

公司研究

四轮车通过关税压力测试，两轮车收入有望提速

——春风动力（603129.SH）2025 年报&2026 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2025&26Q1 业绩，2025 年业绩符合预期，26Q1 超预期。2025 年收入 197.46 亿元，同比+31.3%，归母净利 16.75 亿元，同比+13.8%，扣非归母 15.81 亿元，同比+9.7%，其中 25Q4 收入 48.50 亿元，同比+35.2%，归母净利 2.60 亿元，同比-33.4%，扣非归母净利 2.31 亿元，同比-41.0%。26Q1 收入 53.59 亿元，同比+26.1%，归母净利 4.23 亿元，同比+1.8%，扣非归母净利 4.17 亿元，同比+1.6%。2025 年业绩承压主要系：1) 输美关税增加，2025 年输美关税 9.78 亿元（2024 年仅 2.28 亿元）；2) 人民币升值带来汇兑损失。

点评：

四轮车：高端新品带动下保持较好增长，关税变化下存在份额提升机会。2025 年公司四轮车收入 96.08 亿元，同比+33%，销量 19.7 万台，同比+17%，ASP 4.88 万元/台，同比+14%。2026 年 4 月以来美国 232 关税修订，美国四轮车厂商面临墨西哥基地关税上行风险，庞巴迪公告 2026 年 232 变动预计新增 5 亿美金关税成本，而公司此前并未享受美墨加协定 USMCA 关税豁免，相对竞争力增加，助力美国市场份额提升。

摩托车：外销稳健增长，内销竞争加剧下有所承压。2025 年燃油摩托车收入 64.71 亿元，同比+7%，销量 29.6 万台，同比+3%，ASP 2.19 万元/台，同比+4%。其中 2025 年内销收入 28.84 亿元，同比-7%，销量 13.6 万台，同比-5%，ASP 2.11 万元/台，同比-2%，主要系国内终端需求承压，竞争加剧。2025 年外销收入 35.87 亿元，同比+22%，销量 16.0 万台，同比+11%，ASP 2.25 万元/台，同比+10%，仍保持稳健增长，持续通过质价比拓展全球市场。

电动车：2025 年表现亮眼，2026 年有望捕捉电摩结构性红利。2025 年极核收入 19.12 亿元，同比+381%，销量 55.1 万台，同比+420%，ASP 3469 元/台，同比-7%；毛利率同比+6.8pct，基本扭亏。2026 年以来 24 新国标实施背景下电动自行车表现承压，部分需求转向电摩，而公司从玩乐类摩托车降维做电动摩托车，技术优势明显，电摩新品储备充足，有望捕捉电摩结构性红利。

盈利预测、估值与评级：四轮车经过关税压力测试，区域拓展、海外基地爬坡能力得到验证；两轮车外销随组织架构调整效果显现，有望提速发展。考虑到关税、汇率等不利因素扰动，我们小幅下调 2026-27 年归母净利润预测 7.5%/2.5%至 22.07/28.02 亿元，新增 2028 年归母净利润预测 35.18 亿元，2026-2028 年同比+31.7%/+26.9%/+25.6%，对应 PE 分别为 19/15/12 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等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,038	19,746	24,662	29,524	35,470
营业收入增长率	24.18%	31.30%	24.90%	19.71%	20.14%
净利润（百万元）	1,472	1,675	2,207	2,802	3,518
净利润增长率	46.08%	13.83%	31.74%	26.93%	25.58%
EPS（元）	9.72	10.98	14.38	18.25	22.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.76%	22.33%	23.85%	25.07%	25.92%
P/E	29	25	19	15	12
P/B	6.8	5.7	4.6	3.8	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-17

增持（维持）

当前价：278.01 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebsecn.com

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

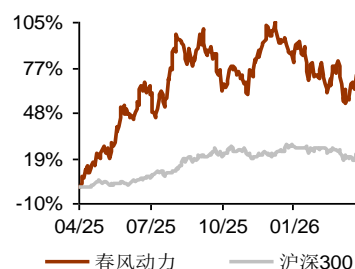
021-52523876

nijy@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.53
总市值(亿元)	426.69
一年最低/最高(元)	142.00/304.80
近 3 月换手率	63.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.55	0.22	65.56
绝对	6.52	0.10	90.92

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-08-13）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,038	19,746	24,662	29,524	35,470
营业成本	10,517	14,427	17,674	21,031	25,175
折旧和摊销	173	212	40	83	120
税金及附加	287	372	493	590	709
销售费用	1,057	1,286	1,603	1,949	2,341
管理费用	713	786	986	1,181	1,419
研发费用	1,026	1,220	1,554	1,831	2,199
财务费用	-310	-153	74	-10	-83
投资收益	-2	1	0	0	0
营业利润	1,632	1,866	2,399	3,045	3,824
利润总额	1,629	1,879	2,399	3,045	3,824
所得税	135	145	192	244	306
净利润	1,494	1,734	2,207	2,802	3,518
少数股东损益	22	58	0	0	0
归属母公司净利润	1,472	1,675	2,207	2,802	3,518
EPS(元)	9.72	10.98	14.38	18.25	22.92

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,973	3,966	1,906	3,869	5,067
净利润	1,472	1,675	2,207	2,802	3,518
折旧摊销	173	212	40	83	120
净营运资金增加	-1,483	-1,451	854	-516	-925
其他	2,811	3,529	-1,195	1,502	2,354
投资活动产生现金流	-403	-773	-605	-332	-344
净资本支出	-487	-752	-550	-350	-350
长期投资变化	231	231	0	0	0
其他资产变化	-146	-252	-55	18	6
融资活动现金流	-237	-502	-513	-873	-1,037
股本变化	1	1	1	0	0
债务净变化	5	4	-30	0	0
无息负债变化	3,404	2,977	1,304	2,232	3,103
净现金流	2,455	2,607	788	2,664	3,686

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	30.1%	26.9%	28.3%	28.8%	29.0%
EBITDA 率	11.6%	10.2%	10.0%	10.6%	10.9%
EBIT 率	10.3%	9.0%	9.9%	10.3%	10.5%
税前净利润率	10.8%	9.5%	9.7%	10.3%	10.8%
归母净利润率	9.8%	8.5%	8.9%	9.5%	9.9%
ROA	10.0%	9.0%	9.9%	10.6%	11.0%
ROE (摊薄)	23.8%	22.3%	23.8%	25.1%	25.9%
经营性 ROIC	370.6%	-1098.1%	175.6%	274.6%	1064.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	57%	60%	57%	57%	57%
流动比率	1.44	1.37	1.42	1.47	1.51
速动比率	1.13	1.11	1.10	1.15	1.20
归母权益/有息债务	237.47	249.03	-	-	-
有形资产/有息债务	556.31	616.94	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	14,900	19,270	22,297	26,448	31,949
货币资金	7,149	9,577	10,365	13,029	16,715
交易性金融资产	9	0	0	0	0
应收账款	1,449	1,859	2,220	2,683	3,333
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	107	173	203	244	288
存货	2,530	2,873	4,097	4,777	5,613
其他流动资产	541	719	719	719	719
流动资产合计	11,933	15,334	17,843	21,719	26,981
其他权益工具	105	84	84	84	84
长期股权投资	231	231	231	231	231
固定资产	1,805	1,872	2,336	2,670	2,943
在建工程	144	508	472	342	238
无形资产	194	267	311	354	396
商誉	9	32	32	32	32
其他非流动资产	120	332	332	332	332
非流动资产合计	2,967	3,936	4,454	4,729	4,967
总负债	8,551	11,533	12,807	15,039	18,142
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,326	4,321	5,185	6,032	7,425
应付票据	3,858	5,388	5,492	6,649	8,089
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	122	162	408	408	408
流动负债合计	8,288	11,196	12,525	14,739	17,835
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	98	107	107	107	107
非流动负债合计	263	337	282	300	307
股东权益	6,349	7,737	9,490	11,409	13,807
股本	151	153	153	153	153
公积金	2,782	3,023	3,022	3,022	3,022
未分配利润	3,471	4,559	6,080	7,999	10,396
归属母公司权益	6,194	7,502	9,255	11,174	13,572
少数股东权益	155	235	235	235	235

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	7.03%	6.51%	6.50%	6.60%	6.60%
管理费用率	4.74%	3.98%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	-2.06%	-0.77%	0.30%	-0.03%	-0.23%
研发费用率	6.82%	6.18%	6.30%	6.20%	6.20%
所得税率	8%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	3.85	4.20	5.75	7.30	9.17
每股经营现金流	19.63	26.00	12.42	25.21	33.01
每股净资产	40.90	49.17	60.30	72.80	88.43
每股销售收入	99.31	129.41	160.69	192.37	231.11

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	29	25	19	15	12
PB	6.8	5.7	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	21.1	17.6	14.1	10.5	7.7
股息率	1.4%	1.5%	2.1%	2.6%	3.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