春风动力（603129）

2026 年中报点评：业绩符合我们预期，四轮&两轮双曲线动能充沛

2026 年 09 月 11 日

证券分析师 黄细里
执业证书：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn

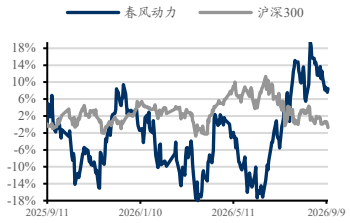
买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	15,038	19,746	25,932	32,561	37,041
同比（%）	24.18	31.30	31.33	25.56	13.76
归母净利润（百万元）	1,472	1,675	2,473	3,097	3,993
同比（%）	46.08	13.83	47.62	25.24	28.91
EPS-最新摊薄（元/股）	9.59	10.92	16.11	20.18	26.02
P/E（现价&最新摊薄）	30.19	26.52	17.97	14.35	11.13

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年半年度报告：2026H1 公司实现营收 133.86 亿元，同比+35.82%；实现归母净利润 10.65 亿元，同比+6.26%；实现扣非归母净利润 10.50 亿元，同比+10.44%。
- **单季度看：**2026Q2 公司实现营收 80.27 亿元，同/环比分别+43.22%/+49.80%；实现归母净利润 6.42 亿元，同/环比分别+9.41%/+51.87%；实现扣非归母净利润 6.33 亿元，同/环比分别+17.20%/+51.96%，单季营收与归母净利润均创历史新高。
- **汇兑与研发投入短期拖累利润率：**1）2026H1 公司财务费用为 1.30 亿元，2025H1 为-1.13 亿元，同比增加 2.43 亿元，主要由于 26H1 汇兑损失同比增加 2.53 亿元；2）研发费用为 7.86 亿元，同比+43.24%（增加 2.37 亿元），研发费用率为 5.87%，同比+0.30pct。
- **全地形车量价齐升，龙头地位稳固。**2026H1 公司全地形车销量 13.11 万台，收入 71.46 亿元，同比+51.05%，ASP 约 5.45 万元（2025 全年为 4.88 万元），量价齐升驱动收入高增。26H1 公司全地形车出口额占全国总出口额的 72.47%，持续领先，行业龙头地位稳固。
- **摩托车海外延续高增，国内中大排龙头优势巩固。**2026H1 公司燃油两轮车总销量 19.64 万台，同比+30.62%，收入约 40 亿元。其中：1）外销 9.80 万台，收入 23.15 亿元，同比+40.41%，北美持续投放中大排高端车型、欧洲迭代优化渠道体系，叠加 MotoGP 赛事赋能与拉美、亚洲渠道加速扩张；2）内销 9.84 万台，收入 16.85 亿元，200cc 以上跨骑车型国内市占率达 24.34%（交强险数据），位居行业首位。
- **极核放量延续，第三增长曲线成型。**2026H1 公司极核品牌实现销量 33.80 万台，收入 11.62 亿元，同比+33.15%：1）产品方面，公司产品覆盖电动自行车、电动摩托车两大品类，打通从入门实用到高端性能的全价格带布局；2）渠道方面，26H1 全网总量突破 2600 家，一线至三线核心城市覆盖深度持续提升。随着新品进一步放量及新国标带动新一轮替换需求释放，我们认为公司 2026 年电动两轮业务有望实现扭亏为盈。
- **盈利预测与投资评级：**综合考虑公司全地形车业务的出口退税对公司业绩的正面影响和汇兑损失&行业竞争加剧对利润的负面影响，我们维持对公司 2026 年归母净利润为 24.73 亿元的预测，考虑到公司全地形车及极核品牌的亮眼表现，我们将公司 2027 年的归母净利润预测上调至 30.97 亿元（原为 27.37 亿元），并预测公司 2028 年归母净利润为 39.93 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**全球贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	289.50
一年最低/最高价	213.80/329.60
市净率(倍)	5.55
流通 A 股市值(百万元)	44,433.26
总市值(百万元)	44,433.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	52.17
资产负债率(%,LF)	65.45
总股本(百万股)	153.48
流通 A 股(百万股)	153.48

相关研究

《春风动力(603129)：2025 年三季报点评：归母净利润同比+11%，全地形车需求向好》

2025-10-20

《春风动力(603129)：2025 年中报点评：Q2 业绩超预期，三大业务高速增长》

2025-08-12

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 2026Q2 营收&利润再创新高 4
2. 主业：三大业务齐头并进，全地形车量价齐升 5
3. 盈利预测与投资评级 7
4. 风险提示 7



图表目录

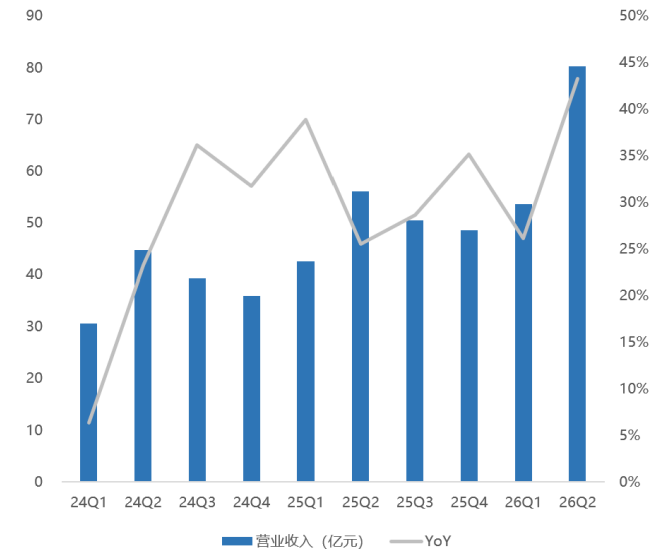
图 1： 公司分季度营收（亿元）及同比情况.....4
图 2： 公司分季度归母净利（亿元）及同比情况.....4
图 3： 公司分季度毛利率和归母净利率情况.....5
图 4： 公司分季度费用率情况.....5
图 5： 公司历年两轮车&全地形车（四轮车）销量.....6
图 6： 公司历年两轮车和四轮车营收占比.....6
图 7： 公司历年两轮车和四轮车单车收入（元）.....6
图 8： 公司历年两轮车和四轮车单车毛利（元）.....6

1. 2026Q2 营收&利润再创新高

公司发布 2026 年半年报：1）2026H1 公司实现营收 133.86 亿元，同比+35.82%；实现归母净利润 10.65 亿元，同比+6.26%；实现扣非归母净利润 10.50 亿元，同比+10.44%。2）单季度看，2026Q2 公司实现营收 80.27 亿元，同/环比分别+43.22%/+49.80%；实现归母净利润 6.42 亿元，同/环比分别+9.41%/+51.87%；实现扣非归母净利润 6.33 亿元，同/环比分别+17.20%/+51.96%。2026Q2 单季营收与归母净利润均创历史新高。

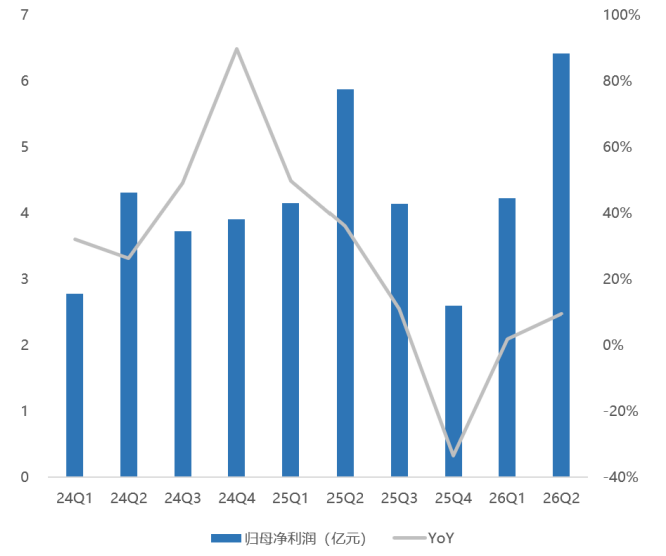
从 2026H1 整体表现来看，收入端延续高增，现金流保持稳健：2026H1 公司营收达 133.86 亿元，同比+35.82%，全地形车、燃油摩托车、极核电动三大业务共同拉动；利润增速慢于收入主要受汇兑损失及研发投入加大影响；经营活动现金流量净额为 38.13 亿元，同比-1.74%，其中 2026Q2 单季经营活动现金流量净额为 26.09 亿元，同比+62.30%。

图1：公司分季度营收（亿元）及同比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司分季度归母净利（亿元）及同比情况

