

春风动力 (603129.SH)

买入 (维持评级)

2024&2025Q1 业绩点评: Q1 延续亮眼表现, 看好中长期出海竞争力

事件: 公司发布 2024 年报及 2025 年一季报, 2024 年实现收入 150.38 亿元, 同比+24.18%, 归母净利润 14.72 亿元, 同比+46.08%, 扣非净利润 14.42 亿元, 同比+48.54%。25Q1 实现收入 42.50 亿元, 同比+38.86%, 归母净利润 4.15 亿元, 同比+49.60%, 扣非净利润 4.11 亿元, 同比+50.84%。

➤ 四轮车: U10 Pro 新品驱动四轮车高弹性增长, 欧洲市场收购“GOES”品牌贡献增量

2024 年公司全地形车销售 16.91 万辆, 同比+15%, 销售收入 72.10 亿元, 同比+11%, 美国市场通过 U10 Pro 新品实现产品结构优化, 欧洲市场收购“GOES”品牌, 双品牌布局, 进一步巩固龙头地位。根据摩托车协会, 2025 年 1-2 月公司四轮车销量 2.5 万台, 同比+29%, 预计非美区域延续较好表现, 美国提前出货亦有贡献。

➤ 燃油两轮: 内外销双轮驱动, 海外发布“CF Lite”品牌, 从玩乐领域向大众出行延伸, 两轮出海空间持续打开

2024 年销售两轮车 28.65 万辆, 同比+45%, 销售收入 60.37 亿元, 同比+37%, 其中两轮内销 14.32 万台, 同比+44%, 销售收入 30.94 亿元, 同比增长 44%, >200CC 跨骑摩托车销量登顶行业第一。

2024 年两轮外销 14.33 万台, 同比+47%, 销售收入 29.43 亿元, 同比+30%, 墨西哥举行“CF Lite”品牌及新品发布会, 品牌渗透从玩乐领域向大众出行领域突破延伸, 有助于拓展拉美等新兴市场, 两轮出海成长空间进一步打开。

25Q1 两轮产品结构优化。根据摩托车协会, 2025 年 1-2 月公司燃油摩托车销量 2.5 万台, 同比+5%, 摩托车出口 1.6 万台, 同比+3%, 出口增速放缓预计主要系去年出口为高基数, 但出口产品结构预计显著优化, >250cc 车型出口约 1 万台, 同比+42%, 预计大排量占比提升带动 ASP、毛利率改善, 收入端增速优于销量端。

➤ 电动两轮: 极核品牌强势放量, 产品+渠道持续布局

2024 年实现销量 10.60 万辆, 销售收入 3.97 亿元, 同比+414.15%, 电摩、电自产品矩阵持续完善, 极核电动聚焦国内核心城市, 渠道数量同比增长 1489%, 预计 25Q1 延续放量趋势。随着产能扩充, 新品、渠道持续发力, 极核电动两轮车有望持续放量。

➤ 投资扩建新产能, 保障两轮车供应

公司拟在浙江省桐乡市崇福镇投资建设“年产 300 万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套生产基地项目”。该项目将由公司的全资子公司浙江极核智能装备有限公司作为实施主体, 项目总投资额预计为人民币 35 亿元, 资金来源为公司自有资金或自筹资金。

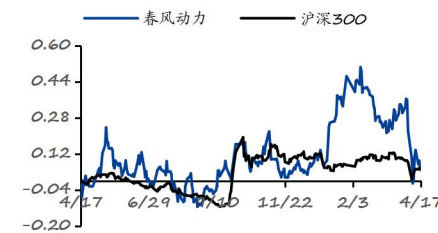
➤ 公司盈利能力持续改善

2024 年、25Q1 公司毛利率分别为 30.1%、29.7%, 同比-3.4pct、-2.8pct, 毛利率下滑预计系会计准则调整、业务结构变动、国内两轮竞争加剧等因素。2024 年、25Q1 毛销差为 23%、24%, 同比+0.6、+2.3pct, 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.3%/4.8%/5.8%/-1.1%, 同比-5.1/-0.5/-0.3/+1.0pct, 销售费用率下降预计系会计准则调整、促销费用减少, 2024 年、25Q1 销售净利率为 9.93%、9.94%, 同比+1.2pct、0.4pct,

基本数据

日期	2025-04-16
收盘价:	147.85 元
总股本/流通股本(百万股)	152.58/152.58
流通 A 股市值(百万元)	22,558.61
每股净资产(元)	44.17
资产负债率(%)	54.90
一年内最高/最低价(元)	216.93/123.82

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	谢丽媛(S0210524040004)
xly30495@hfzq.com.cn	
分析师:	宋雨桐(S0210524050008)
syt30544@hfzq.com.cn	

相关报告

- 1、2024 年业绩预告点评: 24Q4 业绩超预期, 四轮车开启新品周期——2025.01.24
- 2、24Q3 点评: Q3 业绩再超预期, 期待新品催化——2024.10.20
- 3、24H1 点评: Q2 业绩超预期, 盈利能力持续改善——2024.08.16



盈利能力持续改善。

➤ 盈利预测与投资建议

鉴于美国加征关税或导致成本提升，我们调整盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为17.15、21.43、25.58亿（2025-2026年前值为18.3、22.0亿元），同比+16%、+25%、+19%，对应PE分别为13x、11x、9x，公司四轮车海外产能布局完善，可灵活应对关税变化，两轮车出口+极核电动快速增长，中长期成长空间可观，持续看好公司品牌出海能力，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

宏观经济波动、贸易政策不利变化、汇率变化、市场竞争加剧

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,110	15,038	19,092	23,714	28,330
增长率	6%	24%	27%	24%	19%
净利润（百万元）	1,008	1,472	1,715	2,143	2,558
增长率	44%	46%	16%	25%	19%
EPS（元/股）	6.60	9.65	11.24	14.04	16.77
市盈率（P/E）	22.4	15.3	13.2	10.5	8.8
市净率（P/B）	4.5	3.6	3.0	2.5	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,149	9,087	10,296	14,594
应收票据及账款	1,449	1,761	1,999	2,295
预付账款	148	206	256	305
存货	2,530	2,993	5,291	4,827
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	657	366	452	538
流动资产合计	11,933	14,412	18,294	22,560
长期股权投资	231	231	231	231
固定资产	1,805	1,861	1,905	1,940
在建工程	144	115	92	74
无形资产	194	211	237	257
商誉	9	9	9	9
其他非流动资产	585	592	599	605
非流动资产合计	2,967	3,018	3,072	3,115
资产合计	14,900	17,430	21,366	25,675
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	7,183	8,159	10,268	12,334
预收款项	0	0	0	0
合同负债	292	344	427	510
其他应付款	121	121	121	121
其他流动负债	691	827	979	1,125
流动负债合计	8,288	9,451	11,795	14,090
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	263	263	263	263
非流动负债合计	263	263	263	263
负债合计	8,551	9,714	12,058	14,353
归属母公司所有者权益	6,194	7,536	9,095	11,071
少数股东权益	155	180	213	251
所有者权益合计	6,349	7,716	9,308	11,322
负债和股东权益	14,900	17,430	21,366	25,675

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,973	2,571	1,865	4,961
现金收益	1,369	1,736	2,187	2,630
存货影响	-868	-462	-2,298	464
经营性应收影响	-335	-329	-239	-291
经营性应付影响	3,057	975	2,109	2,066
其他影响	-251	651	105	91
投资活动现金流	-403	-253	-266	-261
资本支出	-515	-242	-253	-252
股权投资	7	0	0	0
其他长期资产变化	106	-10	-13	-9
融资活动现金流	-237	-380	-389	-402
借款增加	5	0	0	0
股利及利息支付	-317	-592	-592	-592
股东融资	113	0	0	0
其他影响	-39	212	203	190

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,038	19,092	23,714	28,330
营业成本	10,517	13,711	17,088	20,360
税金及附加	287	363	404	514
销售费用	1,057	1,146	1,375	1,643
管理费用	713	878	1,067	1,247
研发费用	1,026	1,241	1,518	1,813
财务费用	-310	-203	-194	-181
信用减值损失	-85	-21	-27	-34
资产减值损失	-74	-41	-50	-54
公允价值变动收益	0	-1	-3	-1
投资收益	-2	-2	-2	-2
其他收益	45	45	45	45
营业利润	1,632	1,936	2,419	2,888
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	10	10	10	10
利润总额	1,629	1,934	2,416	2,885
所得税	135	193	242	289
净利润	1,494	1,740	2,175	2,597
少数股东损益	22	26	32	38
归属母公司净利润	1,472	1,715	2,143	2,558
EPS (按最新股本摊薄)	9.65	11.24	14.04	16.77

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	24.2%	27.0%	24.2%	19.5%
EBIT 增长率	31.8%	31.2%	28.4%	21.7%
归母公司净利润增长率	46.1%	16.5%	25.0%	19.4%
获利能力				
毛利率	30.1%	28.2%	27.9%	28.1%
净利率	9.9%	9.1%	9.2%	9.2%
ROE	23.2%	22.2%	23.0%	22.6%
ROIC	22.7%	24.1%	25.3%	25.1%
偿债能力				
资产负债率	57.4%	55.7%	56.4%	55.9%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	30	30	29	27
存货周转天数	72	73	87	89
每股指标 (元)				
每股收益	9.65	11.24	14.04	16.77
每股经营现金流	19.48	16.85	12.22	32.51
每股净资产	40.60	49.39	59.61	72.56
估值比率				
P/E	15	13	11	9
P/B	4	3	2	2
EV/EBITDA	194	151	120	100

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn