

收入加速，盈利稳健

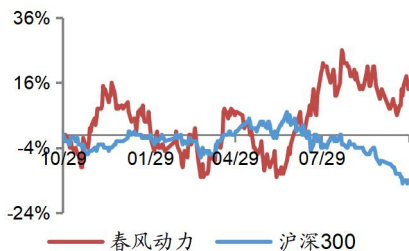
——春风动力 26Q3 点评

投资评级： 买入（维持）

报告日期： 2026-10-29

收盘价(元) 289.77
近 12 个月最高/最低(元) 329.60/213.80
总股本(百万股) 153
流通股本(百万股) 153
流通股比例(%) 100.00
总市值(亿元) 445
流通市值(亿元) 445

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002

邮箱：liuqianlin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

邮箱：zhengshaoxuan@hazq.com

相关报告

1.春风动力(603129.SH)：拐点之年：出海引擎与风险敞口共生——关税、汇兑、极核敞口如何定价？
2026-09-30

主要观点：

➤ 公司发布 26Q3 季报：

➤ **26Q3：** 营收 75.56 亿元，同比增长 49.90%；归母净利润 9.56 亿元，同比增长 131.27%；扣非归母净利润 5.09 亿元，同比增长 27.52%。

➤ 26Q3 收入超市场预期。

● 收入：主业环比加速

➤ **分业务：** 全地形车加速，燃油摩托外销向好，极核略有调整。①全地形车 26Q1-3 我们预计实现累计收入 112 亿(同比+59%)，环比 26H1 加速(H1 同比+51%)，累计销量约 20 万台，26 款库存去化进度超前；②燃油摩托车 26Q1-3 我们预计实现累计收入 61 亿(同比+26%)，累计销量约 31 万台，其中内/外销营收预计分别同比+11%/40%，外销持续向好；③极核 26Q1-3 我们预计实现累计收入 19 亿(同比+25%)，累计销量约 56 万台，全年销量预计下调至 80 万台以内，电自 3C 认证影响相对可控。

● 盈利：毛利率提升，净利率稳健

➤ **退税：** 会计操作上通过冲减营业成本，提升毛利率与增厚归母净利润，截至 26Q3 累计收到美国退税约 6.24 亿元，对应增厚归母约 4.4 亿元。

➤ **毛利率：** 产品结构优化驱动。26Q3 毛利率 33.5% (同/环比+7.3/+7.2pct)，剔除美国退税后，我们预计公司 26Q3 毛利率已环比提升，主因高毛利的全地形车业务占比提升，汇率及电子元件对毛利率仍有所拖累。拆分业务看，我们预计全地形车/燃油摩托剔除退税后，毛利率仍环比略有承压，主因汇率扰动，极核电动盈利持续改善。

➤ **期间费率：** 26Q3 销售/管理/研发/财务费率各同比-0.6/-0.1/+0.1/+1.1pct，规模效应释放持续摊薄销售/管理费率，财务费率大幅提升预计主因汇兑损失扰动。

➤ **净利率：** 26Q3 公司归母净利率 12.7% (同/环比+4.5/+4.7pct)，剔除美国退税后，我们预计公司 26Q3 归母净利率 7.4% (同/环比-0.8/-0.1pct)，盈利水平稳健。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

剔除美国大额退税后，公司 26Q3 实现收入加速、毛利率微升，加之提前去化渠道库存为 27 年新款放量奠定基础。未来展望看，26 年全地形车 U/Z 销量已大超全年目标、26Q4 存 12 月 RUV/ATV 新款接力及油摩外销高增，扰动则来自外销汇损及内销电车监管影响盈利，但我们预计极核同比仍维持减亏趋势。公司四轮高端/油摩/电摩皆存新兴市场拓展与盈利释放潜力。

盈利预测：考虑到公司新品投入节奏与汇率扰动影响，我们更新盈利预测，预计 2026-2028 年实现营收总收入 277.5/338.7/395.4 亿元（26-28 年原值为 262.6/321.1/381.6 亿元），同比增长 40.5%/22.1%/16.7%；实现归母净利润 25.9/30.6/39.7 亿元（26-28 年原值为 27.0/30.2/37.5 亿元），同比增长 54.7%/17.9%/29.8%；当前股价对应 PE 分别为 17/15/11 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

新品/海外推广不及预期、竞争加剧风险、关税汇兑地缘风险

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	19746	27751	33873	39544
收入同比 (%)	31.3%	40.5%	22.1%	16.7%
归属母公司净利润	1675	2592	3057	3967
净利润同比 (%)	13.8%	54.7%	17.9%	29.8%
毛利率 (%)	26.9%	29.1%	27.4%	27.7%
ROE (%)	22.3%	26.4%	23.7%	23.5%
每股收益 (元)	10.99	16.89	19.92	25.85
P/E	25.36	17.16	14.55	11.21
P/B	5.67	4.53	3.45	2.64
EV/EBITDA	16.71	8.83	6.77	4.43

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2026 年 10 月 29 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
流动资产	15334	20763	27002	33459					
现金	9577	13145	17702	22864					
应收账款	1859	2592	3206	3720					
其他应收款	173	223	270	327					
预付账款	133	235	289	313					
存货	2873	3825	4712	5398					
其他流动资产	719	743	824	836					
非流动资产	3936	4512	4894	5297					
长期投资	231	297	317	346					
固定资产	1872	2067	2221	2288					
无形资产	267	311	360	415					
其他非流动资产	1566	1836	1997	2248					
资产总计	19270	25275	31896	38755					
流动负债	11196	14748	18185	20912					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	4321	5738	7102	8176					
其他流动负债	6875	9010	11083	12736					
非流动负债	337	356	356	356					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	337	356	356	356					
负债合计	11533	15105	18542	21268					
少数股东权益	235	343	470	636					
股本	153	153	153	153					
资本公积	2940	3070	3070	3070					
留存收益	4410	6604	9661	13628					
归属母公司股东权益	7502	9827	12884	16851					
负债和股东权益	19270	25275	31896	38755					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	3966	4610	5289	5941					
净利润	1734	2700	3184	4132					
折旧摊销	267	287	326	353					
财务费用	57	22	22	22					
投资损失	-1	1	2	0					
营运资金变动	2025	1680	1755	1433					
其他经营现金流	-408	941	1430	2699					
投资活动现金流	-773	-787	-710	-756					
资本支出	-752	-683	-688	-727					
长期投资	-21	-66	-20	-29					
其他投资现金流	0	-38	-2	0					
筹资活动现金流	-502	157	-22	-22					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	1	1	0	0					
资本公积增加	241	131	0	0					
其他筹资现金流	-744	25	-22	-22					
现金净增加额	2607	3569	4557	5163					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
营业收入	19746	27751	33873	39544					
营业成本	14427	19674	24584	28577					
营业税金及附加	372	513	627	732					
销售费用	1286	1665	1931	2175					
管理费用	786	971	1118	1265					
财务费用	-153	150	-38	-221					
资产减值损失	-70	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	1	-1	-2	0					
营业利润	1866	3139	3703	4805					
营业外收入	24	11	11	11					
营业外支出	11	11	11	11					
利润总额	1879	3139	3703	4805					
所得税	145	440	518	673					
净利润	1734	2700	3184	4132					
少数股东损益	58	108	127	165					
归属母公司净利润	1675	2592	3057	3967					
EBITDA	1986	3577	3990	4938					
EPS (元)	10.99	16.89	19.92	25.85					

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	31.3%	40.5%	22.1%	16.7%
营业利润	14.4%	68.2%	17.9%	29.8%
归属于母公司净利润	13.8%	54.7%	17.9%	29.8%
获利能力				
毛利率 (%)	26.9%	29.1%	27.4%	27.7%
净利率 (%)	8.5%	9.3%	9.0%	10.0%
ROE (%)	22.3%	26.4%	23.7%	23.5%
ROIC (%)	19.9%	27.1%	23.1%	22.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.8%	59.8%	58.1%	54.9%
净负债比率 (%)	149.1%	148.5%	138.8%	121.6%
流动比率	1.37	1.41	1.48	1.60
速动比率	1.05	1.09	1.18	1.30
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.25	1.18	1.12
应收账款周转率	11.94	12.47	11.69	11.42
应付账款周转率	3.77	3.91	3.83	3.74
每股指标 (元)				
每股收益	10.99	16.89	19.92	25.85
每股经营现金流(摊薄)	25.84	30.04	34.46	38.71
每股净资产	49.17	64.03	83.95	109.79
估值比率				
P/E	25.36	17.16	14.55	11.21
P/B	5.67	4.53	3.45	2.64
EV/EBITDA	16.71	8.83	6.77	4.43

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：张志邦，华安证券电新&汽车行业首席分析师，所长助理，香港中文大学金融学硕士，8年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

分析师：刘千琳，华安证券汽车行业联席首席分析师，凯斯西储大学金融学硕士，10年行业研究经验。

联系人：郑少轩，上海财经大学博士，曾任职广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

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。