

隆鑫通用 (603766.SH)

买入 (首次评级)

深度剖析摩托车出海空间与无极品牌竞争力

投资要点:

➤ 自有品牌焕发新生，宗申控股开启治理新篇章

隆鑫通用主要从事摩托车、摩托车发动机、全地形车、通用动力机械的生产和销售，在中国摩托车行业处于领先地位。2018年推出高端摩托车品牌“VOGE无极”，自主品牌国内外市场双轮驱动，跻身国产中大排量摩托车品牌第一梯队，实现从“产品出海”到“品牌出海”的跨越。此外，公司加速多元化业务拓展，布局隆鑫 Loncin 品牌全地形车、茵未 BICOSE 品牌高端电摩业务，持续拓展新增长极。2024年12月，公司控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造，股权理顺。2024年隆鑫机车、宗申集团燃油摩托车销量位列国内第二、三名，后续有望业务整合，成为国内规模最大的摩托车企业，跻身世界前列。

➤ 如何看待无极品牌竞争力？

爆款策略确立“国产高端摩托引领者”品牌定位，800cc 以上产品出海占据先发优势。自2018年品牌发布以来，无极持续推出 SR150GT、CU525、DS900 等爆款，覆盖踏板、巡航、拉力等多品类，根据中国摩托车商会，2024年公司250cc以上摩托车销量市占率达到14.2%，相比22年提升5pct。与此同时，加速800cc以上产品出海，逐步进入欧洲核心市场，DS900X 表现优异，2024年在国内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。

宝马代工为背书，品控能力行业领先，成功突破欧洲市场。作为国内首批获得宝马摩托车代工资质的企业，公司自2005年起与宝马公司建立战略合作，在摩托车领域，公司与宝马公司在大排量摩托车发动机（650cc以上）开展合作，为其提供符合宝马质量标准的产品，对公司发动机的质量控制起到了较好的促进作用，有助于自主品牌出海。

品牌年轻化持续推进，加强营销投入。公司近年来推进研发团队年轻化，2024年30岁以下研发人员达到438人，相比2021年增加103人，提升核心受众需求洞察能力。增加品牌营销投入，签约代言人吴磊助力品牌年轻化转型。2023年以来公司广告宣传费用快速增长，2024年广告宣传费约0.8亿元，同比+96%。公司签约VOGE全球品牌代言人吴磊，品牌形象全面升级网曝光量超11亿次。

➤ 盈利预测与投资建议

预计2025-2027年归母净利润为19.03、23.74、27.74亿元，同比+70%、+25%、+17%，对应2025-2027年PE分别为14x、12x、10x。公司当前估值低于可比公司调整后平均估值水平，自有品牌无极全球化布局卓有成效，国内外成功打造多个爆款车型，中长期出海竞争力突出，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

宏观经济波动、贸易政策不利变化、汇率变化、市场竞争加剧

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,066	16,822	20,373	24,051	27,989
增长率	5%	29%	21%	18%	16%
净利润(百万元)	583	1,121	1,903	2,374	2,774
增长率	11%	92%	70%	25%	17%
EPS(元/股)	0.28	0.55	0.93	1.16	1.35
市盈率(P/E)	47.2	24.6	14.5	11.6	9.9
市净率(P/B)	3.3	3.0	2.7	2.3	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-07-14
收盘价:	13.41元
总股本/流通股本(百万股)	2,053.54/2,053.54
流通A股市值(百万元)	27,538.00
每股净资产(元)	4.72
资产负债率(%)	42.58
一年内最高/最低价(元)	14.72/5.68

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	谢丽媛(S0210524040004)
	xly30495@hfzq.com.cn
分析师:	宋雨桐(S0210524050008)
	syt30544@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 隆鑫通用：自有品牌焕发新生，宗申控股开启治理新篇章	4
2 从国内出口数据看本轮摩托车出海趋势	8
2.1 国内摩托车出口景气变动趋势如何？	9
2.2 各排量段摩托车出口表现如何？	10
2.3 各区域出口呈现什么趋势？	11
3 摩托车品牌出海仍处于早期，中长期空间广阔	13
3.1 品牌出海为什么锚定欧洲市场？	13
3.2 其他区域出海是否有空间？	16
4 如何看待无极品牌的竞争力？	17
4.1 产品矩阵持续完善，500cc 以上大排量出海有领先优势	18
4.2 与宝马合作近 20 年，品控能力行业领先	22
4.3 渠道端深耕欧洲市场，积极拓展新兴市场	23
4.4 品牌年轻化持续推进，增加营销投入	24
5 盈利预测与投资建议	25
5.1 盈利预测	25
5.2 投资建议	26
6 风险提示	27

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 2016-2025Q1 公司营业总收入及增长率	5
图表 3: 2016-2025Q1 公司归母净利润及增长率	5
图表 4: 2016-2024 年国内外营收占比分布	5
图表 5: 2016-2024 年国内外营收增速	5
图表 6: 2024 年公司资产减值损失和信用减值损失减少	5
图表 7: 公司主营业务及主要产品	6
图表 8: 2016-2024 年公司收入结构（单位：亿元）	6
图表 9: 公司摩托车和通机业务增速	6
图表 10: 2016-2025 年公司销售净利率和毛利率	7
图表 11: 2016-2024 年分产品毛利率	7
图表 12: 2016-2024 年分地区毛利率	7
图表 13: 股权重组后的股权结构（截至 2025 年一季报）	8
图表 14: 公司高管简介	8
图表 15: 中国摩托车市场历年出口数量	9
图表 16: 中国摩托车市场历年出口金额	9
图表 17: 国内摩托车出口均价（美元）	10
图表 18: 国内摩托车行业分排量段出口结构（金额）	10
图表 19: 国内摩托车行业分排量段出口结构（销量）	10
图表 20: 国内摩托车行业分排量段出口数量增速	11
图表 21: 国内摩托车行业分排量段出口金额增速（美元口径）	11
图表 22: 国内摩托车出口分区域金额占比	11
图表 23: 国内摩托车出口分区域销量占比	11
图表 24: 1-3 月国内摩托车行业出口区域分布（分排量段，出口量）	12
图表 25: 摩托车出口各区域销量同比增速%	12
图表 26: 各区域小于 150cc 摩托车出口金额 yoy%	13
图表 27: 各区域 150-250cc 摩托车出口金额 yoy%	13
图表 28: 各区域 250-500cc 摩托车出口金额 yoy%	13
图表 29: 各区域 500-800cc 摩托车出口金额 yoy%	13
图表 30: 欧洲摩托车市场规模及增速	13
图表 31: 2022 年欧洲摩托车销量与收入排名	13



图表 32:	2021 年英国注册摩托车数量（按发动机气缸容量划分）	14
图表 33:	2021 年法国注册摩托车数量（按发动机气缸容量划分）	14
图表 34:	2020 年荷兰摩托车销量结构（按气缸容量计）	14
图表 35:	2020 年意大利摩托车销量结构（按气缸容量计）	14
图表 36:	2020 年意大利摩托车市场竞争格局（按销量）	15
图表 37:	2022 年德国摩托车市场竞争格局（按销量）	15
图表 38:	2022 年英国摩托车市场竞争格局（按销量）	15
图表 39:	美洲摩托车市场规模及增速	16
图表 40:	2022 年美洲摩托车销量与收入排名	16
图表 41:	2022 年美洲主要摩托车消费国均价	16
图表 42:	2024 年墨西哥摩托车市场竞争格局（按销量）	17
图表 43:	2024 年阿根廷摩托车市场竞争格局（按销量）	17
图表 44:	2024 年哥伦比亚摩托车市场竞争格局（按销量）	17
图表 45:	无极品牌发展历程	18
图表 46:	2018-2024 年无极销售收入及增速	18
图表 47:	2019-2024 年无极内外销收入及增速	18
图表 48:	各品牌 250cc 以上销量市占率	19
图表 49:	摩托车品牌产品矩阵	19
图表 50:	DS900X 产品图	19
图表 51:	CU625 产品图	19
图表 52:	各品牌意大利在售产品	21
图表 53:	隆鑫无极海外竞品对比	21
图表 54:	500cc 以上销量市占率	22
图表 55:	800cc 以上销量及市占率	22
图表 56:	隆鑫通用与宝马合作历程	22
图表 57:	隆鑫通用、春风动力和钱江摩托出海策略对比	23
图表 58:	公司各年龄段研发人员数量（人）	24
图表 59:	公司广告宣传费投放增加	24
图表 60:	无极首创“天使用户计划”	24
图表 61:	无极品牌数智营销	25
图表 62:	公司业绩拆分预测表（单位：亿元）	26
图表 63:	可比公司估值表	27
图表 64:	财务预测摘要	28

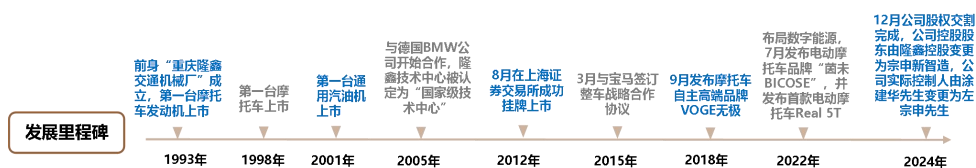


1 隆鑫通用：自有品牌焕发新生，宗申控股开启治理新篇章

隆鑫通用创建于1993年，主要从事摩托车、摩托车发动机、全地形车、通用动力机械的生产和销售，在中国摩托车行业处于领先地位。2012年于上交所上市，2018年推出高端摩托车品牌“VOGE无极”，自主品牌国内外市场双轮驱动，跻身国产中大排量摩托车品牌第一梯队，实现从“产品出海”到“品牌出海”的跨越。此外，公司加速多元化业务拓展，布局隆鑫Loncin品牌全地形车、茵末BICOSE品牌高端电摩业务，持续拓展新增长极。

2024年12月，隆鑫控股持有的隆鑫通用动力股份有限公司24.55%和15.52%的股份，分别过户至重庆宗申新智造科技有限公司和重庆渝富资本运营集团有限公司，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。根据中国摩托车商会，2024年隆鑫机车、宗申集团燃油摩托车销量位列国内第二、三名，后续有望实现业务整合，整合后有望成为国内规模最大的摩托车企业，跻身世界前列。

图表 1：公司历史沿革

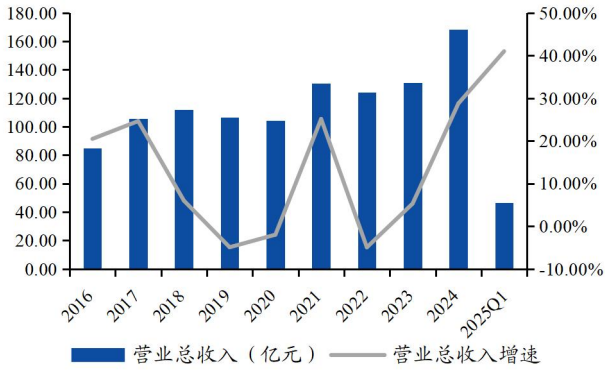


数据来源：公司官网，公司年报，华福证券研究所

近年来营收快速增长，卸下减值包袱，业绩加速释放。2024年公司营收168.22亿元，同比+28.74%，近3年CAGR为9%，公司归母净利润11.21亿元，同比+92.19%，近3年CAGR为43%，2022-2024年公司资产减值损失+信用减值损失合计-5.7/-3.9/-1.9亿元，主要涉及子公司的信用减值损失和商誉减值损失，减值损失逐年减少，公司业绩加速释放。2025Q1公司营收46.46亿元，同比+40.98%，实现归母净利润5.07亿元，同比+96.79%，延续亮眼表现。

全球化发展战略，国内外双轮驱动。2024年公司境外收入108.54亿元，同比+27.93%，收入占比64.52%，近3年CAGR为7.38%；2024年国内业务收入为58.38亿元，同比+32.07%，收入占比34.71%，近3年CAGR为12.03%。

图表 2: 2016-2025Q1 公司营业总收入及增长率



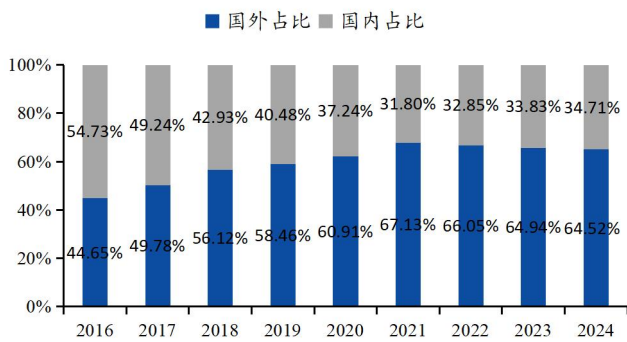
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 3: 2016-2025Q1 公司归母净利润及增长率



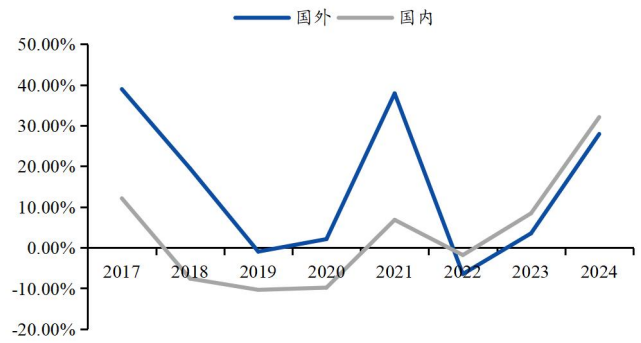
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 4: 2016-2024 年国内外营收占比分布



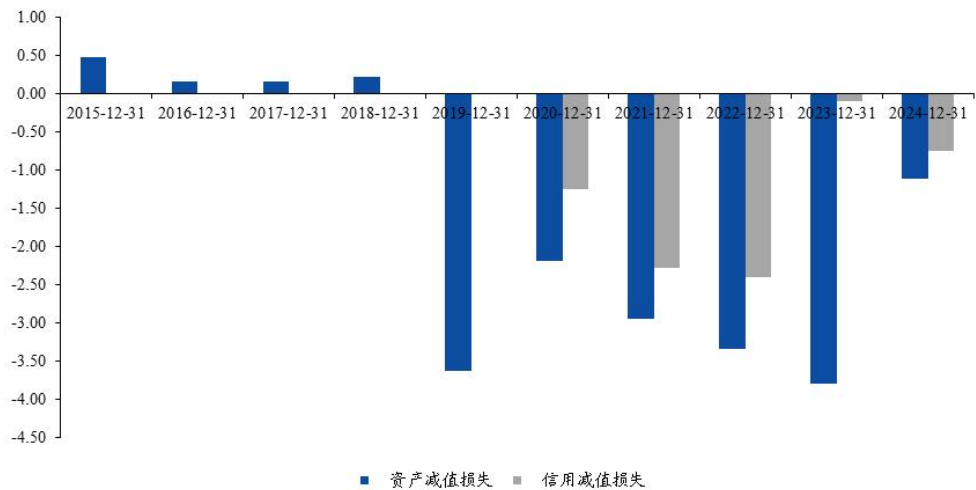
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 2016-2024 年国内外营收增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 6: 2024 年公司资产减值损失和信用减值损失减少



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

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、通用机械等。2024 年摩托车及发动机业务收入 126.88 亿元, 同比+34.01%, 近 3 年 CAGR 为 18.85%, 收入占比 75%, 其中摩托车产品收入 103.38 亿元, 同比+40.07%, 近 3 年 CAGR 为 20.55%, 主要系无极自主品牌放量; 摩托车发动机收入 19.32



亿元，同比+8.86%，近3年CAGR为5.25%。2024年通用机械业务收入35.35亿元，同比+29.32%，近3年CAGR为-5.61%，收入占比21.01%。2022-2023年通用机械产品受国际环境影响大幅下滑，2024年回升，主要系多元化市场策略提升了通机业务的抗风险能力。

图表7: 公司主营业务及主要产品

产品类型	摩托车	摩托车发动机	全地形车	通用机械	充电桩
产品展示	 CU525	 500cc发动机	 ATV1000	 家用小型发电机组	 非道路用发动机
	 RR525	 600cc四缸发动机	 UTV700	 园林终端产品	 储能电源
				 7kW交流充电桩	 1.5kW充电器
				 720kW分体式充电桩	

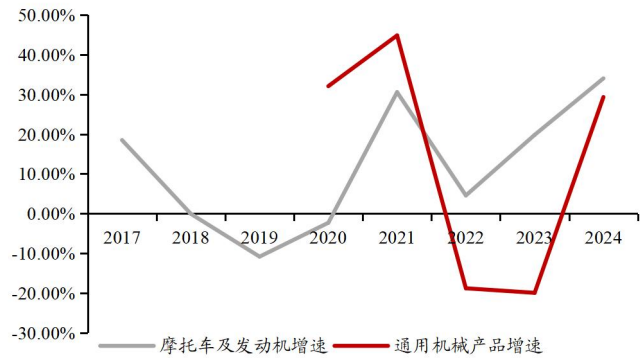
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表8: 2016-2024年公司收入结构(单位: 亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表9: 公司摩托车和通机业务增速

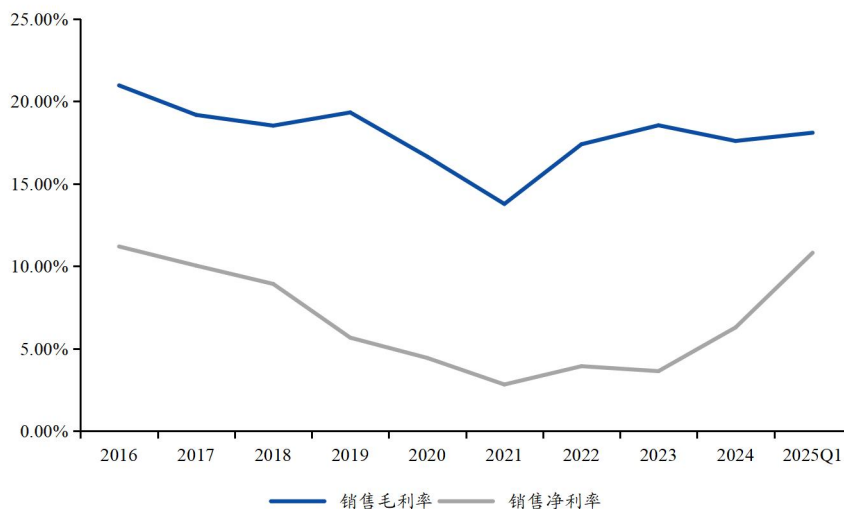


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

卸下减值包袱, 公司盈利能力持续改善。毛利率方面, 2024年公司毛利率为17.59%, 同比-0.95pct。分产品来看, 2024年摩托车及发动机毛利率17.94%, 同比+0.09pct, 通机毛利率17.30%, 同比-3.55pct; 分地区来看, 2024年出口毛利率17.49%, 同比-1.28pct, 国内毛利率16.77%, 同比-0.21pct。2024年公司销售净利率6.28%, 同比+2.65pct, 主要系资产减值损失减少和费用端规模效应, 25Q1销售净利率提升至10.81%, 盈利能力延续改善趋势。

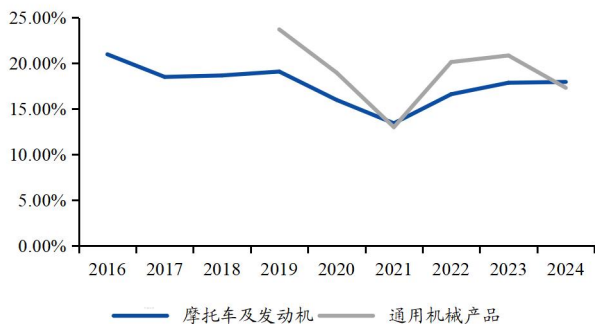


图表 10: 2016-2025 年公司销售净利率和毛利率



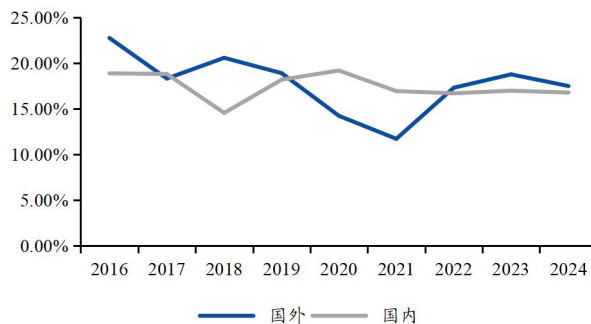
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 2016-2024 年分产品毛利率



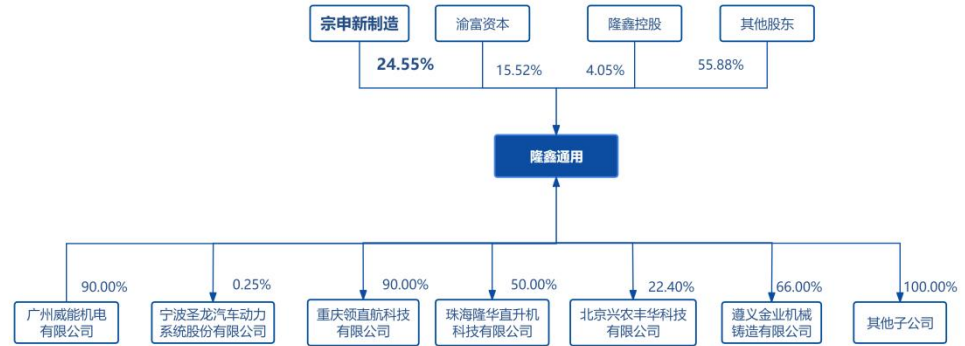
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 2016-2024 年分地区毛利率



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

宗申新智造成为控股股东，公司治理进入新篇章。公司原控股股东为隆鑫控股，持股 50.07%，后续经历控股股东破产重整并引入新的股东。2024 年 7 月，与宗申新智造、渝富资本的协议落地，宗申新智造与渝富资本分别收购公司的 24.6%、15.5% 股权。2024 年 12 月 23 日，证券过户完成，公司控股股东由隆鑫控股变更为宗申新智造，公司实际控制人由涂建华先生变更为左宗申先生。


图表 13: 股权重组后的股权结构 (截至 2025 年一季报)


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

控股股东变更后沿用原管理团队, 有助于公司稳健经营。新任董事长李耀同时担任中国摩托车商会副会长, 深耕摩托车行业多年, 行业经验丰富。股权重整后公司总经理、财务总监、董事会秘书、副总经理均沿用原班人马, 均在公司有多年的任职经历, 熟悉公司业务, 具备丰富的管理经验和团队协作能力。

图表 14: 公司高管简介

姓名	职务	任职时间	简介
李耀	董事长	2024/11/27	管理学硕士。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。历任宗申产业集团有限公司宣传部部长、总裁助理、副总裁、高级副总裁等职务, 现任宗申产业集团有限公司常务副总裁、首席投资官, 重庆市政协委员、重庆市总商会副会长、巴南区工商联副主席。2004年10月至今任重庆宗申动力机械股份有限公司董事。2024年8月至今, 任隆鑫通用(603766)第五届董事会董事。
龚晖	总经理	2024/8/29	重庆大学工商管理硕士学位, 曾任隆鑫通用动力股份有限公司副总经理、常务副总经理、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	副总经理	2023/4/21	曾任发动机事业部发动机设计所所长助理、所长、发动机事业部发动机研究院副院长, 发动机事业部副总经理兼发动机研究院院长, 2023年4月21日至今任隆鑫通用动力股份有限公司副总经理。
黎军	副总经理	2023/9/22	曾任隆鑫通用动力股份有限公司海外营业部副部长、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; 2023年9月22日至今任隆鑫通用动力股份有限公司副总经理。
余波	副总经理	2025/3/3	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, 2019年7月至2021年12月任公司信息总监(总裁助理级别), 2021年11月至2024年8月任公司副总经理。
王建超	财务总监	2012/9/3	曾任隆鑫通用副总会计师, 2015年1月至今任隆鑫通用动力股份有限公司财务总监。
叶珂伽	董事会秘书	2021/9/27	曾任隆鑫通用动力股份有限公司第二届、第三届、第四届监事会职工监事。2021年9月至今任隆鑫通用动力股份有限公司董事会秘书。

数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

2 从国内出口数据看本轮摩托车出海趋势



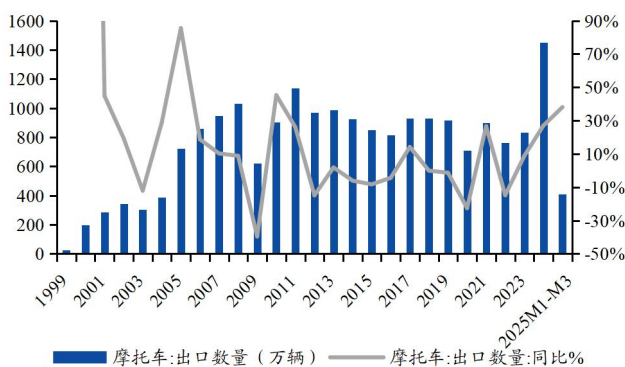
国内摩托车出口自 2000 年左右开始放量，凭借性价比优势，抢占拉美、亚洲、非洲等新兴市场，经过十余年快速增长，2011 年摩托车出口量达到历史峰值，随后进入稳定发展阶段，2024 年以来摩托车出口呈现高景气，分区域来看，拉美、非洲、欧洲等主要出口区域增速均有提振，分排量段来看，全排量段出口增速均明显增长，且 250cc 以上大排量出口表现更优。

2.1 国内摩托车出口景气变动趋势如何？

国内摩托车出口放量始于 2000 年，2012 年以来表现稳健，2024 年以来景气上行。经过三十余年发展，中国已成为全球最大的摩托车产销国之一，根据我们测算，2022 年国内摩托车销量（内销+出口）占全球市场约 40%。

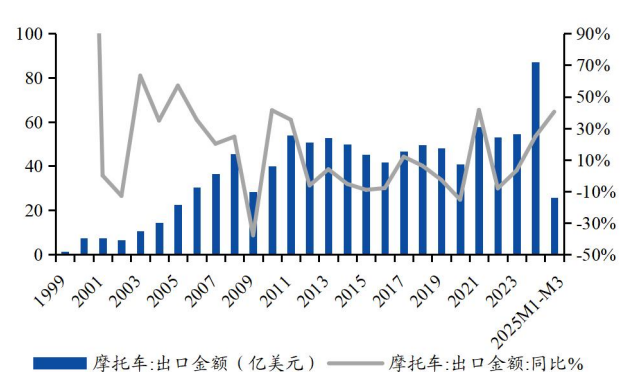
- 凭借性价比优势，2000-2011 年国内摩托车出口快速增长，主要出口区域为拉丁美洲、亚洲、非洲等新兴发展中国家，根据中国汽车工业年鉴，2011 年国内摩托车出口金额为 54 亿美元，2000-2011 年 CAGR 达 19.7%，2011 年国内摩托车出口量为 1139 万辆，2000-2011 年 CAGR 达 17.2%。
- 2012 年以来，国内摩托车出口进入稳定发展阶段，2023 年国内摩托车出口金额为 54.65 亿美元，同比+3.2%，2012-2023 年 CAGR 为 0.69%，2023 年国内摩托车出口量为 831.68 万辆，同比+8.8%，2012-2023 年 CAGR 为 -1.39%。
- 2024-2025 年国内摩托车出口景气度提升，增长趋势明显。根据中国摩托车商会，2024 年国内摩托车出口金额为 87.16 亿美元，同比增长 24.75%，出口量为 1449.89 万辆，同比增长 27.01%，景气度明显提升。2025 年 1-3 月，国内摩托车出口金额为 25.78 亿美元，同比增长 40.42%，出口量为 407.69 万辆，同比增长 38.12%，25Q1 延续高景气。

图表 15: 中国摩托车市场历年出口数量



来源: 中国摩托车商会, ifind, 华福证券研究所

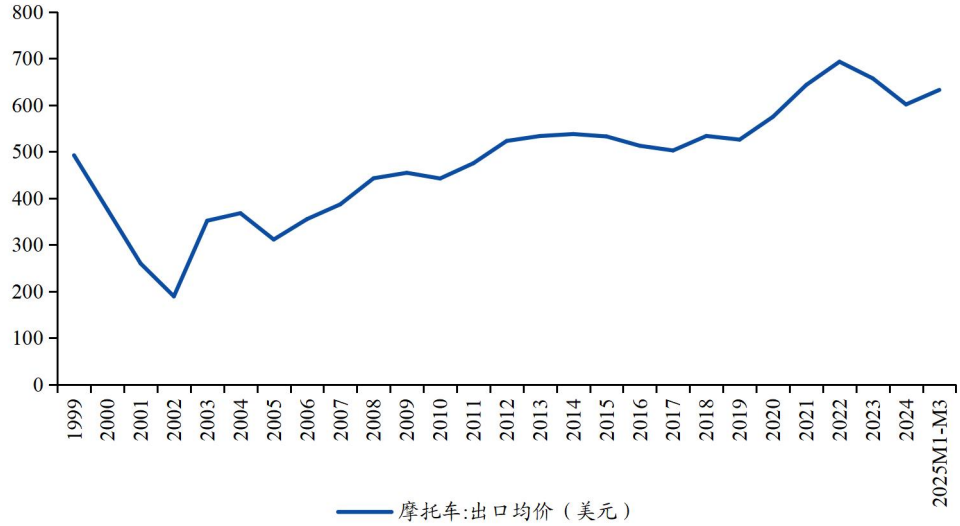
图表 16: 中国摩托车市场历年出口金额



来源: 中国摩托车商会, ifind, 华福证券研究所



图表 17: 国内摩托车出口均价 (美元)

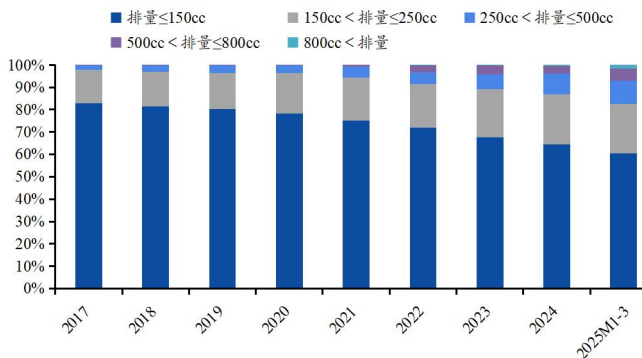


数据来源: 中国摩托车商会, ifind, 华福证券研究所

2.2 各排量段摩托车出口表现如何?

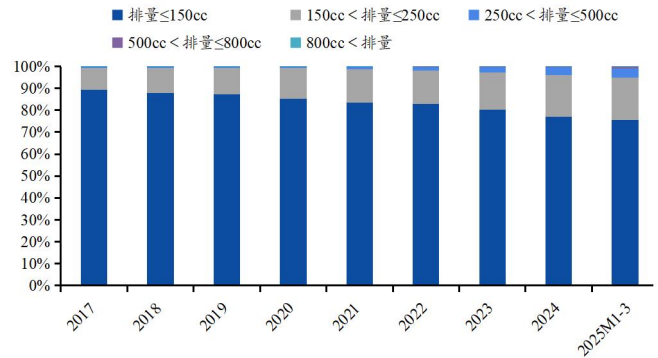
国内出口以 250cc 以下小排量为主, 但大排量占比持续提升。从出口排量段结构来看, 国内出口仍以 250cc 以下小排量为, 根据海关总署, 2024 年 250cc 及以下摩托车出口数量占比为 96.03%, 250cc 以上出口数量占比为 3.97%, 2025 年 1-3 月提升至 5.13%。金额方面, 2024 年 250cc 及以下摩托车出口金额 (美元口径) 占比为 86.89%, 250cc 以上出口金额占比为 13.11%, 2025 年 1-3 月提升至 17.39%, 250cc 以上大排量摩托出口占比持续提升。近年来, 国内摩托车企业加大对以娱乐休闲为主的中大排量摩托车的产品研发, 国产中大排量摩托车产品力明显提升, 带动国产中大排量摩托车出口快速放量。

图表 18: 国内摩托车行业分排量段出口结构 (金额)



来源: 海关总署, 华福证券研究所

图表 19: 国内摩托车行业分排量段出口结构 (销量)



来源: 海关总署, 华福证券研究所

2025 年 1-3 月全排量段出口趋势延续向好, 大排量出口增速优于小排量。根据海关总署, 2025 年 1-3 月国内摩托车全排量段出口均呈现向好趋势, 从销量口径来看, 2025 年 1-3 月排量 ≤ 150cc、150cc < 排量 ≤ 250cc、排量 > 250cc 出口量



同比分别+31%、+57%、+105%，中小排量出口景气度亦明显提升。

图表 20: 国内摩托车行业分排量段出口数量增速

出口数量 yoy%	排量≤150cc	150cc<排 量≤250cc	250cc<排 量≤500cc	500cc<排 量≤800cc	排 量>800cc	250cc以上合 计增速	250cc以上数 量占比
2018	-2%	14%	3%	-42%	64%	0%	1%
2019	-2%	2%	16%	69%	-83%	18%	1%
2020	3%	24%	13%	-2%	83%	12%	1%
2021	20%	36%	85%	275%	423%	93%	2%
2022	-16%	-16%	3%	285%	661%	29%	3%
2023	9%	28%	68%	20%	4%	55%	3%
2024	22%	39%	109%	3%	1023%	90%	4%
2025M1-3	31%	57%	122%	32%	440%	105%	5%

来源：海关总署，华福证券研究所

图表 21: 国内摩托车行业分排量段出口金额增速（美元口径）

出口金额 yoy%	排量≤150cc	150cc<排 量≤250cc	250cc<排 量≤500cc	500cc<排 量≤800cc	排 量>800cc	250cc以上合 计增速	250cc以上金 额占比
2018	4%	12%	48%	-38%	-60%	37%	3%
2019	-4%	0%	15%	69%	-8%	18%	4%
2020	1%	17%	7%	-3%	-31%	6%	4%
2021	34%	49%	100%	280%	1376%	114%	6%
2022	-10%	-6%	-1%	344%	130%	43%	9%
2023	0%	18%	37%	28%	32%	34%	11%
2024	19%	30%	72%	2%	754%	52%	13%
2025M1-3	29%	55%	97%	20%	413%	74%	17%

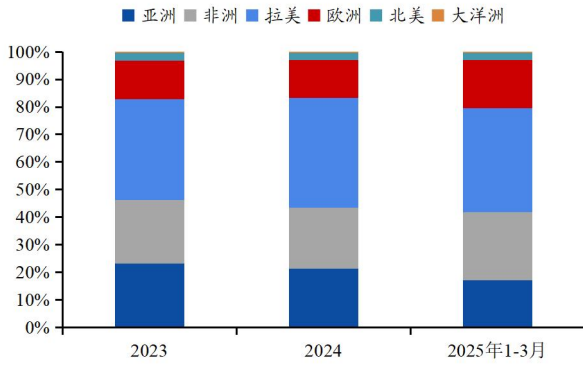
来源：海关总署，华福证券研究所

2.3 各区域出口呈现什么趋势？

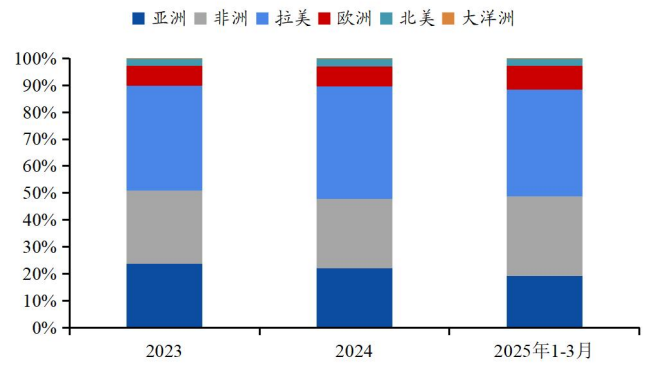
国内摩托车出口目的地以拉美、亚洲、非洲为主，小排量出口主要销往亚非拉地区，大排量出口主销欧洲，拉美大排量出口开始起量。从出口区域分布来看，根据海关总署，2024年，国内出口至拉美、亚洲、非洲、欧洲、北美的金额占比分别为40%、21%、22%、14%、2%，出口量占比分别为42%、22%、26%、8%、3%。从各排量段的出口分布来看，250cc及以下小排量出口主要销往拉美、亚洲、非洲；250cc<排量≤500cc出口主要销往拉美、欧洲。

图表 22: 国内摩托车出口分区域金额占比

图表 23: 国内摩托车出口分区域销量占比



来源: 海关总署, 华福证券研究所



来源: 海关总署, 华福证券研究所

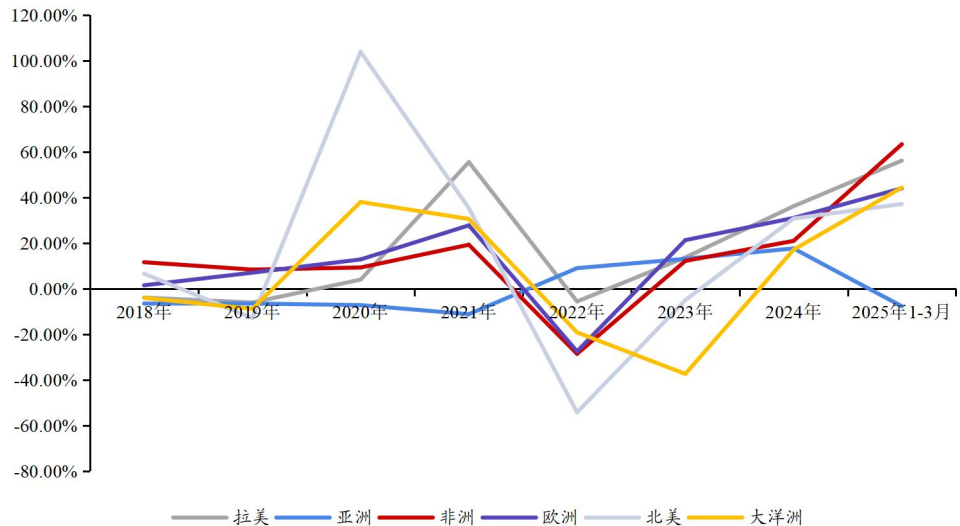
图24: 1-3月国内摩托车行业出口区域分布 (分排量段, 出口量)

排量	北美	大洋洲	非洲	拉美	欧洲	亚洲
排量≤150cc	2%	0%	35%	36%	7%	19%
150cc<排量≤250cc	4%	0%	15%	54%	6%	22%
250cc<排量≤500cc	3%	1%	2%	48%	38%	9%
500cc<排量≤800cc	8%	1%	1%	12%	74%	4%
排量>800cc	0%	0%	1%	8%	91%	1%

来源: 海关总署, 华福证券研究所

2024-2025年多数摩托车出口区域增速明显提振。根据中国摩托车商会, 2024年国内出口至拉美、亚洲、非洲、欧洲、北美、大洋洲的销量同比分别+36%、+18%、+21%、+31%、+31%、+17%; 2025年1-3月国内出口至拉美、亚洲、非洲、欧洲、北美、大洋洲的销量同比分别+56%、-8%、+63%、+44%、+37%、+44%, 多数市场相比2024年增速均有提振, 仅亚洲增速小幅回落。

图25: 摩托车出口各区域销量同比增速%



数据来源: 海关总署, 华福证券研究所

小排量各出口区域增速均有改善，大排量出口放量趋势更为明显，新兴市场大排量开始渗透：1) 排量 ≤ 150cc，2024 年出口各区域增速均有提振，2025Q1 多数区域延续改善趋势；2) 150cc < 排量 ≤ 250cc：25Q1 多数区域呈现高景气，非洲和拉美市场表现亮眼；3) 250cc < 排量 ≤ 500cc：非洲、拉美等新兴市场明显提速，24 年出口金额同比分别+108%、+105%，25Q1 延续放量趋势，发展中国家大排量摩托车有望开始渗透；4) 500cc < 排量 ≤ 800cc：25Q1 非洲、拉美等新兴市场放量，北美、欧洲、大洋洲保持快速增长。

图表 26: 各区域小于 150cc 摩托车出口金额 yoy%

地域	2021	2022	2023	2024	2025M1-3	趋势
北美	52%	-35%	-22%	-2%	3%	
大洋洲	37%	-13%	-48%	18%	39%	
非洲	30%	-25%	4%	17%	59%	
拉美	70%	0%	-2%	27%	48%	
欧洲	46%	-19%	-6%	13%	32%	
亚洲	-4%	16%	5%	14%	-19%	

来源：海关总署，华福证券研究所

图表 27: 各区域 150-250cc 摩托车出口金额 yoy%

地域	2021	2022	2023	2024	2025M1-3	趋势
北美	57%	-50%	-2%	49%	54%	
大洋洲	79%	-39%	-35%	-23%	49%	
非洲	4%	-20%	3%	44%	122%	
拉美	85%	-8%	14%	43%	74%	
欧洲	51%	-13%	42%	0%	24%	
亚洲	20%	30%	32%	9%	7%	

来源：海关总署，华福证券研究所

图表 28: 各区域 250-500cc 摩托车出口金额 yoy%

地域	2021	2022	2023	2024	2025M1-3	趋势
北美	144%	79%	34%	28%	56%	
大洋洲	37%	22%	30%	139%	21%	
非洲	92%	45%	10%	108%	254%	
拉美	100%	-7%	75%	105%	163%	
欧洲	119%	-8%	21%	55%	67%	
亚洲	44%	19%	29%	48%	78%	

来源：海关总署，华福证券研究所

图表 29: 各区域 500-800cc 摩托车出口金额 yoy%

地域	2021	2022	2023	2024	2025M1-3	趋势
北美	462%	33784%	17%	-41%	19%	
大洋洲	268%	119%	-42%	-8%	54%	
非洲	-49%	80%	194%	92%	189%	
拉美	507%	133%	81%	-20%	101%	
欧洲	251%	382%	28%	10%	19%	
亚洲	274%	336%	-2%	28%	-50%	

来源：海关总署，华福证券研究所

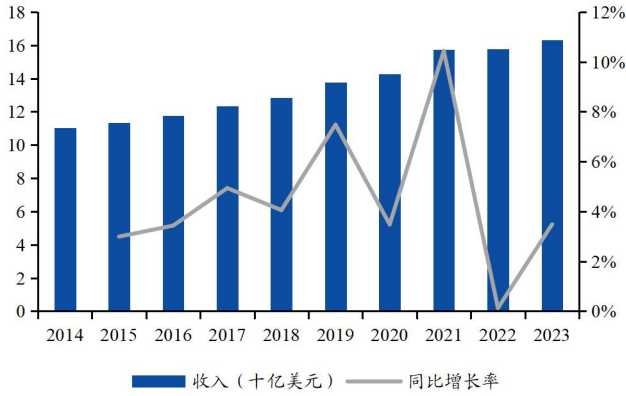
3 摩托车品牌出海仍处于早期，中长期空间广阔

3.1 品牌出海为什么锚定欧洲市场？

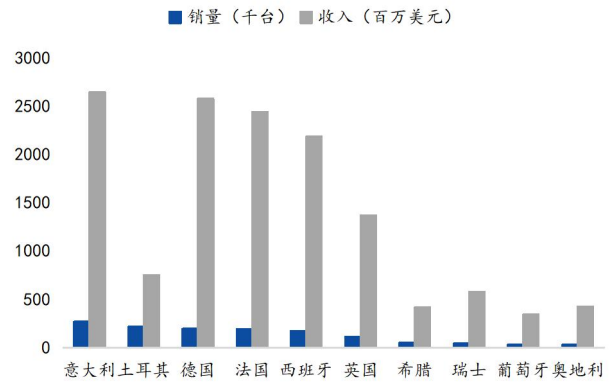
欧洲摩托车需求稳定，且以大排量需求为主，均价超 10000 美元。根据 Statista，2023 年欧洲摩托车市场规模约 163 亿美元，同比+3.5%，近 5 年 CAGR 为 4.9%，全球占比为 12%。2023 年欧洲摩托车销量约 157 万台，2018-2023 年 CAGR 为 4.7%，均价约 10400 美元，国家分布来看，摩托车主要消费国为意大利、土耳其、德国、法国、西班牙等。

