

春风动力 (603129.SH)

买入 (维持评级)

2025A&2026Q1 点评: 全地形车超预期, 持续看好新品周期

事件: 公司发布 2025 年报及 2026 年一季报, 2025 年实现收入 197.46 亿元, 同比+31%, 归母净利润 16.75 亿元, 同比+14%, 扣非净利润 15.81 亿元, 同比+10%; 25Q4 实现收入 48.49 亿元, 同比+35%, 归母净利润 2.60 亿元, 同比-33%, 扣非净利润 2.31 亿元, 同比-41%; 26Q1 实现收入 53.59 亿元, 同比+26%, 归母净利润 4.23 亿元, 同比+2%, 扣非净利润 4.17 亿元, 同比+2%。

➤ 全地形车: U10 Pro 爆品延续亮眼表现, 26Q1 超预期

2025 年全地形车实现销售收入 96.08 亿元, 同比增长 33.26%, 全年销售全地形车 19.70 万台, 同比+16%, 均价 4.88 万元, 同比+14%, 核心车型 U10 PRO 在全球市场表现突出, 带动品牌高端化进程及产品均价提升, 全球渠道建设成效显著, 全年新增渠道 298 家, 总数突破 3,100 家。26Q1 延续快速增长, 根据摩托车商会, 26 年 1-2 月公司全地形车出口 3.04 万台, 同比+27.5%, 预计 U10 PRO 延续亮眼表现, 带动 Q1 全地形车量价齐升。

➤ 燃油两轮: 出口恢复高景气, 内销有所承压, 产品结构持续优化

2025 年燃油摩托车销售收入 64.71 亿元, 同比增长 7.18%, 销量 29.59 万辆, 同比+3%, 均价 2.19 万元, 同比+4%。国内市场, 全年内销燃油摩托车 13.64 万辆, 同比-5%, 营收 28.84 亿元, 同比-7%。SR 系列凭借优异性能与操控体验, 成为仿赛领域标杆, 市场占有率 36.2%, 稳居细分赛道首位; >200CC 跨骑摩托车销量继续蝉联行业榜首, 品牌护城河进一步加固。

海外市场, 公司加速全球化布局, 全年燃油摩托车外销收入 35.87 亿元, 同比增长 22%, 外销量 15.95 万台, 同比+11%, 均价 2.25 万元, 同比+10%。2025 年公司完成欧洲五国代理权优化, 在拉美、亚洲等新兴市场加快推进“CF lite”品牌落地, 区域渗透率稳步提升, 从玩乐骑行向大众出行领域延伸。

26Q1 出口延续较快增长, 内销略有承压。根据摩托车商会, 26 年 1-2 月公司燃油摩托车销量 3.4 万辆, 同比+34%, 其中出口燃油摩托车 2.6 万辆, 同比+59%, 内销燃油摩托车同比下滑, 预计主要系国内需求波动。大排量方面, 26 年 1-2 月公司 >250cc 大排量摩托车销量 2.1 万辆, 同比+28%, 其中出口大排量 1.6 万辆, 同比+64%, 大排量内销 0.5 万辆, 同比-24%。

➤ 电动两轮: 产品+渠道共同发力, 极核持续放量

极核电动 2025 年实现销售收入 19.12 亿元, 同比增长 381.03%, 销量 55.12 万台, 同比+420%, 均价 3469 元。公司持续完善产品矩阵, 围绕细分市场推出多款新品, 覆盖时尚女性消费市场 (Moli 系列)、高端电摩领域 (AE8S+My25 系列、AE4My25 系列)、高性能场景 (AE7 系列) 及功能型需求 (EZ2i 系列、EZ4 系列), 精准匹配多元消费场景, 全年新增门店 1,260 家, 总量突破 2,050 家, 一线至三线城市实现 100% 覆盖。

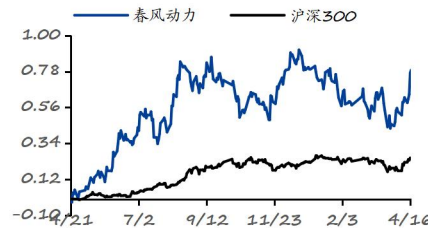
➤ 汇兑损失影响盈利能力, 关税影响可控

2025 年公司毛利率为 26.94%, 同比-3.1pct, 毛利率下滑预计主要受关税影响。2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比

基本数据

日期	2026-04-17
收盘价:	278.01 元
总股本/流通股本(百万股)	153.48/153.48
流通 A 股市值(百万元)	42,669.74
每股净资产(元)	52.15
资产负债率(%)	57.02
一年内最高/最低价(元)	304.80/149.08

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	谢丽媛(S0210524040004)
	xly30495@hfzq.com.cn
分析师:	宋雨桐(S0210524050008)
	syt30544@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、跟踪点评: 10 月数据靓丽, 期待明年新品周期——2025.11.16
- 2、2025 年三季报点评: 出海延续高景气, 关税影响可控——2025.10.30
- 3、2025 年中报业绩点评: 全地形车+极核表现亮眼, 各品类成长曲线清晰——2025.08.12



