



隆鑫通用 (603766.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

无极出海空间广阔，三轮、四轮快速上量

聚焦摩托业务，全球化支撑成长

公司深耕摩托车及发动机领域 30 余年、为宝马代工 20 余年，技术积累深厚。2020-2025 年，公司海内外营收 CAGR 分别为 9.70%、15.03%，当前海外营收占比近七成，出海是公司发展主动力。公司于 2021 年明确聚焦摩托车及通机主业，2027 年 7 月之前可完成与宗申的资产置换，届时公司将专注摩托领域，凸显出海成长性。

无极：欧洲、拉美持续扩张，欧洲五国市占率目标 10%+

2018 年公司推出高端品牌无极，主要面向中大排玩乐市场，当前外销占比超 60%，主要销往欧洲。2026 年，欧洲市场走出欧 5+ 影响，整体回暖；无极产品动力领先、性价比突出，已形成 ADV、踏板两大优势系列，后续将针对欧洲市场推出 ADV、踏板新品，完善街车等其他品类布局，预计 2028 年欧洲五国市占率可提高至 10% (McD 数据显示 2025 年市占率 4.5%)。拉美市场增速领跑全球，无极即将进入巴西、墨西哥，其需求集中于 ADV，未来放量可期。

全地形车：聚焦大排量、特殊版本，销量增速展望 55%+

隆鑫全地形车初期靠小排量产品在南美上量，随后布局 500cc 以上 ATV 打入欧洲高端市场，当前欧洲销量已赶超拉美。在欧洲市场，公司避开竞争激烈的普通车型赛道，发挥自身动力优势聚焦泥浆、森林、河沟等细分场景，凭借性能优势、较低定价实现销量快速增长、结构持续升级。下一步，公司将持续推出大排量 UTV 产品并丰富细分场景车型布局，预计 2026 年全地形车销量增速超 55%。

三轮车：西非支撑 26 年销量+20%，切入刚需蓝海市场

2025 年公司三轮车外销占总销量 55%，出口量位居行业第一 (《中国三轮白皮书》)，出口以燃油货三为主，绝大部分销往非洲 (西非为核心市场)。西非地区 2025 年 GDP 增速近 7%，支柱产业为采矿、农业，运输刚需有望持续释放；公司长期深耕西非、产品力领先，订单增长明确。2025 年，公司三轮车在南美借助通勤车渠道快速上量；后续将瞄准发展中国家生产工具细分领域，长期空间广阔。

盈利预测、估值和评级

不考虑通机资产置换，我们预测公司 2026-2028 年可实现营业收入 223.25/260.72/302.60 亿元，归母净利润 20.72/25.57/31.83 亿元，对应 EPS 1.01/1.25/1.55 元。2026 年，无极踏板新车发售、全地形车高端车型占比提高、三轮车西非增长明确，给予公司 2026 年 19.0X PE，目标价 19.17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

欧洲市场边际放缓、国内市场恶性价格战、与宗申整合摩擦、大股东质押比例较高、汇率波动风险。

汽车组

分析师：徐慧雄 (执业 S1130525110005)

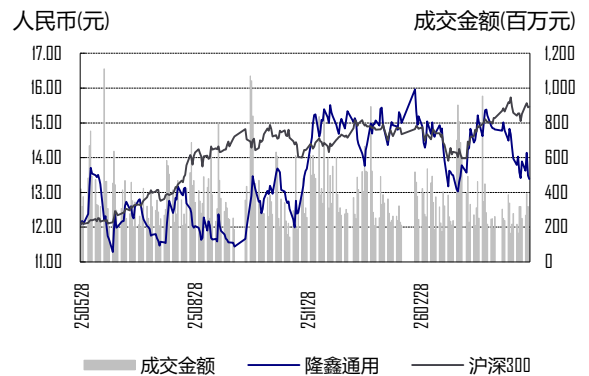
xuhuixiong@gjzq.com.cn

分析师：王子硕 (执业 S1130526030002)

wangzishuo@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.38 元

目标价 (人民币)：19.17 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16,822	19,135	22,325	26,072	30,260
营业收入增长率	28.74%	13.75%	16.67%	16.79%	16.06%
归母净利润(百万元)	1,121	1,648	2,072	2,557	3,183
归母净利润增长率	92.19%	46.95%	25.74%	23.41%	24.47%
摊薄每股收益(元)	0.546	0.802	1.009	1.245	1.550
每股经营性现金流净额	1.03	1.40	1.14	1.81	2.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.66%	17.19%	19.48%	20.58%	21.72%
P/E	16.67	20.08	14.36	11.64	9.35
P/B	2.04	3.45	2.80	2.40	2.03

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 隆鑫通用：从制造出海到品牌升级，“无极”全球化稳步推进.....	7
1.1 发展历程：从“技术学徒”到“出海冠军”，再到“品牌突围”.....	7
1.2 治理机制：与宗申完成股权重整，管理团队稳定、公司治理升级.....	8
1.3 业务发展：以无极出口为核心，全地形+三轮车外销高速增长.....	9
1.4 财务概况：聚焦主业、无极兑现，盈利中枢持续提高.....	14
2 欧洲主导全球中大排市场，中南美洲摩托排量快速升级.....	18
2.1 中大排摩托附加值更高，欧洲市场是国内中大排出口首选.....	18
2.2 欧洲：核心五国销量占欧盟（含英国）80%，中排量段增速最快.....	20
2.3 拉美：销量增速领跑全球，工具+玩乐性质中大排需求成长中.....	23
2.4 中国：摩托出海支撑行业销量，400cc 以上排量段出口占比提高.....	27
3 无极：依靠质价比实现高端突围，后续矩阵完善驱动放量.....	29
3.1 核心优势：动力集成对标宝马，规模效应压低成本.....	29
3.2 业务现状：出海驱动增长，ADV、踏板为海外强势系列.....	30
3.3 产品策略：聚焦 ADV、踏板，后续完善街车等车型布局.....	32
3.4 后续展望：短期看核心市场放量，长期看新品类、新市场表现.....	33
4 全地形车：凭借细分赛道优势提升欧美市占率.....	35
4.1 行业概况：全球市场中低速增长，UTV/SSV 占比提高.....	35
4.2 产品优势：性价比突出，特殊地形车动力参数赶超大牌.....	38
4.3 业务现状：凭借大排量产品进入欧洲，产品结构持续升级.....	39
4.4 后续展望：大排量 UTV+特种地形车+无极渠道提升欧洲市占率.....	41
5 三轮车：抓住非洲刚需释放机遇，后续期待西非持续放量.....	41
5.1 行业概况：发展中国家需求爆发，定制化+性价比国产三轮出口加速.....	41
5.2 现状&展望：凭借产品力、性价比深耕十年卡位西非，锁定当地发展刚需释放.....	42
6 盈利预测与投资建议.....	44
6.1 盈利预测.....	44
6.2 投资建议与估值.....	45
风险提示.....	45

图表目录

图表 1：2012 年以来公司主要发展阶段及驱动因素.....	7
图表 2：公司发展阶段及重大事件.....	8
图表 3：公司股权架构及主要子公司布局.....	8
图表 4：2025 年末绝大多数高管在公司任职时间超过 10 年.....	9



图表 5: 隆鑫通用第三期员工持股计划概况	9
图表 6: 无极、全地形车营收占比持续提高	10
图表 7: 2025 年无极、全地形车毛利率高于其他业务	10
图表 8: 2025 年公司海外营收占比再度提高	10
图表 9: 2022 年开始海外业务毛利率超过国内	10
图表 10: 公司直营业务自主品牌矩阵	11
图表 11: 2023 年开始无极营收快速增长 (亿元)	11
图表 12: 无极海外销量、价持续提高 (万辆、万元)	11
图表 13: 全地形车营收高速增长 (亿元)	12
图表 14: 全地形车量价齐升 (万辆、万元)	12
图表 15: 2023 年开始三轮车业务营收加速增长 (亿元)	12
图表 16: 通路车业务营收下降 (亿元)	13
图表 17: 公司摩托车绝大部分销往海外, 以通路车为主 (万辆)	13
图表 18: 摩托车发动机业务稳健增长 (亿元)	13
图表 19: 通机业务营收表现出较强周期性 (亿元)	14
图表 20: 2022 年营收增速开始修复 (亿元)	14
图表 21: 2020-2025 年公司归母净利加速增长 (亿元)	14
图表 22: 子公司相关减值业绩拖累基本结束 (亿元)	15
图表 23: 主营业务、无极营收占比持续提高	15
图表 24: 公司两轮摩托营收规模领先可比同业 (亿元)	15
图表 25: 公司两轮摩托营收增速升至可比同业中上游	15
图表 26: 公司外销收入落至可比同业中游 (亿元)	16
图表 27: 公司外销营收增速近两年处可比同业中游	16
图表 28: 隆鑫通用及可比公司毛利率对比	16
图表 29: 隆鑫通用期间费率大幅低于可比公司	17
图表 30: 公司销售费率远低于可比同业	17
图表 31: 公司研发费率远低于可比同业	17
图表 32: 公司净现比优于同业, 盈利质量优秀	18
图表 33: 摩托车常见分类	18
图表 34: 全球摩托车总销量整体增长、越野车增长最稳定 (百万辆)	19
图表 35: 全球摩托车市场由日系、印系品牌主导	19
图表 36: 欧洲、美国摩托 ASP 远超其他市场 (千美元)	19
图表 37: 美国、欧洲>250cc 摩托渗透率远超其他市场	19
图表 38: 2025H 欧洲摩托车市场竞争格局相对分散	20
图表 39: 2025 年欧洲市场中中国品牌销量增速遥遥领先	20



图表 40:	2024 年欧洲、拉美、非洲摩托市场规模及增速 (万辆)	20
图表 41:	2024 年欧洲、拉美、非洲主要摩托市场规模及增速 (万辆)	20
图表 42:	2025 年欧洲摩托车销量承压 (万辆)	21
图表 43:	2025H 欧洲摩托 ASP 仅次于北美 (万美元)	21
图表 44:	欧洲五国销量占绝对主导地位 (万辆)	21
图表 45:	2025 年西班牙摩托市场表现相对较好 (万辆)	21
图表 46:	意大利以踏板车为主, 销量整体增长 (万辆)	22
图表 47:	2025 年意大利 500-600cc 销量增长 (万辆)	22
图表 48:	2025 年西班牙摩托销量整体增长 (万辆)	22
图表 49:	25Q1-3 西班牙>125cc 摩托增长更快 (万辆)	22
图表 50:	2024 年德国摩托市场 250cc 以上占 99%	23
图表 51:	2025 年法国非踏板车占比达 73%	23
图表 52:	26Q1 拉美摩托销量增速领跑全球	23
图表 53:	2024 年拉美市场越野车占比与欧洲相近	23
图表 54:	拉美市场越野车、公路车都作为高耐用生产工具, 均价接近 (千美元)	24
图表 55:	拉美摩托市场集中度较高, 由日系、印系、当地品牌主导	24
图表 56:	墨西哥、巴西贡献拉美六成销量 (百万辆)	24
图表 57:	阿根廷摩托均价最高, 其次为巴西 (千美元)	24
图表 58:	巴西摩托车销量快速增长 (百万辆)	25
图表 59:	2025 年巴西本田、雅马哈市占率合计比超八成	25
图表 60:	巴西玩乐车型占比持续修复	25
图表 61:	巴西生产端中大排摩托占比回升 (千美元)	25
图表 62:	墨西哥摩托车销量整体增长 (万辆)	26
图表 63:	墨西哥摩托车均价低于拉美整体水平 (千美元)	26
图表 64:	2025H 墨西哥摩托车市场由本地厂商主导	26
图表 65:	中国出口墨西哥摩托总量及>250cc 占比 (万辆)	26
图表 66:	阿根廷摩托车市场以公路车为主 (万辆)	27
图表 67:	2025 年阿根廷摩托车市场中本土品牌占 44%	27
图表 68:	阿根廷 250cc-800cc 销量快速增长 (万辆)	27
图表 69:	2025 年阿根廷摩托车 250-800cc 市场中无极市占率第四	27
图表 70:	中国摩托车出口约占总销量 60% (百万辆)	28
图表 71:	2024 年中国销量前十摩托车企业总销量及出口量 (万辆)	28
图表 72:	中国摩托出口 400cc 以上价格跳升 (千美元)	28
图表 73:	150cc 以上摩托出海毛利率更高 (万辆)	28
图表 74:	中国 250cc 以上摩托车出口量持续增长 (万辆)	29



图表 75:	2025 年春风、隆鑫、钱江 250cc 以上摩托出口占比合计占比 53%	29
图表 76:	无极 DS800 动力参数基本追平老牌竞品	29
图表 77:	无极 DS800 舒适性、智能化配置“出厂即满配”但价格更低，体现极致质价比	29
图表 78:	无极海外销量快速增长、占比达 2/3 (万辆)	31
图表 79:	无极海外爆品集中在 ADV、踏板车型	31
图表 80:	2025H 无极欧洲渠道占比约 75% (万辆)	32
图表 81:	无极法国、意大利实现较高密度渠道覆盖	32
图表 82:	无极 DS900X、DS800 形成互补	32
图表 83:	无极 SR450X 与欧洲主要竞品对比性能领先，预计定价具有竞争力	33
图表 84:	欧洲市场街车占比仅次于踏板、越野	33
图表 85:	2026 年 1-4 月无极在西班牙品牌市占率仅次于本田、雅马哈	34
图表 86:	2026 年 1-4 月无极三款车进入西班牙摩托车畅销榜前 10 (cc、辆)	34
图表 87:	SR450X 可对标 2026 年 1-4 月意大利畅销车型前 20 中 6 款车型	34
图表 88:	无极阿根廷 250-800cc 市占率提升 (万辆)	35
图表 89:	26Q1 无极阿根廷中大排量中 ADV 占 75%	35
图表 90:	全球三大类全地形车对比	35
图表 91:	2024 年全球主要市场 UTV 主要用于体育娱乐	36
图表 92:	2023 年 ATV 主要用于休闲娱乐、体育运动领域	36
图表 93:	全球全地形车销量持续修复 (万辆)	37
图表 94:	UTV 占全球全地形车 60%，25 年占比提高	37
图表 95:	2025 年 UTV 销量主要集中在北美市场	37
图表 96:	2023 年 ATV 销量主要集中在欧美地区	37
图表 97:	2024 年欧美澳 UTV 市场 CR 5 达 71.49%	38
图表 98:	2023 年全球 ATV 市场中国品牌市占率达 8%	38
图表 99:	2024 年北美全地形车 (UTV 占 66%) 排量段集中在 500-800cc (亿美元)	38
图表 100:	2023 年 ATV 排量段中 400cc 以下占比接近三成 (亿美元)	38
图表 101:	隆鑫 UWOLF 1000 动力性能领先欧洲对标产品、价格低 30%+	38
图表 102:	隆鑫 XWolf 1000 MUD 与欧洲主要泥浆版 ATV 对比，动力参数领先	39
图表 103:	隆鑫通用全地形车产品矩阵	39
图表 104:	2025 年公司全地形车量价双增 (亿元)	40
图表 105:	2023 年公司全地形车营收增速明显快于行业	40
图表 106:	2025 年隆鑫在西班牙市占率位居第 3 名	41
图表 107:	2024 年全球三轮车消费亚洲占 70%，非洲占 8%	42
图表 108:	2023 年中国三轮摩托车出口迎来拐点 (万辆)	42
图表 109:	2025 年中国三轮摩托车出口以货三、油三为主 (万辆)	42



图表 110: 三轮车出口量增长是业务主要驱动 (万辆)	43
图表 111: 公司主要货运、客运三轮车产品	43
图表 112: 公司分板块盈利预测 (亿元)	44
图表 113: 可比公司估值比较	45

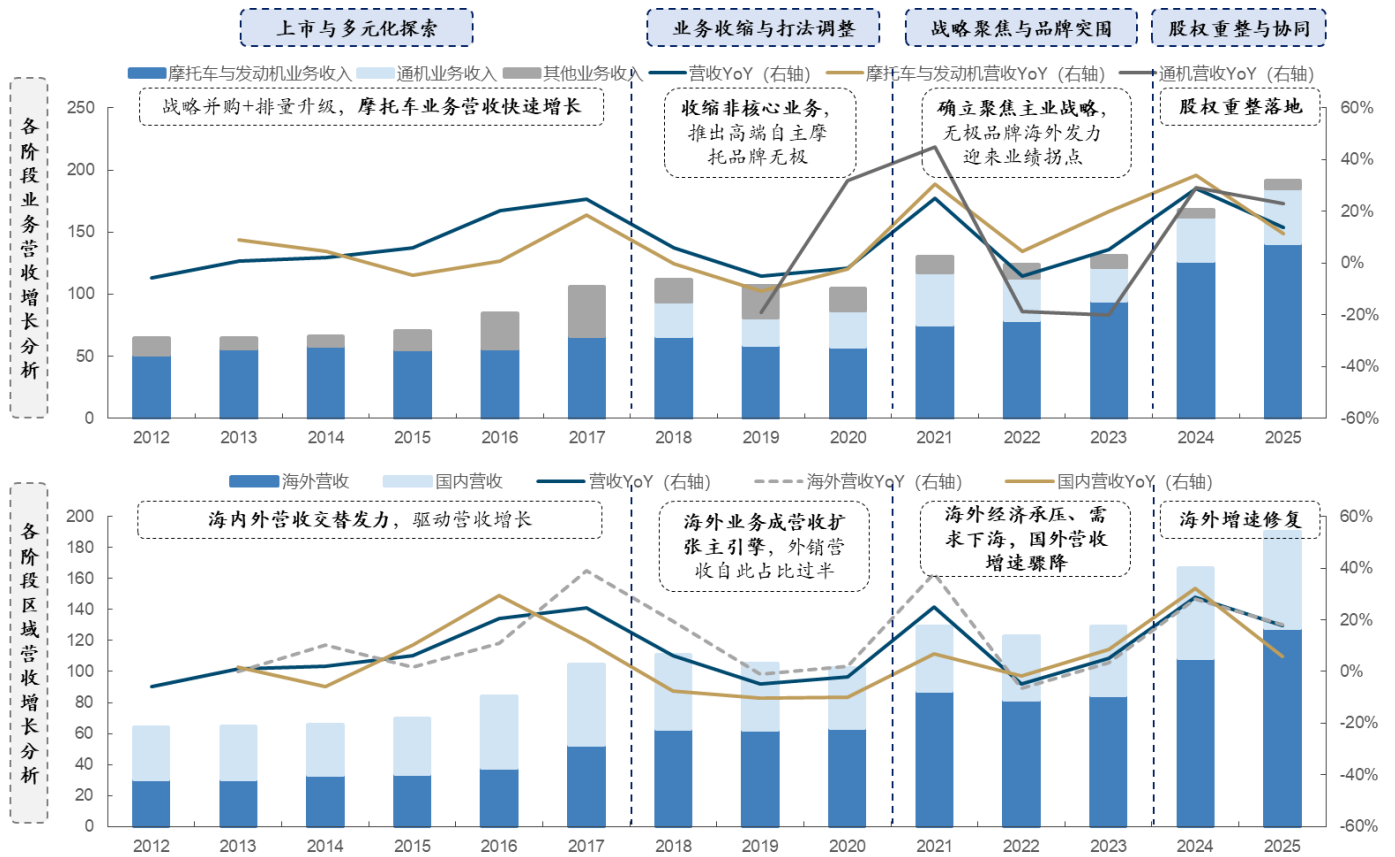


1 隆鑫通用：从制造出海到品牌升级，“无极”全球化稳步推进

1.1 发展历程：从“技术学徒”到“出海冠军”，再到“品牌突围”

公司成立于1993年，是国内领先的摩托车及通用机械制造出口企业。主要业务为发动机、摩托车整车、三轮车、四轮车及通用机械制造销售。其中，摩托车及发动机为公司核心业务，由代工贴牌、自主品牌双轮驱动。当前，公司主要优势在于动力技术领先、出口规模居行业前列、工艺品控稳定。2018年，公司推出高端摩托车自主品牌“无极”，摩托车业务持续推进全球化、高端化，基本完成从“低端代工制造”向“高端品牌运营”战略转型。

图表1：2012年以来公司主要发展阶段及驱动因素



来源：公司公告，国金证券研究所

1) 初创与技术积累期 (1993-2011年)：出海领先，随行业快速发展。1993年，重庆隆鑫交通机械厂成立，早期专注发动机生产。1998年开始生产整车，次年获得自营进出口权。2005年，公司与德国宝马开启了长期代工合作，代工范围逐步从发动机扩张至整车。与宝马的合作不仅为公司提供了稳定现金流，更为公司注入先进的德国品控和管理基因。这一阶段，出口主导中国摩托车行业高速增长，2006年公司摩托车出口量首次排名全国第一。

2) 扩张与探索期 (2013-2017年)：行业下行，主动进行多元化探索。2012年，公司成功在上交所上市，但此后国内摩托车需求开始结构性下滑（城市化、限摩令），外销量遭受重创（欧债美债危机，海外需求骤降、人民币升值抬高成本），中国摩托车行业进入深度调整与转型探索期。为应对经营压力，公司先后收购广州威能（柴油发电机组）、意大利CMD（通用航空活塞式发动机），主动横纵向扩张业务领域，埋下资产减值隐患。

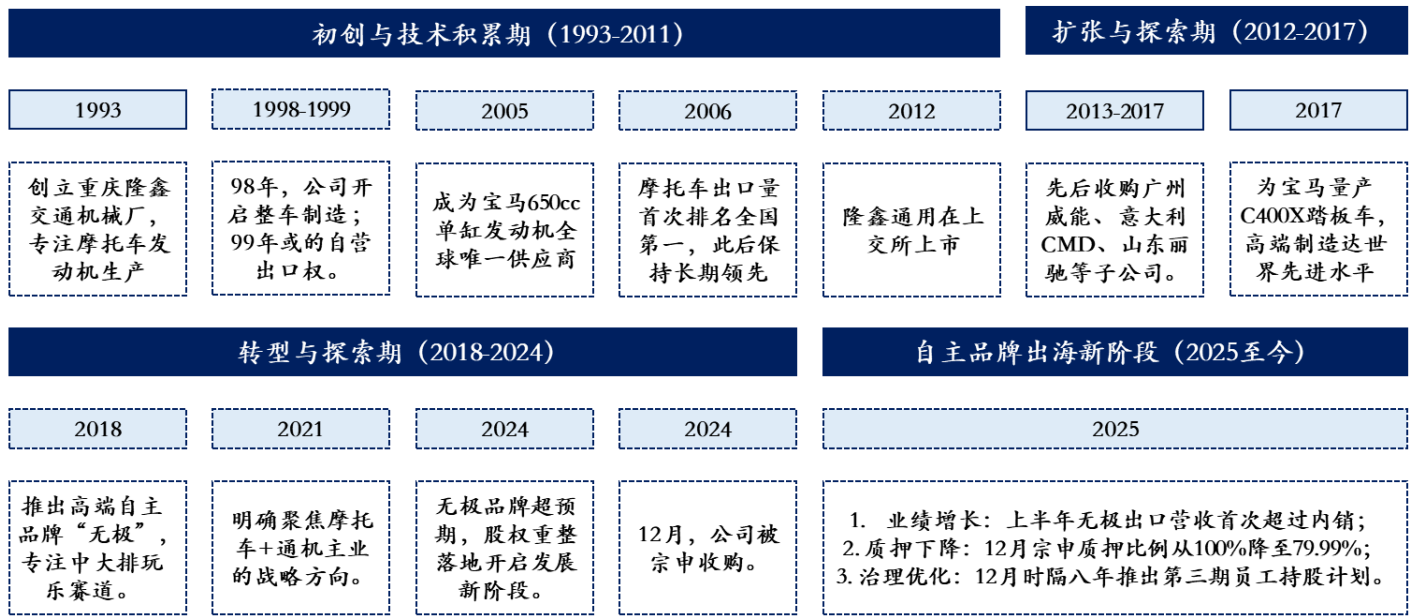
3) 转型与调整期 (2018-2024年)：剥离亏损资产、聚焦主业，把握国内外高端市场机遇。从行业来看，这一期间国内市场结构升级，玩乐型摩托需求高速增长；海外市场发力高端、量价齐升，成为行业主要支撑。2018年，公司推出高端自主摩托车品牌“无极VOGE”，标志着战略重心开始向主业转移，开始从代工向自主品牌转型。2021年，隆鑫通用正式明确了“聚焦摩托车+通机主业”的战略方向，逐步剥离非核心业务，无极营收占比加速上升。2024年，子公司对业务拖累基本结束、隆鑫通用被宗申收购，前期问题基本得以解决。

4) 自主品牌出海期 (2025年至今)：全面推广自主品牌全球化。2025年，公司彻底摆脱股东债务问题和子公司拖累；上半年无极出口营收首次超过内销，无极出海成为公司增长



核心引擎。与此同时三轮车、四轮车出海同步推进，公司进入出海发展新阶段。2027年7月之前，公司将完成与隆鑫的资产置换、聚焦摩托车领域，届时成长性将更加凸显。

图表2：公司发展阶段及重大事件

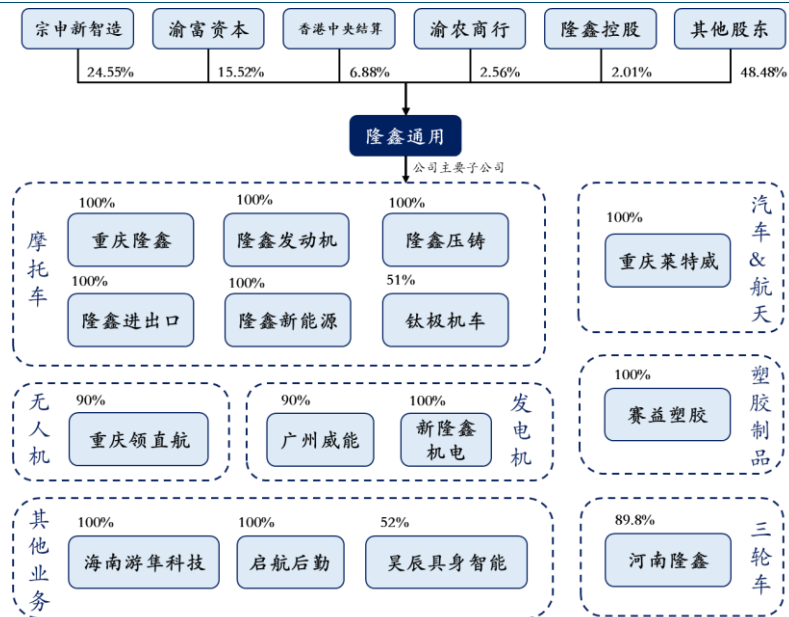


来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 治理机制：与宗申完成股权重整，管理团队稳定、公司治理升级

股权重整解决原实控人债务问题导致的治理危机。2021年9月，公司大股东隆鑫控股等13家隆鑫系企业前期多元化扩张导致资金紧张，申请破产重整；2024年7月，公司与宗申新智造、渝富资本达成协议，两者分别收购公司24.55%、15.52%股权；同年12月23日，股权完成过户。当前，公司第二大股东为渝富资本，与实控人一同实现产业、国资双支撑。

图表3：公司股权架构及主要子公司布局



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

高管人员稳定、经验丰富。公司管理层多为企业内部培养人才，具备战略定力。股权重整后，高管团队变化不大，管理层保持稳定。


图表4：2025年末绝大多数高管在公司任职时间超过10年

姓名	职务	任职日期	学历	进入隆鑫时间
李耀	董事长	2024-11-27	硕士	2024年
龚晖	总经理	2024-08-29	硕士	2015年
余波	副总经理	2025-03-03	本科	2003年
陈艺方	副总经理	2023-04-21	本科	2005年
黎军	副总经理	2023-09-22	硕士	2007年
王建超	财务总监，副总经理	2012-09-03	本科	2003年
张诚	副总经理	2025/9/29	硕士	2025年
叶珂伽	董事会秘书	2021-09-27	本科	2008年

来源：公司公告，国金证券研究所

时隔八年重启股权激励，核心员工与自主品牌深度绑定。2025年12月，公司公告第三期员工持股计划，在历次激励中额度和覆盖规模最大。本次激励将自主品牌营收作为要求最高的核心指标、将激励向骨干倾斜，深度绑定核心团队与公司战略。此次股权激励推出于股权重整首年，有利于快速凝聚团队、激发动力，标志公司治理进入新阶段。

图表5：隆鑫通用第三期员工持股计划概况

关键要素	具体内容
计划规模	总额不超过4亿元（已全额完成建仓）。
股票来源与均价	通过二级市场购买，累计买入2665.65万股，成交均价15.01元/股。
覆盖范围	不超过500人，包括董事、高级管理人员及对公司整体价值和中长期发展具有重要作用的核心人员。
核心人员倾斜	非董监高核心人员的持股比例不低于60%，另有10%预留份额用于吸引未来人才。
存续期与锁定期	总存续期48个月。股票锁定期为36个月，分三期解锁。
解锁安排	自购买完成日起满12、24、36个月，分别解锁40%、30%、30%。
	考核年度：2026、2027、2028年。
	考核指标与目标（以2025年为基数）：
	1. 营业收入增长率分别不低于10%、20%、30%。
公司层面业绩考核	2. 归母净利润增长率分别不低于10%、20%、30%。
	3. 自主品牌收入增长率分别不低于15%、30%、50%。
	达标条件：任一考核年度，自主品牌收入目标达成，且营业收入或净利润任一指标达成即可。

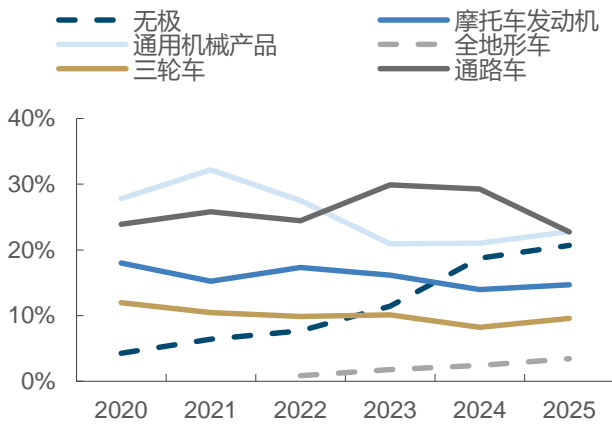
来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 业务发展：以无极出口为核心，全地形+三轮车外销高速增长

摩托车及发动机为核心业务，无极、三轮车、四轮车高速增长。经历一轮业务多元化失败后，公司坚定执行聚焦主业战略，同时贴合国内消费升级趋势发力高端玩乐摩托车。2025年，摩托车整车、发动机、通机业务营收分别为113.14亿元、28.13亿元、43.55亿元，分别占营收的33%、14.70%、22.76%。2020年以来，无极、三轮车、全地形车营收增速、毛利率高于其他业务，是公司营收扩张、利润增厚主要驱动。

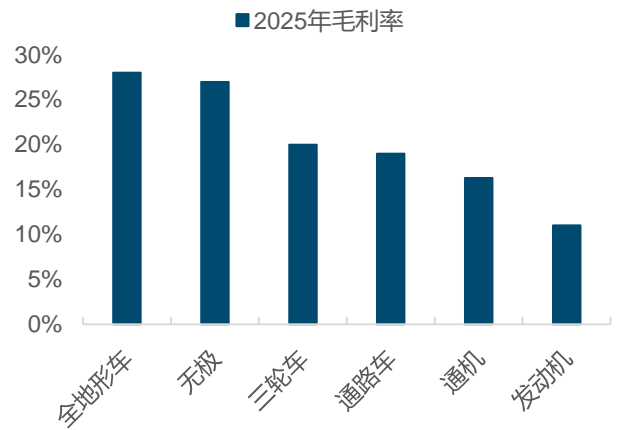


图表6: 无极、全地形车营收占比持续提高



来源: 公司公告, 国金证券研究所

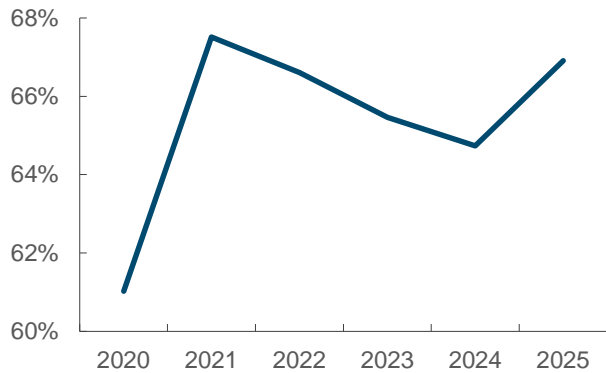
图表7: 2025年无极、全地形车毛利率高于其他业务



来源: 公司公告, 国金证券研究所

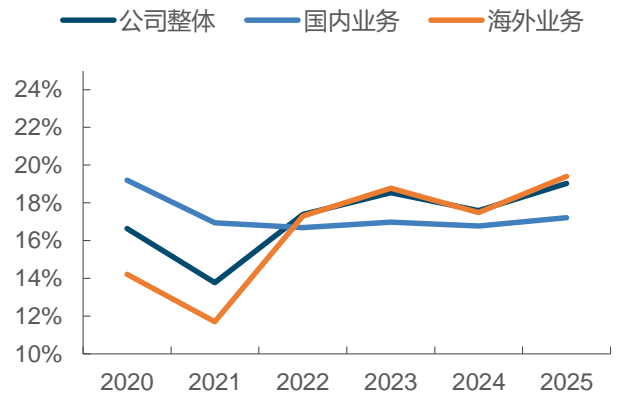
坚持出海战略, 海外贡献近 70% 毛利。公司自成立伊始就注重海外市场, 一直是出海型制造商, 维持高外销占比, 摩托车出口量自 2006 年起一直位于业内前两名。2022 年以来, 公司高端品牌无极出口量快速增长, 欧洲渠道扩张叠加宝马代工口碑助推销量提升, 带动公司海外毛利率持续走高。2020 至 2025 年, 公司外销营收占比从 61.03% 提升至 66.91%, 外销毛利占比从 52.14% 提升至 68.21%。

图表8: 2025年公司海外营收占比再度提高



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9: 2022年开始海外业务毛利率超过国内



来源: 公司公告, 国金证券研究所

主营业务从代工贴牌向自主品牌升级。公司摩托车及发动机业务产品线覆盖两轮、三轮、四轮摩托及发动机, 核心优势在于发动机技术、规模化生产压降成本、产品设计贴合市场需求、品控严格质量稳定。目前公司仍长期承接宝马、通路车代工业务, 但已经形成无极、隆鑫、茵未自主品牌矩阵, 业务重心逐步从代工贴牌出口转移至自主品牌出海, 持续推进出口产品高端化。



图表10: 公司直营业务自主品牌矩阵

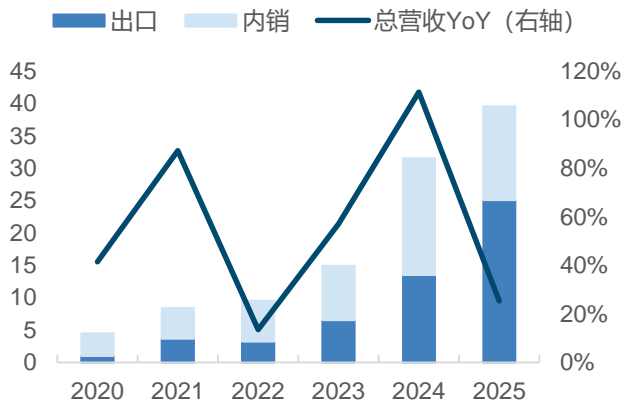


来源: 公司公告, 国金证券研究所

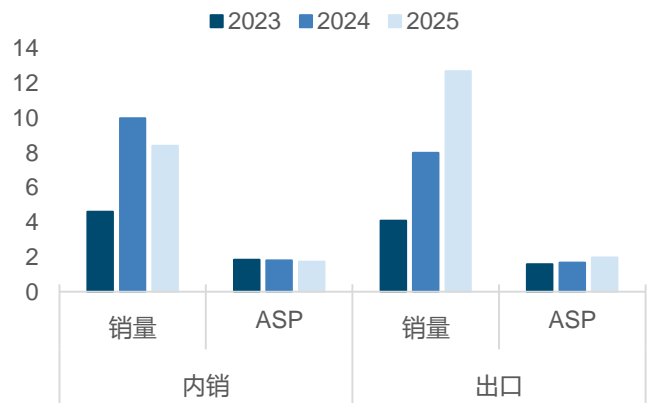
1) 无极 VOGE: 专注大排量运动机车, 摩托业务高端化转型主动力

无极品牌成立于 2018 年, 核心产品覆盖仿赛、巡航、复古、拉力、踏板、街车六大系列, 2025 年在 ADV、踏板、巡航等优势赛道推出多款新品; 同年末海外渠道达 1300 家, 高端品牌形象和市场标杆定位持续强化。2025 年, 无极实现营收 39.54 亿元, 占公司总营收 20.30%; 其中海外营收 25.07 亿元 (占 63.40%)。2020-2025 年, 无极海外营收 CAGR 达 92.44% (内销 CAGR 32.67%), 是业务增长核心动力。

图表11: 2023 年开始无极营收快速增长 (亿元)



图表12: 无极海外销量、价持续提高 (万辆、万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

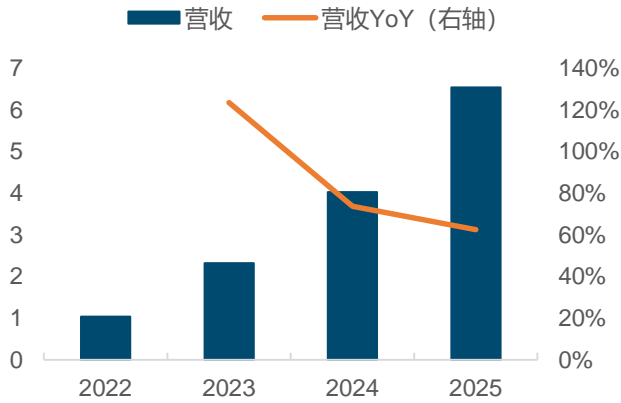
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2) 隆鑫 LONCIN 全地形车: 自主品牌 ATV/UTV, 业务体量较小但弹性最大

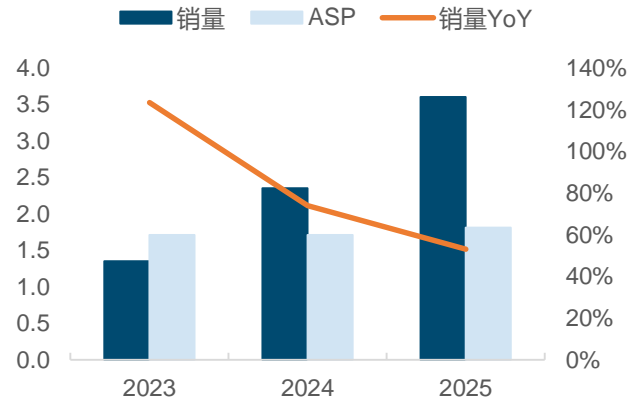
全地形车是一种被设计用于在沙滩、河床、林道、溪流、沙漠等各种复杂地形行驶的车辆, 与汽车相比在征服复杂路况方面更具特长。当前, 公司的全地形车主要包含 175cc-1000cc 的 ATV 及 1000cc UTV, 可用于户外娱乐、复杂地形穿越、农场运输等场景。其中 500cc 以上大排量产品主要销往欧洲、小排量低端产品主要销往南美洲。2025 年, 全地形车业务营收 6.54 亿元, 同比增长 62.54%, 营收占比 3.42%; 2022-2025 年, 公司全地形车营收 CAGR 达 84.69%。



图表13: 全地形车营收高速增长 (亿元)



图表14: 全地形车量价齐升 (万辆、万元)



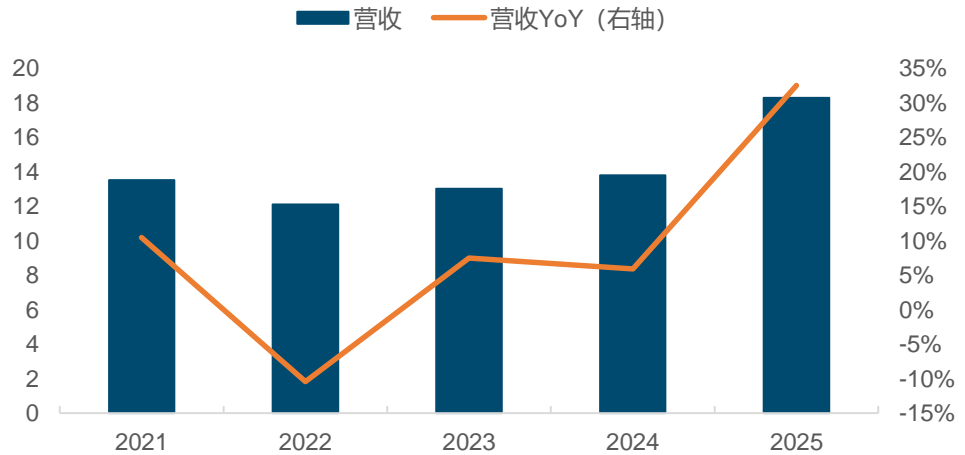
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3) 三轮车: 以货运三轮出口为主, 出口产品 90%销往非洲

公司燃油三轮车产品主要是货运三轮, 针对非洲等发展中地区货运和农运场景强化重载、耐用性, 具体产品包括 110-300cc 运输车、客运车、物流车、环卫车、特种车及电动三轮车等。2025 年公司三轮车内销销量分别为 13.40、16.63 万台, 出口三轮车内 90%销往非洲, 以西非市场代工订单为主, 其他地区主要推广隆鑫自主品牌。2025 年, 三轮车业务营收 18.28 亿元, 同比增长 32.50%, 营收占比为 9.55%; 2022-2025 年 CAGR 14.69%。

图表15: 2023 年开始三轮车业务营收加速增长 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4) 代工业务: 代工宝马整车及发动机销往欧洲, 通路车代工贴牌销往中南美洲

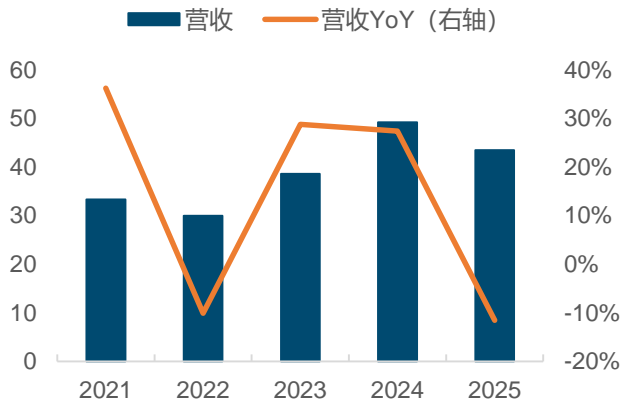
宝马代工: 业务稳定, 积累技术经验。当前, 公司为宝马代工的产品为 850cc 发动机及 G400 踏板整车, 并已获得了两项产品的授权, 全年代工整车数量约 1 万台、营收 9 亿元左右, 业务相对稳定。与宝马的合作一方面促使公司引进先进技术、升级生产工艺、改善品控能力; 另一方面提供品牌赋能与市场信任背书, 为公司深耕欧洲市场打下了基础。

通路车代工: 低端产品, 提供现金流。主要为中南美洲客户代工贴牌 125cc 左右通路车, 产品均价在 4000 左右, 以走量为主, 该业务为公司创造规模优势、提供稳定现金流。2025 年下半年至 26Q1, 公司墨西哥低端通路车代工订单大幅下降, 为无极品牌进入该国腾出空间。

2025 年, 公司通路车代工、宝马代工业务营收分别约占总营收 22.74%、4.71%。

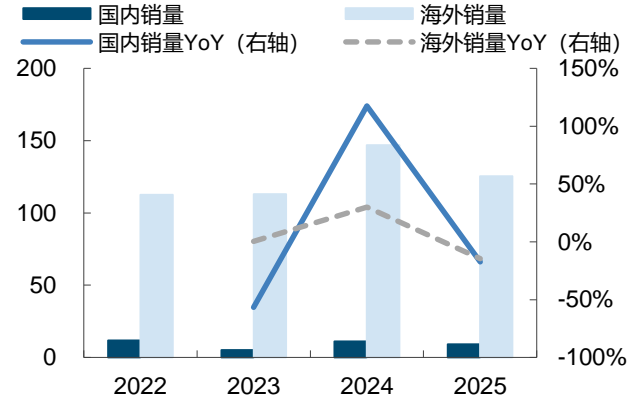


图表16: 通路车业务营收下降 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 公司摩托车绝大部分销往海外, 以通路车为主 (万辆)

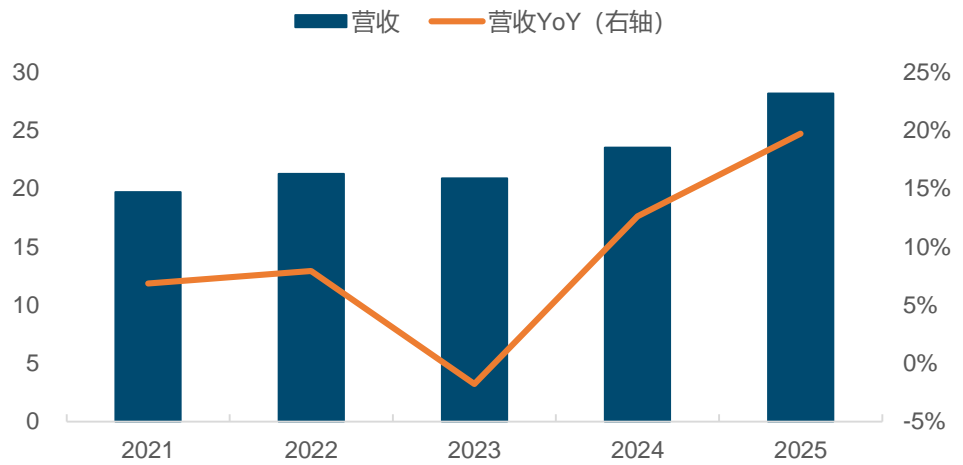


来源: 中国摩托车商会, 国金证券研究所

5) 摩托车发动机 (代工、外销): 动力技术奠定整车业务基础, 产品供自用及外销

公司和宝马合作超 20 年, 实现了发动机技术和品控与国际接轨, 产品在欧洲认可度较高。当前, 公司发动机产品主要为单缸、双缸、四缸多品类发动机, 支撑公司摩托车自主品牌全车型、全排量段发展和代工客户整车动力需求; 部分外销至同业公司, 外销量与中国摩托产量正相关。

图表18: 摩托车发动机业务稳健增长 (亿元)

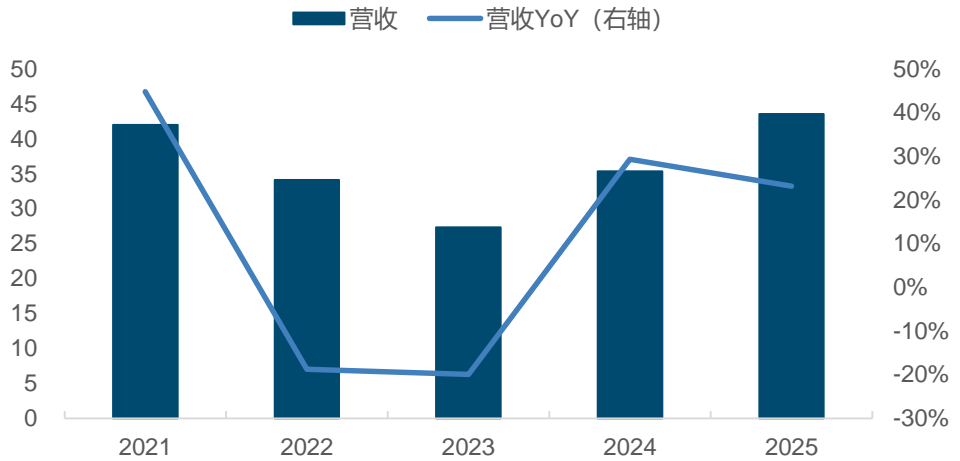


来源: 公司公告, 国金证券研究所

6) 通机业务: 周期性较强, 后续将通过资产置换剥离。通机产品是公司发动机核心技术横向复用的成果, 产品主要是家庭备用电源, 满足消费者户外露营等场景用电需求。在国内, 公司多为主机厂提供产品配套; 在国外, 与国际大客户 OEM/ODM 合作、自主品牌海外电商销售并行。除传统产品之外, 公司智能割草机器人预计将于 26Q2 上市。2026 年 3 月, 公司公告通机业务资产将与宗申动力摩托车发动机业务资产进行置换, 最迟将于 2027 年 7 月落地。



图表19: 通机业务营收表现出较强周期性 (亿元)

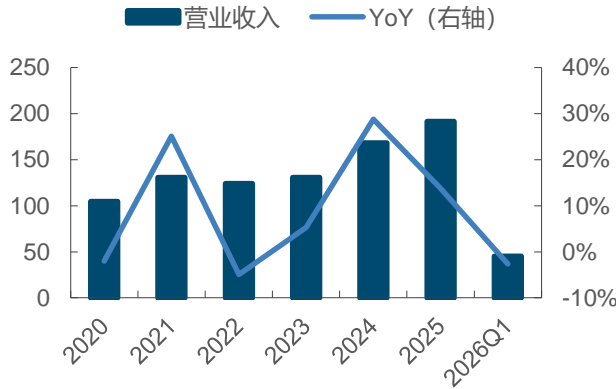


来源: 公司公告, 国金证券研究所

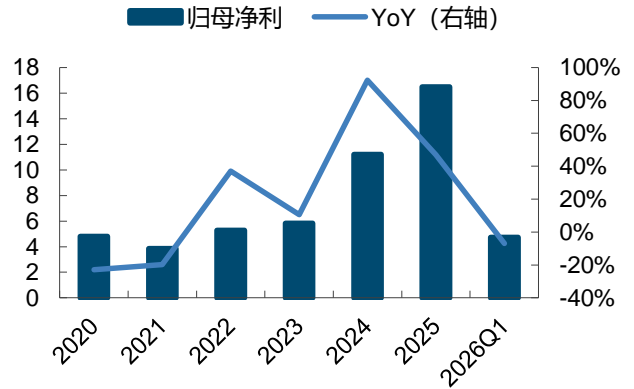
1.4 财务概况: 聚焦主业、无极兑现, 盈利中枢持续提高

2024 年无极业绩开始兑现, 毛利率持续提高。2020-2025 年, 公司营收、归母净利 CAGR 分别为 12.89%、27.98%, 毛利率从 16.10% 提升至 19.03%。2021 年, 公司确立聚焦主业战略, 无极品牌持续发展, 整体营收、归母净利持续修复。2024 年, 国内中大排摩托车市场爆发叠加无极海外进展顺利, 公司无极海内外销量同比分别增长 117.39%、95.12%, 带动营收、归母净利爆发, 公司高端自主品牌海外推进成为公司主动力。26Q1, 受通路车订单减少、汇兑损失 0.4 亿元影响, 公司营收、利润短期承压, 但不改长期逻辑。

图表20: 2022 年营收增速开始修复 (亿元)



图表21: 2020-2025 年公司归母净利加速增长 (亿元)



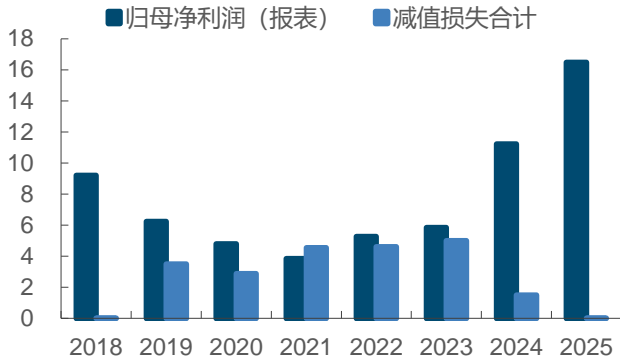
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

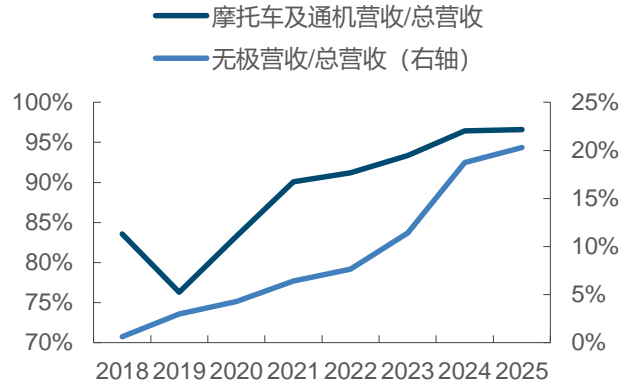
剥离亏损子公司, 助推业绩增长。2018 年, 公司推出高端自主品牌无极, 标志着经营重心向主业转移; 2019 年, 开始着手处理前期多元化扩张问题。2019-2024 年, 公司累计为子公司计提减值损失 22.00 亿元, 逐步摆脱了前期多元化失败的影响。至 2025 年, 公司子公司相关资产减值损失已经降至 0.02 亿元, 仅占当期归母净利 0.11%。2025 年底, 公司先后公告转让珠海隆华、CMD 全部股权, 子公司业绩拖累基本消除, 摩托车及通机业务营收占比达到 96.59%。



图表22: 子公司相关减值业绩拖累基本结束 (亿元)



图表23: 主营业务、无极营收占比持续提高

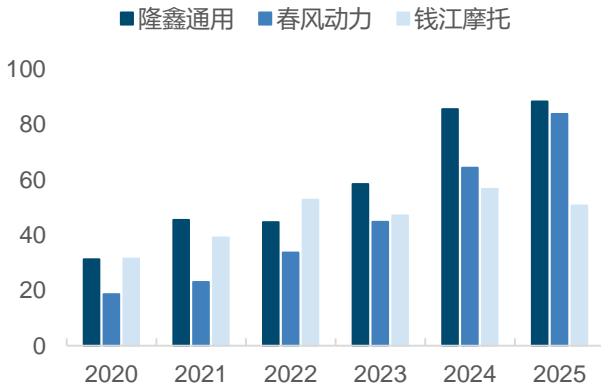


来源: 公司公告, 国金证券研究所

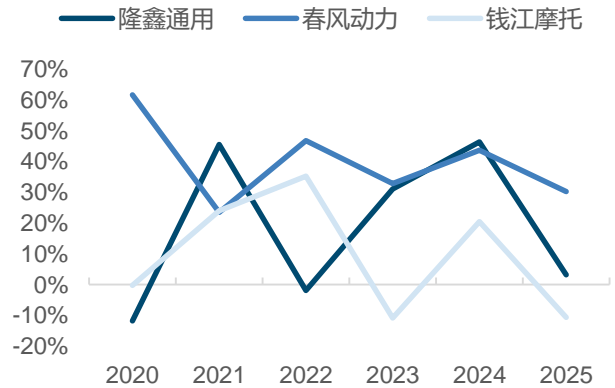
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司两轮摩托营收规模领先, 增速居可比公司中游。2020-2025年, 公司与春风动力、钱江摩托两轮摩托车营收 CAGR 分别为 23.09%、35.21%、10.00%; 2025年, 三者两轮摩托营收分别为 88.32、83.83、50.72 亿元, 公司通路车及宝马整车代工业务支撑两轮摩托营收规模, 2025年两者营收占比分别为 49.26%、5.97%, 无极营收占比为 45.77%。2022年, 通路车、无极出口营收同比增长 19% (俄乌冲突能源涨价欧洲高通胀、无极产品布局不佳) 拖累两轮摩托整体营收增速; 2023年至今无极成为推升公司两轮摩托营收主要动力。

图表24: 公司两轮摩托营收规模领先可比同业 (亿元)



图表25: 公司两轮摩托营收增速升至可比同业中上游



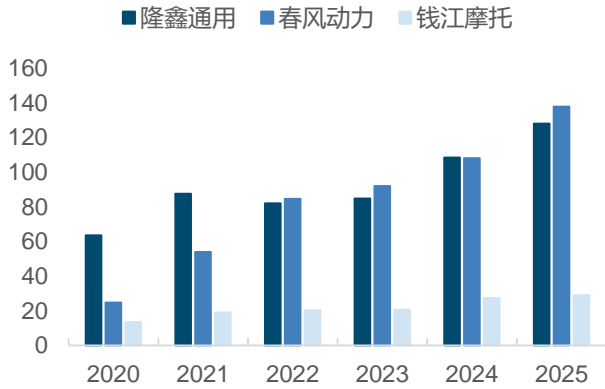
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

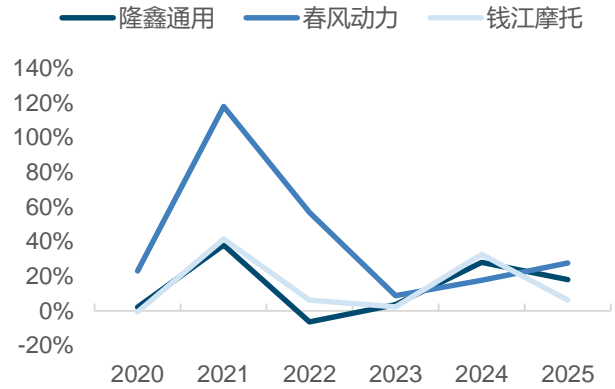
外销收入规模较高、增长略慢于可比同业。2020-2025年, 公司与春风动力、钱江摩托海外营收 CAGR 分别为 15.03%、40.98%、16.62%; 2025年三者外销收入分别为 128.03、137.90、29.06 亿元, 整体来看公司外销收入较高、但增长较慢。2021年, 海外供应链中断、中国率先复工, 国产摩托出口大幅增长; 2022年, 俄乌冲突下全球通胀、主要央行加息削弱海外需求, 叠加国内供应链受冲击、出海运费高涨, 中国摩托出口同比下降 16.06%。但同期春风动力推出爆品 450SR, 出海营收同比增长 271.53%; 而无极当时处于发展初期, 公司海外营收被春风动力赶超。2023年至今, 海内外经济回暖、无极战略持续调整, 公司外销营收增速回升至行业内中上游。



图表26: 公司外销收入落至可比同业中游 (亿元)



图表27: 公司外销营收增速近两年处可比同业中游

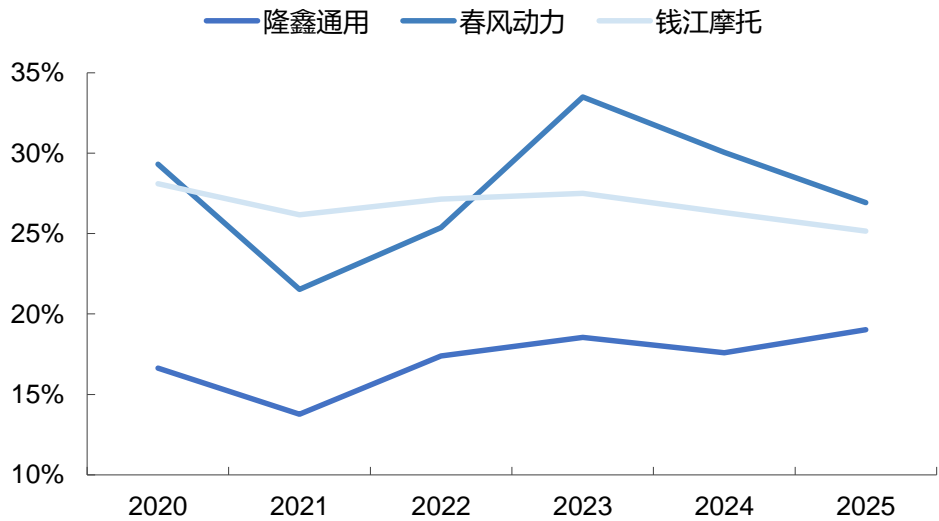


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

毛利率低于可比同业。相较春风动力、钱江摩托, 公司综合毛利率水平略低, 主要是因为产品结构存在差异。公司摩托业务仍以通路车代工贴牌为主, 拉低整体盈利水平; 而春风动力、钱江摩托都以休闲娱乐中大排量为主, 产品溢价率更高。单看高端自主品牌, 估计2025年无极整体毛利率接近可比公司整体水平。

图表28: 隆鑫通用及可比公司毛利率对比

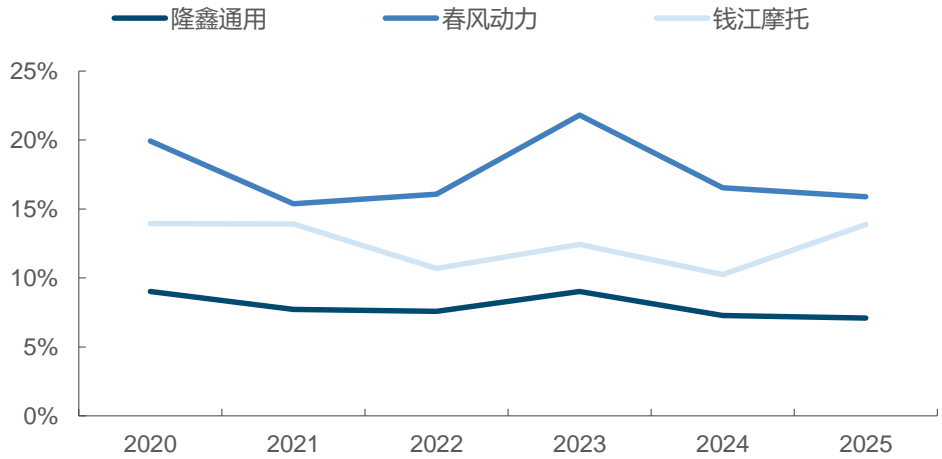


来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司期间费用率大幅低于可比同业。2025年末, 隆鑫通用期间费用率 7.01%, 同比改善 0.18pct, 较春风动力、钱江摩托分别低 8.80pct、6.78pct。



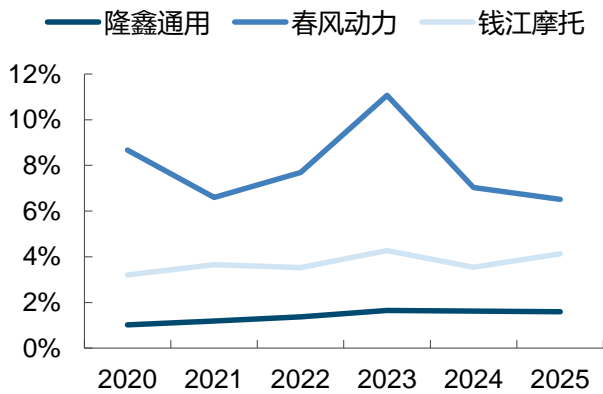
图表29：隆鑫通用期间费率大幅低于可比公司



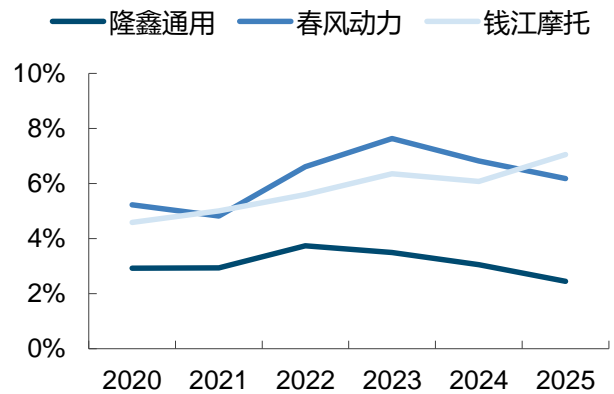
来源：公司公告，国金证券研究所

期间费率差异源自销售、研发费率。2025年，公司研发费率、销售费率分别为2.45%、1.60%。销售费用方面，公司主要经营代工贴牌及自主品牌摩托出海，前者无营销费用、后者采用FOB模式销售费用由海外经销商承担。研发费用方面，公司高端产品主要是无极、全地形车，凭借深耕发动机领域几十年积累的技术，现有动力平台能够满足产品需求；其他业务多是代工模式，研发需求不高。

图表30：公司销售费率远低于可比同业



图表31：公司研发费率远低于可比同业



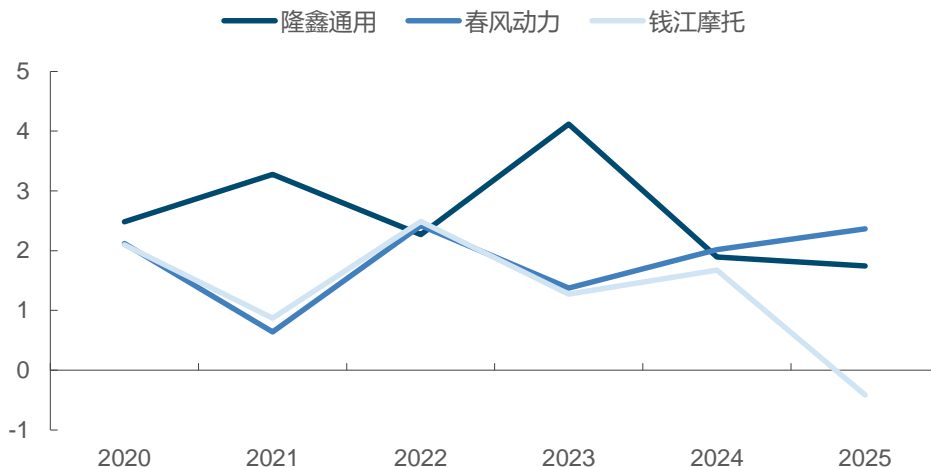
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

净现比长期处于较好水平。公司通路车代工贴牌业务现金流稳定且回款周期短，2020-2025年现金流一直保持充沛，净现比长期高于1.5，盈利质量在可比同业中保持较好水平。稳健的现金流为公司后续技术研发、产能扩张、渠道铺设等奠定了坚实基础。



图表32: 公司净现比优于同业, 盈利质量优秀



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2 欧洲主导全球中大排市场, 中南美洲摩托排量快速升级

2.1 中大排摩托附加值更高, 欧洲市场是国内中大排出口首选

相较于通路车, 玩乐型摩托赛道商业模式更优。摩托车可以按照车型、排量、主要用途、车轮数量等标准进行分类。其中, 玩乐摩托车主要用于满足消费者玩乐需求, 多为中大排量车型, 可进一步细分为越野、复古、街车等类型, 特点是动力强劲、技术要求高。与通路车相比, 玩乐摩托车完成了从工具到玩具的跃迁, 消费者在看重性能的同时, 更愿意为品牌故事、设计美学、圈层认同买单, 往往有更高溢价, 是当前国内摩托车企主攻赛道。

图表33: 摩托车常见分类

分类维度	主要类型	简要特点
按骑行方式	跨骑摩托车	传统常见, 坐姿跨骑, 涵盖街车、跑车、巡航车等多种细分车型。
	踏板摩托车	操作简易, 骑行舒适, 适合城市通勤。
	弯梁摩托车	外观上比踏板车的踏板处多了一个隆起。
按排量大小	轻便摩托车	排量<50cc, 最高设计时速不大于 50 公里/小时。
	普通摩托车	排量>50cc, 或电机额定功率总和大于 4KW, 设计时速超过 50 公里/小时。
	中小排量	排量一般在 125cc-250cc 动力与灵活性, 常见于日常通勤和初级玩乐。
按主要用途	中排量	排量一般在 250-600cc, 动力强劲、尾速更高, 常用于高性能玩乐车型和长途旅行, 但油耗相对较高。
	大排量	排量>600cc, 重型摩托。
	通路摩托车	主要用于代步, 排量小、销量的基本款车型, 造型实用。
按主要用途	玩乐摩托车	以追求刺激为主, 满足玩家的玩乐需求, 如跑车、越野车。
	休闲摩托车	以放松心情和体验美景为主, 适合周边游及中小长途摩旅, 如休旅车(ADV)、巡航车。
按车轮数量	两轮摩托车	最常见的形式。
	三轮摩托车	分为正三轮(前一后二且纵向对称布置)和边三轮(主车为两轮摩托车结构, 侧边加装一个无动力的边车)。

来源: 《摩托车和轻便摩托车术语》, 国金证券研究所

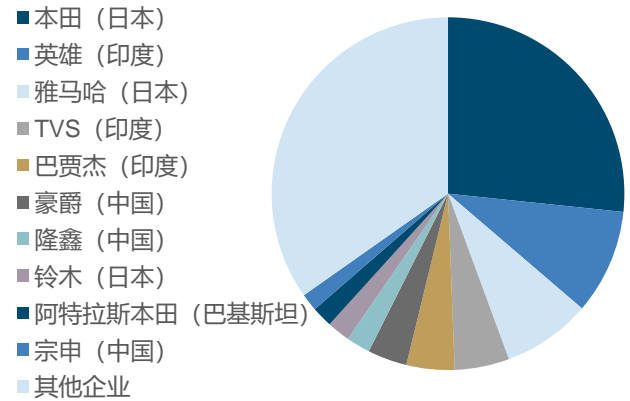
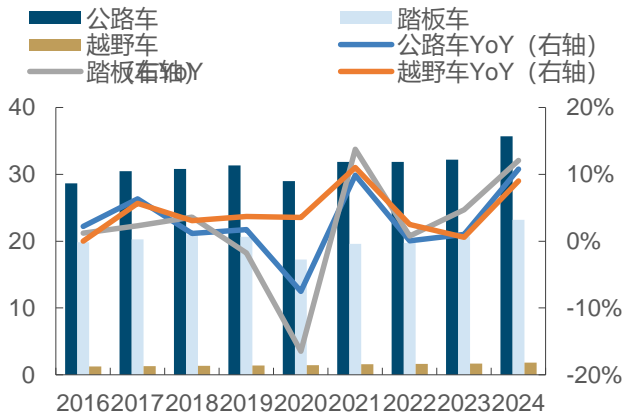
全球摩托车市场规模扩张、品类分化, 由日系、印系品牌主导。2015 年以来, 全球摩托车市场稳健增长, 主要受基础代步、高端玩乐两种需求驱动。根据 Motorcycles Data (McD), 2025 年全球摩托车销量达到 6520 万辆, 同比增长 7.43%; 其中, 公路车、踏板车等以通



勤车型销量增速受环境影响较大,而越野车等典型玩乐车型销量增长平稳。竞争格局方面,全球摩托市场以规模领先、产品全面的日系和领跑中低端的印系品牌为主导,2024年CR3达44.30%。

图表34: 全球摩托车总销量整体增长、越野车增长最稳定 (百万辆)

图表35: 全球摩托车市场由日系、印系品牌主导



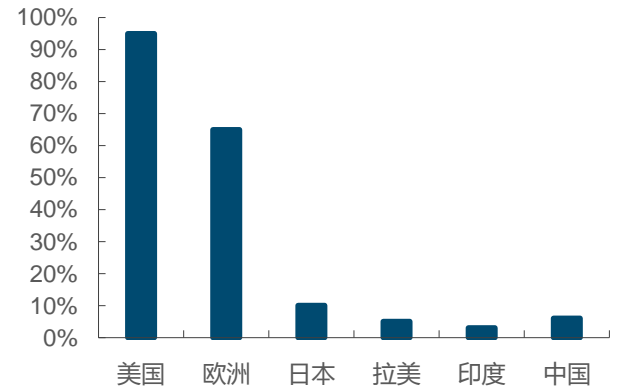
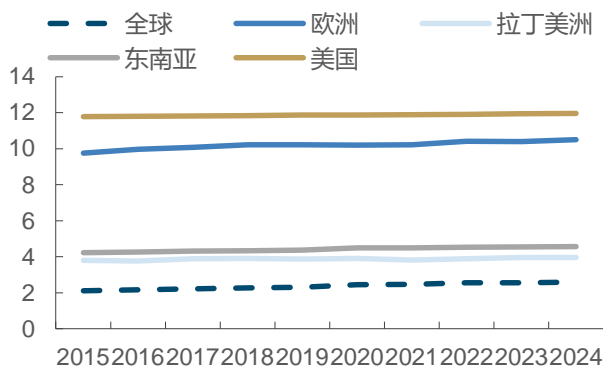
来源: Statista, 国金证券研究所

来源: 中国摩托车商会, 国金证券研究所

欧美摩托市场含金量最高。欧美地区摩托车骑行文化深厚、路网发达、城市密集、地貌多样,同时人均收入高,中大排玩乐摩托车需求更旺。美国、欧洲中大排渗透率分别在95%、65%左右,远超其他区域。根据第三方机构WGR,2024年全球300cc以上中大排市场中,北美地区营收105亿美元,在全球占主导地位,欧洲营收92亿美元紧随其后;Statista数据显示2024年欧洲、美国摩托车销售均价分别为1.19、1.05万美元。

图表36: 欧洲、美国摩托ASP远超其他市场 (千美元)

图表37: 美国、欧洲>250cc摩托渗透率远超其他市场



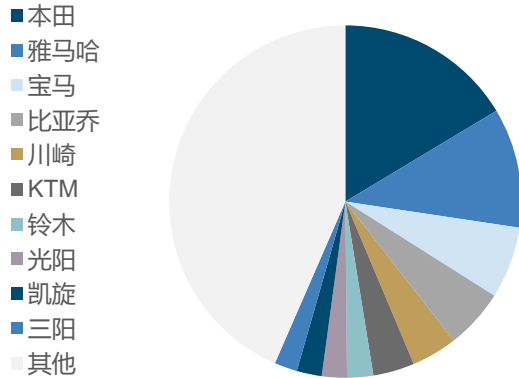
来源: Statista, 国金证券研究所

来源: 中国摩托车商会, 弘则研究, 国金证券研究所

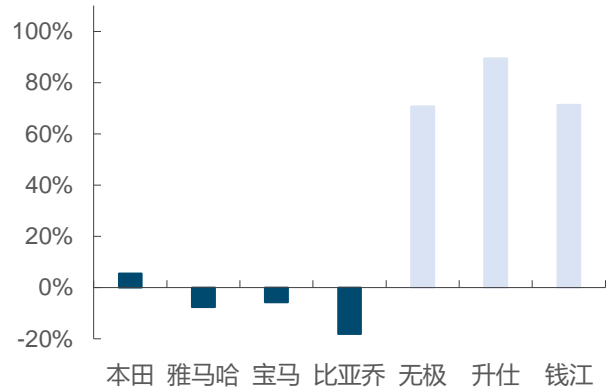
中国高端摩托出海主攻欧洲。美国摩托市场虽然发展成熟,但2025年摩托车年销总量不到60万辆(McD数据欧洲约170万辆),且当地哈雷戴维森塑造的美式机车文化浓厚,车型需求高度集中于600cc以上大排量巡航及休旅车,且2024年日系品牌与哈雷占据68.9%份额,进入壁垒极高。而欧洲摩托市场销量相对较高、车型需求丰富、市场相对分散,是中国高端摩托车品牌出海首选。McD数据显示,2025年中国品牌凭借质价比突出、车型设计贴合当地需求、提前研发响应欧5+新规等优势,在欧洲销量同比增长超70%。



图表38：2025H 欧洲摩托车市场竞争格局相对分散



图表39：2025 年欧洲市场中中国品牌销量增速遥遥领先



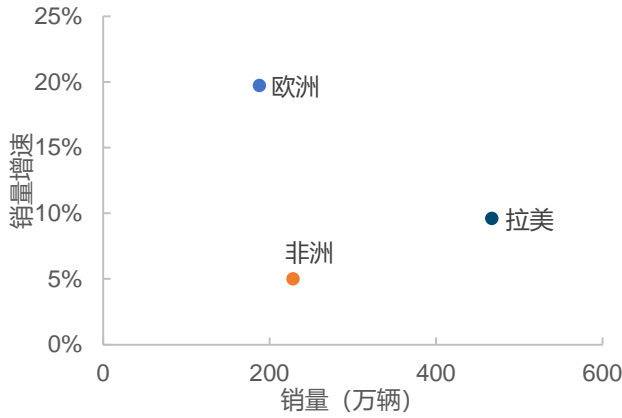
来源：Statista，国金证券研究所

来源：MotorCycles Data，国金证券研究所

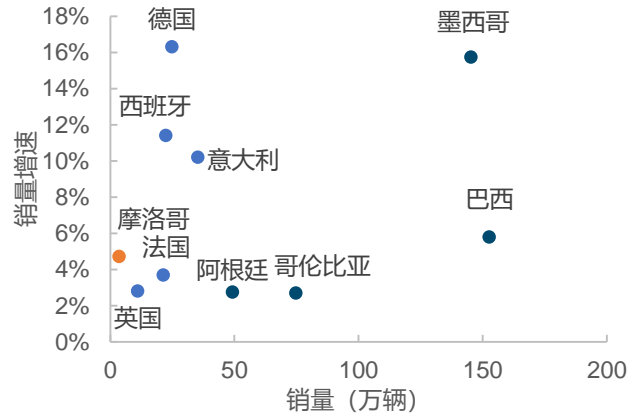
备注：Statista 市占率数据更新于 2025 年 6 月 13 日。

无极出海主要销往欧洲、拉美，开始进入非洲。2019 年，无极率先进军西班牙，随后带动意大利、英国等周边市场销量增长；2021 年，无极凭借在西语文化圈的影响力顺利进入阿根廷市场，后续将以阿根廷为核心开拓其他拉美国家市场。在非洲，无极以摩洛哥为首站，其玩乐摩托消费习惯还在培育中。McD 数据显示，2025 年欧洲、拉美摩托市场规模分别为 170、590 万辆左右，两者均保持较好增长势头。

图表40：2024 年欧洲、拉美、非洲摩托市场规模及增速（万辆）



图表41：2024 年欧洲、拉美、非洲主要摩托市场规模及增速（万辆）



来源：Statista，国金证券研究所

来源：Statista，ACEM，motoblog，国金证券研究所

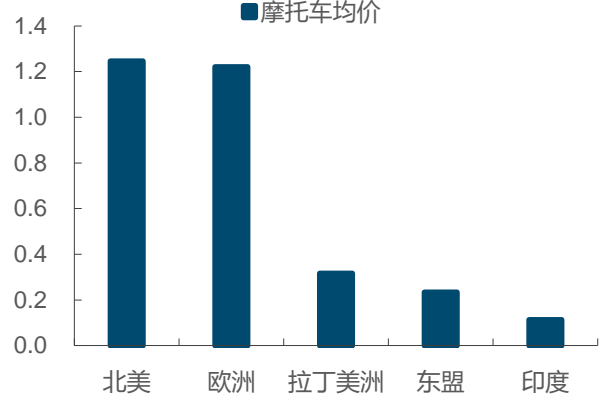
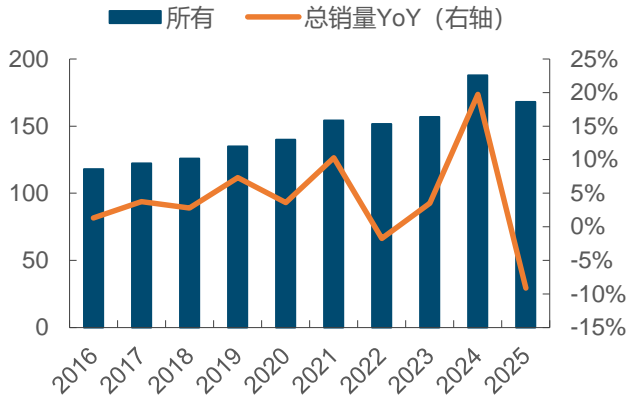
2.2 欧洲：核心五国销量占欧盟（含英国）80%，中排量段增速最快

26 年欧洲摩托车市场明显回暖。2025 年 1 月 1 日，欧 5+ 排放新规正式生效，2024 年欧洲经销商为规避新规预注册大量摩托，导致主要品牌全年均处于去库阶段。根据 McD，2025 年欧洲摩托车销量 168 万辆，同比下滑 9.1%。ACEM 数据显示，2026 年 1-4 月欧洲摩托销量持续修复，核心五国合计销量同比增长 21.10%。根据 McD，2025 上半年欧洲摩托车销售均价达到 1.22 万美元，在全球主要市场中仅次于北美市场。



图表42: 2025年欧洲摩托车销量承压(万辆)

图表43: 2025H欧洲摩托ASP仅次于北美(万美元)



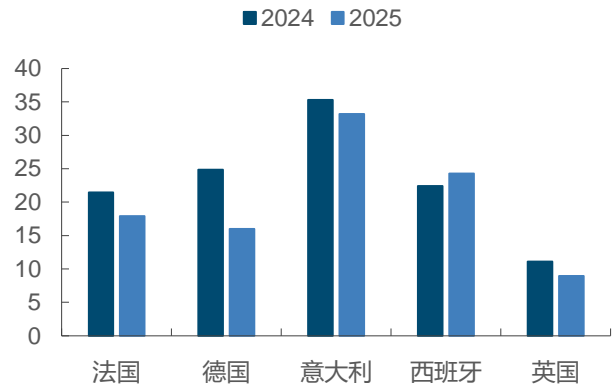
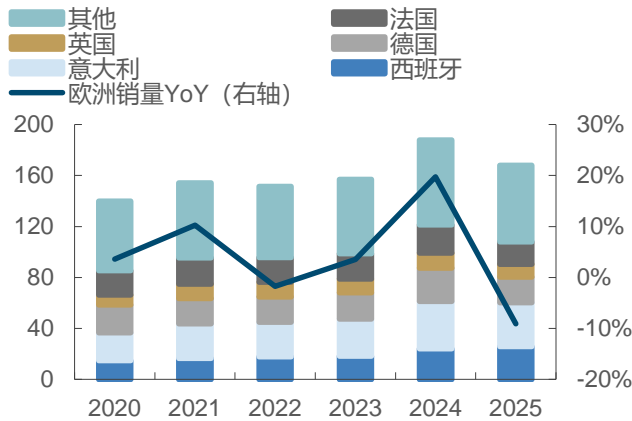
来源: Statista, MotorCycles Data, 国金证券研究所

来源: MotorCycles Data, 国金证券研究所

25年欧洲五国合计销量占欧盟(含英国)80%,西班牙表现最好。意、西、德、法、英五国是欧洲摩托车主要消费市场,其中意大利、西班牙分别是欧洲摩托市场前两名,2025年其摩托销量分别占欧洲整体20.47%、15.42%。2025年欧洲各国摩托车表现分化,西班牙销售表现相对强劲同比增长7.1%(McD),是欧洲摩托车市场主要支撑(经济增速最高)。

图表44: 欧洲五国销量占绝对主导地位(万辆)

图表45: 2025年西班牙摩托市场表现相对较好(万辆)



来源: Statista, MotorCycles Data, 国金证券研究所

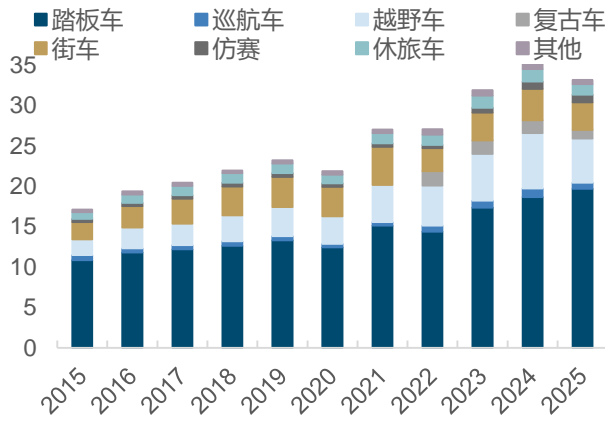
来源: ACEM, 国金证券研究所

1) 意大利: 欧洲最大市场, 踏板车占60%、支撑销量增长。

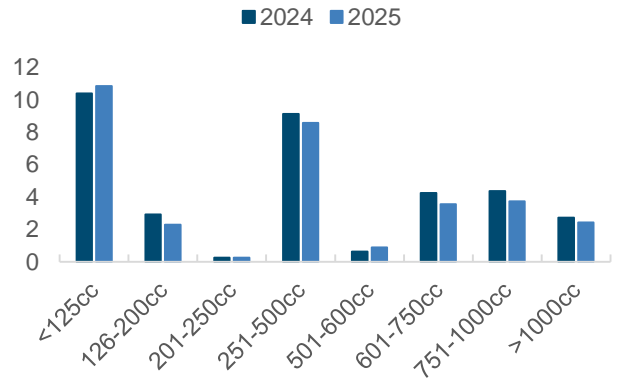
根据ANCMA, 2025年意大利摩托车总销量33.15万辆, 同比减少6.12%; 其中踏板车销量19.70万辆, 占总销量59.44%, 同比增长5.57%, 是意大利市场最大支撑。从排量来看, 2025年意大利500-600cc排量段销量增长最快, 同比增长40.54%。2026年1-4月, 意大利摩托整体销量12.51万辆, 同比增长14.46%, 其中踏板车销量7.24万辆, 同比增长17.60%; 非踏板车销量5.27万辆, 同比增长10.41%; 热销车型前20中18款为踏板, 从排量来看8款在125cc、6款在300-400cc。



图表46：意大利以踏板车为主，销量整体增长（万辆）



图表47：2025年意大利500-600cc销量增长（万辆）



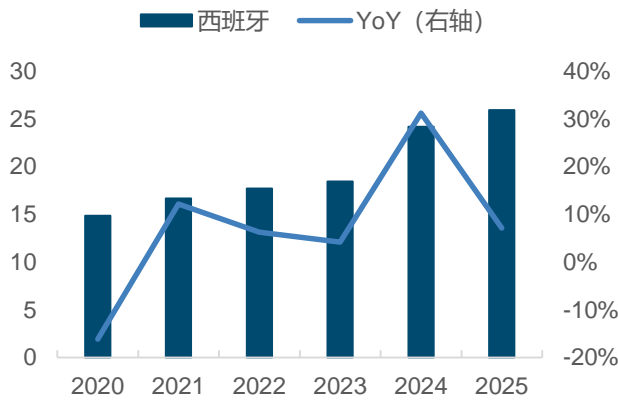
来源：ANCMA，国金证券研究所

来源：ANCMA，国金证券研究所

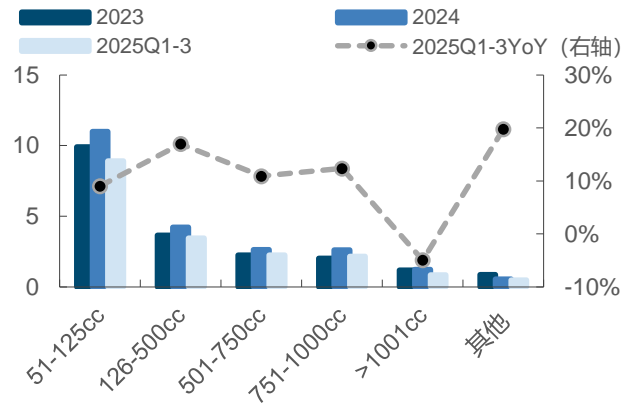
2) 西班牙：欧洲第二大市场，2025年ADV驱动销量增长

根据 ACEM，2025 年西班牙摩托车销量 24.26 万辆，同比增长 8.29%，是欧洲 5 国中唯一实现销量正增长的国家，主要是较高的经济增速支撑了消费意愿。具体来看，销量增长主要来自非踏板车，反映娱乐、运动需求持续扩容。Anesdor 披露 2026 年 1-4 月，西班牙踏板车、非踏板销量同比分别增长 14.59%、39.22%，后者占比提高到 50.26%（其中约 70% 为 ADV）；非踏板车中，无极品牌销量超过本田、雅马哈等老牌车企位居第一，销量同比增长 169.76%至 6369 辆。

图表48：2025年西班牙摩托销量整体增长（万辆）



图表49：25Q1-3 西班牙>125cc摩托增长更快（万辆）



来源：Statista，MotorCycles Data，国金证券研究所

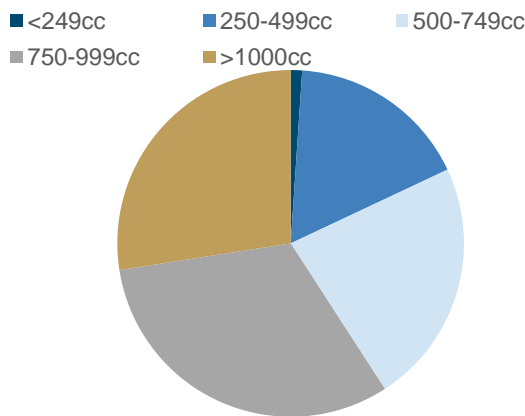
来源：Anesdor，国金证券研究所

3) 法、德、英：三国受欧 5+排放新规影响较大，2025 年摩托销量大幅下滑

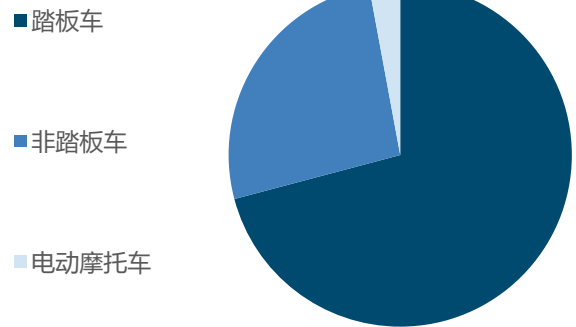
根据 ACEM，2025 年法、德、英三国摩托车销量分别为 17.92、15.98、8.96 万辆，同比分别下降 16.40%、35.70%、19.30%。其中，德国摩托车（含三轮车）市场 2024 年需求透支最严重、玩乐属性更强（2024 年排量 250cc 以上摩托占 98.94%），在高通胀背景下受欧 5+ 影响最大。法国摩托市场高端化最突出，1000cc 以上占比超过 25%，专业化市场更具韧性。英国摩托消费主要是个性化玩乐车型，26Q1 电摩同比翻倍，支撑了市场整体修复。26Q1 法、德、英三国摩托车销量均呈向好态势，销量同比分别增长 10.20%、44.50%、16.10%。



图表50: 2024 年德国摩托市场 250cc 以上占 99%



图表51: 2025 年法国非踏板车占比达 73%



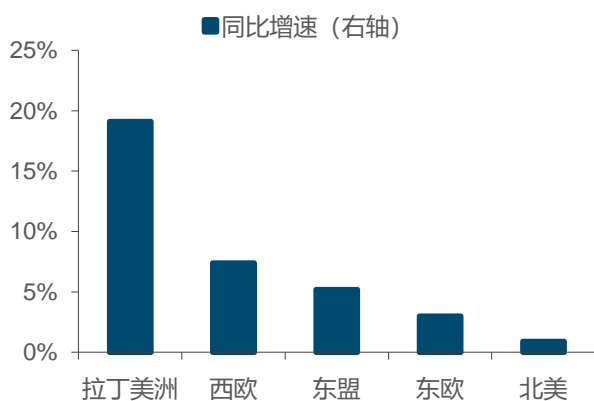
来源: CEIC, 国金证券研究所

来源: emoto, 国金证券研究所

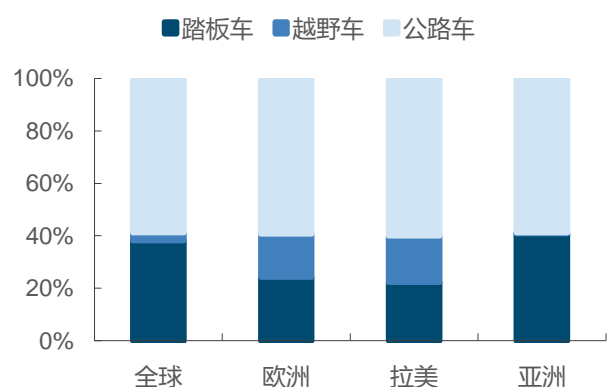
2.3 拉美: 销量增速领跑全球, 工具+玩乐性质中大排需求成长中

拉美摩托销量保持高增, 越野车型需求高。McD 数据显示, 2025 年拉美摩托销量 586 万辆, 同比增长 20.6%, 26Q1 同比增长 19.1%, 增速大幅领先其他区域。从市场结构来看, 由于当地整体经济滞后、路况较差、地形复杂、交通拥堵, 通勤摩托最看重复杂地形通过性能、性价比及耐用性。随着摩托车快递等商业发展, 当地对摩托车在山地等复杂地貌下的动力、安全、耐用性产生更高需求, 2024 年拉美越野车占比与欧洲相近。

图表52: 26Q1 拉美摩托销量增速领跑全球



图表53: 2024 年拉美市场越野车占比与欧洲相近



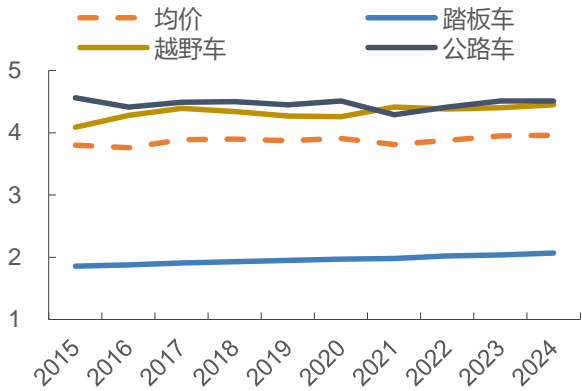
来源: MotorCycles Data, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

拉美摩托车属生存必需品, 市场由性价比品牌主导。在欧美市场, 越野车、跨骑式公路车多用作玩具, 但拉美越野车、跨骑式公路车更像是性能增强的通路车, 多用作高通过性耐用工具, 其公路车、越野车均价相近。当地更看重摩托产品动力性能和可靠性, 由性价比领先的日系、印系及当地品牌主导, 2024 年 CR 3 达 63.4%。

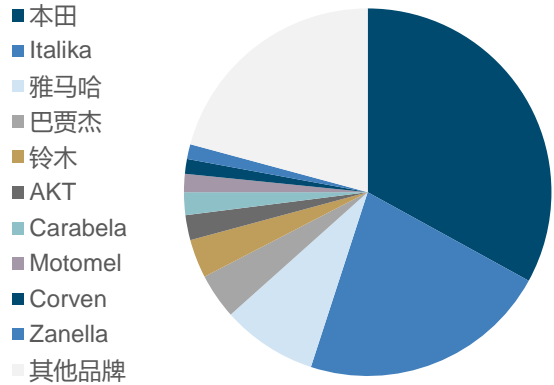


图表54: 拉美市场越野车、公路车都作为高耐用生产工具, 均价接近(千美元)



来源: Statista, 国金证券研究所

图表55: 拉美摩托市场集中度较高, 由日系、印系、当地品牌主导

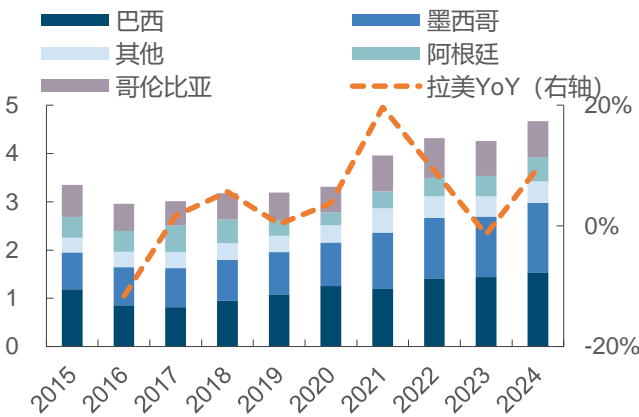


来源: Statista, 国金证券研究所

备注: Statista 市占率数据更新于 2025 年 6 月 13 日。

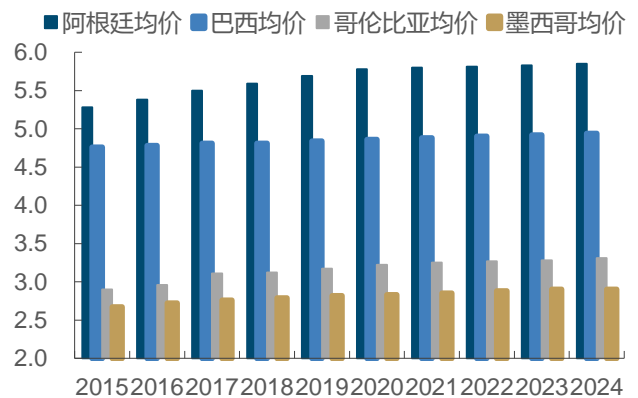
墨西哥、巴西合计销量占拉美 60%，巴西市场含金量最高。根据 Statista，2024 年巴西、墨西哥摩托车销量分别为 153 万辆、145 万辆，合计占拉美市场 63.75%。由于关税、交易成本和外汇成本较高，阿根廷摩托均价常年位居拉美第一，车型结构以 150cc 以下通勤车为主。巴西市场规模更大、增速稳定、政策清晰、排量升级趋势出现，市场含金量更高。

图表56: 墨西哥、巴西贡献拉美六成销量(百万辆)



来源: Statista, 国金证券研究所

图表57: 阿根廷摩托均价最高, 其次为巴西(千美元)



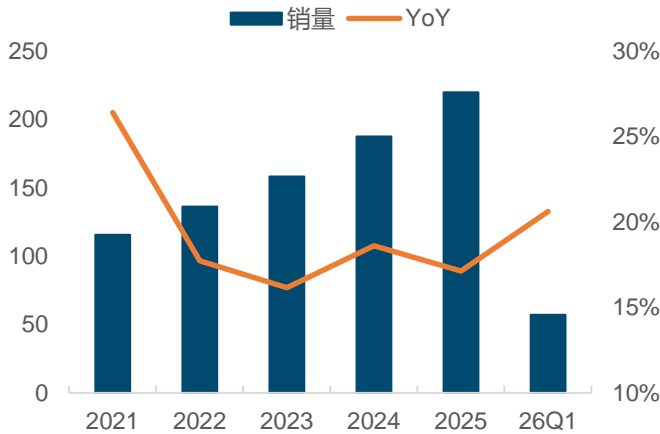
来源: Statista, 国金证券研究所

1) 巴西: 拉美最大市场, 小排量通勤车为主、中大排需求修复中, 日系品牌垄断

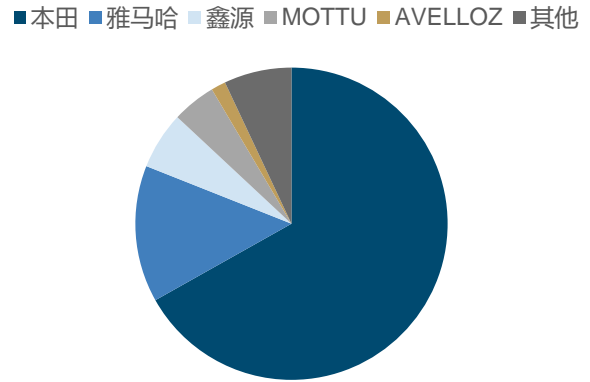
日系品牌凭借生产、渠道、金融壁垒垄断巴西市场。Abraciclo 数据显示, 2020-2025 年, 巴西摩托车销量 CAGR 19.15%, 规模快速提高, 2025 年销量达 220 万台; 26Q1, 巴西摩托车销量同比增长 20.61%至 57.17 万台。巴西摩托车市场呈现日系双寡头垄断格局, 2024 年本田、雅马哈市占率合计达 80.97%。日系品牌 1960 年即开始在巴西玛瑙斯自由贸易区建厂, 规避最高 35%的高额整车进口关税; 发动机能够使用 100%乙醇汽油; 渠道供应链可实现 48h 内维修零件运至任何偏远地区; 自有金融公司提供利率更低、审批更快的金融支持服务 (2025 年巴西市场中通过联合储蓄、分期付款方式购买的摩托占 67%)。



图表58: 巴西摩托车销量快速增长 (百万辆)



图表59: 2025年巴西本田、雅马哈市占率合计比超八成

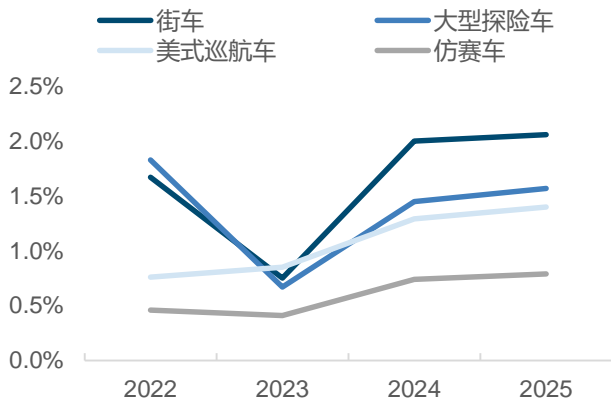


来源: Abraciclo, 国金证券研究所

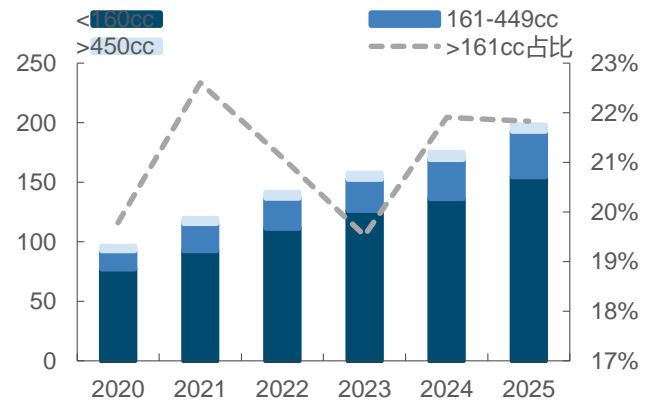
来源: Fenabrave, 国金证券研究所

通勤车超过 70%，玩乐车型占比回升。巴西市场整体以小排量通勤车为主，更看重实用性和性价比。从销售结构上来看，2025 年巴西摩托市场中城市车、踏板车合计占比达 74.01% (Fenabrave)；从生产结构上来看，160cc 以下排量产品占 78.18% (Abraciclo)。2020-2023 年，巴西经济经历了高通胀、高利率和增长停滞，在此背景下外卖等零工经济扩张、女性独立出行需求增长，底层通勤需求增长更快。2024 年巴西经济压力显著缓解，玩乐车型、160cc 以上排量摩托占比均有所回升。

图表60: 巴西玩乐车型占比持续修复



图表61: 巴西生产端中大排摩托占比回升 (千美元)



来源: Fenabrave, 国金证券研究所

来源: Abraciclo, 国金证券研究所

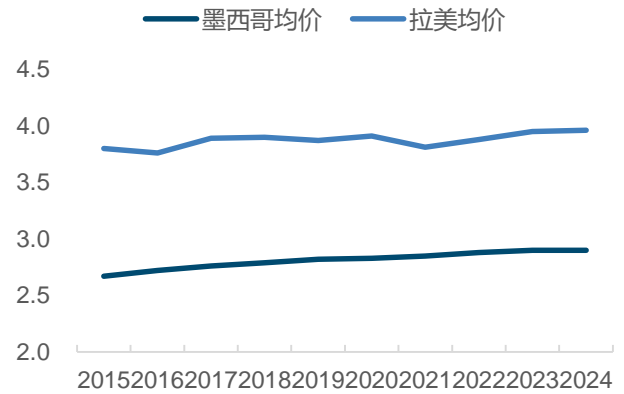
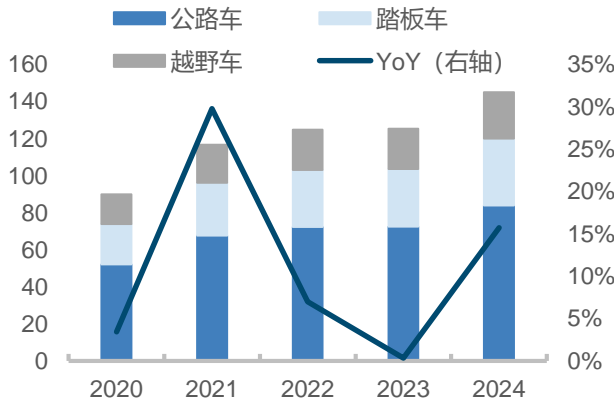
2) 墨西哥: 拉美第二大市场，小排量轻型街车为主，中大排渗透率快速提高。

低端摩托市场，规模整体扩张。2025 年，尽管墨西哥宏观经济仍面临挑战，但受益于外卖、摩的等零工产业发展，墨西哥全年摩托车销量超过 200 万辆，全球第六大摩托市场地位稳固；McD 数据显示 2026 年 1-4 月，在强劲的经济动能和政府燃油价格上限政策下，墨西哥摩托销量同比增长 1.1%至 61.86 万辆。根据 Statista，2024 年墨西哥摩托均价在 2900 美元左右，属于低端市场，整体以小排量公路车为主，主要用作交通运输工具。



图表62: 墨西哥摩托车销量整体增长 (万辆)

图表63: 墨西哥摩托车均价低于拉美整体水平 (千美元)



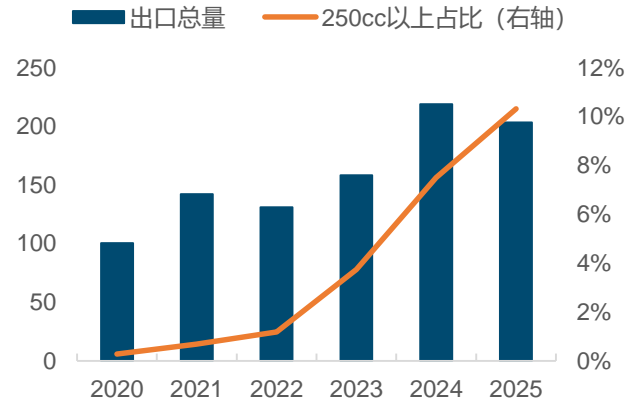
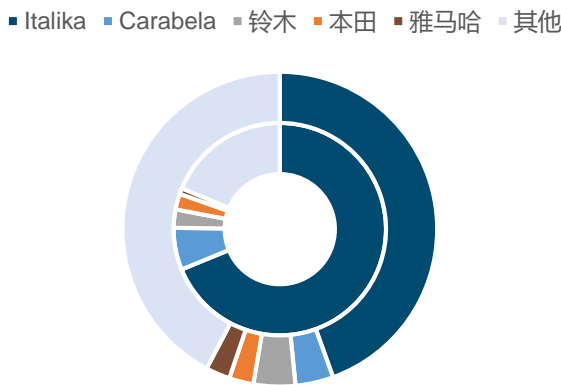
来源: Statista, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

中大排摩托竞争格局分散, 销量快速提升。Statista 数据显示, 2025 年上半年墨西哥摩托车市场中本地品牌 Italika 销量、营收占比分别为 68.8%、44.5%, 说明市场集中在低端市场。从中国出口墨西哥摩托车排量结构可以看出, 近几年墨西哥 250cc 以上摩托需求快速增长, 这在墨西哥摩托均价涨幅上也有所体现。

图表64: 2025H 墨西哥摩托车市场由本地厂商主导

图表65: 中国出口墨西哥摩托总量及>250cc 占比 (万辆)



来源: Statista, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

备注: Statista 市占率数据更新于 2025 年 6 月 13 日, 内层为销量占比、外层为营收占比。

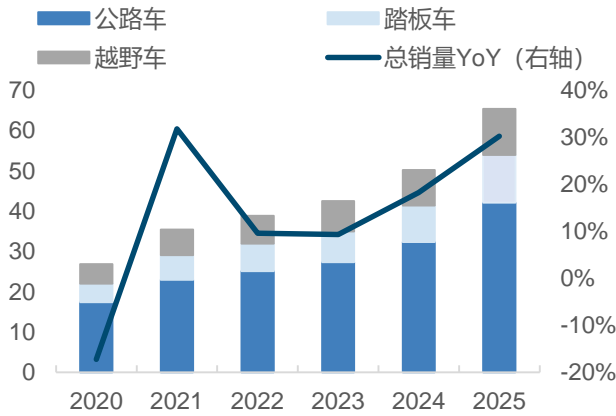
3) 阿根廷: 市场规模小、增速高、集中度低, 中大排销量快速增长

低端通勤车为主, 本土品牌占比高。阿根廷摩托市场规模在拉美地区排第四, McD 数据显示 2025 年其摩托车总销量 65.54 万辆, 同比增长 33.3%, 26Q1 销量同比增长 45.5%, 增速高于拉美整体。从结构来看, 阿根廷小排量低端公路车占比最高, 摩托车主要用于日常通勤, 对价格更敏感、有利于多品牌共存。阿根廷摩托市场中本土品牌市占率常年在 40% 以上, 日系品牌未能取得类似巴西的垄断地位。一是因为本土品牌长期深耕, 低价供给和渠道优势明显; 二是因为经济政策不确定性高, 日系产品难以长期稳定进入阿根廷市场。



图表66: 阿根廷摩托车市场以公路车为主 (万辆)

图表67: 2025年阿根廷摩托车市场中本土品牌占44%



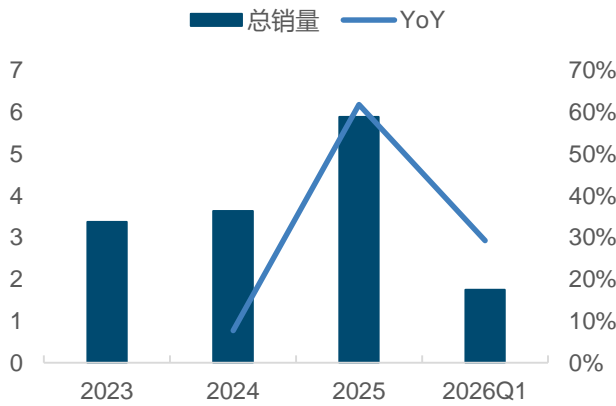
来源: Statista, motoblog, 国金证券研究所

来源: motoblog, 国金证券研究所

中大排摩托销量快速增长, 中国品牌表现亮眼。阿根廷深受欧美骑行文化影响, motoblog 数据显示 2025 年其 250-800cc 摩托车渗透率 9.00%, 较上年提高 1.76pct; 中大排摩托销量同比增长 61.90% 到 5.89 万台, 增速远高于阿根廷摩托市场整体。具体来看, 中大排量摩托细分市场分散, 2025 年本田市占率最高 (20.62%), 中国品牌春风、无极、升仕、钱江整体市占率达 30.13%。主要是因为阿根廷市场对品牌溢价接受度较低, 通胀下更看重性价比, 因此对新兴品牌十分友好。

图表68: 阿根廷 250cc-800cc 销量快速增长 (万辆)

图表69: 2025年阿根廷摩托车 250-800cc 市场中无极市占率第四



来源: motoblog, 国金证券研究所

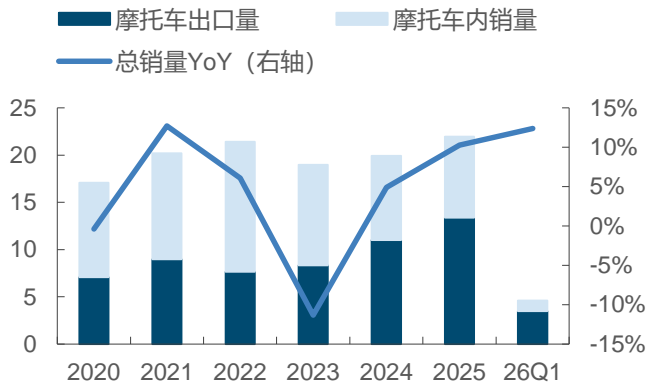
来源: motoblog, 国金证券研究所

2.4 中国: 摩托出海支撑行业销量, 400cc 以上排量段出口占比提高

中国摩托车内销走弱, 出口量占比超 60%。近年来, 国内摩托车企加快全球产能布局、推动产业升级初见成效。但与此同时, 国内市场见顶, 国内企业纷纷主动调整战略转向海外。根据中国摩托商会数据, 2025 年, 中国摩托车 (燃油+电动) 总销量 2197 万辆, 同比增长 10.26%; 全年整车出口 1336.57 万辆, 同比增长 21.33%, 出口总量占总销量 60.84%; 2024 年, 全国销量前十摩托车企中有七家出口量占比过半。

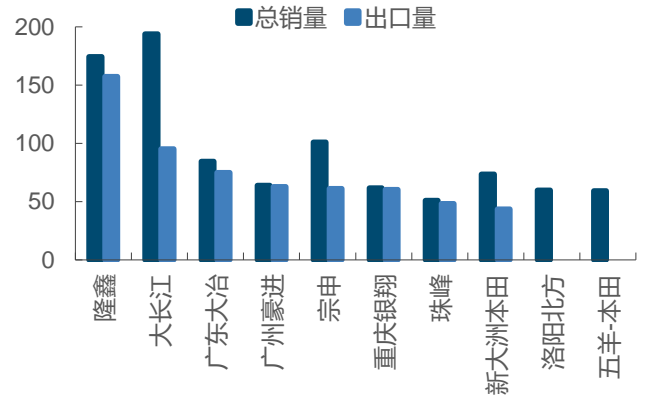


图表70：中国摩托车出口约占总销量60%（百万辆）



来源：中国摩托车商会，国金证券研究所

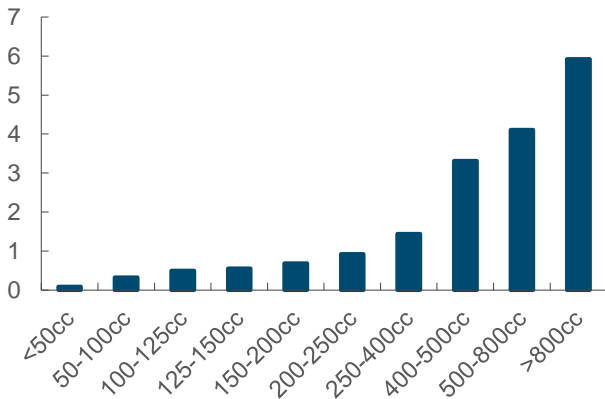
图表71：2024年中国销量前十摩托车企业总销量及出口量（万辆）



来源：中国摩托车商会，国金证券研究所

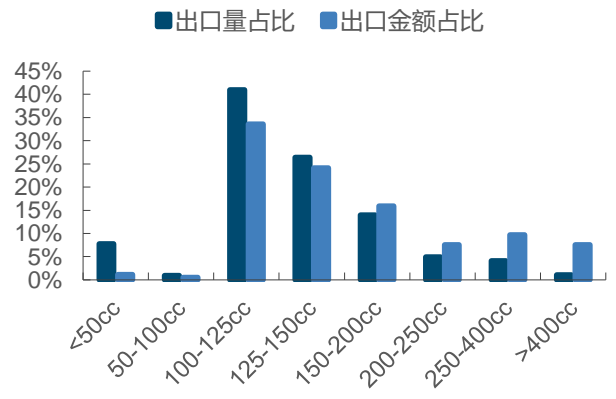
出海排量段集中在150cc以下，排量段越高出海附加值越高。2025年，400-500cc摩托车出口均价是上一排量段230.51%，出口均价大幅跳升；400cc以上摩托出口量、出口金额占比分别为1.08%、7.57%。2025年，国内150cc以下车型出口量及出口金额占比分别为75.98%、59.27%，摩托出海结构仍需优化。展望未来，400cc以上排量摩托车细分市场将是车企出海竞争关键。

图表72：中国摩托出口400cc以上价格跳升（千美元）



来源：iFind，国金证券研究所

图表73：150cc以上摩托出海毛利率更高（万辆）

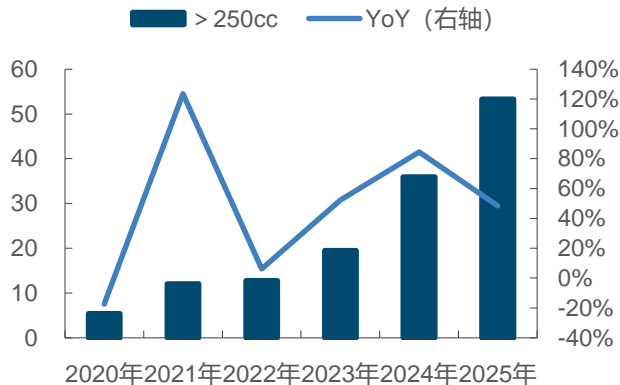


来源：iFind，国金证券研究所

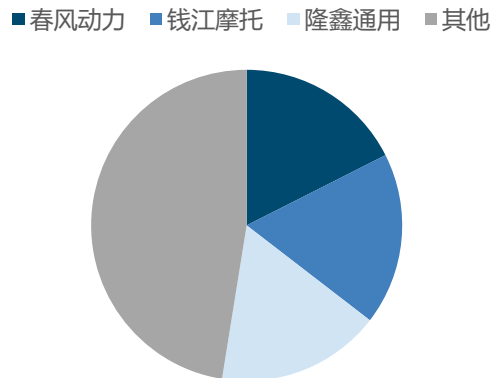
中大排摩托出海快速增长，隆鑫、春风、钱江合计占比超50%。当前全球中高端市场中，中国自主品牌凭借动力性能表现亮眼，与单靠低价的印系品牌拉开差距。2025年，中国250cc以上排量摩托出口量同比增长48.51%；春风、钱江、隆鑫250cc以上摩托出口量占比分别为17.55%、17.90%、17.09%，合计占比52.54%。



图表74: 中国 250cc 以上摩托车出口量持续增长 (万辆)



图表75: 2025 年春风、隆鑫、钱江 250cc 以上摩托出口占比合计占比 53%



来源: 中国摩托车商会, 国金证券研究所

来源: 中国摩托车商会, 国金证券研究所

3 无极: 依靠质价比实现高端突围, 后续矩阵完善驱动放量

3.1 核心优势: 动力集成对标宝马, 规模效应压低成本

自主研发发动机性能追平一线。无极 2005 年开始与宝马合作, 过程中吸收内化国际老牌厂商的动力技术、工艺标准、质控要求, 在宝马动力平台基础上推出 SR4 Max、DS900X 等车型, 被欧洲媒体认证“宝马品质”; 随后针对 ADV 车型自研 270°曲轴 (低扭性能优化)+双平衡轴 (震动抑制)+干式油底壳 (加强越野润滑、降低发动机重心) 设计的 KEL800 发动机, 无极 DS800 凭借该发动机实现动力性能追平甚至超越国际竞品, 在欧洲市场细分领域动力参数稳居前三。

图表76: 无极 DS800 动力参数基本追平老牌竞品

车型	排量 (cc)	最大功率	最大扭矩 (N·m)	核心动力特点
无极 DS800	798	70 kW	81 @ 6,500rpm	自主研发 KEL800 发动机, 采用 270° 曲轴、双平衡轴、国内首创干式油底壳设计, 低扭强劲, 震动控制优秀
雅马哈 Tenere 700	689	54 kW	68 @ 6,500rpm	源自 MT-07 的 CP2 发动机, 结构简单可靠, 但技术相对传统 (如单平衡轴、拉线离合)
KTM 790 Adventure	799	94 kW	87 @ 6,500rpm	LC8c 发动机, 以高转速爆发力和轻量化著称, 是硬核越野的性能标杆
铃木 V-Strom 800DE	776	61 kW	78 @ 6,800rpm	搭载 270° 曲轴发动机, 动力输出平顺, 注重低中速扭矩和燃油经济性
凯越 800X PRO	799	70 kW	80 @ 7,500rpm	高转速爆发力强, 中低转速有待优化, 适配硬核越野

来源: motofichas, 雅马哈官网, 凯越官网, 国金证券研究所

规模效应+供应链优势支撑极致质价比。公司 2025 年摩托车产销分别为 165.66、167.88 万辆 (与之相比春风动力全年摩托产销低于 30 万辆), 规模化生产摊薄了固定成本。此外公司零部件高度自制 (无极零部件良率高达 99.98%)、本地供应链集中 (关键零部件本地配套率超 90%), 无极单车成本具有较强优势。以 DS800 车型为例, 与欧洲主要竞品对比, 其不仅动力性能出色, 在舒适、智能等配置方面基本实现出厂满配, 但定价低 30%左右, 在欧洲通胀持续、消费主力换代背景下, 性价比优势突出。

图表77: 无极 DS800 舒适性、智能化配置“出厂即满配”但价格更低, 体现极致质价比

	无极 DS800	雅马哈 Tenere 700	KTM 790 Adventure	铃木 V-Strom 800DE	凯越 800X PRO
价格 (欧元)	7888	11199	11299	10999	7999
DS800 较竞品价差	-	-30%	-30%	-28%	-1%
前减震	倒置/全可调 /KYB/ φ 43mm	倒置/全可调 /KYB/ φ 43mm	倒置/回弹压缩可调 /WP Apex/ φ 43mm	倒置/全可调 /Showa/ φ 43mm	倒置/全可调 /KYB/ φ 48mm



	无极 DS800	雅马哈 Tenere 700	KTM 790 Adventure	铃木 V-Strom 800DE	凯越 800X PRO
后减震	中置/多连杆/预载回弹可调/KYB	中置/多连杆/全可调/KYB	中置/直连/预载压缩可调/WP Apex	中置/液压单体减震/全可调/Showa	中置/多连杆/全可调/KYB
前制动	双盘/对四径向/Nissin/φ 310mm	双盘/对四径向/Brembo/φ 282mm	双盘/对四径向/Brembo/φ 320mm	双盘/对四径向/TOKICO/310mm	双盘/对四径向/Taisko/φ 310mm
后制动	单碟/单活塞/Nissin/φ 240mm	单碟/单活塞/Brembo/φ 245mm	单碟/对二活塞/φ 260mm	单盘/单活塞/TOKICO/φ 260mm	单碟/单活塞/Taisko/φ 220mm
安全配置	ABS+TCS	ABS+TCS	ABS+TCS (常规及弯道)	ABS+TCS	ABS+TCS
操控配置					
快速换挡	√	可选	可选	√	√
滑动离合	√			√	
舒适&智能化配置					
加热手把	√	可选			
加热座椅	√				
转向阻尼器	√	√	√		
中心支架	√		可选	√	√
侧支架	√	√			
护手	√	√	√		√
保险杠	√				
环境温度	√	√	√	√	
燃油不足警告灯	√	√	√	√	
智能手机连接	√	√	可选		可选
蓝牙	√				
手机 APP 远程控制	√	√			
导航投屏	√	√	可选		

来源: motofichas, 雅马哈官网, 凯越官网, 摩托范, 国金证券研究所

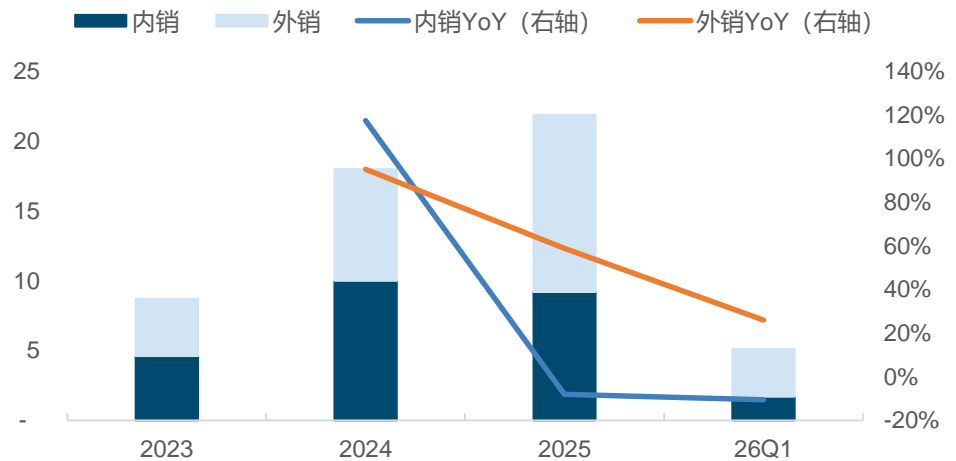
产品耐用可靠。一方面, 无极发动机采用严苛标准。隆鑫是行业内首家通过摩托车国家安全技术免检认证的企业; 2005 年, 隆鑫技术中心被认定为“国家认定技术中心”。此外, 无极在核心部件上采用高规格设计提升耐用性, 例如在车架方面引入航空级涂层技术, 实现抗腐蚀性追平大牌。

3.2 业务现状: 出海驱动增长, ADV、踏板为海外强势系列

外销增长是业务核心驱动。2020 年, 国内摩托市场价格战激烈, 无极综合考虑自身动力技术优势正式确立了全球化战略。2023 年, DS525 成为品牌首个海外爆品, 此后无极以此为突破口, 顺势推出 DS900X、DS800 强化 ADV 系列优势, 同时完善踏板布局。近几年, 无极海外爆品频出, 外销增长成为品牌发展主动力。2023 年至今, 无极外销增速远超内销, 26Q1 出口量占比达 2/3。2025 年, 无极实现营收 39.54 亿元, 同比增长 25.36%; 其中外销营收 25.07 亿元, 同比增长 86.26%。



图表78: 无极海外销量快速增长、占比达2/3 (万辆)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

ADV、踏板在海外市场形成全系列优势。无极为宝马代工 650/850cc 发动机 (装配 ADV) 及 C400 踏板整车, 拥有低扭强劲、运行可靠的技术基因, 动力优势在 ADV、踏板车型体现的最充分, 其海外爆品集中在这两类车型。无极没有盲目按照车型、排量补齐产品矩阵, 而是优先在优势赛道内部根据自身发动机平台优势完善布局, 在 ADV、踏板车型保持高爆品率。目前无极在海外不依靠单一爆品, 而是在 ADV、踏板细分领域形成了排量由低到高、场景由入门到进阶的品系优势。

图表79: 无极海外爆品集中在 ADV、踏板车型

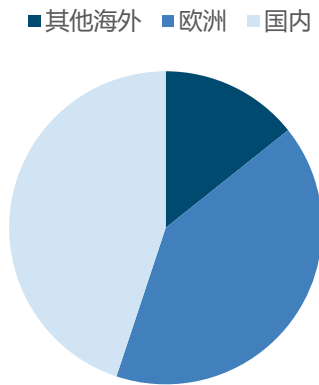
爆款车型	上市年份	核心优势	市场表现	发展地位
DS525X (ADV)	2023 年	产品力均衡、价格亲民的中排量冒险车型, 成功吸引了通勤族和入门级冒险玩家	2023 年西班牙摩托车销量中排名第 46 位, 创无极西班牙单品销量记录	市场开拓与信任奠基者
DS900X (ADV)	2024 年	搭载与欧洲大牌同源的发动机, 配置可调高性能避震、顶级制动卡钳, 并拥有电加热手把、座椅等豪华配置, 但售价仅为配置相近的欧洲一线竞品的一半左右, 实现了极致的“质价比”	2024 年在西班牙销量排名第 17 位, 刷新了无极在当地市场的表现	品牌形象提升与技术标杆
DS800 (ADV)	2025 年	动力强劲 (798cc 双缸, 最大马力约 94 匹), 配置全面 (原厂配备全可调 KYB 减震、转向阻尼器、手把/座椅加热、行车记录仪等), 定位精准 (兼顾长途摩旅与硬派越野的全场景 ADV), 且性价比突出	2026 年 1-4 月西班牙非踏板车销量第一	销量冠军与市场覆盖者
SR16/SR16 200 (踏板)	2025 年	针对欧洲多石板路的路况, 定制专属悬挂调教, 滤震效果更出色; 采用欧洲常见的前 16 后 14 英寸的大轮毂设计, 技术下放 (配置水冷发动机、双通道 ABS+TCS、全车智能化加持), 定价低约 30%	市场反响超预期, 2026 年 1-4 月在意大利销量分列位于第 10、11 位	细分市场破局与本地化能力证明

来源: Anesdor, ANCMA, 国金证券研究所

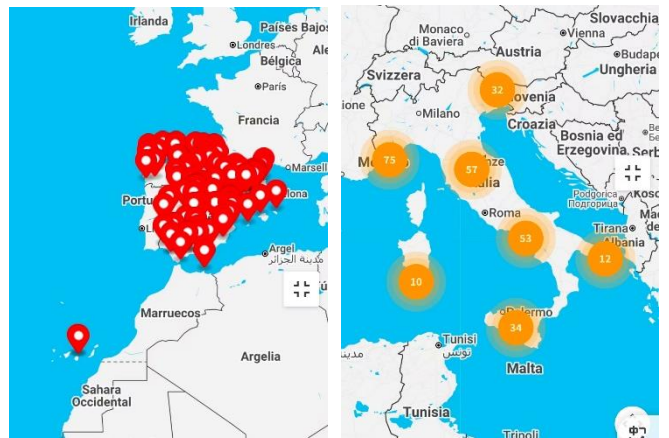
欧洲渠道全覆盖, 与代理商合作紧密反哺车型设计。2025 年, 无极拥有海外渠道 1300 家, 欧洲渠道占比接近 3/4, 实现欧洲渠道高密度全覆盖。无极凭借产品力与本地经销商达成深度合作, 能够及时、准确获取欧洲当地的市场反馈, 进一步提升了爆品率, SR16 大轮踏板、DS900X 前脸等产品设计都采纳了欧洲当地经销商的建议。



图表80: 2025H 无极欧洲渠道占比约 75% (万辆)



图表81: 无极法国、意大利实现较高密度渠道覆盖



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 无极法国官网, 无极意大利官网, 国金证券研究所

3.3 产品策略: 聚焦 ADV、踏板, 后续完善街车等车型布局

ADV: DS800、DS900X 支撑增长。无极 DS800 车型 2024 年 11 月于米兰车展亮相, 主打性价比, 但毛利率较 DS900X 更高 (无宝马发动机授权费)。2025 年 8 月, DS800 在欧洲开售, 由于 Q4 欧洲为销售淡季, 2026 年初才真正开始海外放量。与此同时, DS900X 在经历 2025 全年销售后, 2026 年 1-4 月在西班牙销量仍实现同比增长 10%。DS800、DS900X 分别属于越野 ADV、休旅 ADV 细分赛道, 产品优势互补。2026 年, 公司规划对 DS800、DS625X 进行改款, 后续仍有其他新车型规划。

图表82: 无极 DS900X、DS800 形成互补

对比角度	DS900X	DS800
车型设计		
上市时间	2024Q1	2025Q3
市场策略	承担品牌向上和树立高端形象的任务	主打极致性价比
市场表现	凭借宝马同源发动机成功在欧洲梳理高端形象, 2025 年销量过万	前期口碑迅速转化为销量, 登顶多国 ADV 细分赛道
市场定位	全能休旅 ADV	硬核越野 ADV
动力系统	895cc 双缸水冷发动机, 具备宝马技术背书, 运行品质和高转延伸性是其亮点。	798cc 的 KEL800 双缸水冷发动机, 专为脱困和低速攀爬调教。
底盘与通过性	配置全面, 兼顾公路舒适性与非铺装路面能力。	在越野硬件上更为极致。采用前 21 寸、后 18 寸越野辐条轮毂, 搭配倍耐力 Scorpion Rally STR 全地形胎, 最小离地间隙达 220mm, 座高 850mm。其 KYB 全可调长行程减震 (前 200mm/后 190mm 行程) 明确为复杂路况服务。
特色配置	旗舰车型, 舒适性、电控和智能化配置更丰富	配备 24L 超大滚塑油箱, 减重、抗冲击、续航; 实用配置拉满

来源: motofichas, 摩托范, 国金证券研究所

踏板: SR450X 预定爆款。2026 年, 无极计划海内外同步推出 SR450X。该车型属于中排量



双缸跨界 ADV 踏板，核心优势在于双缸动力（主要竞品均为单缸）、舒适性强、性价比高（单缸价格实现双缸配置），2026 年 5 月已经开始小批量欧洲发货，是无极 2026 年预定爆款。此外，公司计划在 SR16、SR16 200 之外推出小排量通勤车高端舒适车型 SR16 air。SR16 大脚羊系列主打本地路况适配、六成价格实现同等性能，25Q1 欧洲上市之后，25H 即在意大利销量稳居前 10。

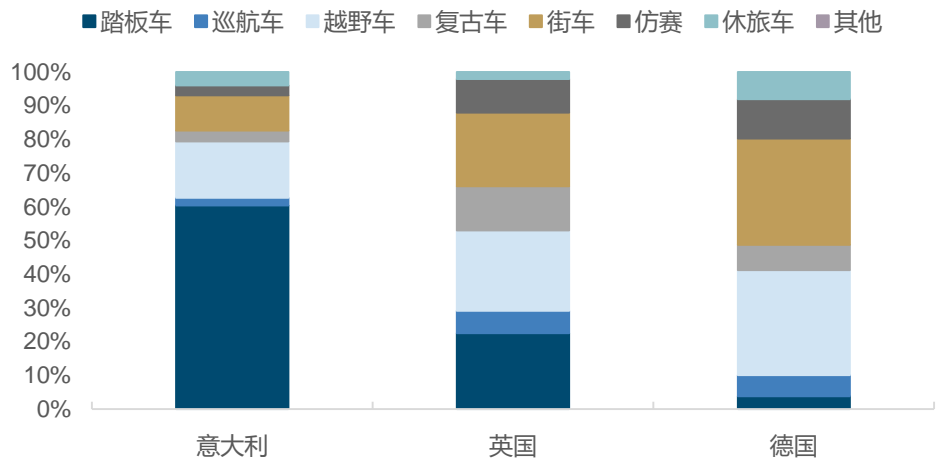
图表83：无极 SR450X 与欧洲主要竞品对比性能领先，预计定价具有竞争力

核心指标	无极 SR450X	本田 ADV350	雅马哈 XMAX300	升仕 368G
车型设计				
发动机形式	398cc 直列双缸水冷	330cc 单缸水冷	292cc 单缸水冷	368cc 单缸水冷
最大功率	31 kW (约 41.5 匹)	21.5 kW (约 29 匹)	20.6 kW (约 27.6 匹)	28.5 kW (约 38.2 匹)
最大扭矩	42 N·m	31.8 N·m	29 N·m	40 N·m
整备质量	约 210-220 kg	185-188 kg	181 kg	192-198 kg
油箱容量	18 L	11.7 L	13 L	17.5 L
离地间隙	180 mm	155 mm	约 135-145 mm	155 / 180 mm (矮/高版)
座高	约 795-805 mm	795 mm	795 mm	770 / 795 mm (矮/高版)
官方售价	约 €5999	€6140	€6499	€4888

来源：摩托范，Motoficas，懂车帝，国金证券研究所

其他：后续将完善街车等车型布局。从车型占比来看，当前欧洲主要车型除了踏板、越野（ADV）之外，街车、复古也占比较高。其中，街车在欧洲摩托市场占比约 20%，以大排量为主导，代表车型为川崎 Z900、本田 CBR 750、宝马 S1000R 等。无极当前已经在踏板、ADV 领域形成较强优势，后续将贴合当地需求完善街车等品类，以进一步提升欧洲市占率。

图表84：欧洲市场街车占比仅次于踏板、越野



来源：ANCMA，MC1A，IVM，国金证券研究所

备注：意大利、英国为 2025 年数据，德国为 26Q1 数据。

3.4 后续展望：短期看核心市场放量，长期看新品类、新市场表现

无极主要出口欧洲、拉美，以意大利、西班牙、阿根廷为核心市场。

1) 西班牙：DS900X、DS800 增长趋势明确，SR450X 借 ADV 口碑抢占升仕 368G 份额

Anesdor 数据显示，2026 年 1-4 月无极西班牙总销量 7645 辆，同比增长 106.68%（同期西班牙摩托销量同比增长 25.77%），市占率提升至 9.38%。

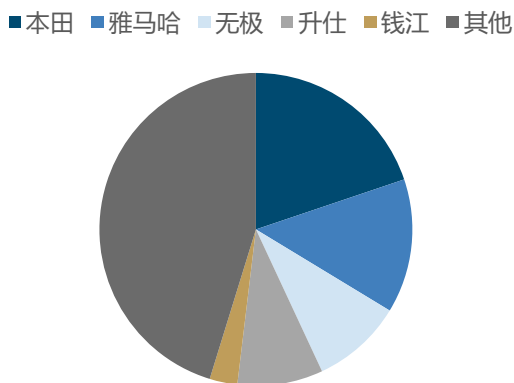
①非踏板：无极在非踏板车领域表现强势，销量同比增长 169.76%，市占率达 15.55%，排名第 1。具体来看，无极 DS800、DS900X、DS625X 分别位列西班牙非踏板车销量第 1（2636



辆)、第3(1388辆)、第4(868辆),其中DS800 26年真正放量、DS900X在25年同期较高基数下销量仍保持增长,以上两款车型是26年无极西班牙增长主要支撑,后续预计公司仍有其他新品规划以巩固无极ADV系列西班牙市场地位。

②踏板:2026年1-4月,无极踏板车销量同比下滑4.63%,市占率3.15%,暂无车型进入踏板前10榜单,但无极SR400X即将上市,有望凭借自身优势、借助当地无极ADV口碑抢占升仕368G份额,实现快速上量。

图表85: 2026年1-4月无极在西班牙品牌市占率仅次于本田、雅马哈



来源: Anesdor, 国金证券研究所

图表86: 2026年1-4月无极三款车进入西班牙摩托车畅销榜前10(cc、辆)

	品牌	车型	排量	类别	销量	YoY
1	雅马哈	NMAX 125	125	踏板	3737	0%
2	本田	PCX 125	125	踏板	3339	27%
3	升仕	368 G	370	踏板	2804	22%
4	无极	DS 800	800	拉力	2636	-
5	三阳	SYMPHONY 125	125	踏板	1615	-5%
6	本田	SH 125 SCOOPY	125	踏板	1601	19%
7	本田	FORZA 125	125	踏板	1500	-12%
8	Rieju	RALLY 307	293	拉力	1480	-
9	无极	DS 900X	900	拉力	1388	10%
10	无极	DS 625X	625	拉力	868	315%

来源: Anesdor, 国金证券研究所

2) 意大利: 市场偏好中大排踏板, SR400X即将放量

意大利市场踏板车占比近60%,2025年上半年无极SR16成为首次进入意大利销量前10的车型,成功打入意大利本地竞争白热化的高利润细分市场。2026年1-4月,无极在意大利销量同比增长80.8%,市占率第4,SR16 200、SR16分别位列意大利畅销车型第10、11名,市场表现稳健。此外,2026年1-4月意大利市场6款300-400cc踏板进入销量前20,中排量踏板需求较大;预计26Q2无极SR400X开售后能够凭借性价比、舒适性抢占本田SH350、升仕368G等车型市场,意大利单季度销量可超3000台,将有力支撑无极意大利市场表现。

图表87: SR450X可对标2026年1-4月意大利畅销车型前20中6款车型

	品牌	车型	排量	类别	销量
1	HONDA ITALIA	SH 125	125	踏板车	7,139
2	HONDA ITALIA	SH 150	150	踏板车	4,533
3	HONDA ITALIA	SH 350	350	踏板车	4,289
4	HONDA	X-ADV 750	750	踏板车	3,128
5	HONDA ITALIA	ADV 350	350	踏板车	2,584
6	ZONTES	ZT368T-G	368	踏板车	2,231
7	YAMAHA	TMAX	560	踏板车	2,143
8	PIAGGIO	LIBERTY 125 ABS	125	踏板车	2,114
9	KYMCO	AGILITY 125 S	125	踏板车	2,111
10	VOGE	SFIDA SR16 200	200	踏板车	1,989
11	VOGE	SFIDA SR16	125	踏板车	1,908
12	YAMAHA	XMAX 300	300	踏板车	1,718
13	KYMCO	PEOPLE S 125	125	踏板车	1,679
14	PIAGGIO	BEVERLY 310 HPE	310	踏板车	1,552
15	HONDA	SH MODE 125	125	踏板车	1,538
16	HONDA	AFRICA TWIN	1100	越野 ADV	1,433
17	PIAGGIO	VESPA PRIMAVERA 125	125	踏板车	1,373



	品牌	车型	排量	类别	销量
18	BMW	R 1300 GS	1300	越野 ADV	1,339
19	HONDA	FORZA 350	350	踏板车	1,181
20	PIAGGIO	MEDLEY 125	125	踏板车	1,137

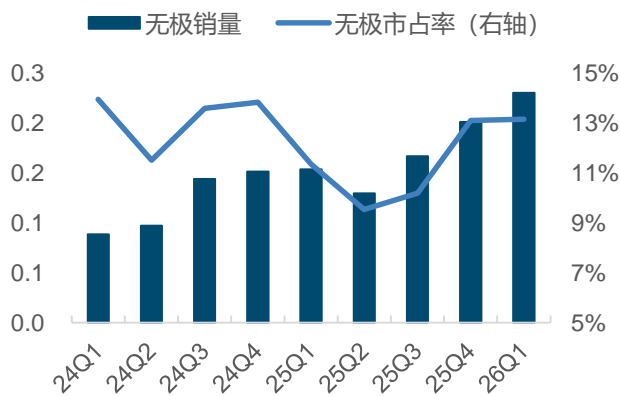
来源：ANCMA，国金证券研究所

3) 阿根廷：ADV 占无极总销量 75%+，后续车型改款 ADV 增长趋势明确

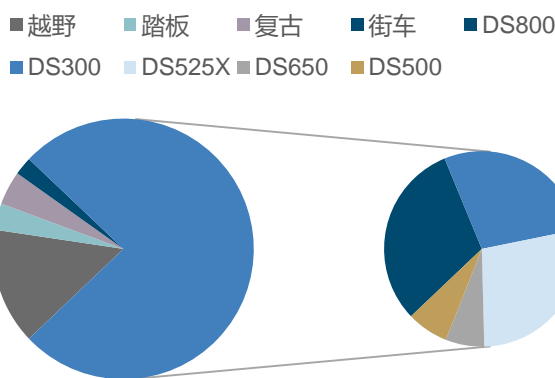
2026Q1，无极 250-800cc 排量产品在阿根廷市场销量为 2305 辆，同比增长 49.68%，增速阿根廷同排量市场整体增速，市占率持续提升。拉美市场越野、ADV 需求旺盛，无极 ADV 产品从 300-800cc 排量段内各车型均有较好表现，26Q1 无极 ADV 车型销量占品牌总销量 75.48%，其中 DS800、DS300 车型表现最佳，销量分别为 541、491 辆，预计全年表现亮眼。2026 年，无极将推动 DS800 电子减震、电子油门等配置升级，后续季度无极 ADV 系列在阿根廷仍将保持较好增长势头。

图表88：无极阿根廷 250-800cc 市占率提升（万辆）

图表89：26Q1 无极阿根廷中大排量销量中 ADV 占 75%



来源：motoblog，国金证券研究所



来源：motoblog，国金证券研究所

4) 欧洲完善街车等品类提升英法德市占率。当前，无极在英法德市占率仅在 2% 左右，但以上国家均有本地强势品牌（英国凯旋、法国标致、德国宝马），上量难度高于意大利、西班牙。无极后续计划完善中大排量街车等车型布局，主要面向欧洲英、法、德市场，沿袭品牌性价比优势的同时加强本地化设计，提升当地市占率。

5) 拉美进入巴西、墨西哥市场。预计 2026 年内，无极可进入巴西、墨西哥市场，打开新市场空间。其中，巴西进入难点在于当地认证及乙醇汽油发动机制造，当前无极正在加紧认证、与本地厂商合作生产乙醇汽油发动机，短期主打 ADV+踏板高端车型，不与日系品牌在通勤车领域直接竞争。墨西哥方面，公司正加紧与 Italika 达成代理协议，以打通墨西哥渠道。

4 全地形车：凭借细分赛道优势提升欧美市占率

4.1 行业概况：全球市场中低速增长，UTV/SSV 占比提高

全地形车主要分为 ATV、UTV/SSV，是一种被设计于非高速公路行驶的、具有四个或以上低压轮胎、且可在非道路上行驶的轻型车辆。其宽大轮胎可增加与地接触面积、提高对地摩擦力并降低对地压强，其独特胎纹使轮胎不易空转打滑，因此可在沙滩、草地、山路、农场、旅游景区等多种复杂路况行驶，被广泛应用于场地赛事、户外作业、运动休闲、代步工具、消防巡逻等众多场景。根据车辆结构及操控方式，全地形车一般分为 ATV、UTV/SSV。

图表90：全球三大类全地形车对比

维度	ATV (All-Terrain Vehicle)	UTV (Utility Task Vehicle)	SSV (Side-by-Side Vehicle)
中文名称	全地形车（四轮摩托车）	多功能全地形车（农夫车）	侧向并坐车（娱乐型 UTV）
核心结构	跨骑式，驾驶员需像摩托车一样跨坐，身体随车移动控制重心。	方向盘+座椅+防滚架，驾驶员和乘客并排坐在带安全带的座椅上，汽车式操控。	结构与 UTV 类似，但更侧重性能与娱乐，通常有更强大的悬挂和动力。



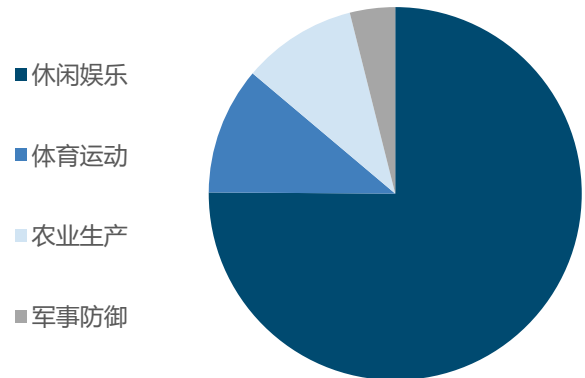
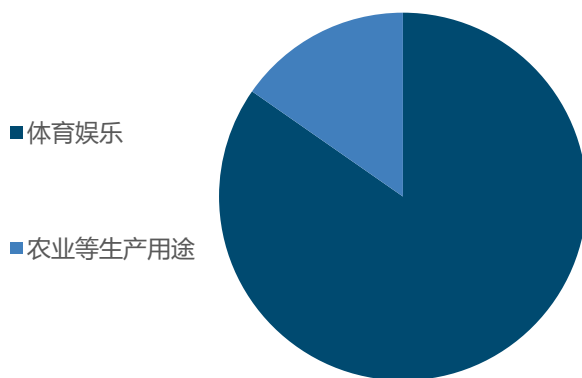
维度	ATV (All-Terrain Vehicle)	UTV (Utility Task Vehicle)	SSV (Side-by-Side Vehicle)
典型座位	1人(主流),少数有后座。	2-6人(主流2-4人),带小型货斗。	2-4人,货斗较小或没有,重心在乘坐空间。
操控方式	摩托车式车把,通过身体配重辅助转向。	汽车式方向盘、踏板(油门、刹车)、换挡杆。	同UTV,但调校更激进。
核心用途	个人娱乐、运动、竞技、轻度作业。	多功能作业(农林、牧场、巡逻)、兼顾家庭休闲。	高性能娱乐、沙漠越野、岩石攀爬、赛事。
典型排量	50cc-1000cc	500cc-1200cc	800cc-1200cc+ (涡轮增压常见)
价格区间	\$3,000-\$15,000+	\$8,000-\$30,000+	\$15,000-\$40,000+
安全特征	无防滚架、无安全带,风险高,需佩戴全套护具。	标配防滚架、安全带,部分有风挡、车门,安全性高。	高强度防滚架、赛车安全带,安全性最高。

来源: 春风动力年报, 国金证券研究所

全地形车主要用作娱乐工具。ATV采用跨骑式座椅和把式转向系统,风险较高且定位专业越野,近年增速放缓。2023年,全球ATV中有86.15%用于娱乐及体育赛事。UTV由于功能更全面,更多用于农业、建筑等生产场景,非娱乐用途占比高于ATV。近几年,UTV凭借安全性承接了较大排量休闲、竞技需求,预计随休闲娱乐发展,娱乐用全地形车占比与将会进一步提升。

图表91: 2024年全球主要市场UTV主要用于体育娱乐

图表92: 2023年ATV主要用于休闲娱乐、体育运动领域



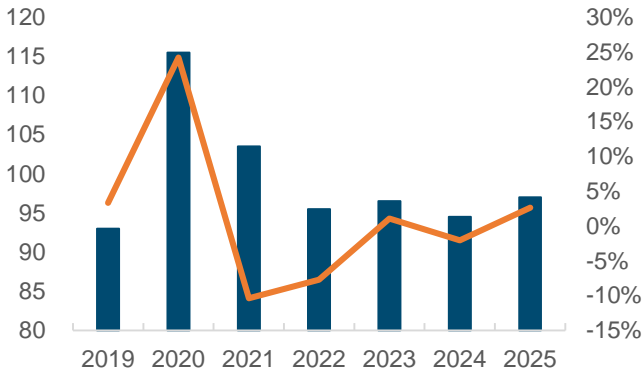
来源: Mordor Intelligence, 国金证券研究所

来源: Technavio, 国金证券研究所

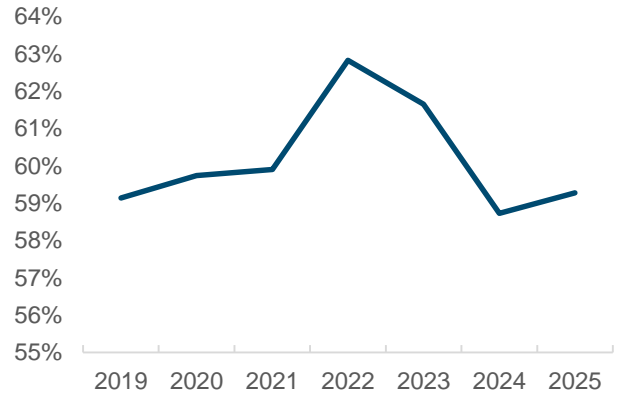
全地形车需求回暖,UTV/SSV占比提高。2020年户外娱乐火爆,全地形车需求前置但海外供应链受影响,供应商库存消耗至极低水平;2023年,北美供应商集中大规模补库,但2023年开始全球通胀导致全地形车娱乐需求承压,2024年行业去库。2025年,全地形车市场有所修复,全球总销量97万辆,同比增长2.65%。其中,UTV占比一直在60%左右,2025年占比出现回升,是驱动全球全地形车销量增长的主要因素。



图表93: 全球全地形车销量持续修复 (万辆)



图表94: UTV 占全球全地形车 60%, 25 年占比提高

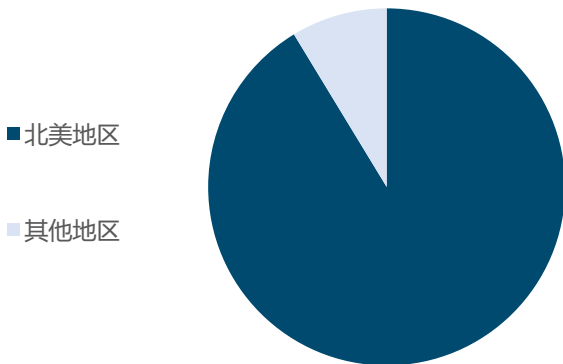


来源: 北极星财报, 国金证券研究所

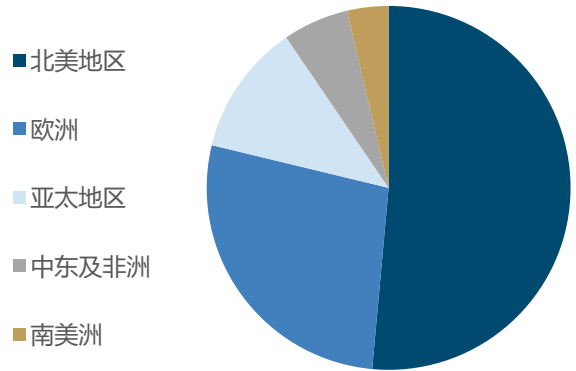
来源: 北极星财报, 国金证券研究所

90%以上 UTV 销往北美, ATV 市场相对分散。从区域结构来看, 北美是全球全地形车主要消费市场, 2025 年北美地区全地形车销量占全球 80.41%, 北美 UTV 销量占全球 91.30% (北美市场 UTV/SSV 占 67.31%)。而 ATV 全球销量区域更分散, 2023 年北美、欧洲、亚太市场价值占比分别为 51.44%、27.33%、11.71%。

图表95: 2025 年 UTV 销量主要集中在北美市场



图表96: 2023 年 ATV 销量主要集中在欧美地区



来源: 北极星财报, 国金证券研究所

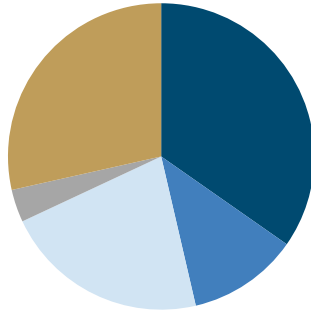
来源: Technavio, 国金证券研究所

UTV 市场以欧美品牌为主, 国产品牌在 ATV 实现高端突破。整体来看, 北极星全球市占率在 30%以上, 主导全球全地形车市场。UTV 方面, 2024 年北美、欧洲、澳大利亚合计 UTV 市场 CR 5 达 71.49%, 主要是欧美传统品牌市占率较高; ATV 方面, 2023 年全球 ATV 市场中北极星市占率 37%, 但中国品牌合计市占率从 2018 年不予显示提升到了 8%, 显示出中国品牌正在 ATV 领域逐步实现高端突破。



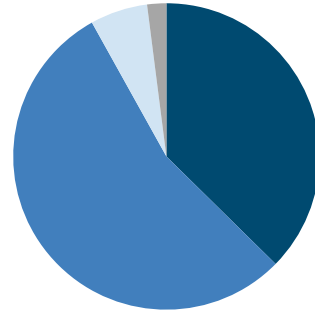
图表97: 2024年欧美澳UTV市场CR5达71.49%

■北极星 ■庞巴迪 ■本田 ■雅马哈 ■其他



图表98: 2023年全球ATV市场中国品牌市占率达8%

■北极星 ■其他美日厂商 ■春风动力 ■其他国内厂商

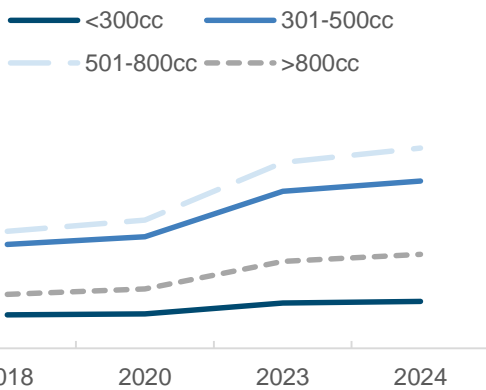


来源: Mordor Intelligence, 国金证券研究所

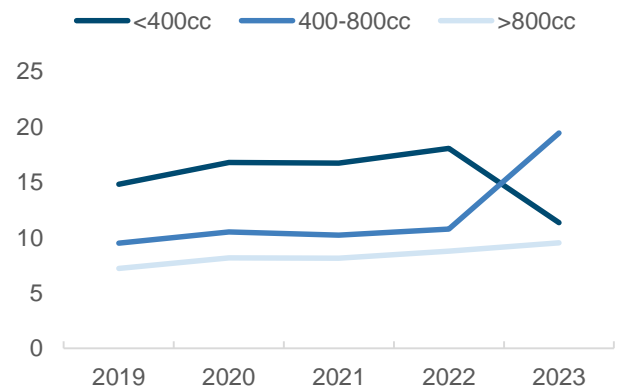
来源: 头豹研究院, 国金证券研究所

800cc+排量产品增长最快, ATV小排量占比高于UTV。UTV方面, 2024年北美全地形车(UTV占65.81%)中, 300cc以下排量占比仅为9.22%; ATV方面, 2023年全球ATV中400cc以下排量段占比达28.14%。整体来看ATV低排量段占比更高, 主要是因为当前安全性更高的UTV承接了更多大排量娱乐需求, ATV应用正在向“入门/青少年/价格敏感”场景集中, 从而推高了低排量段的需求。

图表99: 2024年北美全地形车(UTV占66%)排量段集中在500-800cc(亿美元)



图表100: 2023年ATV排量段中400cc以下占比接近三成(亿美元)



来源: MRFR Analysis, 国金证券研究所

来源: Technavio, 国金证券研究所

4.2 产品优势: 性价比突出, 特殊地形车动力参数赶超大牌

动力性能表现出色, 性价比领先。依托多年发动机制造经验, 隆鑫全地形车产品动力性能可靠, 动力优势集中体现在1000cc大排量产品上。以隆鑫UWolf 1000L车型为例, 该车型为工具型UTV, 欧洲市场可对标Can-Am Traxter HD11、北极星游侠1000 EPS等主流工具型UTV。隆鑫UWolf1000在功率、扭矩、拖拽能力等方面参数领先, 但依托中国强大工业制造能力, 价格较其分别低46.0%、30.9%, 性价比突出。

图表101: 隆鑫UWOLF 1000动力性能领先欧洲对标产品、价格低30%+

对比维度	隆鑫UWolf1000L	庞巴迪 Can-Am Traxter HD11	北极星游侠 1000 EPS
发动机类型	976cc V型双缸水冷发动机	999cc 串联三缸 Rotax ACE	999cc 四冲程双缸发动机
最大功率	95 马力	95 马力	61 马力
最大扭矩	108N·m	95N·m	未明确
拖拽能力	2500 磅 (1134kg)	2450 磅 (1111kg)	2500 磅 (1134kg)
载重能力	1500 磅 (771kg)	1500 磅 (680kg)	1500 磅 (680kg)
驱动模式	草地/两驱/四驱, 差速器带锁止功能	正常/工作/运动三种模式	四驱/两驱/草坪模式



对比维度	隆鑫 XWolf1000L	庞巴迪 Can-Am Traxter HD11	北极星游侠 1000 EPS
离地间隙	300mm	356mm	305mm
轴距	2120mm	2160mm	2060mm
悬挂系统	拱形双 A 臂, 28.6cm 行程	拱形双 A 臂, 30.5cm 行程	拱形双 A 臂, 25.4cm 行程
市场定位	工作解决方案型 UTV	多功能工作型 UTV	农场/庄园工作型 UTV
欧洲定价	€ 14,999	€ 27,799	€ 21,690
隆鑫价差		-46.04%	-30.85%

来源: 各公司官网, motofichas, 国金证券研究所

考虑自身优势瞄准特殊场景赛道。隆鑫全地形车产品起步较晚, 与北极星、庞巴迪、春风动力等老品牌相比在品牌、渠道、整车系统集成等方面仍有差距, 公司发挥自身动力技术低扭性能优势, 专注特殊地形细分赛道。2025 年, 公司针对泥地越野、恶劣路况作业细分场景, 专门推出 700cc、1000cc 泥浆版 ATV 产品, 凭借极致参数 (低扭表现突出)+ 极致性价比切入欧洲表现亮眼; 2025 年全年泥浆版产品出货已经超过对应普通版。

图表102: 隆鑫 XWolf 1000 MUD 与欧洲主要泥浆版 ATV 对比, 动力参数领先










指标	隆鑫 XWolf1000 MUD	春风 GForce 1000 MUD	庞巴迪开拓者泥浆版
排量	976cc	963cc	999cc
最大马力	100 马力	90 马力	101 马力
最大扭矩	102N·m	85N·m	93.5N·m
扭矩峰值转速	5500rpm	5500rpm	-
轮胎尺寸	30 英寸	30 英寸	30 英寸
离地间隙	343mm	334mm	335mm
差速锁	自动+手动锁止	电动前后差速锁	Visco-4Lok 前差速器
品牌定位	性价比泥地专家	欧洲市场领导者	高端豪华多功能 ATV
欧洲定价	€ 14,999	€ 16,299	€ 20,999
隆鑫价差	-	-7.98%	-28.57%

来源: 各公司官网, 国金证券研究所




4.3 业务现状: 凭借大排量产品进入欧洲, 产品结构持续升级

全地形车产品覆盖 ATV、UTV, 重点布局 700cc 排量段。公司全地形车以 ATV 产品为主, 排量段重点布局 700cc。一是因为全球 ATV 中 400-800cc 排量段占比近 50%; 二是因为 ATV 产品排量越大、盈利越强规律明确, 700cc 作为中高排量段临界既能显著提升毛利率、又能率先拉动大排量段结构升级, 为后续推出 1000cc 排量产品铺垫。公司在这一排量段同时推出了 ATV、UTV 产品, 做到了动力平台复用, 进一步压降成本。

图表103: 隆鑫通用全地形车产品矩阵

分类	200cc	300cc	500cc	700cc	1000cc
ATV	XWolf 200	XWolf 300	XWolf 500	XWolf 700	XWolf 1000
					
			XWolf 500 L	XWolf 700 L	XWolf 1000 MUD
					
				XWolf 700 MUD	
					



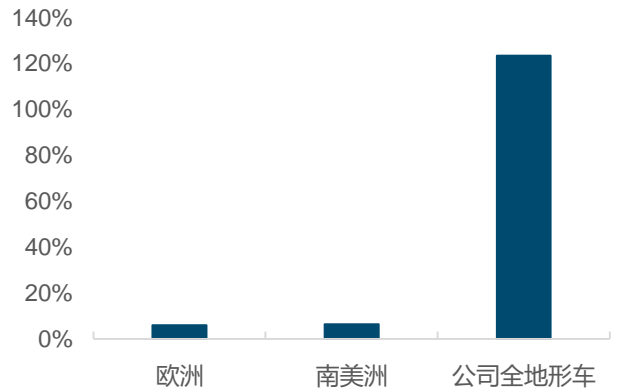
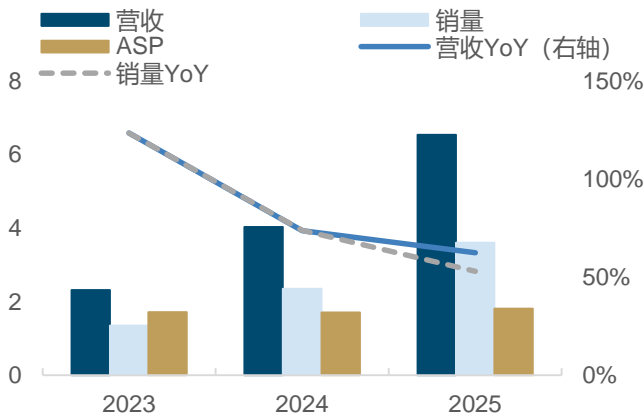
分类	200cc	300cc	500cc	700cc	1000cc
UTV				UWoIf 700 	UWoIf 1000 
				UWoIf 700 L 	

来源：隆鑫通用海外官网，国金证券研究所

产品升级带动销量增长，欧洲市占率快速提高。2022-2025年，公司全地形车销量、营收CAGR分别为81.22%、84.69%，销量增长是业务发展主要驱动力。2025年，公司XWoIf 1000泥浆版上市时间晚于预期，2025下半年顺利发售带动全地形车ASP快速提高，支撑营收增长，全年全地形车业务实现营收6.54亿元，同比增长62.54%。行业数据显示全地形车毛利率高于两轮摩托车（分别约30%、25%），预计2025年是公司毛利率最高业务之一。

图表104：2025年公司全地形车量价双增（亿元）

图表105：2023年公司全地形车营收增速明显快于行业



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：Technavio，国金证券研究所

欧洲是主要利润来源。隆鑫牌全地形车一开始依靠低排量产品在中南美洲起量；2022年9月，公司发布首款700cc全地形车LX700ATV，此后500cc以上产品矩阵持续完善、销售放量，凭借细分场景性能优势及高性价比，公司全地形车产品成功进入欧洲高端市场。当前公司500cc以下全地形车主销中南美洲、500cc以上产品主销欧洲；2025年末公司500cc以上车型销售占比约50%，欧洲销量超过拉美。



图表106：2025年隆鑫在西班牙市占率位居第3名



来源：Anesdor，国金证券研究所

4.4 后续展望：大排量UTV+特种地形车+无极渠道提升欧洲市占率

坚持中高端战略，发力中大排UTV。2023年开始，公司先后推出1000cc ATV、UTV完善大排量全地形车产品矩阵，主要销往欧洲市场。2024、2025年米兰展，公司分别发布XWOLF 1000 泥浆版、UWOLF 1000，2025年下半年先后量产销售，凭借动力优势、性价比，预计以上车型2026年销量将持续增长，推动公司全地形车产品结构不断升级。

森林版、河沟版ATV支撑中大排销售。公司此前推出XWOLF 700 泥浆版、XWOLF 1000 泥浆版车型，2026年公司计划推出森林版、河沟版ATV。凭借深厚动力技术积累，公司发动机低扭性能突出（爬坡脱困能力强），特殊地形ATV性能优势更明显。考虑到2025年公司泥浆版产品出货已经超过对应普通车型，预计后续特殊地形ATV将有较好表现。

借助无极渠道提升欧洲市占率。借助无极品牌在欧洲、拉美等市场已建立的影响力与渠道网络，隆鑫全地形车实现了高效的市场渗透与品牌认知传导，加速隆鑫品牌在海外消费者中的认知建立与信任获取。2025年，隆鑫全地形车新增销售网点111家，累计网点数量达到451家，持续夯实海外终端市场触点。

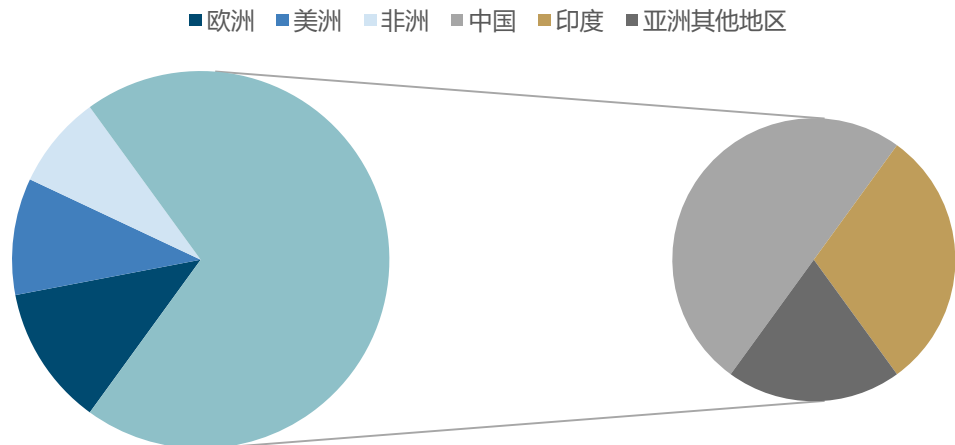
5 三轮车：抓住非洲刚需释放机遇，后续期待西非持续放量

5.1 行业概况：发展中国家需求爆发，定制化+性价比国产三轮出口加速

全球80%三轮车销往亚非。长期以来，发展中国家公共交通不足、道路狭窄、收入水平低、城乡分散，三轮车凭借速度中等、低成本、易维护等特点，直接填补步行、自行车、汽车之间的出行缺口，成为当地重要生产工具和交通刚需。2024年，全球三轮车销售中78%集中在亚洲及非洲等发展中国家集中地区。



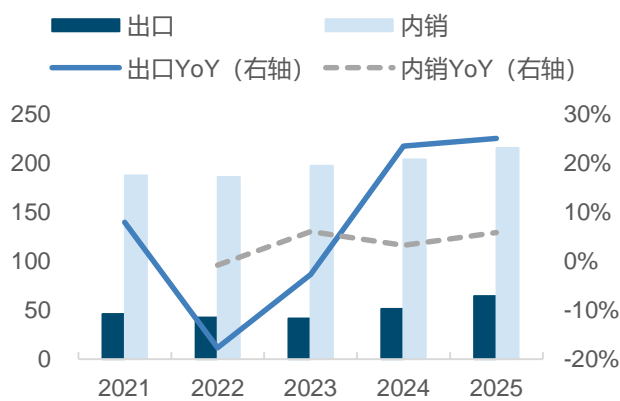
图表107: 2024 年全球三轮车消费亚洲占 70%，非洲占 8%



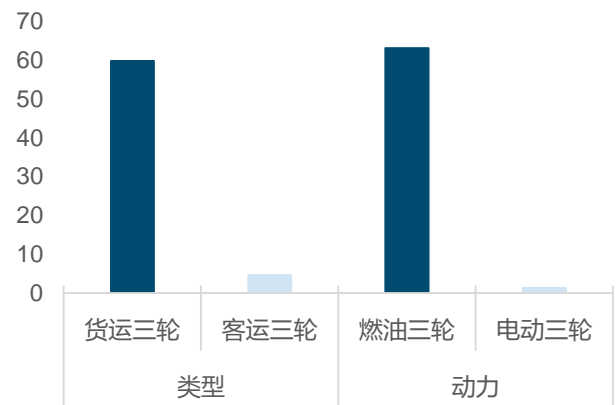
来源: 头豹研究院, 国金证券研究所

定制化产品+高性价比支撑中国三轮出口。中国是全球第二大三轮车生产国(仅次于印度), 具备完整供应链(电机、电池、车架等)和规模化成本优势。2023 年海外需求爆发, 中国三轮车厂商根据不同场景改进产品性能(西非市场强化载重能力、东南亚市场强化耐湿热性), 外销迎来拐点。2023-2025 年, 中国三轮车内外销 CAGR 分别为 4.55%、24.56%。具体来看, 2025 年中国三轮车外销中货运三轮占 92.86%、燃油三轮车占 97.95%; 隆鑫三轮出口量居全行业第一。

图表108: 2023 年中国三轮摩托车出口迎来拐点(万辆)



图表109: 2025 年中国三轮摩托车出口以货三、油三为主(万辆)



来源: 中国摩托车商会, 国金证券研究所

来源: 《2025 中国三轮白皮书》, 国金证券研究所

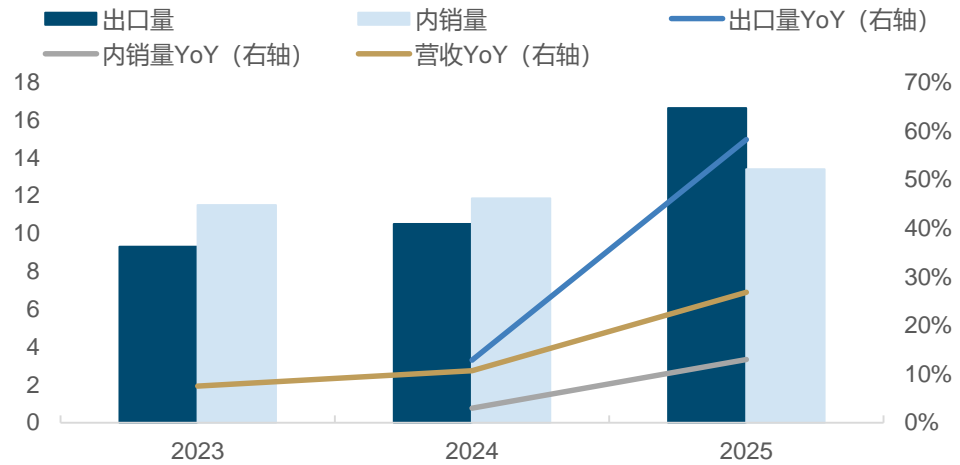
非洲客货运、东南亚油转电需求持续释放。2024 年, 全球三轮车市场同比增长 13%, 从动力来源来看, 电动三轮同比增长速度快于整体; 从增长区域来看, 亚非拉等发展中地区需求快速释放, 但各区域三轮车增长点存在差异。非洲主要是农业、矿业、城乡运输刚需释放, 存在三轮车替代人力/畜力车需求; 东南亚主要是政府推行油改电政策带动电动三轮需求快速增长, 2024 年印度电动三轮车销量同比增长 65%。

5.2 现状&展望: 凭借产品力、性价比深耕十年卡位西非, 锁定当地发展刚需释放

出口量增推升业务营收, 西非为核心市场。2023-2025 年, 公司三轮车营收 CAGR 为 14.69%; 出口量 CAGR 达 33.63%, 出口销量提高是业务主要驱动力。2025 年, 公司三轮车业务营收 18.28 亿元, 同比增长 32.47%; 内外销量分别为 13.40、16.63 万辆, 同比分别增长 12.98%、58.23%。当前, 公司三轮车大部分销往非洲, 少量销往拉美, 非洲核心市场在于西非。



图表110: 三轮车出口量增长是业务主要驱动 (万辆)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

根据西非场景定制化产品。三轮车在西非主要用做矿区作业、农贸运输等场景短途货运工作, 对载重、耐用、散热等性能要求高, 价格高度敏感。公司在三轮车领域0-300cc排量燃油三轮, 针对西非使用场景定向提升载重、动力、耐用等性能, 精准满足非洲地区基建与农业领域对矿砂、水泥、农作物的运输需求, 产品力突出。

图表111: 公司主要货运、客运三轮车产品

主要产品	产品类别	产品特点
鑫越二代 MAX	货运三轮	鑫越二代 MAX 以大排、重载、高效、耐久不断满足货运场景适配性, 从容应对复杂路况
星锐 009	客运三轮	星锐 009 以舒适底盘系统、多连杆摇臂减震等强化驾驶与乘用两个维度的体验, 使客运三轮汽车化, 逐步开拓高端市场

来源: 公司公告, 国金证券研究所

凭借产品力、性价比、客户优势卡位西非, 享受当地发展红利。2025年, 西非经济货币联盟全年GDP增速6.7%, 主要得益于采掘业、服务业良好势头以及农业扩产。可以预见未来2-3年西非采矿、农业运输需求持续释放。三轮车相较重卡成本更低、较燃油两轮摩托载重能力更强, 是替代本地畜力运输车的最佳选择。公司深耕西非市场十年以上, 与当地代工客户合作紧密, 能够持续获得当地使用反馈、及时改进产品性能, 产品力、渠道优势稳固, 预计公司西非三轮车销量将保持增长。

中期拓展拉美, 长期紧盯发展中国家生产工具刚需蓝海市场。2025年, 隆鑫牌三轮车已经出口拉美, 销量实现较快增长。下一步, 公司将借助拉美通路车渠道提高该地区三轮销量; 未来将持续进入东南亚等发展中国家集中地区, 凭借产品力、性价比切入当地生产工具刚需市场实现放量。



6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

不考虑通机业务资产置换，我们预计隆鑫通用 2026-2028 年营收分别为 223.25 亿元、260.72 亿元、302.60 亿元，同比分别+16.67%、+16.79%、+16.06%；归母净利润分别为 20.72 亿元、25.57 亿元、31.83 亿元，同比分别+25.74%、+23.41%、+24.47%。

1、摩托车及发动机业务：包括无极、三轮车、全地形车、宝马代工、通路车贴牌、发动机外销，我们预计 2026-2028 年业务营收分别为 169.83 亿元、203.48 亿元、241.24 亿元，同比分别+20.22%、+19.82%、+18.55%；随着无极、全地形车大排量高端车型销量占比提高，产品结构升级将带动毛利率提升，预计 2026-2028 年毛利率分别为 21.1%、22.0%、23.0%。

1) 无极：公司未来经营战略重心主要在海外市场。2025 年无极在欧洲核心五国上牌市占率 4.5%，预计后续随优势车型新发售、产品品类完善，欧洲核心五国市占率将持续提升。我们预测 2026-2028 年无极收入分别为 54.04 亿元、63.92 亿元、73.90 亿元，同比分别+36.68%、+18.27%、+15.63%。

2) 全地形车：2025 年全球全地形车市场去库逐渐结束，隆鑫全地形车产品性价比高、细分赛道动力性能领先，未来随着中大排产品矩阵完善，欧洲销量将保持高速增长。我们预测 2026-2028 年全地形车业务营收分别为 12.15 亿元、19.56 亿元、29.77 亿元，同比分别+85.76%、+61.01%、+52.17%。

3) 三轮车：随着西非经济发展，采矿业、农业领域畜力车替代需求将持续释放，货运三轮放量趋势明确；长期瞄准发展中国家运输刚需，空间广阔。我们预测 2026-2028 年三轮车业务营收分别为 24.23 亿元、31.99 亿元、40.45 亿元，同比分别+32.55%、+32.01%、+26.47%。

4) 通路车代工：2025 年下半年至今，公司墨西哥低端订单量下滑、价格压降，预计 2026 年该业务营收同比增速会受到较大影响。我们预计 2026-2028 年公司通路车代工业务营收分别为 37.56 亿元、37.93 亿元、38.69 亿元，同比分别-13.68%、+1%、-2%。

2、通机业务：公司通机产品属于成熟市场设备，主要销往欧美市场。该业务具有较强周期性，短期受利率、库存和信心影响，中长期增长则由更新需求、电动化/智能化、基建与维护投资驱动。2025 年，在行业竞争加剧、关税冲击等因素影响下公司通机业务毛利率降至 15%左右，后续将有所修复。我们预测 2026-2028 年通机业务营收分别为 47.74 亿元、51.56 亿元、55.69 亿元，同比分别+9.63%、+8%、+8%；毛利率分别为 15.8%、16.5%、17.0%。（暂不考虑公司通机业务资产置换）

3、费用率：①销售费率：为强化无极品牌高端定位，公司或将增加相关赛事等活动费用，预计 2026-2028 年销售费率均为 1.64%，较 2025 年小幅提高；②管理费率：2025 年公司一次性支出大笔办公环境升级改造费用，预计后续几年管理费用随营收扩张自然增长，管理费用率保持平稳，预计 2026-2028 年公司管理费率均为 3.60%；③研发费率：后续公司无极、全地形车业务均需高端化发展，研发费率或有所提高，假设 2026-2028 年公司研发费率分别为 2.75%、3.00%、3.10%。

图表112：公司分板块盈利预测（亿元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	129.06	168.22	191.35	223.25	260.72	302.60
YoY	5.15%	30.35%	13.75%	16.67%	16.79%	16.06%
综合毛利率	18.16%	17.59%	19.03%	20.01%	20.98%	21.93%
摩托车与发动机业务	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	94.67	126.88	141.27	169.83	203.48	241.24
YoY	19.80%	34.02%	11.34%	20.22%	19.82%	18.55%
毛利率	17.85%	17.94%	19.97%	21.13%	22.00%	23.00%
—无极业务						
营业收入	14.92	31.54	39.54	54.04	63.92	73.90
YoY	57.05%	111.39%	25.36%	36.68%	18.27%	15.63%
国内营收	8.43	18.08	14.47	14.61	15.13	15.13



	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
YoY	33.81%	114.47%	-19.97%	0.96%	3.59%	0.00%
海外营收	6.49	13.46	25.07	39.43	48.78	58.77
YoY	102.81%	107.40%	86.26%	57.29%	23.72%	20.47%
—全地形车						
营业收入	2.32	4.03	6.54	12.15	19.56	29.77
YoY	123.48%	73.71%	62.28%	85.76%	61.01%	52.17%
—三轮车						
营业收入	13.03	13.80	18.28	24.23	31.99	40.45
YoY	7.50%	5.94%	32.47%	32.55%	32.01%	26.47%
—宝马代工						
营业收入	9.11	9.01	9.01	9.61	9.90	10.20
YoY	17.40%	-1.10%	0.00%	6.70%	3.00%	3.00%
—发动机外销						
营业收入	16.7	19.32	24.39	32.15	40.19	48.23
YoY	-10.36%	15.69%	26.24%	31.82%	25.00%	20.00%
—通路车贴牌						
营业收入	38.60	49.19	43.51	37.56	37.93	38.69
YoY	28.76%	27.42%	-11.55%	-13.68%	1.00%	2.00%
通机业务						
营业收入	27.33	35.35	43.55	47.74	51.56	55.69
YoY	-19.93%	29.32%	23.20%	9.63%	8.00%	8.00%
毛利率	20.85%	17.30%	16.28%	15.77%	16.50%	17.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

6.2 投资建议与估值

选取摩托车制造企业春风动力、钱江摩托、涛涛车业作为可比公司，可比公司 2026 年 PE 均值为 16.64x，公司 2026 年对应 PE 为 13.26x，低于可比公司均值。具体来看，无极新车型支撑欧洲市占率提高、四轮车产品排量升级出货量价齐升、三轮车业务西非放量明确未来空间广阔，中期增长明确。此外，公司与宗申资产置换落地后主营业务聚焦摩托车、成长性凸显，随后或迎来重估。综上，我们给与公司 2026 年 19.0x PE 估值，对应股价 19.17 元，首次覆盖给与“买入”评级。

图表113：可比公司估值比较

代码	名称	股价(元)	EPS(元/股)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603129.SH	春风动力	232.10	14.75	18.76	23.30	15.75	12.38	9.96
000913.SZ	钱江摩托	11.51	0.74	0.92	0.81	15.46	12.42	14.26
301345.SZ	涛涛车业	208.18	11.12	14.87	19.59	18.71	14.00	10.63
平均值						16.64	12.93	11.61
603766.SH	隆鑫通用	13.48	1.01	1.25	1.55	13.26	10.75	8.63

来源：iFind，国金证券研究所（可比公司数据均为同花顺一致预测均值，数据截至 2026 年 5 月 28 日收盘。）

风险提示

1) 欧洲市场拓展速度边际放缓：当前公司无极、全地形车均面向欧洲市场。高端摩托方面，欧洲消费者品牌忠诚度较高，无极品牌虽然凭借性价比取得突破，但若后续产品性能创新、品牌文化塑造、售后网络服务未快速提升，可能面临欧洲渗透率增长瓶颈。全地形车方面，公司业务规模小且全地形车属于小众市场，若后续车型表现不及预期，业务营收可能出现较大波动。



- 2) 国内大排量摩托市场恶性价格战：当前国内玩乐型摩托需求增速放缓，但玩乐型摩托市场供给持续增加，同质化竞争加剧。2025 年国内摩托市场价格战已经初现端倪，若后续行业需求复苏不及预期，可能引发针对核心排量段的恶性价格战，侵蚀公司综合毛利率。
- 3) 与宗申整合过程中出现管理摩擦：与宗申进行资产置换聚焦摩托战略正确，但是两大公司在企业文化、供应体系、重合业务划分等方面存在较大整合难度，若后续整合进度不及预期可能导致业绩不达预期。
- 4) 大股东质押比例较高：公司控股股东宗申新智造当前质押所持股份 79.99%（占公司股份 19.64%），质押比例仍处在高位。
- 5) 汇率波动风险：公司为出口型企业，2025 年海外营收、毛利占比均接近七成，若汇率大幅波动将导致汇兑损益变动，影响公司业绩表现。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	13,066	16,822	19,135	22,325	26,072	30,260
增长率		28.7%	13.7%	16.7%	16.8%	16.1%
主营业务成本	-10,644	-13,864	-15,494	-17,859	-20,603	-23,623
%销售收入	81.5%	82.4%	81.0%	80.0%	79.0%	78.1%
毛利	2,422	2,958	3,641	4,466	5,469	6,637
%销售收入	18.5%	17.6%	19.0%	20.0%	21.0%	21.9%
营业税金及附加	-246	-333	-409	-455	-532	-617
%销售收入	1.9%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用	-215	-274	-306	-366	-427	-496
%销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-581	-595	-714	-803	-938	-1,088
%销售收入	4.4%	3.5%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用	-457	-513	-469	-614	-782	-938
%销售收入	3.5%	3.1%	2.4%	2.8%	3.0%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	923	1,244	1,744	2,228	2,791	3,498
%销售收入	7.1%	7.4%	9.1%	10.0%	10.7%	11.6%
财务费用	76	157	131	154	170	198
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-389	-186	10	-10	-13	-16
公允价值变动收益	-14	-77	-10	-8	-8	-8
投资收益	29	32	-22	17	26	26
%税前利润	5.1%	2.5%	n.a	0.7%	0.8%	0.7%
营业利润	730	1,289	1,952	2,479	3,052	3,791
营业利润率	5.6%	7.7%	10.2%	11.1%	11.7%	12.5%
营业外收支	-171	-14	-25	-19	-19	-19
税前利润	558	1,276	1,928	2,460	3,033	3,772
利润率	4.3%	7.6%	10.1%	11.0%	11.6%	12.5%
所得税	-84	-219	-295	-369	-455	-566
所得税率	15.1%	17.2%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	474	1,056	1,632	2,091	2,578	3,206
少数股东损益	-109	-65	-15	19	21	24
归属于母公司的净利润	583	1,121	1,648	2,072	2,557	3,183
净利率	4.5%	6.7%	8.6%	9.3%	9.8%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	474	1,056	1,632	2,091	2,578	3,206
少数股东损益	-109	-65	-15	19	21	24
非现金支出	847	712	516	488	603	722
非经营收益	-55	-31	57	11	-1	-1
营运资金变动	1,137	385	671	-259	543	565
经营活动现金净流	2,403	2,122	2,876	2,332	3,722	4,492
资本开支	-532	-673	-323	-726	-686	-686
投资	326	-122	122	-8	-8	-8
其他	16	29	-110	17	26	26
投资活动现金净流	-190	-767	-312	-717	-668	-668
股权募资	0	0	0	-400	0	0
债权募资	60	-54	-44	-92	-13	7
其他	-465	-276	-1,184	-623	-768	-955
筹资活动现金净流	-405	-330	-1,228	-1,114	-781	-949
现金净流量	1,860	1,097	1,343	501	2,274	2,875

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,548	6,760	9,332	9,824	12,092	14,963
应收款项	1,775	2,346	2,336	2,874	3,321	3,854
存货	703	1,003	947	1,017	1,134	1,256
其他流动资产	1,727	1,992	1,197	1,589	1,603	1,618
流动资产	9,752	12,100	13,810	15,305	18,150	21,691
%总资产	70.0%	75.3%	79.6%	80.3%	82.5%	85.1%
长期投资	554	511	500	500	500	500
固定资产	2,570	2,555	2,210	2,399	2,477	2,439
%总资产	18.4%	15.9%	12.7%	12.6%	11.3%	9.6%
无形资产	865	658	570	625	629	632
非流动资产	4,189	3,969	3,530	3,759	3,839	3,803
%总资产	30.0%	24.7%	20.4%	19.7%	17.5%	14.9%
资产总计	13,942	16,069	17,340	19,064	21,990	25,495
短期借款	316	319	309	283	270	276
应付款项	3,557	4,382	5,256	6,082	6,996	7,994
其他流动负债	1,341	1,806	1,863	1,734	1,927	2,151
流动负债	5,214	6,507	7,429	8,100	9,193	10,421
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	299	281	266	249	270	296
负债	5,513	6,788	7,695	8,349	9,463	10,717
普通股股东权益	8,253	9,178	9,584	10,634	12,424	14,652
其中：股本	2,054	2,054	2,054	2,054	2,054	2,054
未分配利润	5,420	6,336	6,751	8,202	9,991	12,219
少数股东权益	176	103	61	81	102	126
负债股东权益合计	13,942	16,069	17,340	19,064	21,990	25,495

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.284	0.546	0.802	1.009	1.245	1.550
每股净资产	4.019	4.469	4.667	5.178	6.050	7.135
每股经营现金净流	1.170	1.033	1.401	1.136	1.813	2.187
每股股利	0.100	0.000	0.200	0.303	0.374	0.465
回报率						
净资产收益率	7.07%	13.66%	17.19%	19.48%	20.58%	21.72%
总资产收益率	4.18%	8.01%	9.50%	10.87%	11.63%	12.48%
投入资本收益率	8.88%	10.48%	14.72%	17.11%	18.43%	19.65%
增长率						
主营业务收入增长率	5.29%	28.74%	13.75%	16.67%	16.79%	16.06%
EBIT 增长率	2.46%	34.73%	40.18%	27.79%	25.23%	25.34%
净利润增长率	10.64%	92.19%	46.95%	25.74%	23.41%	24.47%
总资产增长率	10.78%	9.09%	7.91%	9.94%	15.35%	15.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.7	34.4	30.7	33.0	32.5	32.5
存货周转天数	26.2	23.5	23.0	21.0	20.5	20.0
应付账款周转天数	67.1	69.6	66.2	63.0	62.5	62.0
固定资产周转天数	67.8	113.0	39.7	36.7	32.1	27.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.73%	-61.24%	-93.55%	-89.05%	-94.38%	-99.39%
EBIT 利息保障倍数	-12.1	-7.2	-13.4	-14.4	-16.4	-17.6
资产负债率	39.55%	40.29%	44.38%	43.79%	43.04%	42.04%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	8	9	15
增持	0	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.33	1.36	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究