图表 30: 欧洲摩托车市场规模及增速

图表 31: 2022 年欧洲摩托车销量与收入排名



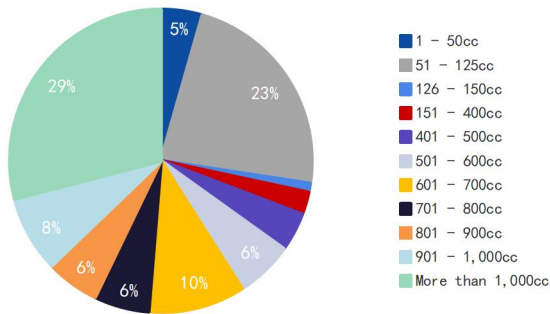
来源: Statista, 华福证券研究所



来源: Statista, 华福证券研究所

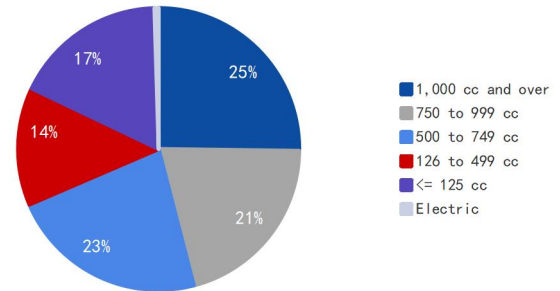
大排量摩托占比 50%以上, 进入稳定发展阶段。欧美发达国家已完成从代步型摩托车到消费型、大排量摩托车的转变, 大排量保有量较高, 根据 statista 及 statline, 2021 年英国 400cc 以上注册摩托车数量占比为 69%, 2021 年法国 500cc 以上注册摩托车数量占比为 68.6%, 2020 年荷兰、意大利 250cc 以上摩托车销量占比为 92.7%、82.8%, 根据我们的测算, 英国、法国、意大利、荷兰大排量摩托车人均销量分别为 6.1、14.4、13.1、7.5 辆/万人 (英国计算口径为 650cc 以上摩托车, 预计>250cc 人均销量大于 6.1), 近年来人均销量趋于稳定。

图表 32: 2021 年英国注册摩托车数量 (按发动机气缸容量划分)



来源: Statista, Department for Transport (UK); Driver and Vehicle Licensing Agency; GOV.UK, 华福证券研究所

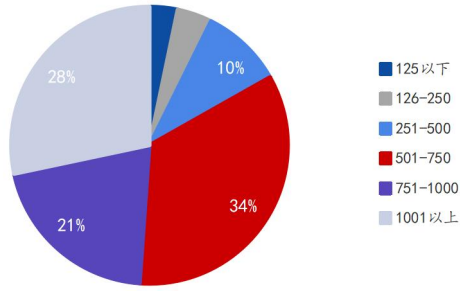
图表 33: 2021 年法国注册摩托车数量 (按发动机气缸容量划分)



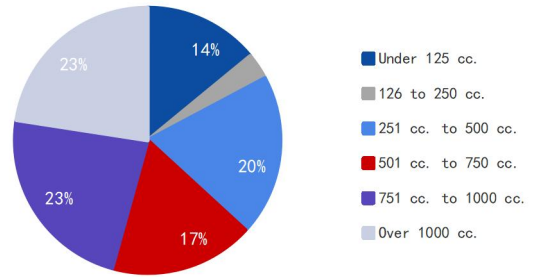
来源: Statista, 华福证券研究所

图表 34: 2020 年荷兰摩托车销量结构 (按气缸容量计)

图表 35: 2020 年意大利摩托车销量结构 (按气缸容量计)



来源: Statline, 华福证券研究所

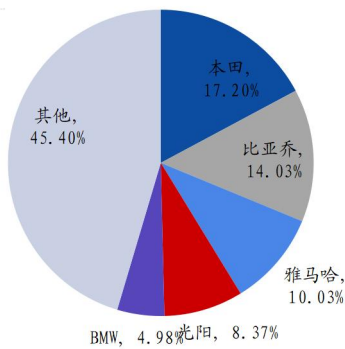


来源: Statista, 华福证券研究所

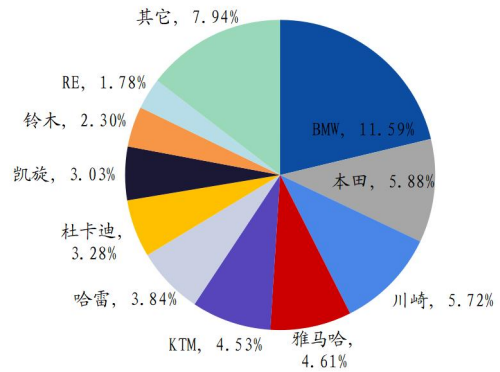
竞争格局相对分散, 日系、欧洲本土品牌占主导, 国产品牌大排量出口主销欧洲, 抢占部分日系、欧系、台系份额。据测算, 2020年意大利市场本田市占率17%、比亚乔14%、雅马哈10%、光阳8%、宝马5%, CR5合计约55%; 2022年英国市场本田市占率18.5%、雅马哈10%、凯旋7.5%、宝马7.5%、Lexmoto 4.6%, CR5合计约48%。欧洲市场相对分散, 除日系外, 欧洲品牌多在当地市场有影响力, 难以辐射其他国家, 因此竞争难度相对低。

图表 36: 2020 年意大利摩托车市场竞争格局 (按销量)

图表 37: 2022 年德国摩托车市场竞争格局 (按销量)

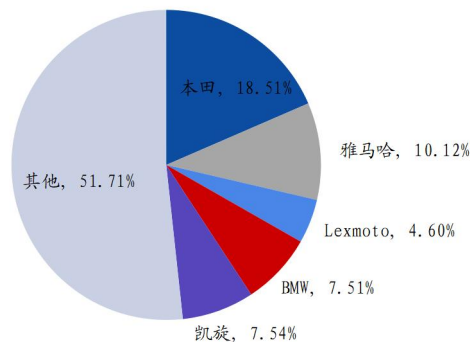


来源: Statista, 华福证券研究所



来源: Statista, 华福证券研究所

图表 38: 2022 年英国摩托车市场竞争格局 (按销量)



数据来源: Statista, 华福证券研究所



3.2 其他区域出海是否有空间？

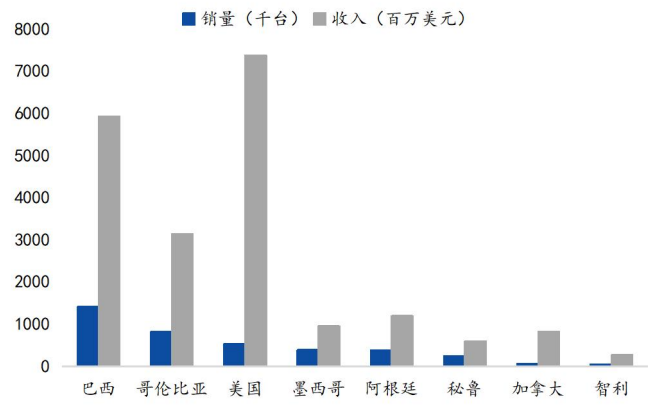
美洲市场规模仅次于亚洲，市场规模稳步提升。根据 Statista，2023 年美洲摩托车市场规模约 217 亿美元，同比+0.74%，近 5 年 CAGR 为 4.9%。根据 MotorCycles Data，2023 年拉美市场销量约 560 万辆，其中巴西、哥伦比亚、墨西哥等国家的需求较大，小国家众多，市场较为分散。从产品来看，美国摩托车市场消费成熟，注重性能、品质和骑行体验，偏向于高端和专业车型，2022 年，美国摩托车均价约 13744 美元，拉美以小排量代步需求为主，主要国家均价在 6000 美元以下。

图表 39: 美洲摩托车市场规模及增速



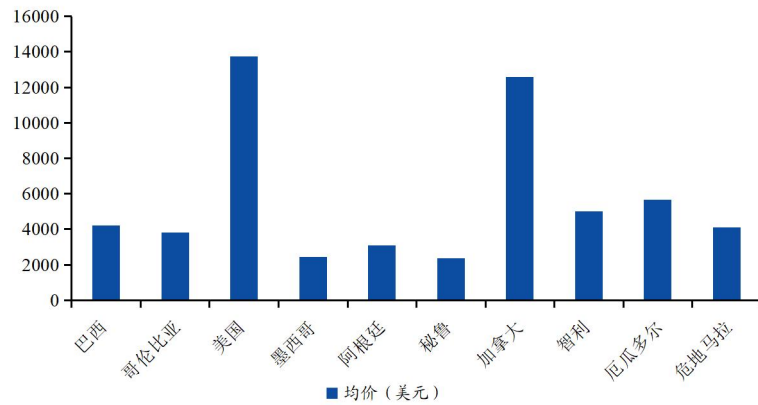
来源: Statista, 华福证券研究所

图表 40: 2022 年美洲摩托车销量与收入排名



来源: Statista, 华福证券研究所

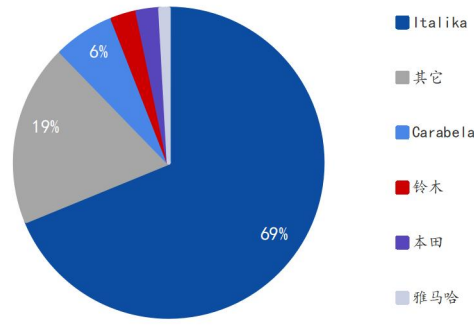
图表 41: 2022 年美洲主要摩托车消费国均价



数据来源: Statista, 华福证券研究所

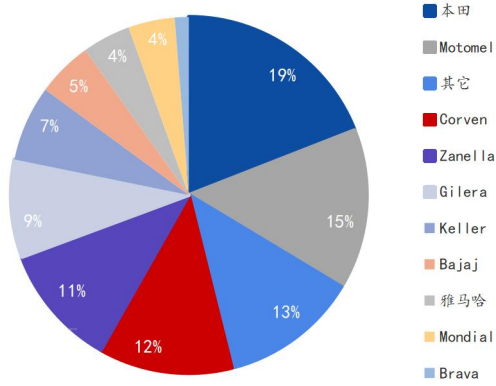
拉美市场相对分散，当地本土品牌依赖中国代工，国产品牌有望持续抢占份额。拉美市场主要玩家是日系和本土品牌，墨西哥市场本土品牌 Italika 占主导，2024 年份额接近 70%，阿根廷市场本土品牌相对占优，2024 年头部本土品牌份额合计超 50%，本田份额为 19%、雅马哈为 4%，日系品牌尚未形成绝对优势，国内企业以往通过代工模式进入拉美市场，未来自有品牌进入难度相对低，有望持续贡献增量。

图表 42: 2024 年墨西哥摩托车市场竞争格局 (按销量)



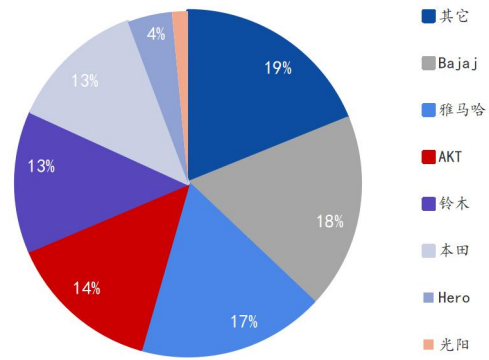
数据来源: Statista, 华福证券研究所

图表 43: 2024 年阿根廷摩托车市场竞争格局 (按销量)



来源: Statista, 华福证券研究所

图表 44: 2024 年哥伦比亚摩托车市场竞争格局 (按销量)



来源: Statista, 华福证券研究所

4 如何看待无极品牌的竞争力?

无极品牌不断进阶, 确立“国产高端摩托引领者”品牌定位。自 2018 年品牌发布以来, 无极持续推出 300AC、250RR、SR150GT、CU525 等多款标志性车型, 覆盖复古、街车、仿赛、踏板、巡航、拉力等全品类。2019 年亮相米兰车展, 标志着品牌国际化布局起步。2020 年至今, 无极通过不断推出中大排量新品、优化产品结构、引入智能化配置, 逐步确立“国产高端摩托引领者”的品牌定位。2024 年推出 DS900X 与 RR660S 王牌四缸仿赛, 完成对高端 ADV 与顶级仿赛车市场的关键突破。



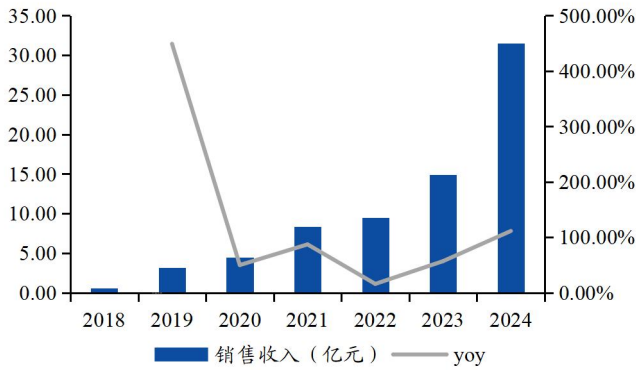
图表 45: 无极品牌发展历程



数据来源: 无极品牌官网, 华福证券研究所

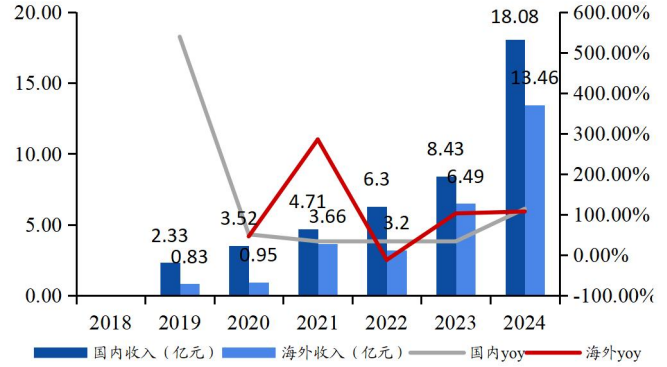
无极强势放量, 内外销双轮驱动。2024年“无极”系列销售收入31.54亿元, 同比+111.43%, 2019-2024年CAGR为58.43%。分区域来看, 2024年无极国内销售收入18.08亿元, 同比+114%, 2019-2024年CAGR为50.65%, 2024年无极海外市场销售收入13.46亿元, 同比+108%, 2019-2024年CAGR为74.58%。

图表 46: 2018-2024年无极销售收入及增速



数据来源: ifind, 公司年报, 华福证券研究所

图表 47: 2019-2024年无极内外销收入及增速

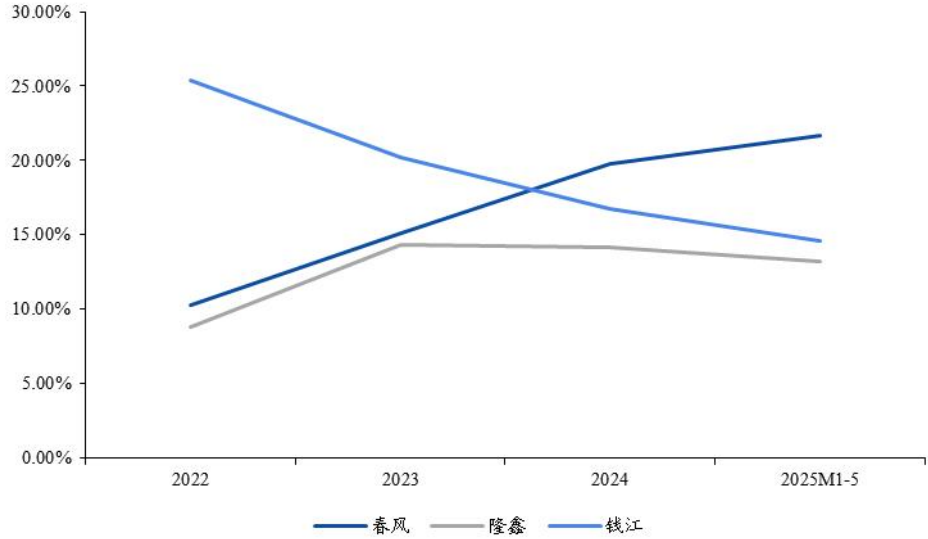


数据来源: ifind, 公司年报, 华福证券研究所

4.1 产品矩阵持续完善, 500cc以上大排量出海有领先优势

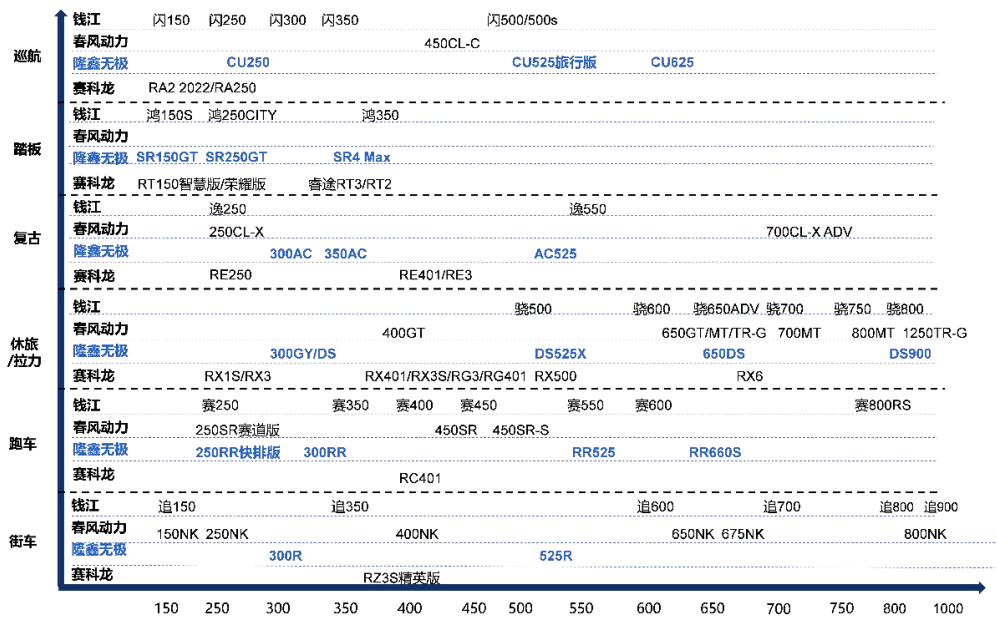
陆续推出踏板、巡航、休旅、仿赛等车型, 持续补齐产品矩阵。公司产品满足不同应用场景的出行需求, 覆盖踏板、巡航、休旅、仿赛等主流车型。公司采取“爆品驱动+资源聚焦”产品策略, SKU相对精简, 集中研发、营销资源用于打造爆品, CU525、SR250GT、DS900X等明星产品成功引爆市场, 巡航、踏板、休旅等多款车型均有爆款, 带动内销、出口市占率快速提升, 根据中国摩托车商会, 2024年公司250cc以上摩托车销量市占率达到14.2%, 相比22年提升5pct。

图表 48: 各品牌 250cc 以上销量市占率



数据来源: 中国摩托车商会, 华福证券研究所

图表 49: 摩托车品牌产品矩阵



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 50: DS900X 产品图

图表 51: CU625 产品图



来源：无极微信公众号，华福证券研究所



来源：无极微信公众号，华福证券研究所

出海产品矩阵仍在持续完善，与外资品牌相比性价比突出。我们以意大利市场为例，对比无极品牌与外资品牌：

产品方面，日系本田、欧系凯旋在售 sku 较多，且覆盖休旅、街车、仿赛、巡航、越野等多类型产品，排量段以 700cc 以上为主，1000cc 以上有多款产品布局。国产品牌来看，无极意大利在售产品主要为休旅系列、踏板系列以及复古系列，排量段集中在 600cc 以下，最大排量产品为 DS900X，排量段为 895cc；春风意大利在售产品主要为街车系列、拉力系列、巡航系列以及仿赛系列，排量段集中在 700cc 以下，最大排量产品为 800NK 和 800MT，排量段均为 799cc。

价格方面，国产品牌性价比突出，定价相比外资品牌低 20%~30%。以 DS900X 为例，意大利官网定价 9990 欧元，对标的宝马 F850GS 定价 11100 欧元，整体价格相比日系本田、欧系比亚乔低 20%~30%，凭借产品力与高性价比获得海外消费者认可，2024 年 DS900X 在国内 800cc 以上摩托车出口总量占比超 95%。



图表 52: 各品牌意大利在售产品

产品矩阵 (意大利)																					
隆鑫无极																					
品牌	300DS	300 Rally	DS525X	500ds	ds625X	DS900X	300AC	350AC	500AC	AC525X	SR1	SR1 ADV	SR16	SR3	SR4						
类别	休旅	休旅	休旅	休旅	休旅	休旅	复古	复古	复古	复古	踏板	踏板	踏板	踏板	踏板						
排量 (cc)	292	300	494	500	581	895	292	321.8	471	525	125	125	244	350							
官方报价 (欧元)	3990	4290	6290	5399	6690	9990	3890	4590	6490	4999	2890	3190	2990	4190	6290						
春风动力																					
品牌	300NK	450NK	800NK	450MT	700MT	800MT	650GT	300CL-X	450CL-C	700CL-X	450SR-S	675SR-R									
类别	街车	街车	街车	拉力	拉力	拉力	休旅	巡航	巡航	巡航	仿赛	仿赛									
排量 (cc)	292	449	799	449	693	799	649	292	449	693	449	674									
官方报价 (欧元)	3790	5490	6990	5990	5790	8490	6590	4190	5790	6490	6690	7590									
本田																					
品牌	GB350s	CL500	CB500 Hornet	CB650R	CB750 Hornet	CB1000 Hornet	CBR500R	CBR600R	CBR650R	CMX500 Rebel	CMX1100 Rebel	NT1100	GOLD WING tour 2025	XL750 Transalp	NC750X	X-ADV	CRF1100 L Africa Twin 2025	CRF300 Rally 2023	CRF450R		
类别	街车	街车	街车	街车	街车	街车	仿赛	仿赛	仿赛	巡航	巡航	巡航	巡航	冒险	冒险	冒险	冒险	越野	越野	越野	
排量 (cc)	348	471	471	649	755	1000	471	599	649	471	1084	1084	1833	755	745	745	1084	286	449.7	449.7	
官方报价 (欧元)	4590	7190	6690	8790	8090	10390	7390	12190	9690	6490	11990	14890	38290	10790	7990	12990	15390	6890	7999		
凯旋																					
品牌	Tiger 900 GT	Tiger 1200 GT PRO	New Tiger Sport 660	All-new Tiger Sport 800	Speed 400	New Trident 660	Bonneville t100	Bonneville t120	Bonneville Bobber	Scrambler 900	Scrambler 1200	New Speed Twin 900	New Speed Twin 1200	New Speed Twin 1200 RS	Street Triple 765 R	all-new daytona 660					
类别	拉力	拉力	休旅	拉力	复古	复古	复古	复古	复古	复古	复古	复古	复古	复古	复古	仿赛					
排量 (cc)	888	1160	660	798	398.15	660	900	1200	1200	900	1200	900	1200	1160	765	660					
官方报价 (欧元)	14795	22395	9495	11995	5695	8395	11595	14495	15995	11395	14995	9795	14995	20295	10795	9795					

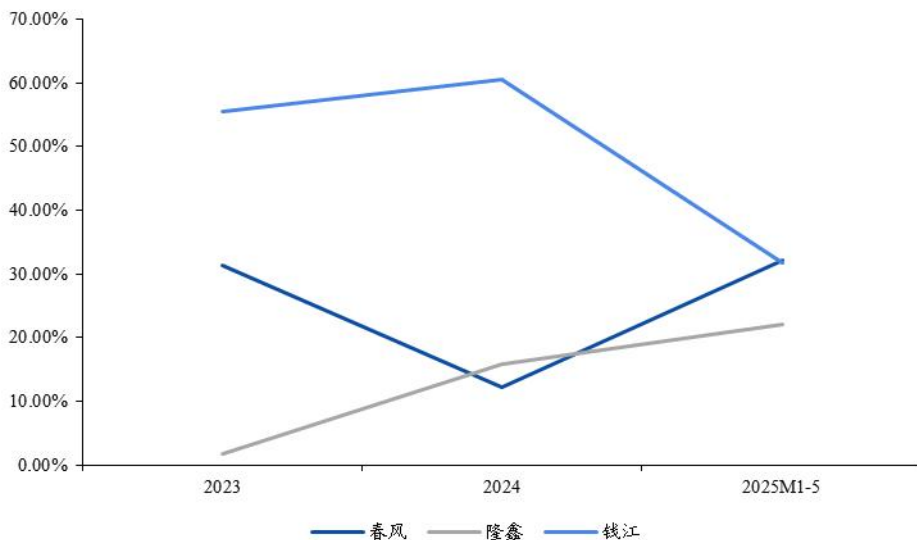
数据来源: 各品牌海外官网, 华福证券研究所

图表 53: 隆鑫无极海外竞品对比

品牌	隆鑫无极	春风 CFMOTO	本田	凯旋	比亚乔	宝马
型号	DS900X	800MT	CRF1100L Africa Twin	Tiger 900 GT	Moto Guzzi V85 TT	F900 GS
类别	拉力	拉力	拉力	拉力	拉力	拉力
排量 (cc)	895	799	1084	888	853	895
发动机配置	直列双缸水冷四冲程	直列双缸水冷	直列双缸水冷四冲程	直列三缸水冷	横置V型双缸风冷	直列双缸发动机
官方报价 (欧元/辆)	9990	8490	15390	14795	13499	14600

数据来源: 各品牌海外官网, 华福证券研究所

加速 800cc 以上产品出海, 逐步进入欧洲核心市场。目前公司在 800cc 以上排量段的产品能力突出, DS900X 表现优异。2024 年 DS900X 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。根据中国摩托车商会, 2024 年公司 500cc 以上摩托车销量 1.59 万台, 同比+1311%, 其中 800cc 以上 1.1 万台, 800cc 以上出口 9697 台, 贡献主要增量, 可见无极 800cc 以上大排量出海表现突出, 逐步进入海外核心市场, 有助于持续抢占海外市场份额。


图表 54: 500cc 以上销量市占率


数据来源: 中国摩托车商会, 华福证券研究所

图表 55: 800cc 以上销量及市占率

800cc以上	销量 (台)			销量市占率%		
	2023	2024	2025M1-5	2023	2024	2025M1-5
行业	599	14,374	11,863	-	-	-
春风	435	375	210	72.62%	2.61%	1.77%
隆鑫	38	11,022	9,474	6.34%	76.68%	79.86%
钱江	79	2,723	2,104	13.19%	18.94%	17.74%

数据来源: 中国摩托车商会, 华福证券研究所

4.2 与宝马合作近 20 年, 品控能力行业领先

公司以代工起家, 品控能力行业领先。作为国内首批获得宝马摩托车代工资质的企业, 公司自 2005 年起与宝马公司建立战略合作, 在摩托车领域, 公司与宝马公司在大排量摩托车发动机 (650cc 以上) 开展合作, 为其提供符合宝马质量标准的产品。在合作中, 通过学习宝马公司质量管理方法和供应商管理方法, 对公司发动机的质量控制起到了较好的促进作用。截止 2023 年, 公司累计代工宝马大排量发动机及整车近 30 万台。以宝马代工的品控作为背书, 公司成功突破欧洲市场。

图表 56: 隆鑫通用与宝马合作历程

时间	事件
2005 年	隆鑫开始与宝马合作 650cc 发动机项目
2007 年	隆鑫实现 650cc 发动机的量产
2013 年	隆鑫与宝马达成全新大排量双缸发动机供货协议
2015 年	隆鑫与宝马大排量踏板车整车项目正式启动, 承接 350cc 大排量水冷踏板车以及 C400 踏板车的制造
2024 年	隆鑫和宝马签订新的发动机合作项目, 合约期 20 年

数据来源: 公司官网, 公司年报, 华福证券研究所



公司发动机技术布局全面，品质效率双重保障，为自主品牌产品拓展打下坚实基础。公司以发动机业务起家，2024年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%，收入占比超10%。隆鑫通用发动机业务覆盖50cc-1000cc全排量段，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。摩托车发动机主要包括50cc~1000cc的单缸、双缸、四缸的多款产品；通用机械主要包括79cc~999cc的通用动力发动机产品，功率为1kw~20kw的家用小型发电机组、储能电源、园林机械等终端产品。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，通过持续为国内外头部品牌提供动力系统解决方案，总结并持续优化高效的动力产品开发体系，确保持续高质量的研发输出。同时，公司以领先的供应链生态和智能制造体系为核心支撑，关键部件全部达到国际一线标准，通过工业4.0智能产线实现100%自动化检测及全过程数据追溯，确保产品品质与生产效率的双重领先。

4.3 渠道端深耕欧洲市场，积极拓展新兴市场

隆鑫高端化驱动，欧洲市场先行。从出海区域来看，隆鑫通用锚定欧洲高端市场，建立品牌势能，深化布局拉美、东南亚等其他市场；春风动力通过高频营销活动（如全球发布会）快速渗透新兴市场；钱江：以印尼为制造枢纽辐射东南亚，同时重点关注欧美、拉美、中东及非洲市场。

无极“品牌”向上，注重渠道质量建设。海外渠道建设上，隆鑫通用重资产投入欧洲渠道（近900个网点），追求“高端品牌”形象；春风动力依赖经销网络，通过营销激活渠道；钱江摩托在印尼自建生产基地，实现供应链本地化。

图表 57: 隆鑫通用、春风动力和钱江摩托出海策略对比

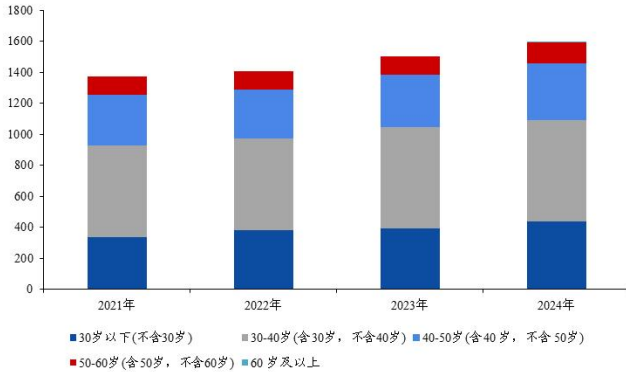
公司	渠道规模	核心市场	细分市场定位	区域布局策略
隆鑫通用	·海外网点1165个 ·欧洲876个(占75%)	欧洲、东南亚、南美	高端市场(欧洲) + 性价比市场(拉美、东南亚)	·欧洲为核心(西班牙、意大利为标杆市场) ·拉美、东南亚以支点市场向外辐射
春风动力	·全球2000+经销网络	东南亚、欧洲、美洲	玩乐车型(欧洲、澳美) + 大众出行(拉美、东南亚)	·欧洲(罗马尼亚、捷克)深化渠道 ·澳大利亚等成熟市场巩固 ·菲律宾、墨西哥为新兴市场突破点，墨西哥“CF Lite”子品牌细分用户圈层
钱江摩托	·130+国家覆盖 ·印尼自建渠道+制造基地	欧美、东南亚、中东、非洲	大排量(欧美) + 本地化制造(东南亚) + 电车试点	·印尼为东南亚基地(制造+销售一体化) ·欧美市场聚焦大排量 ·中东/非洲补充性价比市场

数据来源: ifind, 公司年报, 华福证券研究所

4.4 品牌年轻化持续推进，增加营销投入

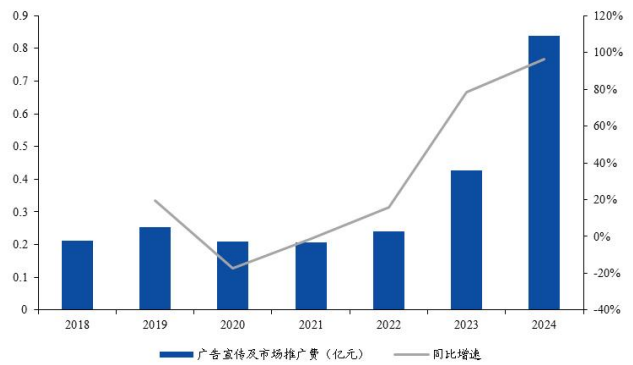
研发人员年轻化，提升核心受众需求洞察能力。公司近年来推进研发团队年轻化，2024年30岁以下研发人员达到438人，相比2021年增加103人，30-40岁、40-50岁、50-60岁分别增加62、37、17人，团队年轻化建设卓有成效，持续强化“以消费者真实需求为中心”的技术研发理念，围绕“不止于品控”的价值主张，为消费者提供更舒适、更智能、更安全的个性化摩托车产品。

图表 58: 公司各年龄段研发人员数量 (人)



数据来源: ifind, 公司年报, 华福证券研究所

图表 59: 公司广告宣传费投放增加



数据来源: ifind, 公司年报, 华福证券研究所

在国产品牌中首创“天使用户计划”，让用户成为产品体验官。2023年4月，无极首次在CU525验证过程中启用“天使用户计划”，成为国产品牌让用户成为产品体验官的开端，此后“天使用户计划”成为无极所有产品上市前的必经过程，经过研发团队的专业测试后，再收集真实用户的骑行反馈，在上市前对产品进一步调整验证，为爆品打造提供坚实基础。

图表 60: 无极首创“天使用户计划”

CU625天使用户计划
ANGEL USER PROGRAM
正式启动
OPEN RECRUITMENT

2023年4月
VOGE无极率先在CU525验证过程中
启用了“天使用户计划”
这是国产机车品牌让用户成为产品体验官的开端

CU525
2023.04

无极将为天使用户提供以下支持:

- 01 我们将提供1台量产版CU625, 免费使用2个月(无押金);
- 02 我们将承担保险及上牌税费、人身险, 同时油费全程报销, 维修保养全免, 并提供每公里1元的骑行补贴;
- 03 我们希望天使用户每月完成3000KM的自然驾驶里程, 但并非强制要求, 如未达成, 则根据实际里程提供相应补贴;
- 04 我们需要天使用户定期反馈真实骑行情况, 以便了解CU625在不同工况下的驾驶状态, 尽快完成上市前的最后调试;
- 05 我们鼓励天使用户记录自己的骑行体验, 分享在社交平台上, 并邀请大家共同监督;

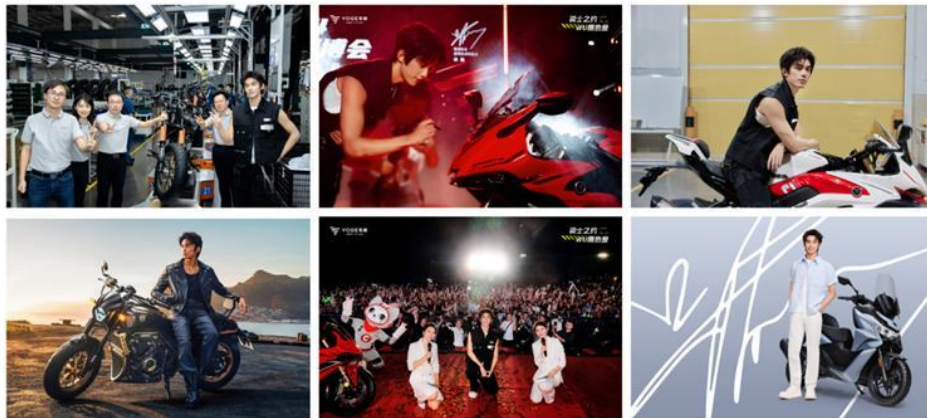
数据来源: 无极机车公众号, 华福证券研究所

增加品牌营销投入，签约代言人吴磊助力品牌年轻化转型。2023年以来公司广告宣传费用快速增长，2024年广告宣传费约0.8亿元，同比+96%。数智营销策



略拉近与年轻消费者的距离，实现无极破圈传播。公司签约 VOGE 全球品牌代言人吴磊，品牌形象全面升级网曝光量超 11 亿次。VOGE 搭建“S1+S2+S3”新媒体矩阵，助推品牌信息精准触达潜在消费群体，提升品牌影响力的同时拉动销量增长，2024 年线上订单 2.8 万台，实现历史性突破。

图表 61: 无极品牌数智营销



数据来源：公司年报，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

摩托车及发动机业务：无极、全地形车持续放量，代工及发动机业务稳健增长。我们预计无极自主品牌内外销将延续快速增长，受益于海外区域、渠道拓展，出海成长性更加确定，国内中大排量仍有渗透空间，有望保持较快增长；全地形车业务处于早期阶段，随着产品线完善、区域拓展，未来有望持续放量；其他业务，摩托车代工、发动机业务预计保持稳健增长。我们预计 25-27 年摩托车及发动机业务收入分别为 157、195、235 亿元，同比+24%、+24%、+21%，自有品牌占比提升有望带动毛利率改善，预计 2025-2027 年毛利率分别为 18.2%、18.3%、18.4%。

通用机械业务：持续完善通用机械产品矩阵，推进多元化市场策略，进一步提升通机业务的抗风险能力，2025 年有望保持较快增长，2026-2027 年预计表现稳健，我们预计 2025-2027 年收入分别 42、42、42 亿元，同比+20%、0%、0%，毛利率分别为 17%、17%、17%。

综上，预计公司 2025-2027 年实现营收 204、241、280 亿元，同比+21%、+18%、+16%，毛利率分别为 18.0%、18.1%、18.2%。



图表 62: 公司业绩拆分预测表 (单位: 亿元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
摩托车及发动机					
营业收入	95	127	157	195	235
yoy	20%	34%	24%	24%	21%
毛利率	17.9%	17.9%	18.2%	18.3%	18.4%
无极					
营业收入	15	32	49	69	90
yoy	57%	111%	54%	41%	32%
国内	8	18	22	28	34
yoy	34%	114%	20%	30%	20%
出口	6	13	27	40	57
yoy	103%	107%	100%	50%	40%
全地形车					
营业收入	2	4	8	15	22
yoy	123%	74%	100%	80%	50%
自主摩托车发动机					
营业收入	17	19	21	23	26
yoy	15%	16%	10%	10%	10%
其他 (代工+宝马+三轮车)					
营业收入	61	72	79	89	98
yoy	13%	19%	10%	12%	10%
通用机械产品					
营业收入	27	35	42	42	42
yoy	-20%	29%	20%	0%	0%
毛利率	21%	17%	17%	17%	17%
其他					
营业收入	9	6	4	3	2
yoy	-21%	-31%	-30%	-30%	-30%
毛利率	19%	12%	18%	18%	18%
合计					
营业收入	131	168	204	241	280
yoy	5%	29%	21%	18%	16%
毛利率	18.5%	17.6%	18.0%	18.1%	18.2%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

5.2 投资建议

预计 2025-2027 年归母净利润为 19.03、23.74、27.74 亿元, 同比+70%、+25%、+17%, 对应 2025-2027 年 PE 分别为 14x、12x、10x。采用可比公司估值, 选取同行业可比公司春风动力、钱江摩托、九号公司、涛涛车业、宗申动力, 可比公司 2025-2027 年调整后平均 PE 为 22x、17x、15x, 公司当前估值低于可比公司调整后平均估值水平, 公司为摩托车行业领军企业, 自有品牌无极全球化布局卓有成效, 国内成功打造爆款, 欧洲大排量产品受本土消费者认可, 中长期出海竞争力突出, 有望持续抢占海外市场份额, 首次覆盖, 给予“买入”评级。



图表 63: 可比公司估值表

公司	当前股价 (元)	EPS (元/股)				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
春风动力	235.47	9.72	11.83	14.65	17.58	24.2	19.9	16.1	13.4
钱江摩托	16.32	1.28	1.54	1.82	2.05	12.7	10.6	9.0	8.0
九号公司-WD	59.40	15.12	15.77	21.42	29.84	31.4	19.0	14.3	13.6
涛涛车业	146.99	3.93	5.42	6.81	8.67	37.4	27.1	21.6	17.0
宗申动力	23.13	0.40	0.63	0.78	0.96	57.4	36.6	29.7	24.1
可比公司调整后平均						31.0	22.0	17.3	14.7
隆鑫通用	13.41	0.55	0.93	1.16	1.35	24.6	14.5	11.6	9.9

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所 (更新日期: 2025.7.14)

注: 可比公司估值为 ifind 一致预期; 调整后平均是指去掉最高值和最低值后的平均值。

6 风险提示

1、宏观经济波动风险:

若未来全球或公司的主要出口国经济形势严峻不及预期, 经济下行、需求萎缩, 将对公司产品营销造成不利影响。

2、贸易政策不利变化的风险

如果未来主要出口国家和地区对公司相关产品的贸易政策和认证制度发生变化, 则公司的业务和经营将可能受到不利影响。

3、汇率变化风险

公司主营业务出口收入占比较高, 人民币汇率波动将对公司的出口业务及经营业绩产生一定影响。

4、市场竞争加剧风险

随着公司对国际市场开拓力度的加大, 以及更多国际知名企业进军和加大在中国的营销, 公司将在国际、国内市场上面临更大的竞争压力。



图表 64: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,760	9,412	11,687	14,196	营业收入	16,822	20,373	24,051	27,989
应收票据及账款	1,606	1,835	1,972	2,218	营业成本	13,864	16,702	19,692	22,885
预付账款	80	84	98	114	税金及附加	333	343	405	506
存货	1,003	1,353	1,461	1,675	销售费用	274	306	361	420
合同资产	2	12	12	12	管理费用	595	530	601	672
其他流动资产	2,651	956	1,102	1,282	研发费用	513	530	601	672
流动资产合计	12,100	13,639	16,320	19,487	财务费用	-157	-182	-220	-232
长期股权投资	1	1	1	1	信用减值损失	-76	-20	0	0
固定资产	2,346	2,369	2,447	2,570	资产减值损失	-111	-50	0	0
在建工程	209	309	309	209	公允价值变动收益	-77	0	0	0
无形资产	636	615	559	525	投资收益	32	32	32	32
商誉	0	0	0	0	其他收益	119	119	119	119
其他非流动资产	776	777	779	780	营业利润	1,289	2,227	2,762	3,218
非流动资产合计	3,969	4,071	4,095	4,085	营业外收入	3	3	3	3
资产合计	16,069	17,710	20,415	23,572	营业外支出	17	65	65	65
短期借款	301	0	0	0	利润总额	1,276	2,165	2,701	3,156
应付票据及账款	3,399	4,215	4,898	5,791	所得税	219	372	464	542
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,056	1,793	2,236	2,614
合同负债	491	367	433	504	少数股东损益	-65	-110	-137	-161
其他应付款	981	981	981	981	归属母公司净利润	1,121	1,903	2,374	2,774
其他流动负债	1,334	1,481	1,699	1,929	EPS (按最新股本摊薄)	0.55	0.93	1.16	1.35
流动负债合计	6,507	7,044	8,011	9,205					
长期借款	0	300	300	300					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	281	281	281	281					
非流动负债合计	281	581	581	581					
负债合计	6,788	7,625	8,592	9,786					
归属母公司所有者权益	9,178	10,092	11,967	14,091					
少数股东权益	103	-7	-144	-305					
所有者权益合计	9,281	10,085	11,823	13,786					
负债和股东权益	16,069	17,710	20,415	23,572					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,122	3,823	2,985	3,359
现金收益	1,406	2,064	2,472	2,845
存货影响	-301	-350	-108	-214
经营性应收影响	-310	-182	-152	-262
经营性应付影响	824	816	683	893
其他影响	502	1,475	90	97
投资活动现金流	-767	-531	-431	-430
资本支出	-399	-556	-477	-453
股权投资	9	0	0	0
其他长期资产变化	-377	25	47	23
融资活动现金流	-330	-640	-279	-419
借款增加	3	-1	0	0
股利及利息支付	-222	-485	-631	-768
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-111	-154	352	350

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	28.7%	21.1%	18.1%	16.4%
EBIT 增长率	131.8%	77.3%	25.1%	17.9%
归母公司净利润增长率	92.2%	69.7%	24.7%	16.9%
获利能力				
毛利率	17.6%	18.0%	18.1%	18.2%
净利率	6.3%	8.8%	9.3%	9.3%
ROE	12.1%	18.9%	20.1%	20.1%
ROIC	12.5%	20.8%	22.0%	22.1%
偿债能力				
资产负债率	42.2%	43.1%	42.1%	41.5%
流动比率	1.9	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.7	1.7	1.9	1.9
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2
应收账款周转天数	30	30	28	27
存货周转天数	22	25	26	25
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.93	1.16	1.35
每股经营现金流	1.03	1.86	1.45	1.64
每股净资产	4.47	4.91	5.83	6.86
估值比率				
P/E	25	14	12	10
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	197	131	109	94

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn