

春风动力 (603129.SH)

极核初具规模，第三曲线逐渐成型

全球化战略显成效，降本增效促增长。全地形车销量创新高，全球市场占有率提升。两轮车销量创新高，国内外市场齐头并进。极核电动销量翻倍，成新增长引擎。

- 根据公司年报，公司 25 年全年实现收入 197.46 亿元，同比增长 31.3%；实现归母净利润 16.75 亿元，同比增长 13.83%；公司 26 年一季度实现收入 53.58 亿元，同比增长 26.07%，实现归母净利润 4.2 亿元，同比增长 1.81%。公司稳步推动全球化战略部署，凭借泰国、墨西哥海外生产基地优化产能分配，积极扩大市场份额；同时通过全产业链降本增效举措，优化供应链管理与精益生产水平，实现了销售及利润的增长。
- 受关税以及汇兑影响，公司盈利水平有所下滑。业绩端显著受到关税政策及汇率波动的负面扰动。25Q4 公司毛利率、净利率分别为 24.8%、5.2%，同比分别回落 0.5pct、5.1pct；26Q 毛利率、净利率达 28.7%、8.0%，同比下滑 1.0pct、2.0pct。我们认为核心原因在于美国加征关税直接抬升外销产品运营成本。
- 全地形车销量创新高，高端化战略效果显著。全地形车业务全年销售 19.7 万台，销售收入 96.08 亿元，同比增长 33.26%，出口额占国内同类产品 74.01%，稳居行业首位。在美国市场，公司积极推动高端车型销售与渠道拓展，实现结构性突破并跻身主流品牌行列；在欧洲市场，深化 CFMOTO+GOES 双品牌协同战略，针对多元场景推出差异化产品，进一步巩固市场占有率第一的领先地位。公司中高端新品 U10PRO 车型凭借高性能优势获得市场关注，有效推动品牌高端化进程及全球业务增长。
- 两轮车销量创新高。公司 25 年实现两轮车收入 83.83 亿元（燃油摩托车 64.71 亿元+电动两轮车 19.12 亿元），销量 84.71 万台（燃油摩托车 29.59 万台+电动两轮车 55.12 万台）。公司国内实现燃油摩托车内销 13.64 万台，销售收入 28.84 亿元，>200CC 跨骑摩托车销量继续蝉联行业榜首。公司深化渠道精耕与网络优化，25 年全年新增渠道 282 家，累计突破 790 家，进一步提升渠道覆盖与服务能力。海外方面，全年燃油摩托车外销 15.95 万台，收入 35.87 亿元，同比增长 21.88%。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。依托全球 2,000 多家经销商网络，公司有效提升品牌影响力与用户关注度，推动品牌从玩乐骑行向大众出行领域延伸，全球化战略进入纵深发展阶段。
- 极核电动销量翻倍，成新增长引擎。极核电动收入增速高达 381.03%，有望成为公司未来新的增长极。公司极核品牌全年实现销量 55.12 万辆，销售收入 19.12 亿元，同比增长 381.03%。渠道建设上，公司全年新增门店 1260 家，总量突破 2050 家，一线至三线城市实现 100%覆盖。在国际市场上，极核已覆盖全球 30 余个国家和地区，品牌知名度逐步提升。未来公司电摩业务有望海内外同比增长，逐步成为公司第三增长曲线。
- 公司壁垒清晰，海外市场地位稳固，维持“强烈推荐”投资评级。考虑到关税影响，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 26-28 年营收为 246.62 亿元、

强烈推荐 (维持)

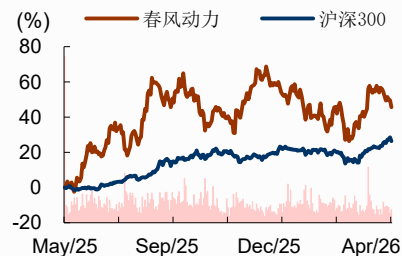
TMT 及中小盘/中小市值
目标估值: NA
当前股价: 256.55 元

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) | 39.4 |
| 流通市值 (十亿元) | 39.4 |
| 每股净资产 (MRQ) | 52.1 |
| ROE (TTM) | 21.0 |
| 资产负债率 | 57.0% |
| 主要股东 | 春风控股集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 28.05% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 4 | 7 | 47 |
| 相对表现 | -1 | 0 | 23 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《春风动力 (603129) — 关税因素短期影响业绩，未来利润率有望回升》2025-10-26
- 2、《春风动力 (603129) — H1 业绩持续高增，极核业务爆发式增长》2025-08-12
- 3、《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

陈云鹏 S1090525070003

chenyunpeng1@cmschina.com.cn

312.48 亿元、374.98 亿元，归母净利润为 22.80 亿元、28.41 亿元、36.66 亿元，对应当前市值 PE 为 17.3 倍、13.9 倍、10.7 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

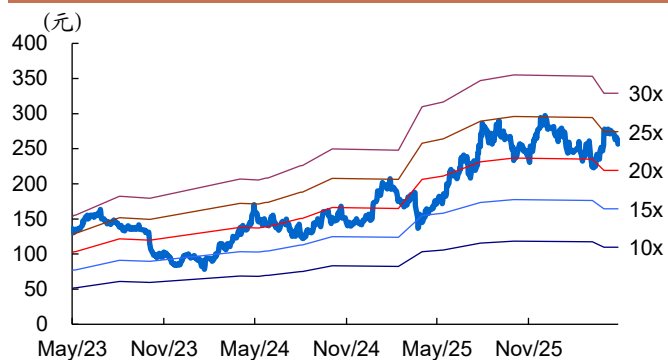
□ **风险提示：** 汇率波动风险、关税风险、经济衰退等

财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 15038 | 19746 | 24662 | 31248 | 37498 |
| 同比增长 | 24% | 31% | 25% | 27% | 20% |
| 营业利润(百万元) | 1632 | 1866 | 2544 | 3173 | 4098 |
| 同比增长 | 36% | 14% | 36% | 25% | 29% |
| 归母净利润(百万元) | 1472 | 1675 | 2280 | 2841 | 3666 |
| 同比增长 | 46% | 14% | 36% | 25% | 29% |
| 每股收益(元) | 9.59 | 10.92 | 14.86 | 18.51 | 23.89 |
| PE | 26.8 | 23.5 | 17.3 | 13.9 | 10.7 |
| PB | 6.4 | 5.2 | 4.3 | 3.5 | 2.8 |

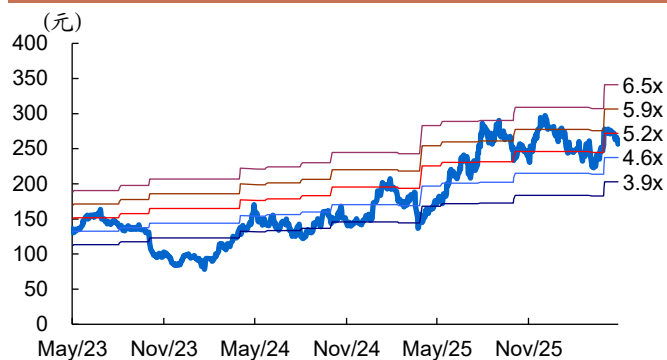
资料来源：公司数据、招商证券

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 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 11933 | 15334 | 19390 | 25026 | 30906 |
| 现金 | 7149 | 9577 | 12254 | 15984 | 20133 |
| 交易性投资 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 1449 | 1859 | 2322 | 2943 | 3531 |
| 其它应收款 | 107 | 173 | 217 | 274 | 329 |
| 存货 | 2530 | 2873 | 3536 | 4481 | 5302 |
| 其他 | 689 | 852 | 1061 | 1345 | 1610 |
| 非流动资产 | 2967 | 3936 | 3954 | 3972 | 3988 |
| 长期股权投资 | 231 | 231 | 231 | 231 | 231 |
| 固定资产 | 1805 | 1872 | 1933 | 1986 | 2035 |
| 无形资产商誉 | 202 | 299 | 269 | 242 | 218 |
| 其他 | 729 | 1533 | 1521 | 1512 | 1504 |
| 资产总计 | 14900 | 19270 | 23344 | 28998 | 34894 |
| 流动负债 | 8288 | 11196 | 13552 | 16949 | 19904 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 7183 | 9710 | 11951 | 15142 | 17918 |
| 预收账款 | 292 | 465 | 572 | 725 | 857 |
| 其他 | 813 | 1022 | 1029 | 1082 | 1129 |
| 长期负债 | 263 | 337 | 337 | 337 | 337 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 263 | 337 | 337 | 337 | 337 |
| 负债合计 | 8551 | 11533 | 13889 | 17286 | 20241 |
| 股本 | 151 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| 资本公积金 | 2699 | 2940 | 2940 | 2940 | 2940 |
| 留存收益 | 3344 | 4410 | 6049 | 8206 | 11020 |
| 少数股东权益 | 155 | 235 | 314 | 413 | 541 |
| 归属于母公司所有者权益 | 6194 | 7502 | 9141 | 11298 | 14112 |
| 负债及权益合计 | 14900 | 19270 | 23344 | 28998 | 34894 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 2973 | 3966 | 3388 | 4447 | 5075 |
| 净利润 | 1494 | 1734 | 2359 | 2940 | 3794 |
| 折旧摊销 | 184 | 231 | 236 | 237 | 238 |
| 财务费用 | (102) | 57 | (153) | (160) | (120) |
| 投资收益 | 2 | (1) | (62) | (62) | (62) |
| 营运资金变动 | 1461 | 2067 | 1007 | 1491 | 1225 |
| 其它 | (67) | (121) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (403) | (773) | (193) | (193) | (193) |
| 资本支出 | (502) | (759) | (255) | (255) | (255) |
| 其他投资 | 100 | (14) | 62 | 62 | 62 |
| 筹资活动现金流 | (237) | (502) | (518) | (524) | (732) |
| 借款变动 | (342) | (380) | (30) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 152 | 241 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (313) | (583) | (641) | (684) | (852) |
| 其他 | 265 | 219 | 153 | 160 | 120 |
| 现金净增加额 | 2333 | 2691 | 2677 | 3730 | 4150 |

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 15038 | 19746 | 24662 | 31248 | 37498 |
| 营业成本 | 10517 | 14427 | 17757 | 22499 | 26623 |
| 营业税金及附加 | 287 | 372 | 464 | 588 | 706 |
| 营业费用 | 1057 | 1286 | 1606 | 2035 | 2443 |
| 管理费用 | 713 | 786 | 982 | 1244 | 1492 |
| 研发费用 | 1026 | 1220 | 1523 | 1930 | 2316 |
| 财务费用 | (310) | (153) | (153) | (160) | (120) |
| 资产减值损失 | (157) | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 45 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| 投资收益 | (2) | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 1632 | 1866 | 2544 | 3173 | 4098 |
| 营业外收入 | 7 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 营业外支出 | 10 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 利润总额 | 1629 | 1879 | 2557 | 3186 | 4111 |
| 所得税 | 135 | 145 | 197 | 246 | 318 |
| 少数股东损益 | 22 | 58 | 79 | 99 | 128 |
| 归属于母公司净利润 | 1472 | 1675 | 2280 | 2841 | 3666 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 24% | 31% | 25% | 27% | 20% |
| 营业利润 | 36% | 14% | 36% | 25% | 29% |
| 归母净利润 | 46% | 14% | 36% | 25% | 29% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 30.1% | 26.9% | 28.0% | 28.0% | 29.0% |
| 净利率 | 9.8% | 8.5% | 9.2% | 9.1% | 9.8% |
| ROE | 26.2% | 24.5% | 27.4% | 27.8% | 28.9% |
| ROIC | 21.0% | 22.4% | 25.6% | 26.3% | 27.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 57.4% | 59.8% | 59.5% | 59.6% | 58.0% |
| 净负债比率 | 0.2% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| 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 | 5.0 | 5.3 | 5.5 | 5.6 | 5.4 |
| 应收账款周转率 | 11.9 | 11.9 | 11.8 | 11.9 | 11.6 |
| 应付账款周转率 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.6 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 9.59 | 10.92 | 14.86 | 18.51 | 23.89 |
| 每股经营净现金 | 19.37 | 25.84 | 22.07 | 28.97 | 33.07 |
| 每股净资产 | 40.36 | 48.88 | 59.56 | 73.61 | 91.95 |
| 每股股利 | 3.80 | 4.18 | 4.46 | 5.55 | 7.17 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 26.8 | 23.5 | 17.3 | 13.9 | 10.7 |
| PB | 6.4 | 5.2 | 4.3 | 3.5 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 29.8 | 23.1 | 16.7 | 13.5 | 10.4 |

资料来源：公司数据、招商证券

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。