275	13,300
负债和股东权益	13,942	16,069	18,378	20,801	23,576

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	2,403	2,122	1,118	3,291	3,006
净利润	474.21	1,056	1,825	2,321	2,812
折旧摊销	457.74	525.02	408.54	486.98	586.78
财务费用	(76.02)	(157.30)	(110.03)	(115.42)	(142.31)
投资损失	(28.56)	(31.70)	(33.61)	(35.29)	(37.06)
营运资金变动	1,137	384.97	(961.60)	648.26	(195.92)
其他经营现金	438.64	344.82	(10.47)	(13.89)	(18.10)
投资活动现金	(190.42)	(766.67)	(519.47)	(673.06)	(806.63)
资本支出	(535.50)	(674.55)	(532.29)	(683.06)	(816.24)
长期投资	326.35	(122.30)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	18.74	30.18	12.82	10.00	9.61
筹资活动现金	(405.41)	(330.42)	437.22	(1,244)	(507.19)
短期借款	(7.79)	(1.67)	1,164	(27.97)	169.35
长期借款	(183.24)	0.00	2.25	2.50	1.79
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	15.47	9.25	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(229.84)	(338.00)	(728.83)	(1,219)	(678.33)
现金净增加额	1,860	1,097	1,036	1,374	1,692

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,066	16,822	19,400	22,820	27,030
营业成本	10,644	13,864	15,809	18,393	21,704
营业税金及附加	245.65	332.91	368.60	433.58	502.76
营业费用	215.30	273.55	232.80	273.84	324.36
管理费用	580.92	594.51	477.23	559.09	659.53
财务费用	(76.02)	(157.30)	(110.03)	(115.42)	(142.31)
资产减值损失	(378.97)	(110.96)	(58.20)	(57.05)	(67.58)
公允价值变动收益	(13.69)	(77.28)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
投资净收益	28.56	31.70	33.61	35.29	37.06
营业利润	729.60	1,289	2,186	2,773	3,358
营业外收入	3.15	2.82	2.82	2.82	2.82
营业外支出	174.29	16.60	5.00	5.00	5.00
利润总额	558.46	1,276	2,184	2,770	3,356
所得税	84.24	219.25	358.56	449.64	543.65
净利润	474.21	1,056	1,825	2,321	2,812
少数股东损益	(109.21)	(64.89)	(73.01)	(34.81)	(33.75)
归属母公司净利润	583.42	1,121	1,898	2,356	2,846
EBITDA	948.11	1,722	2,482	3,142	3,800
EPS (人民币, 基本)	0.28	0.55	0.92	1.15	1.39

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.29	28.74	15.32	17.63	18.45
营业利润	24.11	76.73	69.53	26.84	21.11
归属母公司净利润	10.64	92.19	69.29	24.10	20.82
获利能力 (%)					
毛利率	18.54	17.59	18.51	19.40	19.70
净利率	3.63	6.28	9.41	10.17	10.40
ROE	7.26	12.87	19.54	21.88	23.16
ROIC	17.67	43.92	50.28	72.47	75.35
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.55	42.24	44.04	45.82	43.75
净负债比率 (%)	(61.15)	(68.66)	(60.86)	(67.95)	(69.21)
流动比率	1.87	1.86	1.83	1.78	1.90
速动比率	1.56	1.53	1.50	1.48	1.58
营运能力					
总资产周转率	0.99	1.12	1.13	1.16	1.22
应收账款周转率	10.22	12.18	10.00	9.00	9.00
应付账款周转率	5.44	5.51	5.51	5.51	5.51
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.55	0.92	1.15	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.03	0.54	1.60	1.46
每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.47	4.99	5.49	6.48
估值比率					
PE (倍)	44.91	23.37	13.80	11.12	9.21
PB (倍)	3.18	2.86	2.56	2.32	1.97
EV EBITDA (倍)	22.33	11.57	8.05	5.90	4.47

正文目录

投资要点	6
我们与市场观点不同之处	6
隆鑫通用：摩托出口领头羊，新周期新成长	7
聚焦“摩托车+通机”主业，营业收入重拾增长	7
股价复盘：经历战略调整阶段，触底迈入新成长期	9
发动机自研筑基盘，小排量摩托出口龙头	11
通路摩托核心市场仍扩容，代工摩托销量有望维持 10%增速	12
自主品牌发力，无极大排国内外共振促成长	13
内销：成功卡位巡航赛道，“爆品”拉动国内份额提升	14
从工具属性转向“潮玩”属性，大排量摩托仍有显著提升空间	14
高性价比、强性能为无极大排量核心竞争力，巡航品类爆品推动份额爬升	16
出海：渠道、产品双管齐下拓土欧洲，全球增量可期	17
渠道扩张+聚焦休旅赛道，出口增量开始兑现	17
宝马合作背书，强性能配置+更高性价比构筑出海竞争力	18
欧洲品类扩张提份额，拉美地区开拓增量可期	19
展望：隆鑫无极大排量开启高增周期，结构改善带动盈利向上	20
无极大排量品牌能释放，预计 25-27 年销量保持 30%~40% 增长	20
自主摩托业务占比提升，有望带动利润率显著向好	21
资产重组落地，宗申入主或打造摩托新龙头	22
财务分析及盈利预测	24
财务：自主品牌带动盈利结构向好，子公司业绩拖累有望大幅减轻	24
盈利预测	26
可比公司对比及估值	28
风险提示	29

图表目录

图表 1：隆鑫通用历史沿革	7
图表 2：2017-2024 年公司业务收入拆分	7
图表 3：2012 年以来公司营业收入及同比增速	8
图表 4：隆鑫通用股权结构（截至 24 年报）	8
图表 5：公司重整后主要高管	9
图表 6：隆鑫通用股价复盘	10
图表 7：隆鑫通用自研发动机矩阵	11
图表 8：2024 年中国摩托发动机产量分布	11
图表 9：24 年隆鑫小排量摩托车同比增长 50% 以上至 147 万辆	11
图表 10：24 年中国小排量摩托出口份额	11



图表 11: 2023 年拉美主要国家摩托销售额同比变化	12
图表 12: 隆鑫代工业务销量有望保持稳健增长	12
图表 13: 无极与宝马合作历程	13
图表 14: 2018-2024 年无极产品谱系	13
图表 15: 无极品牌营收快速提升	14
图表 16: 隆鑫通用 250cc+ 大排量摩托销量	14
图表 17: 社交平台兴起推动女性摩托消费扩张	14
图表 18: 摩托话题在抖音、小红书等平台热度较高	14
图表 19: 2019-2024 年我国大排量摩托内销	15
图表 20: 2021-2024 年我国大排量摩托内销渗透率	15
图表 21: 无极 CU525 与竞品参数性能对比	16
图表 22: 大排量玩乐类摩托 (250cc+) 内销格局	16
图表 23: 2020-2024 隆鑫 250cc+ 摩托出口情况	17
图表 24: 无极品牌海外渠道情况	17
图表 25: 2022-2024 隆鑫 250cc+ 摩托出口排量分布	18
图表 26: 无极 DS525X、DS900X 与海外竞品参数性能对比	18
图表 27: 意大利分类车型销量	19
图表 28: 2023 年欧洲摩托市场份额	19
图表 29: 意大利 25 年 1-5 月销量 Top20 摩托车型	19
图表 30: 巴西 2024 年摩托产量排量段结构	20
图表 31: 2024 年拉丁美洲摩托市场份额	20
图表 32: 隆鑫无极销量预测 (万辆)	21
图表 33: 2018-2024 无极品牌收入 (亿元) 及占总收入比例	21
图表 34: 无极收入占比及整体毛利率变化	21
图表 35: 隆鑫资产重组时间线	22
图表 36: 2024 年各车企摩托车总销量	22
图表 37: 赛科龙与无极拉力/ADV 产品对比	23
图表 38: 赛科龙与无极踏板产品对比	23
图表 39: 2024 年摩托内销市场份额 (合并后)	23
图表 40: 2024 年摩托出口市场份额 (合并后)	23
图表 41: 2019 年以来公司分业务毛利率	24
图表 42: 可比公司摩托业务毛利率对比	24
图表 43: 可比公司销售费用率对比	24
图表 44: 可比公司研发费用率对比	24
图表 45: 2012 年以来公司期间费用率	25
图表 46: 2012 年以来公司归母净利及同比增速	25
图表 47: 2019-2024 年公司重大减值事项及费用	25
图表 48: 2019-2024 年公司非经常性损失	26
图表 49: 收入及期间费用率预测	27
图表 50: 隆鑫、春风、钱江对比	28



图表 51: 隆鑫通用可比估值表	28
图表 52: 隆鑫通用 PE-Bands	29
图表 53: 隆鑫通用 PB-Bands	29

投资要点

隆鑫通用作为我国老牌摩托车企业，通过组装和代工不断积累核心动力技术经验，完成了 50cc-1000cc 自主研发发动机的覆盖。1998 年切入摩托整车业务后，迅速以小排量摩托为触点走向海外，出口销量连续 19 年位列行业第一。2018 年公司成立高端自主品牌无极，通过重磅大排量玩乐类摩托新品的推出，在国内市场和欧洲市场共同取得突破，步入成长新轨道。展望未来，我们看好无极品牌持续拓市场、提份额，带动公司营收、利润快速增长。

渠道、产品双管齐下，无极出海势能强劲。通过无极品牌的渠道扩张和细分赛道的精准定位，公司以欧洲为战略突破口，开启了出口业务的快速增长期——隆鑫大排量出口由 2020 年的 0.8 万台增至 24 年的 5.4 万台，复合增速达 61%。

- 1) **渠道**: 公司通过绑定本土优质经销商快速铺开渠道网络, 2020-2024H1 海外网点从 206 家增至 923 家, 其中欧洲门店达 691 家。渠道密度的提升不仅优化了售后用户体验, 更通过市场反馈反哺产品迭代, 形成正向循环。
- 2) **产品**: 公司通过代理商充分调研市场需求, 集中资源投放西欧偏好的 300DS、DS525X、DS900X 等大排量摩旅品类产品, 与我国同业形成差异化竞争。同时较欧系及日系品牌而言, 无极性能参数不逊于竞品, 智能及安全配置更为齐全, 而售价则显著更低——DS525X 较本田 NX500 价格低约 12%, 较同级雅马哈、川崎车型便宜约 25%; DS900X 较同源发动机的宝马 F900 便宜约 30%。无极车型的优秀性能以及高性价比, 正匹配欧洲市场由年轻消费者带来的结构性增量需求, 叠加公司与宝马长期合作建立的产品力认同度, 使得无极在 23-24 年间快速突破欧洲市场。
- 3) **成长空间**: 欧洲市场仍将是无极出口增长主引擎, 根据海外渠道占比假设 24 年公司大排量出口中 70% 销往欧洲地区, 则我们测算无极在当地市场份额仅在 1.9% 左右, 对标日系品牌 (铃木 5%/雅马哈 13%/本田 16%) 还有显著向上空间。25 年公司计划加码大排 ADV 车型, 巩固品类优势, 并打造欧洲专属大轮踏板, 针对性布局有望复制休旅品类成功路径, 共同拉动无极欧洲份额提升。另一方面, 公司还有望借贴牌业务在拉美积累的渠道资源, 切入这一 600 万量级市场。在无极提份额、拓市场的双轮驱动下, 出口有望保持强劲增长, 我们预计 25-27 年无极总销量将保持约 40% 增速。

大额减值完成+产品结构调优, 盈利迎触底反弹。19-21 年隆鑫子公司意大利 CMD、山东丽驰、金业机械及广州威能的商誉、信用减值等大幅拖累公司业绩。截至 24 年公司已处置山东丽驰, 意大利 CMD (未交割), 金业机械商誉已全部减值, 大额减值风险已很大程度降低, 公司报表净利得以释放。同时随着无极品牌推出, 公司利润率表现持续向好, 21-24H1 毛利率由 13.8% 增至 18.7%。我们认为, 大排量摩托具备更高的发动机壁垒, 以及玩乐属性下更强的议价能力, 随着无极产品矩阵加速补齐, 有望带动公司盈利能力持续向好, 预计 25-27 年归母净利率 6.3%/7.6%/8.0%。

我们与市场观点不同之处

市场担忧国内大排量摩托行业经过 21-22 年及 24 年快速增长后或已进入饱和期, 影响无极大排量内销增长。我们认为, 尽管 24 年国内大排量销售渗透率提升至 5.8%, 但对比海外国家如意大利/日本/巴西 (大排份额 61%/17%/12.1%), 仍具备显著上升空间。同时隆鑫无极车型 SKU 较国内同业公司相比仍较少, 后续通过填补发动机平台、细分品类的空缺, 公司大排量摩托内销份额也有望进一步提升。

隆鑫通用：摩托出口领头羊，新周期新成长

聚焦“摩托车+通机”主业，营业收入重拾增长

隆鑫通用创建于1993年，2012年登陆A股市场。公司前身为重庆隆鑫交通机械厂，1993年成立当年上市第一款摩托车发动机，1998年将业务范畴拓宽至摩托车。公司目前聚焦摩托车、通机等主营业务，产品畅销100多个国家和地区，与BMW、TORO、Cummins等知名企业建立战略合作伙伴关系。作为行业内首家通过摩托车国家安全技术免检认证的企业，公司旗下“隆鑫”、“劲隆”品牌均为中国驰名商标。2018年，隆鑫发布摩托车自主高端品牌无极VOGE，成功打造CU525、DS525X、SR250GT等多款爆品。24年公司摩托车产销量位列行业前二。

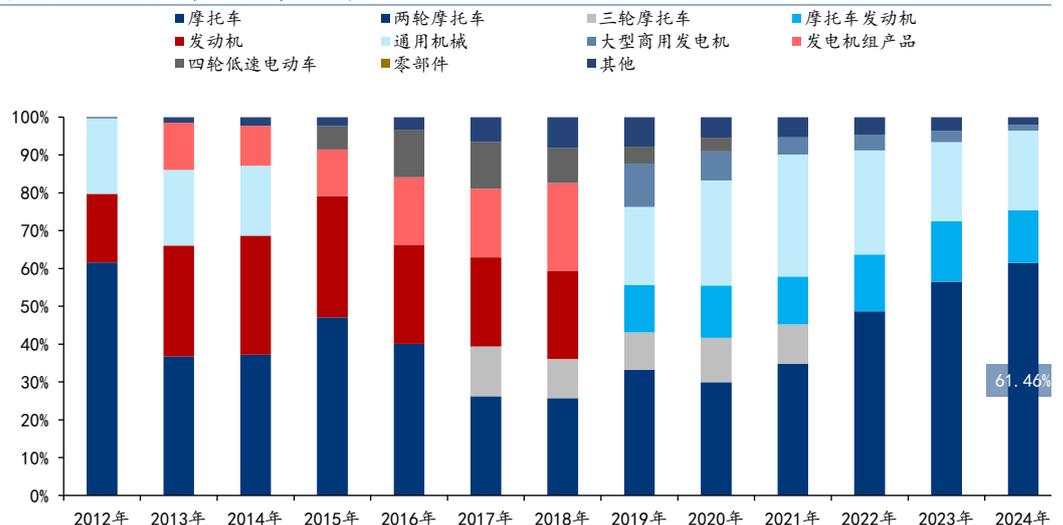
图表1：隆鑫通用历史沿革



资料来源：隆鑫通用官网、华泰研究

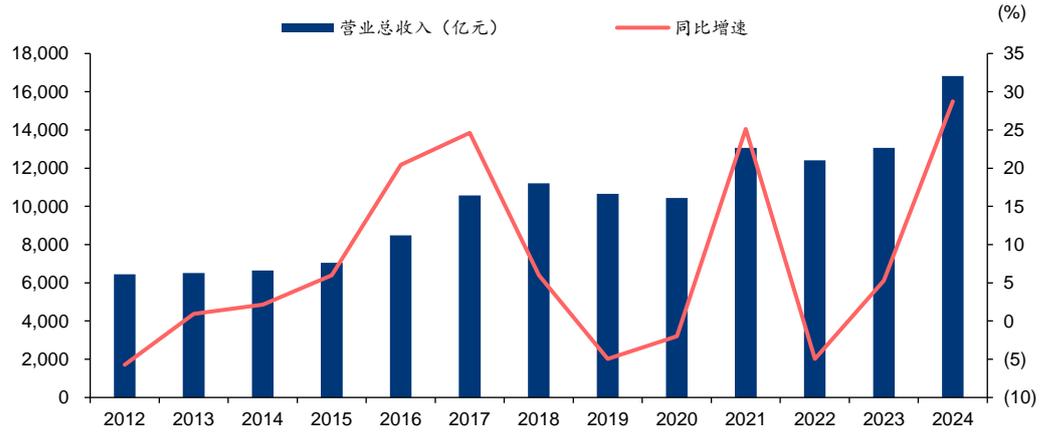
近年来摩托业务放量带动总营收持续增长。2012-2023年间，公司营业收入由64.45亿元增长至130.66亿元，12年间CAGR为6.07%。2019、2020及2022年公司营收小幅下滑，分别系行业整顿导致的四轮低速电动车营收下滑、疫情导致订单下滑以及通用机械业务营收下滑。分业务看，1)通用机械：20-21年抓住疫情影响下的海外产能缺口机遇，营收实现较快扩张，CAGR为44.8%，占比由20.6%提升至32.2%，22-23年受美国“双反”及终端市场需求下滑影响，收入有所下滑。24年公司通过新增海外渠道，收入端恢复增长，同比+29%至35.4亿元。2)摩托车：19年起公司逐步聚焦摩托车主业，摩托车业务占比由43.1%逐步提升至24年的61.5%，五年营收CAGR为16.4%，24年公司摩托车业务销售收入为126.9亿元（同比+34%），毛利率达17.94%（同比+0.1pct）。

图表2：2017-2024年公司业务收入拆分



资料来源：Wind、华泰研究

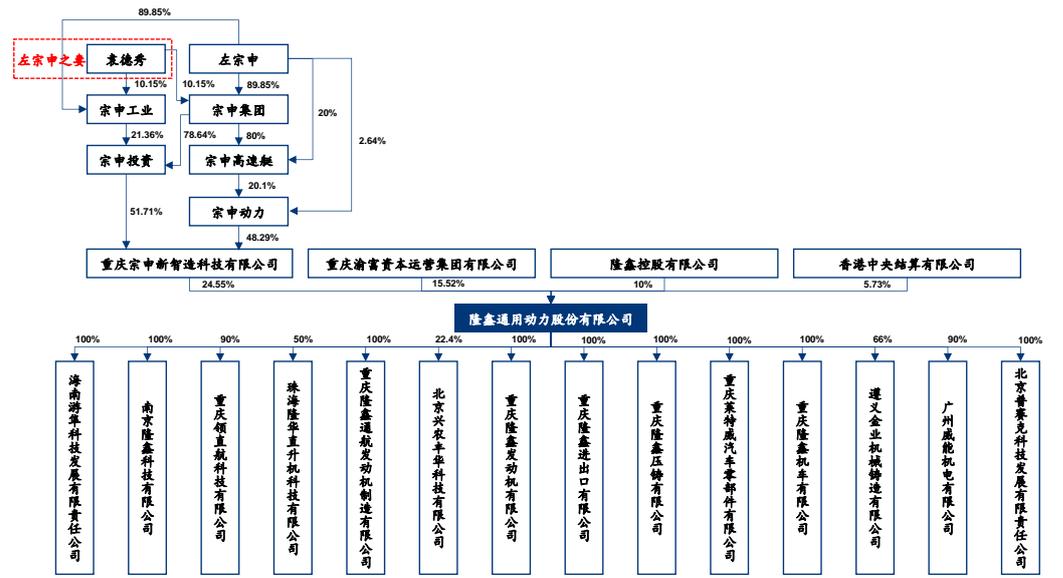
图表3：2012年以来公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

公司当前控股股东为重庆宗中新智造科技有限公司，左宗申为公司实控人。24年12月公司发布股权变更公告，隆鑫控股分别将24.55%和15.52%的股份过户至宗中新智造和渝富资本，过户完成后公司的第一大股东为重庆宗中新智造科技有限公司，持股比例为24.55%。左宗申通过宗申集团、宗申工业、宗申高速艇以及宗申动力间接持股13.91%，成为公司实控人。并且左宗申与其妻子袁德秀共同持股15.39%，股权结构稳定。

图表4：隆鑫通用股权结构（截至24年报）



资料来源：公司公告、华泰研究

尽管发生股权重大变更，公司核心经营管理团队基本稳定。公司当前核心管理团队在隆鑫任职平均年限近十年以上。龚晖作为职业经理人，目前担任公司总经理代行董事长，负责公司总体经营；陈艺方负责公司发动机业务，并担任公司副总经理，在隆鑫任职年限近20年；黎军担任摩托车事业部常务副总经理及公司副总经理，07-20年间均任职于公司；王建超和叶珂伽分别担任财务总监和董秘，自15年起便任职于公司。当前公司总体业务团队相对稳定，有助于公司在股权正式交割后持续稳定经营和发展。

图表5：公司重整后主要高管

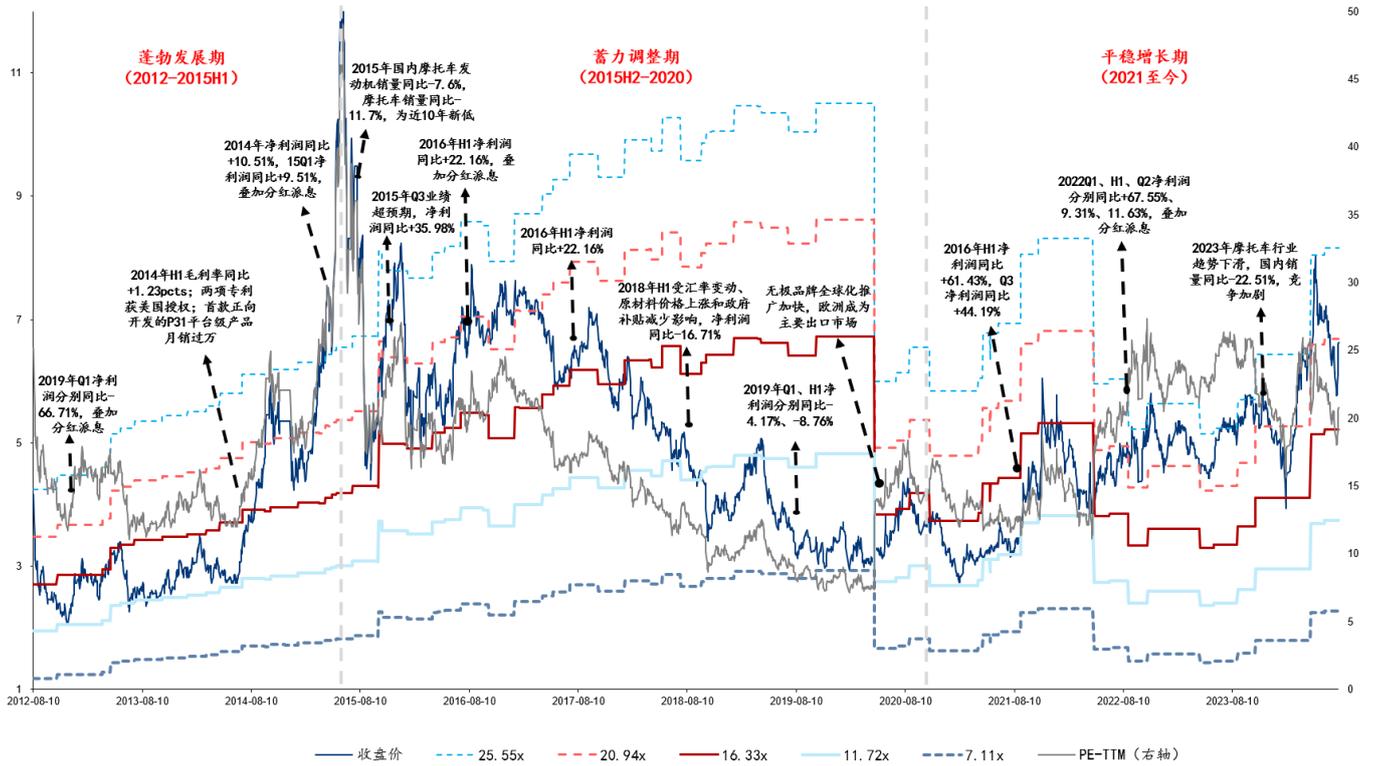
姓名	职务	简介
秦晖	总经理代行董事长	1970年7月出生，1992年毕业于杭州电子工业学院，2010年取得重庆大学工商管理硕士学位。2015年1月至2021年9月任公司副总经理，2021年9月至2024年8月任公司常务副总经理，2021年10月至2024年8月任公司第四届董事会董事，2024年8月起，任隆鑫通用第五届董事会董事，总经理代行董事长职责。
陈艺方	发动机研究院院长、副总经理	1982年1月出生，学士学位，2005年毕业于重庆工学院。2005年至今就职于隆鑫工业集团、重庆隆鑫发动机有限公司、隆鑫通用动力股份有限公司。2014年6月-2016年8月任发动机事业部发动机设计所所长助理，2016年9月-2017年10月任发动机事业部发动机设计所所长，2017年10月-2018年9月任发动机事业部发动机研究院副院长，2018年9月-2020年11月任发动机事业部副总经理兼发动机研究院院长，2020年11月-2021年11月任发动机事业部总经理兼发动机研究院院长，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	摩托车事业部常务副总经理、副总经理	1970年10月出生，硕士研究生，南京理工大学车辆工程专业。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、LV16业务部副总经理、休闲机车本部副总经理、摩托车事业部副总经理、发动机事业部副总经理、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；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7月至今，在隆鑫通用动力股份有限公司任摩托车事业部常务副总经理。2023年9月22日至今任公司副总经理。
王建超	财务总监	1972年3月出生，学士学位，1993年毕业于西安工业学院。2015年1月至今任公司财务总监。
叶珂伽	董秘	1982年8月出生，大学本科，毕业于重庆工商大学国际经济与贸易专业，2015年至2021年9月任证券部副部长、部长及证券事务代表。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，2011年取得《董秘资格证书》。

资料来源：公司公告、华泰研究

股价复盘：经历战略调整阶段，触底迈入新成长期

公司历史股价变化大致可以分为四个阶段：①**多元业务发展（2012年-2015H1）**：摩托车行业β向上，公司把握两轮摩托车市场“运动、休闲”的转型升级方向，推出PR31、PR41等正向开发的平台级自主产品。此外，公司积极优化产品结构，发电机组业务成为公司主营业务，变频静音发电机组销量高增。此阶段公司营收及净利润逐年增长，带动股价持续攀升。②**债务危机+外部冲击（2015H2-2020年）**：受禁摩令及产能过剩等因素影响，摩托车行业β向下，但中大排量细分需求进入增长起步阶段。2018年后，受隆鑫系债务危机爆发，叠加原材料价格上涨、补贴减少及疫情导致的18-20年间净利润同比负增长，公司股价大幅下跌。③**战略调整期（2021年至24H1）**：公司逐步聚焦“摩托车+通航”主业，完善发动机产品型谱以支撑摩托车整车布局。2023年无极系列产品实现销售收入14.92亿元，同比增长57.05%，占摩托车业务比重提升至20%，自主品牌给予公司新成长机会。④**新成长期（24H2至今）**：24年12月，隆鑫股权过户完成，左宗申成为公司实控人，宗申和隆鑫摩托业务将进行整合，公司摩托销量有望超越大长江位列第一，成为摩托新龙头。同时，公司盈利受子公司拖累大幅减轻，业绩释放驱动股价进一步上涨。

图表6：隆鑫通用股价复盘



资料来源：公司公告、华泰研究

发动机自研筑基石，小排量摩托出口龙头

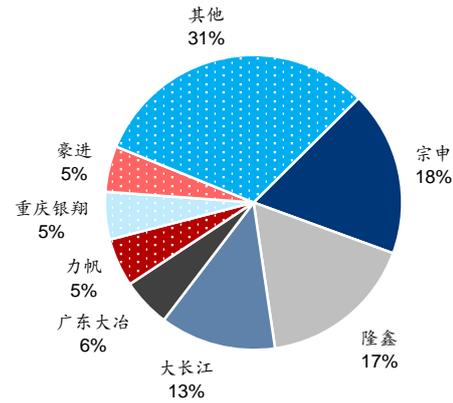
公司从 1993 年开始涉足发动机制造，通过组装和代工不断积累技术经验，逐步掌握核心动力技术，自研发动机已涵盖 50cc-1000cc 的弯梁/踏板/越野/骑士车等各排量段及类别，覆盖外销及自供需求：公司 24 年累计生产发动机 282.3 万台，国内份额仅次于宗申达 17.1%。外销贡献营收的同时，自研发动机平台还可降低生产成本，125-250cc 平台的走量小排量车型带来的规模效应，大幅提高公司产品竞争力，为其成为小排出口龙头奠定坚实基础。

图表7：隆鑫通用自研发动机矩阵

弯梁车发动机	踏板车发动机	踏板车发动机	越野车发动机	
扩110	CB125/150	CGP200/210/250/200K	KS125/150/150 F/180F 水冷	YB250D/E
扩110小乖乖	CB250	KE125水冷/150水冷	KS125C	YB250F/YB250 F-1
扩110脚	CBP200/250	KE250水冷	KS150C/150FC	YB250R
C110/125	SE150/162/200/250	YF300水冷	KS180FC水冷	YK250水冷
WV110	RE125/150/162/180/200/250	KE300F水冷	KS250/300水冷	MT250水冷
HPU110/125单自/双自	FE250/300	KEL350水冷	KS150V	KE300F水冷
KE125水冷	NE125	KE500水冷		YBS300
KE150水冷	CG125/150/125 K/200F	KEL500F水冷		YB250H/YB300 H
	CGR125/150	KEL800		MC040电驱系列
	KG125	KEL250水冷		

资料来源：隆鑫通用官网、华泰研究

图表8：2024年中国摩托发动机产量分布



资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

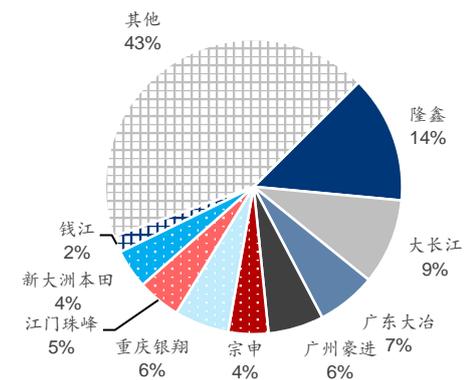
公司自 00 年代伊始就以小排量摩托业务为触点，开启全球化市场开拓的道路，为墨西哥摩托龙头 Italita 等企业代工生产。出口代工业务主导了公司 250cc 以下小排量车型增长，销量由 2017 年的 91 万辆逐步攀升至 24 年的 147 万辆（23 年下滑系国内需求走弱），其中出口业务已连续 19 年成为行业销量第一——23/24 年隆鑫小排量摩托出口销量分别同比增长 11%/30% 至 109/141 万辆，出口份额维持在 14%。

图表9：24年隆鑫小排量摩托车同比增长50%以上至147万辆



资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

图表10：24年中国小排量摩托出口份额



资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

通路摩托核心市场仍扩容，代工摩托销量有望维持 10% 增速

全球摩托销量约 6180 万辆，容量近 6 倍于国内市场。根据 MCD，24 年全球摩托车销量同比+2.7%至 6180 万辆，海外市场空间为中国市场的近 6 倍（24 年中国国内摩托销量约 891 万辆），小排量摩托出口仍大有可为。

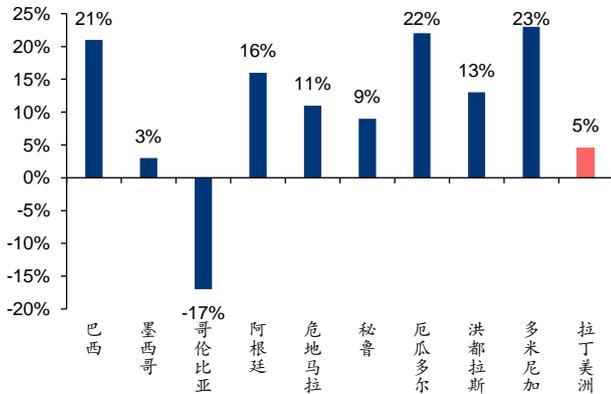
隆鑫小排量摩托出口以中、南美洲部分国家及土耳其等国家为主，我们预计未来这部分业务有望维持稳健增长：

1) 重点出海市场仍有扩张趋势。我们关注以通勤需求主导的拉丁美洲、土耳其等市场，当地摩托车需求正在持续扩容，以其中典型市场为例，2012 年-2024 年间墨西哥摩托销量从 150 万增长超 5 倍至近 1000 万辆，24 年销量同比增速达 20%，成为全球第 6 大市场；2017 年-2024 年巴西摩托销量由 81 万增至 183 万辆（CAGR 12.3%），24 年销量同比增速达 13.2%；土耳其摩托市场经历 23 年销量 130% 的高速增长后，24 年仍增 26%至 120.7 万辆。若以拉丁美洲与土耳其加总来看，2012-2022 年间地区摩托销量以 4% 的复合增速扩张，23/24 年则分别实现约 13%/7% 的总量增长。

2) 公司通路摩托增速有望超越出口市场表现。隆鑫 24 年销量占核心市场总量比例由 22-23 年的 16.6% 提升至 20.3%，我们认为通过产品力驱动下合作代工品牌的份额提高，以及隆鑫自有品牌 LONCIN 发力，公司通路车销售在核心市场的销量占比有望继续提升。中长期对标本田，市场份额或仍有 15pct 左右提升空间。

我们假设 2025-2030 年通路核心市场（拉美+土耳其）将维持 4% 的复合增速，30 年隆鑫销量（无极以外）占总量比例将提升至 30%，则对应销量将达到 266 万辆，复合增速有望超 10%。

图表 11：2023 年拉美主要国家摩托销售额同比变化



资料来源：MCD、华泰研究

图表 12：隆鑫代工业务销量有望保持稳健增长

单位：万辆	2012	2022	2023	2024	30E
核心市场销量 (拉美+土耳其)	388	582	656	700	886
YoY		CAGR 4%	13%	7%	CAGR 4%
隆鑫销量	-	97	109	139	266
YoY		-	12%	30%	CAGR 11%
占核心市场总量比例		17%	17%	20%	30%

资料来源：MCD、土耳其政府官网、华泰研究预测

自主品牌发力，无极大排国内外共振促成长

宝马合作夯实技术基础，无极产品矩阵拓展成为主力业务

2005年隆鑫与宝马以650CC发动机项目开启了与宝马的长期合作，其后于2007年成功量产；2013年双方达成850CC双缸发动机供货协议，2015年大排量踏板车整车项目正式启动；2024年5月公司和宝马再次签订新的发动机合作项目，合约期再延续20年。通过与宝马的合作，公司在生产工艺和质量控制上与国际接轨，产品质量获显著提升；引进先进发动机技术，包括全铝合金缸体内壁镀镍技术等轻量化设计等，在自研大排量摩托发动机性能上亦取得重要突破。基于双方合作所得，公司于2018年推出自有品牌“无极”，开启新一轮扩张。

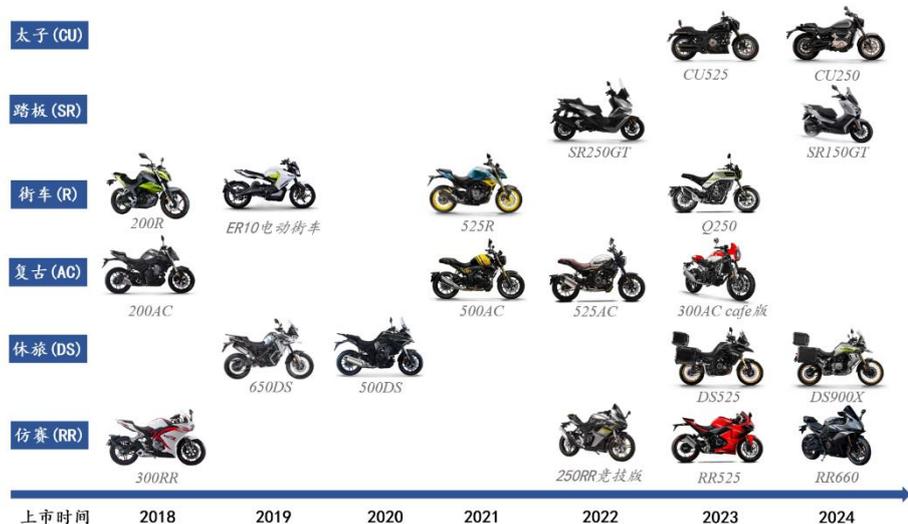
图表13：无极与宝马合作历程



资料来源：中国汽车工业协会、中国摩托车商会、华泰研究

排量段升级、外观迭代，无极产品矩阵日益丰富。无极作为隆鑫旗下中大排量高端运动机车品牌，于2018年9月21日发布。2019年无极首次发布了搭载来源宝马技术的652cc单缸发动机的休旅650DS，正式涉猎大排量摩托领域，2020-2021年间，无极进一步推出搭载自研KE500发动机的500DS、500AC。2022年公司改进产品开发流程，外观设计更为年轻化。同时无极推出全新525发动机平台，性能、配置、工艺明显升级；23年无极在新品台上发布太子车（巡航）第一款车型CU525，以及DS525、RR525，形成复古、仿赛、休旅、街车全品类产品矩阵，CU525和DS525持续霸榜人气榜单榜首；2024年，无极进一步向更大排量及小排踏板拓展，推出脱胎于宝马F900发动机技术的休旅新品DS900X，以及150cc踏板SR150GT。

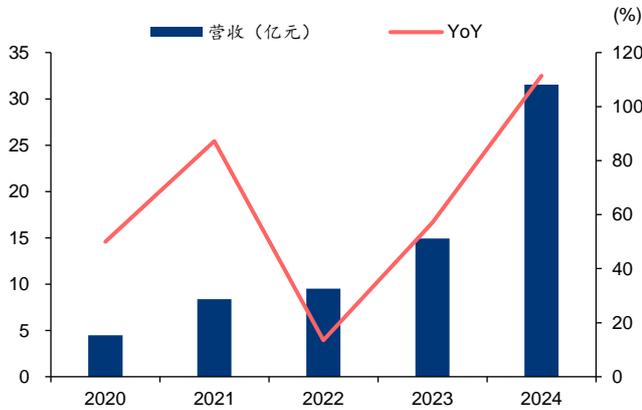
图表14：2018-2024年无极产品谱系



资料来源：公司公告、公司官网、摩托范、华泰研究

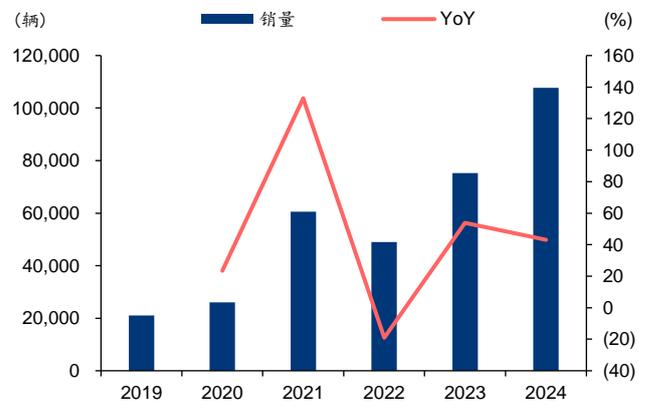
随着车型矩阵日益丰富及不断迭代下产品力的持续升级，无极品牌销量、营收持续扩张——2019~2024 年隆鑫 250cc+大排量摩托销量由 2.1 万辆翻两番以上至 10.8 万辆，五年复合增速达到 38%；而无极的营收贡献则从 2020 年的 4.5 亿元迅速增长至 23 年的 14.9 亿元，24 年无极贡献营收同比+111%至 31.5 亿元。

图表 15: 无极品牌营收快速提升



资料来源：公司公告、华泰研究

图表 16: 隆鑫通用 250cc+大排量摩托销量



资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

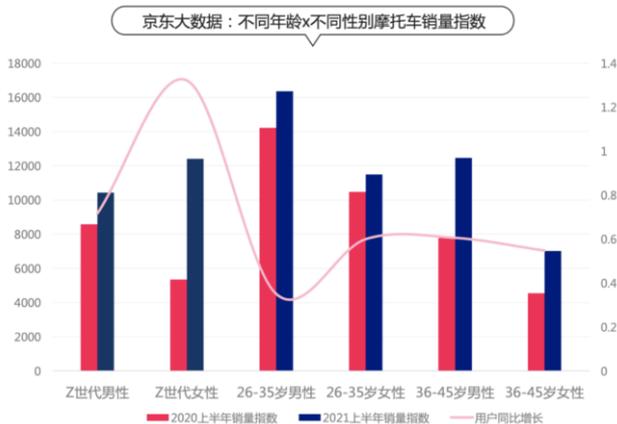
内销：成功卡位巡航赛道，“爆品”拉动国内份额提升

从工具属性转向“潮玩”属性，大排量摩托仍有显著提升空间

社媒时代带动摩托圈层文化兴起，大排量玩乐类摩托需求萌发。近年来我国摩托车市场正经历明显的结构性变化，小排量油摩受到禁摩令和电动两轮车冲击正面临萎缩，但“Z 世代”为主的消费群体为大排量摩托赋予更强的“社交玩乐”属性，推动 250cc+摩托销量快速增长——2020-2022 年我国两轮大排量摩托内销总量从 14.9 万辆增至 39.6 万辆，23 年受行业库存积压引发价格战影响，销量同比下滑，但 24 年大排摩托内销重拾增长，同比+20%至 39.6 万辆新高。

- 1) 小红书、抖音等社交平台将摩托重塑为潮流符号。社交平台上骑行 Vlog、沉浸式视频、机车改装等内容的高密度输出，允许年轻群体接触摩托文化的门槛大幅降低，而大排量摩托“拉风”、“酷炫”、“自由”的标签，与 Z 世代追求的生活方式不谋而合，推动玩车文化快速发展——京东曾在 21 年发布《Z 世代汽车消费趋势报告》，从客单价看一线城市消费者越来越偏向高端、玩酷类摩托车型，而中低线城市自驾远游的购摩需求也快速扩张。女性用户也开始成为“摩友”中坚力量，根据京东研究院，21 年上半年，Z 世代女性摩托车用户的购买量已同龄男性，35 岁以下人群中，女性用户增速普遍高于男性。

图表 17: 社交平台兴起推动女性摩托消费扩张



资料来源：京东研究院、华泰研究

图表 18: 摩托话题在抖音、小红书等平台热度较高



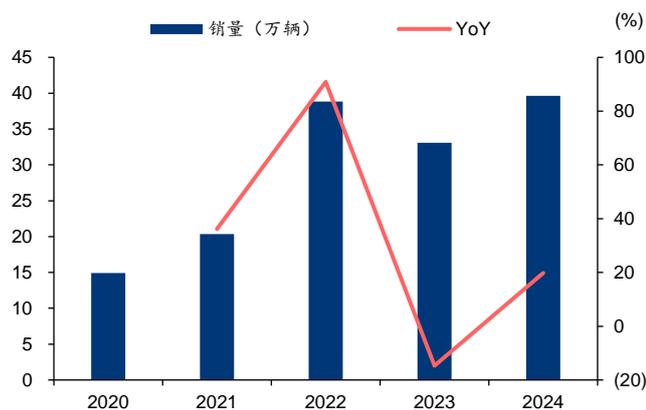
注：数据时期为 25.5.30

资料来源：小红书、抖音、华泰研究

2) 品牌售后建立垂类社群，“骑行+社交”生态增强用户粘性。本土品牌如无极、春风、赛科龙等积极维护购车客群，提供高频服务，包括建立车友会、俱乐部，周末定期组织山间骑行、改装赛事等，提供圈层社交机会，继而增强用户粘性，提升摩托产品复购率。

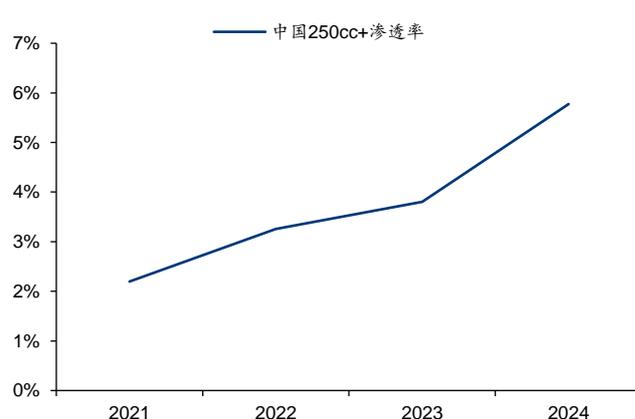
对比海外其他国家，我国大排量渗透率还有显著提升空间。2022-2024 年间，我国内销的大排量摩托渗透率由 2.2% 提升至 5.8%，对比海外市场来看，摩托文化底蕴最深的欧洲地区，以意大利为例，24 年 250cc+ 销量占比为 61%；东南亚地区参考摩托产业较成熟的日本，其 24 年 250cc+ 销量占比为 17%；拉美地区，以巴西为例，24 年 250cc 以上的摩托车销量占比也达到了 12.1%。即使相较以通路需求为主的国家如巴西，我国大排量摩托渗透率仍有翻倍以上的增长空间。

图表19：2019-2024 年我国大排量摩托内销



资料来源：中国汽车工业协会、中国摩托车商会、华泰研究

图表20：2021-2024 年我国大排量摩托内销渗透率



资料来源：中国汽车工业协会、中国摩托车商会、华泰研究

高性价比、强性能为无极核心竞争力，巡航品类爆品推动份额爬升

无极在发动机性能、操纵、悬架舒适性方面均具备较强竞争力，同等性能下定价更低。以无极巡航车型 CU525 为例，从性能参数上看，CU525 的最大马力、功率、极速较同排量段的本田 CM500、奔达金吉拉 500 均更高；而驾驶体验上，CU525 作为巡航类别在坐姿舒适度、弯道灵活性、悬架调校均展现了较强实力；以及在价格层面，CU525 价格与排量段略低的春风 450CLC 持平，较进口的本田 CM500 价格低出约 55%。**强产品力和高性价比的特点，使 CU525 在上市后实现口碑发酵，销量快速提升。**根据摩托车商会数据，24 年隆鑫 400-500cc 月均销量达 3280 台，较 23H1 CU525 发售前月均销量 871 台增长近 3 倍。

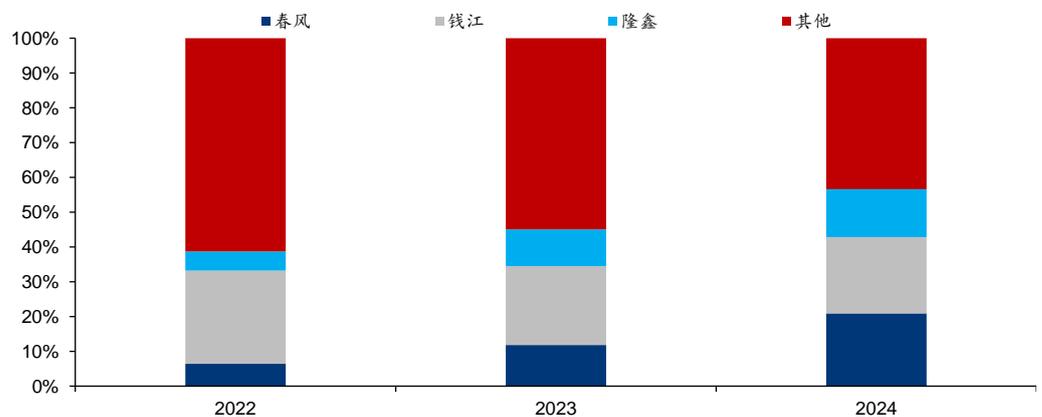
图表21：无极 CU525 与竞品参数性能对比

品牌 车型	无极 2024 款 CU525 都市版	春风 2024 款 450CL-C	本田 DREAMWING 2024 款 CM500	奔达 2024 款 金吉拉 500
	基本参数			
参考价	26666	26580	59800	26980
发动机	直列双缸四冲程 水冷·500cc	直列双缸四冲程 水冷·450cc	直列双缸四冲程 水冷·500cc	V 型双缸四冲程 水冷·500cc
最大马力(Ps)	53.8	40.8	45.7	53
最大功率/转速(kW/rpm)	39.6/8500	30/8000	33.6/8500	39/9300
最大扭矩/转速(N·m/rpm)	50.5/7000	42/6250	43.3/6000	48/6000
整备质量(kg)	178	181	191	212
油箱容量(L)	15	12	11.2	16
最高车速(km/h)	160	153	155	150
	多媒体/舒适性配置			
仪表盘	LED 全彩仪表	3.6 寸圆形彩色 TFT	液晶仪表	TFT 全彩仪表
导航投屏功能	-	标配	-	-
挡位显示	标配	标配	标配	标配
USB 充电口	标配 USB	标配 USB	无	标配 USB
配置/选项	标配:T-BOX (二代)	标配:T-BOX (二代)	-	标配:奔达 BCD 智能车联网系统

资料来源：摩托范、华泰研究

巡航车型“爆品”推动公司市占率向上，有望通过产品谱系完善进一步扩大份额。在升级的 525 发动机平台推出后，无极新平台优质车型的发布推动隆鑫大排量销量份额进入上升轨道，由 22 年的 5.5% 提高至 24 年的 13.89%。我们认为，后续随着公司逐步补齐仿赛、街车等产品谱系，扩大优势品类细分排量段覆盖，无极有望延续较快增长态势。

图表22：大排量玩乐类摩托（250cc+）内销格局



资料来源：中国汽车工业协会、中国摩托车商会、华泰研究

出海：渠道、产品双管齐下拓土欧洲，全球增量可期

渠道扩张+聚焦休旅赛道，出口增量开始兑现

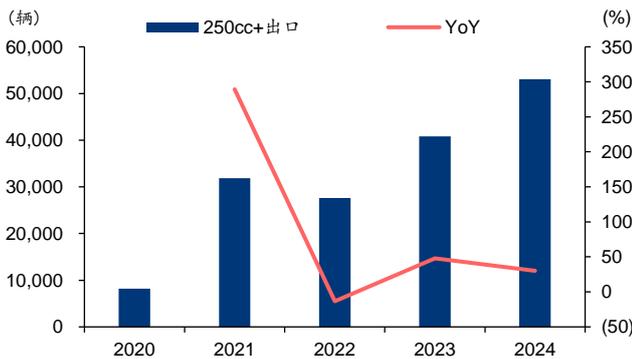
2020年以来公司大排量出口销量迅速提升。2020-2024年间公司250cc+摩托出口迅速增长，由2020年的0.82万辆增长至2024年的5.3万辆，复合增速达71%。我们认为无极品牌大排量出口的快速崛起，主要得益于：

1) 海外渠道扩张见效，品牌认知度提升

无极以欧洲为出口切入点，在不同国家寻找老牌分销商，协助无极将产品向各终端网点铺开，渠道数量从2020年的206家快速增至2024年的1165家，其中欧洲地区在24年扩张至了876家门店。如无极在英国选择的经销商MCO Bikes协助无极在欧洲布局65家网点，同时经营川崎、Keeway、贝纳利等多个品牌，产品覆盖全面，市场把控能力强。

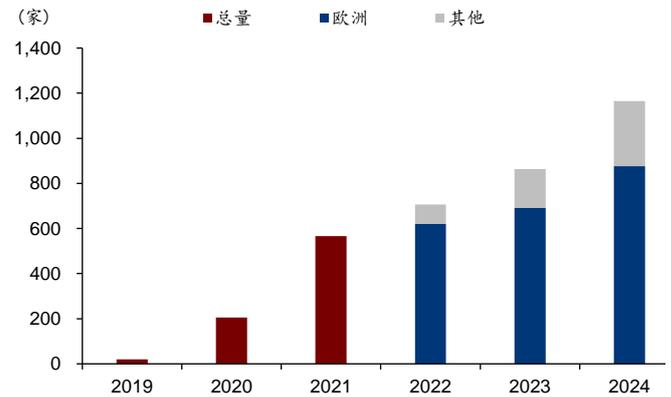
对于消费者而言，足够密度的门店覆盖能够便于产品体验，并且保障及时优质的售后服务，是选择品牌的核心考量因素之一。而对公司而言，渠道铺开能够充分给予公司市场反馈，了解消费者的需求、偏好和意见，从而及时调整产品策略。我们认为公司23-24年出口高增很大程度取决于欧洲经销商渠道铺开的成效显现，随着品牌认知度扩张，有望形成正向循环，夯实优势。

图表23：2020-2024 隆鑫 250cc+摩托出口情况



资料来源：中国汽车工业协会、中国摩托车商会、华泰研究

图表24：无极品牌海外渠道情况

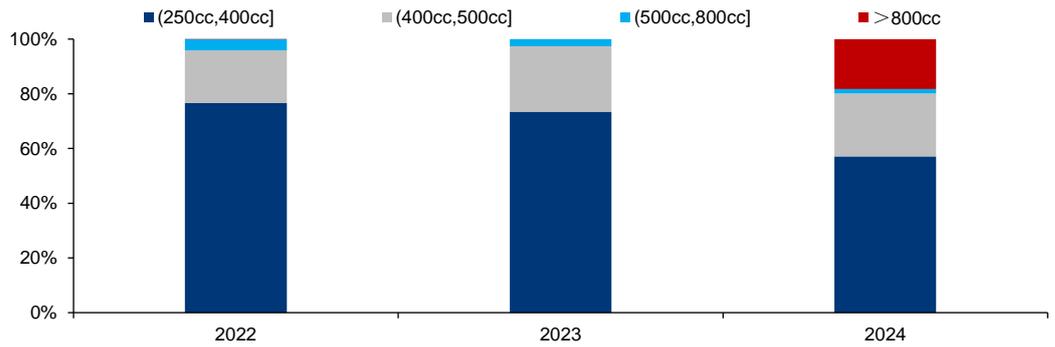


资料来源：公司公告，华泰研究

2) 聚焦热门休旅赛道起步，海外上市取得重要突破

欧洲摩托文化浓厚，偏好大排量摩托，从德、意热销车型来看，国际一线厂商都具备公升级ADV/街车标杆产品。以意大利市场为例，玩乐属性为主的摩托中，ADV/拉力车型为主流产品，占据近20%份额。无极品牌针对欧洲市场需求，集中资源投放西欧偏好的大排量摩旅品类产品，2021-2024年分别发布300DS、300RALLY、DS525X、DS900X车型，在欧洲收获口碑。从排量段分布也可看出，23年DS525X发布推动400-500cc出口量占比从19%提高至24%，24年月均出口超千台，24年800cc+出口量占比提高至18.3%，月均销量达到近810台。

图表25: 2022-2024 隆鑫 250cc+摩托出口排量分布



资料来源: 中国摩托车商会、华泰研究

宝马合作背书, 强性能配置+更高性价比构筑出海竞争力

对比无极双缸 DS525X 与同级别标杆产品本田 NX500 可以发现: 无极车型最大扭矩/功率等参数已不逊于竞品, 而悬架、轮胎、卡钳等配件普遍采用头部品牌产品, 例如 Brembo 活塞卡钳、KYB 减震等; 曲面仪表、导航投屏、胎压监测、自动大灯等功能配置齐全。而其官方售价则相差约 12%, 较同级别的雅马哈、川崎便宜约 25%。

而公司 24 年发售的中量摩旅 DS900X, 其发动机源于宝马 F900 (合作发动机项目), 拥有相同的缸径、冲程及压缩比。在与宝马合作的背书下, 为车型在欧洲建立认可度奠定了坚实基础, 车型维持悬架、轮胎、卡钳、摄像头等高规格配置, **8799 磅的定价较宝马 F900 低约 30%**。DS 900X 凭借高性价比在西班牙等市场广受好评, 25 年 5 月成为西班牙销量第三的车型, 也是销量前十中唯一的 400cc+大排量车型。

图表26: 无极 DS525X、DS900X 与海外竞品参数性能对比

品牌 参数对比	Voge DS525X	Honda NX500	Voge DS900X	BMW F 900 GS
英国售价 (英镑)	5999	6829	8499	12450
基本参数				
长 x 宽 x 高(mm)	2265x940x1360	2165x830x1415	2325x940x1420	2270x943x1393
油箱容量(L)	18	17.5	17	14.5
前悬挂系统	KYB/倒置减震/可调	Showa 41mm SFF-BP-USD 前叉	KYB 倒置/预载阻力全可调	倒置减震, φ43mm, 弹簧预载手动可调, 回弹和压缩可调
后悬挂系统	KYB/多连杆/中置减震	Prolink Mono 带 5 级预载调节器	KYB 内置气囊/预载阻力全可调	中央减震, 行程
最大马力(Ps)	55.7	47.6	96.5	104.7
最大功率/转速(kW/rpm)	41/9000	35/8600	71/8250	77/8500
最大扭矩/转速(N·m/rpm)	50.5/7500	43/6500	95/6000	93/6750
安全配置				
弯道 ABS 系统	无	无	标配	无
胎压监测	标配	无	标配	无
其他配置				
仪表盘	7 寸液晶负显彩屏	5 英寸 TFT 仪表	7 寸 TFT 投屏仪表	6.5 英寸 TFT 彩色显示屏
手机连接功能(蓝牙/WIFI 等)	标配	-	标配	标配
导航投屏功能	简易导航	-	标配	-
其他	标配:T-BOX	-	标配:变道雷达辅助、T-BOX	-

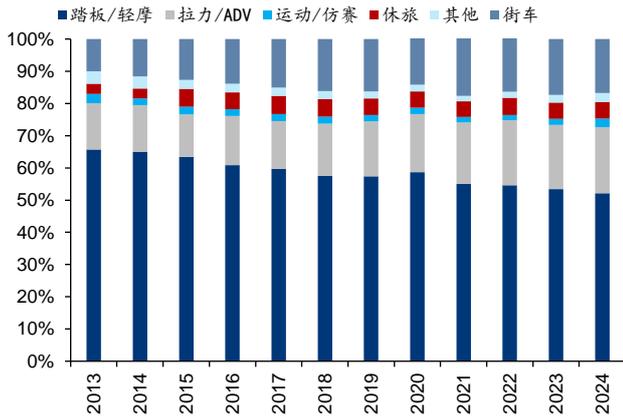
资料来源: 各公司官网、摩托范、华泰研究

欧洲品类扩张提份额，拉美地区开拓增量可期

1) 欧洲：扩大优势 ADV 产品矩阵，发力大踏板赛道，有望持续拓份额

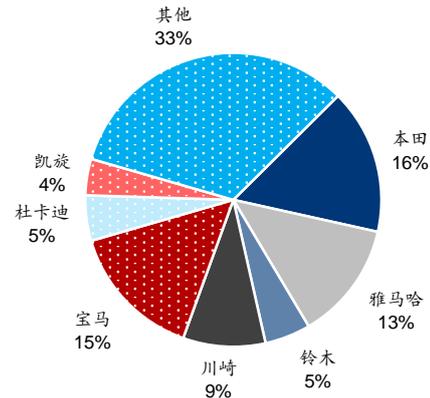
23/24 年欧洲市场摩托销售总量分别为 256/300 万辆，踏板和大排量玩乐类为主流。以意大利为例，当地踏板/轻摩品类份额超 50%，(24 年 52.1%)；玩乐属性为主的摩托市场也呈现扩容态势，24 年 ADV/拉力车型占据 20.5% 份额，休旅类别占比 5.2%，合计较 14 年/19 年提高 8.2pct/3.5pct。格局方面，欧洲摩托市场大头由欧系和日系品牌瓜分，其中宝马、本田稳居前二地位。据 Statista，两品牌在全欧洲份额约 15%/16%，铃木/杜卡迪/凯旋份额约 4-5% 左右。

图表27：意大利分类别车型销量



资料来源：ANCMA、华泰研究

图表28：2023 年欧洲摩托市场份额



资料来源：Statista、华泰研究

25 年公司将继续大力扩充产品矩阵，大、小排量双轮驱动。25 年公司将进一步深耕高价值休旅品类，推出 600/800cc 排量段 ADV 车型完善排量段覆盖，有望凭借强劲动力性能和优秀操纵性继续实现热销，继续强化销量护城河。另一方面公司战略布局将延伸至欧洲核心市场，针对性开发首款大轮径踏板车型——大踏板更适合身材高大的欧洲人乘坐习惯，具备更强的通过性和滤震效果，通勤驾驶体验更佳，意大利热销 TOP5 车型均为品牌针对欧洲市场设计的专属大轮踏板产品。新品类市场需求广且国内竞品较少，公司差异化产品有望快速放量。25 年 1-5 月，无极已经凭借大踏板新车 SR16 跻身意大利车型销量榜前十。

图表29：意大利 25 年 1-5 月销量 Top20 摩托车型

排名	品牌	型号	类别	排名	品牌	型号	类别	
1	HONDA ITALIA	SH 125	踏板	11	BMW	R 1300 GS	ADV	
2	HONDA ITALIA	SH 350	踏板	12	SYM	SYMPHONY 125	踏板	
3	HONDA ITALIA	SH 150	踏板	13	HONDA	FORZA 350	踏板	
4	HONDA	X-ADV 750	踏板	14	HONDA	AFRICA TWIN	ADV	
5	PIAGGIO	LIBERTY 125 ABS	踏板	15	BMW	R 1300 GS	ADV	
6	HONDA ITALIA	ADV 350	踏板	16	KYMCO	AGILITY 125 R16	踏板	
7	KYMCO	PEOPLE S 125	踏板	17	PIAGGIO	VESPA	踏板	
8	YAMAHA	TMAX	踏板	18	PIAGGIO	PRIMAVERA 125	踏板	
9	YAMAHA	XMAX 300	踏板	19	PIAGGIO	VESPA GTS 310	踏板	
10	VOGE	SFIDA SR16	踏板	20	PIAGGIO	BEVERLY 400	踏板	
						PIAGGIO	MEDLEY 125	踏板

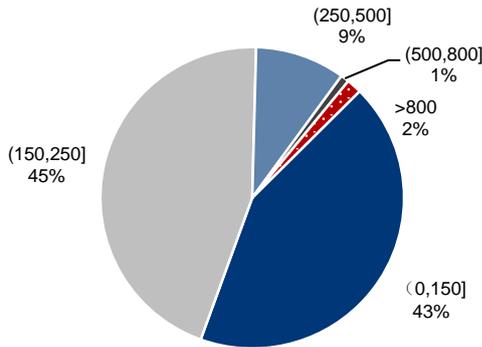
资料来源：ANCMA、华泰研究

我们测算无极 23 年欧洲市场份额约 1.2%，24 年份额进一步提升至 1.9%。考虑到无极在大排量休旅和踏板赛道的推新发力，有望持续加速欧洲市场拓宽与份额提升，我们认为 2-3 年内或可追赶对标日系品牌如铃木，达到约 4-5% 份额，相较 24 年至少有翻倍以上空间。

2) 拉丁美洲：市场总量增长叠加排量段升级，25 年公司有望进入快速开拓期

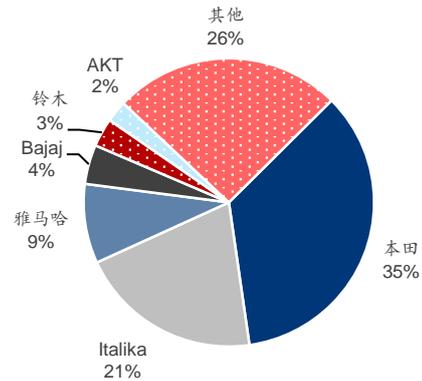
拉丁美洲过去数年摩托总量持续提升，从 2012 年的 370 万辆增长至 2024 年的 579 万辆左右。总量增长的同时，行业存在中等排量段的升级趋势。以巴西这一典型市场为例，2020 年当地摩托产量中 250cc+ 占比约 7.7%，24 年这一排量段占比提升至 12.1%，主要为 250-500cc 摩托占比提升约 5pct。格局方面，本田和墨西哥本土品牌 Italika 分别占据 35%、21% 市场份额，日系的雅马哈、铃木份额分别为 9%/3%，印度 Bajaj 和哥伦比亚品牌 AKT 份额分别为 4%/2%。

图表30：巴西 2024 年摩托产量排量段结构



资料来源：巴西摩托自行车制造商协会、华泰研究

图表31：2024 年拉丁美洲摩托市场份额



资料来源：Statista、华泰研究

我们认为，隆鑫借由贴牌业务，已成功在拉丁美洲积累大量渠道资源，后续有望将无极品牌导入其经销网络，抢占拉美市场的排量/发动机升级趋势下带来的增量，25 年有望在这一新市场迈入 1-10 快速发展阶段，2-3 年内对标 AKT/铃木达到约 2%-3% 左右市占率。

展望：隆鑫无极开启高增周期，结构改善带动盈利向上

无极品牌量能释放，预计 25-27 年销量保持 30%-40% 增长

结合国内及海外市场情况及无极品牌竞争力，我们预计无极 25-27 年销量将保持 35%-40% 可观增长：

1) 国内市场：目前国内大排量摩托渗透率（24 年在二轮油摩中渗透率约 8.9%），较海外国家如意大利/日本/巴西的渗透率（24 年 61%/17%/12.1%）仍有提升空间。21-24 年国内大排量摩托销量增速分别为 37%/91%/-16%/21%，部分城市限摩令仍在执行的情况下，大排市场或迎来稳健增长，我们预测 25-27 年国内大排量摩托销量增速为 5%。

23-24 年无极国内大排销量（采用摩托车商会口径下隆鑫 250cc+ 两轮内销销量）分别约 33/40 万辆，市占率 10.5%/13.8%。我们认为随着无极逐步补齐仿赛、街车等产品谱系，扩大巡航等优势品类细分排量段覆盖，市占率有望继续向上，预计 25/26/27 年市占率分别 14.8%/15.6%/16.2%，对应无极大牌内销增长 15%/10%/9%。

2) 海外市场：参考欧洲核心市场（法国、德国、意大利、西班牙、英国）2020-2024 年摩托总销量平均增速 5.8%，我们假设欧洲市场 25-27 年摩托市场维持 5% 增速，鉴于无极将在大排量休旅和小排量踏板赛道推新发力，有望持续加速欧洲份额提升，预计到 27 年市场份额对标铃木达到 4.5%，对应销量 15.6 万辆，较 24 年增加超 200%。此外 25 年无极有望在拉美市场迈入 1-10 的发展阶段，抢占拉美市场的排量/发动机升级趋势下带来的增量，我们预计 25 到 27 年间有望对标 AKT，取得约 2% 市占率，对应销量达到 2.4/6.4/13.4 万辆。

综合以上假设，我们预计无极 25-27 年总销量将分别达到 25.3/34.5/45.2 万辆，增速达到 40.2%/36.0%/31.1%，成长空间广阔。

图表32：隆鑫无极销量预测（万辆）

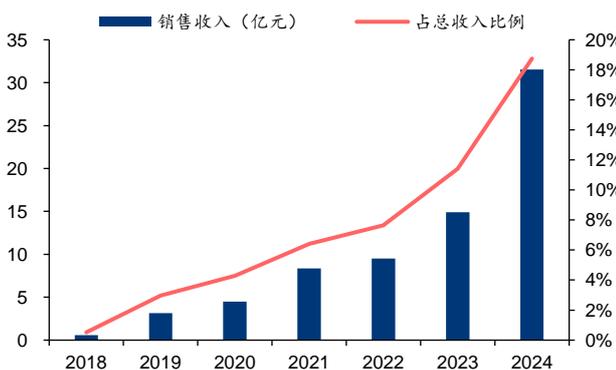
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
无极内销	4.6	10.1	12.4	13.6	14.8
其中：大排量	3.5	5.5	6.2	6.8	7.5
——国内大排销量	33	40	42	44	46
——无极市占率	10.5%	13.8%	14.8%	15.6%	16.2%
其中：小排量	1.2	4.6	6.2	6.8	7.4
——国内小排销量	466	425	412	400	388
——无极市占率	0.2%	1.1%	1.5%	1.7%	1.9%
无极出口	4.1	8.0	13.0	20.8	30.4
其中：欧洲	3.1	6.0	9.5	13.2	15.6
——欧洲销量	256	300	315	331	347
——无极市占率	1.2%	1.9%	3.0%	4.0%	4.5%
其中：拉丁美洲	-	-	2.4	6.4	13.4
——拉美销量	560	579	608	639	670
——无极市占率	-	-	0.4%	1.0%	2.0%
其中：其他	-	-	1.1	1.2	1.3
无极总销量	8.7	18.1	25.3	34.5	45.2
YoY		107.8%	40.2%	36.0%	31.1%

资料来源：中国摩托车商会、公司公告、Statista、MCD、华泰研究预测

自主摩托业务占比提升，有望带动利润率显著向好

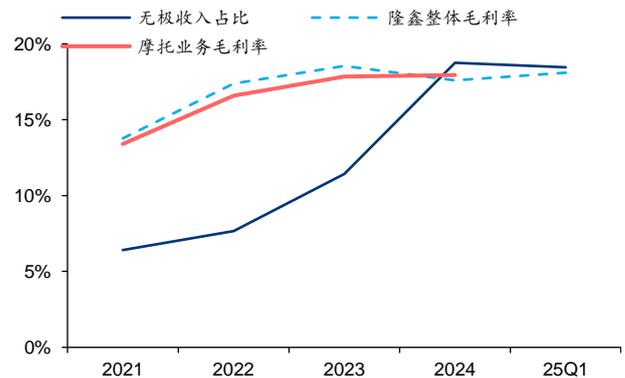
随着公司大排量新品推出，自主品牌业务收入占比提升，利润率有望持续增长。2021-2024年，公司无极品牌收入分别为 8.4、9.5、14.9、31.5 亿元，占收入比例为 6%、8%、11%、19%。自主品牌盈利性高于贴牌业务，其收入占比提升拉动公司摩托产品毛利率增长，2021-2024 公司毛利率由 13.4% 增至 17.9%，整体毛利率由 13.8% 增至 17.6%（24 年整体毛利率下滑收到通用机械业务毛利率影响）。25Q1 无极品牌营收同比增长 42%，拉动公司整体毛利率提升至 18.1%。我们认为，由于大排量摩托具备更高的发动机壁垒，以及玩乐属性下更强的议价能力，随着无极产品矩阵加速补齐，收入占比不断提升，有望带动公司盈利能力持续向好。

图表33：2018-2024 无极品牌收入（亿元）及占总收入比例



资料来源：公司公告、华泰研究

图表34：无极收入占比及整体毛利率变化

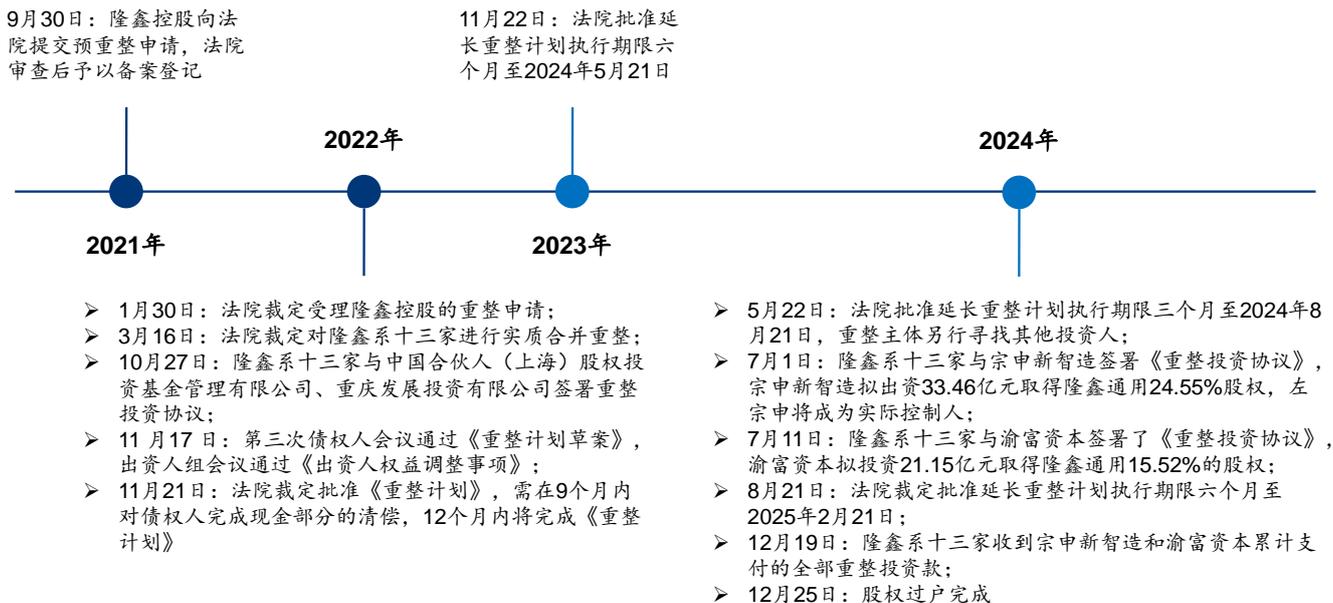


资料来源：公司公告、华泰研究

资产重组落地，宗申入主或打造摩托新龙头

隆鑫通用资产重组落地，宗申新智造成为隆鑫通用控股股东，左宗申成为隆鑫通用实际控制人。隆鑫通用资产重组经历了较为漫长且波折的过程，21年9月起启动相关预重整申请等工作，22年正式进入重整阶段，完成裁定实质合并重整、签署重整投资协议、等关键环节，但在重整计划执行期限方面多次申请延长，最终与宗申新智造以及渝富资本签署《重整投资协议》。24年12月19日隆鑫系十三家收到宗申新智造和渝富资本全部划款，并且于12月25日完成股权过户。股权过户后，宗申新智造取得24.55%股权成为隆鑫通用控股股东，左宗申成为实际控制人。

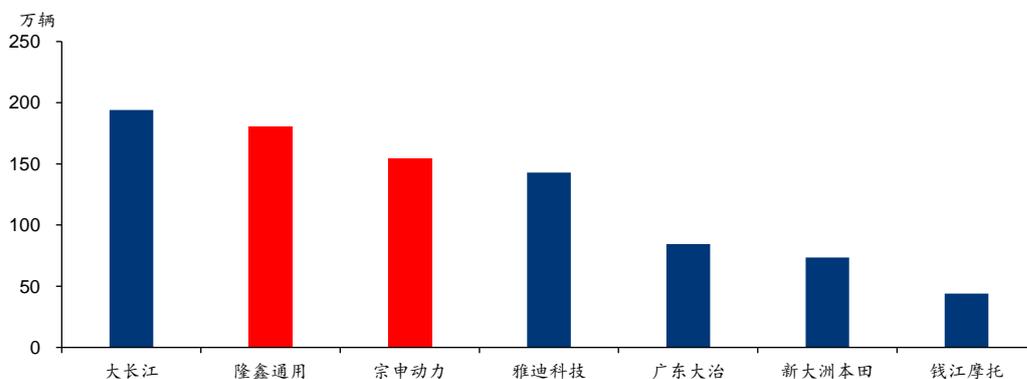
图表35：隆鑫资产重组时间线



资料来源：公司公告，华泰研究

宗申入主隆鑫摩托车业务，打造摩托新龙头。资产重组后由于宗申与隆鑫通用在业务上存在同业竞争，后续双方摩托业务将进行整合，而合并后公司市场份额有望提升，打造摩托新龙头——24年隆鑫通用/宗申销售摩托车共计180/154万辆，分别占据9%/8%的市场份额，合并后销量高达335万辆，市场份额将扩张为17%，超越大长江10%的市场份额位列第一。

图表36：2024年各车企摩托车总销量



资料来源：公司公告，华泰研究

宗申旗下自主品牌赛科龙与无极拳头产品类别相仿，细分产品各有优势，有望形成较强协同效应。赛科龙的优势品类与无极类似，同样集中在踏板和拉力/ADV 品类。而在具体产品布局上，赛科龙主销产品的价格带略低于无极，更强调“性价比”和“低扭动力”，排量段近似的赛科龙 RX600 较无极 DS625X 起售价低约 13%。在拉力/ADV 领域，无极拥有更多 600cc+ 大排产品（包括 DS900X、DS800RALLY 等），赛科龙产品线则囊括了入门级拉力 RX250。

踏板品类，赛科龙和无极在价格段上相近，并且均结合优势及市场需求推出跨界品类 ADV 踏板，但分别定位在了 250cc 的中量级踏板（赛科龙老牌拳头产品 RT3）以及 150cc 的轻量级踏板（无极 SR150S）。双方品牌强势品类相近，合并后有望快速进行供应链整合，并且发挥各自优势，进一步扩充排量和价格覆盖，形成较强的协同效应。

图表37：赛科龙与无极拉力/ADV 产品对比

参数对比	赛科龙			无极		
	RX650 领航版	RX600 穿越版	RX250 探索版	DS900 X 标准版	DS625 X 标准版	DS525 X 公路征途版
价格	39988	27988	14988	54980	31999	31966
排量 (cc)	650	600	250	895	600	500
极速 (km/h)	180	165	125	210	183	170

资料来源：Wind、华泰研究

图表38：赛科龙与无极踏板产品对比

参数对比	赛科龙				无极	
	RT150 智慧版	RT2 都市版	RT3C 先锋版	RT3E 摩登	SR150 S	SR250 GT Play
价格	13588	15988	17999	16988	12980	15980
排量 (cc)	150	250	250	250	150	250
极速 (km/h)	99	120	120	120	106	125

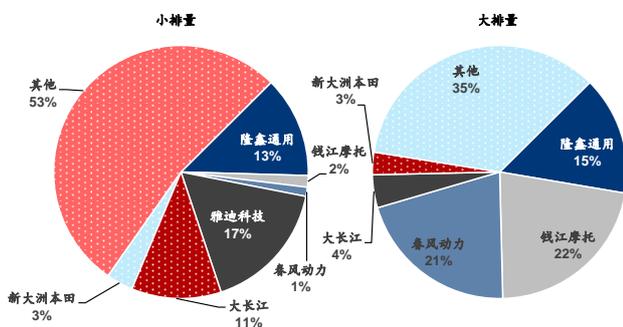
资料来源：公司公告、华泰研究

宗申内销和出口业务均表现优异，或助力隆鑫通用市场扩张。

1) 内销：在排量领域宗申实力雄厚，24 年隆鑫/宗申销售摩托车 18/93 万辆，占据 2%/11% 的市场份额，合并后隆鑫通用累计份额达 13%，超越大长江 11% 的市场份额位列第二；在大排量领域隆鑫通用自身占据优势，隆鑫/宗申 24 年销售摩托车 5/1 万辆，市场份额达 14%/2%，合并后宗申助力其市场扩张，累计市场份额达 15%，稳居第三。

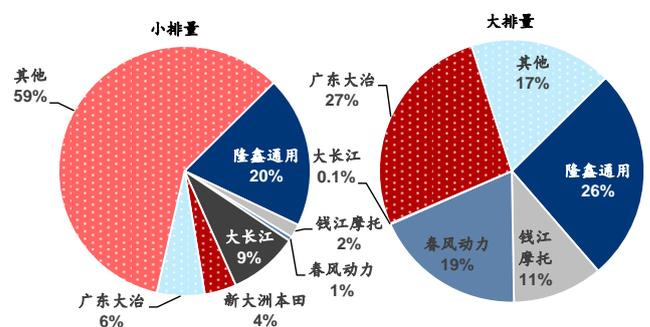
2) 出口：出口业务方面，在小排量领域隆鑫通用 24 年排名第一，隆鑫/宗申 24 年出口摩托车 152/57 万辆，市场份额达 14%/5%，合并后宗申将助力其进一步巩固市场地位；在大排量领域，隆鑫/宗申 24 年出口摩托车 5/4 万辆，市场份额达 15%/11%，合并后共占领大排量出口市场 26% 的份额，逼近 24 年出口市场第一广东大治 27% 的市场份额。

图表39：2024 年摩托内销市场份额（合并后）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表40：2024 年摩托出口市场份额（合并后）



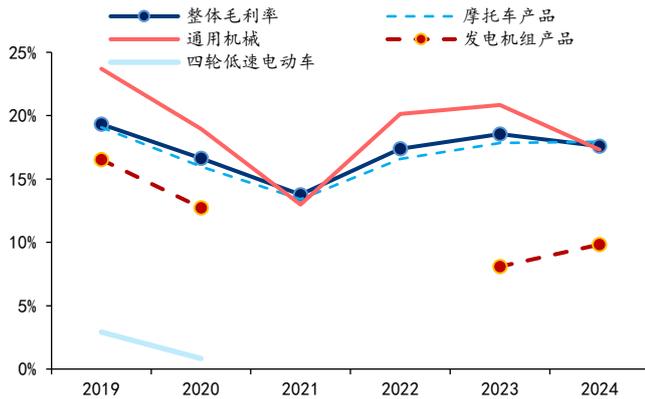
资料来源：公司公告，华泰研究

财务分析及盈利预测

财务：自主品牌带动盈利结构向好，子公司业绩拖累有望大幅减轻

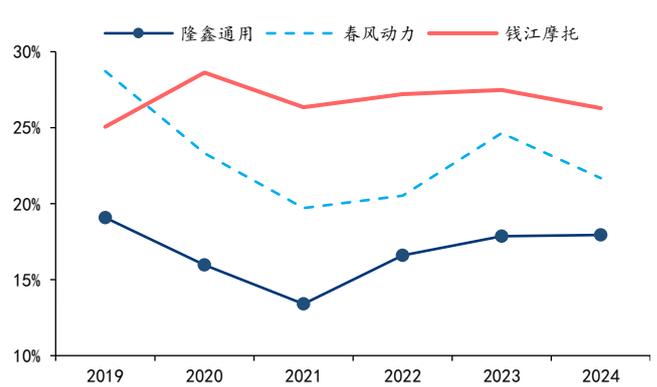
自主品牌摩托业务增长带动毛利率回升。公司整体毛利率主要受摩托车产品及通用机械毛利率影响。2020-2021 年，由于原材料、运输成本上涨及汇率波动，通用机械及摩托车产品毛利率降低，导致公司整体毛利率及净利率在 2021 年降低至公司成立以来最低值。21 年以来，公司无极品牌成立，带动摩托业务毛利率趋势向上，与完全销售自主品牌车型的春风动力、钱江摩托相比，差距有所缩小，整体毛利率也由 2021 年的 13.77% 提升至 24 年的 17.6%，25Q1 进一步提升至 18.1%。

图表41：2019 年以来公司分业务毛利率



资料来源：Wind、华泰研究

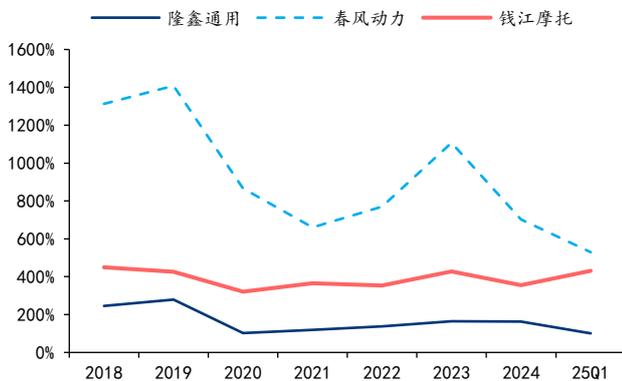
图表42：可比公司摩托业务毛利率对比



资料来源：Wind、华泰研究

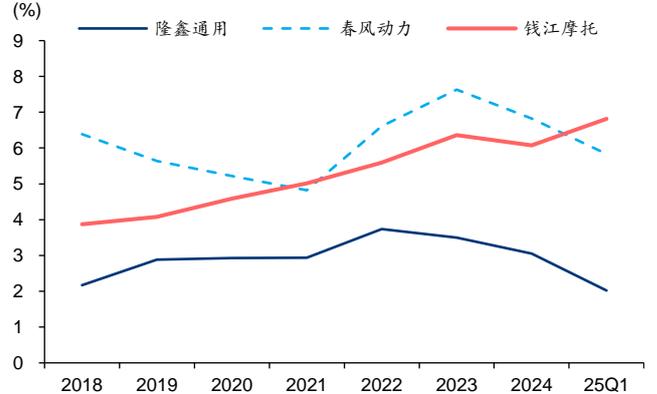
期间费率低于同业公司，股权重整后控费成效显著。对比公司与摩托行业头部企业春风动力、钱江摩托的财务指标。**1) 研发费率：**2018 年起公司加大大排量发动机及摩托车整车平台开发力度，公司研发费率逐渐提升，由 2018 年的 2.17% 提升至 2024 年的 3.05%。从绝对费用来看，公司 2021-2024 年间研发费用处在 3.8-5.1 亿元区间，低于春风的 3.8-10.3 亿元水平，但高于发动机平台已相对成熟的老牌企业钱江 (2.2-3.7 亿元)。**2) 销售费率：**公司代工业务占比较高，2018-2024 年销售费用率均保持在 2.8% 以下，显著低于同业公司 (春风动力 6%-13%，钱江摩托 3%-4.5%)；**3) 管理费：**公司管理费用率略低于同业公司，2018-2024 年费用率处于维持在 3%~4.5% 区间，体现较强控费能力。

图表43：可比公司销售费用率对比



资料来源：Wind、华泰研究

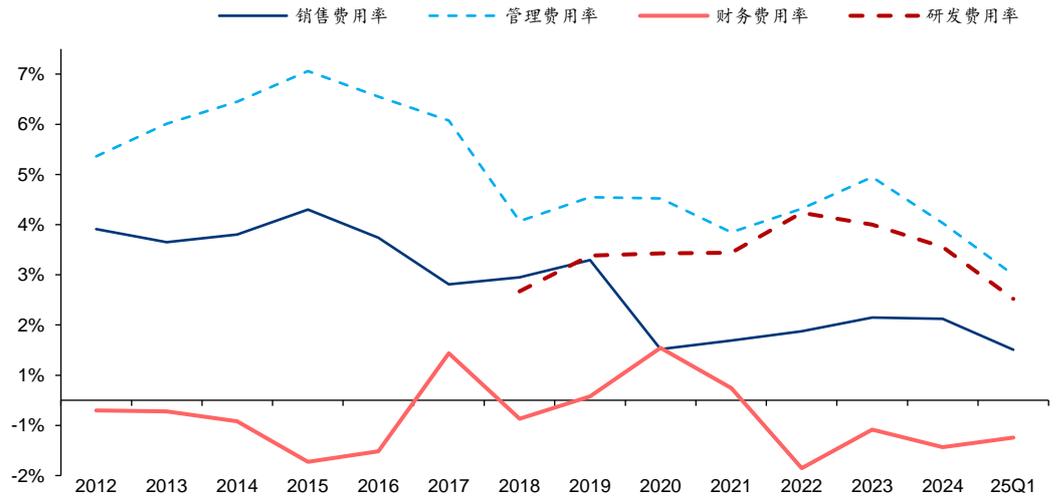
图表44：可比公司研发费用率对比



资料来源：Wind、华泰研究

24 年 11 月隆鑫通用控股股东重整完成、实控人变更后，公司经营步入正轨，并加大控费降本力度。24Q4 及 25Q1 公司销售费用率分别降低至 0.98%/1.01%，管理费用率分别降低至 2.68%/2.50%，显著低于 24 年全年水平 (销售/管理费 1.6%/3.5%)。我们认为通过持续加强管理、推进费用控制，公司期间费用率有望维持低位。

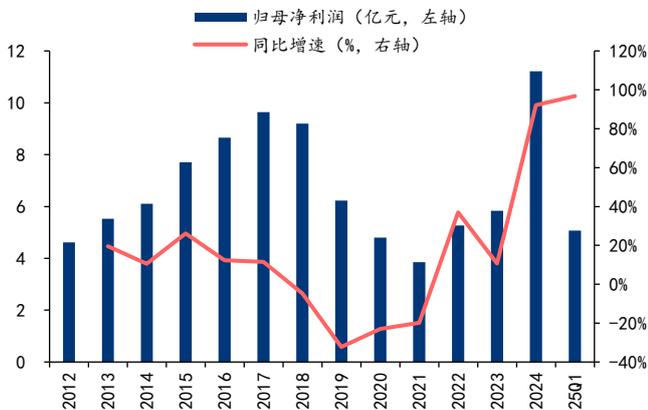
图表45：2012 年以来公司期间费用率



资料来源：公司公告、华泰研究

24 年起盈利受子公司拖累大幅减轻。归母净利润方面，12-17 年公司归母净利润由 4.62 亿元增长至 9.65 亿元，6 年间 CAGR 达 13.06%。19-23 年间归母净利润降低主要系汇率变动、原材料价格上涨、政府补贴减少及计提商誉减值等，扣除商誉减值等非经常性损失影响。19-23 年公司归母净利润累计受子公司意大利 CMD、山东丽驰、金业机械及广州威能的商誉减值集体等非经常性损失影响达 2.79-4.99 亿元，大幅拖累公司业绩。目前公司已处置掉山东丽驰，正在推进意大利 CMD 股权交割事宜，将金业机械商誉全部计提减值损失等。24 年公司业绩受子公司影响大幅减轻，净利润修复至 11.2 亿元，同比+92%，更真实地反映了公司主体经营情况。

图表46：2012 年以来公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、华泰研究

图表47：2019-2024 年公司重大减值事项及费用

重大减值事项及费用 (亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
资产减值损失						
商誉减值	2.87	1.89	2.52	2.22	1.25	0.14
无形资产减值损失						1.72
其它资产减值损失	0.61	0.30			2.00	
信用减值损失		0.60	2.02	2.47		
营业外支出					1.74	
合计	3.49	2.79	4.54	4.69	4.99	1.86
当年净利润	6.23	4.80	3.85	5.27	5.83	11.21
加回假设	9.72	7.59	8.39	9.96	10.82	13.07

资料来源：Wind、华泰研究

图48: 2019-2024 年公司非经常性损失

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
信用减值损失	-	应收账款坏账损失 1.24 亿元, 同比+6420% (威能)	广州威能计提信用减值损失 2.02 亿元	广州威能计提信用减值损失 2.47 亿元	-	-
资产减值损失	固定资产减值损失: 山东丽驰对出现减产、停产车辆模具计提减值准备 6,135.87 万元。	处置山东丽驰股权, 1-11 月合并期净亏损 3750 万元;	-	-	处置 CMD 的持有待售资产减值损失 2 亿元	无形资产 (无法量产使用/营收不及预期的非专利技术、商业化低于预期的特许权使用费等) 减值 1.7 亿元
商誉减值	山东丽驰(1.56 亿元)、金业机械 (9,296.43 万元) 、 意大利 CMD(3,822.02 万元)商誉减值共计 2.87 亿元	计提 广州 威 能 (13,258.17 万元)、意大利 CMD (5,687.62 万元)	广州威能 2.32 亿元, CMD 1981.87 万元;	广州威能、意大利 CMD 和金业机械的商誉计提减值损失 2.22 亿。	金业机械商誉减值 1.25 亿元	金业机械商誉减值 1430.51 万元
营业外支出	-	-	-	-	计提应付意大利 CMD 公司终止金 1.74 亿。	-
其他	-	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告、华泰研究

盈利预测

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 194.0/228.2/270.3 亿元, 同比+15%/18%/18%; 归母净利润为 19.0/23.6/28.5 亿元, 同比+69%/24%/21%。

1) 摩托业务

- 无极品牌:** 21-24 年无极贡献营收快速提升至 8.4/9.5/14.9/31.5 亿元, 同比分别 87%/14%/57%/111%, 我们认为无极品牌凭借着 ADV 和踏板车型的强新品周期及渠道、市场扩张, 品牌在欧洲、拉丁美洲出口有望延续快速增长, 预计 25-27 销量 25.4/34.5/45.2 万辆。单价方面, 24 年无极平均 ASP 约 1.7 万元, 我们预计随着大排量产品谱系扩大, 海外销售占比提升, 单价有望持续向上, 25-27 年分别增至 1.87/1.91/1.96 万元, 对应 25-27 年无极收入 47.6/65.9/88.5 亿元, 同比+51%/38%/34%。
- 其他品牌:** 其他品牌摩托包括出口贴牌业务, 22-24 年营收分别为 34.7/38.9/48.9 亿元, 同比+1.7%/12.1%/25.9%。考虑到贴牌出口主要市场之一墨西哥受通货膨胀影响, 需求或面临阶段性走弱, 我们预计 25 年销量增速较 24 年有所下滑。但公司有望基于现有的发动机技术能力, 以自有品牌 LONCIN 进军海外小排量通路摩托赛道, 继而带动通路车销量维持增长。我们预计 25/26/27 年其他品牌摩托销量同比增速分别为 4%/8%/9%至 145/156/170 万辆。单价方面, 24 年平均单车收入约 3516 元, 我们认为海外低端小排量摩托竞争或有所加剧, 因此假设 25 年单价小幅下降至 3446 元, 26-27 年自主品牌通路车起量有望对冲代工小排车的价格下降, 预计单价持平。对应 25-27 年收入 49.9/53.8/58.7 亿元, 同比+2%/8%/9%。
- 全地形车:** 公司全地形车产品正在起步加速期, 22-24 年营收分别为 1/2.3/4.0 亿元, 25-27 年公司有望陆续推出 1000cc ATV 以及 UTV 等新品, 产品矩阵持续扩张叠加渠道开发下, 我们预计销量有望同比增长 40%/35%/35%至 3.2/4.3/5.9 万辆, 单价则有望随大排量产品占比提升而增长, 预计 25-27 年平均单价分别为 1.85/1.9/2.0 万元 (23 年 1.75 万元), 对应 25-27 年营收 6.0/8.3/11.7 亿元。
- 其他:** (i) 三轮摩托: 22-24 年营收分别-9%/+11%/+8%至 11.6/12.8/13.8 亿元, 三轮摩托市场仍在小幅扩容, 我们预计该业务 25-27 年将保持 8%增速; (ii) 宝马业务: 22-24 年营收分别+12.3%/17.4%/-1.2%至 7.8/9.1/9 亿元。考虑到近两年国内品牌崛起, 价格优势显著, 海外品牌受到压制, 假设该业务 25-27 年营收维持 5%左右增速至 9.5/9.9/10.4 亿元。(iii) 发动机业务: 自主摩托发动机业务 22-24 年营

收分别为 18.6/16.7/19.3 亿元，考虑到公司开始对外部销售中大排摩托发动机，我们预计 25-27 年营收将实现 15%/10%/10% 增长至 22.2/24.4/26.9 亿元。

毛利率方面，公司摩托业务 21-24 年毛利率分别为 13%/16.6%/17.85%/17.9%，我们认为随着无极品牌的收入占比提升，排量段结构调优，自有产品盈利将得到释放，预计 25-27 年毛利率分别增至 18.8%/19.8%/20.2%。

2) 通用机械业务

22-24 年该业务营收分别-19%/-20%/+29%，22、23 年主要收到了全球通胀、美国“双反”政策的不利影响。24 年公司大力拓展非欧美市场，开发电动割草机产品，发布储能相关产品并开拓电商平台销售。公司新品类的扩张有望抵消海外需求疲软的影响，预计 25-27 年该业务仍将实现 15% 增长至 40.7/46.7/53.8 亿元。毛利率方面，公司 22-24 年业务毛利率分别为 20%/21%/17%，或系公司为扩大市场份额进军电商渠道带来利润率下降，渠道开拓完成后，我们预计 25-27 年毛利率将维持 17.0%。

3) 期间费用

公司 22-24 年销售费率分别为 1.37%/1.65%/1.63%，但公司实控人变更后加大控费降本力度，24Q4 及 25Q1 销售费用率降低至 0.98%/1.01%，管理费用率分别降低至 2.68%/2.50%。我们认为公司有望持续推进费用控制，预计 25-27 年销售费率维持 1.2% 的较低位。管理费用方面，随公司聚焦主业、清理低质资产，管理控费效果有望提升，预计 25-27 年管理费用率分别为 2.46%/2.45%/2.44%。我们预计公司将保持对发动机平台及整车的开发投入，假设 25-27 年研发费率分别为 2.65%/2.55%/2.55%（略高于 24Q4 和 25Q1 的 2.2%/2.0%）。

图表49：收入及期间费用率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	124.1	130.7	168.2	194.0	228.2	270.3
YoY	-5.0%	5.3%	28.7%	15.3%	17.6%	18.4%
毛利率	17.4%	18.5%	17.6%	18.5%	19.4%	19.7%
——摩托车产品	79.0	94.7	126.9	150.0	178.5	213.6
YoY	4.6%	19.8%	34.0%	18.2%	19.0%	19.7%
毛利率	16.6%	17.9%	17.9%	18.8%	19.8%	20.2%
其中：无极品牌	9.5	14.9	31.5	47.6	65.9	88.5
销量 (万辆)	5.7	8.7	18.8	25.4	34.5	45.2
ASP (万元)	1.67	1.71	1.68	1.87	1.91	1.96
其中：其他品牌	34.7	38.9	48.9	49.9	53.8	58.7
销量 (万辆)	96.5	109.3	139.1	144.7	156.2	170.3
ASP (元)	3,592	3,555	3,516	3,446	3,446	3,446
其中：全地形车		2.3	4.0	6.0	8.3	11.7
销量 (万辆)		1.3	2.3	3.2	4.3	5.9
ASP (万元)		1.78	1.75	1.85	1.91	2.00
其中：宝马业务	7.8	9.1	9.0	9.5	9.9	10.4
YoY	12%	17%	-1%	5%	5%	5%
其中：三轮摩托	11.6	12.8	13.8	14.9	16.1	17.4
YoY	-9%	11%	8%	8%	8%	8%
其中：摩托发动机(自主)	18.6	16.7	19.3	22.2	24.4	26.9
YoY	12%	-10%	16%	15%	10%	10%
——通用机械	34.1	27.3	35.3	40.7	46.7	53.8
YoY	-19%	-20%	29%	15%	15%	15%
毛利率	20%	21%	17%	17%	17%	17%
销售费率	1.37%	1.65%	1.63%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	3.82%	4.45%	3.53%	2.46%	2.45%	2.44%
研发费率	3.74%	3.50%	3.05%	2.65%	2.55%	2.55%

资料来源：Wind、华泰研究预测

可比公司对比及估值

我们选取同样以油摩作为主要业务的春风动力、钱江摩托（24 年两轮摩托收入占比 37%/92%），发动机业务可比的宗申动力（24 年摩托发动机收入占比作 36%）为可比公司。

1) 渠道：隆鑫无极在欧洲渠道网络更具优势，门店数量超 700 家；春风截至 3 月末欧洲渠道数量 214 家，4 月与 KTM 销售协议中止后寻找新代理商承接销售；钱江欧洲渠道则集中在贝纳利品牌，QJMOTOR 自有渠道处于建设中。

2) 产品：三家头部品牌各自产品优势不同，无极的休旅、巡航品类更具竞争力；钱江摩托发展较早发动机平台完善，排量段覆盖更广；春风的仿赛、巡航品类产品力强，同时旗下极核品牌电动化进程领先。

3) 海外敞口：春风全地形车产品出口美国较多，北美收入敞口约 30%，相对面临更大关税风险；隆鑫通用美国收入敞口小于 7%，主要为通用机械产品出口，无极品牌出口欧洲为主，中欧关系缓和可能性提升，关税层面或为利好。

4) 股东回报：截至 2024 年隆鑫通用未分配利润达到 58 亿元，高于春风及钱江的 35/18 亿元，且股息率低于同业。股权交割完成后公司经营步入正轨，或提高分红以增强股东回报。

图表50：隆鑫、春风、钱江对比

		隆鑫无极	春风动力	钱江摩托		
渠道	国内渠道	990	600	1400		
	欧洲渠道	近 900	214（渠道过渡期）	766（贝纳利）+QJMOTOR 建设中		
产品	优势品类	休旅、巡航	仿赛、巡航、国宾车；极核电摩	仿赛、巡航		
	品牌特征	“运动+实用”，高配置低价格	MotoGP 赛事赋能提升品牌溢价	排量段覆盖更广		
海外收入敞口	美国	<7%	北美	30%	北美	5%
	欧洲	14%	欧洲	27%	欧洲	10%
	非欧美地区	41%	亚洲	9%	亚洲	24%
			其他	6%	其他	9%
财务指标	近三年收入 CAGR	8.8%	24.1%	11.9%		
	近三年平均 ROE	8.08%	22.0%	13.1%		
	24 年股息率	4.4%	2.45%	4.33%		
	24 年末分配利润	63.36 亿元	34.7 亿元	18.1 亿元		

资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

Wind 一致预期下可比公司 25E 平均 PE 为 20x，我们给予公司 20.0x 25E PE，对应股价约 18.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表51：隆鑫通用可比估值表

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元)		PE (x)	
			2025E	2026E	2025E	2026E
000913 CH	钱江摩托	79	1.53	1.79	9.8	8.4
603129 CH	春风动力	330	11.77	14.46	18.4	15.0
001696 CH	宗申动力	257	0.63	0.77	32.2	24.2
平均		222			20.2	15.9

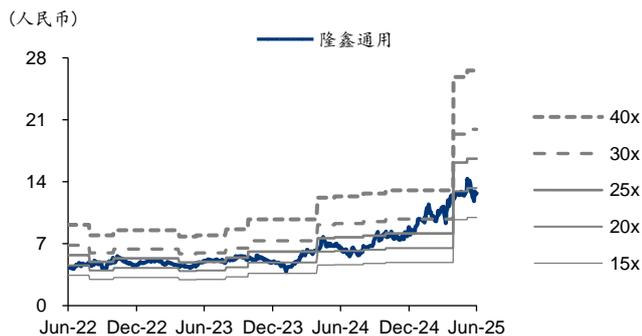
注：数据截至 2025 年 6 月 30 日。EPS、PE 来源 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

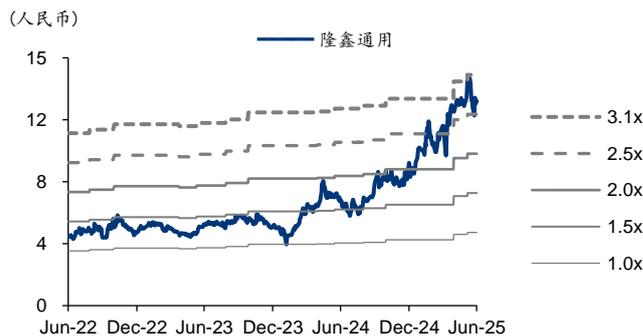
- 1) **海外消费需求不及预期。**若欧洲、拉美等地消费受通胀等宏观因素波动影响导致需求不及预期，或使公司营收增速放缓。
- 2) **国际贸易政策波动。**若海外国家对中国企业实行的贸易政策进一步收缩，或加征关税，则可能对公司部分产品盈利性产生不利影响。
- 3) **汇率波动风险。**公司出口业务占比较高，外汇汇率波动或对公司收入、毛利润、汇兑损益等财务科目造成影响。

图表52: 隆鑫通用 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表53: 隆鑫通用 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 宋亭亭、陈诗慧, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭、陈诗慧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司