

2026年04月19日

业务转型升级致 2026Q1 短暂承压，无极海外破圈、全地形车提速显成长底色

隆鑫通用(603766)

评级:	买入	股票代码:	603766
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	16.78/11.74
目标价格:		总市值(亿)	320.35
最新收盘价:	15.6	自由流通市值(亿)	320.35
		自由流通股数(百万)	2,053.54

事件概述

公司发布 2025 年年度报告及 2026 一季报业绩预告: 2025 年实现营收 191.35 亿元、同比增长 13.75%，归母净利润 16.48 亿元、同比增长 46.95%，扣非后归母净利 16.31 亿元，同比增长 48.88%；单季度看，2025Q4 实现营收 45.78 亿元，同比-0.56%，归母净利润 0.71 亿元，同比-68.13%。现金流方面，2025 年公司经营活动产生的现金流量净额 28.76 亿元，同比提升（系业务规模增长致销售商品收到的现金增长所致）。分红方面，拟每 10 股派发现金红利 5 元（含税），派息率 62.31%。

另公司发布 2026Q1 业绩预告: 2026Q1 预计实现营收 45.22 亿元，同比-2.67%，归母净利润 4.71 亿元，同比-7.01%，扣非归母净利润 4.69 亿元，同比-3.01%。2026Q1 营收与利润短期承压，贴牌业务为主因。2026Q1 受通路车贴牌业务个别客户订单调减及越南隆越公司出口美国业务去年同期高基数影响，公司营业收入同比小幅下滑，外加汇率波动带来的汇兑损失/大宗商品涨价传导滞后等多重因素导致利润端下滑。

分析判断:

► 自主品牌海外市占率持续提升，全地形车业务高速增长

拆分各业务，**摩托车业务：无极出口强势增长，欧洲核心市场渗透率创新高，全地形车发展速度超预期。**2025 年摩托车业务实现收入 141.27 亿元，同比增长 11.34%。具体看（1）无极实现营收 39.54%，同比增长 25.35%。海外聚焦踏板与休旅（ADV）两大核心品类，持续强化全球竞争力，出口实现营收 25.07 亿元，同比增长 86.28%，欧洲市场销量突破 8 万台，同比增长 89.35%；根据 McD 数据，2025 年 VOGE 无极在欧洲摩托车规模前五市场（意大利/西班牙/法国/德国/英国）合计上牌市占率近 4.5%，领跑中国品牌。其中意大利/西班牙两大核心市场实现历史性突破，市占率分别达 5.5%和 7%，充分印证品牌在欧洲主流市场的强劲渗透力；**2026Q1 无极出口创历年一季度新高。**2026Q1 无极实现营收 9.69 亿元，同比+13.08%，其中出口实现营收 6.65 亿元，同比+22.69%；（2）全地形车业务借力 VOGE 在欧洲的品牌影响力/渠道网络/售后服务体系等实现快速市场渗透，2025 年新增销售网点 111 家，累计网点数量达到 451 家持续夯实海外终端市场触点，25 年全年实现营收 6.54 亿元，同比+62.54%，销量同比增长 53.09%，近 3 年复合增长率 71.90%，2026Q1 全地形增长再提速，实现营收 2 亿元，同比+86.30%，产品结构持续优化，与无极两轮在欧洲高端市场形成协同效应，有望成为公司第二增长曲线；（3）三轮车业务实现营收 18.28 亿元，同比+32.47%，创历史新高，其中出口实现营收 10.55 亿元，同比+65.95%，海外市场为核心增长引擎。2026Q1 三轮车出口营收 3.36 亿元，同比+47.07%；2025 年公司三轮车业务传统货运产品矩阵优化成效突出，大排量产品份额稳步提升，区域开拓方面与通勤类两轮业务相互借势，西非/美洲等重点区域销量实现大幅增长，成功进驻印度/苏丹/刚果金等新兴市场，顺利完成老挝电动三轮车业务开拓全球化布局持续深化；国内市场新增渠道 150 多家，优质客户占比进一步提升；（4）宝马及通路车代工业务实现营收 48.78 亿元，同比-9.69%；（5）自主摩托车发动机（外销）实现营收 24.39 亿元，同比+26.25%。

通用机械业务：2025 年实现营收 43.55 亿元，同比+23.20%。北美/欧洲两大核心市场营收均大幅提升，骑乘式割草车销量突破 6 万台，同比增长 83.06%。

► **毛利率同比提升，一次性费用支出拖累净利率**

盈利能力方面，2025Q4 公司毛利率同比提升 3.75pct 至 19.45%，毛利率提升我们判断系产品结构优化牵引 ASP 提升所致。期间费用方面，2025Q4 公司期间费用率为 14.43%，同比+10.28pct，环比+9.59pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.17%/7.79%/3.92%/-0.45%，同比分别+2.19pct（销售费率提升主要系对隆越公司部分发电机产品计提售后返工维修费所致）/+5.11pct（管理费率提升系公司 2025 年业绩增长，员工绩效薪酬相应提升，为匹配公司品牌升级与高质量发展要求，对主要园区展厅及办公环境进行升级改造，用于提升企业形象与运营效能）/+1.72pct/+1.26pct。综合作用下净利率同比-2.38pct 至 1.38%。

投资建议：

公司 2018 年开始布局自主品牌业务，经过多年的沉淀发展无极品牌势能在欧洲市场已显现，未来有望引领公司在欧洲及南美洲市场的持续深入突破。公司全地形业务大排量不断突破升级，产品矩阵不断丰富，筑造后续成长势能。此外公司大股东切换落定，管理稳定性增强，隆鑫摩托与宗申动力摩托业务的强强联合也有望推动公司摩托业务更上一层楼。我们调整公司盈利预测，预计 2026-2028 年营收分别为 222.3/256.9/286.3 亿元（26-27 前值为 233.6/268.7 亿元），增速为 16.2%/15.5%/11.4%；归母净利润为 23.8/27.5/31.0 亿元（26-27 前值为 24.5/28.9 亿元），增速为 45.5%/13.0%；EPS 分别为 1.16/1.34/1.51 元（26-27 前值为 1.19/1.41 元），对应 2026/4/17 日 15.6 元/股收盘价，PE 分别为 13X、12X、10X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争恶化、渠道拓展不及预期、新品迭代不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16,822	19,135	22,231	25,687	28,628
YoY (%)	28.7%	13.7%	16.2%	15.5%	11.4%
归母净利润(百万元)	1,121	1,648	2,382	2,747	3,103
YoY (%)	92.2%	47.0%	44.5%	15.3%	13.0%
毛利率 (%)	17.6%	19.0%	19.0%	19.2%	19.4%
每股收益 (元)	0.55	0.80	1.16	1.34	1.51
ROE	12.2%	17.2%	24.1%	26.8%	29.2%
市盈率	28.36	19.50	13.45	11.66	10.32

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：吴菲菲

邮箱：wuff@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525090001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	19,135	22,231	25,687	28,628	净利润	1,632	2,360	2,722	3,075
YoY (%)	13.7%	16.2%	15.5%	11.4%	折旧和摊销	526	458	460	449
营业成本	15,494	18,003	20,755	23,087	营运资金变动	671	940	555	470
营业税金及附加	409	445	514	573	经营活动现金流	2,876	3,732	3,706	3,956
销售费用	306	222	257	286	资本开支	-323	-17	-19	-18
管理费用	714	600	694	773	投资	122	0	0	0
财务费用	-131	-189	-164	-185	投资活动现金流	-312	28	32	39
研发费用	469	534	616	687	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	22	0	0	0	债务募资	-44	0	0	0
投资收益					现金流				
营业利润	1,952	2,795	3,223	3,639	现金净流量	1,343	1,687	1,341	1,287
营业外收支	-25	-18	-21	-21					
利润总额	1,928	2,777	3,202	3,618	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	295	417	480	543	成长能力				
净利润	1,632	2,360	2,722	3,075	营业收入增长率	13.7%	16.2%	15.5%	11.4%
归属于母公司净利润	1,648	2,382	2,747	3,103	净利润增长率	47.0%	44.5%	15.3%	13.0%
YoY (%)	47.0%	44.5%	15.3%	13.0%	盈利能力				
每股收益	0.80	1.16	1.34	1.51	毛利率	19.0%	19.0%	19.2%	19.4%
					净利率	8.6%	10.7%	10.7%	10.8%
					总资产收益率 ROA	9.8%	12.9%	13.6%	14.3%
					净资产收益率 ROE	17.2%	24.1%	26.8%	29.2%
					偿债能力				
					流动比率	1.86	1.78	1.77	1.77
					速动比率	1.57	1.52	1.52	1.53
					现金比率	1.26	1.21	1.20	1.21
					资产负债率	44.4%	48.5%	50.7%	52.1%
					经营效率				
					总资产周转率	1.15	1.21	1.28	1.33
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.80	1.16	1.34	1.51
					每股净资产	4.67	4.82	4.99	5.18
					每股经营现金流	1.40	1.82	1.80	1.93
					每股股利	0.70	1.01	1.17	1.32
					估值分析				
					PE	19.50	13.45	11.66	10.32
					PB	3.45	3.24	3.13	3.01

资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	9,332	11,019	12,360	13,647
预付款项	83	99	114	127
存货	947	1,200	1,384	1,539
其他流动资产	3,449	3,914	4,350	4,720
流动资产合计	13,810	16,232	18,207	20,033
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,084	1,738	1,389	1,036
无形资产	550	475	401	327
非流动资产合计	3,530	3,072	2,612	2,162
资产合计	17,340	19,304	20,819	22,196
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,606	4,651	5,362	5,964
其他流动负债	3,823	4,452	4,931	5,337
流动负债合计	7,429	9,103	10,293	11,301
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	266	266	266	266
非流动负债合计	266	266	266	266
负债合计	7,695	9,370	10,559	11,568
股本	2,054	2,054	2,054	2,054
少数股东权益	61	40	16	-12
股东权益合计	9,645	9,934	10,260	10,628
负债和股东权益合计	17,340	19,304	20,819	22,196

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。