-0.5/-0.8/-0.7/+1.3pct，财务费用率提升主要系汇兑损失，25年销售净利率为8.78%，同比-1pct。

26Q1公司毛利率为28.7%，同比-1.0pct，环比+3.9pct，毛利率环比改善明显，预计主要系产品结构优化、海外工厂供应链效率提升等因素。26Q1公司销售/管理/研发/财务费用率同比+0.2/-0.3/-0.25/+2.7pct，财务费用率提升主要系汇兑损失，26Q1销售净利率为7.96%，同比-1.98pct。

➤ 盈利预测与投资建议

鉴于汇率波动导致汇兑损失，我们调整盈利预测，预计2026-2028年归母净利润为22.46、29.76、37.44亿元（2026-2027年前值为24.35、30.41亿元），同比+34%、+33%、+26%，对应PE分别为19x、14x、11x，公司海外产能布局完善，可灵活应对关税变化，两轮车出口+极核电动快速增长，中长期成长空间可观，持续看好公司品牌出海能力，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

宏观经济波动、贸易政策不利变化、汇率变化、市场竞争加剧

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,038	19,746	26,054	32,882	39,855
增长率	24%	31%	32%	26%	21%
净利润（百万元）	1,472	1,675	2,246	2,976	3,744
增长率	46%	14%	34%	33%	26%
EPS（元/股）	9.59	10.92	14.63	19.39	24.40
市盈率（P/E）	29.0	25.5	19.0	14.3	11.4
市净率（P/B）	6.9	5.7	4.6	3.7	2.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	9,577	12,455	14,518	21,914	营业收入	19,746	26,054	32,882	39,855
应收票据及账款	1,859	2,239	2,558	2,970	营业成本	14,427	18,777	23,695	28,548
预付账款	133	282	355	428	税金及附加	372	495	625	757
存货	2,873	3,892	7,336	6,625	销售费用	1,286	1,563	1,907	2,312
合同资产	0	0	0	0	管理费用	786	1,042	1,315	1,594
其他流动资产	892	422	533	646	研发费用	1,220	1,511	1,940	2,351
流动资产合计	15,334	19,290	25,300	32,583	财务费用	-153	154	-1	6
长期股权投资	231	231	231	231	信用减值损失	65	55	8	11
固定资产	1,872	1,983	2,062	2,117	资产减值损失	-70	-57	-63	-66
在建工程	508	407	325	260	公允价值变动收益	0	-3	0	-1
无形资产	267	307	348	391	投资收益	1	1	1	1
商誉	32	32	32	32	其他收益	61	61	61	61
其他非流动资产	1,025	1,037	1,048	1,060	营业利润	1,866	2,569	3,409	4,293
非流动资产合计	3,936	3,997	4,047	4,093	营业外收入	24	24	24	24
资产合计	19,270	23,287	29,348	36,676	营业外支出	11	11	11	11
短期借款	0	0	0	0	利润总额	1,879	2,582	3,422	4,305
应付票据及账款	9,710	11,594	14,864	18,600	所得税	145	258	342	431
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,734	2,324	3,079	3,875
合同负债	465	469	592	717	少数股东损益	58	78	104	130
其他应付款	212	212	212	212	归属母公司净利润	1,675	2,246	2,976	3,744
其他流动负债	810	1,022	1,252	1,484	EPS (按最新股本摊薄)	10.92	14.63	19.39	24.40
流动负债合计	11,196	13,298	16,920	21,014					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	337	337	337	337					
非流动负债合计	337	337	337	337					
负债合计	11,533	13,635	17,256	21,350					
归属母公司所有者权益	7,502	9,339	11,674	14,778					
少数股东权益	235	313	417	547					
所有者权益合计	7,737	9,653	12,091	15,325					
负债和股东权益	19,270	23,287	29,348	36,676					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,966	3,966	3,000	8,350
现金收益	1,812	2,707	3,325	4,143
存货影响	-343	-1,019	-3,443	711
经营性应收影响	-325	-471	-330	-418
经营性应付影响	2,617	1,885	3,269	3,736
其他影响	206	865	179	179
投资活动现金流	-773	-293	-297	-307
资本支出	-736	-279	-286	-295
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-37	-14	-11	-12
融资活动现金流	-502	-795	-639	-647
借款增加	4	0	0	0
股利及利息支付	-597	-663	-663	-663
股东融资	141	0	0	0
其他影响	-50	-132	24	16

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	31.3%	31.9%	26.2%	21.2%
EBIT 增长率	30.8%	58.5%	25.0%	26.1%
归母公司净利润增长率	13.8%	34.0%	32.5%	25.8%
获利能力				
毛利率	26.9%	27.9%	27.9%	28.4%
净利率	8.8%	8.9%	9.4%	9.7%
ROE	21.7%	23.3%	24.6%	24.4%
ROIC	24.9%	31.0%	30.3%	29.7%
偿债能力				
资产负债率	59.8%	58.6%	58.8%	58.2%
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	30	28	26	25
存货周转天数	67	65	85	88
每股指标 (元)				
每股收益	10.92	14.63	19.39	24.40
每股经营现金流	25.84	25.84	19.54	54.41
每股净资产	48.88	60.85	76.06	96.28
估值比率				
P/E	25	19	14	11
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	214	141	114	92

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn