

# 春风动力 (603129.SH)

## 买入 (维持评级)

### 24H1 点评: Q2 业绩超预期, 盈利能力持续改善

当前价格: 134.99 元

**事件:** 公司发布 24H1 业绩, 上半年实现营收 75.29 亿元, 同比+15.73%; 归母净利润为 7.09 亿元, 同比+28.49%; 扣非归母净利润 6.87 亿元, 同比+32.05%。单季度来看, 24Q2 实现营收 44.68 亿元, 同比+23.20%; 归母净利润为 4.31 亿元, 同比+26.35%; 扣非归母净利润 4.15 亿元, 同比+28.02%。

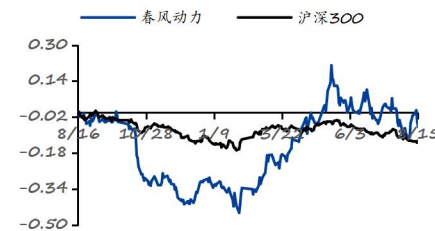
#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	151.43/151.43
流通 A 股市值(百万元)	20,441.79
每股净资产(元)	35.91
资产负债率(%)	54.60
一年内最高/最低价(元)	178.57/78.47

#### ➤ 四轮车: 基本面迎来拐点, 出货量同比转正

四轮车: H1 收入 35 亿元, 同比-1.55%, 销量 8 万台, 同比+3%, 均价 4.3 万元, 同比-4%。预计 Q2 海外去库进入尾声, 出货端同比转正, 在行业下行背景下, 保持稳健发展态势, 全地形车出口额占国内出口额的 71.75%。下半年低基数下, 全地形车有望延续 Q2 趋势。

#### 一年内股价相对走势



#### ➤ 燃油两轮: 内外销均呈现高景气, >250CC 摩托车销量登顶行业第一

燃油两轮: H1 收入 32 亿元, 同比+42%, 销量 15 万辆, 同比+56%, 均价 2.1 万元, 同比-9%。其中, H1 两轮内销收入 14.46 亿元, 同比增长 38.25%, 内销量 6.8 万台, 同比+42%, 均价同比-3%, >250CC 摩托车销量登顶行业第一。H1 两轮外销收入 18.02 亿元, 同比+45%, 销量 8.58 万台, 同比+69%, 均价同比-14%, 均价下降预计系产品结构变动。

#### 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

#### ➤ 电动两轮: 成长曲线逐步清晰

电动两轮: H1 极核电动车 2.04 万辆, 收入 1.16 亿元。目前极核品牌在国内市场聚焦江苏、广东等核心市场, 渠道增长 81.03%。积极拓展国际渠道, 产品覆盖欧洲、亚洲及南美等 30 余个国家和地区, 渠道增长 181.25%。

#### 相关报告

1、两轮外销高歌猛进, 四轮车去库尾声改善可期  
 ——2024.06.21

#### ➤ Q2 净利率同环比改善

24H1 毛利率 31.5%, 同比-1pct, 下降预计主要系两轮占比提升, Q2 毛利率 30.8%, 同比-0.5pct, Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比-1.8/+0.5/+0.3/+1.4pct, 合计+0.5pct, Q2 海外四轮车去库尾声, 促销费用减少, 销售费用率显著下降, 预计汇兑收益同比减少导致财务费用率提升。此外, 所得税同比减少约 0.4 亿元。综合来看, H1 销售净利率 9.85%, 同比+1pct, Q2 销售净利率 10.09%, 同比+0.17pct。经营现金流大幅改善。H1 经营现金流为 14.9 亿元, 同比+91%, 其中 Q2 单季度 13.9 亿元, 同比+111%, 主要系销售规模扩大。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

鉴于公司 Q2 业绩超预期, 双轮驱动逻辑持续兑现, 极核电动品牌成长曲线已现, 我们上调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 13.30、16.39、19.45 亿元 (前值为 12.3、14.8、17.2 亿元), 同比+32%、+23%、+19%, 对应 EPS 为 8.78、10.83、12.85 元, 对应 2024-2026 年 PE 分别为 15x、13x、11x, 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,378	12,110	15,190	18,538	21,753
增长率	45%	6%	25%	22%	17%
净利润 (百万元)	701	1,008	1,330	1,639	1,945
增长率	70%	44%	32%	23%	19%
EPS (元/股)	4.63	6.65	8.78	10.83	12.85
市盈率 (P/E)	29.1	20.3	15.4	12.5	10.5
市净率 (P/B)	4.9	4.1	3.3	2.7	2.3

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	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,506	6,896	7,805	10,973	营业收入	12,110	15,190	18,538	21,753
应收票据及账款	1,086	1,228	1,362	1,535	营业成本	8,053	10,366	12,503	14,655
预付账款	102	155	188	220	税金及附加	212	234	268	326
存货	1,663	2,356	3,871	3,497	销售费用	1,341	1,367	1,668	1,914
合同资产	0	0	0	0	管理费用	567	729	927	1,044
其他流动资产	352	266	303	338	研发费用	924	1,174	1,465	1,740
流动资产合计	7,709	10,901	13,528	16,564	财务费用	-191	-216	-192	-190
长期股权投资	237	237	237	237	信用减值损失	-3	0	0	0
固定资产	1,334	1,477	1,594	1,691	资产减值损失	-51	-26	-29	-35
在建工程	310	248	198	159	公允价值变动收益	1	0	-1	-3
无形资产	167	176	188	205	投资收益	1	1	1	1
商誉	0	0	0	0	其他收益	51	51	51	51
其他非流动资产	556	562	568	574	<b>营业利润</b>	<b>1,202</b>	<b>1,560</b>	<b>1,921</b>	<b>2,277</b>
非流动资产合计	2,605	2,701	2,785	2,866	营业外收入	3	3	3	3
<b>资产合计</b>	<b>10,314</b>	<b>13,602</b>	<b>16,313</b>	<b>19,430</b>	营业外支出	13	13	13	13
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,191</b>	<b>1,550</b>	<b>1,910</b>	<b>2,267</b>
应付票据及账款	4,173	6,110	7,236	8,495	所得税	135	155	191	227
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,057</b>	<b>1,395</b>	<b>1,719</b>	<b>2,040</b>
合同负债	159	273	334	392	少数股东损益	49	65	80	95
其他应付款	74	74	74	74	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,008</b>	<b>1,330</b>	<b>1,639</b>	<b>1,945</b>
其他流动负债	429	528	648	719	EPS (按最新股本摊薄)	6.65	8.78	10.83	12.85
流动负债合计	4,836	6,986	8,291	9,681					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	306	306	306	306					
非流动负债合计	306	306	306	306					
<b>负债合计</b>	<b>5,142</b>	<b>7,292</b>	<b>8,597</b>	<b>9,986</b>					
归属母公司所有者权益	5,039	6,112	7,438	9,070					
少数股东权益	133	198	278	373					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,172</b>	<b>6,310</b>	<b>7,716</b>	<b>9,443</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,314</b>	<b>13,602</b>	<b>16,313</b>	<b>19,430</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,385</b>	<b>2,723</b>	<b>1,271</b>	<b>3,543</b>
现金收益	998	1,321	1,683	2,019
存货影响	405	-693	-1,515	373
经营性应收影响	-168	-170	-137	-171
经营性应付影响	-375	1,937	1,125	1,259
其他影响	526	328	114	62
<b>投资活动现金流</b>	<b>-862</b>	<b>-236</b>	<b>-241</b>	<b>-252</b>
资本支出	-580	-231	-235	-244
股权投资	-203	0	0	0
其他长期资产变化	-78	-5	-6	-8
<b>融资活动现金流</b>	<b>-160</b>	<b>-97</b>	<b>-121</b>	<b>-123</b>
借款增加	11	0	0	0
股利及利息支付	-212	-328	-328	-328
股东融资	75	0	0	0
其他影响	-34	231	208	206

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	6.4%	25.4%	22.0%	17.3%
EBIT 增长率	109.8%	33.4%	28.8%	20.9%
归母公司净利润增长率	43.7%	32.0%	23.2%	18.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.5%	31.8%	32.6%	32.6%
净利率	8.7%	9.2%	9.3%	9.4%
ROE	19.5%	21.1%	21.2%	20.6%
ROIC	21.8%	23.3%	24.1%	23.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.9%	53.6%	52.7%	51.4%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	29	27	25	24
存货周转天数	83	70	90	91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	6.65	8.78	10.83	12.85
每股经营现金流	9.14	17.98	8.39	23.40
每股净资产	33.27	40.36	49.12	59.90
<b>估值比率</b>				
P/E	20	15	12	11
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	183	140	111	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

华福证券有限责任公司（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“华福证券有限责任公司”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：hfyjs@hfzq.com.cn