

Q3 业绩符合预期， 期待新品上市和两轮拐点

核心观点

公司发布 2025 年三季报，Q3 收入业绩稳健增长，主要系全地形车业务维持量价齐升趋势，摩托车业务保持稳健，极核电动两轮车高速增长，库存管控及费用控制抵消毛利率下降的影响，短期盈利水平下降。展望 Q4，随着全地形车、摩托车需求改善以及新品上市，叠加销售费用率下降，公司销售规模及利润率有望持续提升。

事件

2025 年 10 月 16 日，春风动力发布 2025 年第三季度报告。

公司 2025Q3 实现营业收入 50.41 亿元（YOY+28.56%），归母净利润 4.13 亿元（YOY+11.00%），净利率为 8.20%（YOY-1.30pct）。

简评

一、收入分析：四轮+两轮优势巩固，极核电动快速放量

1) **全地形车**：公司不断开拓品牌、产品、渠道，Q3 销售 4.87 万辆 YOY+1%，均价 4.77 万元 YOY+21%，实现收入 23.21 亿元 YOY+22%。公司在美国市场成功跻身主流品牌行列，与北极星、庞巴迪、本田等国际行业巨头比肩，市占率呈现逐年提升态势，并且核心新品 U10PRO 畅销带动产品结构优化；在欧洲市场继续蝉联市占率第一，双品牌战略推动产品矩阵和价格带进一步完善。中高端 U/Z 新品有望打开成长空间。

2) **摩托车**：公司坚持国内国际市场并举战略，不断完善产品体系，Q3 销售 6.58 万辆 YOY-17%，均价 2.30 万元 YOY+23%，实现收入 15.16 亿元 YOY+2%；其中，内销行业需求减少，销量和收入约双位数下滑，外销受益于欧洲和新兴市场零售增加，销量和收入约双位数增长。公司在新兴市场精准切入日常出行市场，品牌逐步从玩乐向大众拓展，未来出口规模有望实现突破。

3) **电动两轮车**：公司产品矩阵持续丰富，覆盖女性消费、高端电摩、高性能、功能型等场景，Q3 销售 19.31 万辆 YOY+294%，均价 3547 元，实现收入 6.85 亿元 YOY+304%。公司极核电动布局全球，国内市场渠道数量保持快速增长态势，实现核心城市

春风动力(603129.SH)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

吕育儒

lyyuru@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070012

胡天颢

hutiankuang@csc.com.cn

010-56135198

SAC 编号:S1440523070010

发布日期：2025 年 10 月 20 日

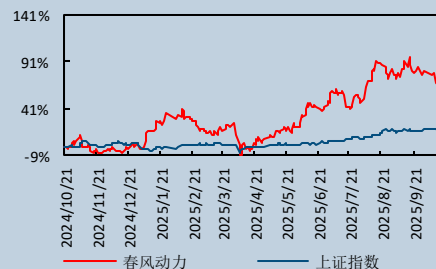
当前股价：233.09 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-16.09/-15.51	1.20/-8.39	58.75/38.87
12 月最高/最低价（元）		290.32/139.46
总股本（万股）		15,257.77
流通 A 股（万股）		15,257.77
总市值（亿元）		355.64
流通市值（亿元）		355.64
近 3 月日均成交量（万）		209.80
主要股东		
春风控股集团有限公司		29.49%

股价表现



相关研究报告

【中信建投其他家电 II】春风动力
25.09.14 (603129):四轮+极核表现亮眼，期待两
轮拐点

100%覆盖，二线及以上城市门店占比 70%以上；国际市场覆盖范围进一步扩大，已拓展至 30 余个国家和地区，展现强大的市场潜力和发展前景。极核在全球市场份额逐步扩大，正逐步成为第三业务增长曲线。

4) **配件**：Q3 实现收入约 4 亿元，同比增长 30%左右。

5) **其他业务**：Q3 实现收入 1 亿元，同比增长 50%左右。

二、盈利分析：盈利水平稳健，长期仍有提升空间

1) 毛利率、费用率：关税及结构短期压制毛利率，库存管控推动费用率下降

毛利方面，Q3 毛利率为 26.14%（YOY-5.43pct），主要系：①四轮车美国关税成本增加；②摩托车销量下滑影响单车成本；③毛利率相对较低的极核电动两轮车维持高增。费用方面，Q3 期间费用率 15.09%（YOY-4.30pct），销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.34/+0.85/-1.00/-1.82pct，主要系公司北美全地形车库存水平合理，广告促销费用减少。

2) 净利率：净利率短期下滑，盈利水平持续优化可期

Q3 净利率为 8.20%（YOY-1.30pct），主要受毛利率下降的影响。

三、怎么看 Q4 的需求和业绩变化？

四轮车：根据经销商调查数据，7-8 月美国经销商整车收入增速转正，预计 Q4 北美需求在低基数和降息预期下好转。春风高端新品有望上市，部分头部品牌下调全年指引，预计春风份额持续提升。

摩托车：Q3 欧洲降幅继续缩窄，东盟保持稳健，拉美维持高增，预计全球需求改善。日系品牌 2025 年指引积极，美国品牌撤回下滑指引，预期下滑更多，摩托车行业主线仍是竞争格局变化，Q3 春风在德国、法国的市占率持续提升，德国已超过去年水平，土耳其继续去库，阿根廷翻倍增长，预计下半年将迎来两轮车出货拐点。

收入利润：随着全地形车、摩托车需求改善以及新品上市，叠加极核业务规模效应的逐渐显现，公司销售规模及毛利率有望企稳；同时，随着促销去库存成效逐渐显现，公司 Q4 销售费用率有望继续下降。公司净利率水平有望持续提升。

投资建议：动力运动行业处于增长快车道，消费升级、休闲娱乐需求增加助推全地形车、中大排量摩托车产品渗透，公司产品性价比优势明显，提出全球化+智能化+电动化发展战略，有望享受行业红利，不断开拓业务新增长点。我们预测 2025-2027 年公司实现归母净利润 18.94/23.86/29.40 亿元，对应 EPS 为 12.41/15.64/19.27 元，当前股价对应 PE 为 18.78/14.90/12.10 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,110.35	15,038.06	19,525.95	24,898.35	30,667.94
YoY(%)	6.44	24.18	29.84	27.51	23.17
净利润(百万元)	1,007.52	1,471.76	1,893.54	2,386.49	2,939.85
YoY(%)	43.65	46.08	28.66	26.03	23.19
毛利率(%)	33.50	30.06	27.70	27.89	28.30
净利率(%)	8.32	9.79	9.70	9.58	9.59
ROE(%)	20.00	23.76	25.43	26.44	26.79
EPS(摊薄/元)	6.60	9.65	12.41	15.64	19.27
P/E(倍)	35.30	24.16	18.78	14.90	12.10
P/B(倍)	7.06	5.74	4.78	3.94	3.24

资料来源: iFinD, 中信建投

风险分析

1) 海外需求不及预期: 两轮车和四轮车海外销售占比持续扩大, 其中两轮车出口主要以亚非拉等新兴市场为主, 四轮车出口主要以欧美等成熟市场为主, 受海外需求影响较大, 如果海外面临经济下行或通胀加剧等情况, 中国摩托车企业的境外销售将受到冲击。

2) 运费及汇率波动风险: 中国摩托车企业外销收入占比整体提升, 因此受运价和汇率影响较大。首先, 如果运价大幅提升, 既会增加产品运输成本, 从而对毛利率造成负面影响, 又会对出口形成阻力, 从而影响公司整体经营。其次, 汇率长期波动会影响外贸企业的价格策略和经营战略, 美元汇率短期波动较大, 当前美元兑人民币即期汇率为 7 以上。

3) 贸易摩擦及加征关税风险: 由于近几年中国企业在 ATV 领域的市占率快速提升, 抢占北美和日本品牌的市场份额, 当前出口到美国的 ATV 被加征关税, 如果后续在 UTV 领域也抢占市场份额, 并且贸易摩擦进一步加剧, 或关税政策进一步收紧, 将影响中国企业的竞争力和利润率。

分析师介绍

马王杰：中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind 金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等。

吕育儒：中信建投证券家电和农业行业分析师，西南财经大学经济学硕士。专注于大显示（电视/投影仪/激光投影）、动力运动（全地形车/摩托车）、科技消费（运动相机/AI 眼镜/智能家居/便携储能）、地产链（厨电/集成灶/照明电工）、海外宠物等领域研究。

胡天凯：中信建投证券汽车行业分析师，中国人民大学经济学硕士，华中科技大学经济统计学学士，2021 年加入中信建投证券。2021 年新财富、水晶球团队成员，2022 年新财富、水晶球、金牛奖团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk