

## 联合研究 | 公司点评 | 春风动力 (603129.SH)

# 规模保持高增，关税汇率等扰动利润

### 报告要点

2025 年公司实现营业收入 197.46 亿元，同比增长 31.30%；归母净利润 16.75 亿元，同比增长 13.83%；扣非归母净利润 15.81 亿元，同比增长 9.70%。单季度看，2025 年 Q4 实现营收 48.49 亿元，环比下降 3.8%；归母净利润 2.60 亿元，同比下降 33.41%；扣非归母净利润 2.31 亿元，同比下降 41.01%。2026 年 Q1 公司实现营业收入 53.59 亿元，同比增长 26.07%；归母净利润 4.23 亿元，同比增长 1.81%；扣非归母净利润 4.17 亿元，同比增长 1.55%。董事会建议派发年度股利每 10 股派发现金 42.00 元（含税），派息率达归母净利润的约 38.48%。

### 分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101

**春风动力 (603129.SH)**

2026-04-20

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

## 规模保持高增，关税汇率等扰动利润

### 事件描述

**公司披露 2025 年年报及 2026 年一季报：**2025 年公司实现营业收入 197.46 亿元，同比增长 31.30%；归母净利润 16.75 亿元，同比增长 13.83%；扣非归母净利润 15.81 亿元，同比增长 9.70%。单季度看，2025 年 Q4 实现营收 48.49 亿元，同比增长 35.15%；归母净利润 2.60 亿元，同比下降 33.41%；扣非归母净利润 2.31 亿元，同比下降 41.01%。2026 年 Q1 公司实现营业收入 53.59 亿元，同比增长 26.07%；归母净利润 4.23 亿元，同比增长 1.81%；扣非归母净利润 4.17 亿元，同比增长 1.55%。董事会建议派发年度股利每 10 股派发现金 42.00 元（含税），派息率达归母净利润的约 38.48%。

### 事件评论

- **公司基本盘稳固，高端化与全球化战略成效显著。**四轮全地形车 2025 年实现销量 19.70 万台，销售收入 96.08 亿元，同比增长 33.26%；公司全地形车出口额占国内行业总量的 74.01%，继续位居行业榜首。两轮摩托车全年实现销量 29.59 万辆，销售收入 64.71 亿元，同比增长 7.18%；其中内销收入 28.84 亿元，同比下滑 6.79%，外销收入 35.87 亿元，同比增长 21.88%。极核电动两轮车全年实现销量 55.12 万台，同比增长 420.2%；销售收入 19.12 亿元，同比增长 381.0%，渠道建设高速推进，全年新增门店 1,260 家，门店总数突破 2,050 家，实现一至三线城市 100%覆盖。2026Q1 公司营业收入 53.59 亿元，同比增长 26.07%，或主要受益于四轮车新品表现亮眼及两轮车出口恢复驱动。
- **毛利率受关税及业务结构影响有所下滑，期待 2026 年盈利弹性。**2025 年公司全年毛利率为 26.94%，同比下降 3.12pct。分产品看，电动两轮车毛利率为-0.03%，同比大幅改善 6.75pct，规模效应正推动其加速接近盈亏平衡点；燃油摩托车毛利率同比提升 0.95pct 至 24.51%；全地形车毛利率同比下降 4.37pct 至 32.14%，主要受美国进口关税增加影响。费用端，2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.51%/3.98%/6.18%/-0.77%，同比分别-0.51/-0.76/-0.65/+1.28pct，其中 2025Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+6.08/-2.95/-0.59/+5.73pct，其中销售费用率大幅提升或由于公司四季度集中进行品牌投入，财务费用率提升主要受汇兑波动形成的汇兑损失增加。综合影响下，2025 年公司经营利润（收入-成本-税金及附加-销售&管理&研发费用+信用&资产减值损失）为 16.50 亿元，同比增长 29.08%；其中 2025Q4 经营利润为 1.16 亿元，同比下滑 44.53%。2026Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.18/-0.32/-0.25/+2.72pct，公司 2026Q1 归母净利润与扣非归母净利润增速低于营收增速，主因汇率波动导致财务费用率提升。
- **投资建议：**在全地形车领域，行业规模趋稳但结构升级趋势确定，春风动力产品性能优异，有望在行业结构性升级的背景下，实现份额持续增长。摩托车行业全球规模稳定增长，欧美中大排量摩托车为主，国内需求由代步向玩乐转型，春风动力积极布局欧美市场，中大排量摩托车产品矩阵完善，有望实现全球份额突破。纯电两轮车方面，极核品牌智能化布局超前，面对高端市场新势力领先、智能化驱动升级的格局，有望成为公司第三增长曲线。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别达到 22.76、28.99、36.15 亿元，对应公司 PE 分别为 18.75、14.72、11.80 倍，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1、全球经济、政治环境变化和贸易摩擦的风险；
- 2、新品研发节奏不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	278.01
总股本(万股)	15,348
流通A股/B股(万股)	15,348/0
每股净资产(元)	52.15
近12月最高/最低价(元)	304.80/149.08

注：股价为 2026 年 4 月 17 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《解构龙头系列之八：如何看待春风动力底层能力和增长潜力？》2026-03-15
- 《规模保持较高增长，业绩增速阶段回落》2025-10-20
- 《高端市场持续突破，盈利保持较优增长》2025-08-14


 更多研报请访问  
 长江研究小程序

## 风险提示

1、**全球经济、政治环境变化和贸易摩擦的风险。**近年来，全球经济面临主要经济体贸易政策变动和货币政策紧缩、局部经济环境变化以及地缘政治局势紧张的情况，这些因素将带来居民需求端变化、出口及税收方面政策的变化及部分原材料成本的波动等等，而公司经营业务分布于全球主要市场，若上述因素发生变化可能对公司经营带来较大波动的风险。

2、**新品研发节奏不及预期。**公司全地形车、摩托车等业务技术迭代相对较快，公司新品研发节奏若未能跟上，预计对收入增速以及市场份额等都会由较大的影响。

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>19746</b>	<b>24914</b>	<b>31672</b>	<b>41361</b>	货币资金	9577	9655	12037	15118
营业成本	14427	18161	23390	31148	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>5319</b>	<b>6754</b>	<b>8282</b>	<b>10212</b>	应收账款	1859	2353	2991	3906
%营业收入	27%	27%	26%	25%	存货	2873	4036	5068	6576
营业税金及附加	372	473	602	786	预付账款	133	236	304	405
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	892	879	955	1065
销售费用	1286	1395	1679	1985	<b>流动资产合计</b>	<b>15334</b>	<b>17158</b>	<b>21355</b>	<b>27070</b>
%营业收入	7%	6%	5%	5%	长期股权投资	231	231	231	231
管理费用	786	847	1045	1282	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	3%	3%	3%	固定资产合计	1872	1937	1972	1980
研发费用	1220	1495	1710	2109	无形资产	267	234	201	168
%营业收入	6%	6%	5%	5%	商誉	32	32	32	32
财务费用	-153	0	0	0	递延所得税资产	326	332	332	332
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1208	1223	1228	1137
加：资产减值损失	-70	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>19270</b>	<b>21147</b>	<b>25351</b>	<b>30950</b>
信用减值损失	65	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	4321	5045	6172	7787
投资收益	1	2	3	4	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1866</b>	<b>2623</b>	<b>3348</b>	<b>4182</b>	应付职工薪酬	502	726	936	1246
%营业收入	9%	11%	11%	10%	应交税费	116	149	190	248
营业外收支	13	11	7	2	其他流动负债	6257	5826	6748	7989
<b>利润总额</b>	<b>1879</b>	<b>2634</b>	<b>3355</b>	<b>4184</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>11196</b>	<b>11746</b>	<b>14046</b>	<b>17270</b>
%营业收入	10%	11%	11%	10%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	145	263	336	418	应付债券	0	0	0	0
净利润	1734	2371	3020	3766	递延所得税负债	11	11	11	11
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1675</b>	<b>2276</b>	<b>2899</b>	<b>3615</b>	其他非流动负债	326	321	321	321
少数股东损益	58	95	121	151	<b>负债合计</b>	<b>11533</b>	<b>12078</b>	<b>14378</b>	<b>17602</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>10.99</b>	<b>14.83</b>	<b>18.89</b>	<b>23.55</b>	归属于母公司所有者权益	7502	8739	10523	12747
					少数股东权益	235	330	451	601
					<b>股东权益</b>	<b>7737</b>	<b>9069</b>	<b>10973</b>	<b>13348</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>19270</b>	<b>21147</b>	<b>25351</b>	<b>30950</b>
					<b>基本指标</b>				
						2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3966</b>	<b>1497</b>	<b>3879</b>	<b>4762</b>	每股收益	10.99	14.83	18.89	23.55
取得投资收益收回现金	0	2	3	4	每股经营现金流	26.00	9.75	25.27	31.03
长期股权投资	-1	0	0	0	市盈率	25.36	18.75	14.72	11.80
资本性支出	-752	-383	-385	-294	市净率	5.67	4.88	4.06	3.35
其他	-20	5	0	0	EV/EBITDA	16.71	11.17	8.25	6.04
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-773</b>	<b>-375</b>	<b>-382</b>	<b>-290</b>	总资产收益率	10.1%	11.7%	13.0%	13.4%
债券融资	0	0	0	0	净资产收益率	22.3%	26.0%	27.5%	28.4%
股权融资	141	0	0	0	净利率	8.5%	9.1%	9.2%	8.7%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	资产负债率	59.8%	57.1%	56.7%	56.9%
筹资成本	-597	-876	-1115	-1391	总资产周转率	1.16	1.23	1.36	1.47
其他	-46	-15	0	0					
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-502</b>	<b>-890</b>	<b>-1115</b>	<b>-1391</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>2691</b>	<b>231</b>	<b>2382</b>	<b>3081</b>					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。