

无极机车乘势而上 突围高端扬帆全球

2025 年 08 月 07 日

➤ **隆鑫通用：摩托车出海老兵 无极焕发新机。**公司为国内摩托车行业领先企业，2024 年摩托车出口销量超 150 万辆，位居行业头名；公司摩托车业务营收连续四年实现正增长，2024 年摩托车业务营收为 126.9 亿元，同比+34.0%，创历史新高。公司聚焦自主品牌的推广建设，打造差异化定位的三大自主品牌-无极 VOGUE 高端摩托车、隆鑫非道路运动机车、茵末 BICOSE 高端电摩。

➤ **摩托车行业内销：结构演变趋势明确，中大排摩托车加速渗透。**2020 年以来中大排摩托车需求旺盛，C 端休闲娱乐属性加强，国内摩托车休闲文化产业逐步形成，国内销量与渗透率快速提升，中大排摩托车内销渗透率从 2020 年的 2.5%提升至 2025H1 的 11.4%，对标海外，我国中大排（>250cc）渗透率/人均保有量数据与发达国家均存在 5-10 倍差距。预计 2025/2030 年中大排内销渗透率分别增长至 12%/20%，对应销量分别为 60/100 万辆。

➤ **摩托车行业出海：中大排出海提速，打造全新增长曲线。**全球摩托车市场容量约为 5,000 万辆，美洲与欧洲摩托车市场温和增长，市场需求稳定向上。据我们测算，2024 年海外 250cc 及 250cc 以上摩托车市场空间为 550 万辆，为 2024 年内销量 9 倍以上，空间广阔。以公司为代表的自主龙头摩企在国内经历多年的充分竞争，车型产品力和车型矩阵获大幅提升与丰富，较海外竞对在产品力、性价比优势突出，构建自主摩企出海核心竞争优势。

➤ **公司：无极机车乘势而上 实力强劲爆品频出 立足欧洲迈向全球。**无极品牌定位自主高端，2024 年实现销售收入 31.5 亿元，同比增长 111.4%，收入占摩托车业务比重提升至 24.8%。2024 年 SR250GT、CU525 产品持续热销，2025 年将聚焦仿赛、巡航等新品在内销市场的推广，推出 RR500S、CU625 等新品，有望接棒产品周期。出海方面，无极品牌在欧洲市场形成品牌知名度和市场影响力，2024 年欧洲区域实现销售收入 10.2 亿元，同比+133.38%，占比无极出口 76%，其中西班牙加速突围，2024 年全年销量为 9,313 辆，市场份额突破 4.0%；意大利市场 2025Q1 踏板车型 SR16 销量为 1,033 辆，成为当地最畅销的国产车型，位居当地单车型销量第 12 名。展望未来，公司一方面将继续深耕欧洲市场，打造西班牙、意大利市场标杆效应，借助无极在欧洲市场的品牌势能，深化布局拉美、东南亚等其他市场，实现“1+N”市场协同发展。

➤ **投资建议：**看好公司无极品牌产品端+渠道端双重扩展，量利共振加速成长。预计公司 2025-2027 年营收 201.6/234.1/270.5 亿元，归母净利润 18.8/22.4/26.1 亿元，EPS 为 0.91/1.09/1.27 元，对应 2025 年 8 月 6 日 12.71 元/股收盘价，PE 分别 14/12/10 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**摩托车市场竞争加剧；海运费波动；公司产品销量不及预期；股权质押风险；汇兑波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16,822	20,158	23,406	27,054
增长率（%）	28.7	19.8	16.1	15.6
归属母公司股东净利润（百万元）	1,121	1,877	2,239	2,612
增长率（%）	92.2	67.4	19.2	16.7
每股收益（元）	0.55	0.91	1.09	1.27
PE	23	14	12	10
PB	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 6 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.71 元



分析师 崔琰

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师 姜煦洲

执业证书：S0100524120005

邮箱：jiangxuzhou@mszq.com

相关研究

- 1.隆鑫通用 (603766.SH) 系列点评四：2025Q1 业绩超预期 无极品牌成长提速-2025/05/01
- 2.隆鑫通用 (603766.SH) 系列点评三：2025Q1 业绩超预期 无极机车量利共振-2025/04/15
- 3.隆鑫通用 (603766.SH) 系列点评二：2024 年业绩超预期 无极品牌成长加速-2025/01/23
- 4.隆鑫通用 (603766.SH) 系列点评一：2024Q3 业绩符合预期 无极品牌成长加速-2024/10/29

目录

1 引言	3
2 公司简介：摩托车出海老兵 财务表现稳健	4
2.1 摩托车发动机起家 多业务协同发展	4
2.2 产品结构持续改善 规模效应驱动盈利回暖	5
2.3 宗申入主资源协同 携手谱写新篇章	7
2.4 小结	8
3 摩托车行业：内外共振向上 自主摩企扬帆全球	9
3.1 行业内销：结构演变趋势明确 中大排摩托车加速渗透	9
3.2 行业出口：中大排出海元年 自主摩企百花齐放	17
3.3 小结	24
4 公司：无极机车乘势而上 内外共振加速成长	25
4.1 无极品牌：定位高端乘势而上 立足欧洲迈向全球	26
4.2 通路车：聚焦拉美核心客户 销量稳健向上	33
4.3 小结	35
5 盈利预测与投资建议	36
5.1 盈利预测假设及业务拆分	36
5.2 估值分析	36
5.3 投资建议	37
6 风险提示	39
插图目录	41
表格目录	42

1 引言

本篇报告为隆鑫通用深度研究报告,过去三年,国内中大排摩托车(>250cc,下同)行业销量快速增长+公司无极品牌份额提升及降本增效从持续推进为公司带来收入、利润端的向上共振。未来,我们认为无极品牌内外销共振向上,有望带动公司进入新一轮成长期。基于我们对公司基本面的认知,从行业空间、驱动因素、底层变化、出海节奏、产品竞争力等多重维度进行详细分析核心推荐逻辑。

展望未来,公司三大业务线有望向上共振,驱动量利加速释放:

具体来看:

1) **中大排内销**:对标海外,我国中大排摩托车渗透率、人均保有量等数据与较发达国家还存在较大差距,我们认为仍有4-5倍提升空间。公司旗下无极品牌定位高端,2024年营收31.5亿元,同比+111.4%。凭借国内同级销冠CU525巡航车、SR250GT运动踏板等爆品及RR500S、CU625等新品布局,持续抢占增量市场。渠道加速扩张,国内门店破千家,叠加产品力优势,有望引领行业扩容;

2) **中大排出口**:海外中大排摩托车空间约十倍于国内,公司凭借高性价比、丰富车型矩阵加速出海。公司2024/2025H1摩托车出口销量分别为157.3/75.9万辆,无极品牌欧洲收入10.2亿元,在西班牙/意大利市占率突破4.0%,SR16踏板跻身意大利单车型销量TOP12。未来借势欧洲品牌势能,深化拉美、东南亚“1+N”市场布局,出口份额有望持续提升。

本篇报告与市场不同之处:

1) **关于两轮车出口**:市场认为海外摩托车市场较为分散,中大排摩托车容量、格局模糊,且较难跟踪与预判。我们对于全球重点市场空间进行详细测算,详细梳理各重点地区细分市场竞争格局、公司竞争力、中国摩企销量数据作出详细分析,看好公司在欧洲市场的结构性突破,以及中国品牌在成熟市场的高端化能力;

2) **关于全地形车**:市场认为公司全地车业务处于发展初期,后续发展空间有限。我们认为公司通过切入欧美高端UTV市场,破局点明确:以公司为代表的自主龙头摩企在国内经历多年的充分竞争,车型产品力和车型矩阵获大幅提升与丰富,较海外竞对在产品力、性价比优势突出,构建了自主摩企出海核心竞争优势。

2 公司简介：摩托车出海老兵 财务表现稳健

2.1 摩托车发动机起家 多业务协同发展

隆鑫通用是一家专注于摩托车与发动机、通用机械、商用发电机、低速四轮电动车、高端零部件及无人直升机等产品研发、生产和销售的多元化企业。公司发展历程可分为五个阶段：

1) **1998-2004 年：公司推出首台自主摩托车，开启整车制造探索**，1993 年重庆隆鑫交通机械第一台摩托车发动机上市；

2) **2005-2013 年：公司实现技术升级与高端市场突破**，2005 年与宝马建立战略合作关系，为其批量供应 650cc 单缸发动机，2012 年公司上市；

3) **2014-2020 年：公司切入中大排量市场，加速全球化市场突破**。2014 年制定“同心多元化、一体两翼”发展战，2015 年 3 月与宝马签订摩托车整车项目，2019 年无极品牌成立；

4) **2021-2023 年：公司构建“摩托车+通机”多元化业务体系，优化管理效率提升盈利能力**。2021 年战略聚焦“摩托车+通机”做大做强，做精做透；2023 年无极 CU525 锁定爆品，频繁出圈；

5) **2024 年 7 月起：公司协同赋能，重组方案落地**。2024 年 7 月，宗申新智造通过资产重组成为投资人；2024 年全年无极销量翻倍，出海战略提速，CU525 获中大排巡航销冠。

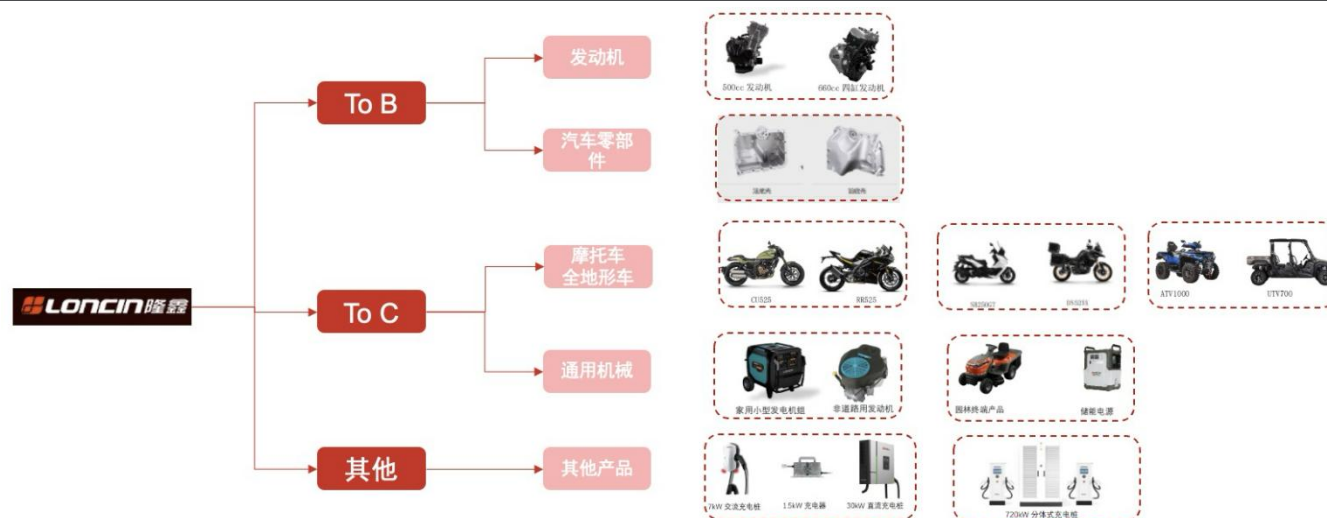
图1：公司发展历程



资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司的产品布局主要包括摩托车（通路车、无极、电摩）、通用机械、数字能源（充电桩、便携式及家用储能品牌 EHOM）、无人机及通航发动机等，覆盖传统燃油与新能源领域，并积极拓展智能化与全球化市场。

图2：公司产品布局

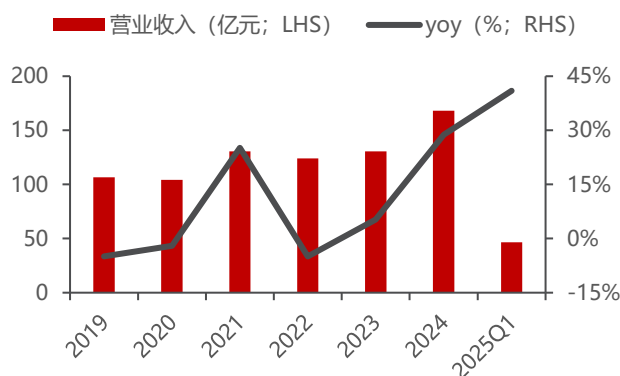


资料来源：公司年报，民生证券研究院

2.2 产品结构持续改善 规模效应驱动盈利回暖

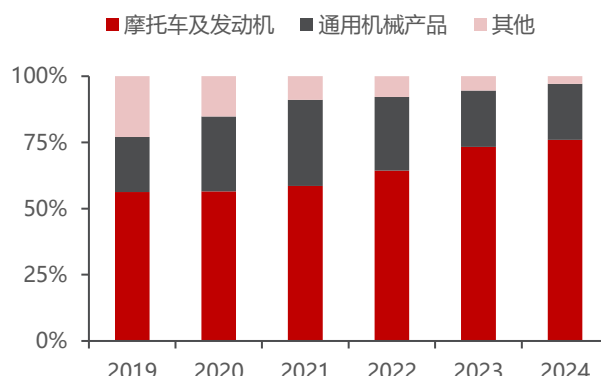
公司营业收入稳步增长，业务聚焦于摩托车与通机。2019-2024 年公司营业收入稳健增长，CAGR 达 9.6%，2024 年受通路车业务增长及无极品牌放量，全年营业收入达到 168.2 亿元，同比+28.8%；2025Q1 延续高增势头，实现营收 46.5 亿元，同比增长 41.0%。分产品来看，摩托车及发动机和通用机械业务作为两大核心业务，合计营收占比超七成。其中，2024 年摩托车及发动机业务贡献了超过 75%营业收入。

图3：公司营业收入及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

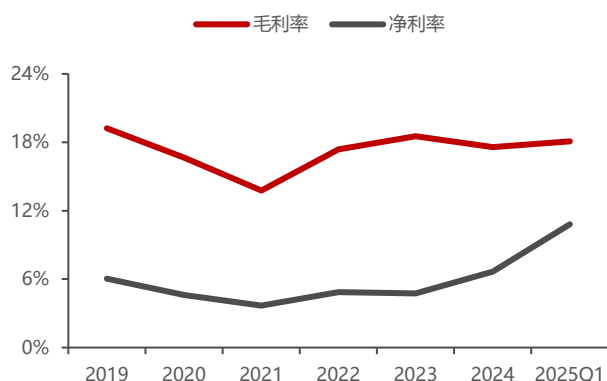
图4：公司各业务营收占比（%）



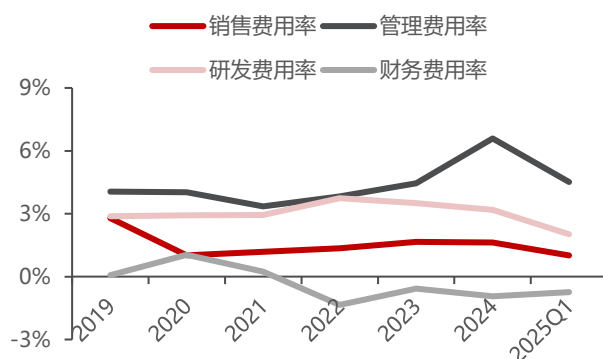
资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司盈利能力显著提升，费用率结构持续优化。公司毛利率 2019-2021 年有所降低，下降主要系：1) 原材料及运输成本上涨；2) 无极品牌处于投入初期。2024 年公司毛利率、净利率分别达 17.6%、6.3%，同比分别-0.9pct、+2.1pct；2025Q1 毛利率、净利率分别达 18.1%、10.8%，同比分别+0.4pcts、+3.1pcts；主要源于：1) 高毛利的大排量无极系列销售占比持续提升，250cc 以上产品收

入同比大增 81.2%；2) 全地形车等高附加值产品销量快速增长；3) 财务费用为负，利息收入显著提升，拉动整体盈利能力改善。**费用率端：**公司 2025Q1 销售/管理/研发/财务费用分别为 1.0%/2.5%/2.0%/-0.7%，同比 -0.8/-1.9/-1.2/+0.2pcts，环比+0.0/-0.2/-0.2/+1.0pcts，规模效应下公司费用结构显著优化。

图5：公司毛利率及净利率 (%)


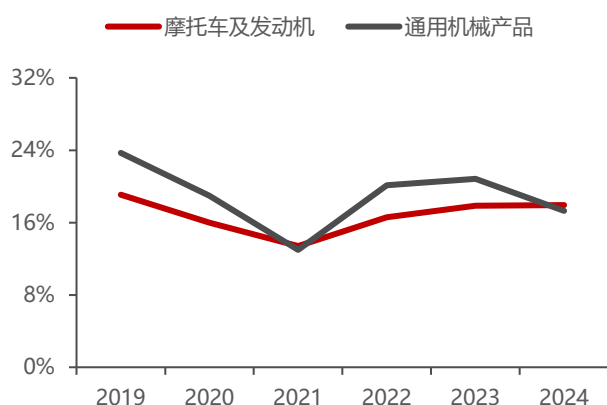
资料来源：公司年报，民生证券研究院

图6：公司四费费率 (%)


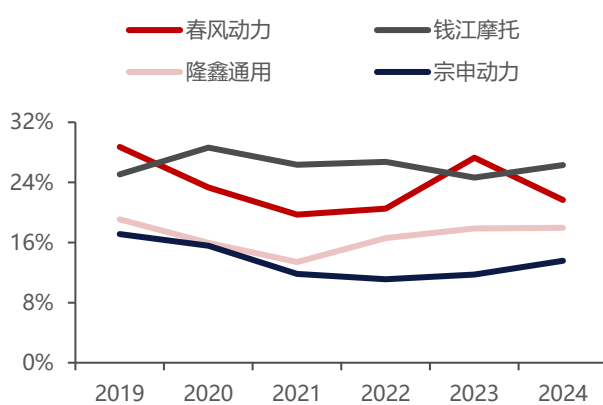
资料来源：公司年报，民生证券研究院

摩托车及发动机毛利率呈先降后升态势，通用机械毛利率波动相对较大。摩托车及发动机业务毛利率呈先降后稳态势，2021 年受到原材料和运输成本上涨、汇率波动、海外疫情及供应链紧张等因素影响，盈利空间受压滑，2024 年受结构改善驱动回升至 17.9%，较 2021 年低点已明显回升。

通用机械业务毛利率波动相对显著，受原材料、运输等成本快速上涨以及关税等因素的影响，2021 年触底后反弹，2023 年毛利率回升至 20.9%，2024 年受销售区域与产品结构变化，毛利率回落至 17.3%。

图7：2019-2024 年公司分业务毛利率 (%)


资料来源：公司年报，民生证券研究院

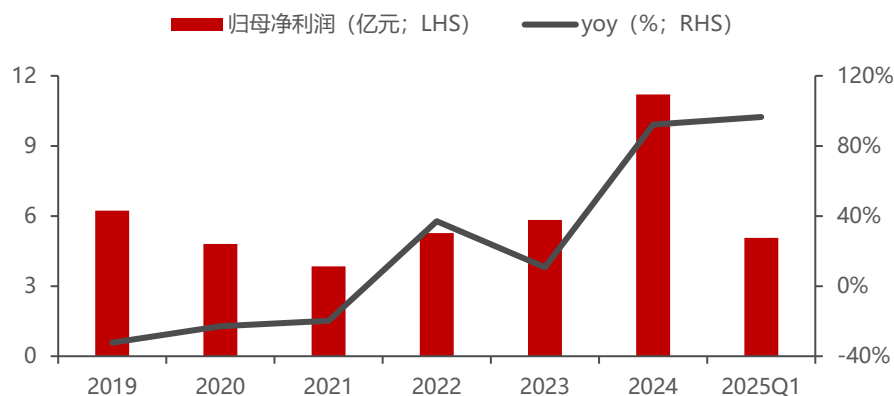
图8：2019-2024 年可比公司摩托车业务毛利率 (%)


资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司归母净利润持续增长，2024 年起发展提速。2024 年公司归母净利润达到 11.2 亿元，同比增长 92.3%；2025Q1 归母净利润延续高增长态势，达到 5.1

亿元，同比增长 96.5%，2019-2024 年归母净利润 CAGR 为 12.5%。

图9：公司归母净利润及增速（亿元）

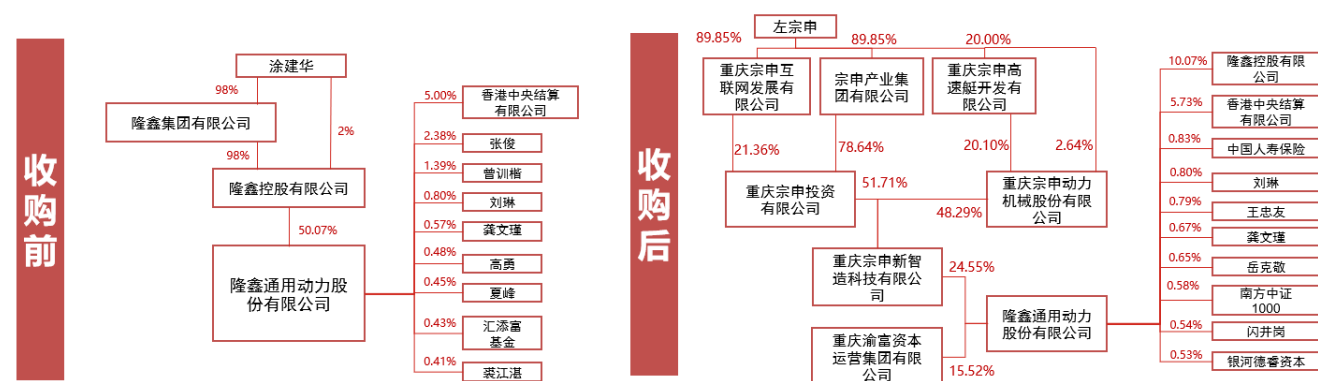


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

2.3 宗申入主资源协同 携手谱写新篇章

2024 年 12 月 23 日，公司资产重组股权交割完毕，宗申新智造成为公司第一大股东、控股股东，左宗申先生成为公司的实控人。2024 年公司/宗申集团摩托车销量分别为 180/154 万辆，分别位居行业第二和第三，若合并后摩托车总销量和出口量将跃居行业第一。此外，公司和宗申集团拥有无极和赛科龙大排量自主品牌，若合并后大排量将稳居行业前三，在产品研发、生产制造、市场营销、渠道等方面有望实现协同。

图10：公司资产重组前后股权架构变化



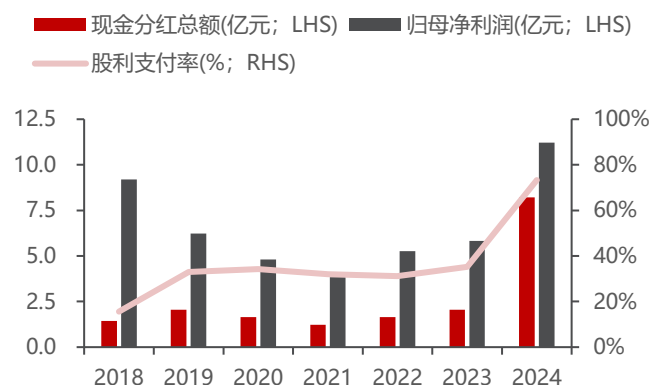
资料来源：公司年报，民生证券研究院

分红率显著提升，2025 年有望进行多次分红。公司货币资金充裕，2024 年期末未分配利润超 60 亿元，长期分红稳定，2019-2023 年股利支付率保持在 30% 上下，2024 年宗申新智造及国资重庆渝富资本入主后，分红策略更加积极，2024 年度现金分红总额超 8 亿元，达到历史新高，股利支付率超 70%，对应股息率为 4.4%。

同时，公司董事会于 4 月 28 日审议通过《2024 年度利润分配方案及 2025 年中期分红规划》，授权董事会可根据届时情况制定具体的 2025 年度中期分红

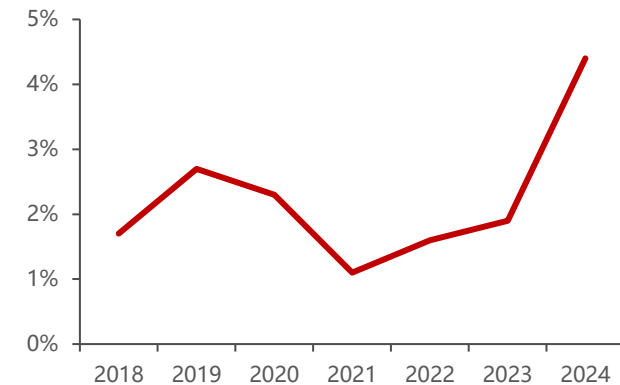
方案，并在法定期限内择期完成分红事项，以简化中期分红程序。

图11：公司现金分红总额及股利支付率（亿元；%）



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

图12：公司股息率变化趋势（%）



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

2.4 小结

公司以摩托车发动机技术为根基，实现三大战略跃迁。首台自主研发发动机下线，开启整车制造探索，之后成为宝马 650cc 核心供应商，奠定精密制造能力；2014 至今，创立无极高端品牌，CU525 获 2024 年巡航销冠，重塑行业格局，完成“代工→技术自立→资源整合”的全球化闭环。

公司盈利质量显著优化，核心动能来自产品高端化转型。2024 年摩托车业务营收占比 75%，无极品牌贡献 24.8% 营收，拉动毛利率回升至 17.9%，收入结构升级；2025Q1 三费率降至 5.0%，同比降低 3.7%，财务费用率-0.7%，规模效应凸显；250cc+ 产品收入大增 81.2%，推动净利率跃升至 10.8%，同比+上升 3.1%，高端化战略进入利润释放期，盈利加速兑现。

公司资源整合催生行业新龙头，股东回报升级。公司归母净利润持续增长，2024 年起发展提速。2024 年归母净利润达到 11.2 亿元，同比增长 92.3%；公司货币资金充裕，2024 年期末未分配利润超 60 亿元，长期分红稳定，分红率显著提升，2025 年有望进行多次分红；股利支付率从 30% 提升至 70%，2024 年分红 8 亿元，现金管理效率行业领先。

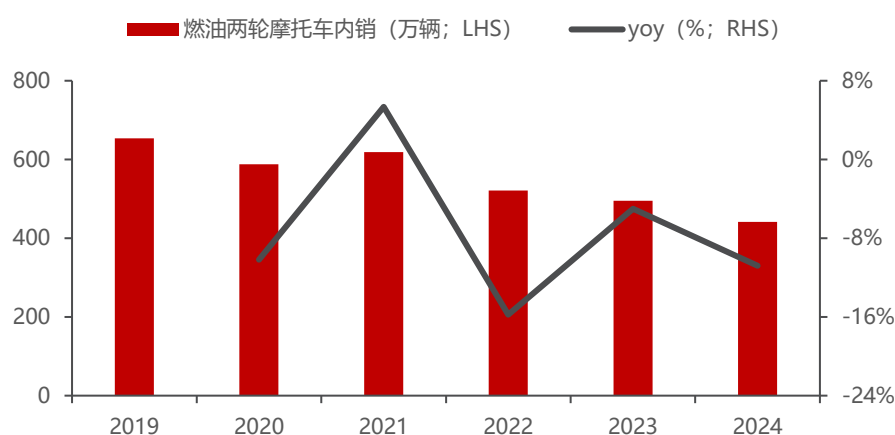
3 摩托车行业：内外共振向上 自主摩企扬帆全球

3.1 行业内销：结构演变趋势明确 中大排摩托车加速渗透

3.1.1 空间：供需两侧齐发力 中大排摩托车国内空间广阔

近六年我国两轮燃油摩托车内销小幅度下滑。近六我国两轮燃油摩托车内销维持 450-650 万辆之间，总体有所下滑，主要原因为近六年国内电自、电轻摩产销规模快速增长，成为重要代步工具，对燃油摩托车有一定的替代作用。

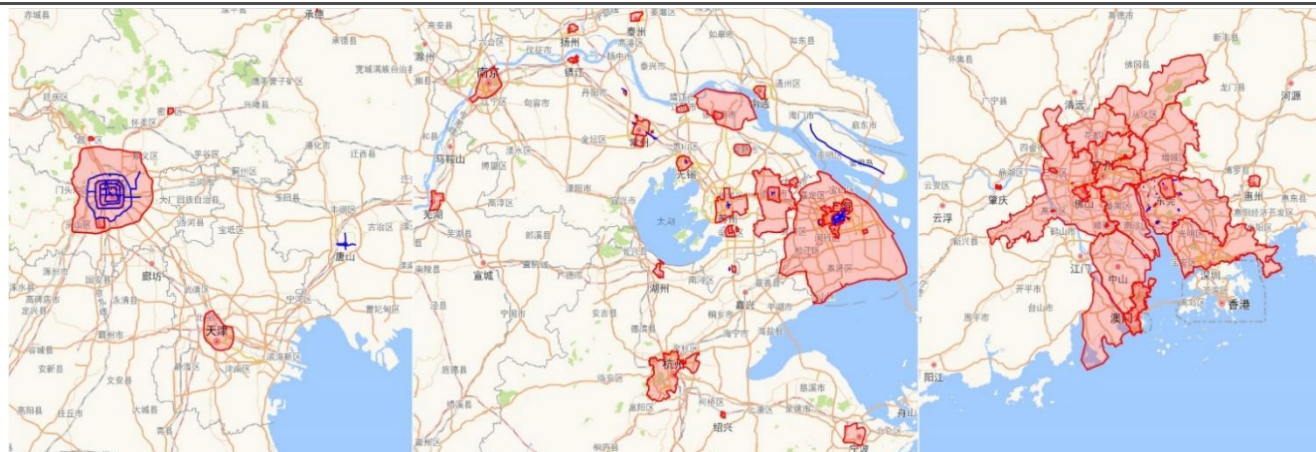
图13：近六年我国两轮燃油摩托车国内销量及增速（万辆；%）



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

禁限摩政策在全国范围内普遍存在。目前，共有近百个城市出台摩托车禁限行政策，对摩托车消费造成抑制。以北京为例，所有摩托车不得驶入二环、三环、四环、五环主路、机场高速等，京 A 牌照摩托车在长安街及周边路段分时段限行，京 B 牌照摩托车不得驶入四环以内道路。

图14：京津冀、长三角及珠三角摩托车禁限行区域



资料来源：摩托范，民生证券研究院

1985 年起，我国实行严格的“禁摩令”政策，在政策引导下，摩托车管理逐步向规范化、高效率发展。近年来，我国禁摩、限摩政策趋于放宽，自 2017 年西安解除禁摩令，多座城市颁布相关政策，以管代禁，放宽对禁摩、限摩的监管或将成为未来发展新趋势。

表1：近年来禁摩政策梳理

时间	发布主体	文件名称	主要内容
2021 年 5 月 8 日	北京市交管局	《关于对摩托车采取交通管理的措施》	京 A 除二、三、四、五环主路、长安街以及有限行标志的路段， 均可骑行 ，可上高速。 京 B 同京 A，但不能进 4 环。外埠牌照，全天禁入六环。
2021 年 7 月 5 日	天津市公安局	《关于确定摩托车禁止通行区域的通告（征求意见稿）》	外环线以内禁摩 ，绝对不给摩托车加油，禁行区低洼点行驶据说一般不会被拦车， 其他地方证照齐全就可以上路。
2021 年 12 月 9 日	石家庄市人民政府	《关于市区道路通行管理的通告》	摩托车 （包括燃油车、电动车、三轮车） 全天限制通行三环路 （含主路、辅路）以内道路。军用、警用、消防用摩托车执行任务时，在确保安全的前提下，不受道路通行限制。福田、罗湖、南山、盐田、宝安、龙岗、龙华、坪山、光明区内的道路，除 107 国道（北起莞深交界处，南至新桥立交）、坪山大道（东起惠深交界处，西至白石路）以外， 其他所有道路每日 0 时至 24 时禁止摩托车行驶。
2021 年 12 月 29 日	深圳市公安局交通警察局	《关于禁止摩托车在我市部分道路行驶的通告（征求意见稿）》	大鹏新区内的道路，除坪西路、鹏飞路、葵鹏路、南西路、海滨路、同富路、坪葵路、盐葵路以外， 其他所有道路每日 0 时至 24 时禁止摩托车行驶。深汕特别合作区内所有道路允许摩托车行驶。
2021 年 12 月 30 日	广州市公安局交通警察局	《关于继续实施限制摩托车行驶措施的通告》	市中心区，广州大学城，广州火车站等区域部分范围内全天 24 小时 禁止摩托车行驶 ；全天 24 小时 禁止外市籍摩托车 在广州市行政区域内行驶，特定时间在划定区域过境通行的除外。
2022 年 7 月 15 日	杭州市公安局	《关于市十二届政协一次会议第 256 号提案的答复函》	继续贯彻杭州市 摩托车、三轮车禁限行政策 ，暂不对“禁摩”政策作出调整。
2022 年 8 月 9 日	呼和浩特市公安局交通管理支队	《关于进一步加强摩托车交通管理的通告》	城区快速路、高架路主路、机场路主路 全天禁止摩托车通行。
2022 年 8 月 15 日	成都市公安局交通管理局	《关于摩托车交通秩序管理的通告》	禁止 三轮摩托车、三轮轻便摩托车以及发动机排量 150 毫升以上的两轮摩托车 （警用、抢险等特种用途摩托车除外）在成都市绕城高速（G4202）以内（含绕城高速）区域的道路上行驶。
2022 年 12 月 23 日	深圳市公安局交通警察局	《关于禁止摩托车在部分道路行驶的通告》	福田、罗湖、南山、盐田、宝安、龙岗、龙华、坪山、光明区内的道路，除 107 国道（北起莞深交界处，南至新桥立交）、坪山大道（东起惠深交界处，西至白石路）以外， 其他所有道路每日 0 时至 24 时禁止摩托车行驶。 大鹏新区内的道路，除坪西路、鹏飞路、葵鹏路、南西路、海滨路、同富路、坪葵路、盐葵路以外， 其他所有道路每日 0 时至 24 时禁止摩托车行驶。
2023 年 12 月 25 日	佛山市人民政府	《关于继续实施加强摩托车管理措施的通告》	在部分区域延续实施摩托车交通管制措施， 全天 24 小时禁止摩托车行驶。 按照“道路交通安全保障工作与经济建设和社会发展相适应”及“区域有别、区别对待”的原则，延续实施现行 摩托车登记政策。
2024 年 1 月 1 日	深圳市公安局交通警察局	《关于继续执行摩托车管理政策的通告》	继续执行现行摩托车管理政策；禁止摩托车在 福田、罗湖、南山、盐田、宝安、龙岗、光明、坪山、龙华、107 国道 等区域通行； 中山大道（深惠路、西至荷坳段）全天禁止摩托车通行；其他所有街道和道路继续执行“禁摩限行”管理措施； 电动三轮车、电动二轮车禁止进入部分区域；电动自行车夜间 0 时至 6 时不得进入限行

区域。

2024年4月 20日	大连市公安局交通警察支队	《关于调整我市主城区交通限制通行措施的公告》	摩托车禁止 在中山区、西岗区、沙河口区和甘井子区（含高新技术产业园区）区域内道路通行（不含悬挂已注册在上述区域的号牌的摩托车）； 悬挂注册在上述区域的号牌的摩托车，禁止在中山路、人民路、人民东路、迎宾路、滨海路（全程）、中山广场、星海广场以及部分城市快速路、隧道、高架立交桥通行。 每日 07:00–21:00，禁止摩托车在以下区域通行：东关大街、东大街、西大街、黄河路、同仁路、昆仑路、共和路、海湖路、湟水路、峡口路的高架桥 湟中路、祁连路、胜利路、时代大道、群星路、羚羊路、五四西路北城七区下穿隧道 凤凰山快速路主线及其连结的各匝道（ 全天候限制 ）
2025年3月 23日	西宁市人民政府	《关于西宁市城区道路和车辆限行管理的通告》	

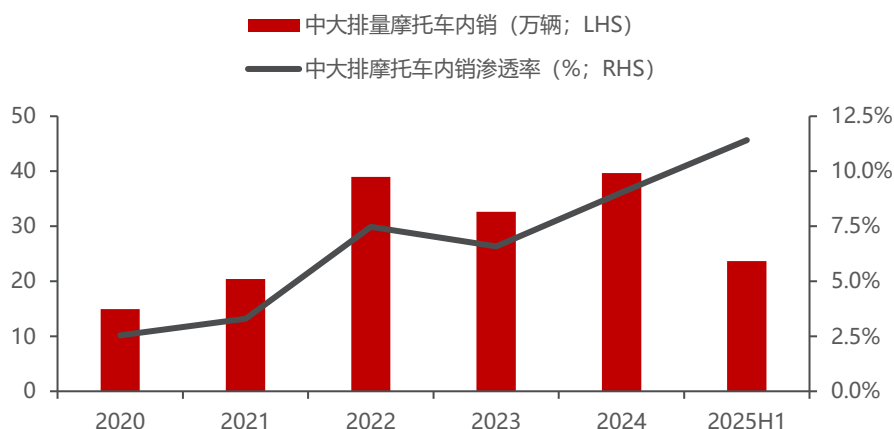
资料来源：各政府官网，民生证券研究院

结构持续升级，消费级大排量摩托车销量持续增长。随着国内经济的增长和消费者购买能力的提升，国内摩托车休闲文化产业逐步形成，以娱乐休闲为主的中大排摩托车市场潜力充足。

国内摩托车市场中，中大排摩托车内销渗透率不足 10%。作为良好的休闲、娱乐的户外运动产品，2020 年以来中大排摩托车需求旺盛，C 端休闲娱乐属性加强，国内摩托车休闲文化产业逐步形成，国内销量与渗透率快速提升，中大排摩托车内销渗透率从 2020 年的 2.5%提升至 2025H1 的 11.4%，增幅明显。

新媒体营销背景下摩旅文化更容易传播，年轻消费群体更容易转化成有效需求群体。首先，随着摩旅文化逐步形成，摩托车从代步属性向休娱属性转移，社交娱乐属性将助推销量增长，摩托车的需求群体会进一步扩大；其次，随着城市拥堵问题日益突出，短途消费理念被消费者接受，摩托车作为代步工具，需求群体未来势必会扩大；最后，差异化年轻属性吸引年轻顾客。以春风、钱江、隆鑫为代表的摩托车车企产品品类覆盖复古、街车、巡航、旅行、仿赛、越野，产品设计年轻化，受到年轻消费者的认可。

图15：2020 年以来中大排摩托车国内销量及增速（万辆；%）



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

2020 年起国产优质供给加速导入，降低国内消费者玩车门槛，推动整体行业加速扩容。我们认为供给端大量国产新车型的投放是中大排摩托车产销规模快速增长的核心驱动因素之一，2017 年 250cc 以上（不含）两轮摩托车销量达 9.3 万辆，同比大幅增长 98.0%，主要是因为 2016H2-2017 年大量新车型上市；此外，2020 年起国产龙头摩企优质供给频出，其中不乏春风 250SR、钱江闪 300 等车型，同时相对外资品牌车型性价比优势明显，进一步降低了中大排摩托车的门槛，促进整体行业加速扩容。

表2：2021 年以来国产龙头摩企主要产品

厂商	车型	分类	上市时间	排量 (cc)	低配售价 (元)
隆鑫无极	300R	街车	2022.01	300	19,000
	525R	街车	2021.09	500	30,980
	CU250	巡航	2024.08	250	16,980
	CU525	巡航	2025.03	500	29,766
	Q250	复古	2023.03	250	17,980
	300AC	复古	2023.03	300	19,980
	500AC	复古	2021.03	500	34,980
	SR150C	踏板	2024.05	150	13,980
	250RR	仿赛	2025.03	250	15,499
	300RR	仿赛	2022.04	300	19,980
	RR500	仿赛	2025.03	500	28,980
	SR250GT	踏板	2025.03	250	15,980
	300GY	探险	2020.08	300	23,666
	DS525X	探险	2025.03	500	31,766
	DS900X	探险	2024.07	900	54,980
春风动力	150NK	街车	2021.12	150	11,980
	250NK	街车	2021.09	250	15,900
	450NK	街车	2023.07	450	27,880
	800NK	街车	2024.04	800	46,980
	250CLC	巡航	2024.05	250	14,980
	450CLC	巡航	2025.03	450	23,980
	1250TRG	巡航	2023.05	1,250	99,980
	250SR	仿赛	2022.07	250	15,980
	450SR	仿赛	2025.03	450	25,980
	500SR VOOM	仿赛	2024.07	500	34,980
	675SR	仿赛	2025.03	675	41,580
	250CLX	复古	2022.02	250	18,980
	700CLX	复古	2022.06	700	45,800
	450MT	拉力	2024.04	450	31,580

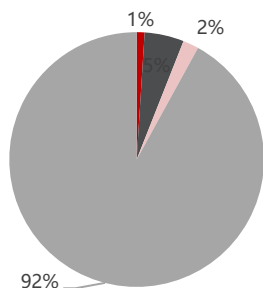
	800MT	拉力	2021.05	800	57,680
	150SC	踏板	2024.07	150	13,580
	ST PAPIO	MINI	2022.1	125	8,980
	XO 狒狒 冒险家	MINI	2023.05	125	9,680
	XO 狒狒 赛车手	MINI	2023.02	125	9,680
钱江摩托	鸿 150	踏板	2025.03	150	12,999
	鸿 250C	踏板	2025.03	250	18,999
	鸿 350	踏板	2022.09	350	36,999
	赛 150	仿赛	2023.06	150	13,999
	赛 250	仿赛	2021.09	250	19,999
	赛 350	仿赛	2021.07	350	28,999
	赛 400	仿赛	2022.04	400	23,999
	赛 450	仿赛	2023.09	450	28,999
	赛 550S	仿赛	2024.02	550	29,999
	赛 600RS	仿赛	2024.09	600	49,999
	赛 800RS	仿赛	2025.04	800	49,999
	赛 921	仿赛	2024.01	820	69,999
	闪 150	巡航	2022.11	150	12,999
	闪 250	巡航	2023.03	151	18,999
	闪 300	巡航	2024.05	300	24,000
	闪 350	巡航	2022.11	350	24,999
	闪 700	巡航	2023.06	700	39,999
	骁 600	探险	2024.02	550	29,999
	骁 650	探险	2023.02	650	45,999
	骁 700S	探险	2024.05	700	38,000
	骁 750	探险	2020.09	750	49,999
	骁 800+	探险	2024.05	800	53,000
	逸 550	复古	2021.09	550	33,999
	追 150	街车	2022.11	150	12,999
	追 350	街车	2020.09	350	26,999
	追 900	街车	2025.04	900	44,999

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

对标海外，主要发达国家和地区 250cc 以上（不含）中大排摩托车销量占比明显高于中国。根据世界摩托制造商协会（IMMA）2012 年数据，北美和欧洲摩托车需求均以中大排车型为主，北美 500cc 以上大排量车型销量占比高达 92%，欧洲 250cc 以上（不含）中大排摩托车销量占比达 52%。**相比发达国家和地区，我国中大排摩托车渗透率还有很大提升空间。**

图16: 北美摩托车分排量销量结构 (2012 年; %)

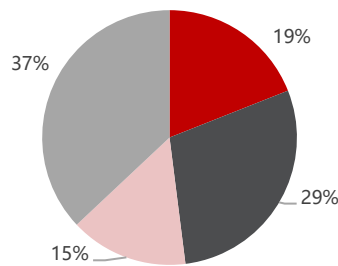
■ 50cc以下 ■ 50cc-250cc ■ 250cc-500cc ■ 500cc以上



资料来源: IMMA, 民生证券研究院

图17: 欧洲摩托车分排量销量结构 (2012 年; %)

■ 50cc以下 ■ 50cc-250cc ■ 250cc-500cc ■ 500cc以上



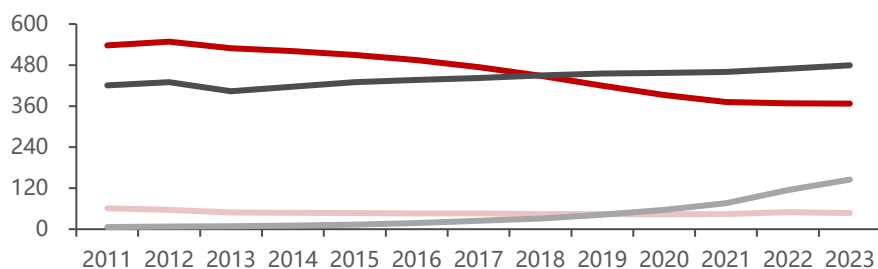
资料来源: IMMA, 民生证券研究院

对比欧美等成熟摩托车市场, 中国中大排摩托车万人人均保有量不足 1/10。

考虑到欧美等摩托车市场相对成熟, 因而本篇报告中我们从中大排摩托车保有量维度进行对比分析。若假设中大排摩托车报废年限 13 年, 则截至 2023 年, 美国、欧洲、日本、中国 250cc+保有量分别 406.2、712.2、46.9 和 145.0 万辆, 万人人均保有量分别 119.5、96.2、39.0、10.3 辆, 中国相较于欧美日等国家/地区仍有显著提升空间。

综合考虑欧美日同中国的地理环境、消费习惯差异, 预计中国中大排摩托车稳定万人人均保有量 40-50 辆相对中性, 对应 500-700 万辆, 相较目前仍有 4-5 倍提升空间。

图18: 美国、欧洲、日本、中国中大排摩托车保有量对比 (万辆)

 — 美国 (600cc+) — 欧洲 (600cc+)
 — 日本 (250cc+) — 中国 (250cc+)


资料来源: 中国摩托车商会, IMMA, 民生证券研究院

表3: 美国、欧洲、日本、中国 250cc+中大排摩托车万人人均保有量对比

	2023 年 250cc+保有量 (万辆)	2023 年人口 (亿)	2023 年万人人均保有量 (辆)
美国	406.2	3.4	119.5
欧洲	712.2	7.4	96.2
日本	46.9	1.3	39.0
中国	145.0	14.1	10.3

资料来源: 中国摩托车商会, IMMA, 民生证券研究院

3.1.2 三强格局相对稳固 自主摩企加速向上

中大排摩托车行业内销市场集中度逐步提升。2022-2024 国内 250cc+中大排摩托车行业 CR3 分别 42.1%、45.1%、56.5%，中大排摩托车行业内销集中度持续提升，侧面体现消费者成熟化及对产品品控等内在关注，其中头部品牌相对占优，主要玩家大体可分为三类：

1) 自主品牌：其中第一梯队包括春风动力、钱江摩托及隆鑫通用，市占率稳居前三，三家企业 2024 年中大排摩托车内销市占率分别为 20.8%、21.4%和 14.3%；第二梯队包括重庆鑫源、西藏新珠峰（凯越）、常州光阳、厦门厦杏、广东大冶（升仕）等，市占率低于 10.0%；

2) 合资品牌：包括五羊本田、新大洲本田及豪爵铃木等。其中五本、新本均为本田国内合资公司，2021H1 开始国产导入中排车型，2021 年市占率分别为 11.8%和 10.0%，合计 21.8%，但近年来春风动力、隆鑫通用等自主品牌快速崛起，合资品牌市占率下降至 20%以下；

3) 进口品牌：主要包括日系川崎、雅马哈，美系哈雷，欧系宝马、杜卡迪等厂商，通过大贸店形式进行销售，目前同自主尚不构成显著竞争关系。

表4：2020-2024 年国内中大排摩托车市占率变化（%）

公司	2021	2022	2023	2024	2025H1
春风动力	7.2%	6.4%	11.8%	20.8%	25.6%
钱江摩托	22.9%	26.8%	22.7%	21.4%	18.6%
隆鑫通用	14.0%	5.5%	10.6%	14.3%	11.0%
五羊本田	11.8%	8.1%	5.4%	3.7%	2.6%
新大洲本田	10.0%	7.2%	5.8%	2.8%	2.0%
其他	34.1%	46.0%	43.8%	38.4%	40.3%

资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

中大排摩托车考验摩企综合竞争能力，具体包括品牌、技术开发（含发动机、车架等）、设计制造、渠道、营销等五大范畴：

1) 品牌：中大排摩托车拥有较强玩乐、社交属性，类似越野汽车，更易形成圈层文化，消费群体对品牌重视程度较汽车更甚；

2) 技术开发：尤其体现在动力总成技术能力，车用发动机虽原理普通，但制造技术难度高，需要经过长期而复杂的经验和技术积累；

3) 设计制造：主要体现在外观设计、品质控制两方面，均为消费者购车的重要决定因素；

4) 渠道：现阶段中大排摩托车销售仍以经销模式为主，广泛且全面的渠道网络是触达潜在消费群体的重要保障；

5) 营销：头部摩企线上通过新媒体传播引流，线下通过举办新品试驾会、

交车仪式、训练营、赛道体验等活动提升品牌知名度。

表5：国内主要中高端摩托车生产企业品牌力、动力总成技术、整车设计能力比较

能力分类	隆鑫无极	春风动力	钱江摩托	豪爵铃木	五本&新本
品牌力	代工宝马发动机+踏板车，海外一线品牌背书生产工艺	2014 年入选国宾车，自主龙头地位得到认可；2017 年与 KTM 合资	2005 年收购意大利品牌贝纳利，海外 1.5 线品牌加持	一线日系品牌	一线日系品牌
动力总成技术	主要覆盖 200/250/500/650/900cc，部分车型依托宝马发动机平台	逐步完善，包括 250/450/650/700cc，借力 KTM 推出 800/1,250cc	品类最丰富，主要覆盖 250/350/500/600/750/900/1,200cc 车型	主要覆盖 250/300/650/800/1,050cc 等车型	300/400c 车型相对较多，CB400 系列为主力车型
整车设计能力	擅长街车、复古街车及探险车	街车起家，2020 年起拓展至仿赛、巡航、探险、踏板	街车、复古街车、探险车、仿赛、踏板全线布局	250cc 已布局街车、仿赛、探险车	中排车型 2021 年起 CKD 组装
渠道布局	无极渠道快速扩张，2023 年无代理商，CFMOTO 专营店占比高	店占比高	QJMOTOR 内销重新招商，出海自建渠道	依托通路车渠道	依托通路车渠道，现拓展中排量渠道

资料来源：各公司官网，各公司年报，民生证券研究院

自主龙头摩企优势明显，市场份额有望进一步提升。目前春风、钱江、隆鑫三强格局相对稳固，自主品牌竞争优势明显，近年来消费者愈发成熟化，对产品品控等内在关注更加重视，我们认为以春风、钱江、隆鑫为代表的自主龙头摩企，有望凭借对国内消费者喜好更敏锐的洞察力、对产品属性更深刻的理解、较外资品牌更优的产品力和性价比优势，持续抢占市场份额。

新媒体营销背景下摩旅文化更容易传播，年轻消费群体更容易转化成有效需求群体。首先，随着摩旅文化逐步形成，摩托车从代步属性向休闲娱乐属性转移，社交娱乐属性将助推销量增长，摩托车的需求群体会进一步扩大；其次，随着城市拥堵问题日益突出，短途消费理念被消费者接受，摩托车作为代步工具，需求群体未来势必会扩大；最后，差异化年轻属性吸引年轻顾客。以春风、钱江、隆鑫为代表的摩托车车企产品品类覆盖复古、街车、巡航、旅行、仿赛、越野，产品设计年轻化，受到年轻消费者的认可。

综合来看：中大排摩托车（>250cc）动力、操控性能优异，是良好的休闲娱乐工具，已逐渐成长为引领摩托车市场发展的新兴增长极。对标海外，我国中大排摩托车渗透率/人均保有量数据与发达国家均存在 5 倍以上差距，**我们认为中大排摩托车内销渗透率仍有 4-5 倍提升空间。**

预计 2025 年中大排摩托车内销超 50 万辆，同比增长 25.7%。考虑到汽车及电动两轮车对于燃油摩托车的替代效应边际减弱，预计 2025 国内燃油摩托车销量为 440 万辆，分别同比-4.3%。预计 2025 年中大排内销渗透率增长至 12.0%，对应内销销量为 52.8 万辆，分别同比+25.7%。

表6：国内燃油摩托车与中大排摩托车销量预测（万辆；%）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
中大排摩托车内销（万辆）	14.9	20.4	39.0	32.6	39.7	52.8
YoY（%）		36.7%	90.8%	-16.2%	28.7%	25.7%
国内燃油摩托车内销（万辆）	587.5	618.9	521.3	495.1	441.0	440.0

YoY (%)		5.3%	-15.8%	-5.0%	-7.1%	-4.3%
中大排摩托车内销渗透率	2.5%	3.3%	7.5%	6.6%	9.0%	12.0%
YoY (pcts)		0.8%	4.2%	-0.9%	2.5%	2.9%

资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院预测

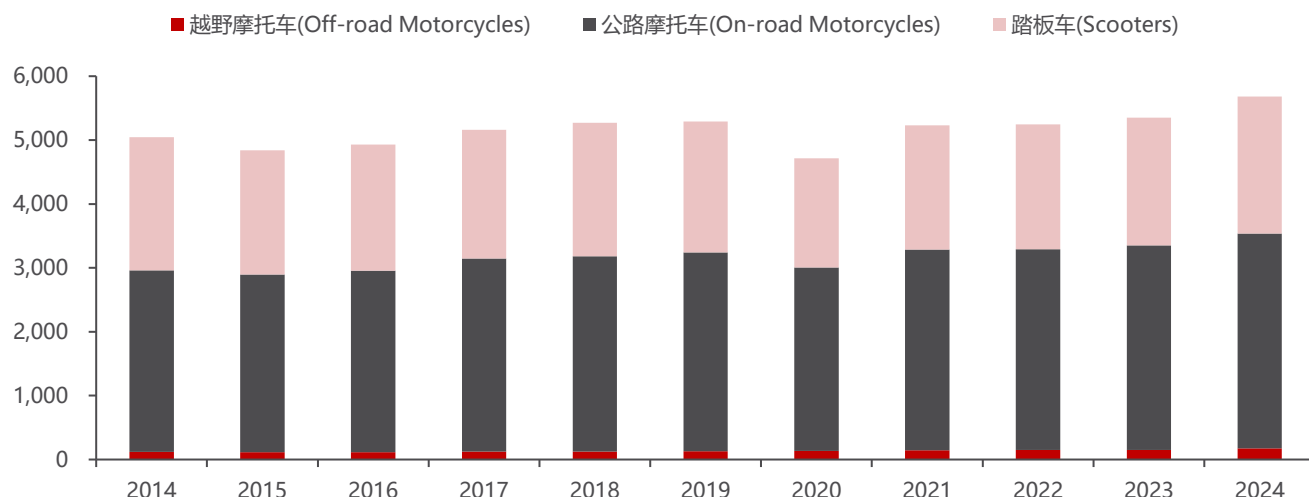
3.2 行业出口：中大排出海元年 自主摩企百花齐放

3.2.1 空间：海外数倍于国内 欧美与新兴市场兼备潜力

全球摩托车市场容量约为 5,000 万辆，公路摩托车和踏板车占据主要份额。

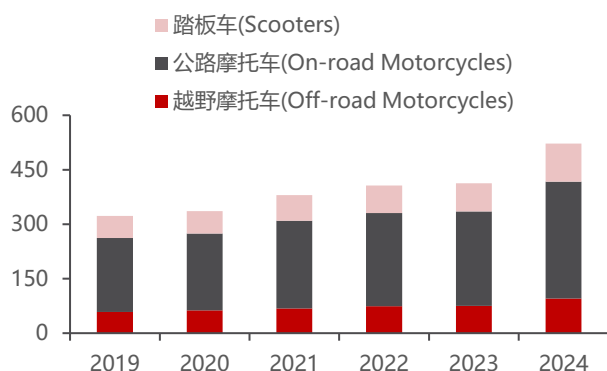
近十年，全球摩托车市场容量相对稳定，始终维持在 5,000 万辆左右。2024 年全球摩托车总销量为 5,684.0 万辆，同比+6.2%，其中公路摩托车销量 3,362.0 万辆，同比+5.0%，占总销量比例为 59.1%；踏板车销量 2,146.0 万辆，同比+7.2%，占总销量比例为 37.8%；越野摩托车销量为 176.0 万辆，同比+16.6%。

图19：全球摩托车分类型销量（万辆）

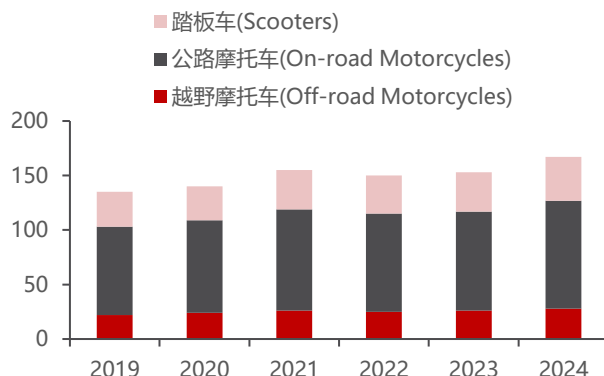


资料来源：Statista，民生证券研究院

美洲与欧洲摩托车市场温和增长，市场需求稳定向上。根据 Statista 数据显示，美洲摩托车市场近年来温和增长，总销量从 2019 年的 323 万辆增长至 2024 年的 522 万辆，CAGR 为 8.3%；其中，北美市场年均销量 60-80 万辆，相对稳定；拉美与南美市场近年来依托于巴西、墨西哥、哥伦比亚地区的需求扩容，整体市场迎来一定扩容；欧洲市场（不包含土耳其）近年来摩托车销量相对稳定，2024 年实现摩托车销量 167.0 万辆，同比+9.9%。

图20：美洲摩托车分类型销量（万辆）


资料来源：Statista，民生证券研究院

图21：欧洲摩托车分类型销量（万辆）


资料来源：Statista，民生证券研究院

分国家/地区来看，以土耳其为代表的新兴市场增速较快。不同国家/地区摩托车市场销量变化趋势不一，其中部分发展中国家近年来需求旺盛，如土耳其市场近年来受货币贬值影响，出现一定消费降级情况，部分汽车购买需求降级至摩托车领域，驱动整体市场快速扩容；印度、巴西等国家/地区近年来经济发展良好，摩托车作为重要的生产、代步工具，需求旺盛。

表7：海外重点国家/地区摩托车销量与增速（辆；%）

国家/地区	2024 年销量（万辆）	同比增速（%）	2023 年销量（万辆）	同比增速（%）
印度	2,050	20.6%	1,760	
印度尼西亚	650	2.2%	640	20.1%
越南	290	4.9%	278	-18.1%
菲律宾	167	0.8%	166	
泰国	170	2.0%	167	
巴西	183	16.5%	157	21.3%
墨西哥	150	9.8%	136	
巴基斯坦	130	18.4%	110	
土耳其	116	68.1%	69	123.0%
哥伦比亚	76	12.0%	68	-17.0%
中国台湾	67	-19.8%	87	14.8%
马来西亚	57	-19.9%	62	-11.9%

资料来源：MCD，民生证券研究院

海外中大排摩托车市场空间广阔。我们根据海外不同国家/地区摩托车销量以及 250cc+大排量摩托车（不含 250cc）渗透率的假设，测算海外市场中大排摩托车行业空间，不同国家/地区 250cc+摩托车渗透率假设参考以下三个方面：

1) 欧美日：根据 IMMA 相关数据，欧美中大排摩托车占据当地主流地位，其中美国市场渗透率约为 95%，欧洲市场渗透率约为 60%；日本市场中，根据日本汽车工业协会数据，2023 年日本中大排摩托车渗透率占比约为 30%；

2) 土耳其、墨西哥等新兴市场：此类区域并非传统中大排摩托车销量强势区域，但近年来随着不同事件的催化（如土耳其货币贬值；墨西哥经济发展提速），叠加以中国龙头摩企的优质供给导入，导致相关市场中大排摩托车市场快速扩容，

假设其渗透率位于 10%-20%之间;

3) 东南亚、印度等区域: 此类区域摩托车销量基数极大, 常年被日系品牌垄断, 基本用于出行代步的小排量车型需求较多, 中大排车型需求较少, 根据 IMMA 相关数据, 我们假设该区域中大排摩托车渗透率约为 2-5%。

根据上述假设, 我们测算得 2024 年海外重点地区中大排摩托车 (> 250cc) 市场空间约为 369 万辆, 为国内 2024 年销量 (39 万辆) 的 9 倍以上, 空间广阔。

此外, 该口径下的行业空间仅局限于 250cc 以上车型, 不包含 250cc 系列 (实际排量约为 248cc), 若考虑 250cc 系列相关车型, 参考国内大于 250cc 与 250cc 系列的比例 (2024 年约为 2: 1), 则预计海外中大排市场空间可扩充至 550 万辆左右。

表8: 海外 250cc+中大排摩托车市场空间测算 (万辆; %)

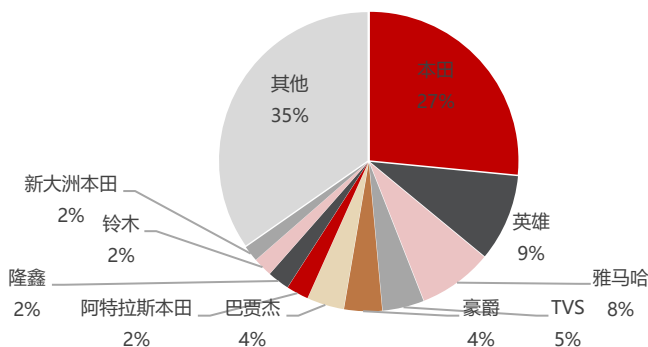
区域	2024 年摩托车销量 (万辆)	250cc+渗透率假设 (%)	250cc+行业空间 (万辆)
美国	60	95%	57
欧洲	155	60%	93
日本	40	30%	12
土耳其	116	20%	23.2
墨西哥+哥伦比亚	210	10%	21
南美洲	200	7%	14
东南亚	1,500	5%	75
印度地区	1,760	3%	52.8
其他地区	1,050	2%	21
合计	5,091	7%	369

资料来源: MCD, IMMA, 民生证券研究院测算

3.2.2 格局: 一超多强 日系占据半壁江山

全球整体摩托车行业竞争格局为一超多强, 日系品牌占据主导地位。全球摩托车行业的主要参与者为本田、雅马哈、川崎、铃木、哈雷等老牌国际摩托车厂商, 这些国际摩托车厂商起步较早, 具有先发优势, 品牌与技术较为领先。从销售规模来看, 2024 年全球摩托车行业龙头为本田, 市场份额约 27%左右 (含本田合资品牌); 第二为印度品牌英雄 (Hero), 市场份额在 9%左右; 第三为日系品牌雅马哈, 市场份额约为 8%。其他参与者哈雷、川崎、宝马、隆鑫等市场份额集中在 2%~4%左右。

图22：全球摩托车市场竞争格局（2024 年；%）



资料来源：Statista，民生证券研究院

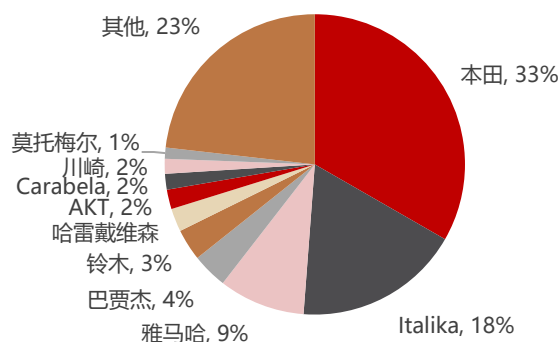
表9：全球摩托车市场主要厂商

企业	系别	成立时间	2024 年销量（万辆）	企业简介
本田	日系	1948	1,876	本田技研工业株式会社是一家总部位于日本的跨国公司，以生产摩托车、汽车和 Power Products 等产品而闻名。本田是世界上最大的摩托车制造商之一，同时也在汽车产量和规模方面位列世界十大厂家之一
雅马哈	日系	1955	483	雅马哈发动机株式会社（Yamaha Motor Co., Ltd.）是一家日本公司，生产摩托车、船外机、全地形车等休闲车辆。雅马哈以其高性能赛车和多样化的产品线著称。雅马哈发动机株式会社的前身是日本乐器制造株式会社的摩托车制造部门，1955 年独立成立
川崎	日系	1878	48	川崎是一家跨国重工业公司，业务涵盖航空、航天、造船、铁路、发动机、摩托车等多个领域。川崎摩托车以其高性能和创新技术闻名，特别是在运动摩托车和赛车领域享有盛誉
哈雷	美系	1903	16	哈雷戴维森（Harley-Davidson）是哈雷戴维森贸易有限公司生产的摩托车品牌，创办于 1903 年，旗下拥有 Touring、Softail®、Dyna®和 Sportster®系列。其摩托车产品包括重型街车、旅行车和定制改装车，并通过全球 1,300 多家授权经销商销售，同时提供丰富的零部件、配件以及摩托车服饰等多样化商品
英雄	印度系	1984	560	Hero MotoCorp Ltd 在印度摩托车市场占有领先地位，结束了与本田的合资关系后，其摩托车产品得以拓展到印度以外的市场。公司以其强大的生产规模和广泛的产品线而闻名，年产销规模在全球摩托车行业中名列前茅。Hero MotoCorp 的产品包括 CD100、CBZ 等型号，并且在 2010 年合资结束后继续发展，年产量达到 760 万辆
宝马	德系	1923	21	宝马摩托车（BMW Motorrad）是宝马集团（Bayerische Motoren Werke AG）的一部分，宝马在 1923 年开始生产摩托车，经典的双缸对置式发动机结构被沿用，流线型设计、安全和排放技术创新引领行业标准。BMW 摩托车越野车型：越野车、街道车、旅行车、运动车、警用车，包括 F 系列、R 系列和 K 系列，其中 F 系列配备的是单汽缸发动机，R 系列配备水平对置双汽缸发动机，K 系列则是四汽缸发动机
铃木	日系	1920	190	铃木公司以生产小型轿车和轻型越野车为主，同时也生产整装外销发动机。其产品已销往世界 127 个国家和地区。铃木汽车公司在国际市场上生产和销售汽车、摩托车、船舶和动力产品，提供全地形车辆、微型车辆、小型车辆、标准尺寸车辆、舷外发动机、雪地车发动机、电动高级车辆和房车，以及电动轮椅、工业设备等

资料来源：各公司年报，民生证券研究院

美洲摩托车市场日系占比较大。美洲市场中，北美市场以中大排摩托车为主，Italika、本田、哈雷等品牌占据较强地位；拉美市场中以代步需求为主，日系本田、雅马哈合计占据过半份额。此外哈雷、AKT、Carabela、川崎、莫托梅尔合计占据美洲市场一成份额。

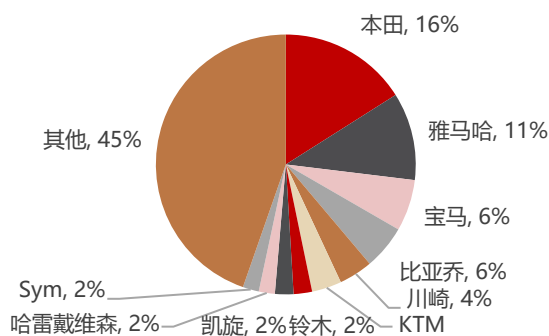
图23：美洲摩托车市场竞争格局（2024 年；%）



资料来源：Statista，民生证券研究院

欧洲摩托车市场格局相对分散，日系与欧系品牌共同主导市场。欧洲国家众多，且摩托车排量段分布均匀，参与玩家众多。四大日系品牌（本田、雅马哈、川崎、铃木）占据约三成份额；豪华品牌宝马、意大利品牌比亚乔、奥地利品牌KTM、英伦品牌凯旋紧随其后。

图24：欧洲摩托车市场竞争格局（2024 年；%）

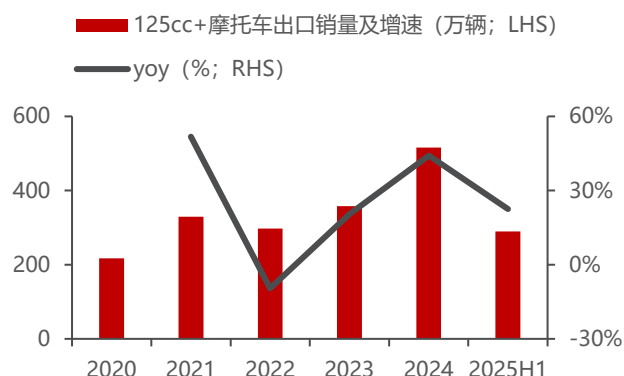


资料来源：Statista，民生证券研究院

3.2.3 现状：出海提速 头部企业占优

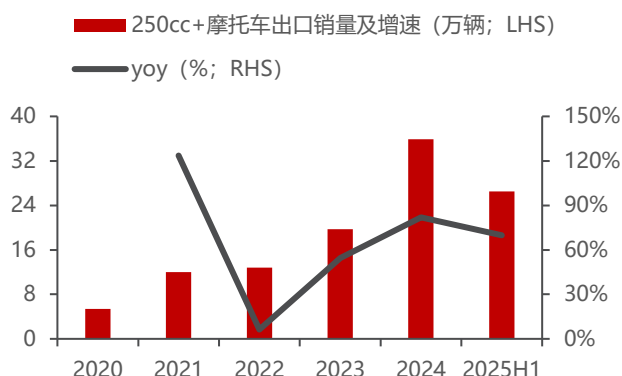
总量：2024 年起中大排摩托车（>250cc）出口显著进入提速阶段，2025 年 1-6 月销量同比+69.9%。据中国摩托车商会数据，2024 年 250cc+摩托车出口 35.9 万辆，同比+81.9%，2025 年 1-6 月出口 7.6 万辆，同比增长 69.9%，显著提速；125cc+摩托车出口表现亦亮眼，2024 年出口 521.4 万辆，同比+45.6%，2025 年 1-6 月出口 290.0 万辆，同比+22.5%。

图25: 125cc+摩托车出口销量及增速 (万辆; %)



资料来源: 中国摩托车商会, 民生证券研究院

图26: 250cc+摩托车出口销量及增速 (万辆; %)



资料来源: 中国摩托车商会, 民生证券研究院

格局: 2025 年 1-6 月 250cc+出口销量前三名分别为春风、钱江、隆鑫, CR3 国内市占率合计为 43.2%。2023 年起国内自主龙头摩企加速海外业务产品导入与渠道建设, 2024 年进入加速期, 春风、钱江、隆鑫份额居前, 三强格局相对稳定。

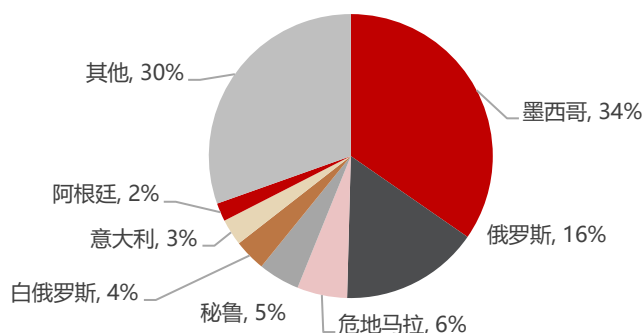
表10: 250cc+中大排摩托车出口格局 (%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
春风动力	9.1%	14.8%	24.9%	20.7%	19.8%	18.0%
钱江摩托	29.0%	29.4%	28.2%	16.3%	16.8%	11.7%
隆鑫通用	15.2%	26.5%	21.6%	20.7%	14.2%	16.1%
其他	47%	29%	25%	42%	49%	54%

资料来源: 中国摩托车商会, 民生证券研究院

出口区域来看, 250cc+中大排摩托车出口主要区域为拉美及欧洲。根据海关总署数据, 2024 年 250cc+中大排摩托车出口区域中, 墨西哥约占 34%, 俄罗斯约占 16%, 此外其他欧洲国家也有少量份额。

图27: 中国 250cc+摩托车出口区域分布 (2024 年; %)

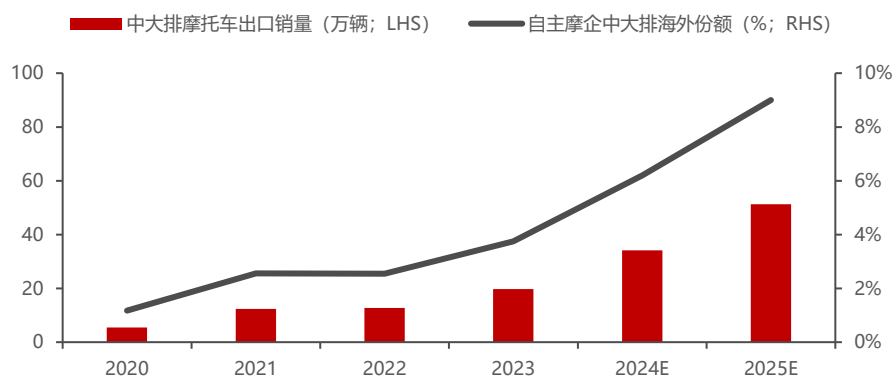


资料来源: 海关总署, 民生证券研究院

预计 2025 年中大排摩托车出口超 50 万辆, 同比+50.4%, 海外份额为 9%。考虑到自主摩企车型竞争力日益增强, 同时加速海外布局, 预计中大排行业出口增速仍将维持较高增速。预计 2025 海外中大排摩托车空间为 570 万辆, 同比

+3.6%;预计 2025 年中大排出口海外市场份额增长至 9.0%,对应销量分别为 51.3 万辆, 同比+50.4%。

图28：中大排摩托车出口销量及海外份额预测（万辆；%）



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院预测

表11：中大排摩托车出口销量及海外份额预测（万辆；%）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
海外中大排摩托车行业空间（万辆）	460.0	480.0	500.0	525.0	550.0	570.0
YoY (%)		4.3%	4.2%	5.0%	4.8%	3.6%
中大排摩托车出口销量（万辆）	5.4	12.3	12.7	19.7	34.1	51.3
YoY (%)		127.8%	3.3%	55.1%	73.1%	50.4%
自主车企中大排海外份额（%）	1.2%	2.6%	2.5%	3.8%	6.2%	9.0%
YoY (pcts)		1.4%	0.0%	1.2%	2.4%	2.8%

资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院预测

3.3 小结

1) **摩托车内销**: 中大排摩托车 (> 250cc) 动力、操控性能优异, 是良好的休闲、娱乐工具, 已逐渐成长为引领摩托车市场发展的新兴增长极。对标海外, 我国中大排摩托车渗透率/人均保有量数据与发达国家均存在 5 倍以上差距, 我们认为中大排摩托车内销渗透率仍有 4-5 倍提升空间。

预计 2025 年中大排摩托车内销超 50 万辆, 同比增长 25.7%。考虑到汽车及电动两轮车对于燃油摩托车的替代效应边际减弱, 预计 2025 国内燃油摩托车销量为 440 万辆, 分别同比-4.3%。预计 2025 年中大排内销渗透率增长至 12.0%, 对应内销销量为 52.8 万辆, 分别同比+25.7%。

目前春风、钱江、隆鑫三强格局相对稳固, 自主品牌竞争优势明显, 近年来消费者愈发成熟化, 对产品品控等内在关注更加重视, 我们认为以公司为代表的自主龙头摩企, 有望凭借对国内消费者喜好更敏锐的洞察力、对产品属性更深刻的理解、较外资品牌更优的产品力和性价比优势, 持续抢占市场份额。

2) **摩托车出口**: 我们测算得 2024 年海外重点地区中大排摩托车 (> 250cc) 市场空间约为 369 万辆, 为国内 2024 年销量 (39 万辆) 的 9 倍, 空间广阔。

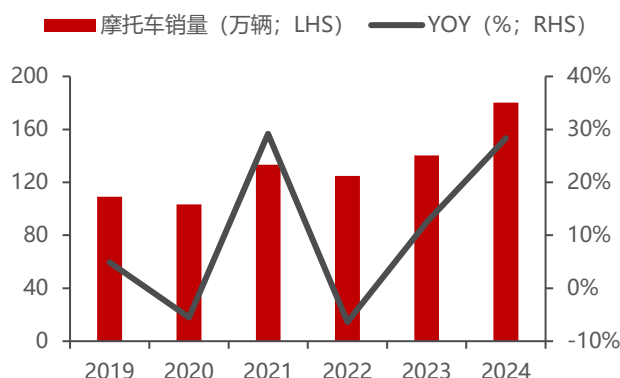
此外, 该口径下的行业空间仅局限于 250cc 以上车型, 不包含 250cc 系列 (实际排量约为 248cc), 若考虑 250cc 系列相关车型, 参考国内大于 250cc 与 250cc 系列的比例 (2024 年约为 2: 1), 则预计海外中大排市场空间可扩充至 550 万辆左右。

欧美中大排量销量相对稳定, 土耳其、南美洲等区域以发展中国家居多, 近年来以 250cc 系列为代表的入门级中大排量销量持续增长。**预计 2025 年中大排摩托车出口超 50 万辆, 同比+50.4%, 海外份额为 9%**。考虑到自主摩企车型竞争力日益增强, 同时加速海外布局, 预计中大排行业出口增速仍将维持较高增速。预计 2025 海外中大排摩托车空间为 570 万辆, 同比+3.6%; 预计 2025 年中大排出口海外市场份额增长至 9.0%, 对应销量分别为 51.3 万辆, 同比+50.4%。

4 公司：无极机车乘势而上 内外共振加速成长

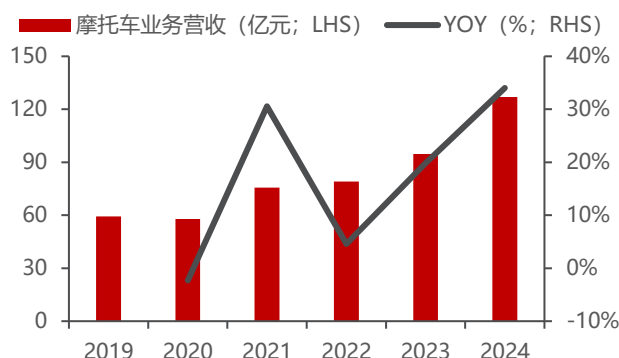
公司为国内摩托车行业领先企业，2024 年出口位居行业第一。近五年公司摩托车销量虽有波动，但整体呈现上升趋势，2024 年摩托车销量达到 180.2 万辆，同比+28.4%；其中，摩托车出口销量超 150 万辆，位居行业头名；同时，公司摩托车业务营收连续四年实现正增长，2024 年摩托车业务营收为 126.9 亿元，同比+34.0%，创历史新高。

图29：公司摩托车销量及增速（万辆；%）



资料来源：隆鑫通用年报，民生证券研究院

图30：公司摩托车营收及增速（亿元；%）



资料来源：隆鑫通用年报，民生证券研究院

多品牌齐驱，无极定位高端。公司秉承“低碳动力、智慧产品领先品牌”的发展愿景，大力推进自主品牌的推广建设，打造形成差异化定位的三大自主品牌-无极 VOGUE 高端摩托车、隆鑫 LONCIN 非道路运动机车、茵末 BICOSE 高端电摩。

VOGUE 聚焦高端品牌，联合国际设计资源打造创新车型，强化用户运营，提升品牌溢价能力。LONCIN 深耕非道路越野市场，坚持“越野、性能、耐用”价值主张，构建全场景产品矩阵；BICOSE 聚焦 AI 和智能化，打造高端智能机器人摩托车领先品牌。

图31：公司聚焦多品牌齐驱，无极品牌定位高端



资料来源：公司年报，民生证券研究院

4.1 无极品牌：定位高端乘势而上 立足欧洲迈向全球

4.1.1 实力强劲爆品频出 巡航踏板龙头地位稳固

无极品牌（隆鑫通用无极品牌，下同）定位自主高端中大排摩托车品牌，主要面向休闲娱乐摩托车市场，成功打造 CU525、DS525X、SR250GT 等多款爆品，产品矩阵持续丰富。

2024 年公司爆品产品持续热销，SR250GT 上市引发轰动，重新定义休闲运动踏板市场；CU525 持续热销，产品生命周期管理效果显著，已奠定同级别巡航车王者地位；DS900X 全年销量破万台，在国内 800cc 以上摩托车出口总量占比超 95%，获得欧洲消费者高度认可。

公司坚持“以消费者真实需求为中心”的研发理念，率先开展国内首个摩托车水管理风洞试验，掌握车身淋雨、轮胎甩水等正向控制方法；成功开发小负荷动力平顺线性控制专利技术，确保小油门下动力输出平顺；自主研发主动热舒适性系统，有效解决巡航车“烤大腿”痛点，显著提升热舒适核心竞争力。

图32：无极品牌跨骑车型产品图谱（2024）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

2024 年公司推出 CU250、RR660S 等多款战略新品。CU250 为公司首款搭载 V 型双缸动力的复古巡航机车；RR660S 仿赛车型搭载公司自研的直列四缸动力，运用可变排气技术，为消费者带来独家可变声浪体验，满足消费者个性化需求，进一步完善公司全品类全排量段产品矩阵，持续增强无极品牌市场竞争力。

2025 年初，“极屿 OS”系统与 DeepSeek 深度融合，升级 AI 骑行助理，全面提升智能化骑行体验；同时，构建行业领先的 ABS 标定技术与自主调校团队，通过反复试验将制动系统稳定性提升约 10%，增强产品安全性能。

图33：无极品牌踏板车型产品图谱（2024）

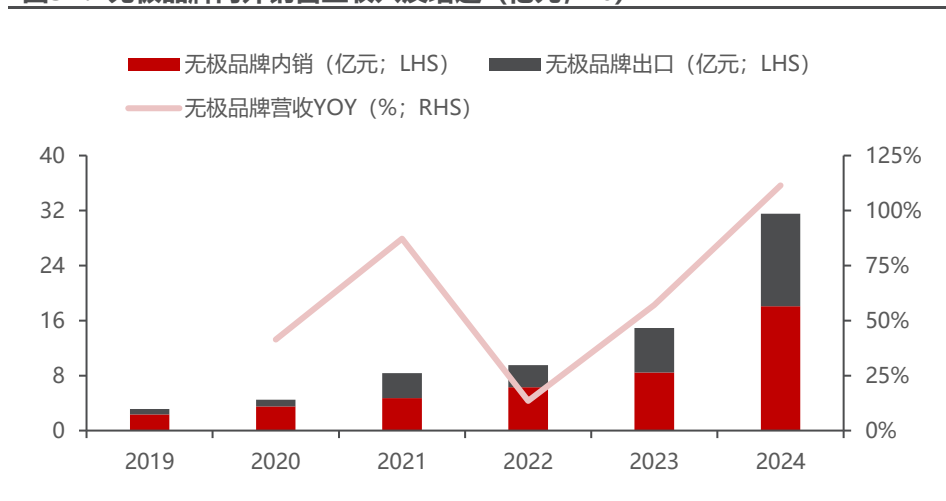


资料来源：公司年报，民生证券研究院

2025 年，公司将聚焦仿赛、巡航等新品在内销市场的推广，预计无极品牌将推出 RR500S、CU625 等新品，卡位主流赛道主流排量段，月销量有望再上新台阶。

无极品牌营收快速增长，近五年 CAGR 达 47.8%，构建第二增长曲线。2024 年无极品牌实现销售收入 31.5 亿元，同比增长 111.4%，收入占摩托车业务比重提升至 24.8%。

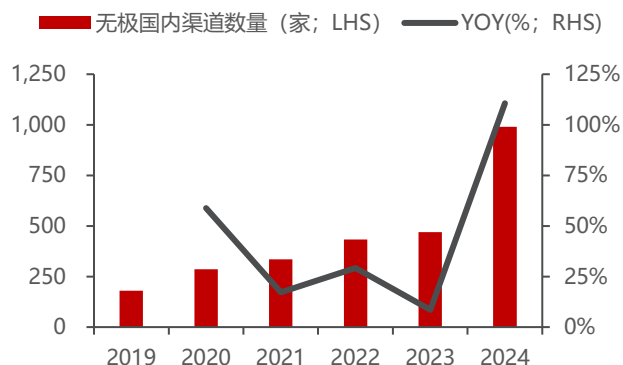
图34：无极品牌内外销营业收入及增速（亿元；%）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

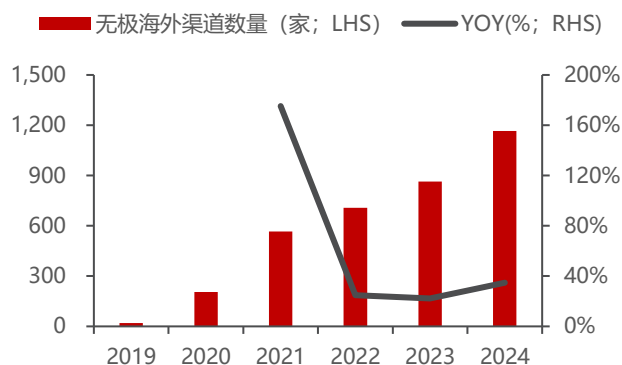
无极品牌渠道持续扩张，海外发展提速。无极品牌持续拓展全球渠道，国内市场 2024 年新增形象店 520 家，渠道质量提升效果显著；国外市场渠道数量为 1165 家，其中在欧洲近 880 家，基本实现欧洲全覆盖，在意大利、西班牙等市场已形成较高的品牌知名度，为无极销量持续增长奠定坚实基础。

图35：无极品牌国内渠道数量及增速（家；%）



资料来源：隆鑫通用年报，民生证券研究院

图36：无极品牌海外渠道数量及增速（家；%）

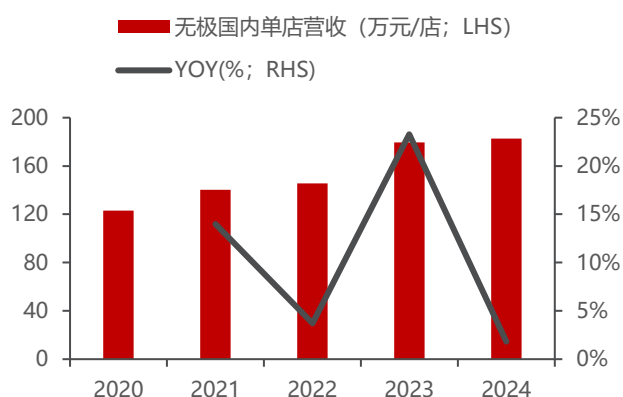


资料来源：隆鑫通用年报，民生证券研究院

全球单店营收持续向好，单店效率持续提升。无极品牌国内单店营收连续 5 年正增长，其中，2024 年单店营收达 182.6 万元，同比增长达 1.8%；海外单店营收整体也呈现增长态势，2024 年海外单店营收为 115.5 万元，同比增长 53.8%。无极品牌在注重渠道数量增加的同时，亦注重渠道效率和质量的提升。

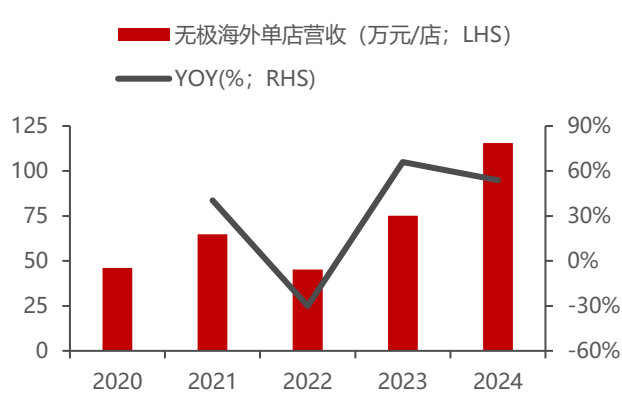
公司以无极品牌为核心，构建了数字化营销平台，融合自媒体、KOL、核心用户三位一体的矩阵式品牌维护体系，通过线上引流+线下深度体验活动，触达核心用户群体，同时整合、优化国内渠道资源，优化店型结构，提升门店效率；持续提升售前、售后服务水平，强化用户体验。

图37：无极品牌国内单店营收及增速（万元/店；%）



资料来源：隆鑫通用年报，民生证券研究院

图38：无极品牌海外单店营收及增速（万元/店；%）



资料来源：隆鑫通用年报，民生证券研究院

无极品牌细分市场多元发展，中大排踏板摩托车市场份额稳居头名。在 2024 年中大排摩托车细分市场中，无极品牌在巡航车市场以 3.5 万辆销量占据 20% 份额，位居第三，表现稳健；而在踏板车领域，以 3.3 万辆销量占据 38% 份额，处于绝对领先；仿赛市场以 0.3 万辆的销量和 2% 的份额排名相对靠后，体现出品牌鲜明的布局方向。

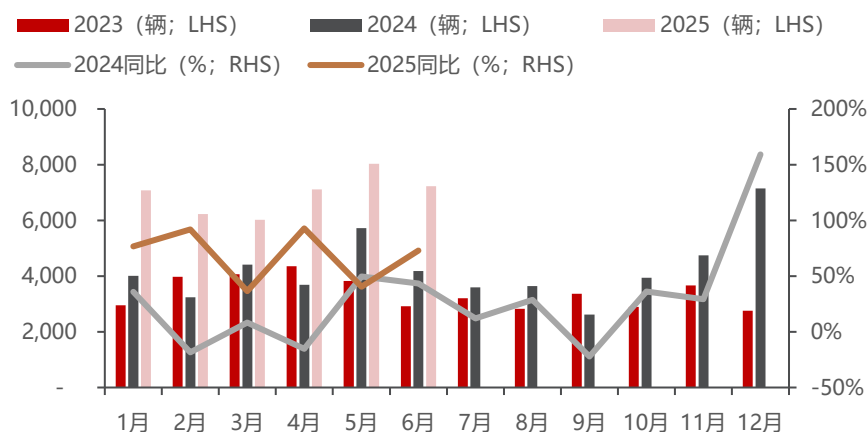
表12：2024 年无极品牌细分市场国内销量与份额（>250cc）（辆；%）

巡航车市场			仿赛车市场			踏板车市场		
品牌	销量（辆）	市场份额（%）	品牌	销量（辆）	市场份额（%）	品牌	销量（辆）	市场份额（%）
奔达牌	51,671	30%	春风牌	62,028	44%	无极牌	32,595	38%
钱江牌	36,095	21%	钱江牌	33,524	24%	钱江牌	10,862	13%
无极牌	34,986	20%	铃木牌	20,542	15%	光阳牌	20,942	25%
春风牌	29,181	17%	珠峰牌	19,225	14%	本田牌	9,882	12%
豪爵牌	14,052	8%	无极牌	3,045	2%			
本田牌	2,878	2%	本田牌	2,999	2%			
总计	172,918	100%	总计	141,363	100%	合计	85,429	100%

资料来源：交强险，民生证券研究院

4.1.2 聚焦欧洲闪耀西意 海外市场加速突围

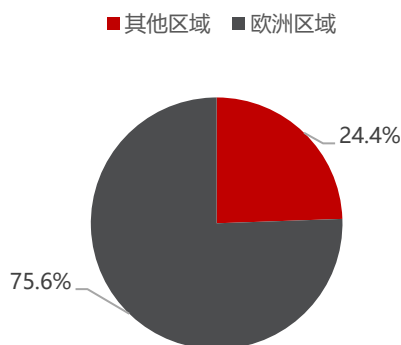
公司中大排摩托车出海提速，无极品牌或贡献主要力量。无极品牌定位自主高端中大排摩托车品牌，主要面向休闲娱乐摩托车市场，产品矩阵中以 250cc 及 250cc 以上摩托车为主。公司 250cc+ 摩托车 2024/2025H1 出口销量分别为 5.1/4.2 万辆，同比增长 24.8%/65.1%，海外中大排销量持续向上，无极品牌贡献主要力量。

图39：公司 250cc+ 中大排摩托车出口销量与增速（辆；%）


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

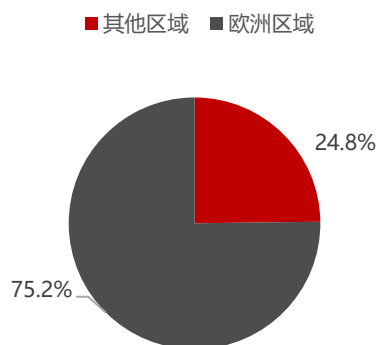
无极品牌已成长为国内高端摩托车的头部品牌，并在欧洲市场形成品牌知名度和市场影响力。无极品牌 2024 年出口实现销售收入 13.5 亿元，同比+107.50%，其中欧洲市场实现销售收入 10.2 亿元，同比+133.38%，占比约为 76%，为无极出口区域中占比最大的市场。无极品牌累计建成海外销售网点 1,165 个，持续深耕欧洲市场，欧洲地区销售网点累计建成 876 个。

图40：2024 年无极品牌海外销售区域占比 (%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图41：2024 年无极品牌海外渠道区域占比 (%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

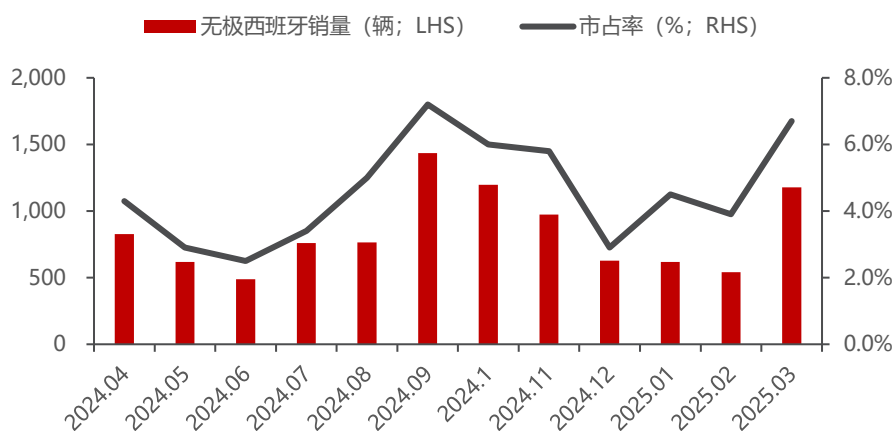
西班牙市场加速突围，打造欧洲标杆效应。西班牙摩托车市场中，第一梯队以日系为主，本田及雅马哈品牌分别占据前两位，2024 年合计占据 36.7% 的市场份额；中国台湾企业光阳机车、德国宝马、意大利比亚乔市场份额分别为 6.1%/5.9%/5.2% 市场份额，处于第二梯队；**2024 年无极品牌加速突围，全年销量为 9,313 辆，同比+128.5%，市场份额突破 4.0%，且增速为前十品牌中最快，处于第二梯队。**

表13：西班牙摩托车市场销量排名 (辆；%)

品牌	品牌系列	2024 年 12 月				2024 年注册量			
		月注册量 (辆)	排名	市场份额 (%)	当月同比 (%)	注册量 (辆)	排名	市场份额 (%)	累计同比 (%)
本田	日系	3,124	1	14.3	17.5	48,218	1	21.7	3.4
雅马哈	日系	2,398	2	10.9	34.3	33,261	2	15.0	31.4
光阳	台系	678	8	3.1	-5.7	13,539	3	6.1	-7.5
宝马	欧系	1,182	6	5.4	8.5	13,164	4	5.9	3.7
比亚乔	欧系	2,107	3	9.6	316.4	11,574	5	5.2	-0.3
三阳	台系	1,337	5	6.1	241.9	11,332	6	5.1	3.9
隆鑫无极	自主	627	10	2.9	8.9	9,313	7	4.2	128.5
升仕	自主	661	9	3	52.7	8,380	9	3.8	9.8
KTM	欧系	1,521	4	6.9	260.4	7,815	10	3.5	17.7
阿普利亚	欧系	825	7	3.8	266.7	4,284	11	1.9	18.9
其他品牌		7453		34		61,225		27.6	

资料来源：Anesdor，民生证券研究院

图42：无极品牌西班牙市场月度销量及市占率（辆；%）



资料来源：Anesdor，民生证券研究院

意大利市场中无极品牌销量亦出现快速增长,2025H1 销量增速高达 94.6%,成为当地增速最快的摩企之一，位居当地市场第六名，2025Q1 踏板车型 SR16 销量为 1,033 辆，成为当地最畅销的国产车型，位居当地单车型销量第 12 名。

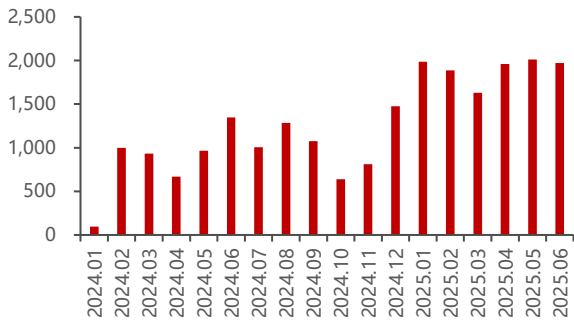
表14：意大利摩托车市场 2025Q1 单车型销量排名（辆）

品牌	车型	类型	销量 (辆)
本田	SH 125	踏板	4,258
本田	SH 350	踏板	3,624
本田	SH 150	踏板	2,797
本田	X-ADV 750	踏板	2,508
本田	ADV 350	踏板	1,534
比亚乔	LIBERTY 125 ABS	踏板	1,252
光阳	AAGILITY 125 R16	踏板	1,215
光阳	PEOPLE S 125	踏板	1,138
本田	AFRICA TWIN	拉力	1,127
宝马	R 1300 GS	拉力	1,097
雅马哈	XMAX 300	踏板	1,047
无极	SR 16	踏板	1,033
雅马哈	TMAX	踏板	898
三阳	PHONY 125	踏板	869
本田	FORZA 350	踏板	842
杜卡迪	MULISTRADA V4	拉力	815
宝马	R 1300 GS ADV	拉力	804
比亚乔	MEDLEY 125	踏板	760
比亚乔	BEVERLY 300 ABS	踏板	757
春风动力	450MT	拉力	752

资料来源：Ancma，民生证券研究院

国产拉力车型的“璀璨明珠”：DS900 闪耀欧洲，单月销量破千。无极品牌 DS900 是无极品牌排量最大的拉力车型，配备强大的 895 cc 直列双引擎和丰富的设备，最大功率 70kW，最大马力 95N·M，具有线控电子油门，具有 4 种骑行模式，可适应路况和消费者的骑行风格，具有双通道 ABS 系统。

图43：无极 DS900 单月销量破千（辆）



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

图44：隆鑫无极拉力车型 DS900



资料来源：摩托范官网，民生证券研究院

无极品牌 DS900 性能、配置不输传统豪强经典车型，价格优势明显。DS900 拉力车型竞品主要以外资品牌为主，其中不乏传统豪华车型，我们分别选取宝马 F900GS、Tiger900、川崎 Versys1000 作为竞品车型进行对标：**我们认为 DS900 作为无极品牌准公升级车型，在功率性能等参数媲美传统豪强，双缸液冷发动机+前后 Brembo 卡钳配置诚意足，而价格则具备明显优势，普遍低竞品三成以上，因此备受欧洲消费者青睐。**

表15：无极品牌 DS900 车型竞品对标

车型	无极 DS900X	BMW F 900 GS	Tiger 900 Rally Pro	川崎 Versys 1000
发动机排量 (cc)	900	900	900	1000
功率 (hp)	96.5	105	94	113.9
扭矩 (NM)	95	93	86.7	99.9
汽缸/气门	双缸, 4V	单缸, 8V	三缸, 4V	四缸, 4V
重量 (kg)	234	219	201	250
前制动	双盘式/双活塞卡钳 (Brembo)	双 320mm 碟盘 Brembo 辐射对四卡钳	双 320mm 浮动式制动盘 (Brembo 卡钳)	310mm 双碟,辐射对四活塞
后制动	单盘式/单活塞卡钳 (Brembo)	单 220mm 碟盘单向单活塞卡钳	单 255mm 制动盘 (Brembo 滑动式卡钳)	250mm 单碟,双活塞卡钳
座高 (cm)	83.5	87	86	82
冷却系统	液体冷却	液体冷却	液体冷却	液体冷却
前悬挂	KYB 倒置/预载阻力全可调/行程 194mm	43mm 不可调倒立式前叉	Showa45mm 倒置多片阀控筒式前叉	43mm 全可调倒叉
后悬挂	KYB 内置气囊/预载阻力全可调/行程 198mm	液压预载阻尼可调式单枪避震器	Showa 气压 RSU,可手动调节预载和回弹阻尼	氮气多连杆式,预载回弹可调
摩托车类型	拉力	拉力	拉力	拉力
最高速度 (km/h)	210	210	228	240
价格 (欧元)	9,499	14,900	21,995	13,579

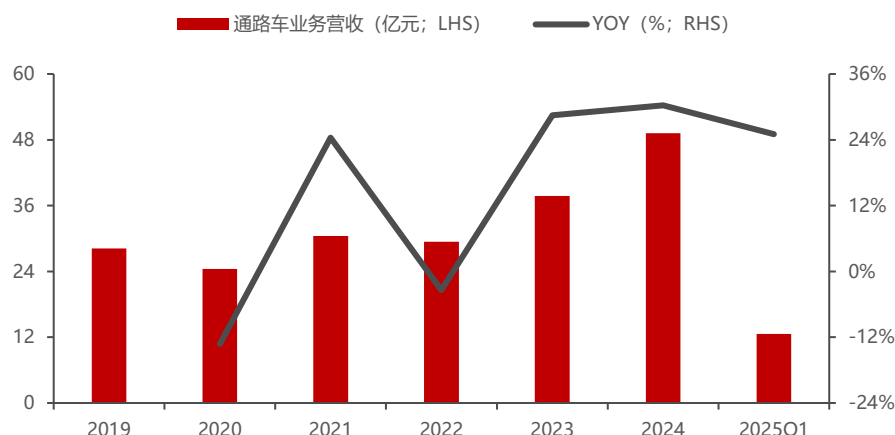
资料来源：隆鑫无极品牌西班牙官网，BMW 官网，川崎官网，民生证券研究院

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

4.2 通路车：聚焦拉美核心客户 销量稳健向上

2019-2024年,公司通路摩托车营收整体呈增长趋势,2024年营收达到47.3亿元,同比+21.7%。尽管2022年出现小幅回落,但2023年迅速反弹至40亿元以上,显示出较强的市场韧性。2024年延续增长势头,全年营收增速超20%。

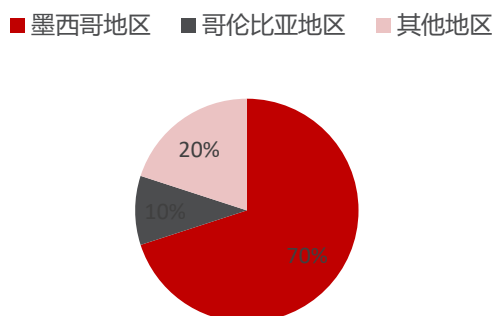
图45：公司通路摩托车业务营收（亿元；%）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

墨西哥为公司通路车核心市场。从区域结构来看，2024年通路车出货主要集中在墨西哥地区，占比高达70%，哥伦比亚和其他地区分别为10%和20%。公司在拉美市场，尤其是墨西哥的渠道拓展和市场渗透已具备领先优势。

图46：公司通路摩托车业务出货区域拆分（%）

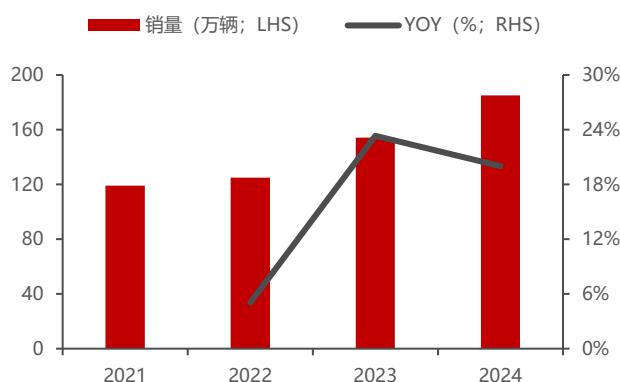


资料来源：公司年报，民生证券研究院

墨西哥是世界十五大经济体之一，也是拉丁美洲第二大经济体，墨西哥摩托车全球排名第八位，是拉美/南美最大的摩托车市场，领先于巴西。墨西哥也是为数不多的年销量超过百万辆的市场之一。墨西哥摩托车市场连续十年增长，且2024年继续向上：**2024年墨西哥摩托车销量约185.0万辆，同比+20.8%。**

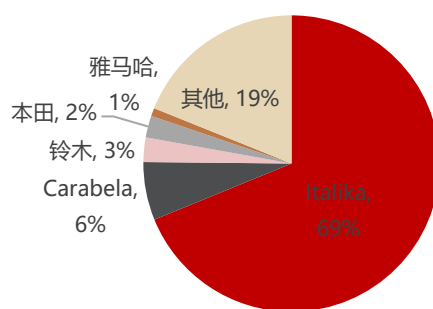
本土品牌主导市场，高端品牌份额稀缺。Italika是墨西哥本土的摩托车品牌，以其经济型摩托车在市场中占据了重要地位。2023年Italika占据了墨西哥摩托车市场68.8%的份额，接近行业垄断地位，而排名第二的Carabela也为墨西哥本土品牌，以提供经济型和入门级摩托车为主。而在全球市场中占据主导地位的本田、铃木、雅马哈等日系品牌在墨西哥摩托车市场仅分别获得2.4%/2.7%/0.9%的份额。

图47：墨西哥摩托车市场销量及同比增速（亿元；%）



资料来源：Statista，民生证券研究院

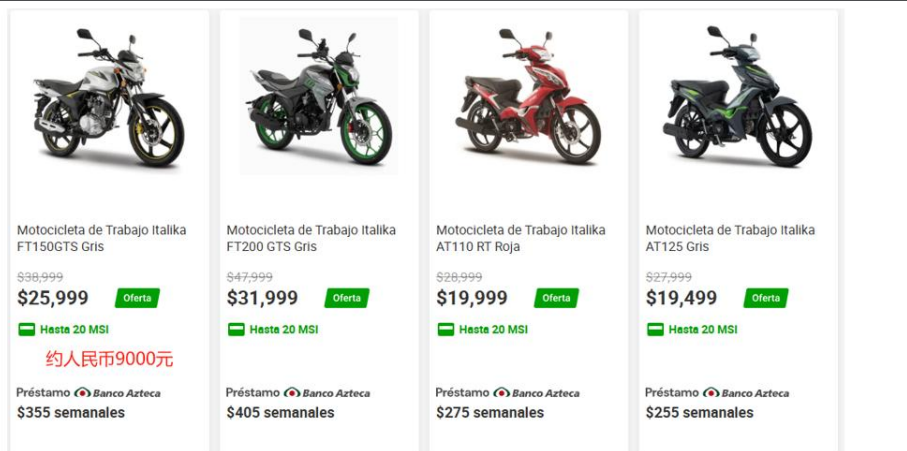
图48：2024年墨西哥摩托车市场竞争格局（%）



资料来源：Statista，民生证券研究院

公司通路车业务的墨西哥大客户为当地摩托车寡头品牌 Italika，Italika 是公司与墨西哥经济寡头卡多萨利纳斯（Carlos Slim）旗下企业（OPERADORAS EN SERVICIOS COMERCIALES S.A DE C.V）共同成立的合资品牌。

图49：墨西哥 Italika 摩托车产品



资料来源：Italika，民生证券研究院

展望未来，一方面墨西哥当地个人出行需求增加，摩托车因其经济性和便捷性成为重要交通工具，需求潜力有望得到进一步释放。另一方面，公司通路车业

务发力东南亚、非洲等区域，有望开辟全新增量。

4.3 小结

公司为国内摩托车行业领先企业，2024 年出口位居行业第一。近五年公司摩托车销量虽有波动，但整体呈现上升趋势，2024 年摩托车销量达到 180.2 万辆，同比+28.4%；其中，摩托车出口销量超 150 万辆，位居行业头名；同时，公司摩托车业务营收连续四年实现正增长，2024 年摩托车业务营收为 126.9 亿元，同比+34.0%，创历史新高。

多品牌齐驱，无极定位高端。公司秉承“低碳动力、智慧产品领先品牌”的发展愿景，大力推进自主品牌的推广建设，打造形成差异化定位的三大自主品牌-无极 VOGUE 高端摩托车、隆鑫 LONCIN 非道路运动机车、茵末 BICOSE 高端电摩。

1) 无极品牌：无极品牌已成长为国内高端摩托车的头部品牌，并在欧洲市场形成品牌知名度和市场影响力。无极品牌 2024 年出口实现销售收入 13.5 亿元，同比+107.50%，其中欧洲市场实现销售收入 10.2 亿元，同比+133.38%，占比约为 76%，为无极出口区域中占比最大的市场。未来，公司一方面将继续深耕欧洲市场，打造西班牙、意大利市场标杆效应，借助无极在欧洲市场的品牌势能，深化布局拉美、东南亚等其他市场，实现“1+N”市场协同发展；另一方面，无极将坚持全球化市场策略，针对多元化市场开发差异化产品，持续加大在渠道和营销的投入，逐渐由国内头部品牌成长为国际一线品牌。

2) 通路车业务：2019-2024 年，公司通路摩托车营收整体呈增长趋势，2024 年营收达到 47.3 亿元，同比+21.7%。尽管 2022 年出现小幅回落，但 2023 年迅速反弹至 40 亿元以上，显示出较强的市场韧性。2024 年延续增长势头，全年营收增速超 20%。未来，无极将深耕欧洲，利用西班牙和意大利的标杆效应，拓展拉美和东南亚，同时开发差异化产品。通路车继续巩固墨西哥，并开拓新市场。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设及业务拆分

摩托车发动机业务：公司为国内摩托车行业领先企业，2024 年摩托车出口销量超 150 万辆，位居行业头名；公司聚焦自主品牌的推广建设，打造差异化定位的三大自主品牌-无极 VOGUE 高端摩托车、隆鑫非道路运动机车、茵未 BICOSE 高端电摩。无极品牌聚焦精品战略，产销量实现快速增长，品牌力、产品力持续提升，有望带动公司该业务业务规模与盈利水平双双提升。我们预计公司摩托车发动机业务 2025-2027 年营业收入分别为 151.6/180.6/213.1 亿元，同比增速为 19.5%/19.1%/18.0%；预计公司无极产品收入占比持续提升，高端化产品带动毛利率向上，预计毛利率分别为 20.4%/20.8%/21.0%。

通用机械：我们认为公司近年来通用机械产品表现稳定，预计公司通用机械产品 2025-2027 年营业收入分别为 40/42/44 亿元，同比增速为 13.2%/5.0%/4.8% 预计毛利率分别为 18%/18%/18%。

表16：公司分业务盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入 (亿元)	130.7	168.2	201.6	234.1	270.5
收入增速 (%)	5.3%	28.7%	19.8%	16.1%	15.6%
毛利率 (%)	18.5%	17.6%	18.4%	18.8%	19.1%
摩托车及发动机					
收入 (亿元)	94.7	126.9	151.6	180.6	213.1
收入增速 (%)	19.8%	34.0%	19.5%	19.1%	18.0%
毛利率 (%)	17.9%	19.2%	20.4%	20.8%	21.0%
通用机械产品					
收入 (亿元)	27.3	35.3	40.0	42.0	44.0
收入增速 (%)		29.3%	13.2%	5.0%	4.8%
毛利率 (%)	20.9%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
其他					
收入 (亿元)	8.7	6.0	10.0	11.5	13.4
收入增速 (%)		-30.7%	66.9%	14.5%	17.2%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

公司为中大排摩托车行业出海龙头，我们选取同为摩托车企业的春风动力、钱江摩托，与公司估值进行对比分析。

2025-2027 年可比公司 PE 估值均值为 16/13/11 倍，预计公司 2025-2027

年 EPS 分别为 0.91/1.09/1.27 元/股，当前股价对应 PE 分别为 14/12/10 倍，与可比公司相当。我们认为公司无极品牌处于强车型周期时刻，2025 年起内外有望共振向上，为公司带来量利齐升机遇，估值仍有向上空间。

表17：可比公司估值对比

代码	简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603129.SH	春风动力	244.0	11.42	14.16	17.23	21	17	14
000913.SZ	钱江摩托	16.6	1.51	1.77	2.05	11	9	8
	可比公司均值					16	13	11
603766.SH	隆鑫通用	12.7	0.91	1.09	1.27	14	12	10

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：春风动力、钱江摩托公司数据为民生证券研究院预测，股价时间为 2025 年 8 月 6 日

5.3 投资建议

公司为国内摩托车行业领先企业，2024 年摩托车出口销量超 150 万辆，位居行业头名；公司摩托车业务营收连续四年实现正增长，2024 年摩托车业务营收为 126.9 亿元，同比+34.0%，创历史新高。公司聚焦自主品牌的推广建设，打造差异化定位的三大自主品牌-无极 VOGUE 高端摩托车、隆鑫非道路运动机车、茵未 BICOSE 高端电摩。

我们认为公司摩托车业务在国内经历多年的充分竞争，车型产品力和车型矩阵得到大幅提升与丰富，较海外竞对在产品力、性价比优势突出，未来将继续发挥对摩托车外观造型、动力性能、质量品控的深刻理解优势，将更多优质供给推向市场，打造属于公司的 α 。

无极品牌定位自主高端，2024 年实现销售收入 31.5 亿元，同比增长 111.4%，收入占摩托车业务比重提升至 24.8%。2024 年 SR250GT、CU525 产品持续热销，2025 年将聚焦仿赛、巡航等新品在内销市场的推广，推出 RR500S、CU625 等新品，有望接棒产品周期。出海方面，无极品牌在欧洲市场形成品牌知名度和市场影响力，2024 年欧洲区域实现销售收入 10.2 亿元，同比+133.38%，占比无极出口 76%，其中西班牙加速突围，2024 年全年销量为 9,313 辆，市场份额突破 4.0%；意大利市场 2025Q1 踏板车型 SR16 销量为 1,033 辆，成为当地最畅销的国产车型，位居当地单车型销量第 12 名。展望未来，公司一方面将继续深耕欧洲市场，打造西班牙、意大利市场标杆效应，借助无极在欧洲市场的品牌势能，深化布局拉美、东南亚等其他市场，实现“1+N”市场协同发展。

看好公司无极品牌产品端+渠道端双重扩展，量利共振加速成长。预计公司2025-2027 年营收 201.6/234.1/270.5 亿元，归母净利润 18.8/22.4/26.1 亿元，EPS 为 0.91/1.09/1.27 元，对应 2025 年 8 月 6 日 12.71 元/股收盘价，PE 分别 14/12/10 倍，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 摩托车市场竞争加剧风险。在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，摩托车市场竞争变得越来越激烈。若中国摩企不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响中国摩企在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，中国摩企的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 海运费波动风险。目前中国摩企出口过程中，部分企业采用 FOB 模式，部分企业自己承担海运费。若未来海运费价格剧烈波动，中国摩企的盈利能力可能会受到不利影响。

3) 公司产品销量不及预期。公司主要产品摩托车等，后续依靠产品矩阵的持续扩充提振市场份额。若公司相关产品在质量、品控、价格等方面优势减弱，可能会影响公司核心产品销量，为公司盈利带来负面影响；

4) 汇兑波动风险：公司海外业务占比超过 50%，若外币汇率出现波动，可能会造成公司财务费用上升或下降，存在汇兑波动风险；

5) 股权质押风险：截至 2025 年 8 月 5 日，隆鑫通用控股股东及一致行动人质押股份占其持股比例为 100.0%，质押比例较高，存在股权质押风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,822	20,158	23,406	27,054
营业成本	13,864	16,445	19,017	21,898
营业税金及附加	333	403	468	568
销售费用	274	262	304	352
管理费用	595	564	655	758
研发费用	513	484	562	649
EBIT	1,251	2,117	2,535	2,987
财务费用	-157	-69	-87	-101
资产减值损失	-111	-11	-6	-7
投资收益	32	0	0	0
营业利润	1,289	2,175	2,616	3,081
营业外收支	-14	-10	-9	-8
利润总额	1,276	2,165	2,607	3,073
所得税	219	325	391	461
净利润	1,056	1,840	2,216	2,612
归属于母公司净利润	1,121	1,877	2,239	2,612
EBITDA	1,776	2,651	3,084	3,545

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,760	8,277	9,447	10,768
应收账款及票据	1,606	1,862	2,161	2,498
预付款项	80	88	101	117
存货	1,003	1,075	1,249	1,438
其他流动资产	2,651	2,808	2,956	3,093
流动资产合计	12,100	14,109	15,914	17,914
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	2,346	2,522	2,627	2,715
无形资产	636	636	636	636
非流动资产合计	3,969	4,058	4,118	4,173
资产合计	16,069	18,167	20,032	22,087
短期借款	301	301	301	301
应付账款及票据	3,399	4,203	4,860	5,596
其他流动负债	2,807	3,080	3,447	3,793
流动负债合计	6,507	7,584	8,608	9,690
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	281	282	282	282
非流动负债合计	281	282	282	282
负债合计	6,788	7,866	8,890	9,972
股本	2,054	2,054	2,054	2,054
少数股东权益	103	66	44	44
股东权益合计	9,281	10,301	11,142	12,114
负债和股东权益合计	16,069	18,167	20,032	22,087

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.74	19.83	16.11	15.59
EBIT 增长率	23.95	69.26	19.77	17.81
净利润增长率	92.19	67.42	19.25	16.68
盈利能力 (%)				
毛利率	17.59	18.42	18.75	19.06
净利率	6.67	9.31	9.56	9.65
总资产收益率 ROA	6.98	10.33	11.17	11.83
净资产收益率 ROE	12.22	18.34	20.17	21.64
偿债能力				
流动比率	1.86	1.86	1.85	1.85
速动比率	1.33	1.38	1.39	1.41
现金比率	1.04	1.09	1.10	1.11
资产负债率 (%)	42.24	43.30	44.38	45.15
经营效率				
应收账款周转天数	29.55	30.32	30.03	30.09
存货周转天数	22.15	22.74	21.99	22.09
总资产周转率	1.12	1.18	1.23	1.28
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.91	1.09	1.27
每股净资产	4.47	4.98	5.40	5.88
每股经营现金流	1.03	1.46	1.55	1.75
每股股利	0.40	0.67	0.80	0.93
估值分析				
PE	23	14	12	10
PB	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	10.55	7.07	6.08	5.29
股息收益率 (%)	3.15	5.27	6.28	7.33

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,056	1,840	2,216	2,612
折旧和摊销	525	534	548	558
营运资金变动	385	572	378	392
经营活动现金流	2,122	2,992	3,174	3,594
资本开支	-673	-646	-599	-603
投资	-122	0	0	0
投资活动现金流	-767	-625	-599	-603
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-54	0	0	0
筹资活动现金流	-330	-849	-1,406	-1,670
现金净流量	1,097	1,518	1,169	1,321

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司产品布局	5
图 3: 公司营业收入及同比增速 (亿元; %)	5
图 4: 公司各业务营收占比 (%)	5
图 5: 公司毛利率及净利率 (%)	6
图 6: 公司四费费率 (%)	6
图 7: 2019-2024 年公司分业务毛利率 (%)	6
图 8: 2019-2024 年可比公司摩托车业务毛利率 (%)	6
图 9: 公司归母净利润及增速 (亿元)	7
图 10: 公司资产重组前后股权架构变化	7
图 11: 公司现金分红总额及股利支付率 (亿元; %)	8
图 12: 公司股息率变化趋势 (%)	8
图 13: 近六年我国两轮燃油摩托车国内销量及增速 (万辆; %)	9
图 14: 京津冀、长三角及珠三角摩托车禁限行区域	9
图 15: 2020 年以来中大排摩托车国内销量及增速 (万辆; %)	11
图 16: 北美摩托车分排量销量结构 (2012 年; %)	14
图 17: 欧洲摩托车分排量销量结构 (2012 年; %)	14
图 18: 美国、欧洲、日本、中国中大排摩托车保有量对比 (万辆)	14
图 19: 全球摩托车分类型销量 (万辆)	17
图 20: 美洲摩托车分类型销量 (万辆)	18
图 21: 欧洲摩托车分类型销量 (万辆)	18
图 22: 全球摩托车市场竞争格局 (2024 年; %)	20
图 23: 美洲摩托车市场竞争格局 (2024 年; %)	21
图 24: 欧洲摩托车市场竞争格局 (2024 年; %)	21
图 25: 125cc+ 摩托车出口销量及增速 (万辆; %)	22
图 26: 250cc+ 摩托车出口销量及增速 (万辆; %)	22
图 27: 中国 250cc+ 摩托车出口区域分布 (2024 年; %)	22
图 28: 中大排摩托车出口销量及海外份额预测 (万辆; %)	23
图 29: 公司摩托车销量及增速 (万辆; %)	25
图 30: 公司摩托车营收及增速 (亿元; %)	25
图 31: 公司聚焦多品牌齐驱, 无极品牌定位高端	25
图 32: 无极品牌跨骑车型产品图谱 (2024)	26
图 33: 无极品牌踏板车型产品图谱 (2024)	27
图 34: 无极品牌内外销营业收入及增速 (亿元; %)	27
图 35: 无极品牌国内渠道数量及增速 (家; %)	28
图 36: 无极品牌海外渠道数量及增速 (家; %)	28
图 37: 无极品牌国内单店营收及增速 (万元/店; %)	28
图 38: 无极品牌海外单店营收及增速 (万元/店; %)	28
图 39: 公司 250cc+ 中大排摩托车出口销量与增速 (辆; %)	29
图 40: 2024 年无极品牌海外销售区域占比 (%)	30
图 41: 2024 年无极品牌海外渠道区域占比 (%)	30
图 42: 无极品牌西班牙市场月度销量及市占率 (辆; %)	31
图 43: 无极 DS900 单月销量破千 (辆)	32
图 44: 隆鑫无极拉力车型 DS900	32
图 45: 公司通路摩托车业务营收 (亿元; %)	33
图 46: 公司通路摩托车业务出货区域拆分 (%)	33
图 47: 墨西哥摩托车市场销量及同比增速 (亿元; %)	34
图 48: 2024 年墨西哥摩托车市场竞争格局 (%)	34
图 49: 墨西哥 Italika 摩托车产品	34

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 近年来禁摩政策梳理	10
表 2: 2021 年以来国产龙头摩企主要产品	12
表 3: 美国、欧洲、日本、中国 250cc+中大排摩托车万人人均保有量对比	14
表 4: 2020-2024 年国内中大排摩托车市占率变化 (%)	15
表 5: 国内主要中高端摩托车生产企业品牌力、动力总成技术、整车设计能力比较	16
表 6: 国内燃油摩托车与中大排摩托车销量预测 (万辆; %)	16
表 7: 海外重点国家/地区摩托车销量与增速 (辆; %)	18
表 8: 海外 250cc+中大排摩托车市场空间测算 (万辆; %)	19
表 9: 全球摩托车市场主要厂商	20
表 10: 250cc+中大排摩托车出口格局 (%)	22
表 11: 中大排摩托车出口销量及海外份额预测 (万辆; %)	23
表 12: 2024 年无极品牌细分市场国内销量与份额 (> 250cc) (辆; %)	29
表 13: 西班牙摩托车市场销量排名 (辆; %)	30
表 14: 意大利摩托车市场 2025Q1 单车型销量排名 (辆)	31
表 15: 无极品牌 DS900 车型竞品对标	32
表 16: 公司分业务盈利预测	36
表 17: 可比公司估值对比	37
公司财务报表数据预测汇总	40

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048