

2025H1 业绩超预期 两轮+四轮量利共振

2025 年 08 月 12 日

➤ **事件:** 公司披露 2025 年半年度报告, 2025H1 营收 98.6 亿元, 同比+30.9%; 归母净利润 10.0 亿元, 同比+41.4%; 单季度看, 公司 2025Q2 营收 56.0 亿元, 同比+25.5%, 环比+31.9%; 归母净利润 5.9 亿元, 同比+36.0%, 环比+41.3%。

➤ **业绩高速增长 两轮+四轮量利共振。** 1) **营收端:** 2025H1 公司燃油摩托车销量为 15.0 万辆, 营收为 33.5 亿元, 同比+3.0%, ASP 为 2.2 万元, 高端化成效愈发显著; 2025Q2 燃油摩托车销量为 8.8 万台, 同比-1.3%, 环比+42.4%; 极核电动销量 25.0 万台, 营收 8.7 亿元; 四轮车销售 10.2 万台, 实现销售收入 47.3 亿元, 同比+34.0%, ASP 为 4.6 万元, 同比+7.2%; 2025Q2 四轮车销量 5.8 万辆, 同比+19.4%, 环比+31.4%。公司营收同环比均实现高增, 系极核放量+四轮新品周期所致。2) **利润端:** 2025H1 公司归母净利润 10.0 亿元, 同比+41.4%, 2025Q2 归母净利润 5.9 亿元, 同比+36.0%, 环比+41.3%, 净利率为 11.0%, 我们认为是两轮车及全地形车产品结构调优+费用结构优化所致。3) **费用端:** 2025Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率为 5.3%/4.0%/5.4%/-1.2%, 同比-3.9%/-0.6%/-0.7%/+0.6pct, 环比-0.0%/-0.8%/-0.5%/-0.1pct, 费用结构持续优化。

➤ **两轮车: 2025H1 中大排销量稳居行业第一 极核发展持续提速。** 中大排摩托车: 据中国摩托车商会数据, 公司 2025H1 中大排 (250cc 以上) 车型销量 10.8 万台, 同比+44.6%, 市场份额提升至 21.6%, 较 2024 年全年+1.8pcts, 全新高端 675cc 三缸车型销量 3.4 万辆, 同比+593.8%, 销量占比提升至 24.2%, 产品结构持续优化升级; **出口端:** 公司两轮摩托车出口表现稳健, 2025H1 销量 7.1 万台, 营收 16.5 亿元, 同比小幅下滑, 主要系与 KTM 终止欧洲五国的渠道分销协议, 2025H2 起随着全新渠道的导入, 出海业务有望重回高增长; **极核品牌:** 2025H1 极核电动车销量 25.0 万台, 营收 8.7 亿元, 同比大幅增长, 极核渠道加速扩张, 国内实现核心城市全覆盖, 国际已拓展至 30 余个国家和地区。

➤ **四轮车: 深入挖掘美国市场 看好四轮高端化布局。** 2025H1 公司销售全地形车 10.2 万台, 实现销售收入 47.3 亿元, 同比+34.0%。公司保持稳健发展态势, 欧洲市场继续蝉联市占率第一, 美国市场持续开拓, 核心新品 U10PRO 凭借性能与品质升级迅速出圈, 零售端表现抢眼, 带动公司四轮车 ASP 提升至 4.6 万元, 同比+7.2%, 创历史新高。公司中长期则有望依屏产品线扩充 (U/Z 系列高端化)、性价比优势持续提升市场份额。

➤ **投资建议:** 长期看好公司两轮车出口和四轮高端化布局, 上调盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年营收 199.1/245.1/295.0 亿元, 归母净利润 18.3/23.9/29.3 亿元, EPS 为 11.96/15.63/19.23 元。对应 2025 年 8 月 11 日 252.73 元/股收盘价, PE 分别 21/16/13 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 摩托车市场竞争加剧; 海外四轮需求不及预期; 汇率波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15,038	19,914	24,514	29,502
增长率 (%)	24.2	32.4	23.1	20.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,472	1,825	2,385	2,933
增长率 (%)	46.1	24.0	30.7	23.0
每股收益 (元)	9.65	11.96	15.63	19.23
PE	26	21	16	13
PB	6.2	5.2	4.3	3.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 08 月 11 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

252.73 元



分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

分析师 姜煦洲

执业证书: S0100524120005

邮箱: jiangxuzhou@mszq.com

相关研究

1. 春风动力 (603129.SH) 系列点评九: 极核电动发展提速 募资扩产助力成长-2025/04/29
2. 春风动力 (603129.SH) 系列点评八: 2025Q1 业绩超预期 两轮+四轮共振向上-2025/04/16
3. 春风动力 (603129.SH) 系列点评七: 2024 年业绩超预期 两轮出海+四轮高端化共振-2025/01/24
4. 春风动力 (603129.SH) 系列点评六: 2024Q3 业绩超预期 两轮出海+四轮新品齐驱-2024/10/17
5. 春风动力 (603129.SH) 深度报告: 剑指全球 Powersport 龙头 两轮四轮双擎驱动-2024/09/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,038	19,914	24,514	29,502
营业成本	10,517	13,919	16,965	20,336
营业税金及附加	287	398	515	620
销售费用	1,057	1,394	1,716	2,065
管理费用	713	936	1,152	1,387
研发费用	1,026	1,314	1,618	1,947
EBIT	1,323	2,016	2,626	3,212
财务费用	-310	-79	-96	-123
资产减值损失	-74	-34	-40	-48
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	1,632	2,061	2,682	3,288
营业外收支	-3	-7	-6	-6
利润总额	1,629	2,054	2,676	3,282
所得税	135	205	268	328
净利润	1,494	1,849	2,409	2,954
归属于母公司净利润	1,472	1,825	2,385	2,933
EBITDA	1,538	2,248	2,896	3,508

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,149	8,638	10,887	13,967
应收账款及票据	1,449	1,423	1,684	1,865
预付款项	148	195	238	285
存货	2,530	3,322	4,003	4,744
其他流动资产	657	446	519	575
流动资产合计	11,933	14,024	17,331	21,436
长期股权投资	231	231	231	231
固定资产	1,805	1,920	2,009	2,088
无形资产	194	198	200	203
非流动资产合计	2,967	3,308	3,398	3,490
资产合计	14,900	17,332	20,729	24,926
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	7,183	8,466	9,993	11,979
其他流动负债	1,105	1,008	1,195	1,401
流动负债合计	8,288	9,474	11,188	13,379
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	263	265	268	271
非流动负债合计	263	265	268	271
负债合计	8,551	9,739	11,456	13,650
股本	151	153	153	153
少数股东权益	155	179	203	223
股东权益合计	6,349	7,593	9,274	11,276
负债和股东权益合计	14,900	17,332	20,729	24,926

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.18	32.42	23.10	20.35
EBIT 增长率	31.07	52.35	30.29	22.32
净利润增长率	46.08	23.99	30.67	23.02
盈利能力 (%)				
毛利率	30.06	30.10	30.79	31.07
净利率	9.79	9.16	9.73	9.94
总资产收益率 ROA	9.88	10.53	11.50	11.77
净资产收益率 ROE	23.76	24.61	26.29	26.54
偿债能力				
流动比率	1.44	1.48	1.55	1.60
速动比率	1.07	1.08	1.15	1.21
现金比率	0.86	0.91	0.97	1.04
资产负债率 (%)	57.39	56.19	55.26	54.76
经营效率				
应收账款周转天数	35.16	26.00	25.00	23.00
存货周转天数	87.81	88.00	87.00	86.00
总资产周转率	1.19	1.24	1.29	1.29
每股指标 (元)				
每股收益	9.65	11.96	15.63	19.23
每股净资产	40.60	48.60	59.45	72.44
每股经营现金流	19.48	17.76	21.94	29.04
每股股利	3.85	4.77	6.24	7.67
估值分析				
PE	26	21	16	13
PB	6.2	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	20.16	13.79	10.70	8.83
股息收益率 (%)	1.52	1.89	2.47	3.04

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,494	1,849	2,409	2,954
折旧和摊销	215	232	270	296
营运资金变动	1,271	570	621	1,125
经营活动现金流	2,973	2,709	3,348	4,430
资本开支	-487	-456	-335	-362
投资	80	0	0	0
投资活动现金流	-403	-561	-335	-362
股权募资	113	1	0	0
债务募资	0	-16	0	0
筹资活动现金流	-237	-659	-764	-988
现金净流量	2,455	1,489	2,249	3,080

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048