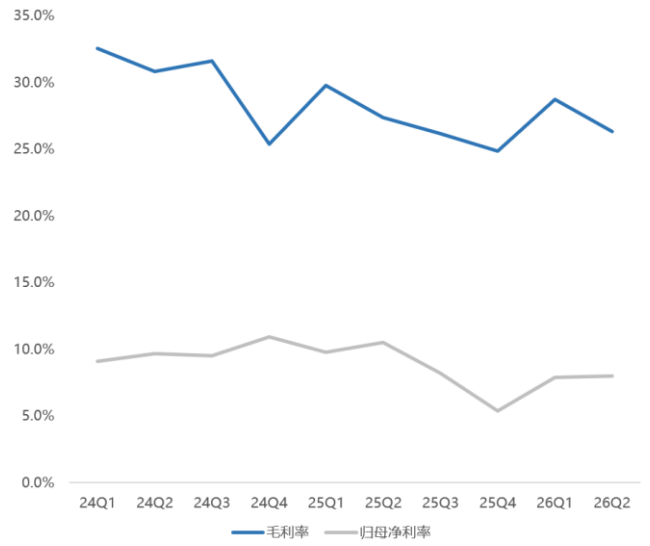


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2026Q2 毛利率环比回落，费用率环比改善：1）公司 2026Q2 毛利率为 26.29%，同/环比分别-1.05/-2.41pct；2）期间费用率为 14.24%，同/环比分别+0.69/-2.90pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.36%/3.28%/6.06%/0.54%，同比分别-0.98/-0.75/+0.69/+1.72pct。收入规模高增摊薄下，销售与管理费用率同比明显改善，研发费用与财务费用为主要拖累项。

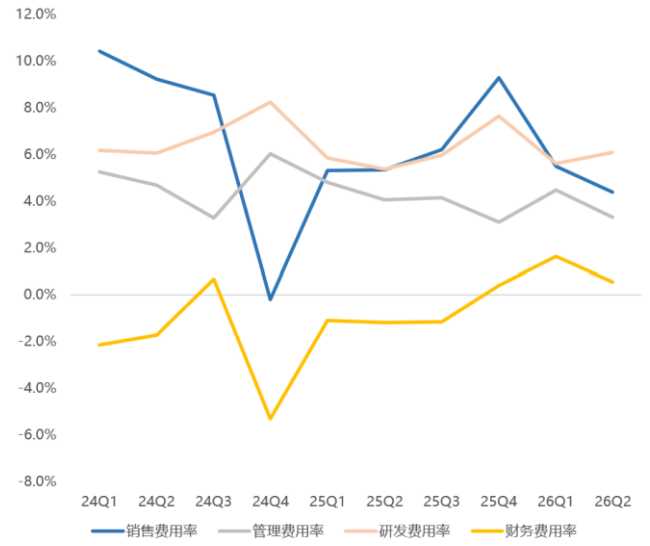
2026H1 财务费用同比影响 2 亿元以上：1）2026H1 公司财务费用为 1.30 亿元，2025H1 为-1.13 亿元，同比增加 2.43 亿元，主要由汇率波动形成的汇兑损失所致（26H1 汇兑损失同比增加 2.53 亿元）；2）研发费用为 7.86 亿元，同比+43.24%（增加 2.37 亿元），研发费用率为 5.87%，同比+0.30pct；3）资产及信用减值损失合计为-0.38 亿元，2025H1 为+0.41 亿元，对利润的负面影响同比增加 0.79 亿元。上述因素共同导致 2026H1 公司归母净利率为 7.95%，同比-2.21pct。

图3：公司分季度毛利率和归母净利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司分季度费用率情况



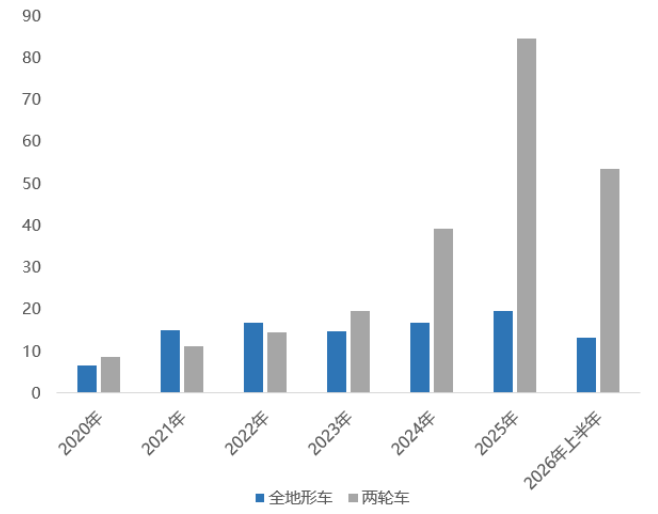
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 主业：三大业务齐头并进，全地形车量价齐升

量：2026H1 三大业务销量同比全面高增，全地形车量价齐升。2026H1 公司全地形车销量 13.11 万台，收入 71.46 亿元，同比+51.05%；燃油两轮车销量 19.64 万台，同比+30.62%，收入 40.00 亿元；电动两轮车（极核品牌）销量 33.80 万台，收入 11.62 亿元，同比+33.15%。合计来看，2026H1 公司四轮车销量 13.11 万辆、两轮车销量 53.44 万辆。从单车收入来看，2026H1 公司四轮车单车收入 5.45 万元，较 2025 全年的 4.88 万元提升 11.74%，再创新高；两轮车单车收入为 0.97 万元，较 2025 全年的 0.99 万元下滑 2.39%。其中，全地形车 ASP 提升主要系 Z10-4、C4、C5、G5 等新品驱动高端车型放量；两轮单车收入下滑主要系单车售价较低的电动两轮销量占比维持高位（占两轮车销量的 63.25%）。

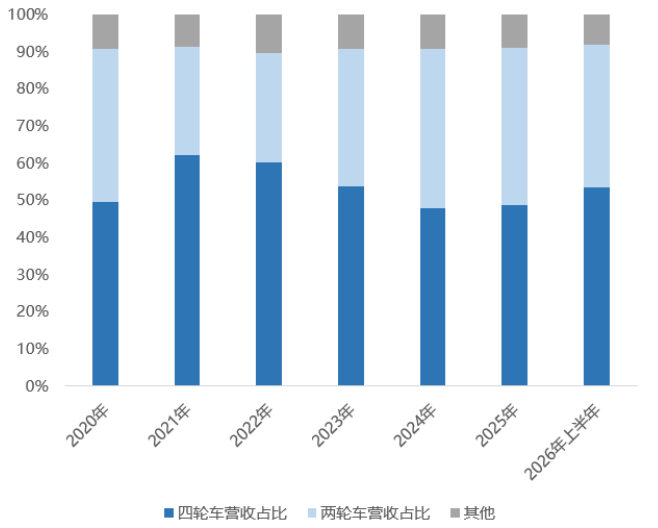
利：四轮车营收占比回升，综合毛利率短期承压。2026H1，公司四轮车和两轮车营收占比分别为 53.38%和 38.56%，较 2025 全年分别+4.72pct 和-3.89pct，全地形车增速更快。盈利端，2026H1 公司毛利率为 27.26%，同比-1.12pct，其中 2026Q2 为 26.29%，同比-1.05pct。我们认为，随着全地形车 ASP 持续上行、摩托车外销占比提升以及极核规模效应逐步释放，公司毛利率有望逐步企稳回升。

图5：公司历年两轮车&全地形车（四轮车）销量



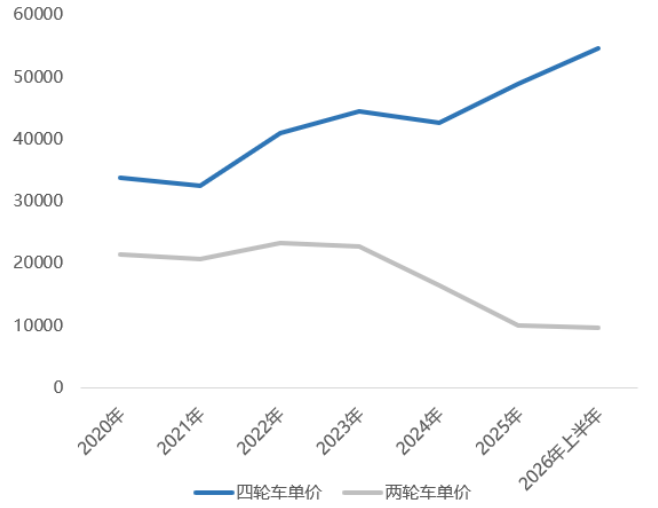
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司历年两轮车和四轮车营收占比



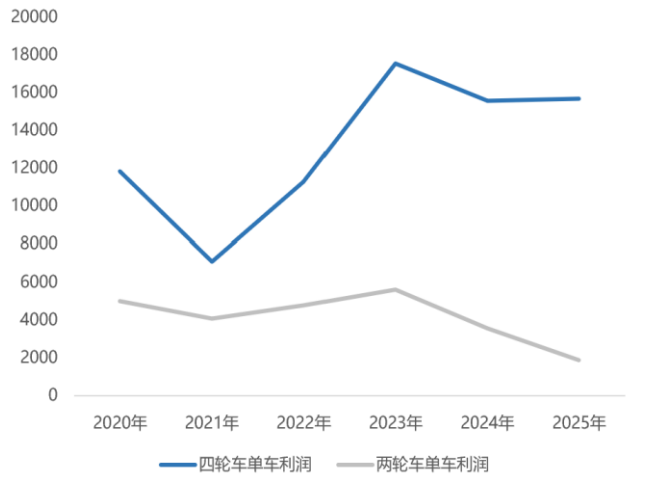
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司历年两轮车和四轮车单车收入（元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：公司历年两轮车和四轮车单车毛利（元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

全地形车夯实基本盘，油摩加速出海&极核势能延续：

1）全地形车：2026H1 公司全地形车销量 13.11 万台，营收 71.46 亿元，同比+51.05%. 作为公司核心营收支柱，26H1 公司全地形车出口额占全国总出口额的 72.47%，持续领先，行业龙头地位稳固。产品端加快迭代，公司先后推出 Z10-4、C4、C5、G5 等系列新品，精准覆盖家用代步、专业作业等多元使用场景，高端车型放量驱动 ASP 提升至 5.45 万元。受益于产品矩阵优化及海外渠道赋能，公司经营韧性与盈利质量有望进一步提升。

2）燃油摩托车：2026H1 公司燃油两轮车总销量 19.64 万台，同比+30.62%，营收约为 40 亿元。其中，内销 9.84 万辆/外销 9.80 万辆，营收分别为 16.85 亿元/23.15 亿元，外销营收同比+40.41%，出口仍是核心增量来源。国内市场方面，2026H1 公司 200cc 以

上跨骑摩托车国内市占率达 24.34%（交强险数据），位居行业首位，500SR 四缸仿赛领跑中排四缸细分市场，150SC-F 踏板、1000MT-X 公升旗舰休旅等车型分别夯实走量基础与高端价值标杆。海外市场方面，北美加大中大排高端车型投放，持续抢占高端玩乐机车赛道份额；欧洲深耕成熟市场，迭代优化渠道体系并完善 450MT、675SR、1000MT-X 等中大排产品矩阵；叠加 MotoGP 赛事赋能，拉美、亚洲渠道加速扩张，订单持续增长。

3）电动两轮：2026H1 公司极核电动实现销量 33.80 万台，营业收入 11.62 亿元，同比+33.15%。产品端，公司持续完善全品类产品矩阵，先后推出 EZ2i、EZ1i、AE4SE+、AE426、AE3、AE2 等多款产品，覆盖电动自行车、电动摩托车两大品类，打通从入门实用到高端性能的全价格带布局，并依托 C-LinkOS2.0 智能交互系统与核心动力技术优势持续强化产品差异化。渠道端，公司遵循“用户密度+场景适配”的布局策略，2026H1 全网总量突破 2600 家，一线至三线核心城市覆盖深度持续提升，同时积极引入跨行业优质商家资源、优化渠道结构。我们认为，随着公司电动两轮销量的进一步提升，规模化效应将持续加码盈利能力；2026 年随着新国标带动新一轮尾部产能出清和替换需求增长，公司电动两轮业务有望实现扭亏为盈。

产能方面，公司国内生产基地已形成杭州、重庆、株洲“三位一体”的成熟联动格局，并正式启动嘉兴基地建设。2026H1 公司资本开支为 7.58 亿元，同比+177.7%；期末在建工程为 7.95 亿元，同比+331.5%，产能建设持续推进。

3. 盈利预测与投资评级

综合考虑公司全地形车业务的出口退税对公司业绩的正面影响和汇兑损失&行业竞争加剧对利润的负面影响，我们维持对公司 2026 年归母净利润为 24.73 亿元的预测，考虑到公司全地形车及极核品牌的亮眼表现，我们将公司 2027 年的归母净利润预测上调至 30.97 亿元（原为 27.37 亿元），并预测公司 2028 年归母净利润为 39.93 亿元，维持“买入”评级。

4. 风险提示

全球贸易环境恶化风险。公司海外营收占比约 70%，全球贸易环境的恶化将影响公司海外需求，进而对公司收入和利润造成直接影响。

新车型上量不及预期风险。公司市场份额的进一步提升依赖于具备高产品竞争力的新车型放量，新车型上量不及预期将显著影响公司业绩增长。

运价/汇率等波动风险等。公司海外营收占比约 70%，若运价/汇率波动加大，将显著影响公司盈利能力。

春风动力三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**15,334**	**20,662**	**27,020**	**33,187**
货币资金及交易性金融资产	9,577	12,928	17,573	22,608
经营性应收款项	2,115	2,646	3,313	3,761
存货	2,873	4,211	5,148	5,742
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	770	877	986	1,075
非流动资产	**3,936**	**4,255**	**4,405**	**4,515**
长期股权投资	231	231	231	231
固定资产及使用权资产	2,096	2,320	2,496	2,628
在建工程	508	487	421	369
无形资产	267	297	327	357
商誉	32	32	32	32
长期待摊费用	60	65	65	65
其他非流动资产	742	823	833	833
资产总计	**19,270**	**24,916**	**31,426**	**37,701**
流动负债	**11,196**	**14,488**	**17,754**	**19,864**
短期借款及一年内到期的非流动负债	30	44	44	44
经营性应付款项	9,710	12,693	15,564	17,407
合同负债	465	519	651	741
其他流动负债	992	1,232	1,494	1,671
非流动负债	**337**	**320**	**320**	**320**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	218	218	218	218
其他非流动负债	118	101	101	101
负债合计	**11,533**	**14,808**	**18,074**	**20,183**
归属母公司股东权益	7,502	9,797	12,944	16,987
少数股东权益	235	312	407	531
所有者权益合计	**7,737**	**10,108**	**13,352**	**17,518**
负债和股东权益	**19,270**	**24,916**	**31,426**	**37,701**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**19,746**	**25,932**	**32,561**	**37,041**
营业成本(含金融类)	14,427	19,040	23,347	26,111
税金及附加	372	488	613	697
销售费用	1,286	1,348	1,693	1,926
管理费用	786	1,011	1,257	1,416
研发费用	1,220	1,556	1,954	2,222
财务费用	(153)	352	249	224
加:其他收益	61	78	98	111
投资净收益	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(5)	(75)	(75)	(75)
资产处置收益	1	2	2	3
营业利润	**1,866**	**2,142**	**3,475**	**4,484**
营业外净收支	13	645	15	15
利润总额	**1,879**	**2,787**	**3,490**	**4,499**
减:所得税	145	237	297	382
净利润	**1,734**	**2,550**	**3,193**	**4,117**
减:少数股东损益	58	76	96	123
归属母公司净利润	**1,675**	**2,473**	**3,097**	**3,993**
每股收益-最新股本摊薄(元)	10.92	16.11	20.18	26.02
EBIT	1,720	3,139	3,738	4,723
EBITDA	1,986	3,426	4,058	5,074
毛利率(%)	26.94	26.58	28.30	29.51
归母净利率(%)	8.48	9.54	9.51	10.78
收入增长率(%)	31.30	31.33	25.56	13.76
归母净利润增长率(%)	13.83	47.62	25.24	28.91

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,966	4,145	5,103	5,481
投资活动现金流	(773)	(560)	(452)	(441)
筹资活动现金流	(502)	92	(5)	(5)
现金净增加额	2,607	3,351	4,646	5,035
折旧和摊销	267	287	319	351
资本开支	(752)	(523)	(443)	(442)
营运资本变动	2,025	1,277	1,528	952

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	49.17	63.75	84.25	110.60
最新发行在外股份（百万股）	153	153	153	153
ROIC(%)	21.85	31.29	28.52	27.53
ROE-摊薄(%)	22.33	25.24	23.93	23.51
资产负债率(%)	59.85	59.43	57.51	53.53
P/E（现价&最新股本摊薄）	26.52	17.97	14.35	11.13
P/B（现价）	5.89	4.54	3.44	2.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

仅供内部参考，请勿外传！

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn