

春风动力 (603129.SH)

关税因素短期影响业绩，未来利润率有望回升

事件：公司发布 2025 年三季报。Q3 业绩同比增长，环比受到关税以及季节性因素影响，环比有所下滑。Q1-Q3：实现营业收入 148.96 亿元，同比+30.10%；实现归母净利润 14.15 亿元，同比+30.89%；实现扣非后归母净利润 13.50 亿元，同比+28.61%。

Q3 单季度：实现营业收入 50.41 亿元，同比+28.56%，环比下降 10.06%；实现归母净利润 4.13 亿元，同比+11.00%，环比下降 29.53%；实现扣非后归母净利润 3.99 亿元，同比+10.09%，环比下降 26.13%。

□ 营收利润双增长，Q3 业绩稳中有进。公司前三季度实现营业收入 148.96 亿元，同比+30.10%；实现归母净利润 14.15 亿元，同比+30.89%；实现扣非后归母净利润 13.50 亿元，同比+28.61%；Q3 单季度：实现营业收入 50.41 亿元，同比+28.56%，环比下降 10.06%；实现归母净利润 4.13 亿元，同比+11.00%，环比下降 29.53%；实现扣非后归母净利润 3.99 亿元，同比+10.09%，环比下降 26.13%。

□ 季节性因素以及关税导致环比收入利润有所下降。二季度是公司传统销售旺季，因此三季度收入端有一定的环比下滑。利润方面，公司 Q3 环比下降 29.53%，我们认为除了收入下滑的影响外，还有三季度全地形车产品受到关税影响导致阶段性成本大幅度增加导致，对短期内的盈利造成了一定的压力。

□ 公司 Q3 费用管理优秀。公司 Q3 综合毛利率为 26.14%，同比下降 5.43 个百分点，公司 Q3 净利率为 8.76%，同比下降 0.98 个百分点。费用率方面，公司 Q3 销售费用率 6.2%，同比下降 2.3pct，管理费用率 4.1%，同比小幅上升 0.9pct，研发费用率 6%，同比下降 1pct，财务费用-1.2%，同比下降 1.8pct。

□ 四轮车利润率未来有望回升。公司三季度四轮车受到关税等因素影响短期影响利润率。往后看，公司持续推进美墨加关税协定认证，未来有望消除关税影响以及公司墨西哥工厂产能逐步爬坡，以及工程整体运营效率的不断提升，未来墨西哥工厂整体生产成本有望逐步下降，带动公司利润率整体回升。

□ 公司壁垒清晰，海外市场地位稳固，维持“强烈推荐”投资评级。我们预计公司 25-27 年营收为 194.95 亿元、246.62 亿元、312.47 亿元，归母净利润为 21.01 亿元、26.49 亿元、33.41 亿元，对应当前市值 PE 为 17.6 倍、14.0 倍、11.1 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：汇率波动风险、关税风险、经济衰退等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12110	15038	19495	24662	31247
同比增长	6%	24%	30%	27%	27%
营业利润(百万元)	1202	1632	2330	2941	3707
同比增长	54%	36%	43%	26%	26%
归母净利润(百万元)	1008	1472	2101	2649	3341
同比增长	44%	46%	43%	26%	26%
每股收益(元)	6.60	9.65	13.77	17.36	21.89
PE	36.8	25.2	17.6	14.0	11.1
PB	7.4	6.0	4.8	3.8	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/中小市值

目标估值：NA

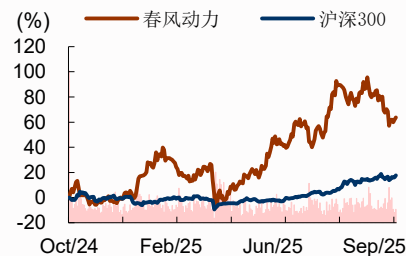
当前股价：242.99 元

基础数据

总股本 (百万股)	153
已上市流通股 (百万股)	153
总市值 (十亿元)	37.1
流通市值 (十亿元)	37.1
每股净资产 (MRQ)	47.2
ROE (TTM)	25.1
资产负债率	59.1%
主要股东	春风控股集团有限公司
主要股东持股比例	29.49%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	50	63
相对表现	-12	27	44



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《春风动力 (603129) —H1 业绩持续高增，极核业务爆发式增长》2025-08-12
- 2、《春风动力 (603129) —24 年业绩增长强劲，全球化以及高端化战略持续推进》2025-04-21
- 3、《春风动力 (603129) —24 年业绩超预期，两轮四轮全面增长》2025-02-12

董瑞斌 S1090516030002

✉ dongruibin@cmschina.com.cn

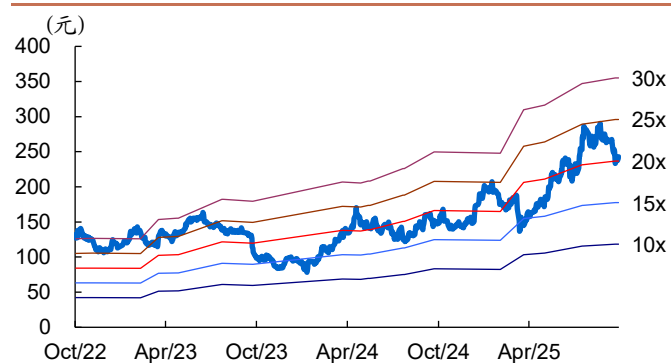
郑晓刚 S1090517070008

✉ zhengxiaogang@cmschina.com.cn

陈云鹏 S1090525070003

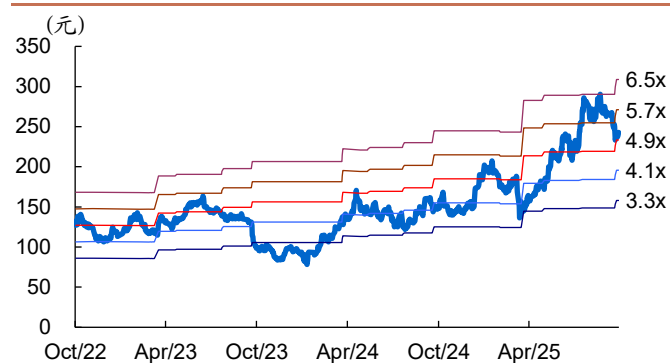
✉ chenyunpeng1@cmschina.com.cn

图 1: 春风动力历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 春风动力历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7709	11933	15296	19632	25195
现金	4506	7149	9104	11794	15284
交易性投资	98	9	9	9	9
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1086	1449	1878	2376	3010
其它应收款	99	107	139	176	223
存货	1663	2530	3273	4148	5239
其他	257	689	892	1129	1430
非流动资产	2605	2967	3359	3707	4016
长期股权投资	237	231	231	231	231
固定资产	1334	1805	2223	2594	2922
无形资产商誉	167	202	182	164	147
其他	866	729	724	719	716
资产总计	10314	14900	18655	23339	29211
流动负债	4836	8288	10494	13119	16396
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	4173	7183	9293	11776	14873
预收账款	159	292	378	479	605
其他	504	813	823	865	918
长期负债	306	263	263	263	263
长期借款	0	0	0	0	0
其他	306	263	263	263	263
负债合计	5142	8551	10757	13383	16659
股本	150	151	151	151	151
资本公积金	2547	2699	2699	2699	2699
留存收益	2342	3344	4862	6881	9426
少数股东权益	133	155	186	226	276
归属于母公司所有者权益	5039	6194	7712	9730	12276
负债及权益合计	10314	14900	18655	23339	29211

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1385	2973	2848	3605	4570
净利润	1057	1494	2132	2689	3391
折旧摊销	132	184	230	274	313
财务费用	(28)	(102)	(310)	(310)	(310)
投资收益	(1)	2	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	208	1461	823	980	1203
其它	18	(67)	0	0	0
投资活动现金流	(862)	(403)	(594)	(594)	(594)
资本支出	(488)	(502)	(622)	(622)	(622)
其他投资	(374)	100	28	28	28
筹资活动现金流	(160)	(237)	(299)	(321)	(485)
借款变动	(392)	(342)	(26)	0	0
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	111	152	0	0	0
股利分配	(211)	(313)	(583)	(630)	(795)
其他	332	265	310	310	310
现金净增加额	362	2333	1955	2690	3490

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12110	15038	19495	24662	31247
营业成本	8053	10517	13606	17241	21776
营业税金及附加	212	287	373	471	597
营业费用	1341	1057	1306	1677	2125
管理费用	567	713	877	1060	1344
研发费用	924	1026	1330	1603	2031
财务费用	(191)	(310)	(310)	(310)	(310)
资产减值损失	(55)	(157)	(10)	(5)	(5)
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	51	45	30	30	30
投资收益	1	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	1202	1632	2330	2941	3707
营业外收入	3	7	5	0	0
营业外支出	13	10	10	10	10
利润总额	1191	1629	2325	2932	3697
所得税	135	135	193	243	306
少数股东损益	49	22	32	40	50
归属于母公司净利润	1008	1472	2101	2649	3341

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	24%	30%	27%	27%
营业利润	54%	36%	43%	26%	26%
归母净利润	44%	46%	43%	26%	26%
获利能力					
毛利率	33.5%	30.1%	30.2%	30.1%	30.3%
净利率	8.3%	9.8%	10.8%	10.7%	10.7%
ROE	21.8%	26.2%	30.2%	30.4%	30.4%
ROIC	18.9%	21.0%	26.0%	27.0%	27.7%
偿债能力					
资产负债率	49.9%	57.4%	57.7%	57.3%	57.0%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	4.3	5.0	4.7	4.6	4.6
应收账款周转率	12.5	11.9	11.7	11.6	11.6
应付账款周转率	1.8	1.9	1.7	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	6.60	9.65	13.77	17.36	21.89
每股经营净现金	9.08	19.48	18.67	23.63	29.95
每股净资产	33.02	40.60	50.54	63.77	80.46
每股股利	2.05	3.82	4.13	5.21	6.57
估值比率					
PE	36.8	25.2	17.6	14.0	11.1
PB	7.4	6.0	4.8	3.8	3.0
EV/EBITDA	22.2	16.8	11.0	8.5	6.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。