

公司研究

全地形车表现强劲，极核品牌增速亮眼

——春风动力（603129.SH）2025 年半年报业绩点评

增持（维持）

当前价：270.01 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021- 52523793

hongjiran@ebscn.com

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021- 52523876

niyj@ebscn.com

分析师：周方正

执业证书编号：S0930525060003

021- 52523855

zhoufangzheng@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.53
总市值(亿元):	411.98
一年最低/最高(元):	121.17/274.22
近 3 月换手率:	77.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.98	49.65	66.36
绝对	15.93	56.84	91.62

资料来源：Wind

要点

事件：

2025H1 公司营业总收入 99 亿元（同比+31%）；归母净利润/扣非归母净利润 10/10 亿元（同比+41%/+38%）。其中，25Q2 实现营收 56 亿元（同比+25%）；归母净利润/扣非归母净利润 6/5 亿元（同比+36%/+30%）。

点评：

全地形车拉动大盘，电动两轮车增速亮眼。25H1 分品类看，1) **全地形车**：收入 47 亿元（同比+34%），其中 25H1 销量 10.18 万辆（同比+25%）、均价 46473 元（均价+7%），公司推出 U10PRO 新品出圈效应显著，欧洲地区通过“CFMOTO+GOES”双品牌构建差异化竞争优势；2) **摩托车**：收入 33 亿元（同比+3%），其中内销/外销分别为 17/16 亿元，销量分别为 7.91/7.13 万辆（同比+16%/-17%），均价 21454/23128 元（同比+1%/+10%），国内持续推进渠道扁平化建设、海外顺利完成欧洲五国代理权切换并进一步强化“CF lite”品牌推广；3) **电动两轮车**：收入 9 亿元（同比+652%），其中销量 25.05 万辆（同比+1128%）、均价 3481 元（同比-39%），极核品牌产品矩阵持续丰富并针对细分市场推出新品（包括聚焦女性消费市场的 MO1 系列、聚焦高性能市场的 AE7 系列、聚焦功能型需求的 EZ4 系列）。

促销费用减少，净利率持续提升。25H1 公司毛利率为 28.4%（同比-1.9pct），25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.3%/4.4%/5.6%/-1.1%（同比-3.1/-0.6/-0.5/+0.8pct），关税影响下毛利率短期承压、促销消费减少下销售费用率下行。25H1 公司归母净利率 10.2%（同比+0.8pct），公司净利率水平稳中有升。

盈利预测、估值与评级：长期来看，春风动力业务上聚焦全地形车、摩托车、电动两轮车，战略上围绕“全球化、电动化、智能化”，研发投入及商业化转化效率高，国际化和多元化战略保障成长空间。我们基本维持公司 2025-26 年归母净利润预测为 18/24 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 29 亿元，现价对应 PE 为 22、17、14 倍，维持“增持”评级。

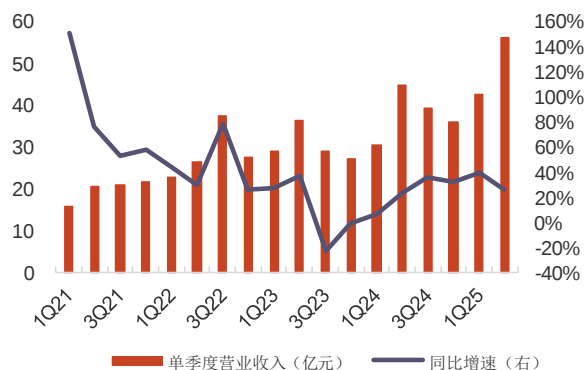
风险提示：行业竞争加剧，新品销量不及预期，目标市场关税政策变化。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,110	15,038	19,738	24,269	29,312
营业收入增长率	6.44%	24.18%	31.25%	22.96%	20.78%
归母净利润（百万元）	1,008	1,472	1,840	2,387	2,875
归母净利润增长率	43.65%	46.08%	25.01%	29.74%	20.44%
EPS（元）	6.70	9.72	12.06	15.64	18.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.00%	23.76%	24.02%	25.15%	24.70%
P/E	40	28	22	17	14
P/B	8.1	6.6	5.4	4.3	3.5

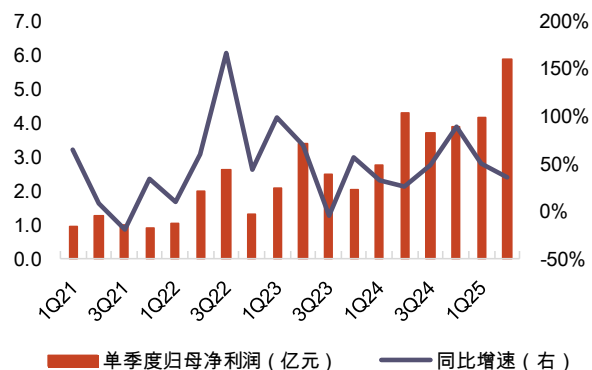
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-12；公司 2023 年末、2024 年末、最新总股本分别为 150.45、151.43、152.58 百万股

图 1：公司单季度营业收入及同比



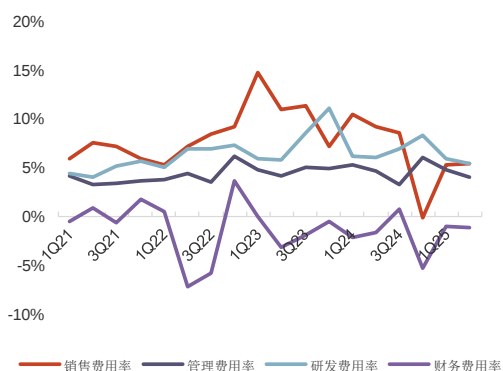
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比



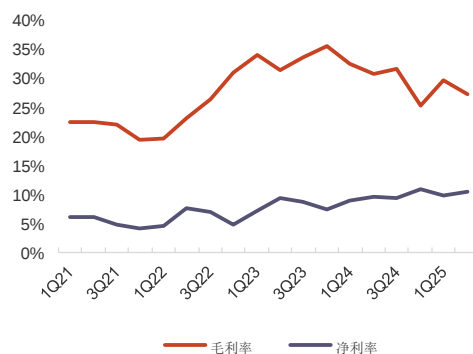
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司单季度费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,110	15,038	19,738	24,269	29,312
营业成本	8,053	10,517	14,187	17,180	20,776
折旧和摊销	122	173	246	266	284
税金及附加	212	287	395	485	586
销售费用	1,341	1,057	1,279	1,573	1,899
管理费用	567	713	1,026	1,262	1,524
研发费用	924	1,026	1,204	1,493	1,803
财务费用	-191	-310	-210	-256	-324
投资收益	1	-2	0	0	0
营业利润	1,202	1,632	2,024	2,619	3,149
利润总额	1,191	1,629	2,024	2,619	3,149
所得税	135	135	162	209	252
净利润	1,057	1,494	1,862	2,409	2,897
少数股东损益	49	22	22	22	22
归属母公司净利润	1,008	1,472	1,840	2,387	2,875
EPS(元)	6.70	9.72	12.06	15.64	18.84

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,385	2,973	2,302	2,899	3,764
净利润	1,008	1,472	1,840	2,387	2,875
折旧摊销	122	173	246	266	284
净营运资金增加	137	-1,483	30	-31	-406
其他	118	2,811	186	277	1,010
投资活动产生现金流	-862	-403	-512	-250	-250
净资本支出	-486	-487	-350	-250	-250
长期投资变化	237	231	0	0	0
其他资产变化	-613	-146	-162	0	0
融资活动现金流	-160	-237	-189	-302	-399
股本变化	1	1	1	0	0
债务净变化	11	5	-26	0	0
无息负债变化	-128	3,404	1,652	1,617	2,262
净现金流	412	2,455	1,601	2,347	3,115

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.5%	30.1%	28.1%	29.2%	29.1%
EBITDA 率	10.3%	11.6%	10.0%	10.8%	10.6%
EBIT 率	9.2%	10.3%	8.7%	9.7%	9.6%
税前净利润率	9.8%	10.8%	10.3%	10.8%	10.7%
归母净利润率	8.3%	9.8%	9.3%	9.8%	9.8%
ROA	10.2%	10.0%	10.3%	11.2%	11.2%
ROE (摊薄)	20.0%	23.8%	24.0%	25.2%	24.7%
经营性 ROIC	76.0%	370.6%	231.5%	339.2%	1271.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	50%	57%	56%	55%	54%
流动比率	1.59	1.44	1.48	1.57	1.64
速动比率	1.25	1.13	1.13	1.22	1.28
归母权益/有息债务	243.54	237.47	-	-	-
有形资产/有息债务	485.01	556.31	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	10,314	14,900	18,015	21,483	25,919
货币资金	4,506	7,149	8,750	11,097	14,212
交易性金融资产	98	9	9	9	10
应收账款	1,086	1,449	1,723	2,142	2,602
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	99	107	144	192	232
存货	1,663	2,530	3,549	4,157	4,973
其他流动资产	155	541	541	541	541
流动资产合计	7,709	11,933	14,907	18,387	22,854
其他权益工具	261	105	105	105	105
长期股权投资	237	231	231	231	231
固定资产	1,334	1,805	1,791	1,730	1,645
在建工程	310	144	194	184	178
无形资产	167	194	239	284	328
商誉	0	9	9	9	9
其他非流动资产	57	120	120	120	120
非流动资产合计	2,605	2,967	3,107	3,095	3,065
总负债	5,142	8,551	10,177	11,794	14,057
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,245	3,326	4,381	5,072	6,006
应付票据	1,928	3,858	4,326	5,103	6,226
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	10	122	357	357	357
流动负债合计	4,836	8,288	10,076	11,693	13,955
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	195	98	98	98	98
非流动负债合计	306	263	102	102	102
股东权益	5,172	6,349	7,838	9,688	11,863
股本	150	151	153	153	153
公积金	2,630	2,782	2,780	2,780	2,780
未分配利润	2,314	3,471	4,728	6,556	8,709
归属母公司权益	5,039	6,194	7,661	9,489	11,642
少数股东权益	133	155	177	199	221

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	11.07%	7.03%	6.48%	6.48%	6.48%
管理费用率	4.68%	4.74%	5.20%	5.20%	5.20%
财务费用率	-1.58%	-2.06%	-1.06%	-1.06%	-1.10%
研发费用率	7.63%	6.82%	6.10%	6.15%	6.15%
所得税率	11%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	2.08	3.85	3.66	4.74	5.70
每股经营现金流	9.20	19.63	15.09	19.00	24.67
每股净资产	33.49	40.90	50.21	62.19	76.30
每股销售收入	80.49	99.31	129.36	159.06	192.11

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	40	28	22	17	14
PB	8.1	6.6	5.4	4.3	3.5
EV/EBITDA	30.1	20.4	17.6	12.4	9.7
股息率	0.8%	1.4%	1.4%	1.8%	2.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP