

隆鑫通用 (603766.SH)

老牌摩托车及通机企业，无极等自主品牌加速全球拓展

优于大市

核心观点

深耕摩托车及通机主业，迈向全球化新征程。隆鑫通用以摩托车发动机起家，逐步形成摩托车、发动机、全地形车、通机等多元化产品线，公司深耕“摩托车+通机”主业，加强无极高端摩托车品牌出海，致力于成为全球化摩托车企业，2024 年摩托车/通机业务收入占比分别为 75%/21%。公司经历控股股东破产重整，新股东变更为宗申新智造，将稳步解决同业竞争问题；前期计提减值较多，主要是过往收购资产业绩下滑导致，随着计提减值幅度收窄，股权重整落地，公司加强全球化拓展，利润有望持续释放。

无极摩托车品牌：挺进欧洲及南美市场。全球中大排市场销量总计约为 455 万辆，主要来源地区包括北美、南美、欧洲等地，海外中大排摩托车销量空间远高于国内。公司基于发动机优势，打造休旅、踏板多款爆款车型，在海外拓展中坚持“1+N”战略，先深耕单一市场，后拓展至其他特点相似市场，实现市占率突破。无极品牌在意大利、西班牙等市场已经形成品牌知名度，西班牙市占率超 5%，合作经销商实力强劲，随着产品矩阵完善及渠道拓展，有望在欧洲其他国家、南美市场发力，无极高端品牌出海将持续高成长。

全地形车：有望保持快速扩张。至 2028 年全球全地形车市场空间有望提升至 150 亿美元，以北美、日本、中国品牌为主。公司在全地形车领域市占率不高，借助摩托车发动机优势，提升全地形车产品性能，动力性、稳定性更强，推进自主品牌全地形车市占率提升。公司推出的产品侧重于 ATV/UTV 领域，覆盖欧洲及中南美洲市场，随着公司加快推进全排量段产品布局，加强产品导入终端销售渠道，有望促进销售规模较快增长。

摩托车发动机：海外拓展促进外销收入增长。2023 年后中国摩托车出口销量增加，带动摩托车发动机销量提升，公司在发动机领域具备较强技术储备，实现产品正向设计，多种规格发动机产品全覆盖，形成完备发动机产品矩阵，并销售给宝马等全球头部客户，随着中国摩企加强海外市场开拓，有望支撑发动机外销收入提升。

通用机械：产品具备高性价比，业务有望恢复。中国企业通机产品以出口为主，竞争格局分散，国外品牌主导，少部分国内自主品牌逐步具备知名度。公司从摩托车发动机业务拓展至通机领域，技术有相似性，与全球领先的通机终端产品厂商建立稳定合作关系，和宝马合作过程中加强供应链管理，使通机产品具备性价比优势，获得众多国家的专利认证。公司加强完善产品矩阵、推进多元化市场布局，通机业务有望延续恢复态势。

盈利预测与估值：考虑到无极品牌在欧洲及南美市场有望持续开拓，提升市占率，产品结构也有望改善，全地形车等业务将成为新增长点，预计 25/26/27 年公司净利润为 19.09/23.47/29.15 亿元，每股收益为 0.93/1.14/1.42 元，给予 25 年 17-18x PE，对应合理估值 15.8-16.7 元，相较于当下具 10%-17% 空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：海外市场开拓节奏不及预期，行业价格战，消费能力疲软，新品发布及销售不及预期，库存水平过高，汇率、运费波动，关税等海外政策监管变化，原材料价格波动，环保要求变化。

公司研究 · 深度报告

汽车 · 摩托车及其他

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：唐英韬

021-61761044

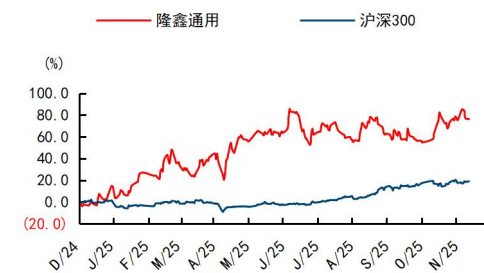
tangyingtao@guosen.com.cn

S0980524080002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	15.80 - 16.70 元
收盘价	13.68 元
总市值/流通市值	28092/28092 百万元
52 周最高价/最低价	14.72/7.56 元
近 3 个月日均成交额	401.45 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,066	16,822	19,691	22,838	25,980
(+/-%)	5.3%	28.7%	17.1%	16.0%	13.8%
净利润(百万元)	583	1121	1909	2347	2915
(+/-%)	10.6%	92.2%	70.2%	23.0%	24.2%
每股收益(元)	0.28	0.55	0.93	1.14	1.42
EBIT Margin	7.1%	7.4%	10.1%	10.7%	11.7%
净资产收益率(ROE)	7.1%	12.2%	17.8%	18.6%	19.4%
市盈率(PE)	50.4	26.2	15.4	12.5	10.1
EV/EBITDA	25.6	20.7	16.2	13.7	11.5
市净率(PB)	3.57	3.21	2.74	2.33	1.96

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

前言：发力自主品牌，产业转型升级	6
隆鑫通用：深耕摩托车及通机主业，迈向全球化新征程	8
深化摩托车及通机业务布局，无极品牌快速成长	8
股权重整逐步落地，保障长期稳定发展	10
前期计提减值幅度收窄，促进利润释放	11
无极摩托车品牌：挺进欧洲及南美市场	14
海外市场空间广阔，持续开拓欧洲及南美	14
完善无极产品及渠道，爆款产品提升市占率	21
打造标杆效应，实现“1+N”市场协同发展	25
全地形车：有望保持快速扩张	26
市场空间：至 2028 年全球全地形车市场空间有望达 150 亿美元	27
产品性能优异，全地形车业务快速扩张	29
摩托车发动机：海外拓展促进外销收入增长	30
中国摩托车企业拓展海外，促进发动机外销规模提升	30
发动机技术积累深厚，有望实现稳步增长	31
通用机械：具备高性价比，有望持续恢复	33
通机业务以出口为主，部分自主品牌知名度较高	33
通机产品具备高性价比，拓展新客户促进恢复	34
盈利预测	36
假设前提	36
盈利预测的敏感性分析	37
估值与投资建议	38
绝对估值：15.3-16.3 元	38
相对估值：15.8-16.7 元	39
投资建议	39
风险提示	40
附表：财务预测与估值	42

图表目录

图 1: 隆鑫通用推出的自主品牌	6
图 2: 隆鑫通用和宝马持续开展合作	6
图 3: 隆鑫通用的愿景、使命及价值观	7
图 4: 公司近年主营业务收入结构	8
图 5: 公司近年主营业务收入占比	8
图 6: 2011 年摩托车业务分不同区域收入占比	8
图 7: 2011 年通机业务分不同区域收入占比	8
图 8: 隆鑫通用的发展历程	9
图 9: 隆鑫通用股权结构图（截止 2025 年 11 月 5 日）	11
图 10: 公司营业收入及同比增速	12
图 11: 公司净利润及同比增速	12
图 12: 公司毛利率和净利率	12
图 13: 公司季度毛利率和净利率	12
图 14: 公司各项费用率	13
图 15: 公司资产减值损失及信用减值损失	13
图 16: 全球摩托车销量及同比增速	14
图 17: 2025H1 全球不同品牌摩托车销量份额	14
图 18: 欧洲摩托车销量及同比增速	16
图 19: 2025H1 欧洲不同品牌摩托车的销量份额	16
图 20: 2016 年欧洲不同排量段摩托车销量占比	16
图 21: 2019-2024 年欧洲五国摩托车年销量	16
图 22: 意大利摩托车年销量及同比增速	17
图 23: 2025H1 意大利不同品牌摩托车的销量份额	17
图 24: 意大利摩托车分排量段销量占比	18
图 25: 意大利摩托车分产品类型销量占比	18
图 26: 2024 年意大利摩托车进口量分国家销量占比	18
图 27: 西班牙摩托车年销量及同比增速	18
图 28: 2024 年西班牙不同品牌摩托车的销量份额	18
图 29: 2024 年西班牙摩托车分排量销量占比	19
图 30: 2024 年西班牙摩托车分类型销量占比	19
图 31: 南美市场摩托车销量及同比增速	19
图 32: 2025H1 南美市场不同品牌摩托车的销量份额	19
图 33: 南美市场上主要国家摩托车销量份额	20
图 34: 巴西市场摩托车年产量及同比增速	20
图 35: 2024 年巴西市场摩托车市场按产量份额	20
图 36: 巴西摩托车分排量产量占比	21
图 37: 巴西摩托车分类型产量占比	21

图 38: 隆鑫无极品牌的发展历程及相关产品	21
图 39: 隆鑫通用的摩托车产品研发流程	22
图 40: 隆鑫通用在摩托车动力系统领域形成的竞争优势	22
图 41: 无极品牌的主要摩托车类型及相关产品	23
图 42: 无极品牌全球累计销售网点及同比增速	24
图 43: 无极品牌国外渠道数量、欧洲渠道数量及同比增速	24
图 44: 全地形车 ATV/UTV/SSV 三种产品的分类及特点	27
图 45: 全球全地形车市场空间测算	27
图 46: 全球 ATV、UTV/SSV 市场空间占比测算	27
图 47: 全球 ATV 市场空间测算	28
图 48: 全球 UTV/SSV 市场空间测算	28
图 49: 2018 年全球 ATV 竞争格局	28
图 50: 2018 年全球 UTV/SSV 竞争格局	28
图 51: 隆鑫通用提供的高性能无极变速器	29
图 52: 隆鑫通用的全地形车业务收入及同比增速	30
图 53: 中国摩托车发动机销量及同比增速	30
图 54: 中国 250cc 以上摩托车发动机销量及同比增速	30
图 55: 中国摩托车出口销量及同比增速	31
图 56: 中国 250cc 以上摩托车出口销量及同比增速	31
图 57: 隆鑫通用发动机外销收入及同比增速	32
图 58: 中国通用汽油机产量及同比增速	34
图 59: 2023 年中国通用汽油机内销及出口销量占比	34
图 60: 隆鑫通用在通机领域获得众多国家认证	35
图 61: 隆鑫通用的通机业务收入及同比增速	35
表 1: 隆鑫通用旗下相关产品布局	9
表 2: 隆鑫通用本次股权重整的具体进展	10
表 3: 海外摩托车市场分不同区域及国家的销量	15
表 4: 隆鑫通用 SR250GT 及相关竞品的参数对比	23
表 5: 隆鑫通用 CU525 及相关竞品的参数对比	24
表 6: 西班牙各品牌摩托车销量及市占率排名	25
表 7: 隆鑫无极在意大利官网的产品布局	26
表 8: 无极意大利经销商 Padana Sviluppo S.p.A. 代理各品牌过程	26
表 9: 隆鑫通用在全地形车领域的产品布局	29
表 10: 隆鑫通用在发动机领域的技术布局	31
表 11: 隆鑫通用在摩托车及全地形车发动机领域的部分合作	32
表 12: 通机行业的部分参与者介绍	34
表 13: 隆鑫通用业务拆分	36
表 14: 未来 3 年盈利预测表	37
表 15: 情景分析（乐观、中性、悲观）	37

表 16: 公司盈利预测假设条件 (%)	38
表 17: 资本成本假设	38
表 18: 隆鑫通用 FCFF 估值表	38
表 19: 绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (元)	39
表 20: 可比公司估值表 (20251105)	39

前言：发力自主品牌，产业转型升级

我们认为，公司在发展过程中从贴牌代工转向发展自主品牌，凭借和宝马合作积累了产品质量、品控及供应链管理等多方面的优势，逐步完善产品矩阵及海外渠道布局，凭借无极高端品牌，公司在欧洲市场已经形成一定知名度，有望拓展至南美、东南亚等市场。公司坚持“1+N”的市场协同策略，有望逐步成长为全球领先的摩托车企业。

积极强化自主品牌，实现产业转型升级。中国摩托车行业经历了从模仿到自主研发的过程，行业发展早期，产品主要以模仿国外产品为主，同质化竞争较为严重，缺乏核心竞争力，在产品出口方面贴牌代工模式占比较高。随着销量规模提升，公司逐步认识到自主品牌、自主研发能力的重要性，加快实现产业转型升级，公司推出高端摩托车无极品牌、全地形车等，持续提升自主品牌收入及利润占比。

图1：隆鑫通用推出的自主品牌



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

和宝马合作推动产品品质提升。2005 年宝马在中国寻找中国供应商，隆鑫当时产能以小排量发动机为主，650cc 也是当时公司所生产的最大排量，从 2005 年开始，公司和宝马的合作从单缸发动机升级到双缸发动机，并进一步拓展至整车，逐步成为宝马的重要合作伙伴。长期合作中，公司提升自身发动机技术、品控，完善供应链管理能力，为拓展海外中大排摩托车市场奠定基石。

图2：隆鑫通用和宝马持续开展合作



资料来源：公司官网，网易，国信证券经济研究所整理

持续开拓欧洲市场，有望成为具备强竞争力的全球摩企。在发展自主品牌的理念驱动下，公司以技术研发、品控为基石，和宝马合作提升产品质量，同时公司也在持续完善产品矩阵，拓展全球渠道，最终实现从“产品出海”到“品牌出海”的转变，无极品牌在欧洲市场已经具备一定知名度，未来将在拉美、东南亚等市场开拓，有望成为有全球影响力的摩托车企业。

图3：隆鑫通用的愿景、使命及价值观

企业愿景：

全球影响力 百年生命力

企业使命：

创造速度和能量、追求极限和极致、造福人类，以科技创造动感之美

企业价值观：

客户至上、奋斗进取、协同发展、贡献为本

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

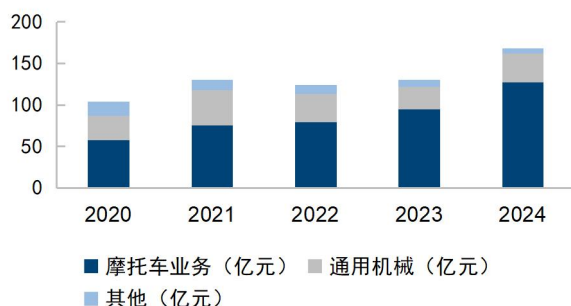
隆鑫通用：深耕摩托车及通机主业，迈向全球化新征程

我们认为，公司以摩托车发动机起家，多年发展形成“摩托车+通机”主业布局，产品覆盖广泛，无极等高端摩托车品牌海外拓展迅速，综合实力强劲。公司此前控股股东隆鑫控股破产重整，控股股东已变更为宗申新智造，破产重整正稳步推进，后续将解决同业竞争问题，此外公司此前由于收购资产等计提减值较多，随着控股股东变更完成，计提减值幅度收窄，有望迎来利润释放。

深化摩托车及通机业务布局，无极品牌快速成长

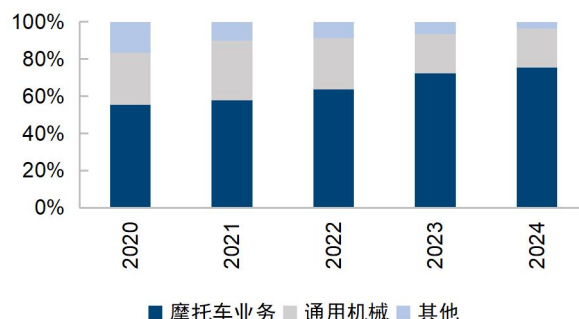
深化“摩托车+通机”主业布局，摩托车业务快速成长。隆鑫通用的主要业务包含摩托车及通机两部分，其中摩托车业务包括无极品牌、全地形车品牌、宝马业务、摩托车发动机等，公司加强无极、全地形车打造，摩托车业务收入及占比持续提升；通机业务方面，公司完善通用机械产品矩阵，开发多款燃料发电机及商用动力产品，扭转通机业务的下滑趋势。2020 年公司摩托车业务收入 57.9 亿元，至 2024 年增长至 126.9 亿元，复合增速为 21.7%，收入占比从 2020 年的 55% 提升至 2024 年的 75%，通机业务的收入从 2020 年的 29.0 亿元提升至 2024 年的 35.4 亿元，复合增速为 5%，收入占比则下降至 21%，其他业务包含汽车零部件、商用发电机组等，收入占比下降至 5% 以内。

图4：公司近年主营业务收入结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司近年主营业务收入占比



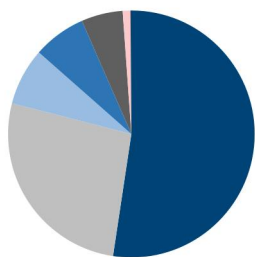
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从收入占比看，公司早期以小排量摩托车为主，2011 年公司摩托车的主要外销市场包括南美洲、北美洲、亚洲等，随着无极等高端品牌推出，摩托车销往欧洲的收入占比提升，2024 年无极在欧洲市场实现销售收入 10.21 亿元，占总收入比重为 6%。通机业务主要以外销为主，2011 年通机业务的主要外销市场包括北美洲、欧洲、亚洲等。

从自主品牌及贴牌代工的收入占比看，公司逐步从贴牌代工转型自主品牌，2025 年上半年公司高端自主品牌收入 23.34 亿元，同比增长 42.43%，占公司整体收入比重为 24%，主要包括无极摩托车、全地形车等业务。

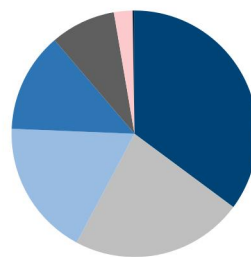
图6：2011 年摩托车业务分不同区域收入占比

图7：2011 年通机业务分不同区域收入占比



■ 中国 ■ 南美洲 ■ 北美洲 ■ 亚洲 ■ 非洲 ■ 欧洲 ■ 大洋洲

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



■ 北美洲 ■ 中国 ■ 欧洲 ■ 亚洲 ■ 南美洲 ■ 大洋洲 ■ 非洲

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

多年积累形成广泛的产品布局。公司旗下产品品类众多，包含摩托车、发动机、通用机械、全地形车、汽车零部件等，其中摩托车包括两轮、三轮及电动三轮等，两轮涵盖高端两轮摩托车无极；发动机包括针对两轮、三轮及全地形车的发动机产品；通机类产品主要可分为动力产品、发电机产品、水泵、草坪机/微耕机等，公司提供动力发动机、发电机的配套，部分产品也延伸至下游整机领域。

表1：隆鑫通用旗下相关产品布局

种类	系列	部分代表品牌
摩托车	隆鑫两轮摩托车	无极、途悦/山地途悦、赛悦/山地赛悦、福悦、劲悦
	劲隆两轮摩托车	超跑、大熊、领跑、劲福、劲速、新劲领
	隆鑫三轮摩托车	T5、T2、R5、R6、R1、皇冠、途逸
	隆鑫电动三轮车	隆悦 T 系、X 系、D 系、TD 系、S 系、Q 系
发动机	三轮摩托车发动机	三轮卧式发动机、三轮风冷发动机、三轮水冷发动机
	两轮摩托车发动机	弯梁车发动机、骑士车发动机、踏板车发动机
	全地形车发动机	CVT300 水冷、CVT500 水冷、CVT700 水冷、SM300 水冷、YF300 水冷内倒
通用动力机械	动力产品	电喷动力、通用动力、专用动力、园林机械动力、柴油动力
	发电机产品	家用备用发电机、家用常用发电机、高速静音变频发电机、便携式储能电源、商用发电机
	水泵产品	清水泵、高扬程清水泵、专用水泵
	草坪机/微耕机产品	微耕机系列、锂电草坪机系列
农机	发电机系列	变频发电机组、A 系列发电机组、新 DC 系列发电机组、10KW 系列发电机组
	水泵系列	清水泵、高扬程清水泵、柴油机水泵
	微耕机系列	75 型微耕机系列
全地形车	ATV/UTV 等	LX700ATV、LX250ATV-F、LX200ATV-U、LX700UTV
汽车零部件	铸造产品	FB200 曲轴箱体、油底壳、MYB00 气缸盖罩、CK-14 机油盘上体、离合器壳体
	机加产品	-

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

以摩托车发动机起家，持续拓展业务范围。隆鑫通用前身成立于 1993 年，以摩托车发动机业务为主，1998 年公司第一台摩托车上市，2001 年第一台通用汽油机上市，较早布局摩托车及通机相关业务。2005 年公司与宝马开始合作，包含整车、发动机等产品，通过合作提升自身的研发及生产能力。2018 年公司发布自主高端品牌无极，2022 年发布电动摩托车品牌，业务线条持续完善。

图8：隆鑫通用的发展历程



资料来源：公司官网，百度百科，国信证券经济研究所整理

股权重整逐步落地，保障长期稳定发展

股权重整稳步推进，控股股东变更为宗申新智造。2024年7月3日，隆鑫系十三家公司与宗申新智造签署重整投资协议，宗申新智造支付投资款后将成为公司第一大股东、控股股东，7月11日隆鑫系十三家公司与重庆渝富资本签署重整投资协议，渝富资本将取得公司15.52%的股份；至2024年12月20日，重庆五中院裁定将隆鑫控股持有隆鑫通用累计504,172,175股股票过户给宗申新智造，将隆鑫控股持有隆鑫通用累计318,709,695股股票过户给渝富资本，至此公司控股股东变更为宗申新智造。

表2：隆鑫通用本次股权重整的具体进展

时间	具体进展
2024年7月3日	公司控股股东隆鑫控股等十三家公司管理人代表债权人行使隆鑫系十三家企业全体股东权利，与重庆宗申新智造科技有限公司签署了《重整投资协议》，宗申新智造支付重整投资款总金额共计334,600万元，取得隆鑫控股持有的隆鑫通用504,172,175股股票，占隆鑫通用总股本24.5513%的股份，将成为隆鑫通用第一大股东、控股股东，宗申新智造实际控制人左宗申先生将成为隆鑫通用实际控制人。
2024年7月12日	(1) 隆鑫系十三家公司重整管理人账户已于近日收到重整投资人宗申新智造支付的首笔重整投资款6.73亿元。截至2024年7月11日，现金债权已清偿金额仍为1,632,575,397.68元，占现金清偿债权总额的16.59%。 (2) 2024年7月11日，隆鑫系十三家公司、管理人与重庆渝富资本运营集团有限公司签署了《重整投资协议》，按协议约定，渝富资本以支付总金额共计211,500万元，将取得隆鑫控股持有隆鑫通用318,709,695股股票，占隆鑫通用总股本15.52%的股份。
2024年8月1日	截至目前，隆鑫系十三家公司重整管理人账户已收到重整投资人宗申新智造和渝富资本分别支付的首笔重整投资款6.73亿元和4.23亿元。截至2024年7月31日，现金债权已清偿金额仍为1,632,575,397.68元，占现金清偿债权总额的16.59%。
2024年8月8日	(1) 截至目前，隆鑫系十三家公司重整管理人账户已收到重整投资人宗申新智造和渝富资本分别支付的首笔重整投资款6.73亿元和4.23亿元。截至2024年8月7日，现金债权已清偿金额为2,103,607,903.20元，占现金清偿债权总额的21.38%。 (2) 按照《重整投资协议一》，管理人向重庆市第五中级人民法院申请将宗申新智造已支付的第一笔重整投资款对应的隆鑫控股有限公司持有隆鑫通用101,407,015股股票过户给宗申新智造，占隆鑫通用总股本的4.94%。
2024年8月14日	(1) 法院裁定将隆鑫控股持有隆鑫通用63,741,939股股票过户给渝富资本，占公司总股本的3.10%。 (2) 截至2024年8月13日，现金债权已清偿金额为2,103,607,903.20元，占现金清偿债权总额的21.38%。
2024年8月21日	(1) 隆鑫系十三家公司重整管理人账户已收到宗申新智造和渝富资本分别支付的两笔重整投资款累计13.46亿元和8.46亿元。同时，根据重庆五中院作出的相关民事裁定书，法院裁定将隆鑫控股持有隆鑫通用累计202,814,030股股票过户给宗申新智造，占公司总股本的9.88%；将隆鑫控股持有隆鑫通用127,483,878股股票过户给渝富资本，占公司总股本的6.20%。 (2) 截至2024年8月20日，现金债权已清偿金额为2,903,607,901.57元，占现金清偿债权总额的29.51%。
2024年9月25日	(1) 截至2024年9月24日，隆鑫系十三家公司重整管理人账户已收到宗申新智造和渝

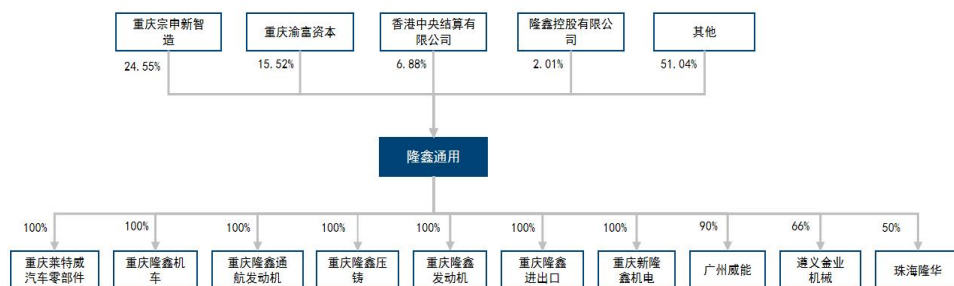
	富资本分别支付的重整投资款累计 13.46 亿元和 8.46 亿元。
	(2) 截至 2024 年 9 月 24 日, 现金债权已清偿金额为 3,106,621,021.71 元, 占现金清偿债权总额的 31.57%。
2024 年 10 月 29 日	(1) 截至 2024 年 10 月 28 日, 隆鑫系十三家公司重整管理人账户已收到宗申新智造和渝富资本分别支付的重整投资款累计 13.46 亿元和 8.46 亿元。
	(2) 截至 2024 年 10 月 24 日, 现金债权已清偿金额为 3,111,196,419.39 元, 占现金清偿债权总额的 31.62%。
2024 年 11 月 27 日	截至 2024 年 11 月 26 日, 国家市场监督管理总局出具了《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》, 对重庆宗申新智造科技有限公司收购隆鑫通用动力股份有限公司股权案不予禁止。
2024 年 12 月 20 日	(1) 截至目前, 重庆五中院已裁定将隆鑫控股持有隆鑫通用累计 504,172,175 股股票过户给宗申新智造, 占公司总股本的 24.5513%; 将隆鑫控股持有隆鑫通用累计 318,709,695 股股票过户给渝富资本, 占公司总股本的 15.52%。
	(2) 截至 2024 年 12 月 19 日, 现金债权已清偿金额为 5,832,535,310.59 元, 占现金清偿债权总额的 59.28%。
2024 年 12 月 25 日	2024 年 12 月 20 日, 已将隆鑫控股持有隆鑫通用累计 504,172,175 股股票司法划转过户至宗申新智造, 至此, 公司控股股东已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; 已将隆鑫控股持有隆鑫通用累计 318,709,695 股股票司法划转过户至渝富资本。
2025 年 2 月 22 日	截至目前, 隆鑫控股持有公司 205,354,185 股股票, 占公司总股本 10%, 根据《重整计划》隆鑫控股持有公司 10% 的股份将对普通债权按相应比例抵偿给相应债权人。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

股权结构明晰, 子公司分工明确。经过股权重整后, 公司大股东变更为重庆宗申新智造, 持股比例达 24.55%, 重庆渝富资本持股比例为 15.52%, 隆鑫控股的持股比例下降至 4.05%。

公司旗下控股及参股公司中, 重庆隆鑫机车、重庆隆鑫发动机负责摩托车整车及发动机产销, 重庆莱特威、隆鑫压铸、广州威能、金业机械、珠海隆华等分别负责汽车零部件、压铸件、发电机组、航空航天零部件、无人机等业务的生产销售。

图9: 隆鑫通用股权结构图 (截止 2025 年 11 月 5 日)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

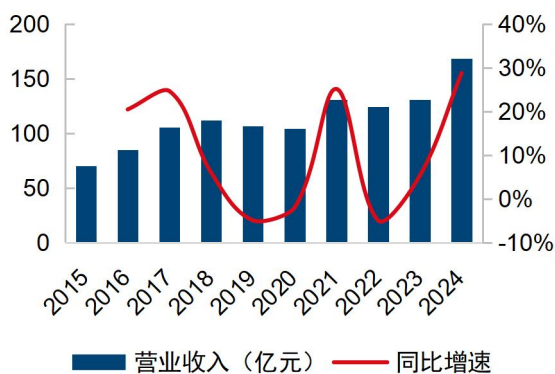
后续公司将解决同业竞争问题。宗申新智造的股东及其关联方存在摩托车及通机等业务, 和隆鑫通用的主要业务存在同业竞争情况, 需要在相应期限内解决同业竞争问题。宗申新智造将在取得隆鑫通用控制权的 30 个月内, 解决隆鑫通用及宗申动力之间存在的同业竞争问题, 将在取得隆鑫通用控制权的 5 年内, 解决隆鑫通用及宗申新智造控制的非上市资产的同业竞争问题。

前期计提减值幅度收窄, 促进利润释放

多年营收保持提升，2024 年收入增速较快。2015–2024 年公司营业收入从 70.4 亿元增长至 168.2 亿元，复合增速为 10.2%，2018–2020 年公司收入有所下滑，主要由于通机业务收入受中美贸易摩擦而下滑，2022–2023 年公司收入体量基本稳定，其中摩托车业务收入同比增长，通机业务收入受全球通胀等影响下滑；2024 年收入同比增长 28%，恢复较快增长，受益于摩托车出口提升及通机业务恢复。

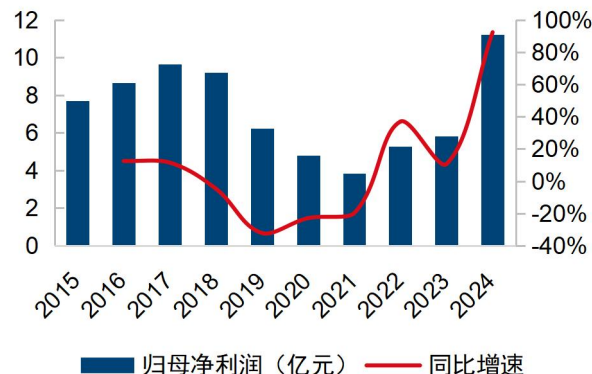
2024 年利润明显释放。2018–2021 年公司净利润持续下滑，主要受计提商誉减值等影响，公司此前通过股权受让增资等方式取得部分公司股权，相关公司收入及利润下滑导致计提减值较多，拖累整体净利润，公司净利润从 2017 年的 9.7 亿元下降至 2021 年的 3.9 亿元。2022 年后净利润逐步恢复，2024 年公司净利润 11.2 亿元，同比增长 92.3%，主要由于计提减值损失明显减少，以及无极摩托车增长较快、通机业务恢复等。

图10：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

利润率逐步恢复。2018 年后通机业务承压，公司计提减值损失较多，利润率明显下降，2021 年公司毛利率 13.8%，净利率 2.8%，随着通机业务恢复，无极等高端摩托车收入占比提升，叠加计提减值损失减少，利润率整体改善，2024 年公司毛利率恢复至 17.6%，净利率恢复至 6.3%。从单季度利润率看，2021–2023 年的四季度公司净利率始终为负，2024Q4 单季度净利率由负转正，计提减值减少，利润率有所恢复。

图12：公司毛利率和净利率

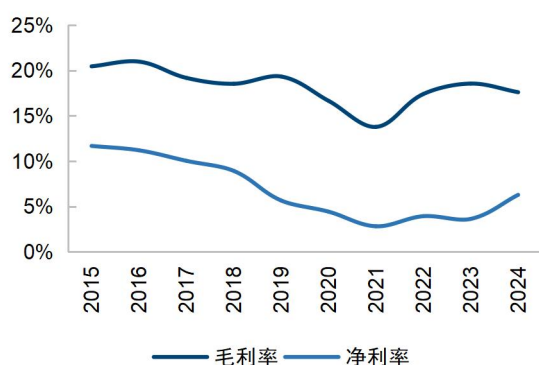
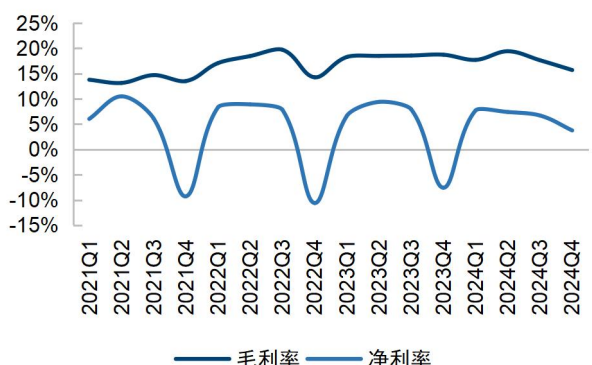


图13：公司季度毛利率和净利率

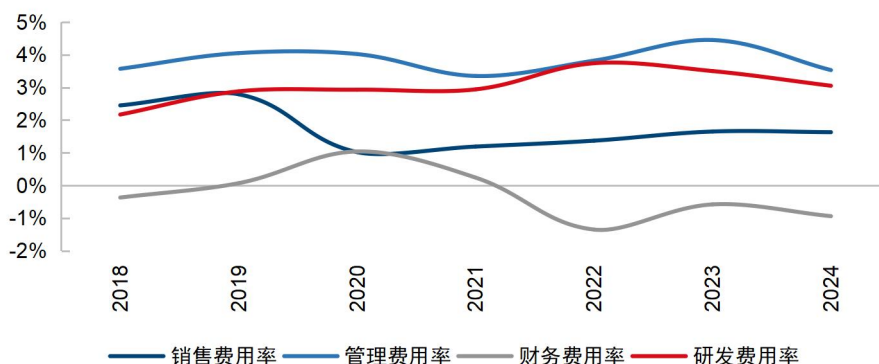


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

综合费用率相对稳定，研发费用率提升。公司整体费用率保持稳定，2018 年综合费用率为 7.8%，2024 年综合费用率为 7.3%，其中销售费用率持续下降，从 2018 年的 2.5%下降至 2024 年的 1.6%，公司加大研发投入，2018-2024 年研发费用率从 2.2%提升至 3.1%，管理、财务费用率基本稳定。

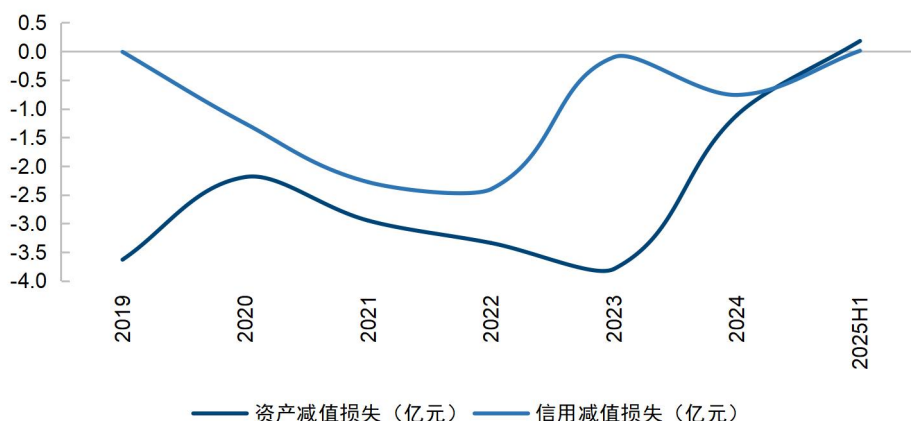
图14：公司各项费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

计提减值幅度收窄。公司过往计提减值较多，主要由于前期收购山东丽驰、意大利 CMD 公司、贵州金业机械等收入或利润同比下滑，公司对其进行相应减值计提，2019-2023 年公司计提的资产减值损失及信用减值损失总金额在 3 亿元以上，2024 年资产减值损失及信用减值损失金额总计为 1.87 亿元，较过往年度明显收窄，2025 年上半年减值损失金额进一步收窄。从公司的商誉看，2019 年公司商誉金额为 10.2 亿元，经过前期计提，2024 年公司商誉金额为 0，预计随着前期已经计提较多减值，后续减值幅度有望收窄。

图15：公司资产减值损失及信用减值损失



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

无极摩托车品牌：挺进欧洲及南美市场

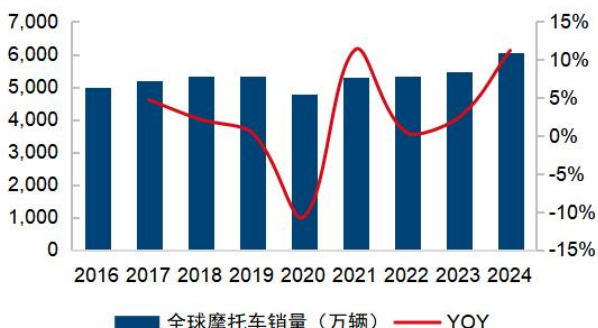
我们认为，海外摩托车市场空间远高于国内，公司凭借发动机领域的优势，打造休旅、踏板等爆款车型，公司在海外拓展中坚持“1+N”战略，先深耕单一市场，后续拓展至其他特点相似的市场，从而实现市占率突破。无极品牌在意大利、西班牙等市场已经形成一定品牌知名度，西班牙市场市占率超5%，随着产品矩阵完善及渠道拓展，有望在欧洲其他国家、南美市场发力，无极高端品牌出海有望保持高成长。

海外市场空间广阔，持续开拓欧洲及南美

全球摩托车销量小幅增长。2024 年全球摩托车销量 6069 万辆，同比提升 11.2%，2016-2024 年销量复合增速为 2.5%。2020 年由于疫情突发事件冲击，导致全球摩托车销量下滑至 4716 万辆，同比下降 10.7%，疫情导致摩托车的部分消费需求延后释放，2021 年销量较快恢复至 5309 万辆，同比增长 11.3%，回到疫情前水平，2022-2023 年摩托车销量同比增速回落至 5%以内，2024 年增速有所提升。

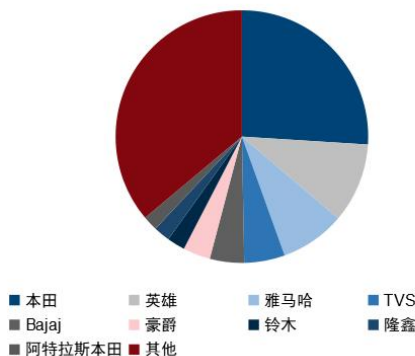
头部企业以日系、印度系等为主。全球摩托车市场上销量占比较高的企业包括日系品牌如本田、雅马哈、铃木等，以及印度系品牌如英雄、TVS、Bajaj 等，其中本田的市占率遥遥领先，高达 26%，其次是印度系品牌英雄，市占率达到 10.2%，中国品牌如隆鑫、豪爵等市占率不足 5%。

图16：全球摩托车销量及同比增速



资料来源：statista，国信证券经济研究所整理

图17：2025H1 全球不同品牌摩托车销量份额



资料来源：statista，国信证券经济研究所整理

全球分不同市场看，摩托车销量占比最高的区域主要是南亚&东南亚市场，其中印度、印尼、越南、泰国、马来西亚等重点国家的摩托车销量总计接近 3000 万辆，其次是北美、南美、非洲等市场，摩托车总销量都超过 200 万辆，欧洲等市场摩托车销量在 100-200 万辆之间，中东土耳其摩托车销量近年来快速提升。全球市场中各国不同排量段占比差异较大，对全球中大排市场空间进行测算并做如下假设：

根据 IMMA 及 statista，美国中大排摩托车渗透率 94%；欧洲排量在 500cc 以上摩托车渗透率 32%，250cc 以上摩托车渗透率占比则更高，假设北美、欧洲中大排渗透率分别为 94%、40%；

大洋洲、南美等市场上中大排摩托车也占据一定份额，南美市场上如哥伦比亚

的中大排摩托车渗透率 23%, 假设南美、大洋洲的中大排渗透率分别为 23%、15%;

中东、非洲、南亚&东南亚等市场更加偏向于小排量摩托车, 大排量摩托车占比较低, 假设各市场中大排渗透率均为 3%;

经测算, 全球中大排市场销量总计约为 455 万辆, 主要来源地区包括北美、南美、欧洲等地。南亚&东南亚市场由于摩托车总数高, 中大排摩托车虽然销量占比较低, 也有一定空间, 此外 250cc 排量的摩托车并未在测算中反映, 考虑 250cc 排量段后空间更大。2024 年中国中大排摩托车内销的总销量为 39.75 万辆, 相较于国内中大排摩托车销量, 海外中大排摩托车整体销量空间远高于国内, 国内摩托车企业发展海外市场有较大成长机会。

表3: 海外摩托车市场分不同区域及国家的销量

全球分区域	国家	2021 年销量 (万辆)	2022 年销量 (万辆)	2023 年销量 (万辆)	2024 年销量 (万辆)	中大排渗透率假设	中大排销量 (万辆)
北美	美国	55	54	55	58	94%	198
	加拿大	7	7	7	7		
	墨西哥	117	125	125	145		
	北美整体	179	185	187	211		
南美	巴西	120	141	144	153	23%	72
	阿根廷	35	39	42	50		
	南美整体	269	298	291	311		
大洋洲	澳大利亚	12	10	9	10	15%	2
	大洋洲整体	14	12	11	12		
欧洲	西班牙	17	18	20	23	40%	75
	意大利	27	27	32	35		
	英国	11	11	11	11		
	法国	21	19	21	21		
	德国	20	20	21	25		
	欧洲整体	154	151	157	188		
中东	土耳其	23	40	94	118	3%	4
	伊朗	13	12	13	13		
	伊拉克	6	6	7	7		
非洲	埃及	25	25	26	27	3%	7
	尼日利亚	63	62	64	68		
	非洲整体	217	213	217	228		
南亚&东南亚	印度	1293	1542	1546	1893	3%	97
	印尼	475	490	570	667		
	越南	249	300	269	279		
	泰国	153	170	176	183		
	马来西亚	50	68	57	60		
	菲律宾	144	156	150	159		
总计		3240	3644	3744	4328	11%	455

资料来源: statista, IMMA, ACEM, 国信证券经济研究所整理

■ 欧洲市场

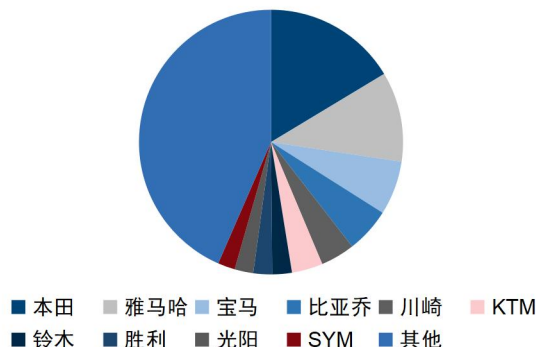
欧洲市场销量小幅提升, 以日系、欧系品牌为主, 集中度相对较低。欧洲市场上消费者对节约能源和环境保护的意识不断增强, 摩托车作为价格适中、方便快捷的产品, 逐步成为欧洲人通勤代步、短途出行的重要交通工具。2015 年欧洲摩托车销量约为 116 万辆, 至 2024 年增长至 188 万辆, 年销量复合增速 5.5%。欧洲摩托车市场的主要参与者是日系及欧洲本土品牌, 排名前列的日系品牌包括本田、雅马哈、川崎、铃木等, 2025H1 本田和雅马哈包揽欧洲摩托车销量前两位, 市占率分别为 16.4%、11%, 市占率排名靠前的欧系品牌包括宝马、比亚乔、KTM 等, 市占率均在 10%以内。

图18: 欧洲摩托车销量及同比增速



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

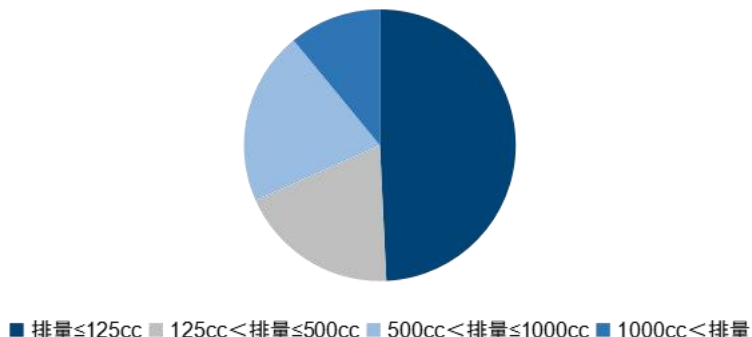
图19: 2025H1 欧洲不同品牌摩托车的销量份额



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

欧洲市场上中大排及小排量摩托车均占据一席之地。欧洲的城市道路相对狭窄，小排量摩托车在通勤方面有很好的便利性，但同时欧洲的摩托车文化浓厚，玩乐类大排量摩托车同样有消费需求，因此欧洲摩托车市场上小排量及大排量产品均占据一定份额。125cc 以下的摩托车销量份额占 49%，125cc 以上摩托车销量份额达 51%，其中排量在 500-1000cc 之间的摩托车销量占比为 21%，1000cc 以上的摩托车销量占比 11%，小排量及大排量摩托车均有发展空间。

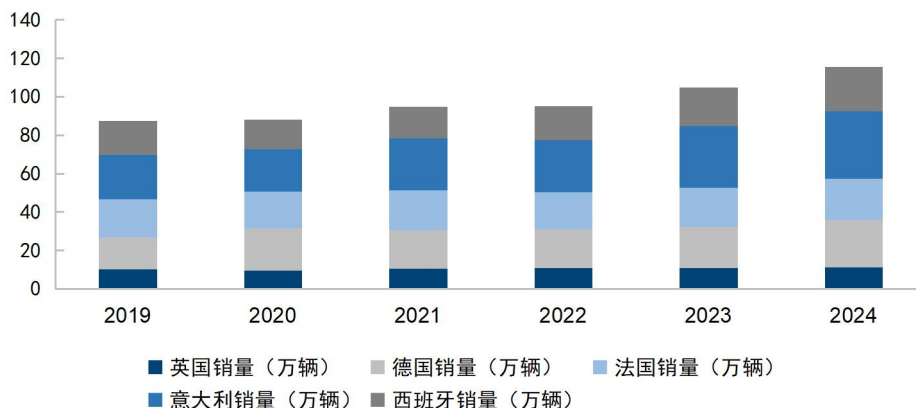
图20: 2016 年欧洲不同排量段摩托车销量占比



资料来源: ACEM, 国信证券经济研究所整理

欧洲五国是欧洲摩托车销售的核心市场。欧洲主要摩托车销售市场为欧洲五国，包含英国、德国、法国、意大利、西班牙，根据 ACEM，欧洲五国销量占欧洲整体销量的 80% 左右。2024 年上述国家摩托车销量分别为 11.1/24.9/21.4/35.2/23.0 万辆，意大利销量超过 30 万辆，德国、法国、西班牙销量在 20-30 万辆之间，英国销量超过 10 万辆。德国、意大利、西班牙市场的摩托车销量增速较快，2019-2024 年上述国家销量复合增速分别为 8.3%/8.7%/5.3%，英国、法国市场摩托车销量稳定，2019-2024 年销量复合增速在 2% 以内。

图21: 2019-2024 年欧洲五国摩托车年销量

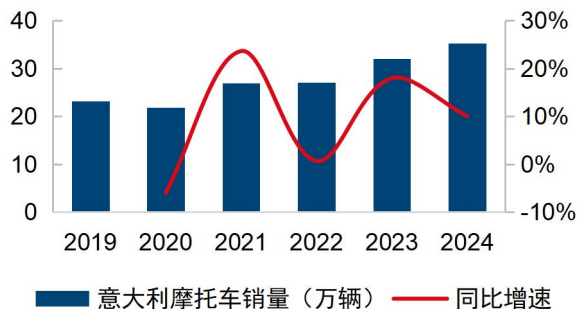


资料来源：ACEM，国信证券经济研究所整理

2019-2024 年意大利摩托车年销量复合增速达 9%。2020 年受疫情等拖累，意大利摩托车销量 21.8 万辆，同比下降 6%，2021 年后疫情得到控制，摩托车销量恢复，2021-2024 年摩托车市场均保持同比增长，2024 年意大利摩托车销售 35.2 万辆，同比增长 10%，2019-2024 年销量复合增速为 9%，保持小幅提升。

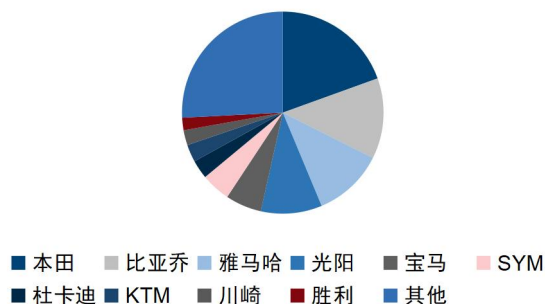
本田、雅马哈等日系以及欧系企业占据较高销量份额。意大利摩托车市场以日系及欧系品牌为主，头部企业为本田、比亚乔、雅马哈，销量份额分别为 19.5%、12.9%、11.3%，其他份额相对较高的企业包括光阳、宝马、杜卡迪等，除头部三大品牌外其他品牌销量份额均不足 10%。

图22: 意大利摩托车年销量及同比增速



资料来源：意大利摩托车配件协会，国信证券经济研究所整理

图23: 2025H1 意大利不同品牌摩托车的销量份额



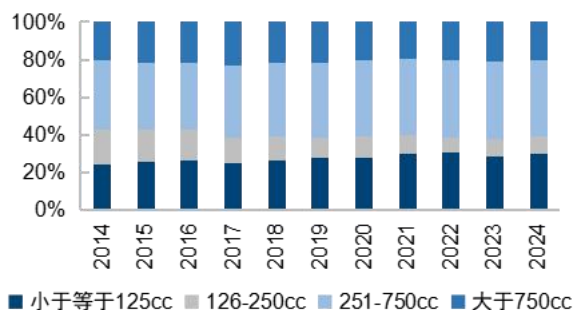
资料来源：statista，国信证券经济研究所整理

意大利摩托车销量集中于 125cc 以下及 250cc 以上排量。2014-2024 年意大利市场摩托车中小于等于 125cc 排量占比持续提升，251-750cc 排量占比也有小幅增长，126-250cc 排量占比下降较多；2024 年意大利摩托车销量中占比最高的排量段为 251-750cc，销量占比 40%，小于等于 125cc 排量段占比 30%，大于 750cc、126-250cc 排量段占比相对较低，大排量及小排量产品均占据一定销量份额。

踏板、越野、街车占据市场主流。2024 年意大利摩托车市场中踏板/越野/街车销量占比分别为 52%/21%/17%，踏板及越野摩托车销量占比较高，其他运动/休旅/巡航类摩托车销量占比在 10%以内。2014-2024 年越野、街车销量占比提升，

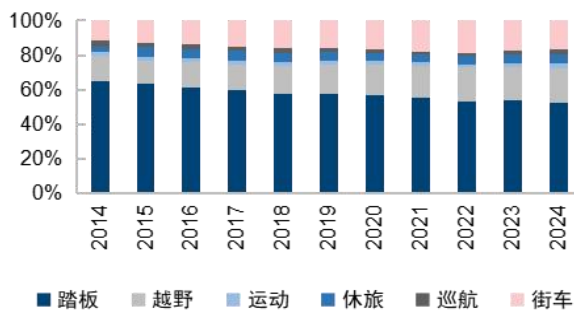
踏板车销量占比虽然有一定下降，仍高于 50%。

图24：意大利摩托车分排量段销量占比



资料来源：意大利摩托车配件协会，国信证券经济研究所整理

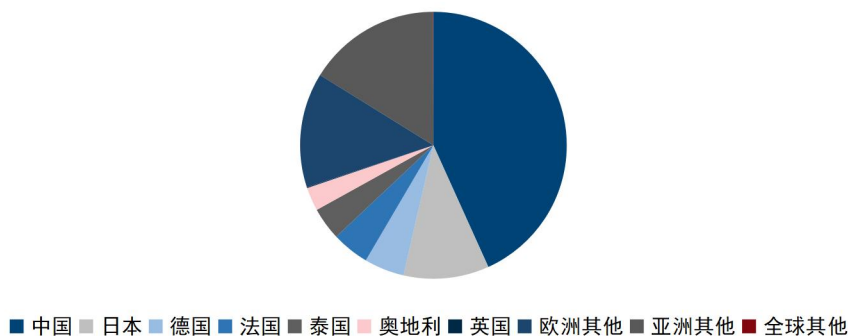
图25：意大利摩托车分产品类型销量占比



资料来源：意大利摩托车配件协会，国信证券经济研究所整理

意大利摩托车进口以中国、日本为主。2024 年意大利进口摩托车销量中，来源于中国的进口数量占比最高，达 43.2%，其次是来源于日本，进口数量占比达 10.4%，来源于德国、法国、泰国、奥地利等其他国家的进口量占比在 5%以内。

图26：2024 年意大利摩托车进口量分国家销量占比



资料来源：意大利摩托车配件协会，国信证券经济研究所整理

西班牙摩托车市场稳步增长。2021 年后西班牙摩托车销量持续提升，2024 年西班牙摩托车销量为 23 万辆，同比增长 14.4%，2021-2024 年销量复合增速为 11.4%。

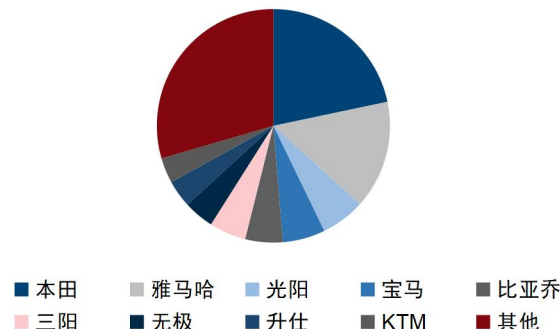
日系品牌占据主要份额，欧系及中国品牌次之。2024 年西班牙摩托车市场上，日系品牌占据主要份额，本田、雅马哈销量份额分别为 21.7%、15%，其他品牌销量份额不足 10%，和本田、雅马哈有一定差距，其他品牌包含欧系品牌，如宝马、KTM、比亚乔等，以及中国品牌，如无极、升仕、光阳、三阳等，2024 年无极、升仕的销量占比分别为 4.2%、3.8%，2025 年 1-8 月无极市占率已经突破 5%。

图27：西班牙摩托车年销量及同比增速

图28：2024 年西班牙不同品牌摩托车的销量份额



资料来源：西班牙两轮车行业协会，国信证券经济研究所整理

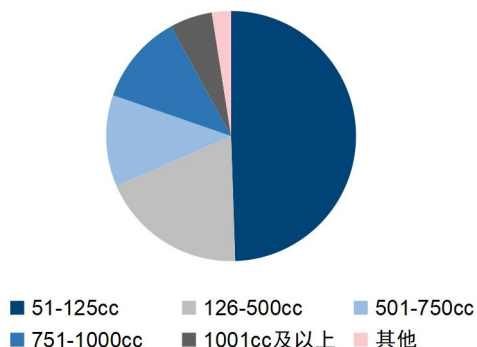


资料来源：西班牙两轮车行业协会，国信证券经济研究所整理

西班牙摩托车市场以踏板车、公路车为主。2024年西班牙摩托车市场中，踏板车销量占比52.7%，公路车销量占比42.4%，摩托车市场以踏板车、公路车为主，踏板车销量占比较高。

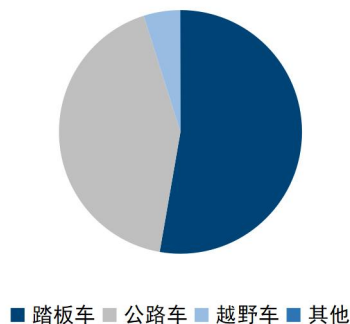
125cc以下小排量摩托车销量占比接近50%。2024年西班牙摩托车市场中51-125cc/126-500cc/501-750cc/751-1000cc/1001cc及以上销量占比分别为49.5%/19%/11.8%/11.7%/5.5%，125cc及以下小排量摩托车销量占比最高，126-500cc排量销量占比位居第二。

图29：2024年西班牙摩托车分排量销量占比



资料来源：西班牙两轮车行业协会，国信证券经济研究所整理

图30：2024年西班牙摩托车分类型销量占比



资料来源：西班牙两轮车行业协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：西班牙两轮车行业协会，国信证券经济研究所整理

■ 南美市场

南美摩托车销量波动较大，2024年小幅提升。南美摩托车市场总体趋势保持提升，不同年份之间波动较大，2018-2020年市场整体保持稳定，在220-240万辆之间，2021-2022年销量保持较快提升，2024年南美市场销售311万辆，同比增长6.9%，2015-2024年销量复合增速为2.4%。

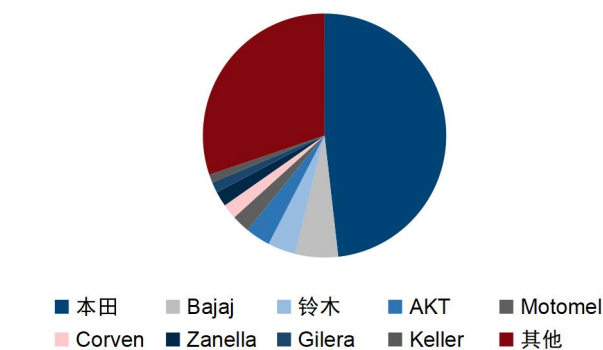
本田一家独大，其他企业销量份额不高。南美摩托车市场头部企业为本田，销量份额占48.2%，明显领先于其他竞争对手，后续企业包括Bajaj、铃木等，市场份额分别为5.7%、3.7%，其他企业份额在4%以内。

图31：南美市场摩托车销量及同比增速

图32：2025H1 南美市场不同品牌摩托车的销量份额



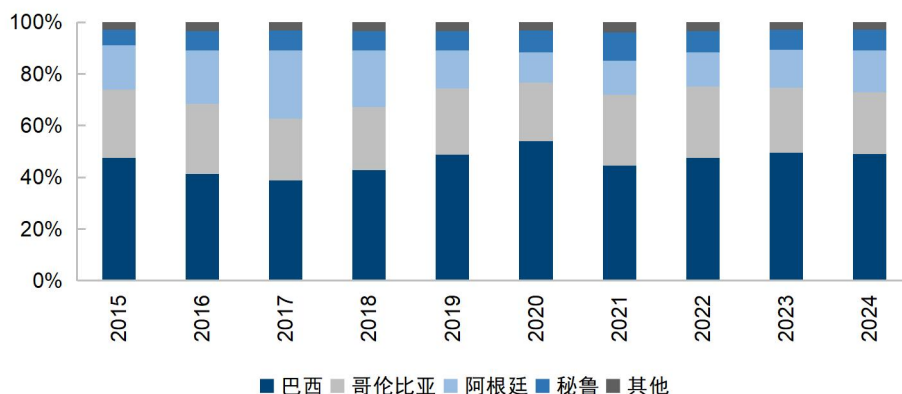
资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

南美摩托车销量主要集中于巴西、哥伦比亚。南美摩托车市场的销量份额主要集中于巴西、哥伦比亚、阿根廷和秘鲁，其中巴西占据主要销量份额，2024年销量占比49%，是南美最主要市场，2024年哥伦比亚销量份额24%。2015-2024年头部两大市场巴西、哥伦比亚的销量份额相对稳定，除头部四大市场之外，其他市场销量份额总计在5%以内。

图33: 南美市场上主要国家摩托车销量份额



资料来源: statista, 国信证券经济研究所整理

巴西摩托车市场总产量超百万，近年来保持稳步提升。2021年后巴西摩托车市场的产量增速每年保持在10%以上，2024年总产量为174.8万辆，同比增长11.1%，自2014年以来达到较高位。

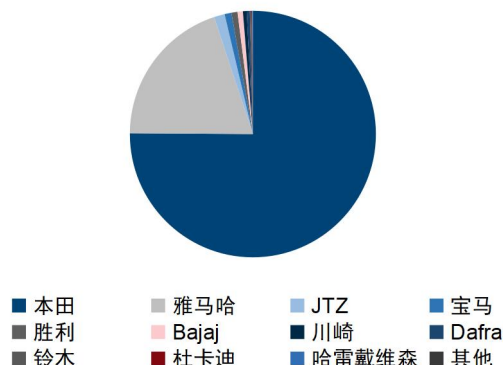
本田、雅马哈等日系品牌占据主要份额，市场集中度高。2024年巴西摩托车市场分品牌产量占比中，本田、雅马哈两家独大，占据市场90%以上份额，其中本田产量占比为75.1%，雅马哈产量占比为19.8%，其他欧系、美系、印度系单一品牌产量占比不足2%，和头部品牌差距较大。

图34: 巴西市场摩托车年产量及同比增速

图35: 2024年巴西市场摩托车市场按产量份额



资料来源：巴西摩托车协会，国信证券经济研究所整理

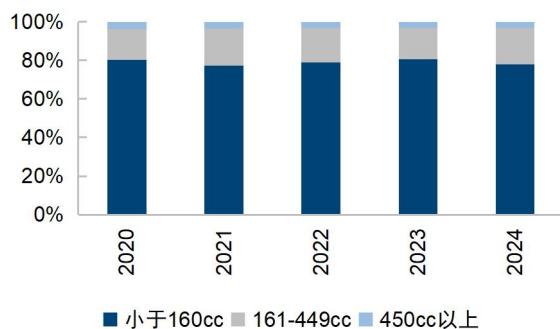


资料来源：巴西摩托车协会，国信证券经济研究所整理

巴西市场以小排量摩托车为主。2024 年巴西摩托车市场上小于等于 160cc/161-449cc/450cc 及以上排量段产量占比分别为 78.1%/18.7%/3.2%，小排量摩托车占据主流，450cc 以上排量段产量占比相对较低。

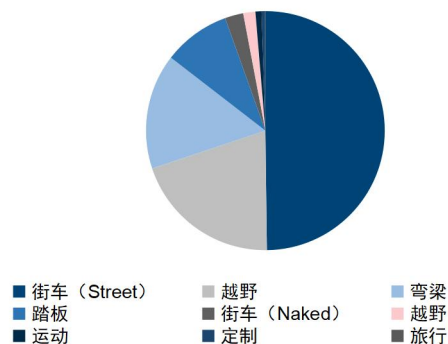
街车、越野及踏板摩托车是主流产品。2024 年巴西摩托车市场中，产量占比较高的车型包括街车、越野车及弯梁车，产量占比分别为 49.8%、20.1%、15.6%，街车（Street）类的摩托车产量占比接近全市场产量一半；产量占比相对较低的类型包括旅行类、运动类等。

图36: 巴西摩托车分排量产量占比



资料来源：巴西摩托车协会，国信证券经济研究所整理

图37: 巴西摩托车分类型产量占比



资料来源：巴西摩托车协会，国信证券经济研究所整理

完善无极产品及渠道，爆款产品提升市占率

2018 年无极品牌正式发布，实现海外市场拓展。2018 年 9 月隆鑫旗下高端机车品牌无极正式发布，开启新时代大排量之路，无极品牌亮相中国国际摩托车博览会、意大利米兰展等多个展览，强化品牌宣传推广，2019 年无极在海外市市场已经实现欧洲、美洲、亚洲等多个国家和地区的销售，并与意大利奥古斯塔合作拓展大排量产品。无极推出后也在持续补齐产品线，2022 年发布首款大踏板 SR4 MAX，2023 年发布首款巡航车 CU525，无极逐步形成街车、复古、拉力、跑车等多样化的家族产品，获得用户认可。

图38: 隆鑫无极品牌的发展历程及相关产品



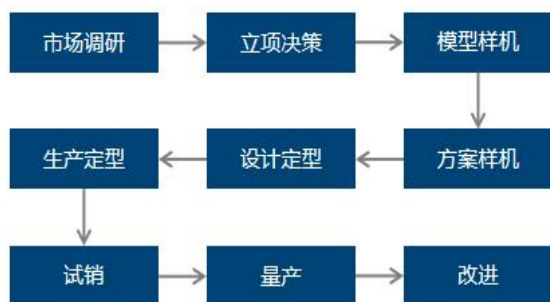
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

摩托车产业具有较高的技术门槛, 其产品研发是系统工程, 包括对外观、动力、传动、电器、悬挂、安全等各方面开发设计及性能匹配、排放及噪声控制、操控性及舒适性等实验验证环节, 对企业研发投入、技术水平等要求较高。

公司具备从项目策划、设计、验证到产品实现的全过程正向自主开发能力, 与宝马在大排量摩托车发动机领域开展合作, 为宝马提供符合质量标准的产品, 在合作过程中, 通过学习宝马的质量管理办法及供应商管理办法, 对公司的发动机质量控制起到促进作用。

公司已经形成两轮通勤动力、踏板动力、中大排动力等完备的发动机产品矩阵, 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, 通过“需求感知-技术响应-智造协同”的闭环体系, 公司在摩托车动力系统领域具备较强竞争力。

图 39: 隆鑫通用的摩托车产品研发流程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 40: 隆鑫通用在摩托车动力系统领域形成的竞争优势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

无极旗下产品布局广泛, 休旅、踏板、仿赛等车型丰富。公司布局产品涵盖巡航太子、冒险休旅、踏板、仿赛、街车、复古等多样化品类, 形成完善的产品布局, 其中冒险休旅、踏板、仿赛细分类型为公司布局重点, 冒险休旅车型中, 公司推出产品包括 300DS、300GY、500DS、DS525、DS625X、650DS、DS900X 等, 细分排量段从 300cc 延伸至 900cc, 多样化排量段满足消费需求; 踏板车领域, 公司推出 SR150GT、SR150C、SR150S、SR250GT、SR4MAX 等, 小排量踏板车领域推出多款产品, 巩固产品端的竞争优势。

图41：无极品牌的主要摩托车类型及相关产品



资料来源：公司官网，摩托范，国信证券经济研究所整理

以隆鑫无极的代表性产品 SR250GT、CU525 等为例，推出后获得市场认可，产品具备高性价比，在踏板及巡航等领域增强竞争力。

踏板车 SR250GT 具备高性价比，上市后持续热销。对比隆鑫无极 SR250GT 及赛科龙 RT2、QJMOTOR 鸿 250 等竞品，SR250GT 具备以下特点：1) 油箱容量较大：SR250GT 的油箱容量达 14L，其他竞品容量在 13L 以内；2) 最大功率等参数较强：SR250GT 的最大功率为 19kW 优于竞品，竞品赛科龙 RT2 的最大功率 18kW，鸿 250 的最大功率 18.5kW，最大扭矩层面 SR250GT 略低于竞品；3) 整备质量较小，灵活性强：SR250GT 的整备质量为 165kg，竞品的整备质量超过 170kg；4) 定价层面具备性价比优势：SR250GT 定价为 15980 元，不足 1.6 万元，略低于赛科龙 RT2 的 15988 元，远低于鸿 250 的 17999 元，价格较低的同时动力性、其他配置层面满足消费需求，具备高性价比，上市后重新定义踏板车市场，促进产品热销。

表4：隆鑫通用 SR250GT 及相关竞品的参数对比

产品名称	2025 款无极 SR250GT Play 版	2025 款赛科龙 RT2 都市版	2025 款 QJMOTOR 鸿 250 智能版
参考价（元）	15980	15988	17999
类型	踏板	踏板	踏板
最高车速（km/h）	125	120	-
排量（cc）	250	250	250
发动机	单缸	单缸	单缸
最大功率（kW）	19	18	18.5
最大扭矩（N·m）	23	24.5	24.5
长×宽×高（mm）	2100x795x1390	2085x785x1280	2180x805x1280
轴距（mm）	1525	1400	1513
主油箱容量（L）	14	12.6	10.2
整备质量（kg）	165	175	182
前悬挂系统	正立式减震	φ 35mm 正置液压弹簧伸缩式前减震	正立式减震

后悬挂系统	双减震	5 段可调后减震	弹簧阻尼式
仪表盘	7 寸液晶负显彩屏	液晶仪表	7 寸智能仪表
USB 充电口	标配	标配	标配

资料来源：摩托范，搜狐汽车，网易，国信证券经济研究所整理

在巡航太子摩托车领域，对比隆鑫无极 CU525 及竞品奔达拿破仑 450、QJMOTOR 闪 500S，CU525 在**动力性、定价、灵活性**等方面同样具备竞争优势，1) **CU525 动力性表现出色**：CU525 作为 500cc 的摩托产品，最大功率达 39.6kW，最大扭矩达 50.5N·m，最大功率和最大扭矩均超越竞品；2) **整备质量较小**：CU525 整备质量 178kg，其他竞品的整备质量在 195kg 以上；3) **定价低于竞品**：CU525 定价 26666 元，竞品奔达拿破仑 450 定价 26900 元，QJMOTOR 闪 500S 定价 28999 元，均高于 CU525，CU525 综合性价比优势凸显。此外公司还为 CU525 打造具备无极特质辨识度的排气声浪，吸引消费者。

表5: 隆鑫通用 CU525 及相关竞品的参数对比

产品名称	2025 款无极 CU525 都市版	2023 款奔达拿破仑 450	2022 款 QJMOTOR 闪 500S 链条版
参考价 (元)	26666	26900	28999
类型	巡航太子	巡航太子	巡航太子
最高车速 (km/h)	160	160	160
排量 (cc)	500	450	500
发动机	直列双缸	V 型双缸	直列双缸
最大功率 (kW)	39.6	37	36
最大扭矩 (N·m)	50.5	45	47
长 x 宽 x 高 (mm)	2225x845x1105	2260x846x1183	2230x865x1130
轴距 (mm)	1480	1545	1580
主油箱容量 (L)	15	16	16
整备质量 (kg)	178	196	198
前悬挂系统	φ41mm 倒置减震	正置减震	KYB 液压阻尼式
后悬挂系统	双弹簧后减震	液压减震	KYB 液压弹簧式
仪表盘	LED 全彩仪表	LED 全彩仪表	LCD 仪表
USB 充电口	标配	标配	标配

资料来源：摩托范，搜狐汽车，网易，国信证券经济研究所整理

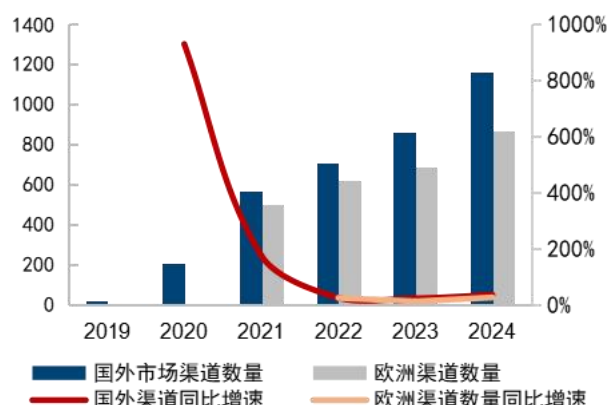
无极海外渠道持续完善，渠道数量保持高增长。2019–2024 年无极品牌在全球的销售网点数量快速增长，2019 年全球累计销售网点 200 个，至 2024 年提升至 2155 个，2019–2024 年复合增速达到 61%，2024 年全球累计销售网点中，国外市场的渠道数量达 1165 个，海外拓展以欧洲为主，2024 年欧洲渠道数量 867 个，占海外渠道数量的 74%，2020–2024 年无极海外渠道数量的复合增速达 125%，2024 年海外市场渠道数量同比增长 35%。

图 42: 无极品牌全球累计销售网点及同比增速

图 43: 无极品牌国外渠道数量、欧洲渠道数量及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

打造标杆效应，实现“1+N”市场协同发展

公司在海外拓展过程中坚持“1+N”战略，先在某个单一市场做深耕，对市场了解充分，产品导入及渠道布局相对完善，形成一定的品牌效应，通过品牌效应以及积累的相关经验再拓展至周边市场或者特点相似的市场，实现各个市场的市占率突破。

在欧洲地区，公司在意大利、西班牙已经形成较高知名度，并逐步拓展至其他欧洲国家；在中南美洲地区，公司深耕阿根廷，梯度覆盖中南美洲市场；在东南亚地区，公司以马来西亚和菲律宾市场作为支点，初步打通东南亚重点市场渠道布局，通过“1+N”市场策略，有望持续提升海外摩托车销量份额。

以西班牙市场为例，2024年无极市占率为4.2%，经过产品导入及渠道开拓，2025年1-8月市占率提升至6.6%，攀升至西班牙市场第四名，西班牙市场上本田、雅马哈等日系品牌份额较高，2025年1-8月本田市占率23.1%，公司市占率相较于头部品牌仍有提升空间。在西班牙等市场，公司销量份额在5%-10%之间，其他欧洲市场如德国等，公司市占率不足5%，有更大拓展空间。

表6：西班牙各品牌摩托车销量及市占率排名

2024 年			2025 年 1-8 月		
品牌	总销量	市占率	品牌	总销量	市占率
本田	48218	21.7%	本田	36542	23.1%
雅马哈	33261	15.0%	雅马哈	24298	15.4%
光阳	13539	6.1%	升仕	12907	8.2%
宝马	13164	5.9%	无极	10389	6.6%
比亚乔	11574	5.2%	光阳	9173	5.8%
三阳	11332	5.1%	宝马	8865	5.6%
无极	9313	4.2%	三阳	8272	5.2%
升仕	8380	3.8%	川崎	6166	3.9%
KTM	7815	3.5%	比亚乔	4596	2.9%

资料来源：西班牙两轮车行业协会，国信证券经济研究所整理

公司在重点市场导入丰富的产品矩阵。对于意大利、西班牙等重点市场，公司在产品及渠道领域积极布局，导入国内相对成熟的产品，从而构筑摩托车领域的竞争力。公司在意大利官网发布的产品共有17款，其中包含街车、复古、拉

力、踏板等不同类型，排量段层面，公司发布的产品排量段涵盖 125cc-895cc，范围广泛，其中针对意大利市场发布的踏板车共有 5 款，更好满足欧洲市场小排量需求。

表7: 隆鑫无极在意大利官网的产品布局

车型	发动机类型	排量段 (cc)	最大功率 (kW)	长宽高 (mm)	最大速度 (km/h)	油箱容量 (L)
Brivido 125R	VOGE YF125	124.8	11	1941x795x1070	110	10
Brivido 625	VOGE KEL600	581	47	2100x780x1090	185	16.5
Trofeo 300AC	VOGE YF300	292	21	2025x830x1135	128	15
Trofeo 300ACX	VOGE YF300	292	21	1997x830x1135	128	15
Trofeo 350AC	VOGE	321.8	30	2040x789x1085	158	12.5
Trofeo 500AC	VOGE KE500	471	34.5	2100x820x1170	160	19
Trofeo 525ACX	VOGE KE500	494	35	2150x820x1230	160	19
Valico 300 Rally	VOGE YF300	292	21	2107x877x1405	125	11
Valico 800 Rally	VOGE KEL800	798	70	2380x910x1460	210	24
Valico 525DSX	VOGE	494	35	2215x840x1365	160	16.5
Valico 625DSX	VOGE KEL600	581	47	2230x850x1395	183	17.6
Valico 900DSX	VOGE	895	70	2325x940x1420	210	17
Sfida SR1	VOGE	124.9	8.5	1945x740x1265	97	8
Sfida SR1 ADV	VOGE	124.9	8.5	1930x770x1300	97	8
Sfida SR16	VOGE	125	8.5	2012x730x1630	97	7.8
Sfida SR3	VOGE	244	19	2100x795x1390	125	14
SFIDA SR4 MAX	VOGE	350	25	2185x805x1390	-	12.8

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

合作经销商综合实力较强，打开当地市场销售渠道。以意大利市场为例，1976 年 Padana Sviluppo 开始销售摩托车相关的排气系统，并用于当时市场上畅销的摩托车中；20 世纪 90 年代 Padana 集团和光阳接触，并开始在意大利市场分销光阳的摩托车产品，标志着 Padana 从摩托车的零部件制造商逐步转型为摩托车的进口商及分销商；目前 Padana 集团拥有 50 多名员工，管理摩托车的进口及分销，同时通过自己的仓库管理品牌所需备件。

Padana 主要包含三家公司，其中 KMI 公司代理光阳品牌，VOGE Italia 公司代理无极品牌，第三家代理力帆、CFMOTO、雅迪等品牌；上述公司与意大利各地近 1000 家经销商合作，共同销售代理的摩托车产品。

表8: 无极意大利经销商 Padana Sviluppo S.p.A. 代理各品牌过程

时间	具体事件
1976	PROMA 成立
1981	PROMA 更名为 Padana Ricambi S.p.A.
1991	Padana 成为意大利光阳的独家进口代理商
2017	Padana 进口力帆摩托车品牌
2018	成为首家进口光阳 KLEVER ebike 的代理商
2020	成立 Voge Italia S.r.l., 进口无极品牌以及 CFMOTO 品牌
2021	成为意大利雅迪的第一家进口商

资料来源：公司官网，搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

全地形车：有望保持快速扩张

我们认为，至 2028 年全球全地形车市场有望提升至 150 亿美元，空间广阔，隆鑫通用在全地形车领域市占率不高。公司借助过往在发动机方面积累的优势，提升全地形车产品性能，使全地形车动力性、稳定性更强，推进市占率提升。目前推出的产品侧重 ATV/UTV 领域，覆盖欧洲及中南美洲市场，随着公司加快推进全排量段产品，全地形车有望快速增长。

市场空间：至 2028 年全球全地形车市场空间有望达 150 亿美元

全地形车主要分为 ATV/UTV/SSV 三类，ATV (All Terrain Vehicle) 通过把式操控，采用全开方式的外观结构，常用于越野及农用场景中；UTV (Utility Vehicle) 主要是方向盘操控，外形上是半封闭驾驶室，更多应用于农场中；SSV (Side by Side Vehicle) 同样也是方向盘式操控，外形上是半封闭驾驶室，SSV 相较于 UTV 更加侧重于玩乐属性，追求极致的越野性能，常应用于越野场景中。从产品价格带分布看，ATV 价格相对会低一些，其次是 UTV，SSV 的售价往往更高。

图44: 全地形车 ATV/UTV/SSV 三种产品的分类及特点



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

我们对全球全地形车行业的市场空间进行预测，主要遵循以下相关假设：

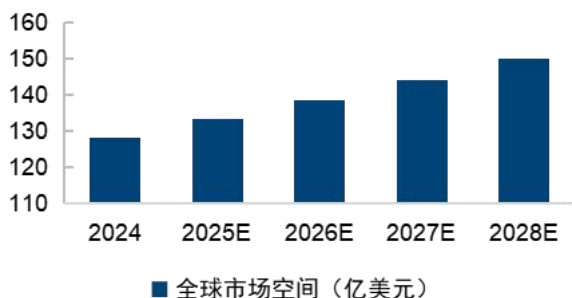
1) 销量：2024 年全球全地形车总销量为 96.0 万辆，其中 ATV 销量为 34.0 万辆，UTV/SSV 销量为 62.0 万辆，出于安全性及舒适性的考虑，全地形车消费者更加偏向于 UTV/SSV，2016-2024 年全球 ATV 销量复合增速为-2%，UTV/SSV 销量复合增速为 3%，预计未来消费者对 UTV/SSV 的偏好仍将延续，假设 ATV 销量每年同比下降 2%，UTV/SSV 销量每年同比增长 3%；

2) 均价：参考春风动力美国官网的产品定价，ATV 产品的平均价格约为 0.84 万美元/辆；UTV/SSV 产品平均价格约为 1.61 万美元/辆，假设上述均价为 ATV、UTV/SSV 行业的产品平均价格；假设未来产品升级将促进各类产品的均价每年小幅提升 2%；（注：测算中假设的均价为春风动力官网产品均价，仅供参考）

据测算，2025 年全球全地形车市场空间将达到 133.3 亿美元，至 2028 年全球全地形车市场空间有望提升至 150.0 亿美元，年复合增长率约为 4%，全球 UTV/SSV 的市场空间广阔，2028 年 ATV 市场空间有望达 28.6 亿美元，市场空间占比约为 19%，UTV/SSV 市场空间有望提升至 121.5 亿美元，市场空间占比约为 81%。

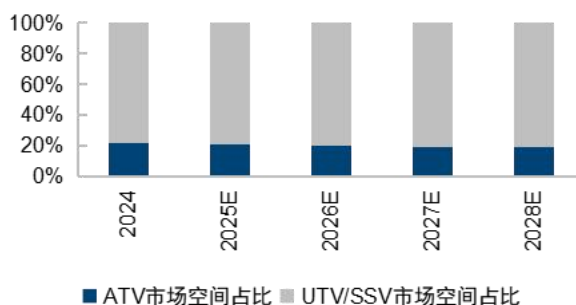
图45: 全球全地形车市场空间测算

图46: 全球 ATV、UTV/SSV 市场空间占比测算



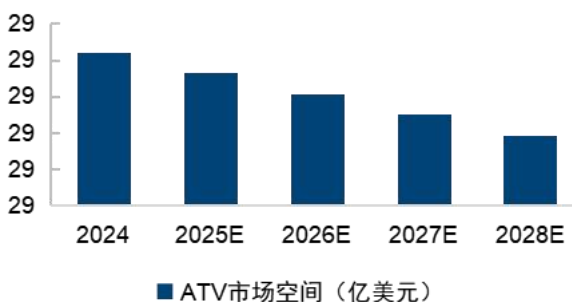
资料来源：北极星年报，公司官网，国信证券经济研究所整理及预测

图47: 全球 ATV 市场空间测算



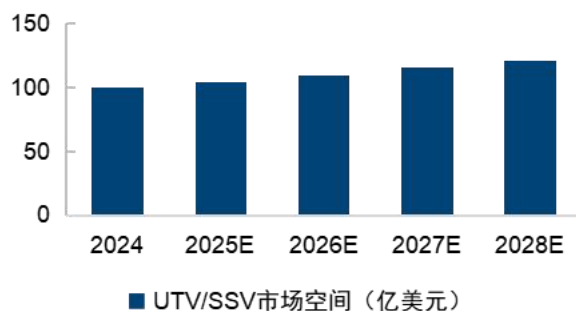
资料来源：北极星年报，公司官网，国信证券经济研究所整理及预测

图48: 全球 UTV/SSV 市场空间测算



资料来源：北极星年报，公司官网，国信证券经济研究所整理及预测

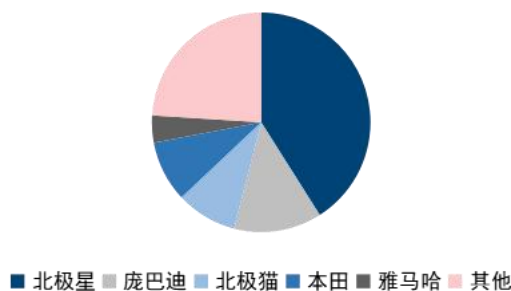
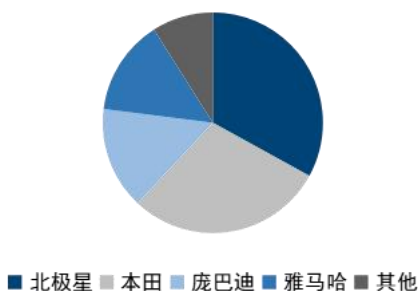
图49: 2018 年全球 ATV 竞争格局



资料来源：北极星年报，公司官网，国信证券经济研究所整理及预测

图50: 2018 年全球 UTV/SSV 竞争格局

全球全地形车市场集中度较高，以北美、日本、中国品牌为主。全球全地形车市场主要参与者包括北极星、庞巴迪等北美品牌，本田、雅马哈等日系品牌以及春风动力等中国品牌。北极星是全地形车行业的龙头企业，2018 年 ATV 市场上北极星的份额达 33%，本田的份额达 29%，头部几家企业份额加总共计 91%；2018 年 UTV/SSV 市场上北极星仍然占据市场份额第一，达 41%，庞巴迪位居第二，市场份额 13%，其他单一企业的市场份额不足 10%，头部美系及日系品牌份额共计 76%。



资料来源：statista，国信证券经济研究所整理

资料来源：statista，国信证券经济研究所整理

产品性能优异，全地形车业务快速扩张

公司借助发动机优势，提升产品整体性能表现。隆鑫通用旗下拥有发动机业务，发动机产品覆盖 48cc-1000cc 等多重规格型号，具备丰富的发动机自主知识产权。全地形车本身对于发动机的动力性、稳定性等要求较高，公司借助过往积累的发动机能力打造全地形车，提供优化的高性能无极变速器，使全地形车的动力性更强、加速更快、行驶过程更加平稳，具备领先优势。

图51：隆鑫通用提供的高性能无极变速器



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司全地形车产品主要包含 ATV/UTV，覆盖欧洲、中南美洲市场。隆鑫通用目前推出的全地形车集中于 ATV 及 UTV，尚未推出 SSV 产品，其中包含五款 ATV 及一款 UTV。ATV 的排量段范围涵盖 196cc-976cc，UTV 领域推出 UWolf700L，排量段为 686cc，后续有望进一步补充 UTV 领域细分排量段对应的产品。截至 2025H1，公司海外销售网点累计建成 421 个，实现欧洲市场全覆盖，并完成中南美洲重点市场战略布局，海外渠道布局逐步完善。

表9：隆鑫通用在全地形车领域的产品布局

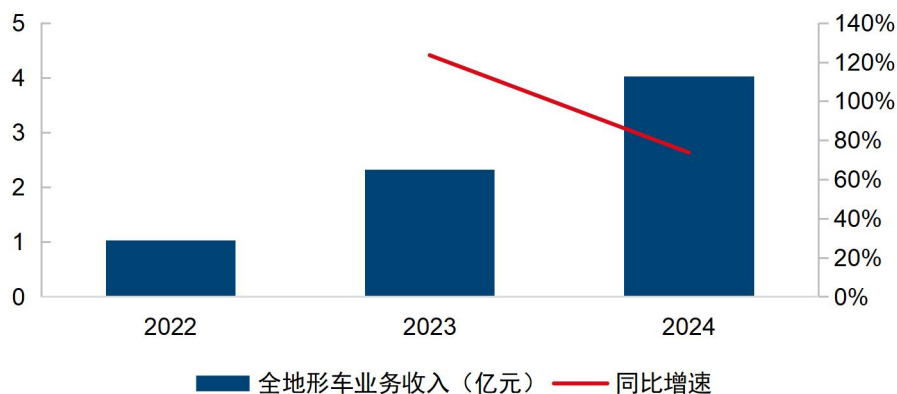
类型	产品名称	排量	长宽高	最大功率	最大扭矩
ATV	XWolf200	196.2cc	1820×1070×1050mm	10.5kW/7000rpm	15.5N·m/5500rpm
	XWolf300	271cc	1940×1095×1175mm	16.8kW/7000rpm	25.5N·m/5500rpm
	XWolf550L	499.5cc	2220×1190×1400mm	34kW/6700rpm	53N·m/5200rpm
	XWolf700L	686cc	2220×1190×1438mm	35kW/5500rpm	66N·m/4500rpm
	XWolf1000	976cc	2362×1266×1482mm	75kW/7000rpm	102N·m/5500rpm
UTV	UWolf700L	686cc	3732×1555×1985mm	32kW/6500rpm	62N·m/4000rpm

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

全地形车业务收入有望快速提升。公司加快推进 ATV、UTV 全排量段产品布局，持续发布重点产品，促进收入较快提升，2022 年公司全地形车业务收入为 1.0 亿元，2024 年增长为 4.0 亿元，业务规模快速扩大，2022-2024 年收入复合增

速为 97.0%，公司在全地形车领域市占率不高，随着业务持续拓展，有望保持较高增长。

图52: 隆鑫通用的全地形车业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

摩托车发动机：海外拓展促进外销收入增长

我们认为，中国摩托车出口销量增加，带动发动机销量恢复，中大排发动机销量较快提升，公司在发动机领域具备较强技术储备，实现发动机的正向设计，获得国内外多项相关专利，多种规格发动机产品全覆盖，公司的发动机销售给宝马等全球头部客户，中国摩托车企业加强海外市场开拓，有望支撑发动机外销业务收入持续提升。

中国摩托车企业拓展海外，促进发动机外销规模提升

中国摩托车发动机销量经历先下降后提升的过程。汽车、电动两轮车兴起，叠加禁限摩政策限制，导致中国摩托车发动机行业销量整体呈现出下滑态势，2022年中国摩托车发动机销售 1442 万台，同比下降 16%。2023-2024 年随着摩托车出口增加，带动发动机销量恢复，2024 年摩托车发动机销售 1608 万台，同比增长 10.6%。

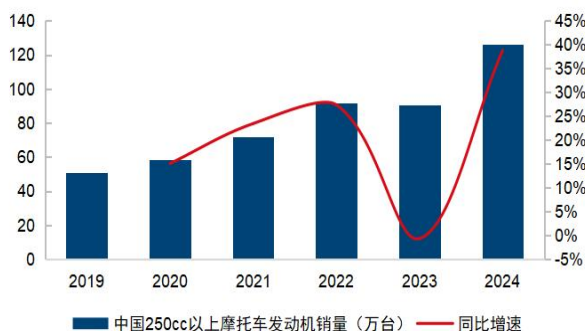
中大排摩托车市场扩容，中大排发动机销量较快提升。受益于玩乐需求提升，中国中大排摩托车销量增长，发动机销量也持续提升，2019 年时中国中大排摩托车发动机销量为 50.6 万台，随着中大排市场扩容，2024 年中大排发动机销量提升至 126.1 万辆，复合增速为 20%。

图53: 中国摩托车发动机销量及同比增速

图54: 中国 250cc 以上摩托车发动机销量及同比增速



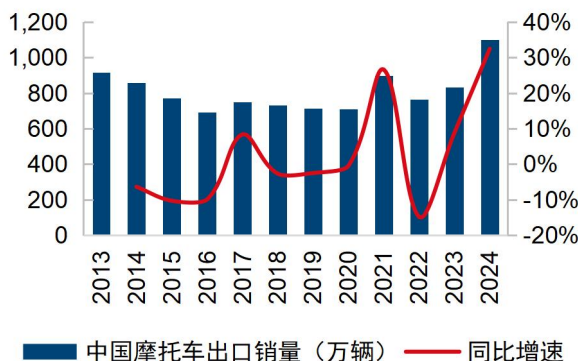
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

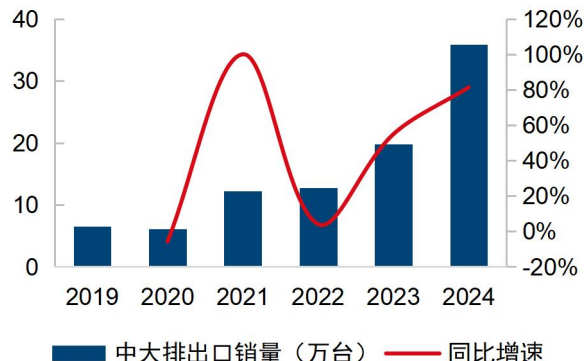
摩托车出口销量增长，有望带动发动机销量。摩托车行业头部企业持续加强海外市场开拓，2023-2024 年中国摩托车出口销量提升较快，2024 年中国摩托车出口销售 1101.6 万辆，同比增长 32.5%；中大排摩托车出口销量保持高增长，2019-2024 年销量复合增速为 40.7%，2024 年中大排摩托车出口销售 35.9 万辆，同比增长 81.4%。预计中国摩托车品牌将持续加强欧洲、南美、东南亚等海外市场开拓，带动摩托车发动机销量提升。

图55: 中国摩托车出口销量及同比增速



资料来源: 中国摩托车商会, 国信证券经济研究所整理

图56: 中国 250cc 以上摩托车出口销量及同比增速



资料来源: 中国摩托车商会, 国信证券经济研究所整理

发动机技术积累深厚，有望实现稳步增长

公司在发动机领域具备较强的技术储备。公司在发动机的产品检测及工艺设备领域引进全球领先设备，代表世界发动机生产一流设备水准，已获得国内外多项专利技术，发动机产品覆盖 48cc-1000cc 等 200 多种规格型号，并拥有自主知识产权。

在发动机领域，公司实现了产品的正向设计，与国内外专业机构及研究院联合，在动力性、经济性、可靠性等方面进行技术开发及储备；2007 年公司成为宝马 650cc 摩托车单缸发动机的全球唯一供应商，产品符合宝马的技术质量及要求。

表10: 隆鑫通用在发动机领域的技术布局

技术类型	技术名称	具体内容
------	------	------

分析能力	成熟和发展的 CFD 分析	成熟和发展的 CFD 分析。可以对气道和缸内的气流组织做出快速、准确的掌握，对进排气道进行优化，以满足性能、油耗、排放的目标需求。
	成熟的有限元分析技术	成熟的有限元分析技术。可以在设计初期比较准确的掌握和比较发动机关键零部件：连杆、曲轴、轴承等的应力分布和应力、应变历程，可以预测疲劳情况。
	成熟的气门机构动力学分析	成熟的气门机构动力学分析。可以在设计初期就预测出气门、摇臂、凸轮之间的受力情况和凸轮接触应力、气门落座力，判断气门的飞脱、反跳以及阀系共振等情况，并对凸轮型线、气门弹簧、摇臂等进行优化。
	成熟的、经大量项目实践检验可靠的发动机一维热力学计算	成熟的、经大量项目实践检验可靠的发动机一维热力学计算。可以预测发动机性能、充气效率等关键指标，并可根据目标对凸轮、消声器、空滤器、进气管等进行优化。
评价能力	成熟的发动机动力学分析	成熟的发动机动力学分析。可以在设计初期比较准确的掌握和比较发动机关键零部件：连杆、曲轴、轴承等的受力和载荷情况和曲轴的动平衡。
	燃烧分析	燃烧分析。通过 AVL 燃烧分析仪，从发动机实际燃烧情况：燃烧压力测试、进排气压力测试、爆震判定等角度来分析发动机燃烧是否正常，进而推断进排气、燃烧室、点火角度的改进优化方向提供解决方案。
	声压数据分析、特征数据分析	通过声压数据分析，通过特征数据分析，为确定故障类型和判定噪声水平提供解决方案。
	热成像仪	热成像仪可以采集发动机任意时刻的表面温度场，为发动机热负荷判定、摩擦副问题点查找提供解决方案。
	先进的进口设备	先进的进口设备为大排量发动机的性能、燃烧分析、电喷标定、耐久试验等提供解决方案。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

隆鑫通用发动机外销众多行业头部客户。隆鑫通用的发动机产品销往墨西哥、哥伦比亚、美国、德国、法国等 55 个国家和地区，合作众多国内外客户。2005 年公司与宝马开始合作单缸发动机项目，2013 年启动双缸发动机项目，2017 年实现批量生产，此外公司和 MV 奥古斯塔、春风动力、涛涛车业等行业头部客户均有发动机相关配套合作。

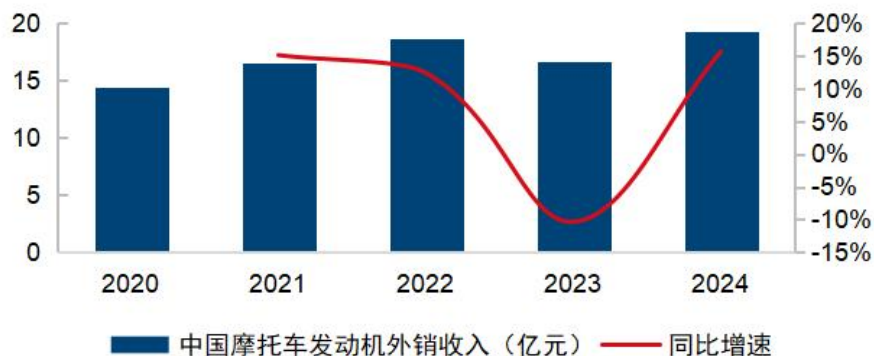
表 11: 隆鑫通用在摩托车及全地形车发动机领域的部分合作

公司名称	合作内容
宝马	公司于 2005 年与宝马开始合作 650cc 单缸发动机项目，2013 年启动宝马 850cc 大排量双缸发动机项目，并于 2017 年实现批量生产；2015 年，公司与宝马的合作从发动机领域向整车领域延伸，签订了大排量踏板摩托车长期委托制造协议。
MV 奥古斯塔	2019 年 7 月公司与意大利 MV 奥古斯塔公司达成协议，将在高端大排量摩托车及发动机领域建立长期战略合作关系
涛涛车业	2023 TITAN 300 型号全地形车的发动机为隆鑫的 270cc 水冷发动机产品
春风动力	2024 年公司发布的 150SC 踏板车采用的发动机由隆鑫提供，2025 年新款 150SC 换为公司自研的发动机

资料来源：公司官网，搜狐汽车，网易，摩托范，凤凰网，国信证券经济研究所整理

摩托车发动机外销收入有望稳步提升。发动机能力有利于满足自身需要，也能够实现部分对外销售，支撑发动机业务发展，2020 年公司摩托车发动机外销收入为 14.39 亿元，2024 年提升至 19.32 亿元，每年复合增速为 7.6%。随着中国摩托车企业加强海外市场开拓，有望带动出口摩托车销量提升，发动机外销收入也有望保持稳步增长。

图 57: 隆鑫通用发动机外销收入及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

通用机械：具备高性价比，有望持续恢复

我们认为，全球通机业务每年需求量约为 6000 万辆，中国企业通机产品以出口为主，通机业务整体竞争格局分散，国外品牌占据主导，少部分国内企业的自主品牌具备知名度。公司借助于在摩托车发动机领域的积累涉足通机领域，具备竞争优势，与全球领先的通机终端产品厂商建立稳定战略合作关系。公司在和宝马合作过程中加强供应链管理，通机产品具备性价比优势，获得众多国家专利认证。公司加强完善产品矩阵、推进多元化市场布局，通机业务有望延续恢复。

通机业务以出口为主，部分自主品牌知名度较高

通机行业起源于欧美，二战后在日本逐步发展，行业内大部分终端产品生产企业通过外购通用动力产品进行配套。国内通机生产开始于 20 世纪 50 年代，早期以仿制国外产品为主，改革开放后中国企业引入国外技术设备，国内通机产品能力提升，行业规模持续扩大。从全球通机市场看，每年需求量约为 6000 万台，主要区域为欧洲、北美等发达地区，消费量占据全球市场的 50%，美国是全球通机产品最大的消费市场，下游终端产品如草坪机、扫雪机、发电机等销量较高。

中国通用汽油机产量持续提升，2023 年达 3000 万台以上。2000 年后传统通机终端企业寻求更有性价比的通机供应商，中国具备完善的摩托车发动机产业链，具备承接通机产业转移的优势，逐步发展成为全球第一大通机生产国，通用汽油机产量持续提升，2000 年时国内产量不足 50 万台，2023 年产量提升至 3351 万台。2019 年受到中美贸易战影响，美国厂商订单减少，导致中国通用汽油机产量下降 12.4%；2020 年后发生疫情，中国供应链恢复较快，促进产量快速提升。

中国通用汽油机销量以出口为主。2023 年中国通用汽油机内销 791.8 万辆，出口销售 2545.1 万辆，出口销量占比 76.4%，中国生产的通用汽油机性价比较高，产业链相对完善，通机产业逐步转移至国内，出口至欧美等国家。

图58: 中国通用汽油机产量及同比增速

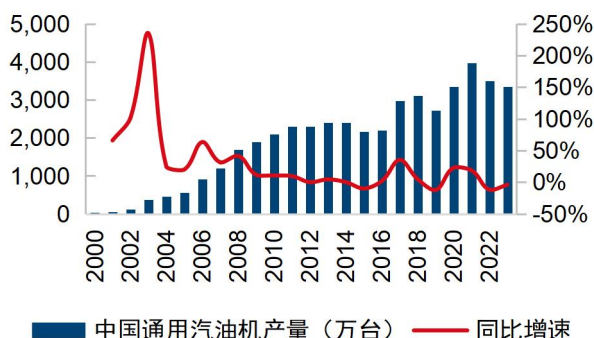
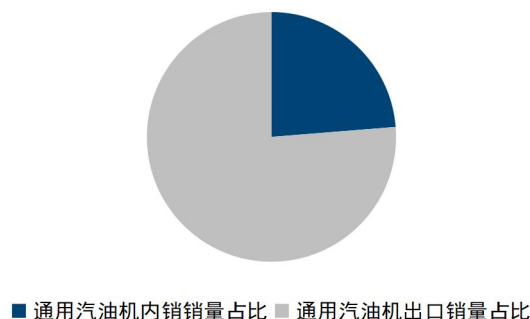


图59: 2023 年中国通用汽油机内销及出口销量占比



资料来源：小型动力设备产业动态，国信证券经济研究所整理

资料来源：小型动力设备产业动态，国信证券经济研究所整理

国外品牌占据主导，少数国内自主品牌有一定知名度。国内通机行业的市场集中度较低，以国外品牌为主，包括美国 B&S、Generac、Kohler，意大利 PRAMAC，日本本田、雅马哈等，多数中国企业为国外品牌代理加工，自主品牌较少，国内企业中隆鑫通用、苏美达、康思特等在国际市场上拥有一定品牌知名度，2011 年时国内通机产品的全行业出口额中，出口企业前五名的出口金额占比合计达 12.11%，头部企业出口份额占比不足 10%。

表12: 通机行业的部分参与者介绍

公司名称	国家	基本情况
B&S	美国	全球知名户外动力设备汽油发动机制造商，提供 125cc-993cc 等 100 多种型号的发动机产品，满足家用、商用需求。
Generac	美国	成立于 1959 年，2010 年上市，致力于发电机相关设备制造，生产产品包含便携式、住宅、商用及工业用途的相关发电机产品。
PRAMAC	意大利	成立于 1966 年，在全球 150 多个国家开展业务，在欧洲、亚洲及南美设有 17 个分支机构及 8 个制造工厂，提供工业发电机、存储系统、家用便携设备等产品。
本田	日本	自 1953 年以来本田在全球生产超过 1 亿台动力产品，发动机应用于发电机、水泵、割草机等众多设备，提供 6 大系列的 70 多种类型。
雅马哈	日本	雅马哈发动机以摩托车开发为起点，将动力总成技术等应用于多个业务领域，包含小型动力产品领域，如发电机、通用发动机等。
Kohler	美国	科勒发电机组是美国科勒公司旗下的核心产品，涵盖工业、商用、船用、车载四大系列，产品覆盖全球 140 多个国家及地区。
江苏苏美达		江苏苏美达机电有限公司的主营业务为发电机组及配套动力、电机成套设备、光伏照明及发电系统、动力机械、汽车配件等设备的研发、生产及销售，其发电机组产品主要面向出口；2018 年汽油发电机组总销量 58 万台。
康思特		公司位于绍兴市滨海新区，总占地 300 余亩，通用机械板块产品主要涵盖各类非道路小型动力及其发电机组、清洗机、水泵等终端设备，生产的便携式小型发电机组产品在国内外市场名列前茅。
宗申动力	中国	专业研发、生产和销售摩托车发动机、通用汽油机及各类农林机械、专用动力及多燃料动力、柴油机、船用动力、汽车发动机、汽车零部件。
隆鑫通用		隆鑫通用主营业务包括发动机、机车、智能电源、无人机、汽车零部件等业务领域。
智慧农业		智慧农业主营业务包括柴油机、多缸机、汽油机、农业装备等业务。
润通科技		润通科技主要从事通机动力及终端产品，摩托车及沙滩车成车，摩托车发动机的研发、生产和销售，产品主要面向出口。
林海股份		林海股份主要从事小型动力配套及机械的生产销售，主要产品为通用发动机、通用动力机械、摩托车等。

资料来源：公司公告，公司官网，搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

通机产品具备高性价比，拓展新客户促进恢复

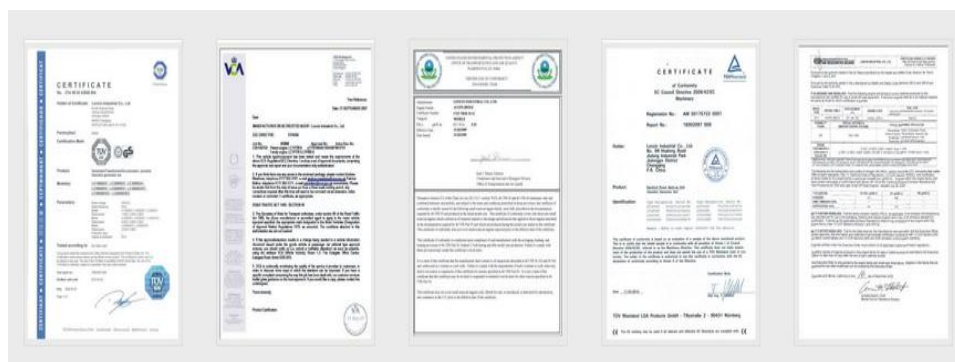
通机在结构、技术等方面和摩托车发动机相近，摩托车发动机企业涉足通机行业具备优势。隆鑫通用能够直接参与客户研发环节，为发达国家的中高端客户

定制开发具有自主知识产权的新产品，公司与 GGP、Toro、Generac 等世界领先的通机终端厂商建立了稳定的战略合作关系，在产品研发、质量控制、交付周期等方面能够满足客户需求，持续拓展新客户。

通机需要具备较强性价比优势，公司持续提升关键零部件的自制能力，并学习宝马的采购体系，加强对零部件供应商的管理，实现质量提升及成本控制。

通机产品对环保及安全要求日益提升，不具备自主研发实力及质量控制能力的企业将很难进入欧美主流市场，公司重视产品自主研发及质量控制，能够不断满足节能减排、安全等方面的要求，从而能够进入欧美主流市场。公司目前获得专利认证证书包含欧洲排放认证、德国安全认证、欧洲安全认证、美国加州排放认证等。

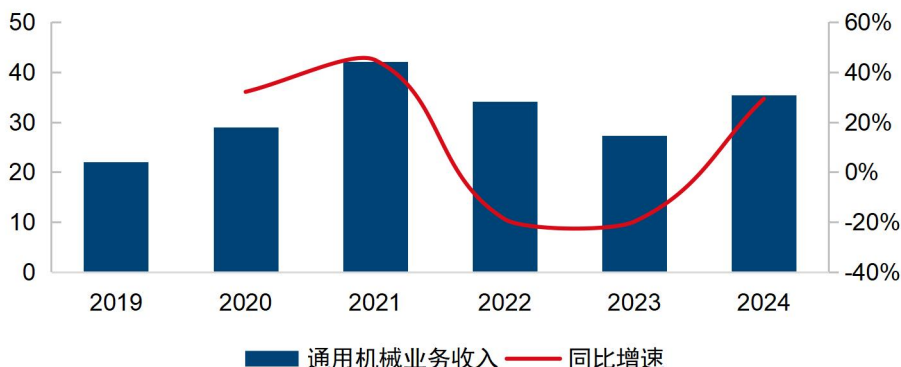
图60：隆鑫通用在通机领域获得众多国家认证



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司通机业务收入有望持续恢复。2019 年时公司通机业务收入为 21.98 亿元，同比下降 19.13%，主要受中美关税加征等影响；2019 年底公司在越南具备通机产品的生产能力，提升全球化经营水平，持续扩展产品的终端品类，2020-2021 年收入提升较快；2022-2023 年受全球经济增长放缓等影响，通机产品收入下降；在通机业务领域，公司持续完善自身的产品矩阵、推进多元化市场布局、开拓更多新市场等方式，实现老客户稳份额，新客户寻突破，2024 年收入恢复至 35.4 亿元，同比增长 29.3%，随着产品加强完善以及市场开拓，通机业务有望延续恢复态势。

图61：隆鑫通用的通机业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设：

摩托车及发动机业务：无极高端摩托车品牌加强在欧洲及南美市场产品导入及渠道拓展，市占率有望进一步提升，中国摩托车出口增长也有望带动发动机外销销量增长，综合促进收入提升，全地形车等业务将贡献增量；业务结构层面，无极高端品牌的占比提升有望带动利润率改善，假设 2025/2026/2027 年摩托车及发动机业务毛利率分别为 19%/20%/20%，预测 2025/2026/2027 年收入分别为 152/180/207 亿元，同比分别为+20%/+18%/+15%。

通用机械业务：公司通机产品具备较高性价比，产品质量及稳定性高，获得海外多个市场认证，公司通过完善产品矩阵、推进多元化市场布局等方式，实现老客户稳份额，新客户寻突破，通机业务销量、利润率有望稳步恢复，假设 2025/2026/2027 年通机业务毛利率分别为 19%/19%/20%，预测 2025/2026/2027 年收入分别为 41/45/49 亿元，同比分别为+15%/+10%/+10%。

其他业务：主要包括汽车零部件业务、发电机组销售、无人机整机及零部件业务等，整体收入占比较低，公司重点拓展摩托车及通机等业务，假设其他业务未来收入规模将保持稳定。

整体来看，公司 2025/2026/2027 年整体收入有望达 197/228/260 亿元，同比分别增长 17%/16%/14%。

费率方面：研发费用率方面，随着业务逐步放量，产生规模效应，研发费用率有望小幅下降，假设 2025/2026/2027 年研发费用率分别为 2.6%/2.6%/2.4%；无极销量增长后产生规模效应，管理费用率也有望下降，假设 2025/2026/2027 年管理费用率分别为 2.5%/2.5%/2.3%；销量及收入提升后产生规模效应，假设 2025/2026/2027 年销售费用率分别为 1.4%/1.3%/1.3%。

表13：隆鑫通用业务拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
--	------	------	-------	-------	-------

摩托车及发动机

收入（亿元）	94.7	126.9	152.3	179.7	206.6
YOY	19.8%	34.0%	20.0%	18.0%	15.0%
毛利率（%）	18%	18%	19%	20%	20%

通用机械

收入（亿元）	27.3	35.3	40.7	44.7	49.2
YOY	-19.9%	29.3%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率（%）	21%	17%	19%	19%	20%

其他业务

收入（亿元）	8.7	6.0	4.0	4.0	4.0
毛利率（%）	19%	40%	10%	10%	10%

合计

收入（亿元）	130.7	168.2	196.9	228.4	259.8
yoy	5.3%	28.7%	17.1%	16.0%	13.8%
成本（亿元）	106.4	138.6	160.1	184.4	208.2
毛利（亿元）	24.2	29.6	36.8	43.9	51.6
毛利率（%）	18.5%	17.6%	18.7%	19.2%	19.8%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件与假设，公司 2025/2026/2027 年整体收入有望达 197/228/260 亿元，同比分别增长 17%/16%/14%，毛利率分别为 18.7%/19.2%/19.8%，对应归母净利润分别为 19.1/23.5/29.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.9/1.1/1.4 元。

表14：未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	168.2	196.9	228.4	259.8
毛利率	17.6%	18.7%	19.2%	19.8%
研发费用率	3.1%	2.6%	2.6%	2.4%
销售费用率	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用率	2.9%	2.5%	2.5%	2.3%
归母净利润（亿元）	11.2	19.1	23.5	29.2
净利率	6.7%	9.7%	10.3%	11.2%
EPS	0.5	0.9	1.1	1.4
ROE	12.2%	17.8%	18.6%	19.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表15：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	13,066	16,822	19,748	22,968	26,191
(+/-%)	5.3%	28.7%	17.4%	16.3%	14.0%
净利润(百万元)	583	1121	2236	2736	3367
(+/-%)	10.6%	92.2%	99.4%	22.3%	23.1%
摊薄 EPS	0.28	0.55	1.09	1.33	1.64
中性预测					
营业收入(百万元)	13,066	16,822	19,691	22,838	25,980
(+/-%)	5.3%	28.7%	17.1%	16.0%	13.8%
净利润(百万元)	583	1121	1909	2347	2915
(+/-%)	10.6%	92.2%	70.2%	23.0%	24.2%
摊薄 EPS(元)	0.28	0.55	0.93	1.14	1.42
悲观的预测					

营业收入(百万元)	13,066	16,822	19,634	22,709	25,771
(+/-%)	5.3%	28.7%	16.7%	15.7%	13.5%
净利润(百万元)	583	1121	1586	1966	2474
(+/-%)	10.6%	92.2%	41.4%	24.0%	25.8%
摊薄 EPS	0.28	0.55	0.77	0.96	1.20
总股本(百万股)	2,054	2,054	2,054	2,054	2,054

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司合理价值区间。

绝对估值：15.3–16.3 元

未来估值假设条件见下表：

表16：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	5.3%	28.7%	17.1%	16.0%	13.8%	13.8%	13.8%	10.0%
营业成本/营业收入	81.5%	82.4%	81.3%	80.8%	80.2%	80.2%	80.2%	80.2%
管理费用/营业收入	3.9%	2.9%	2.5%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用/营业收入	3.5%	3.1%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
销售费用/销售收入	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业税及附加/营业收入	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
股利分配比率	32.1%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表17：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	12.60%
无风险利率	2.80%	Ka	9.40%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.70
公司股价（元）	14.33	Ke	13.00%
发行在外股数（百万）	2054	E/(D+E)	99.76%
股票市值(E, 百万元)	29427	D/(D+E)	0.24%
债务总额(D, 百万元)	70	WACC	12.98%
Kd	4.45%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 15.3–16.3 元，估值中枢为 15.8 元。

表18：隆鑫通用 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	1980	2444	3048	3472	3954	4353	4792	5275	5806	6390
EBIT*(1-所得税税率)	1643	2029	2530	2882	3282	3613	3978	4378	4819	5304
折旧与摊销	296	327	359	393	426	460	494	527	561	594
营运资金的净变动	105	102	73	153	175	139	154	171	189	209
FCFF	1544	1957	2462	2927	3384	3712	4125	4576	5069	5608

PV (FCFF)		1367	1533	1707	1797	1838	1785	1756	1724	1690	1655
核心企业价值	31,488.1										
减：净债务	(941.0)										
股票价值	32,429.2										
每股价值	15.79										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表19：绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		12.8%	12.9%	12.98%	13.1%	13.2%
永续 增长 率变 化	1.7%	16.28	16.10	15.93	15.76	15.60
	1.6%	16.20	16.03	15.86	15.70	15.53
	1.5%	16.13	15.96	15.79	15.63	15.47
	1.4%	16.06	15.89	15.72	15.56	15.40
	1.3%	15.99	15.82	15.66	15.49	15.34

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：15.8-16.7 元

我们选取同样有摩托车业务的春风动力以及钱江摩托作为可比公司。春风动力在国内中大排摩托车领域市占率居于前列，摩托车出口开拓海外如欧洲、南美、东南亚等市场，是国内领先的摩托车企业；钱江摩托凭借 QJMOTOR 品牌在国内中大排市场、海外市场持续开拓，此前收购贝纳利，在欧洲中大排领域具备竞争力，上述公司与隆鑫通用均包含摩托车业务，具备一定可比性。

盈利预测与估值：参考可比公司估值，考虑到公司无极品牌海外市场开拓空间较大，市占率有望进一步提升，无极收入占比提升将改善产品结构；此外全地形车业务有望保持较高增长，通机、摩托车发动机等业务有望持续恢复，具备较高成长性，预计 2025/2026/2027 年净利润为 19.09/23.47/29.15 亿元，EPS 为 0.93/1.14/1.42 元，给予 25 年 17-18x PE，对应合理估值 15.8-16.7 元，相较当下具 10%-17%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表20：可比公司估值表（20251105）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	EPS 2025E	2026E	2024A	PE 2025E	2026E
000913.SZ	钱江摩托	无评级	15.9	83.6	1.28	1.49	1.58	12	11	10
603129.SH	春风动力	优于大市	247.5	377.6	9.72	12.12	15.64	25	20	16
	平均				5.50	6.81	8.61	19	16	13
603766.SH	隆鑫通用	优于大市	14.3	294.3	0.55	0.93	1.14	26	15	13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：钱江摩托采用 Wind 一致预期

投资建议

考虑到无极品牌在欧洲及南美市场有望持续开拓，提升市占率，产品结构也有望改善，此外全地形车等将成为新增长点，预计 2025/2026/2027 年公司净利润为

19.09/23.47/29.15 亿元，EPS 为 0.93/1.14/1.42 元，给予 25 年 17-18x PE，对应合理估值 15.8-16.7 元，相较当下具 10%-17%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

绝对估值的风险：我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，融入了个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- 1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2) 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大变化，公司持续成长性有所影响，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们对公司净利润做预测，并根据公司未来发展等情况给予一定估值水平，从而得到对应的合理估值，较公司当下股价具备一定空间，给予“优于大市”评级，上述过程可能存在相对估值过于乐观的风险。

盈利预测的风险

- 1) 我们对公司做未来销量、单价、收入增速的假设，可能存在对公司产品销量及售价预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 2) 我们对公司未来的毛利率做了预测，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司盈利预测值高于实际值的风险。

经营的风险

海外市场开拓节奏不及预期的风险：公司的核心增长点是欧洲及南美市场，如果海外产品导入不及预期，或渠道开拓进度不及预期，可能对公司整体经营产生影响，导致成长性受影响。

行业价格战的风险：如果摩托车行业发生较为激烈的价格战，可能导致行业中各家企业的盈利性受损，也可能导致企业销量及份额受损，对公司未来业绩有一定影响。

消费能力疲软的风险：经济发展程度及消费水平可能会影响行业及公司销量，如果经济恢复不足，消费能力疲软，可能导致摩托车的需求疲软，从而对行业及企业销量产生冲击。

新车发布及销售不及预期的风险：公司每年发布的新品将带来较好的销量表现，提升竞争力，如果发布的新车型没有受到消费者认可，可能削弱公司竞争力，从而影响公司在行业中的竞争地位，对公司业绩产生影响。

库存水平过高的风险：如果摩托车行业库存水平过高，可能导致终端经销商进货速度放缓，从而影响公司产品销量，并且对利润产生影响。

汇率、运费波动风险：如果摩托车出口的汇率、运费等波动较大，可能导致成本变化，从而对售价、销量、盈利能力等产生影响。

关税等海外政策监管变化风险：摩托车、全地形车等产品主要出口海外市场，需要满足当地法规以及相应认证才能进入市场，同时也受到关税影响，如果当地监管政策发生变化，或者关税政策波动，可能对公司经营产生影响。

原材料价格波动风险：如果摩托车及全地形车上游的原材料价格波动，可能导致成本变化，从而影响公司整体盈利性，对业绩产生影响。

环保要求变化的风险：摩托车及全地形车出口以燃油类产品为主，如果后续海外国家环保方面的要求趋严，可能导致市场准入标准的变化，从而对公司整体业绩产生影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5548	6760	7663	9584	11852	营业收入	13066	16822	19691	22838	25980
应收款项	1406	1903	2228	2584	2940	营业成本	10644	13864	16006	18445	20824
存货净额	703	1003	1173	1352	1527	营业税金及附加	246	333	390	452	514
其他流动资产	2040	2434	2849	3304	3759	销售费用	215	274	276	297	338
流动资产合计	9752	12100	14145	16920	20187	管理费用	581	595	528	606	633
固定资产	2570	2555	2819	3051	3251	研发费用	457	513	512	594	624
无形资产及其他	730	636	601	566	530	财务费用	(76)	(157)	(135)	(169)	(210)
投资性房地产	880	776	776	776	776	投资收益	29	32	32	32	32
						资产减值及公允价值变动	365	34	34	34	34
长期股权投资	10	1	11	16	21	其他收入	(1121)	(691)	(512)	(594)	(624)
资产总计	13942	16069	18351	21329	24766	营业利润	730	1289	2181	2679	3323
短期借款及交易性金融负债	316	319	70	80	100	营业外净收支	(171)	(14)	(14)	(14)	(14)
应付款项	2720	3399	3973	4581	5174	利润总额	558	1276	2167	2665	3310
其他流动负债	2178	2789	3237	3729	4204	所得税费用	84	219	368	453	563
流动负债合计	5214	6507	7280	8390	9478	少数股东损益	(109)	(65)	(110)	(136)	(168)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	583	1121	1909	2347	2915
其他长期负债	299	281	263	245	227	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	299	281	263	245	227		2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	5513	6788	7543	8635	9704	净利润	583	1121	1909	2347	2915
少数股东权益	176	103	70	43	43	资产减值准备	45	(268)	10	10	9
股东权益	8253	9178	10738	12651	15018	折旧摊销	441	504	296	327	359
负债和股东权益总计	13942	16069	18351	21329	24766	公允价值变动损失	(365)	(34)	(34)	(34)	(34)
关键财务与估值指标						财务费用	(76)	(157)	(135)	(169)	(210)
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	972	(85)	105	102	73
每股收益	0.28	0.55	0.93	1.14	1.42	其它	(119)	216	(43)	(37)	(9)
每股红利	0.09	0.11	0.18	0.23	0.28	经营活动现金流	1557	1455	2243	2715	3314
每股净资产	4.02	4.47	5.23	6.16	7.31	资本开支	(332)	(143)	(500)	(500)	(500)
ROIC	11%	14%	18%	22%	27%	其它投资现金流	586	56	(232)	136	(13)
ROE	7%	12%	18%	19%	19%	投资活动现金流	266	(78)	(742)	(369)	(518)
毛利率	19%	18%	19%	19%	20%	权益性融资	53	0	30	30	30
EBIT Margin	7%	7%	10%	11%	12%	负债净变化	(183)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	12%	12%	13%	支付股利、利息	(187)	(222)	(378)	(465)	(578)
收入增长	5%	29%	17%	16%	14%	其它融资现金流	935	279	(249)	10	20
净利润增长率	11%	92%	70%	23%	24%	融资活动现金流	247	(166)	(597)	(425)	(528)
资产负债率	41%	43%	41%	41%	39%	现金净变动	2069	1212	903	1921	2268
股息率	0.6%	0.8%	1.3%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	3479	5548	6760	7663	9584
P/E	50	26	15	13	10	货币资金的期末余额	5548	6760	7663	9584	11852
P/B	3.6	3.2	2.7	2.3	2.0	企业自由现金流	1864	1307	1544	1957	2462
EV/EBITDA	25.6	20.7	16.2	13.7	11.5	权益自由现金流	2616	1586	1407	2107	2657

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032