

隆鑫通用(603766.SH)

无远弗届铸精品，极技深耕树品牌

推荐（首次）

股价：13.05元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.loncinindustries.com
大股东/持股	重庆宗申新智造科技有限公司 /24.55%
实际控制人	左宗申
总股本(百万股)	2,054
流通A股(百万股)	2,054
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	301
流通A股市值(亿元)	301
每股净资产(元)	4.70
资产负债率(%)	41.3

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

韦毓 投资咨询资格编号
S1060525120002
WEIYU001@pingan.com.cn



平安观点：

- 隆鑫通用：深耕动力机械领域，宗申入主开启发展新周期。**隆鑫通用深耕动力机械领域三十余年，是行业内首家通过摩托车国家安全技术免检认证的企业，2024年12月宗申新智造入主成为控股股东，开启集团协同发展新阶段。公司构建两轮摩托、三轮摩托、全地形车、摩托车发动机、通用机械五大核心产品体系，形成“两轮+三轮+四轮”全品类、全场景出行生态，业务布局完善、品类覆盖全面。2025年为股权变更后首个完整经营年度，公司营收191.35亿元，同比+13.75%，归母净利润16.48亿元，同比+46.95%，业绩实现高质量稳健增长。
- 行业格局：国内市场结构升级，海外新兴+欧洲市场双景气。**全球摩托车市场稳步扩容，2026-2030年行业收入CAGR预计2.84%，拉美、东盟等新兴市场需求高速增长。国内摩托车市场告别增量竞争，进入结构升级阶段，代步属性向休闲娱乐属性转型，中大排量车型渗透率持续提升；出口市场维持高增，车型向大排量升级趋势明确。欧洲市场整体韧性凸显，虽2025年核心五国销量短期承压，但2026年多国市场已现回暖态势，国产高性价比品牌替代空间广阔。
- 技术优势：技术积淀深厚，制造与供应链壁垒扎实。**公司长期以来一直深耕发动机、摩托车等制造领域，以“精益智造、成本效率与专业化执行力”为核心竞争力，搭建起高效的生产制造与供应链体系。2005年，公司成为宝马全球战略合作伙伴，逐渐完成650CC、850CC等发动机以及宝马C400X大排量踏板摩托车的量产；2024年5月，宝马和隆鑫新发动机项目正式签约，标志着双方合作进入新阶段。
- 品牌与渠道：无极海外强势突围，全球化布局持续深化。**公司打造VOGE无极高端自主品牌，锚定欧洲战略高地，辐射中南美洲、非洲等新兴市场，构建全球化营销网络。2025年无极海外收入25亿元，同比+86%，2020-2025年CAGR高达92%；欧洲核心五国市占率近4.5%，在

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16,822	19,135	22,448	26,181	30,358
YOY(%)	28.7	13.7	17.3	16.6	16.0
净利润(百万元)	1,121	1,648	2,082	2,438	2,845
YOY(%)	92.2	47.0	26.4	17.1	16.7
毛利率(%)	17.6	19.0	19.7	20.2	20.5
净利率(%)	6.7	8.6	9.3	9.3	9.4
ROE(%)	12.2	17.2	20.2	21.9	23.4
EPS(摊薄/元)	0.55	0.80	1.01	1.19	1.39
P/E(倍)	23.9	16.3	12.9	11.0	9.4
P/B(倍)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

意大利、西班牙核心市场分别达 5.5%、7%。截至 2025 年末，无极海内外门店超 1700 家，渠道覆盖持续完善，品牌影响力持续提升。

- **“无极”全球化布局持续推进，给予隆鑫通用“推荐”评级。**我们认为，公司凭借深厚的技术积淀，自有品牌“无极”持续深耕欧洲摩托车市场，市占率有望进一步提升，借助欧洲高地市场，辐射中南美洲、非洲等新兴地区，全球化布局持续推进；三轮车、全地形车有望借助“无极”势能，保持快速增长。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 224.5/261.8/303.6 亿元，同比分别+17.3%/+16.6%/+16.0%。可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 16X，首次覆盖，给予隆鑫通用“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济变化风险：海外市场受国际地缘政治风险增加、美联储加息和海外运输等影响的程度不同，可能影响海外市场需求，并对公司产品交付节奏带来一定的不确定性。2) 贸易摩擦加剧风险：公司出口市场以欧洲、中南美洲、非洲等为主，对美国市场出口占比约 8.30%（以通机产品为主）。全球贸易环境不确定性增加，部分国家贸易壁垒上升，可能导致客户采购成本提高、订单量波动。3) 汇率变动风险：公司产品出口收入占公司整体收入达到 67.46%，人民币汇率以及出口国家/地区的当地货币汇率受国际地缘政治风险、美联储加息等不利因素影响，波动幅度较大，不仅可能对公司产品的出口需求带来不利影响，同时可能造成公司汇兑损失，增加财务成本。4) 原材料波动风险：公司核心部件产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、铝材和塑料等，在产品成本构成中占比较高，国际环境变化对大宗原材料价格影响波动较大，原材料价格的波动会对经营业绩和毛利率产生一定影响。5) 控股股东及相关方解决同业竞争进度不及预期的风险：经查询公开信息显示，宗申新智造的股东及其关联方存在经营摩托车及通用机械等业务，与公司主要业务存在同业竞争的情况。公司控股股东宗申新智造及其控股股东宗申投资、实际控制人左宗申先生作出承诺，将根据相关法律法规要求，在相应期限内解决公司与其存在的同业竞争问题。由于相关业务较多、规模较大，需要履行的程序较多，即存在工作时间进度不及预期的风险。

正文目录

一、隆鑫通用：全产业链布局，深耕动力机械领域	6
1.1 深化主业布局，致力成为全球摩托车智慧出行领导者	6
1.2 公司收入利润持续增长，开启高质量发展新篇章	6
1.3 布局五大核心产品体系，欧洲市场成为战略高地	7
二、摩托车行业：国内市场结构升级为主，欧洲整体呈现增长态势	8
2.1 全球摩托车：销量稳步上升，新兴国家销量快速增长	8
2.2 中国摩托车行业：全球最大的摩托车产销国，国内市场结构升级为主	9
2.3 欧洲摩托车：整体呈现增长态势，各国行业发展有所分化	11
三、核心竞争力：中国质价比优势凸显，无极品牌起势	17
3.1 产品品质：精益智造、成本效率与专业化执行力，搭建起高效的生产制造与供应链体系	17
3.2 产品布局：打造无极自有品牌，构建五大核心产品体系	18
3.3 市场拓展：构建“欧洲+中南美洲”优势市场格局，持续辐射非洲、东南亚等区域	21
四、盈利预测与估值	22
五、风险提示	23

图表目录

图表 1 隆鑫通用重要发展事件	6
图表 2 隆鑫通用营收情况	7
图表 3 隆鑫通用归母净利润情况	7
图表 4 隆鑫通用部分产品情况	7
图表 5 2025 年隆鑫通用主营业务收入及同比增速	8
图表 6 2025 年隆鑫通用主营产品结构	8
图表 7 隆鑫通用分地区收入情况	8
图表 8 隆鑫通用分区域收入增速情况	8
图表 9 我国燃油摩托车产量及同比增速	9
图表 10 我国燃油摩托车销量及同比增速	9
图表 11 2025 年我国燃油摩托车企业销量排名	9
图表 12 我国摩托车出口金额及同比增速	10
图表 13 我国摩托车出口数量及同比增速	10
图表 14 我国内燃摩托车出口金额及同比增速	10
图表 15 我国内燃摩托车出口数量及同比增速	10
图表 16 我国内燃摩托车出口均价情况	11
图表 17 2025 年各系列二轮摩托车出口占比	11
图表 18 2021 年各系列二轮摩托车出口占比	11
图表 19 欧洲摩托车注册量及同比增速	12
图表 20 2025 年欧洲各国摩托车销售额同比增速	12
图表 21 2025 年欧洲各品牌摩托车销售额同比增速	12
图表 22 意大利燃油摩托车注册数及同比增速（辆）	13
图表 23 意大利电动摩托车注册数及同比增速（辆）	13
图表 24 2026 年 1-4 月意大利摩托车品牌销量排名及同比增速	13
图表 25 2014-2025 年欧洲摩托车核心五国 GDP 增速（不变价）	14
图表 26 西班牙燃油摩托车注册数及同比增速（辆）	14
图表 27 西班牙电动摩托车注册数及同比增速（辆）	14
图表 28 2026 年 1-4 月西班牙摩托车品牌销量排名及同比增速	14
图表 29 法国燃油摩托车注册数及同比增速（辆）	15
图表 30 法国电动摩托车注册数及同比增速（辆）	15
图表 31 2026 年 1-4 月法国摩托车品牌销量排名及同比增速	15
图表 32 德国燃油摩托车注册数及同比增速（辆）	16
图表 33 德国电动摩托车注册数及同比增速（辆）	16
图表 34 2026 年 1-3 月德国摩托车品牌销量排名及同比增速	16
图表 35 英国燃油摩托车注册数及同比增速（辆）	17

图表 36 英国电动摩托车注册数及同比增速（辆）	17
图表 37 2026 年 1-4 月英国摩托车品牌销量排名及同比增速	17
图表 38 公司与宝马合作关键事件	18
图表 39 2017-2025 年公司技术人员人数（人）	18
图表 40 2018-2025 年公司研发费用及研发费用率	18
图表 41 无极摩托车各车型及官方指导价	19
图表 42 公司全地形车产品示意图	20
图表 43 无极品牌海外收入及同比增速	21
图表 44 隆鑫通用盈利预测拆分	22
图表 45 隆鑫通用可比公司估值表	23

一、隆鑫通用：全产业链布局，深耕动力机械领域

1.1 深化主业布局，致力成为全球摩托车智慧出行领导者

隆鑫通用创建于 1993 年，坐落于摩托车产业聚集地重庆市，2012 年登陆 A 股市场，目前系重庆宗申新智造科技有限公司旗下的核心企业。公司以“成为全球摩托车智慧出行领导者”为发展目标，聚焦主营业务，做大做强，做精做透。旗下拥有“LONCIN”、“VOGE”、“BICOSE”三大自主品牌。公司是行业内首家通过摩托车国家安全技术免检认证的企业。

图表1 隆鑫通用重要发展事件

年份	发展事件
1993 年	前身“重庆隆鑫交通机械厂”成立，第一台摩托车发动机上市
1998 年	第一台摩托车上市
2001 年	第一台通用汽油机上市
2002 年	LONCIN（隆鑫）摩托被认定为“中国驰名商标”
2004 年	隆鑫摩托荣获“中国名牌”称号
2005 年	与德国 BMW 公司开始合作；隆鑫技术中心被认定为“国家级技术中心”
2007 年	隆鑫通过摩托车国家安全技术免检认证
2008 年	隆鑫被国际摩联授予“Moto GP 制造商执照”
2012 年	8 月在上海证券交易所成功挂牌上市
2013 年	10 月启动 BMW 全新大排量双缸发动机项目
2014 年	11 月合资成立“珠海隆华直升机科技有限公司”，进入无人机产业领域
2015 年	3 月与宝马签订整车战略合作协议
2018 年	9 月发布摩托车自主高端品牌 VOGE 无极
2020 年	在越南兴安投资设立“隆越通用电力科技有限公司”
2021 年	9 月发布新愿景·新使命·新价值观；12 月举办“燃无极·鑫连心”为主题的隆鑫通用 VOGE 无极机车首届文化艺术节
2022 年	布局数字能源布电动摩托车品牌“茵末 BICOSE”，并发布首款电动摩托车 Real 5T
2024 年	控股股东更换为重庆宗申新智造

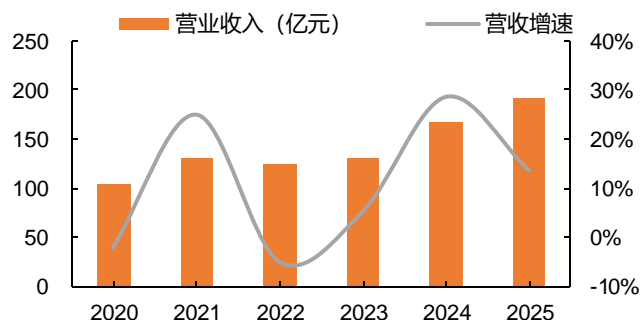
资料来源：公司官网、公司公告，平安证券研究所

2024 年控股股东更换，开启宗申新时代。2024 年 12 月，公司发布《隆鑫通用:详式权益变动报告书》，宗申新智造成为隆鑫通用控股股东，左宗申成为隆鑫通用实际控制人。宗申新智造可充分发挥集团优势，为隆鑫通用业务发展赋能，提高公司资产质量，促进公司健康稳定发展。

1.2 公司收入利润持续增长，开启高质量发展新篇章

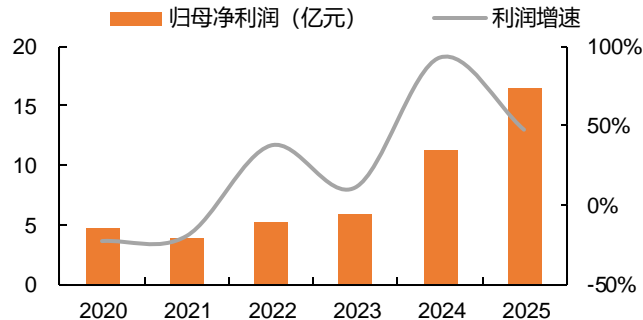
2025 年是公司完成控股股东变更后的首个完整经营年度，公司实现营业收入 191.35 亿元，同比增长 13.75%；实现归属于上市公司股东的净利润 16.48 亿元，同比增长 46.95%；实现综合毛利率 19.03%，同比提升 1.44 个百分点。

图表2 隆鑫通用营收情况



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 隆鑫通用归母净利润情况



资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.3 布局五大核心产品体系，欧洲市场成为战略高地

目前，公司已构建“品类齐全、排量全覆盖、场景高适配”的五大核心产品体系，并基于海内外市场需求差异形成本土化产品布局与优势赛道深耕的发展格局，核心产品在国内外主销市场形成显著竞争优势。

两轮摩托车板块：覆盖 110cc—900cc 跨骑、110cc—400cc 踏板全系列，兼顾通勤代步与休闲娱乐需求。自主品牌 VOGEL 无极立足欧洲高端市场，构建“欧洲+中南美洲”优势格局，为公司核心优势赛道。

全地形车：主打 175cc—1000ccATV/UTV 及多场景定制车型，凭借强悍越野与全场景适配能力，成为海外特色优势业务。

三轮摩托车：涵盖 110—300cc 全品类专用车型，精准切入发展中国家生产运输刚需市场，全面适配民生物流、城市服务、特种作业等场景，细分领域竞争力突出。

摩托车发动机：搭建行业最完备的动力平台，排量覆盖 110cc~1000cc，机型齐全、适配整车及外部配套需求，已从核心部件升级为战略基石，构筑难以复制的技术壁垒。

通用机械：涵盖通用动力、小型发电、园林机械等产品，技术领先、实用性强，是公司海外市场核心增长型赛道。

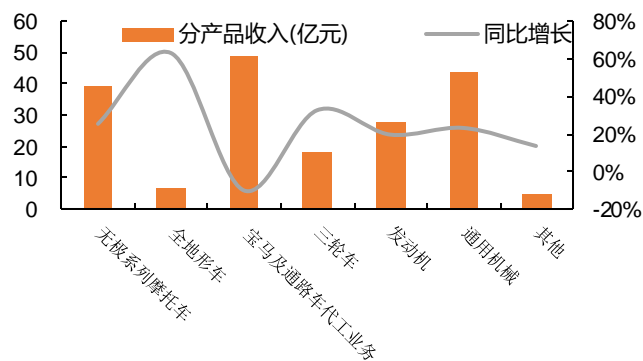
图表4 隆鑫通用部分产品情况



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

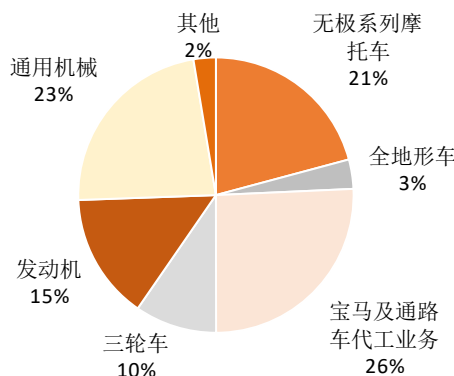
2025 年，公司无极系列摩托车收入 39.54 亿元，同比增长 25.35%，占比 21%；宝马及通路车代工业务收入 48.78 亿元，同比下降 9.69%，占比 26%；全地形车收入 6.54 亿元，同比增长 62.54%，占比 3%；三轮车业务收入 18.28 亿元，同比增长 32.47%，占比 10%；发动机业务（外销）收入 28.13 亿元，同比增长 19.7%，占比为 15%；通用机械收入 43.55 亿元，同比增长 23.2%，占比 23%。

图表5 2025 年隆鑫通用主营业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

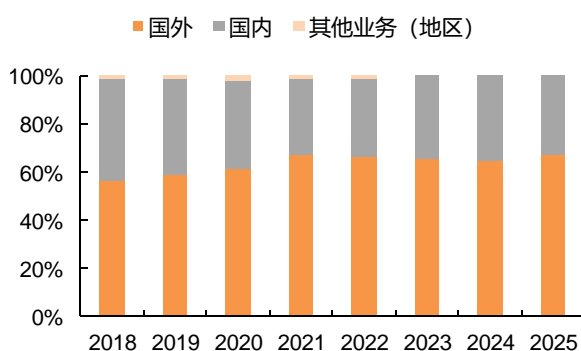
图表6 2025 年隆鑫通用主营产品结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

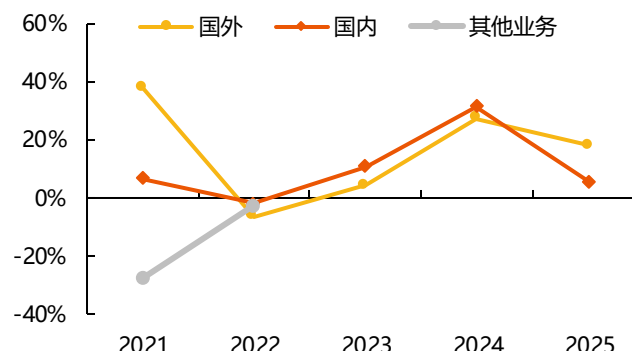
公司积极布局海外市场，以无极为例，2025 年无极以欧洲市场为战略高地辐射全球市场，依托在欧洲市场积累的深厚口碑与影响力，顺势拓展中南美洲高端机车市场，构建“欧洲+中南美洲”优势市场格局。2025 年，公司国外收入 128.7 亿元，同比增长 18.2%，收入占比从 2018 年 56% 增长至 2025 年 67%；国内收入 62.7 亿元，同比增长 5.6%，收入占比从 2018 年 43% 下降至 2025 年 33%。

图表7 隆鑫通用分地区收入情况



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 隆鑫通用分区域收入增速情况



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 摩托车行业：国内市场结构升级为主，欧洲整体呈现增长态势

2.1 全球摩托车：销量稳步上升，新兴国家销量快速增长

据 Statista 数据，全球摩托车销量稳步提升，2026-2030 年全球摩托车销售收入年复合增长率预计为 2.84%，2030 年市场规模将接近 1,800 亿美元。根据 Motor Cycles Data 统计，2025 年全球摩托车销量约 6,520 万辆，同比增长 4.7%，连

续三年创历史新高，较 2020 年疫情低谷回升近 1,500 万辆。印度、拉美及东盟（越南、泰国、菲律宾等）为核心增长区域，居民收入提升与城市化进程持续推动高性价比代步需求快速增长。

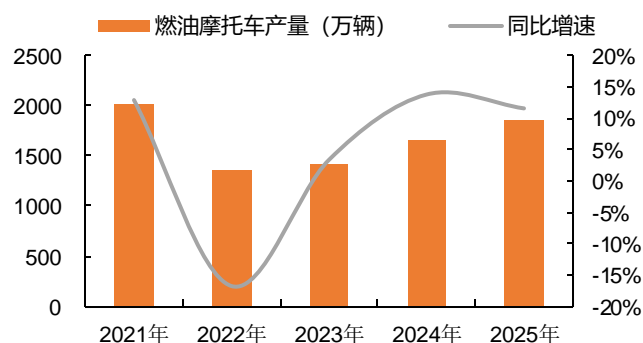
境外主要市场规模如下：①发达国家地区，主要指欧美国家，其中欧洲市场 2025 年的市场规模约为 168 万辆，美国市场 2025 年的市场规模约为 51 万辆；②新兴市场地区，主要指拉丁美洲、东盟地区，其中拉美市场 2025 年总销量同比增长 20.60%，全年销量规模约 586 万辆；东盟地区 2025 年总销量同比增长 4.30%，全年销量规模约 1,500 万辆。

2.2 中国摩托车行业：全球最大的摩托车产销国，国内市场结构升级为主

2.2.1 国内摩托车市场需求呈下滑趋势，正经历结构性转型升级

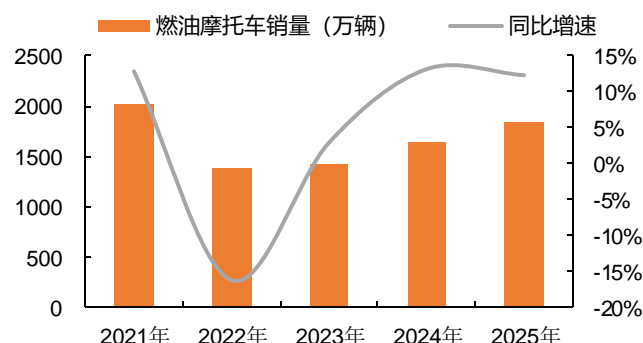
我国是全球最大的摩托车产销国，历经数十年的发展，我国已形成完整且具韧性的摩托车产业链体系，产业正加速向电动化、智能化、高端化迈进。中国摩托车商会数据显示，2025 年我国摩托车产业规模实现进一步增长，产销分别达到 2210.9 万辆和 2196.8 万辆，同比增长 10.7%和 10.3%，其中燃油摩托车产销 1849.75 万辆和 1846.15 万辆，同比增长 11.6%和 12.2%。

图表9 我国燃油摩托车产量及同比增速



资料来源：中国摩托车商会，平安证券研究所

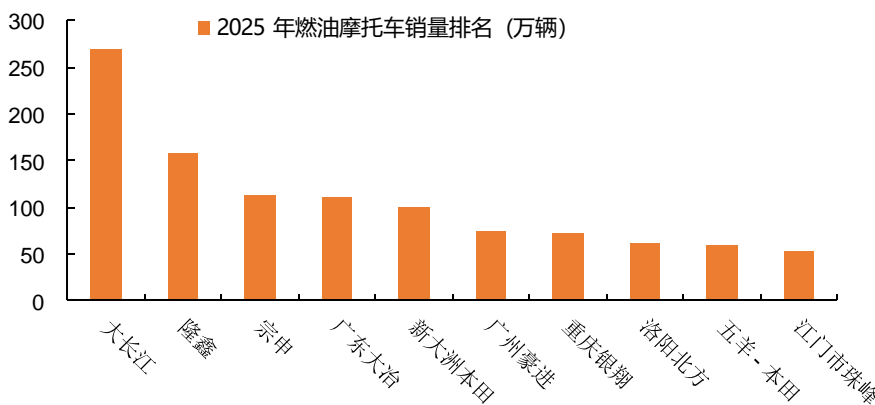
图表10 我国燃油摩托车销量及同比增速



资料来源：中国摩托车商会，平安证券研究所

2025 年，燃油摩托车销量前十名企业（集团）为大长江、隆鑫、宗申、广东大冶、新大洲本田、广州豪进、重庆银翔、洛阳北方、五羊-本田、江门市珠峰，分别销售 268.67 万辆、157.83 万辆、113.92 万辆、110.91 万辆、100.31 万辆、73.66 万辆、72.91 万辆、61.02 万辆、59.48 万辆和 52.91 万辆。

图表11 2025 年我国燃油摩托车企业销量排名



资料来源：中国摩托车商会，平安证券研究所

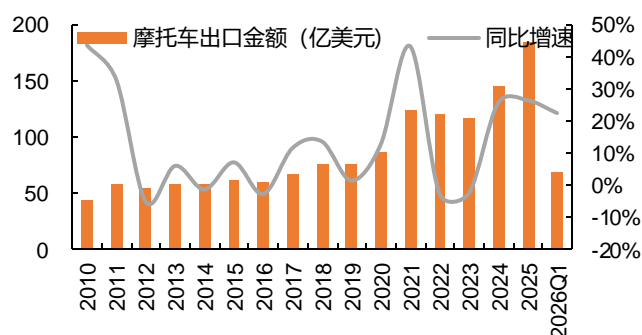
虽然我国是摩托车产销大国，但由于国内大部分直辖市、省会城市等普遍存在“禁摩”、“限摩”的政策，国内摩托车市场需求呈下滑趋势。根据中国摩托车商会数据显示，2021年我国内销摩托车1122万辆，2025年内销摩托车860.2万辆，同比下降3.45%，其中燃油摩托车国内销售514.49万辆，同比下降6.18%。

随着我国居民人均可支配收入持续提高，国内摩托车消费正经历结构性转型升级。产品属性由传统通勤代步工具，逐步向兼具休闲娱乐与社交属性的生活方式载体转变，消费群体年轻化趋势显著，25-35岁消费者占比超45%；休闲娱乐型摩托车年复合增长率达28%，增速显著高于行业整体水平。

2.2.2 出口呈持续增长态势，车型向大排量倾斜

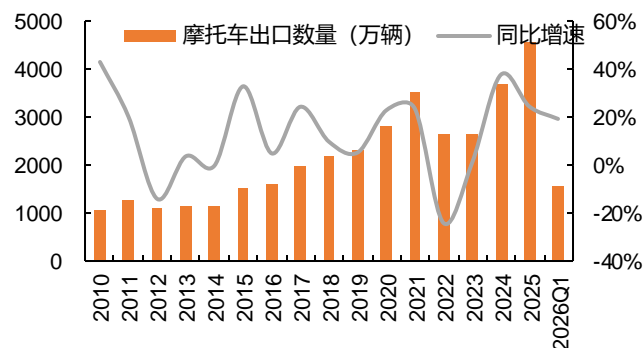
随着我国摩托车产业不断完善和发展，国际竞争力不断提升，我国摩托车出口呈持续增长态势。2025年我国摩托车出口额为184亿美元，同比增长26%；出口数量为4578万辆，同比增长25%。其中，内燃摩托车出口额为114亿美元，同比增长31%；出口数量为1823万辆，同比增长26%；出口均价为625美元/辆。

图表12 我国摩托车出口金额及同比增速



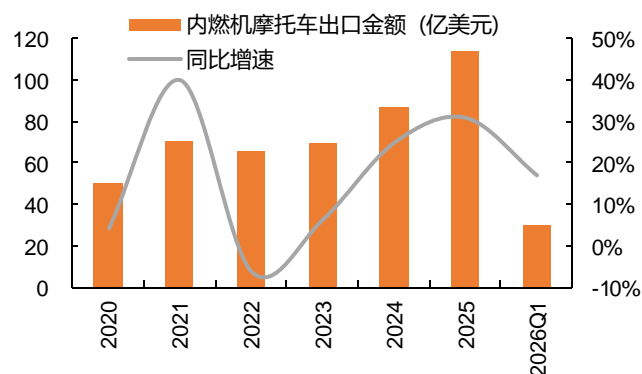
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 我国摩托车出口数量及同比增速



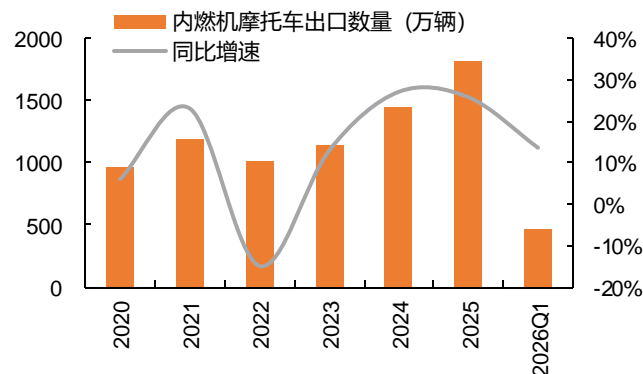
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 我国内燃摩托车出口金额及同比增速



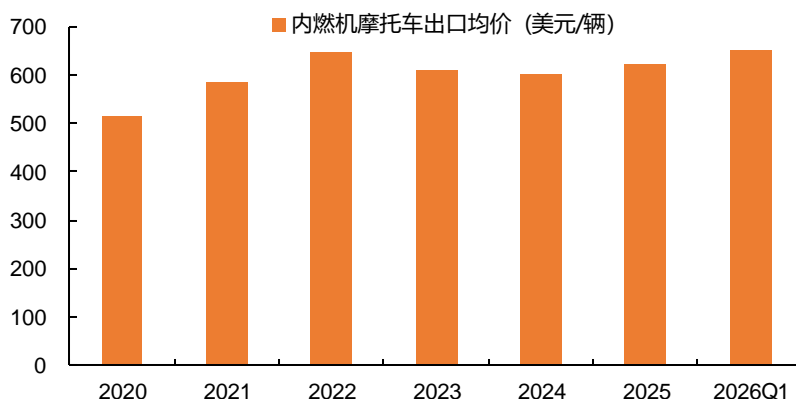
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 我国内燃摩托车出口数量及同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

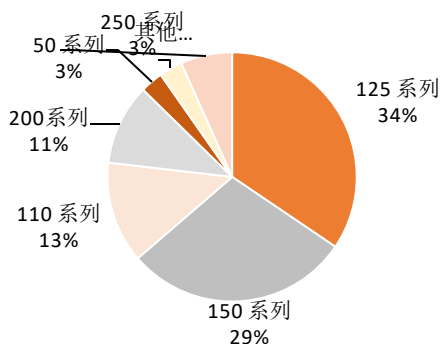
图表16 我国内燃摩托车出口均价情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

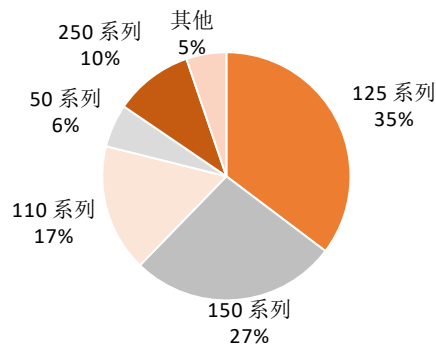
根据中国摩托车商会数据显示, 2025年出口量位居前六位的系列品种为: 125系列、150系列、110系列、200系列、50系列和250系列, 分别出口438.69万辆、371.68万辆、167.49万辆、133.69万辆、37.61万辆和38.56万辆。相较于2021年, 50系列占比从6%降至2025年3%, 110系列从17%降至2025年13%, 250系列从2021年的10%提升至2025年的14% (200系列+250系列), 出口车型呈现向大排量倾斜的趋势。

图表17 2025年各系列二轮摩托车出口占比



资料来源: 中国摩托车商会, 平安证券研究所

图表18 2021年各系列二轮摩托车出口占比



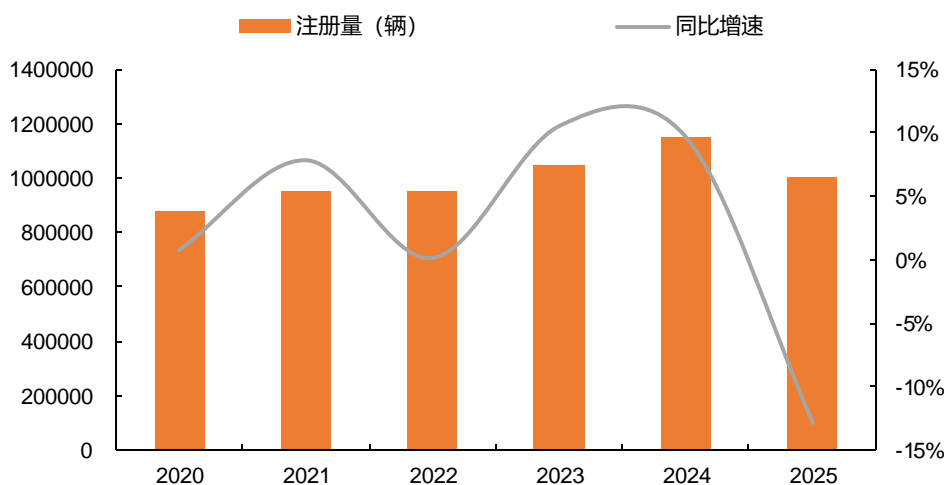
资料来源: 中国摩托车商会, 平安证券研究所

根据中国摩托车商会数据显示, 2025年, 我国摩托车出口量排名前十位的企业依次为: 大长江、隆鑫、广东大冶、重庆银翔、广州豪进、宗申、新大洲本田、江门市珠峰、重庆千里科技、航天巴山, 上述十家企业共出口821.25万辆, 占摩托车出口总量的61.44%。

2.3 欧洲摩托车: 26年摩托车市场回暖, 各国行业发展有所分化

欧洲摩托车注册数受到2024年实施的欧5+标准的影响, 在经历两年抢注册清库存的影响下, 注册数有所下降, 但仍高于2022年之前的水平。根据欧洲摩托车制造商协会数据显示, 法国、德国、意大利、西班牙和英国等五个摩托车销售核心国家在经历2023年-2024年注册数快速增长以后, 2025年注册数为100.3万辆, 同比下滑12.9%, 2020-2025年复合增长率为2.6%。

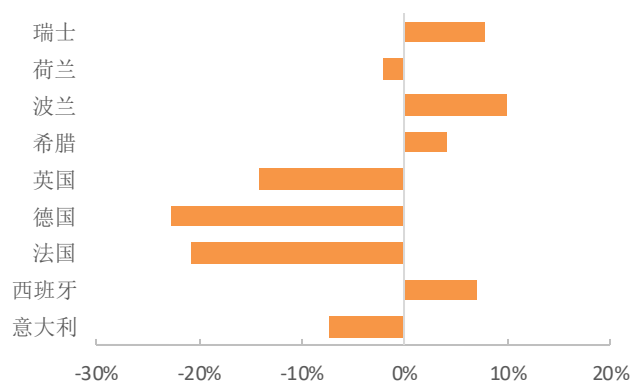
图表19 欧洲摩托车注册量及同比增速



资料来源：欧洲摩托车制造商协会 (ACEM)，平安证券研究所

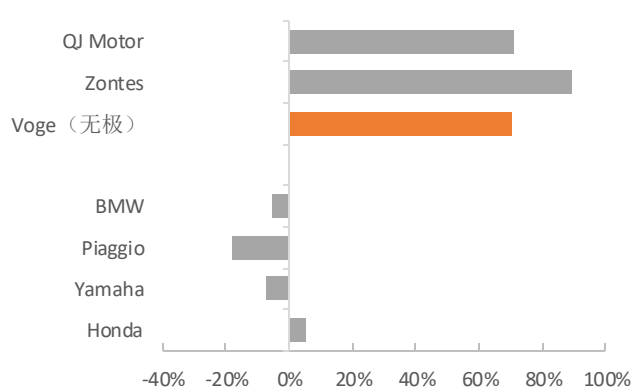
根据 McD(MotorCyclesData)数据显示，从 2025 年销售额来看，欧洲各国表现有所分化，欧洲最大的摩托车市场意大利增速出现下滑，同比-7.3%；西班牙销售额同比增长 7.1%，排名超过法国位居欧洲第二位；法国、德国和英国等传统摩托车销售大国的销量均出现双位数下滑。从各品牌表现来看，2025 年销售额排名第一的仍然是 Honda，同比增长 5.5%；排名第二至第四位的品牌均出现了下滑，分别为 Yamaha(-7.6%)Piaggio(-18.1%)BMW(-5.7%)；新品牌表现亮眼，其中 Voge(无极)同比增长 70.7%，Zontes 同比增长 89.4%，QJ Motor 同比增长 71.3%。

图表20 2025 年欧洲各国摩托车销售额同比增速



资料来源：MotorCyclesData，平安证券研究所

图表21 2025 年欧洲各品牌摩托车销售额同比增速

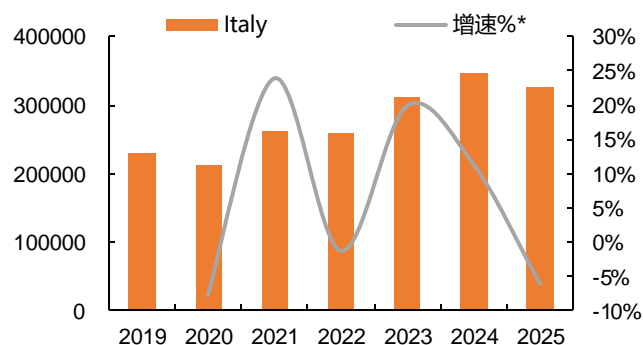


资料来源：MotorCyclesData，平安证券研究所

2.3.1 意大利：欧洲最大的摩托车销售市场，无极销量排名第四

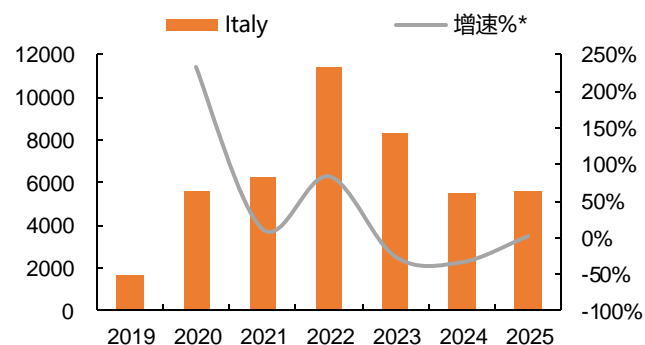
意大利是欧洲最大的摩托车销售市场，根据 ACEM 数据显示，2025 年意大利燃油摩托车注册数为 32.6 万辆，2019-2025 年复合增速为 6.0%；电动摩托车注册数为 5588 辆，2019-2025 年复合增速为 22.0%。值得注意的是，根据 MotorCyclesData 数据显示，2026 年 1-4 月意大利摩托车市场规模同比增长 14.9%。

图表22 意大利燃油摩托车注册数及同比增速（辆）



资料来源：欧洲摩托车制造商协会（ACEM），平安证券研究所

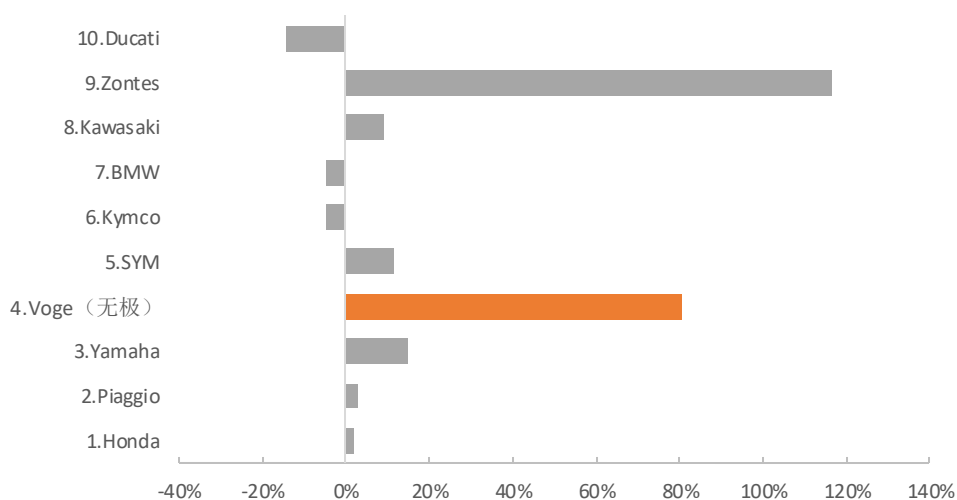
图表23 意大利电动摩托车注册数及同比增速（辆）



资料来源：欧洲摩托车制造商协会（ACEM），平安证券研究所

2026年1-4月，意大利摩托车市场 Honda 仍然保持市场领先，虽然增速仅有+1.8%，但相较所有竞争对手拥有较大优势；排名第二本地制造商 Piaggio 增长 3.1%，Yamaha 销量增长 15.1%；Voge（无极）销量增长 80.8%，位居第 4 位。

图表24 2026年1-4月意大利摩托车品牌销量排名及同比增速

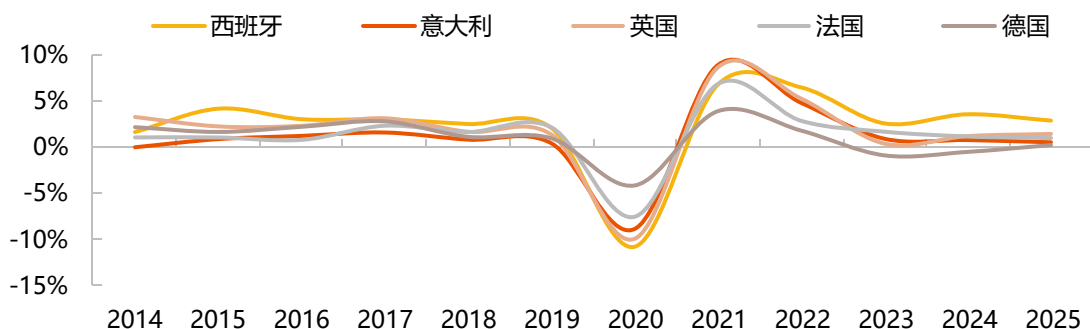


资料来源：MotorCyclesData，平安证券研究所

2.3.2 西班牙：摩托车市场表现积极，无极销量排名第三

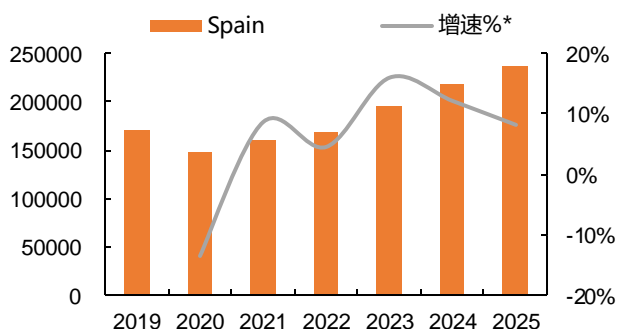
得益于西班牙经济相对强劲，尽管其他四大摩托车市场销量下降，2025年西班牙市场表现积极，西班牙超越法国，成为欧洲第二大摩托车市场，仅次于意大利。根据 ACEM 数据显示，2025年西班牙燃油摩托车注册数为 23.6 万辆，2019-2025 年复合增速为 5.5%；电动摩托车注册数为 6343 辆，2019-2025 年复合增速为 1.4%。根据 MotorCyclesData 数据显示，2026 年开局市场向好，前四个月摩托车市场规模同比增幅 24.6%。

图表25 2014-2025年欧洲摩托车核心五国GDP增速(不变价)



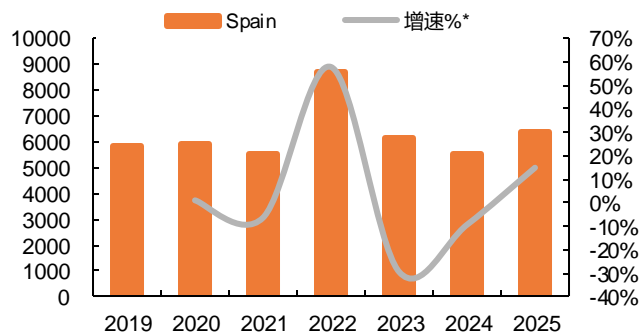
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 西班牙燃油摩托车注册数及同比增速(辆)



资料来源: 欧洲摩托车制造商协会(ACEM), 平安证券研究所

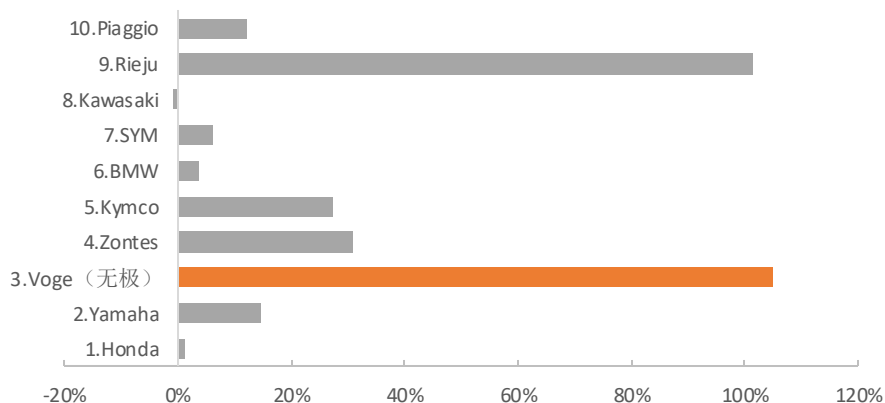
图表27 西班牙电动摩托车注册数及同比增速(辆)



资料来源: 欧洲摩托车制造商协会(ACEM), 平安证券研究所

根据 MotorCyclesData 数据显示, 2026 年 1-4 月, 西班牙摩托车市场中 Honda 仍然保持市场领先; Yamaha 排名第二, 增速为 14.6%; Voge (无极) 排名第三, 销量同比增长 105%。

图表28 2026年1-4月西班牙摩托车品牌销量排名及同比增速

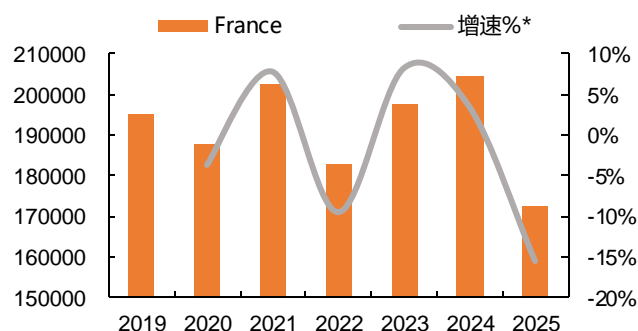


资料来源: MotorCyclesData, 平安证券研究所

2.3.3 法国：多重因素叠加拖累行业发展，26年初现曙光

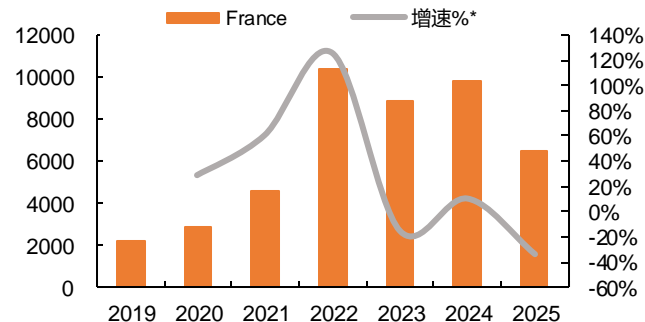
由于巴黎、里昂等核心城市出台管控政策，限制两轮车辆在市中心通行，进一步制约了法国摩托车市场发展。同时经济环境增长乏力，国内也未出台统一完善的政策以扶持电动摩托车与电动踏板车的研发普及，多重因素叠加拖累行业前行。根据欧洲摩托车制造商协会数据，法国燃油摩托车 2025 年注册数为 17.3 万辆，同比下滑 15.6%。MotorCyclesData 数据，2026 年初法国摩托车市场迎来回暖，前四个月市场销量实现正增长，累计销售 76197 辆，同比增长 9.3%，法国也重回欧盟第三大摩托车市场行列，排名仅次于意大利与西班牙。

图表29 法国燃油摩托车注册数及同比增速（辆）



资料来源：欧洲摩托车制造商协会（ACEM），平安证券研究所

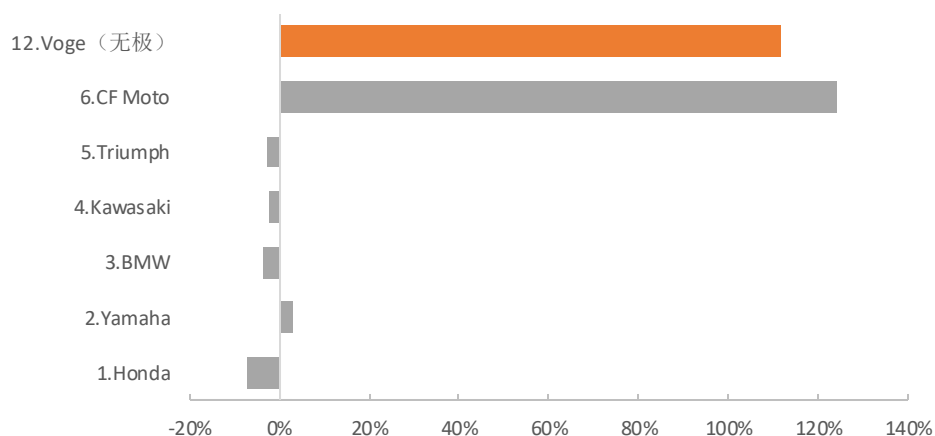
图表30 法国电动摩托车注册数及同比增速（辆）



资料来源：欧洲摩托车制造商协会（ACEM），平安证券研究所

MotorCyclesData 数据显示，2026 年 1-4 月，法国摩托车市场中 Honda 仍然保持市场领先，但增速-7.1%；排名第二的 Yamaha 上涨 3.1%；BMW 排名第三位，增速-3.7%；CF Moto(春风)增速达到 124.5%，排名第 6 位；Voge(无极)销量增长 112%，跃升至第 12 位。

图表31 2026 年 1-4 月法国摩托车品牌销量排名及同比增速

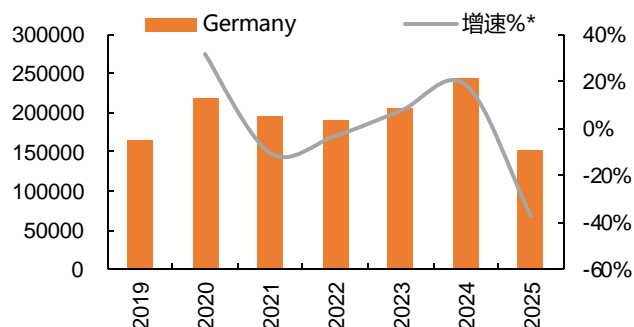


资料来源：MotorCyclesData，平安证券研究所

2.3.4 德国：26 年摩托车需求回暖，电动两轮车表现较好

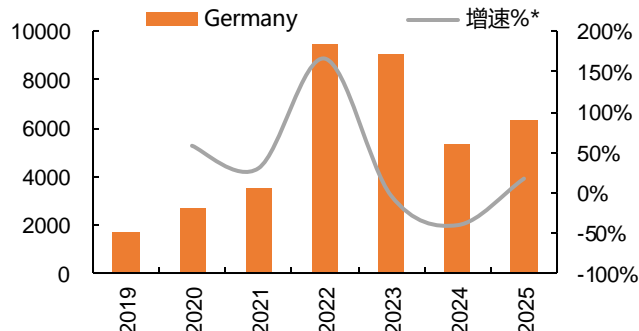
根据 ACEM 数据，2025 年德国燃油摩托车注册数为 15.3 万辆，同比-36.9%，2019-2025 年复合增速为-1.2%；电动摩托车注册数为 6307 辆，2019-2025 年复合增速为 24.2%。根据 MotorCyclesData 数据显示，2026 年低基数下市场开局回暖，一季度市场规模同比增长 15.2%。

图表32 德国燃油摩托车注册数及同比增速（辆）



资料来源：欧洲摩托车制造商协会 (ACEM)，平安证券研究所

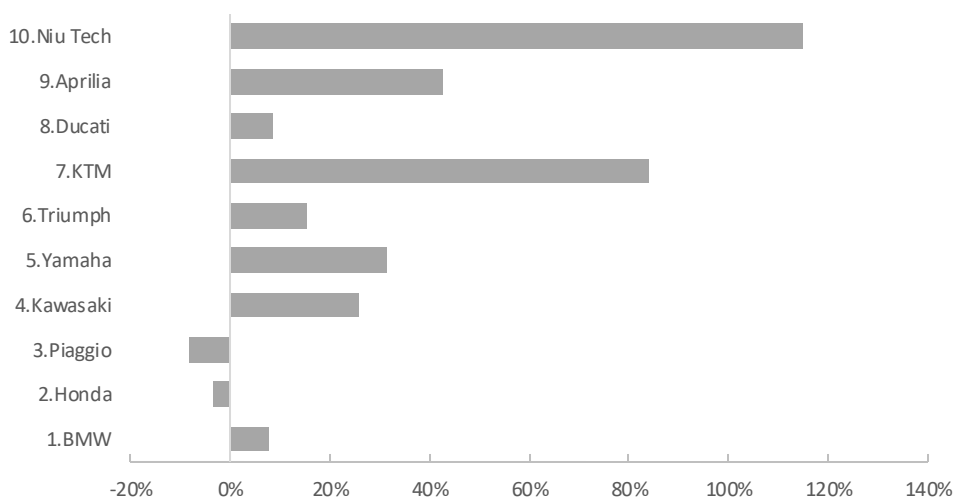
图表33 德国电动摩托车注册数及同比增速（辆）



资料来源：欧洲摩托车制造商协会 (ACEM)，平安证券研究所

MotorCyclesData 数据显示，2026 年 Q1，德国摩托车市场中，本土品牌 BMW 仍然保持市场领先，增速 7.6%；Honda 排名第二，同比下降 3.5%；Piaggio 销量下降 8.3%，排名第三位。值得注意的是，中国品牌 Niu Tech 增速 114.9%，销量挤进前十。

图表34 2026 年 1-3 月德国摩托车品牌销量排名及同比增速

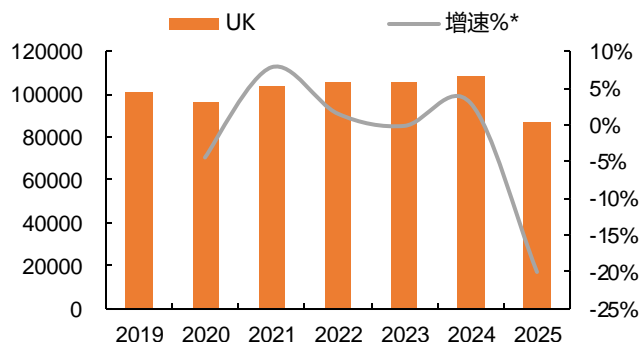


资料来源：MotorCyclesData，平安证券研究所

2.3.5 英国：26 年摩托车需求回暖，电动两轮车增速较快

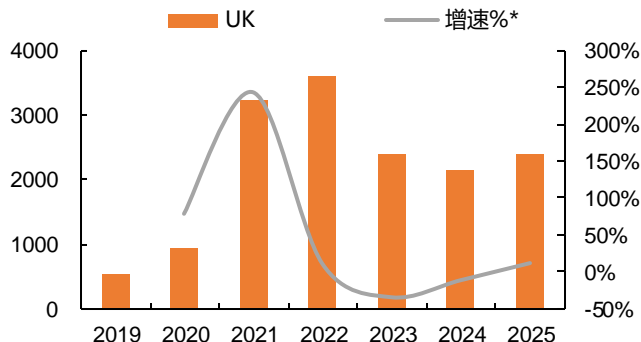
根据 ACEM 数据显示，2025 年英国燃油摩托车注册数为 8.7 万辆，同比-19.9%，2019-2025 年复合增速为-2.4%；电动摩托车注册数为 2402 辆，2019-2025 年复合增速为 28.8%。根据 MotorCyclesData 数据显示，2026 年 1-4 月，英国摩托车行业表现积极，前四个月市场规模增长 15.8%。

图表35 英国燃油摩托车注册数及同比增速（辆）



资料来源：欧洲摩托车制造商协会（ACEM），平安证券研究所

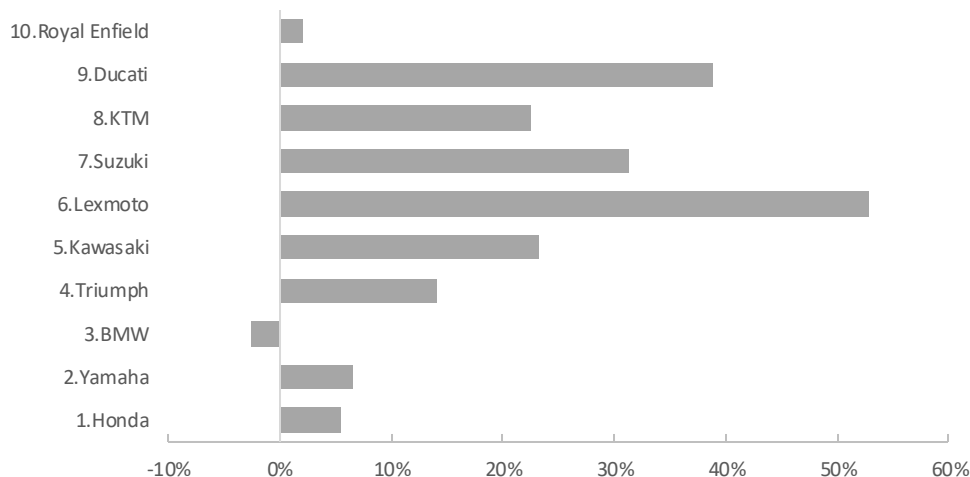
图表36 英国电动摩托车注册数及同比增速（辆）



资料来源：欧洲摩托车制造商协会（ACEM），平安证券研究所

MotorCyclesData 数据显示，2026 年 1-4 月，英国摩托车市场中 Honda 仍然保持市场领先，增速 5.5%；Yamaha 排名第二，同比增长 6.5%；BMW 销量下降 2.6%，排名第三位。

图表37 2026 年 1-4 月英国摩托车品牌销量排名及同比增速



资料来源：MotorCyclesData，平安证券研究所

三、隆鑫核心竞争力：产品品质优势凸显，无极品牌起势

3.1 产品品质：精益智造、成本效率与专业化执行力，搭建起高效的生产制造与供应链体系

隆鑫通用长期以来一直深耕发动机、摩托车等制造领域，以“精益智造、成本效率与专业化执行力”为核心竞争力，搭建起高效的生产制造与供应链体系。2005 年，公司成为宝马全球战略合作伙伴，逐渐完成 650CC、850CC 等发动机以及宝马 C400X 大排量踏板摩托车的量产；2024 年 5 月，宝马和隆鑫新发动机项目正式签约，标志着双方合作进入新阶段。根据宗申集团官网显示，截至 2025 年 12 月，隆鑫通用累计向宝马供应 650cc、850cc 发动机超 33.5 万台，350cc 踏板摩托车 9 万余辆，产品远销全球市场，赢得广泛赞誉。

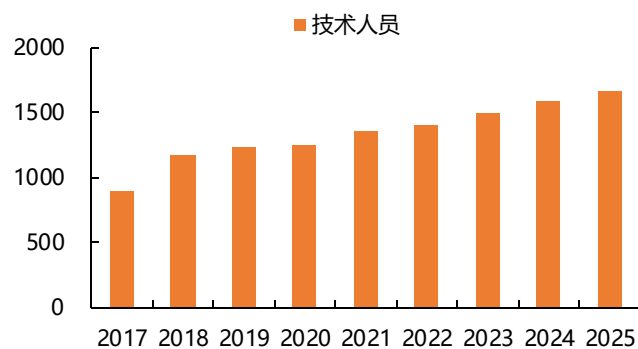
图表38 公司与宝马合作关键事件



资料来源：隆鑫通用公司官网，平安证券研究所

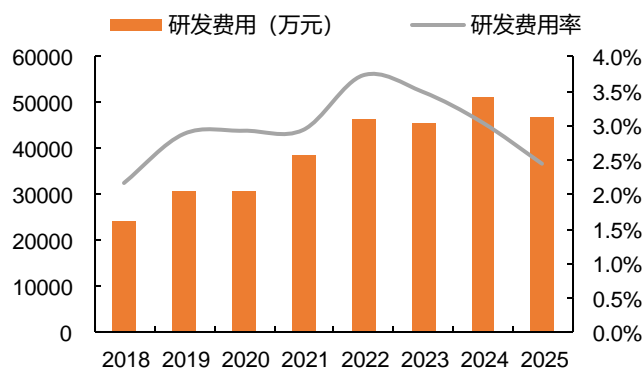
2025年，公司构建了行业领先的、由超1,600名研发人员组成的专业化团队及矩阵式研发体系，同时，公司积极将智能化工具深度融入研发、制造与营销全流程，大幅提升了研发效率与产品可靠性。公司在全球范围内的有效专利数量持续增长，其中发明专利的占比与年度新增授权量均创历史新高，自主知识产权壁垒日益巩固。

图表39 2017-2025年公司技术人员人数（人）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表40 2018-2025年公司研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 产品布局：打造无极自有品牌，构建五大核心产品体系

目前，公司已经构建了“品类齐全、排量全覆盖、场景高适配”的五大核心产品体系。

3.2.1 摩托车：自主品牌转型升级，打造立体化品牌格局

公司将自主品牌转型升级作为核心战略引擎，以消费者真实需求为锚点、以市场差异化为经纬，系统性构建VOGE无极与LONCIN隆鑫“双核并行、分层运营、全域覆盖”的品牌生态体系，打造“高端引领、细分深耕、全球拓展”的立体化品牌格局，驱动品牌价值与市场核心竞争力同步跃升。其中：

VOGE 无极：以“不止于品控”贯穿全系列产品，以欧洲市场为战略高地辐射全球市场，即依托在欧洲市场积累的深厚口碑与影响力，顺势拓展中南美洲高端机车市场，构建“欧洲+中南美洲”优势市场格局，并持续辐射非洲、东南亚等区域，致力于成长为具有全球影响力的中国摩托车领军品牌。

2025 年，公司持续夯实无极拉力、踏板、巡航三大优势品类，覆盖了从入门级到准公升级的主流排量段，DS800X RALLY、CU625 等多款战略新品成功上市即快速引爆市场，迅速成长为细分市场的价值标杆，有力推动了公司产品销量与销售均价的同步提升。

①海外市场——公司聚焦踏板与休旅（ADV）两大核心品类，持续强化全球竞争力。从 DS525X、SR16 的“市场反响超预期”、到市场对 DS900X 形成“理应大卖”的普遍期待，再到 DS800Rally、SR450X“必定爆款”的信念，VOGE 亦率先跳出单一车型竞争，持续验证在核心赛道的爆款打造能力，进一步提升 VOG E 品牌在海外高端市场的品牌认可度。

②国内市场——公司以巡航车型为战略核心，着力构建差异化竞争优势。巡航车型 CU625 上市仅半年销量即突破 1 万台，凭借首创的“V 缸发动机侧通风散热系统”，精准解决了目标消费者的核心痛点，重新定义了 V 缸巡航车型的性能标杆，以极致产品实力引领国内中大排量巡航市场的消费趋势与技术发展方向。

图表 41 无极摩托车各车型及官方指导价

系列分类	具体车型型号	官方指导价(元)	系列分类	具体车型型号	官方指导价(元)	系列分类	具体车型型号	官方指导价(元)
巡航太子系列	CU250 标准版	16480	冒险休旅系列	300DS	21800	踏板系列	SR150GT H	13980
	CU250 自动挡	19980		300GY	23600		SR150C Pro版	13980
	CU525 链条版	21980		DS500X (带三箱)	29499		SR150S	12980
	CU525 都市版	26666		DS525X 旷野版	36366		SR150SR	10980
	CU525 旅行版	27188		DS625X	35980 (标准版)		SR150GT 都市版/旅行版	13980(都市版)/14980 (旅行版)
	CU530 标准版	21980		650DS	43800 (探索版)		SR250GT PLAY版	15980
	CU625 标准版	26666		DS800X 三箱版	43980		SR250GT PRO版	17980
CU625 自动挡	27980	DS900X	54980 (标准版)	SR4MAX PLAY版	31766			
						SR4MAX PRO版	31766	
系列分类	具体车型型号	官方指导价(元)	系列分类	具体车型型号	官方指导价(元)	系列分类	具体车型型号	官方指导价(元)
公路赛车系列	250RR	20980 (竞技版) /15499 (快排版)	复古系列	Q250	17980	街道运动	300R	19000
	300RR	19980		300AC	19980		525R	30980
	RR500S 标准版	27980		300AC 攀爬版	20980			
	RR500S 嶺峰版	29980		350AC	26680			
	RR525	28980		AC525	31980			
	RR660S	37666						

资料来源：无极官网，平安证券研究所

LONCIN 隆鑫：以全层级覆盖、全场景渗透为战略核心，精准构建起“玩乐引领、场景延伸、刚需托底”的立体化产品矩阵，“既有四轮（ATV/UTV）树品牌，还有实用三轮拓场景、更有通勤两轮占刚需”，形成“两轮+三轮+四轮”全品类产品闭环，打造业内独一无二的全场景出行生态，全面满足从娱乐到实用的全方位需求。

3.2.2 全地形车：构建完整排量矩阵，近年销量快速增长

公司 ATV 产品以“全排量覆盖、全场景适配、全维度进阶”为产品战略，构建起从 200cc 到 1000cc 的完整排量矩阵，全面覆盖从基础实用、多元休闲到专业极致的各类场景，并针对细分市场推出 MUD 版、森林版、河沟版等专属车型。通过清晰的技术分层与精准的场景定义，产品已广泛应用于户外娱乐、极限穿越、农林作业与特种工程等多元领域。2025 年，XWOLF1000 与 UWOLF1000 两款旗舰车型的成功推出与市场认可，有力验证了 LONCIN 在全地形车领域的高端化战略与产品实力。2025 年，公司全地形车业务实现销售收入 6.54 亿元，同比增长 62.54%，产品结构持续优化；全地形车销量同比增长 53.09%，近三年复合增长率 71.90%。

图表42 公司全地形车产品示意图

产品系列	产品名称	图片	产品系列	产品名称	图片	
	X Wolf 200			U Wolf 700		
	X Wolf 300			U Wolf 700L		
	X Wolf 550L		U Wolf	U Wolf 1000		
X Wolf	X Wolf 700L			U Wolf 1000L		
	X Wolf 1000					
	X Wolf i泥巴					

资料来源：隆鑫全地形车官网，平安证券研究所

3.2.3 三轮车：大排量产品份额稳步提升，夯实第二增长曲线

公司三轮车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。聚焦场景驱动，细分蓬货品类，推进油电同平台升级扩列，引领行业趋势，巩固舒适重载细分市场领先地位。面向新客群，完善客运产品线布局，推出 GK、EK 系列（燃油中置/后置动力客运、电动客运车型），支撑市场扩容，夯实第二增长曲线的产品基础。

2025 年，公司三轮车业务实现销售收入 18.28 亿元，同比增长 32.47%，创历史新高；其中出口销售收入 10.55 亿元，同比增长 65.95%，海外市场成为核心增长引擎。

3.2.4 摩托车发动机（外销）：实现快速开发与成本最优化，具备垂直整合核心竞争力

公司发动机构建了行业最完备、最具纵深的动力平台，不仅实现全品类（两轮、三轮、四轮）、全排量（100cc-1000cc）的发动机全覆盖，更关键的是，以平台化、模块化的研发理念，将前沿的中大排量多缸技术高效应用于全系产品，同时以场景化专属研发深度赋能三轮、四轮等细分市场。这使公司成为业内唯一能够凭借自有动力系统，同步支撑通勤、玩乐、越野、货运及高端全地形车等全场景整车产品快速开发与成本最优化的企业，形成了从核心动力到终端整车的垂直整合核心竞争力。

2025 年，公司自主摩托车发动机实现销售收入 24.39 亿元，同比增长 26.25%；其中公司越野专用发动机销量同比增长 106%，全地形车发动机销量同比增长 44%。此外，公司通过系统化的专利布局，构建了严密的知识产权体系，铸就了技术与市场的“护城河”，为业务的长期发展提供了坚实保障。

3.2.5 通用机械：终端产品占比持续提升，核心品类表现亮眼

公司持续优化通用机械产品结构,终端产品占比稳步提升,小型家用发电机组、燃油骑乘式草坪车等核心品类市场表现亮眼。同时,多燃料发电机组等新品陆续落地,纯视觉智能割草机器人完成研发验证,产品矩阵不断完善,核心竞争力持续增强。2025年公司发布“POWERED BY LONCIN”技术品牌并应用于欧洲主力产品线,彰显动力技术领域核心专业能力;同步搭建欧洲区域专业化售后服务平台,有效提升品牌国际形象,优化终端消费者服务体验,为海外市场深度拓展夯实基础。

2025年,公司通用机械业务坚守“动力为本、电力为先、突破终端”核心策略,经营业绩再创新高,实现销售收入43.55亿元,同比增长23.20%。北美、欧洲两大核心市场营收均大幅提升,成为业务增长的重要支撑。骑乘式割草车销量突破6万台,同比增长83.06%。

3.3 市场拓展：构建“欧洲+中南美洲”优势市场格局，持续辐射非洲、东南亚等区域

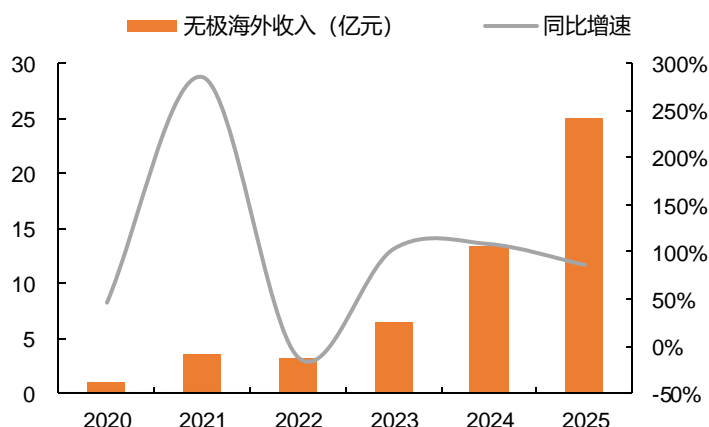
2018年,随着公司生产的宝马大排量摩托车实现稳定批量供货,标志着公司在大排量摩托车的制造和品控方面达到国际领先水平,隆鑫成功推出自主高端大排量摩托车品牌“无极”,实现“自主产品+自主品牌+自主渠道”,同时也实现从国际贸易向国际品牌营销的转变。2019年7月,公司与意大利MV奥古斯塔公司达成协议,双方在高端大排量摩托车及发动机领域建立长期战略合作关系,同年“无极”品牌亮相意大利米兰展,强化品牌的海外推广。

随着“无极”品牌在海外持续宣传与推广,同时秉承“不至于品控”的卓越理念,公司逐渐在欧洲建立起了的品牌高地市场与卓越口碑。根据公司2025年年度报告显示,2025年“无极”品牌在欧洲市场销量突破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)合计上市市占率近4.5%,领跑中国品牌。其中,在意大利、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,产品性能、操控与设计亦获得当地消费者高度认可。

截至2025年末,无极(VOGE)品牌海外销售网点已累计达1299家,实现对欧洲市场的全面覆盖,国内形象店达464家;LONCIN全地形车海外渠道稳步拓展,累计网点451家,市场渗透力持续增强。2025年,无极海外收入达到25亿元,同比增长86%,2020-2025年CAGR达到92%。

公司以欧洲市场为战略高地辐射全球市场,即依托在欧洲市场积累的深厚口碑与影响力,顺势拓展中南美洲高端机车市场,构建“欧洲+中南美洲”优势市场格局,并持续辐射非洲、东南亚等区域,致力于成长为具有全球影响力的中国摩托车领军品牌。

图表43 无极品牌海外收入及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测与估值

我们认为，公司凭借深厚的技术积淀，自有品牌“无极”将持续深耕欧洲摩托车市场，市占率有望进一步提升，借助欧洲高地市场，辐射中南美洲、非洲等新兴地区，全球化布局持续推进；三轮车、全地形车有望借助“无极”势能，保持快速增长。考虑到 2025 年公司宝马及通路车代工业务因为业务主动调整有所下滑，今年增速有望保持平稳，我们预计公司 2026-2028 年摩托车及发动机收入增速同比分别+17.0%/+16.0%/+15.0%；随着“无极”品牌占比提升，公司产品结构有望持续提升，预计摩托车及发动机收入毛利率水平分别+21.0%/+21.5%/+21.8%。

小型家用发电机组、燃油骑乘式草坪车等通用机械产品新品持续落地，2025 年公司发布“POWERED BY LONCIN”技术品牌并持续在欧洲市场推广，我们预计公司 2026-2028 年通用机械产品收入增速同比分别+20.0%/+20.0%/+20.0%；终端产品占比稳步提升带动毛利率水平稳步提升，预计通用机械产品毛利率水平分别+16.0%/+16.5%/+16.8%。

在摩托车业务和通用机械等主力业务增长的带动下，预计公司总收入 2026-2028 年增速同比分别+17.3%/+16.6%/+16.0%，毛利率水平分别+19.7%/+20.2%/+20.5%。公司销售费用率相对平稳，预计维持在 1.6%左右；公司于 2025 年 12 月发布第三期员工持股计划（草案），我们预计公司 26-28 年管理费用率有所提升，分别为 3.9%、4.3%和 4.3%；公司研发费用率保持在 2.4%左右。

图表44 隆鑫通用盈利预测拆分

	3	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）						
总体	13,066	16,822	19,135	22,448	26,181	30,358
摩托车及发动机	9,467	12,688	14,127	16,528	19,173	22,049
通用机械产品	2,733	3,535	4,355	5,226	6,271	7,525
其他	705	470	497	522	548	576
其他业务	161	129	156	172	189	208
营收增速						
总体		28.74%	13.75%	17.31%	16.63%	15.95%
摩托车及发动机		34.01%	11.34%	17.00%	16.00%	15.00%
通用机械产品		29.32%	23.20%	20.00%	20.00%	20.00%
其他		-33.26%	5.70%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务		-19.50%	20.92%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率						
总体	18.54%	17.59%	19.03%	19.73%	20.20%	20.48%
摩托车及发动机	17.85%	17.94%	19.97%	21.00%	21.50%	21.80%
通用机械产品	20.85%	17.30%	16.28%	16.00%	16.50%	16.80%
其他	11.85%	-2.15%	3.46%	3.50%	3.50%	3.50%
其他业务	49.00%	62.05%	60.06%	60.00%	60.00%	60.00%
销售费用率	1.65%	1.63%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
管理费用率	4.45%	3.53%	3.73%	3.90%	4.30%	4.30%
研发费用率	3.50%	3.05%	2.45%	2.40%	2.40%	2.40%

资料来源：Wind，平安证券研究所

选取可比公司逻辑：春风动力、涛涛车业、钱江摩托主营业务均为摩托车/全地形车及相关业务。可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PE 均值（2026 年 5 月 29 日）为 16X，隆鑫通用 2026 年对应估值为 13X，首次覆盖，给予隆鑫通用“推荐”评级。

图表45 隆鑫通用可比公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE(倍)			评级
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
603129.SH	春风动力	224.0	14.76	18.70	23.41	15.2	12.0	9.6	-
301345.SZ	涛涛车业	206.3	11.22	15.07	19.59	18.4	13.7	10.5	-
000913.SZ	钱江摩托	11.4	0.74	0.93	0.81	15.3	12.3	14.1	-
	平均估值					16.3	12.7	11.4	
603766.SH	隆鑫通用	13.1	1.01	1.19	1.39	12.9	11.0	9.4	推荐

注：数据截至 2026 年 5 月 29 日；隆鑫通用采用平安证券预测，其余为 Wind 一致预期；资料来源：Wind，平安证券研究所

五、风险提示

- 1) 宏观经济变化风险：**海外市场受国际地缘政治风险增加、美联储加息和海外运输等影响的程度不同，可能影响海外市场需求，并对公司产品交付节奏带来一定的不确定性。
- 2) 贸易摩擦加剧风险：**公司出口市场以欧洲、中南美洲、非洲等为主，对美国市场出口占比约 8.30%（以通机产品为主）。全球贸易环境不确定性增加，部分国家贸易壁垒上升，可能导致客户采购成本提高、订单量波动。
- 3) 汇率变动风险：**公司产品出口收入占公司整体收入达到 67.46%，人民币汇率以及出口国家/地区的当地货币汇率受国际地缘政治风险、美联储加息等不利因素影响，波动幅度较大，不仅可能对公司产品的出口需求带来不利影响，同时可能造成公司汇兑损失，增加财务成本。
- 4) 原材料波动风险：**公司核心部件产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、铝材和塑料等，在产品成本构成中占比较高，国际环境变化对大宗原材料价格影响波动较大，原材料价格的波动会对经营业绩和毛利率产生一定影响。
- 5) 控股股东及相关方解决同业竞争进度不及预期的风险：**经查询公开信息显示，宗申新智造的股东及其关联方存在经营摩托车及通用机械等业务，与公司主要业务存在同业竞争的情况。公司控股股东宗申新智造及其控股股东宗申投资、实际控制人左宗申先生作出承诺，将根据相关法律法规要求，在相应期限内解决公司与其存在的同业竞争问题。由于相关业务较多、规模较大，需要履行的程序较多，即存在在工作时间进度不及预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13810	15585	17912	20537
现金	9332	9103	10360	11786
应收票据及应收账款	2088	2615	3050	3536
其他应收款	248	363	424	491
预付账款	83	101	117	136
存货	947	1198	1389	1605
其他流动资产	1113	2205	2572	2982
非流动资产	3530	3195	2828	2437
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2118	1973	1793	1578
无形资产	550	458	367	275
其他非流动资产	861	764	668	584
资产总计	17340	18780	20740	22973
流动负债	7429	8342	9683	11192
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3606	4406	5108	5902
其他流动负债	3823	3937	4575	5290
非流动负债	266	259	252	244
长期借款	27	19	12	5
其他非流动负债	240	240	240	240
负债合计	7695	8601	9934	11437
少数股东权益	61	-129	-351	-611
股本	2054	2054	2054	2054
资本公积	48	48	49	51
留存收益	7482	8206	9054	10043
归属母公司股东权益	9584	10308	11156	12147
负债和股东权益	17340	18780	20740	22973

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2861	1307	3024	3445
净利润	1632	1892	2215	2585
折旧摊销	511	534	570	595
财务费用	-131	-31	-33	-38
投资损失	22	-13	-13	-13
营运资金变动	671	-1090	271	310
其他经营现金流	155	14	14	6
投资活动现金流	-312	-201	-202	-195
资本支出	346	200	202	204
长期投资	32	0	0	0
其他投资现金流	-690	-401	-404	-399
筹资活动现金流	-1228	-1335	-1564	-1824
短期借款	-301	0	0	0
长期借款	1	-8	-7	-7
其他筹资现金流	-928	-1327	-1557	-1817
现金净增加额	1328	-229	1258	1426

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	19135	22448	26181	30358
营业成本	15494	18020	20892	24142
税金及附加	409	449	523	607
营业费用	306	359	419	486
管理费用	714	875	1126	1305
研发费用	469	539	628	729
财务费用	-131	-31	-33	-38
资产减值损失	22	-45	-52	-61
信用减值损失	-12	0	0	0
其他收益	96	106	106	50
公允价值变动收益	-10	-10	-10	-10
投资净收益	-22	13	13	13
资产处置收益	4	2	2	2
营业利润	1952	2304	2685	3122
营业外收入	7	4	4	4
营业外支出	31	74	74	74
利润总额	1928	2234	2615	3052
所得税	295	342	400	467
净利润	1632	1892	2215	2585
少数股东损益	-15	-190	-222	-260
归属母公司净利润	1648	2082	2438	2845
EBITDA	2308	2737	3152	3609
EPS (元)	0.80	1.01	1.19	1.39

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入(%)	13.7	17.3	16.6	16.0
营业利润(%)	51.4	18.0	16.6	16.3
归属于母公司净利润(%)	47.0	26.4	17.1	16.7
获利能力				
毛利率(%)	19.0	19.7	20.2	20.5
净利率(%)	8.6	9.3	9.3	9.4
ROE(%)	17.2	20.2	21.9	23.4
ROIC(%)	34.3	86.4	67.9	85.6
偿债能力				
资产负债率(%)	44.4	45.8	47.9	49.8
净负债比率(%)	-96.5	-89.2	-95.8	-102.1
流动比率	1.9	1.9	1.8	1.8
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	9.2	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	5.60	5.09	5.09	5.09
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.01	1.19	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	0.64	1.47	1.68
每股净资产(最新摊薄)	4.67	5.02	5.43	5.92
估值比率				
P/E	16.3	12.9	11.0	9.4
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	11	7	6	5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层