

八方股份(603489)深度研究报告

电踏车龙头供应商，全球布局增长强劲

强推(首次)

目标价: 112.9元

当前价: 95.12元

- ❖ **深耕电踏车领域15年,电踏车电机及套件全球化供应商。**八方股份是我国电踏车(也称电动助力自行车)电机及配套电气系统的龙头供应商,目前产品主要包括有轮毂电机、中置电机,以及仪表、控制器、锂电池(Pack)等多种配套产品。2018年,公司电踏车电机销量92万个,其中48万台销往欧洲,在欧美市场占有率接近30%。2003年成立至今,公司依靠轮毂电机、中置电机产品,在电踏车赛道上稳步发展,海外业务保持在40%以上。公司已在全球市场与博世、雅马哈、博泽、禧玛诺等世界一流公司展开竞争。
- ❖ **日欧电踏车潮流风起,国内厂商跃跃欲试。**电踏车(电动助力自行车, Pedelec、EPAC Bicycles),是一种介于传统电动车与自行车之间的产品。相比传统电动车,电踏车结构更接近自行车,兼顾了自行车的轻便结构与传统电动车的助力优势。欧洲电踏车渗透率(占全部自行车销量比例)已经超过10%,2017年销量达到208.8万辆,同比增长25%,2018年估计销量突破250万辆;在日本,电踏车年销量已接近70万辆每年,并且在自行车整体销量下滑的同时保持了5%左右的增长。在国内,传统电动车市场下滑,而短交通概念产品(平衡车、电动滑板车)销量快速提高、高端自行车运动品牌陆续涌现;小牛电动、小米骑记、轻客等公司先后推出多款电踏车概念产品,各路厂商跃跃欲试,国内电踏车市场正在孕育。
- ❖ **电踏车电气配件龙头,全球布局增长动力强劲。**公司主要产品为电踏车电机与套件、锂电池(PACK),海外业务占比接近45%,在欧洲市场占有率超过30%。公司海外电机业务中,近八成海外销售在欧洲市场。2018年公司进入日本市场,同时成为美国共享电动车JUMP产品供应商。随着下游客户“一站式”需求提升,公司套件、锂电池配套业务也开始爆发式增长。目前,公司已在美国、波兰等地区设立子公司,已具备完善全球销售体系。与国际一线厂商相比,公司产品丰富、技术扎实且灵活性高,能够更好的为客户提供定制化服务。公司在全球市场份额正在不断提高。
- ❖ **受益全球市场、扩充业务门类,公司进入高速成长期。**在标准体系完善的日欧市场,电踏车保持了20%左右的增速,北美、国内市场也在孕育爆发。电踏车产品属中高端消费品,下游市场爆发同时价格依然稳中有升。2018年,公司出口欧洲的中高端产品中置电机达到11万台,相比2016年增长182%,单价也有所提高,带动公司业绩快速增长。与此同时,客户“一站式”需求下,公司套件、锂电池配套业务也带动公司产品门类日益丰富。随着全球市场增长与公司自身业务拓展,公司有望进入一轮高速成长期。
- ❖ **盈利预测与评级。**我们预计2019~2021年公司归母净利润可实现3.38、4.52、5.78亿元,对应当前股价PE分别为34、25、20倍。考虑到公司下游市场未来几年的高速增长,公司净利润有望保持年均30%以上的增长,结合公司产品行业属性,给予公司2020年业绩30倍估值,目标价112.9元,首次覆盖给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**欧洲反倾销贸易政策恶化;公司日本市场开拓进度不及预期;传统电动车零部件供应商切入竞争;公司募投项目产能利用不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	942	1,270	1,748	2,304
同比增速(%)	53.1%	34.8%	37.6%	31.8%
归母净利润(百万)	232	338	452	578
同比增速(%)	335.7%	45.6%	33.5%	27.8%
每股盈利(元)	2.58	2.82	3.76	4.81
市盈率(倍)	37	34	25	20
市净率(倍)	19	6	5	4

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2019年12月9日收盘价

华创证券研究所

证券分析师:胡毅

电话:0755-82027731

邮箱:huyi@hcyjs.com

执业编号:S0360517060005

证券分析师:邱迪

电话:010-63214660

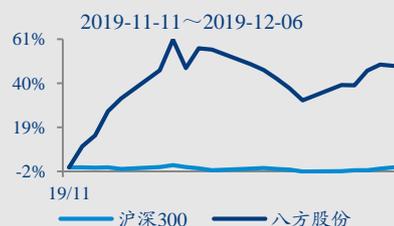
邮箱:qiudi@hcyjs.com

执业编号:S0360518090004

公司基本数据

总股本(万股)	12,000
已上市流通股(万股)	3,000
总市值(亿元)	111.29
流通市值(亿元)	27.82
资产负债率(%)	26.5
每股净资产(元)	5.5
12个月内最高/最低价	104.95/52.13

市场表现对比图(近12个月)



目录

一、深耕电踏车领域 15 年，时尚风起全球市场空间广阔.....	5
二、日欧电踏车潮流风起，国内市场跃跃欲试.....	7
（一）日欧标准体系完善，市场处于快速发展期.....	8
（二）北美市场与日欧迥异，共享市场有望成为新需求.....	10
（三）国内电踏车发展滞后，轻便、运动时尚风日渐兴起.....	12
（四）国内电动车市场需求下降，新需求产品演进孕育.....	15
三、电踏车电气配件龙头，全球布局增长动力强劲.....	18
（一）中置电机、轮毂电机为主营业务，套件、电池配套业务协同增长.....	18
（二）国内外市场初具影响力，全球布局市场空间广阔.....	21
（三）上游原材料通用性强，规模效应带动毛利率提升.....	23
（四）募投大幅扩产，应对市场增长、增强规模效应.....	26
四、盈利预测.....	27
五、风险提示.....	28

图表目录

图表 1	公司主要业务为电踏车电机及电气系统配件	5
图表 2	电踏车介于自行车与传统电动车之间	5
图表 3	公司总营收持续增长、海外收入占比保持 44% 左右（单位：亿元）	6
图表 4	公司实控人为董事长、总经理王清华	6
图表 5	公司主要高管经历	7
图表 6	电踏车不使用独立的输出控制	7
图表 7	普利司通辅助动力（PAS）系统工作原理示意图	8
图表 8	日欧是电踏车主要消费地区	8
图表 9	欧洲电踏车销量保持 20% 以上增速	9
图表 10	日本电踏车销量保持增长	9
图表 11	公司主要业务为电踏车电机及电气系统配件	9
图表 12	公司轮毂电机及中置电机产品中 BBS 系列产品为功率较大，中置电机 Max 系列功率较小	11
图表 13	雅迪、新日传统电动车平均售价在 1000~2500 元之间（单位：元/辆）	12
图表 14	小米骑记电助力折叠自行车	13
图表 15	小米骑记电助力自行车	13
图表 16	NIU AERO EB-01 电动助力车	13
图表 17	轻客（Tsinova）ION 电动助力车	13
图表 18	HIMO C20 电动车助力车	13
图表 19	轻客（Tsinova）TF01 电动助力车	13
图表 20	轻客（Tsinova）TP01 电动助力车	14
图表 21	轻客（Tsinova）TP02 电动助力车	14
图表 22	国内部分电踏车车型数据统计	14
图表 23	我国电动自行车产量在 2017 年左右已见顶（单位：万辆）	15
图表 24	我国“电动车”国标分类（部分条件）	15
图表 25	上市电动车厂家销量	16
图表 26	上市电动车厂家销量增速	16
图表 27	平衡车销量、产量及其增速（单位：万辆）	17
图表 28	九号智能产品价格（单位：元）	17
图表 29	公司主要业务为电踏车电机及电气系统配件	18
图表 30	公司主要业务为电踏车电机（单位：%）	18
图表 31	公司主要收入来自于电踏车电机（单位：亿元）	18
图表 32	公司收入保持高速增长（单位：亿元）	19

图表 33	公司主要产品为电踏车电机（单位：亿元）	19
图表 34	公司在欧洲市场电机销售量价齐升（单位：台，元/台）	19
图表 35	公司海外收入占比保持稳定（单位：%）	20
图表 36	电机业务中欧洲市场占比超过 8 成（单位：%）	20
图表 37	公司电池配套销量快速增长（单位：套）	20
图表 38	公司在欧美市场占有率达到 28%	21
图表 39	公司境外客户名单	21
图表 40	公司国外、国内主要竞争对手	22
图表 41	公司客户数量保持增长	23
图表 42	公司上游原材料构成较为分散（2019 年 1-6 月份）	24
图表 43	公司上游原材料单价保持稳定（单位：元/件、元/根、元/片）	24
图表 44	中置电机结构更加复杂	25
图表 45	公司收入保持高速增长（单位：万台）	25
图表 46	公司主要产品为电踏车电机	25
图表 47	公司产品毛利率规模效应显著（单位：元/件、元/根、元/片）	26
图表 48	公司国外、国内主要竞争对手	26
图表 49	公司产品销量预测表（单位：亿元、万台、万件、元/台）	27
图表 50	公司产品销量预测表（单位：亿元、万台、万件）	27

一、深耕电踏车领域 15 年，时尚风起全球市场空间广阔

八方股份是我国电踏车（也称电动助力自行车）电机及配套电气系统的龙头供应商，目前产品主要为包括有轮毂电机、中置电机，以及仪表、控制器、锂电池（Pack）等多种配套产品。2018 年，公司电踏车电机销量 92 万个，其中 48 万台销往欧洲，在欧美市场占有率接近 30%。

图表 1 公司主要业务为电踏车电机及电气系统配件



资料来源：招股说明书，华创证券

电踏车异军突起，日欧市场持续增长。电踏车，也称电动助力自行车（英文俗称 Pedelec，标准称谓 Electrically Power Assisted Cycles — EPAC Bicycles，以下简称“电踏车”或“电动助力车”），是一种介于传统电动车与自行车之间的产品。不同于传动电动车，电踏车通过捕捉使用者脚踏力度或速度生成信号，控制电机产生辅助动力，而传统电动车通过手动旋把控制独立控制。相比传统电动车，电踏车更贴近自行车结构，更加轻便，也更具时尚感，在运动、爬山电动助力与通勤、等方面进行了平衡。欧洲电踏车渗透率（占全部自行车销量比例）已经超过 10%，2017 年销量达到 208.8 万辆，同比增长 25%，2018 年估计销量突破 250 万辆；在日本，电踏车年销量已接近 70 万辆每年，并且在自行车整体销量下滑的同时保持了 5% 左右的增长。

图表 2 电踏车介于自行车与传统电动车之间

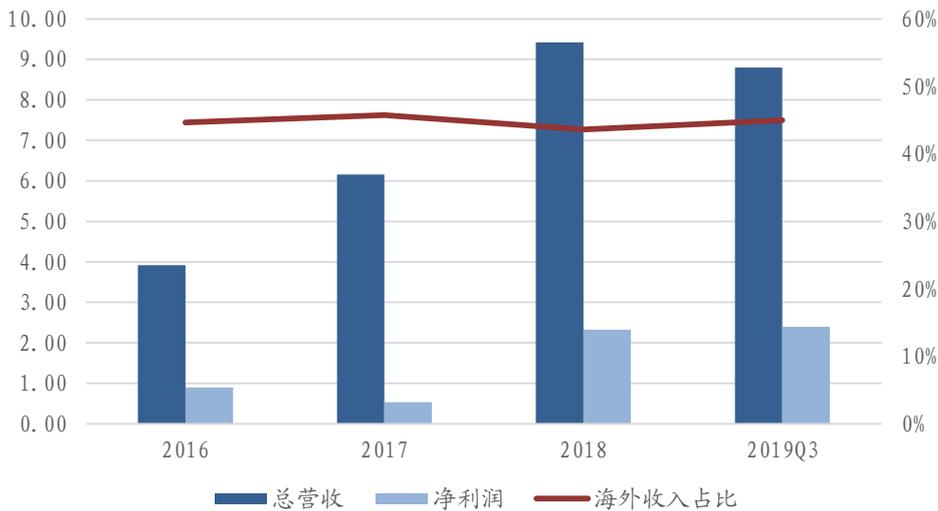


资料来源：招股说明书，华创证券

深耕电踏车赛道，欧美市占率接近 30%。2003 年成立至今，公司依靠轮毂电机、中置电机产品，在电踏车赛道上稳步发展，2015 年至今海外业务保持在 40% 以上。2014 年公司成功研制力矩传感器，成为全球少数具备这一技术

能力的公司之一。2018年,公司在与直面博世(BOSCH)、博泽(Brose)竞争的同时,在欧美市场的占有率达到28%左右。同时,2018年公司开始进入日本市场与一线品牌(雅马哈、禧玛诺、松下等)直面竞争,全球化脚步进一步开拓。2018年公司收入突破9亿元,连续两年实现50%以上增长,2019年前三季度继续保持了38%的高速增长。近5年来,公司海外业务收入占比保持在44%左右,已形成完善的海外业务体系。

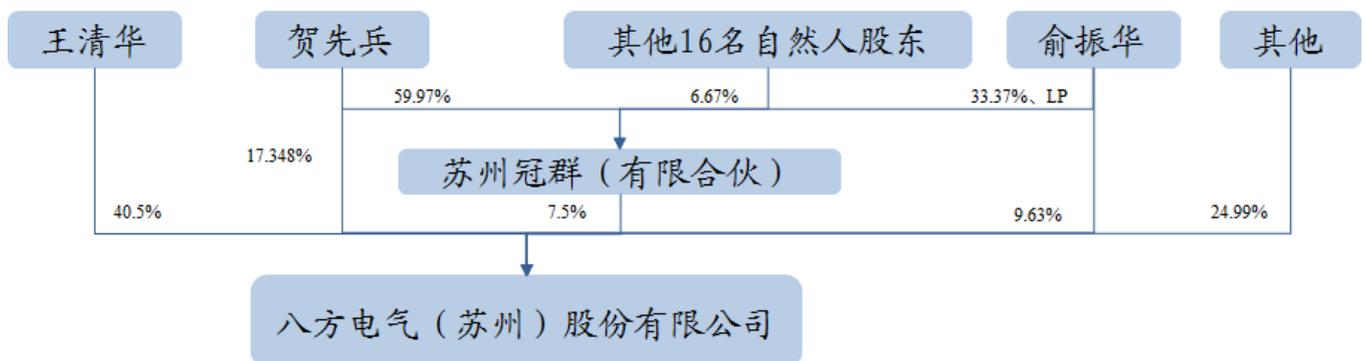
图表 3 公司总营收持续增长、海外收入占比保持44%左右(单位:亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

创始团队来自电动车行业,股权结构清晰、管理层稳定。目前公司实控人为王清华,任公司董事长及总经理,持股比例40.5%,排名二三自然人股东贺先兵、俞振华均为公司董事、副总经理,分别直接持股17.3%、9.6%,并分别持有占公司7.5%股份的持股平台苏州冠群59.97%、33.37%的股份。这三位公司管理层,均曾在苏州小羚羊电动车电机厂工作,2003年创立公司前身奇骏电机,后改名八方有限。2003~2017年,公司多次股权转让、增资,并于2017年6月整体改制股份公司。公司目前实控人王清华,二、三名股东贺先兵、俞振华合计持有公司67.57%股份,加上苏州冠群7.5%股份后,合计持有75.07%股份。公司股权结构较为明晰,主要股东、高管团队合作经历已久,管理体系稳定。

图表 4 公司实控人为董事长、总经理王清华



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 公司主要高管经历

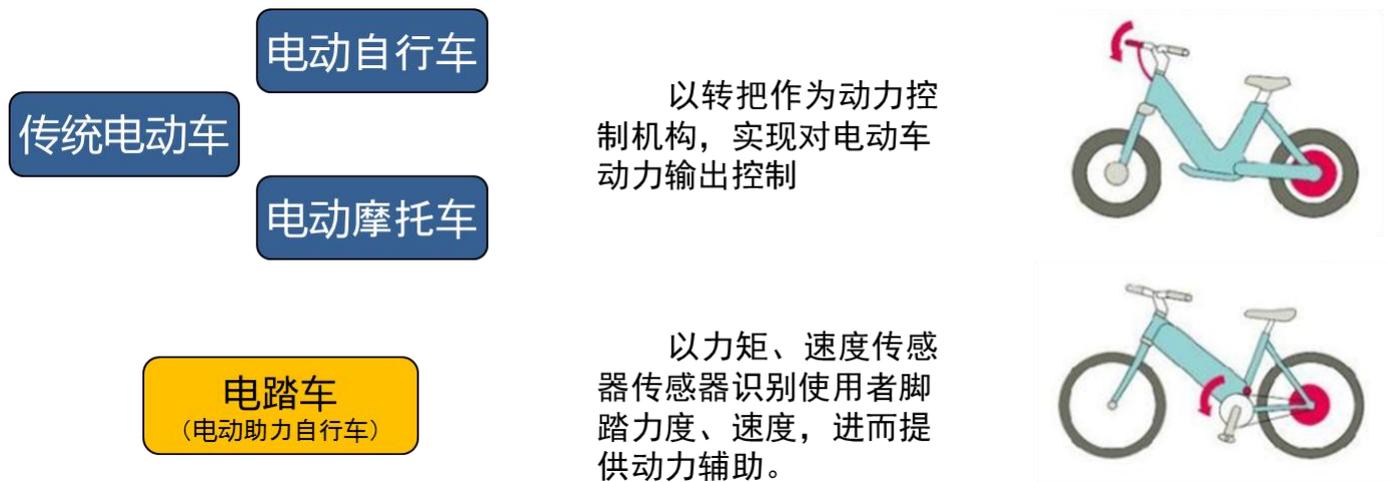
高管姓名	职务	主要经历
王清华	董事长、总经理	1965 年出生，大学学历。曾任南京控制电机厂技术员至副厂长；南京控达电机总经理、法定代表人；苏州小羚羊电动车副总经理及附属电机厂长。2003 年加入八方股份。
贺先兵	董事、副总经理	1976 年出生，大专学历，曾任苏州小羚羊电动车长城车用电机厂工程师主管，2003 年加入八方股份。
俞振华	董事、副总经理	1964 年出生，曾任苏州小羚羊电动车有限公司办公室主任，2003 年加入八方股份。

资料来源：招股说明书，华创证券整理

二、日欧电踏车潮流风起，国内市场跃跃欲试

电踏车（英文俗称 Pedelec，标准称谓 Electrically Power Assisted Cycles — EPAC Bicycles）是一种介于自行车与传统电动车之间的产品，也称电动助力车。按照日欧标准要求，电踏车不使用手动转把控制车辆，而需要人力踩踏，通过传感器感知踩踏动作，生成信号使电机产生辅助动力，电机不可独立输出动力。一般来看，电踏车较传统电动车结构与自行车基本一致，更加轻便，也更符合部分运动人士的需求，多为轻松代步和休闲健身为主，在短交通领域具有非常大的优势。电踏车保留了原始自行车使用方式（脚踏）的同时，引入辅助动力系统，整体驾驶体验更加贴近自行车，也增加了骑行里程、爬坡能力、逆风驾驶等性能。

图表 6 电踏车不使用独立的输出控制



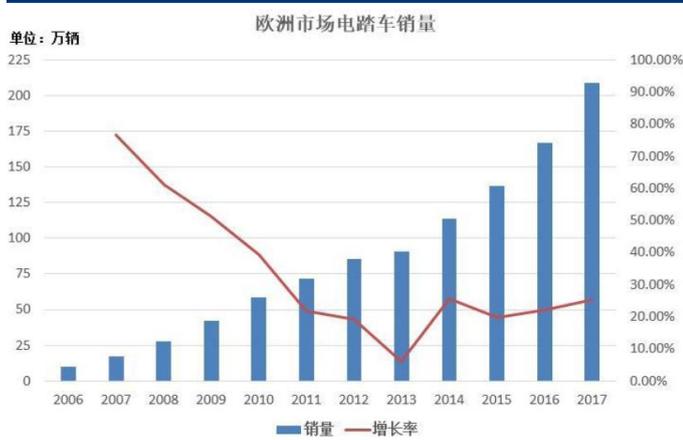
资料来源：招股说明书，禧玛诺官网，华创证券

电踏车保留原始骑行体验，智能化提供辅助动力。电踏车通常配置了力矩传感器、速度传感器，能够通过骑行踩踏的速度、力度判断骑行状态。在起步阶段，人力与辅助动力系统配合，增加出力；在平坦路段维持一定出力保持速度，使骑行者出力最小；在爬坡阶段，增加辅助出力缓解。同时，日欧标准中要求辅助动力系统也有一定的出力上限，例如在日本标准中要求超过 25km/h 时，便要停止助力。

发迹日本，欧洲市场近年来爆发。在日欧较为完善的标准体系下，结合日欧小城镇和小城市的交通实际情况，对于电踏车的需求迎来了较为快速的增长。日本国内多为丘陵地形、道路崎岖不平，日本居民特别是妇女儿童骑自行车出行十分费力，因此研发通过电机驱动系统提供辅助动力的电踏车成为了当时日本的必要选择。因此，日本也较早的研发生产了电踏车产品。电踏车在 21 世纪初进入欧洲市场，在经历了初期（2006—2010 年）的“井喷式”发展后，目前已进入稳步增长阶段，年增长率稳定在 15%-25% 左右。

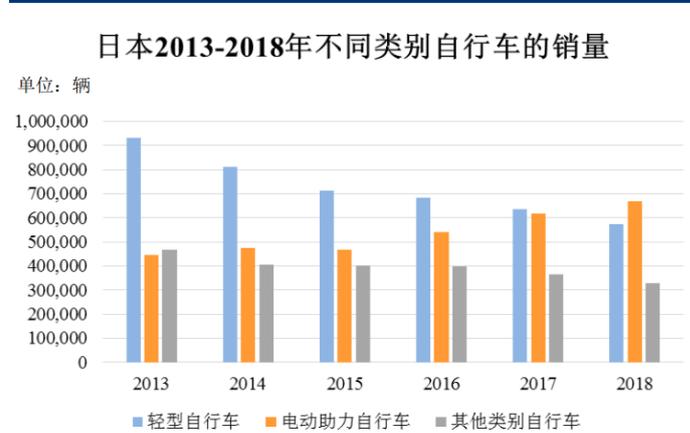
电踏车在欧洲市场发展迅速，销量从 2006 年的 9.8 万辆增长到 2017 年的 208.8 万辆，2017 年度的销量较 2016 年度增长了 25.30%，近十一年复合增长率达到 32.06%。2017 年欧洲电踏车销量前四的国家为德国、荷兰、比利时、法国，其中德国销售了 72 万辆、荷兰销售了 29.4 万辆、比利时销售了 21.83 万辆、法国销售了 25.49 万辆，上述四国销量总额占比超过欧洲市场的 70%。荷兰、德国、比利时、丹麦等欧洲大陆国家有着较为悠久的自行车文化传统，电踏车在不改变“骑行”特质的前提下，让骑行变得更加轻松。欧洲用户更加看重运动和健康生活，对电踏车的价格敏感程度不高。

图表 9 欧洲电踏车销量保持 20% 以上增速



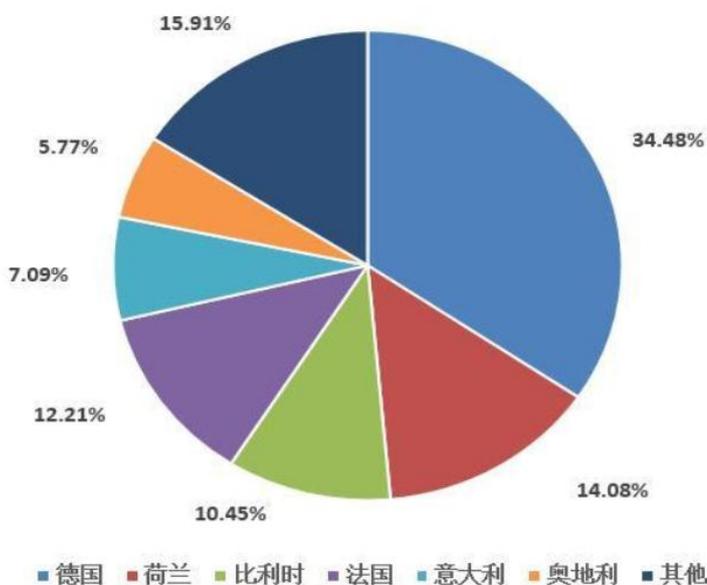
资料来源：招股说明书，欧洲自行车产业协会，华创证券

图表 10 日本电踏车销量保持增长



资料来源：招股说明书，日本自行车产业振兴协会，华创证券

图表 11 公司主要业务为电踏车电机及电气系统配件



资料来源：普利司通官网，欧洲自行车产业协会（CONEBI），华创证券

（二）北美市场与日欧迥异，共享市场有望成为新需求

北美与日欧情况差距较大，对于电踏车的需求也有着不同的场景需求。日本与欧洲的大城市之外的，中小城市较多，并且这些地区基建完善且人口密度较低。北美以平原为主、地广人稀，汽车是当地人更为普遍的出行工具。因此，在北美和我国，自行车运动的爱好者和极限运动的发烧友成为电踏车产品的消费者。除购买电踏车整车产品外，北美消费者也热衷购买电踏车的轻型电机和控制器系统产品进行DIY改装。

根据公司招股说明书，目前，美国市场的电踏车年消费量大约为 25-30 万台，以大功率轮毂电机以及便于改装的 **BBS 及 BBS-HD 系列（功率较大）中置电机** 为主，功率较小的 MAX 系列中置电机的占比相对较低。同时，美国市场的共享电动车发展迅速，轮毂电机需求量增长较快。Uber 以 2 亿美金的价格收购了美国的共享电单车企业 JUMP，并拟进一步加大投入。Lime-E 是 Lime 公司打造的共享电动车品牌，其计划 2018 年在美国西雅图、迈阿密、南加州等地区投入 4,000-5,000 辆共享电单车。Lime 公司在成立的短短两年时间内的估值已经达到了 10 亿美元。此外，使用轮毂电机的共享滑板车的爆发式增长也是美国市场的另一特点。公司的主要客户之一 Social Bicycles Inc，是 JUMP 共享电踏车的运营商，2018 年 Inc. 被 Uber 收购。2010 年以来，JUMP 已经投放共计 15000 辆电踏车，用户总骑行次数超过 500 万次。

图表 12 公司轮毂电机及中置电机产品中 BBS 系列产品为功率较大, 中置电机 Max 系列功率较小

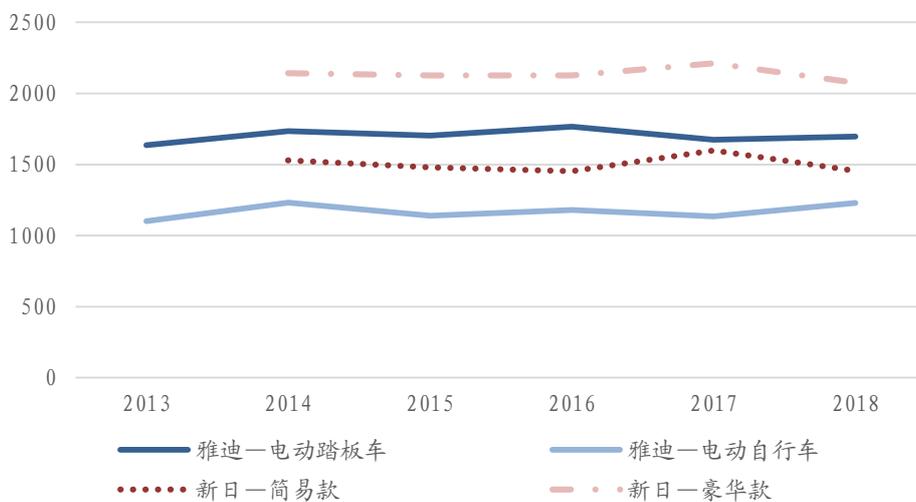
轮毂电机					
型号	H500F	H800	BPM	H400	H600
类型	外转子电机	外转子电机	外转子电机	内转子电机	内转子电机
技术参数	功率: 750W 最大转速: 350rpm 重量: 4.1Kg	功率: 500W 最大转速: 390rpm 重量: 4.4Kg	功率: 250-500W 最大转速: 300rpm 重量: 4.5Kg	功率: 250W 最大转速: 350rpm 重量: 2.3Kg	功率: 250W 最大转速: 255rpm 重量: 1.7Kg
项目	整车效果	产品名称	系统图	技术参数	
BBS 系列		BBS		功率: 250/350/500W 最大力矩: 80Nm 传感器: 速度传感器 重量: 3.8Kg	
		BBS-HD		功率: 750/1000W 最大力矩: 160Nm 传感器: 速度传感器 重量: 5.6Kg	
城市车系列		M300		功率: 250W 最大力矩: 80Nm 传感器: 速度传感器 重量: 3.6Kg	
		M400		功率: 250W 最大力矩: 80Nm 传感器: 力矩传感器 重量: 3.9Kg	
MAX 系列		M445 无链传动		功率: 250W 最大力矩: 50Nm 传感器: 力矩传感器 重量: 5Kg	
		M455 无链传动		功率: 200W 最大力矩: 30Nm 传感器: 力矩传感器 重量: 5Kg	
山地车系列		M500		功率: 250W 最大力矩: 95Nm 传感器: 力矩传感器 重量: 3.3Kg	
公路车系列		M800		功率: 200W 最大力矩: 55Nm 传感器: 力矩传感器 重量: 2.3Kg	

资料来源: 招股说明书, 华创证券

（三）国内电踏车发展滞后，轻便、运动时尚风日渐兴起

在我国，电踏车价格仍然处于中高端消费品的范围，除部分特殊需求外（例如，在旅游景区、休闲娱乐场所提供的租用服务），电踏车仍以小众市场为主，其主要原因还是在于产品价格过高。据我们观察，电踏车的最低档次产品价格也在 2000~3000 元左右，而品牌产品价格最高甚至接近 2 万元左右。相比较而言，传统电动车、电动摩托车的平均价格均在 1000~2500 元之间，并且续航能力、功率均强于电踏车，更加适合中途通勤。可以说，在我国电踏车还没有在中长途通勤领域方面产生真正的需求，更多的需求在于其轻便、时尚、运动特性和骑行体验感带来的时尚消费品属性。因此，电踏车主要市场在我国仍属与中高端消费层面的小众领域。但是，近年来短交通领域需求正在快速提高，例如平衡车、电动滑板车的消费量逐年提升，也催生出了众多创业公司进军电踏车领域，如小米骑记、小牛电动、轻客等。

图表 13 雅迪、新日传统电动车平均售价在 1000~2500 元之间（单位：元/辆）



注：雅迪控股“电动踏板车”系不具备骑行功能电动车概念，类似于电动摩托车，非电踏车概念
资料来源：新日股份、雅迪控股公告，华创证券

技术壁垒相对较高，国产化进程相对滞后。与日本和欧美市场相比，由于电踏车产品所必须的传感器技术壁垒较高，以及配合人力的辅助出力功能需要大量电子控制系统及软件算法开发，需要投入大量的资金成本、人力成本和时间成本进行研究和开发。而传统电动车相较而言，电机独立工作，电子控制系统非常简单，产品开发难度低、产品价格也更适用与早期通勤市场需求，因此我国的电动自行车市场以纯电力驱动的电动自行车产品为主，以人力为主、机械力为辅的电踏车未能成为发展重点。随着我国企业电子类产品开发能力的增强，以及传统电动车产业发展的带动下，直到最近四五年国产电踏车类型产品才集中出现。

电踏车日渐风起，多款产品陆续推出。我国电踏车产品相关专门标准缺失，纯正的电踏车产品并不多见，而是以轻便型电动助力车的形象出现。近年来，随着电动车、电动摩托车标准严格（2018 新国标）和管控的趋严，电动车行业进入了新的产品演进周期。在城市中，随着人口密度的日益提升、机动车保有量大幅提高，公共交通体系的完善，最后一公里、3~5 公里的代步交通难题开始涌现，城市轻型代步工具的需求提升，轻便、时尚型电动车市场开始形成，电动滑板车、平衡车等产品的出现便是针对此类需求。此外，随着运动时尚、健身休闲潮流的兴起，运动+代步模式的市场也在快速形成。

2016 年 6 月，小米生态链发布“米家骑记”电动助力折叠车并启动众筹，售价 2999 元；2019 年，米家骑记退出了第二代产品骑记电动助力自行车。2019 年 3 月小米生态链的另外一家公司喜摩科技发布了电动助力车 HIMO C20，售价 2899 元。2019 年 11 月，小牛电动在其自行车系列家族 NIU AERO 下发布了电动助力车 EB-01，从该车型的配置来看，欧洲版本满足标准 25km/h 限速，并采用了高端配置的中置电机。

图表 14 小米骑记电助力折叠自行车



资料来源: 小米骑记官网

图表 15 小米骑记电助力自行车



资料来源: 小米骑记官网

图表 16 NIU AERO EB-01 电动助力车



资料来源: 小牛电动官网

图表 17 轻客 (Tsinova) ION 电动助力车



资料来源: 轻客官网

图表 18 HIMO C20 电动车助力车



资料来源: 喜摩科技官网

图表 19 轻客 (Tsinova) TF01 电动助力车



资料来源: 轻客官网

图表 20 轻客 (Tsinova) TP01 电动助力车


资料来源: 轻客官网

图表 21 轻客 (Tsinova) TP02 电动助力车


资料来源: 轻客官网

图表 22 国内部分电踏车车型数据统计

品牌/厂商	推出时间	车型	电机功率(W)	电机类型	限速(km/h)	售价(元)
小牛电动	2019年11月	NIU Aero EB-01	250/500	中置电机	25/45	-
	2017年7月	ION	250	后置轮毂	20	9030
轻客 (Tsinova)	2015年6月	TS 01 (停产)	250	后置轮毂	25	3580
	2016年5月	TF 01 (停产)	250	前置轮毂	25	3880
	2016年5月	TP 01	-	后置轮毂	-	-
		TP 02	-	后置轮毂	-	-
小米骑记	2016年6月	电助力折叠车	-	前置轮毂	-	2999
	2019年11月	电动助力自行车	-	后置轮毂	25	-
小米 HIMO	2019年7月	HIMO C20	250W	后置轮毂	-	2849
Dahon 大行	2019年3月	NUWave 683E	-	中置电机	25	-
摩拜	2018年7月	E-Bike (共享)	-	-	20	-

资料来源: 根据各厂商公开信息整理, 华创证券整理

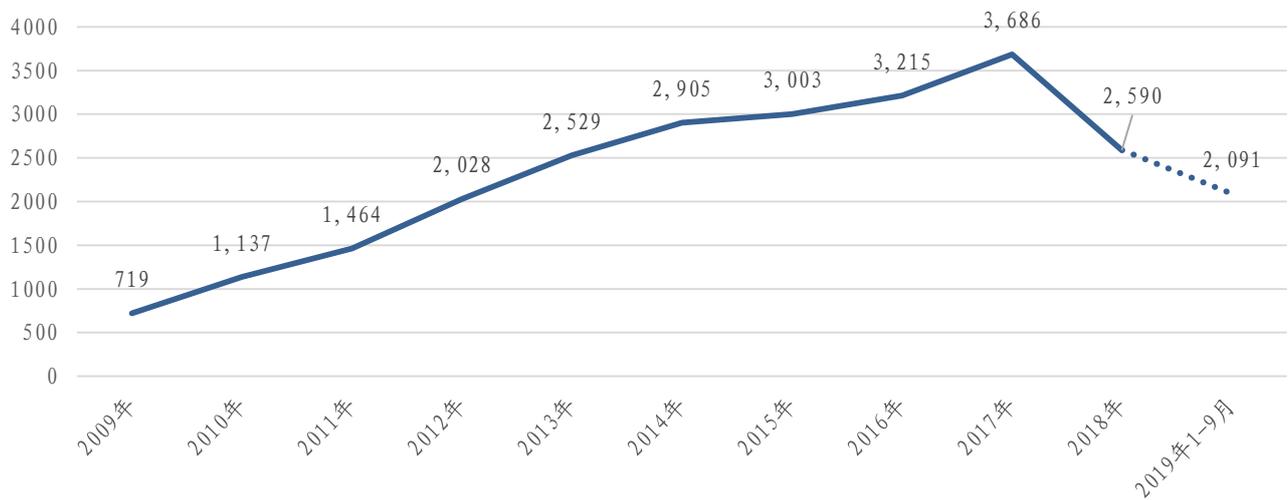
产品生命周期较短, 仍处于市场探索期。尽管近来多种产品频繁发布, 但不可否认的是, 国内过去发布的几款产品的生命周期都异常短暂, 很多产品都已经停产。同时, 这些产品的销量也不尽人意, 市场仍属小众。但是从小牛这类相对成熟的创业企业的介入可以看出, 这一市场未来的空间仍是相当可观的。

值得注意的是, 无论小米骑记还是小牛电动, 都在其高端自行车运动品牌下发布电动助力车产品。2014年, 小米投资厦门骑记科技有限公司, 使之成为小米生态链企业。2016年, 小米骑记推出了其环法标准级产品 QiCYCLE R1/RIC公路自行车, 售价分别为19999元、10999元, 定位高端运动市场。2019年4月, 小牛电动发布了其 NIU AERO 自行车产品系列品牌, 定位专业运动自行车。小牛电动创始人胡依林介绍, NIU AERO 诞生的初衷是源于骑行不等于通勤的理解, 以及体会到大众健康出行、运动出行、愉悦出行的需求。NIU AERO 包括有 ROAD 公路车和 MTBX 山地车两个系列共五款车型, 售价从2499~12999元。可以看出, 小米与小牛均在布局中高端的运动骑行消费市场, 而电助力车也更多的定义为运动出行的中高端时尚需求层面。小米和小牛也均在其高端运动品牌下推出电动助力车, 市场定位也可见一斑。

（四）国内电动车市场需求下降，新需求产品演进孕育

根据国家统计局的数据，2017年电动自行车产量达到历史最高值，达到3686万辆。根据爱玛科技2018年6月提供的招股说明书，2016年我国规模以上电动自行车企业产量已达到3080万辆，占全国总产量比重从2010年的38.48%提升至95.80%。市场已经进入接近饱和状态，并开始了激烈竞争。

图表 23 我国电动自行车产量在 2017 年左右已见顶（单位：万辆）



资料来源：Wind，国家统计局，华创证券

电动自行车新国标出台，产业管控进一步细化。电动车主要包括电动摩托车（电动摩托车、轻便电动摩托）、电动自行车两类。根据2018年1月1日起执行的最新的国家标准GB 7258-2017《机动车运行安全技术条件》，最大设计时速大于50km/h，或者电驱动电机额定功率总和大于4KW的归类为普通摩托车，不超标的可归类为轻便摩托车，也是市场俗称的“电动踏板车（与电踏车概念不同）”。而2019年4月15日起，GB17761-2018《电动自行车安全技术规范》国家标准将会正式实施，根据这一标准，电动自行车时速将不可大于25km/h，电机功率不大于400W，蓄电池电压不大于48V，同时必须具有脚踏骑行功能。电动自行车标准较“旧国标”有所提高。但是，我国并没有对“电踏车”类别进行更细致的规定，也就是没有日欧电踏车专门标准中不允许电机独立提供辅助动力的类型电动自行车的特殊要求。

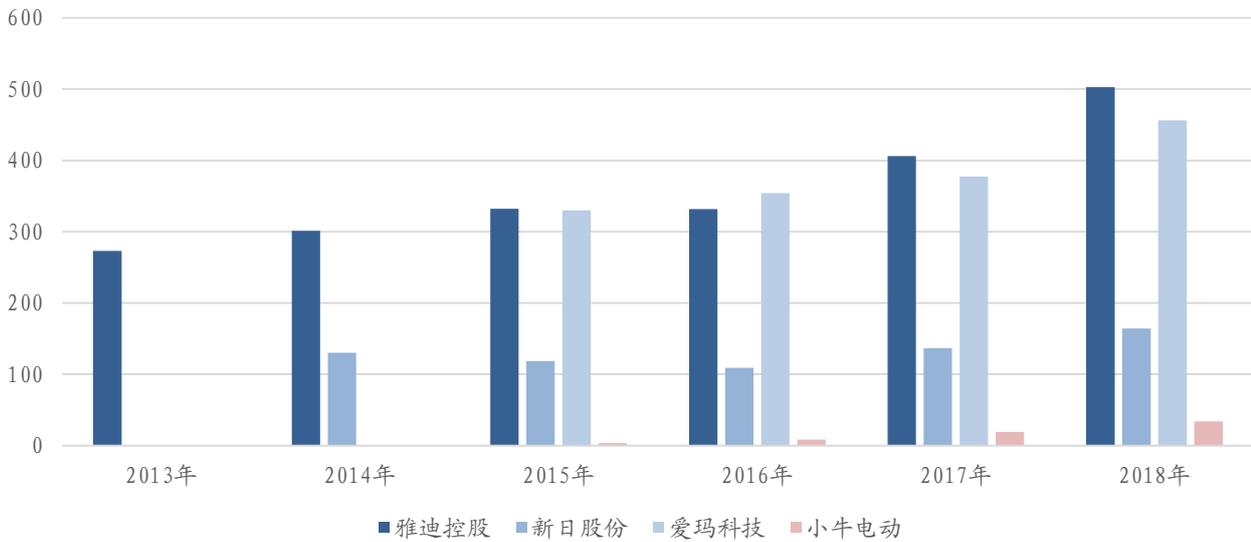
图表 24 我国“电动车”国标分类（部分条件）

归类	名称	最高设计时速	电机功率	脚踏骑行功能	驾驶证
非机动车	电动自行车	<25km/h	<400W	必须	无需
机动车	(电动) 轻便摩托车	<50km/h	<4kW	-	D、E、F
	(电动) 普通摩托车	>50km/h	>4kW	-	D、E

资料来源：国标GB17761-2018，GB7258—2017，华创证券

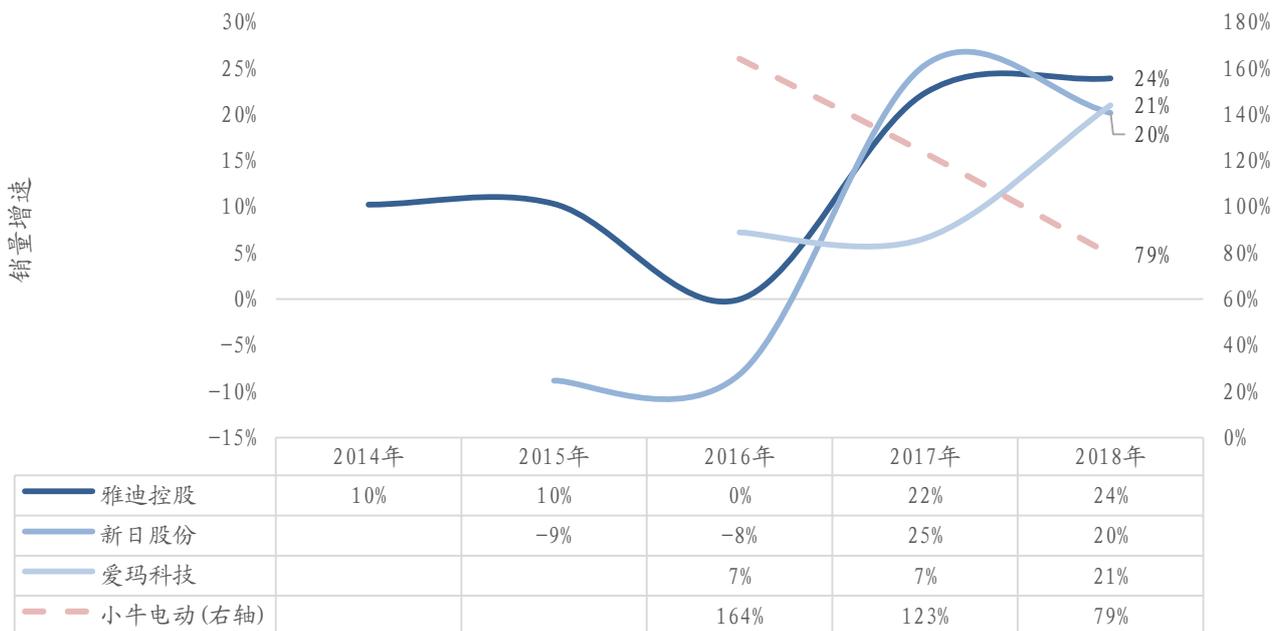
2019年起，电动自行车开始执行强制3C认证，生产端监管趋严加速行业洗牌。2018年8月1日起，国家认证认可监督管理委员会（以下简称“认监委”）发布的《强制性产品认证实施规则 电动自行车》（CNCA-C11-16: 2018）将正式实施，意味着电动自行车行业由原来的“生产许可证管理”转为“强制性产品认证管理”，也就是俗称的“3C认证”（China Compulsory Certification）。自2019年4月15日起，电动自行车产品未获得CCC认证的，不得出厂、销售、进口或者在其他经营活动中使用。2018年8月1日起至2019年4月14日止，为电动自行车工业产品生产许可证管理转为CCC认证过渡期，过渡期内生产许可证与CCC认证管理并存。根据中国工业报的数据，截至2016年底，国内具有生产许可证的整车企业超过700家。行业监管的趋严，从生产端开始加速行业洗牌趋势。

图表 25 上市电动车厂家销量



资料来源: 各上市公司年报, 华创证券

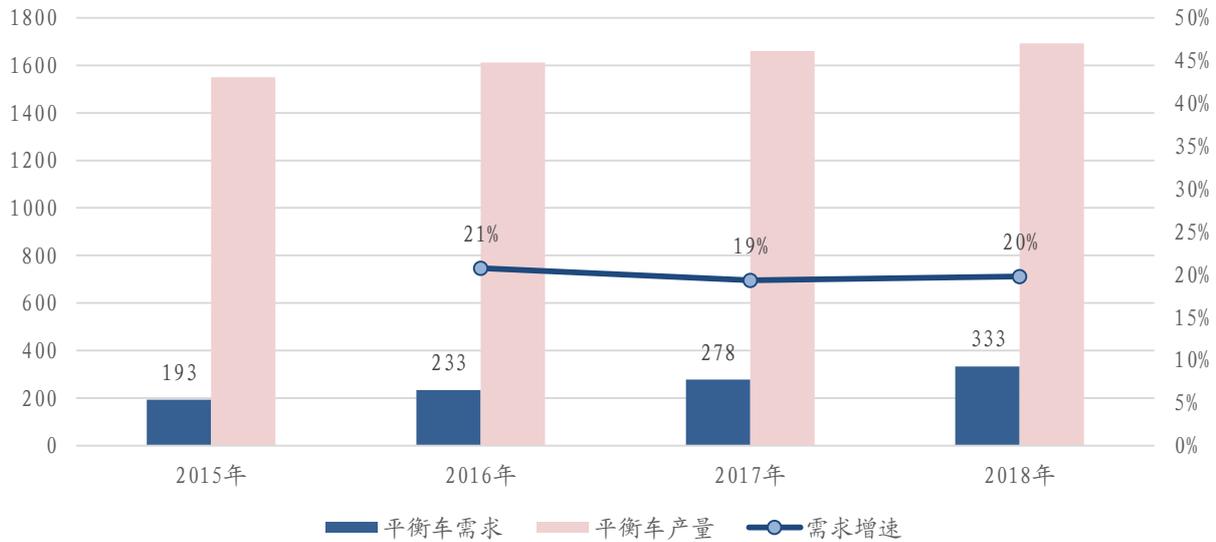
图表 26 上市电动车厂家销量增速



资料来源: 各上市公司年报, 华创证券

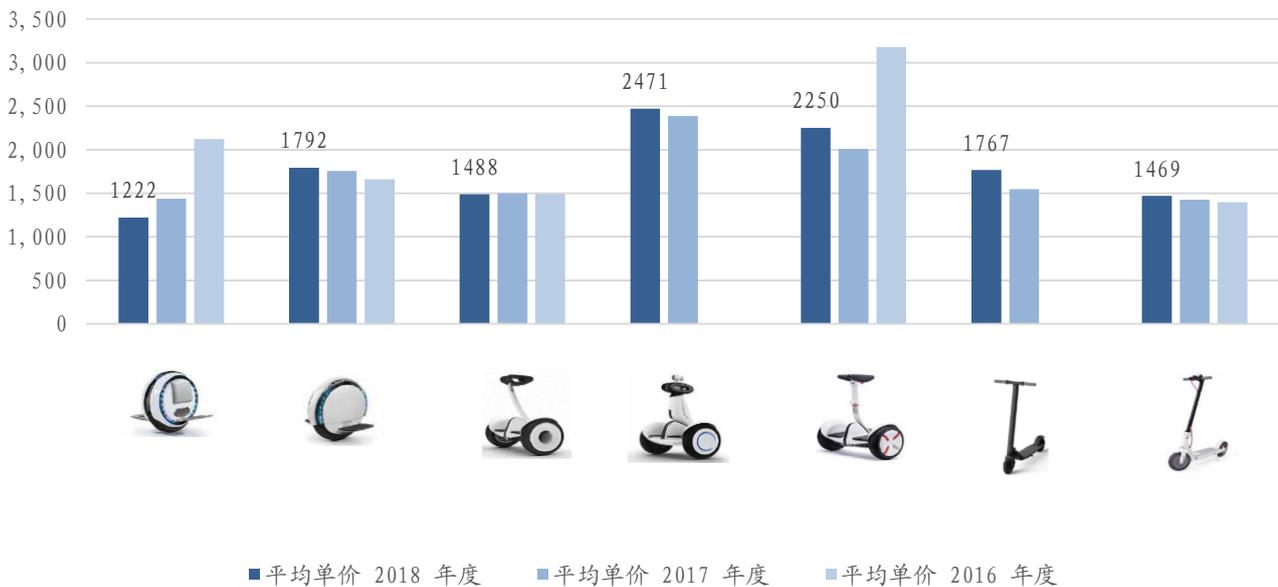
短交通需求带动轻便型产品涌现, 类电动车产品进入演进新周期。近年来, 传统电动车市场销量萎缩, 但是电动平衡车、电动滑板车等轻型交通工具开始涌现。根据九号智能 (A19108) 招股说明书提供的数据来看, 我国平衡车 (电动平衡车、电动滑板车、扭扭车等) 需求量已经在 2018 年达到 333 万辆, 近三年增速保持在 20% 左右, 这类产品常被冠以“智能短交通”概念。相比较电动自行车的下降, 近年来这类产品的需求提升反映出的是公共交通日益完善、城市堵车问题涌现下, 短途交通需求的提升。短途交通需求需要解决的是交通工具的轻便特性。短途交通产品价格敏感度较低, 对应人群消费能力较高。

图表 27 平衡车销量、产量及其增速（单位：万辆）



注：平衡车统计口径包含电动平衡车、电动滑板车、扭扭车等
资料来源：智研咨询，转引自九号智能招股说明书，华创证券

图表 28 九号智能产品价格（单位：元）



注：平衡车统计口径包含电动平衡车、电动滑板车、扭扭车等
资料来源：九号智能招股说明书，华创证券

交通管控趋严，短交通产品市场有望带动电踏车需求。平衡车、电动踏板车类产品作为新事物，此前还无法对其做出法律与法规上的界定。但是，近年来随着平衡车交通事故的频发，其交通安全问题引起了官方注意。电动平衡车的危险性主要表现在对突发情况的处置及时程度上，根据其构造、原理及操作方法，一旦在道路上遭遇突发情况，很难采取紧急措施避免危险结果的发生。多地区交通部门要求平衡车类产品禁止上路行驶，也给这一市场产生了一定的抑制效果。我们认为，电踏车产品的出现填补了这一部分空白市场，轻便简洁的同时也符合交通规章，有望成为这一领域的新类型产品。

三、电踏车电气配件龙头，全球布局增长动力强劲

（一）中置电机、轮毂电机为主营业务，套件、电池配套业务协同增长

公司主要产品为电踏车电机与套件。其中电机分类中置电机、轮毂电机（前置或后置），套件主要包括仪表、控制器等产品。2016年开始，公司开始增加了电池锂电池模组相关产品业务。公司电机类产品占比接近60%，近两年来电池配套类业务（BMS开发与Pack生产）快速提高。

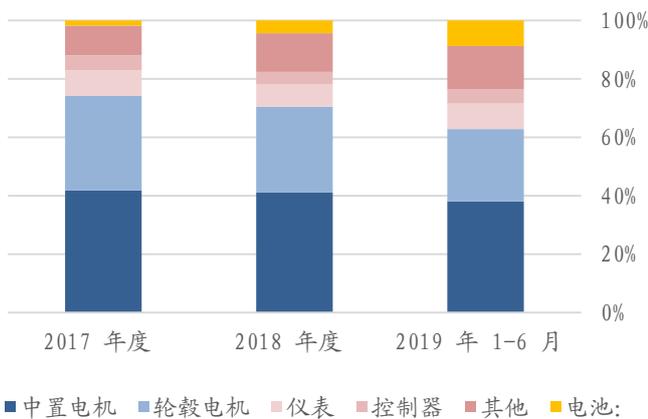
图表 29 公司主要业务为电踏车电机及电气系统配件



资料来源：招股说明书，华创证券

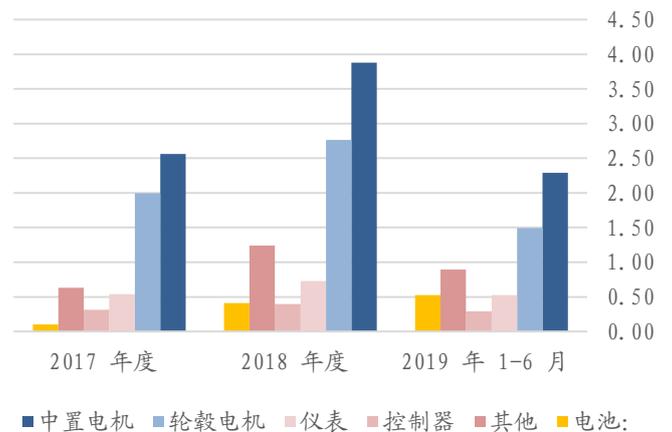
电踏车更接近自行车，电子电气系统决定了使用体验感。从电踏车的结构可以看出，其主体结构与自行车基本一致，在这一基础上加装了多种电子电气系统。这一点与传统电动车、电动摩托车有本质区别，传统电动车的结构从设计之初便与自行车差异较大，更加贴近摩托车。电踏车电气装置的性能基本决定了电踏车的骑行感觉。从目前的产业链分工来看，八方为代表的配件厂商提供了电机、控制器、仪表、电池等系统硬件，整车厂商、品牌厂商承担了整车设计、电子电气系统集成和软件开发的工作。例如，上文提到的轻客、小米、小牛等公司，这类具备“极客”特质的公司。

图表 30 公司主要业务为电踏车电机（单位：%）

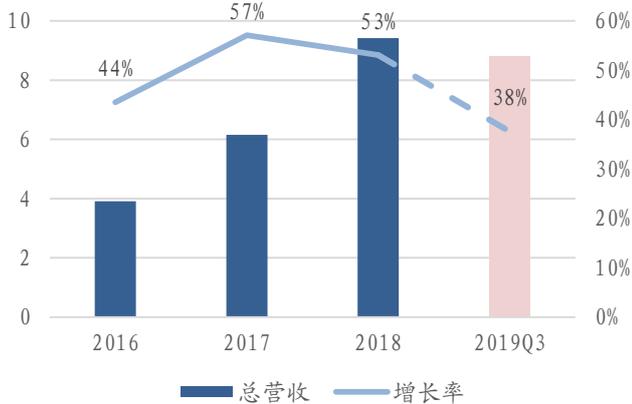


资料来源：招股说明书，华创证券

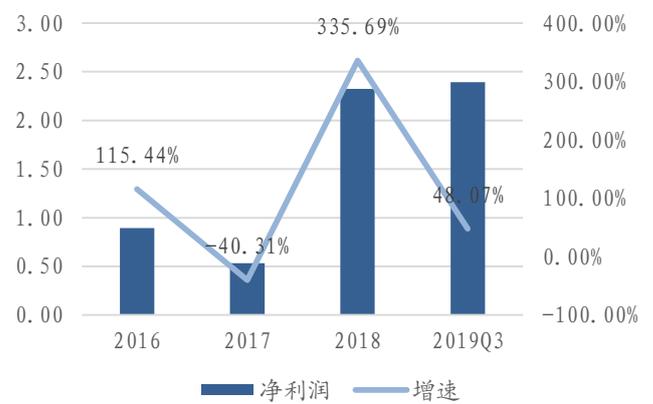
图表 31 公司主要收入来自于电踏车电机（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 32 公司收入保持高速增长 (单位: 亿元)


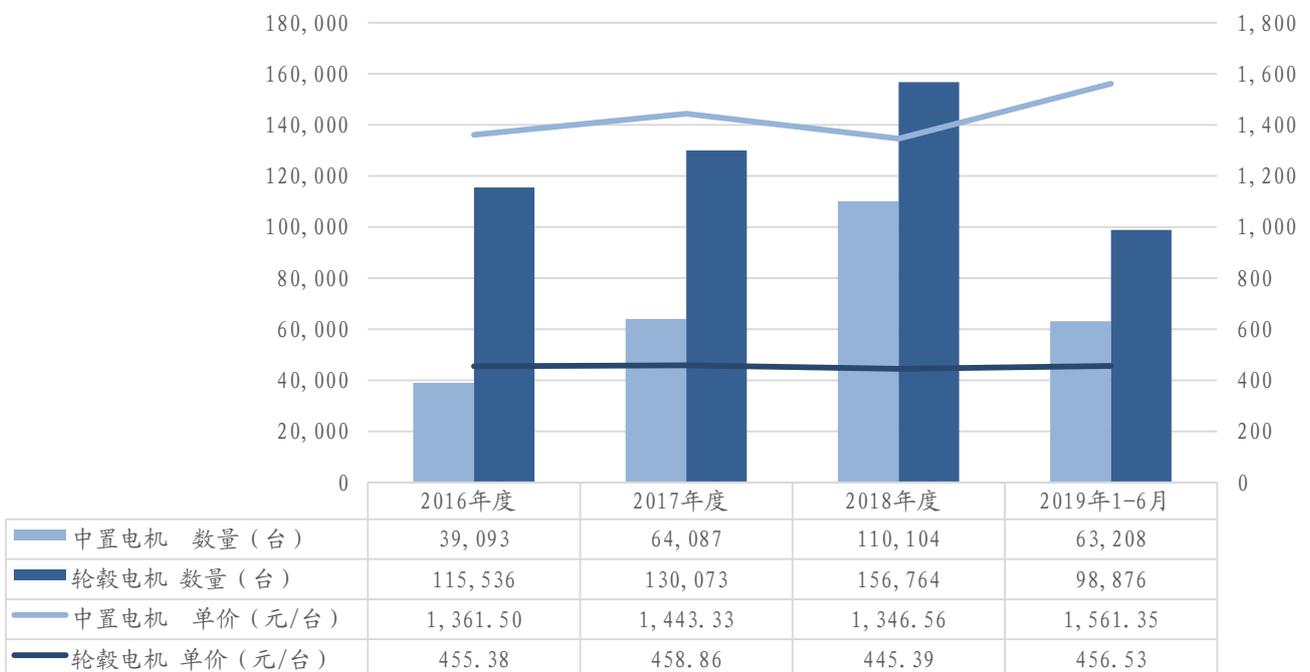
资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 33 公司主要产品为电踏车电机 (单位: 亿元)


注: 2017年, 公司实施股权激励, 产生激励费用1.04亿元

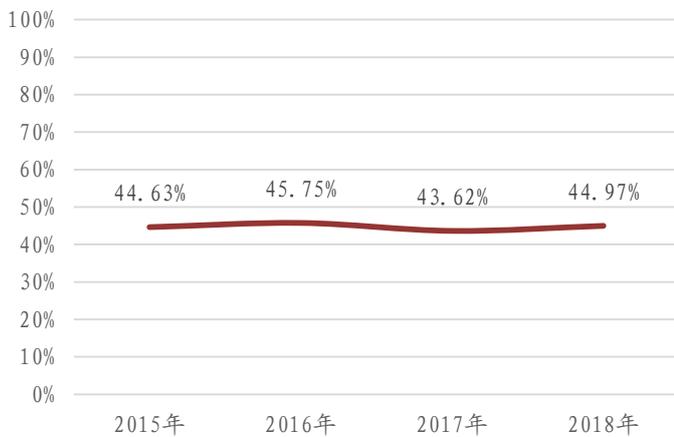
资料来源: 招股说明书, 华创证券

欧美市场带动高价中置电机放量, 高速增长两年出货量增长 182%。2015~2018 年, 公司在营业收入保持高速增长的同时, 海外业务占比保持平稳维持在 44% 上下。2016 年至今, 轮毂电机、中置电机单价均保持平稳, 中置电机销量快速提高。2017、2018 年, 中置电机销量分别增长 64%、72%, 轮毂电机销量增长 13%、21%。中置电机平均单价在 1400 元左右, 轮毂电机单价近在 450 元左右。在欧洲中高端产品市场需求带动下, 公司中置电机销量快速增长, 大幅带动了公司收入增长。2018 年, 公司中置电机销量达到 11 万台, 相比 2016 年的 3.9 万台增长 182%。

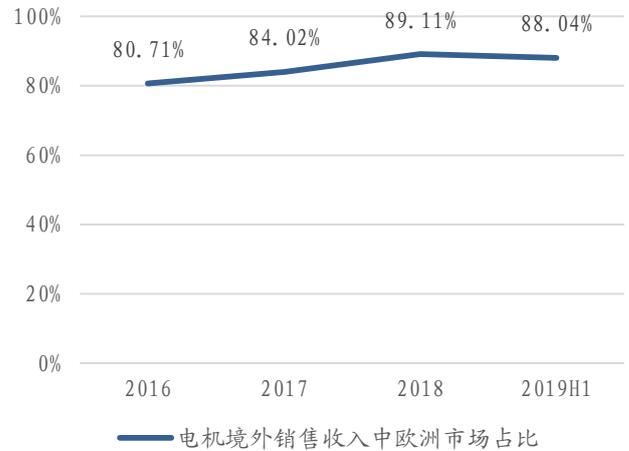
图表 34 公司在欧洲市场电机销售量价齐升 (单位: 台, 元/台)


注: 以上数据为公司直接出口至欧洲市场的电踏车电机产品

资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 35 公司海外收入占比保持稳定（单位：%）


资料来源：招股说明书，华创证券

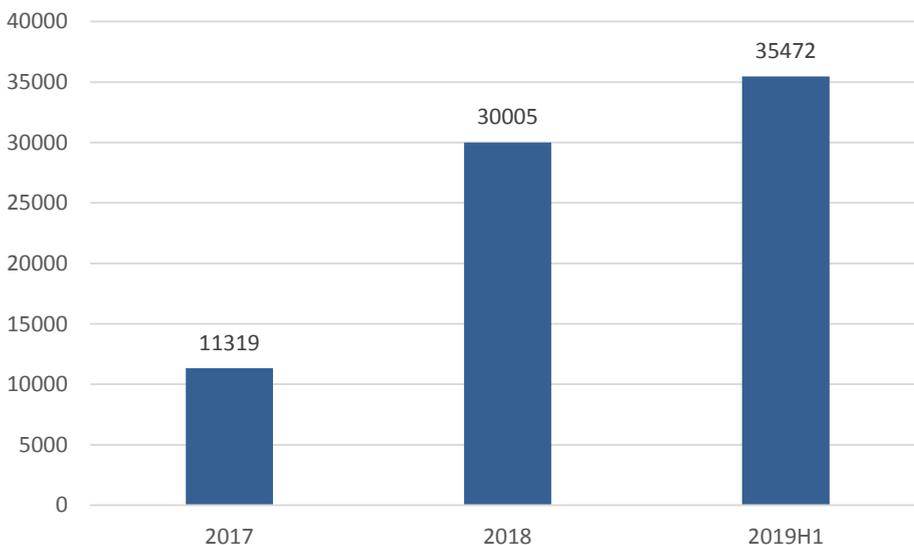
图表 36 电机业务中欧洲市场占比超过 8 成（单位：%）


注：2017 年，公司实施股权激励，产生激励费用 1.04 亿元

资料来源：招股说明书，华创证券

电机业务中欧洲市场占比超过 8 成。日本电踏车电机市场主要有雅马哈、松下、普利司通等日本本土企业占据，公司产品主要销往欧洲、美国市场，客户主要是国外的电踏车品牌商以及国内外从事电踏车组装业务的整车装配商，美国本土目前没有成熟的电踏车制造产业。公司在美国市场的销售主要是通过整车装配商装配成整车后再出口至美国或者通过境内外贸商出口至美国的改装工厂。2019 年上半年，公司直接外销欧洲市场的电机销售金额占公司境外电机销售收入达到 88%，连续四年保持在 80% 以上。

借助行业、渠道优势拓展电踏车锂电池配套业务，客户“一站式”需求为公司打开新增长空间。从技术的角度，与其他电池厂家相比，公司在电踏车领域的经验丰富，BMS 系统的开发更具针对性。2016 年起，公司组建自己的锂电池技术队伍，开始进行相关技术储备和产品研发。2017 年至 2019 年上半年度，公司电池销量分别达到 1.13 万套、3.0 万套、3.54 万套，业务收入分别实现 1022 万元、4094 万元、5255 万元，实现了大幅增长，在营业收入中占比达到了 8.74%。

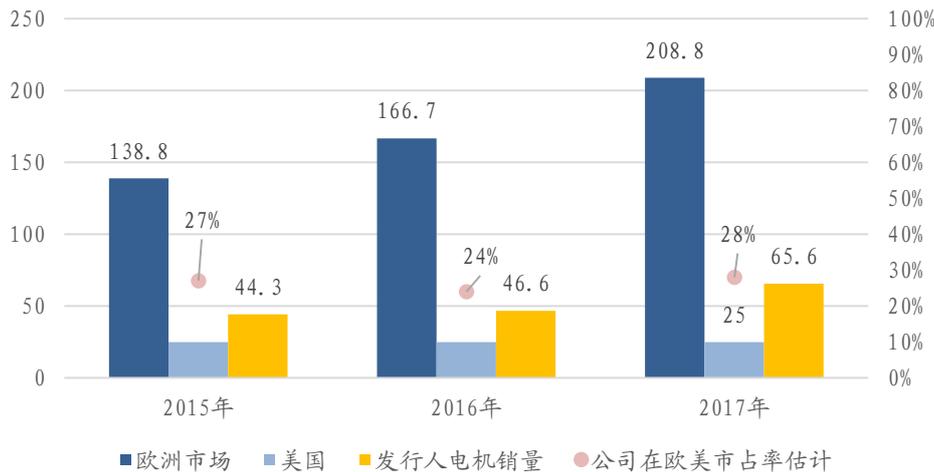
图表 37 公司电池配套销量快速增长（单位：套）


资料来源：招股说明书，华创证券

(二) 国内外市场初具影响力, 全球布局市场空间广阔

欧美市场占有率在 28% 左右, 初进日本市场。公司主要市场在欧美及国内的出口整车配装厂, 2017 年, 欧洲电踏车销量达到 208.8 万辆, 2018 年预计在 250 万辆左右。公司目前在日本市场 (市场容量约 60~70 万辆/年) 出货较少, 主要为欧美市场和国内市场, 在欧美市场占有率约在 28% 左右。2018 年开始进入日本市场, 正在进一步开拓市场。

图表 38 公司在欧美市场占有率达到 28%



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 39 公司境外客户名单

地区	推出时间	备注
欧洲	EUROSPORT DHS S.A.	● 德国 Prophete 收购的罗马尼亚公司
	CYCLEUROPE INDUSTRIES SAS	● 总部位于瑞典, 是欧洲领先的自行车公司之一
	Inter-Union Technohandel GmbH	● Inter-Union 成立于 1962 年的, 总部位于德国, 汽车护理, 汽车配件, 自行车和自行车配件产品。
	RIH-COVE B.V	● RIH 品牌是由由 Bustraan 兄弟在 1921 年创立, 总部位于荷兰阿姆斯特丹。
	DESIPRO PTE LTD	● 迪卡侬集团的采购平台
	UAB BALTIK VAIRASPRAMONES	● UAB BALTIK VAIRAS 是北欧最大的自行车和电动自行车制造商之一, 位于立陶宛北部
	ARCADE CYCLES	● 创立于 1995 年, 总部位于法国
	Grey Technology Limited	● Grey Technology Ltd 成立于 2001 年, 总部位于英国伍斯特郡 Worcester。
	Bohemia Bike a.s	● Bohemia Bike a.s. 是一家传统的自行车和电动自行车制造商, 成立于 1996 年, 总部位于捷克共和国
	TOTEM BIKES S.R.O	● 天津金轮集团在捷克设立的控股子公司
亚洲	BIKE FUN International s.r.o.	● 成立于 2001 年, 位于捷克, 是一家专注于生产各种类型自行车和电动自行车的公司
	WELL SINCERE ENTERPRISE LIMITED	● 经销商公司
	Makita(Kunshan)Co.,Ltd.	● 目前世界上专门生产专业电动工具的制造商之一, 总部位于

地区	推出时间	备注
		日本爱知县，创业于 1915 年
	Velostar Bike Technology Co.,ltd	● 成立于 2011 年，总部位于韩国，公司是一家专业生产自行车及电动自行车的制造商
	WHEELER INDUSTRIAL CO.,LTD	● 成立于 1972 年，总部位于台湾地区的自行车装配公司
	FRITZ JOU MFG.CO.,LTD.	● 成立于 1983 年，总部位于台湾地区台中市的整车装配公司
美国	Social Bicycles Inc.	运营的 JUMP 共享电单车已在 40 多个地区投放共计 15,000 辆电单车

资料来源：招股说明书，华创证券

与**博世、禧玛诺、雅马哈等世界一线品牌竞争，灵活性优势凸显**。公司在欧洲的主要竞争对手为博世集团、博泽集团，两家公司都是全球一线的汽车零部件制造商。2018 年，公司进入日本市场后，开始与雅马哈、禧玛诺、松下等一线品牌直面竞争。国外企业历史悠久、体量庞大，公司作为初创型企业的竞争优势在于自身的灵活性，可为客户提供更丰富的产品系列，定制化要求响应更快、成本更低，并且具备非常完善的产业链配套能力。

与国内公司相比，公司已经在海外构建了健全的海外营销及售后服务体系、较强的知名度。国内市场，公司电机产品的竞争对手主要为新安乃达、苏州盛亿电机、苏州同盛电机等公司，仪表、传感器的竞争对手为天津金米特（也是公司供应商）等。2012~2018 年，公司先后在荷兰、美国、波兰设立了全资子公司。2018 年开始进入日本市场开始与日本品牌直接竞争。装载发行人电气系统的电单车先后获得：2015 年德国电动自行车 24 小时拉力赛冠军；2016 年荷兰 Plus 杂志主办的整车测评冠军（1/72）；2016 年 ExtraEnergy 主办的欧洲自行车整车测评冠军（1/12）；2017 年日本《CYCLE SPORTS》测评赛冠军（1/5）；美国前任总统奥巴马先生首次访华时，中国政府赠送 2 台电动自行车作为国礼，其动力系统由发行人提供。

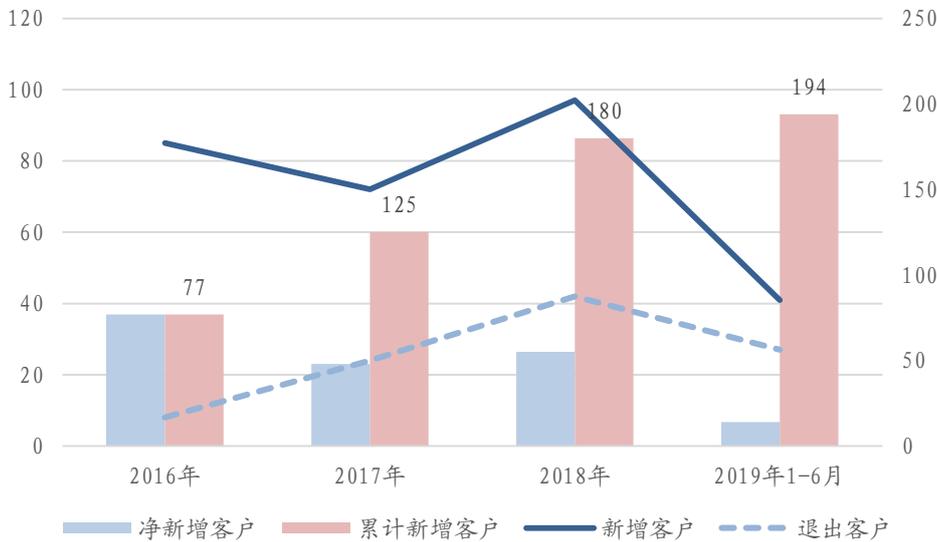
图表 40 公司国外、国内主要竞争对手

地区	竞争对手	备注
德国	博世（BOSCH）	◆ 博世生产的 Ebike 系列自行车动力系统是国际电单车市场的知名品牌。
日本	禧玛诺（Shimano）	◆ 创立于 1921 年，是一家专业生产和销售自行车零件、钓鱼具、滑雪板和高尔夫用品的跨国集团公司。禧玛诺生产的 电机、传感器 是国际电单车市场的知名品牌。
日本	雅马哈（YAMAHA）	◆ 是世界上最早成功开发电动自行车的企业。
德国	博泽集团（Brose）	◆ Brose 成立于 1908 年，是全球知名的汽车零部件供应商每年提供 2 亿多台电动机马达和驱动器，于 2014 年开始推出其第一款电动自行车电机
中国	苏州盛亿电机	◆ 成立于 2003 年，是以研发、生产、销售和服务为一体的专业 电单车电机 制造企业。
中国	新安乃达驱动技术（上海）	◆ 股票代码：839807（2018 年 2 月 23 日终止挂牌） ◆ 成立于 2001 年，主要从事 电机及驱动 系统的研发、营销、采购供应和生产制造。
中国	苏州同盛车业	◆ 公司成立于 1998 年，是国内第一家生产电动自行车电控系统的专业生产厂家。公司自主研发电动自行车用新型 中置电机 TSDZ2 和 TSDZ3 以及力矩传感器 驱动系统等三大类产品。
中国	天津金米特	◆ 股票代码 872249 ◆ 成立于 2011 年，主营业务为电动自行车 仪表、传感器、充电桩及其他电气配件 的设计、制造与销售。公司的客户主要为国内外电动自行车生产商，最终产品的消费群体主要集中在欧洲地区

资料来源：招股说明书，华创证券

公司客户结构稳定，新增客户数量保持增长。2016~2019 年上半年，前十大客户收入占营业收入的比重分别为 48.19%、49.69%、47.11%、47.92%，客户结构较为稳定。2016 年开始，公司新增客户快速提高；2018 年下半年，受欧盟贸易政策影响，部分欧洲品牌商客户选择与境外的整车装配商合作，导致部分国内小厂商退出。

图表 41 公司客户数量保持增长



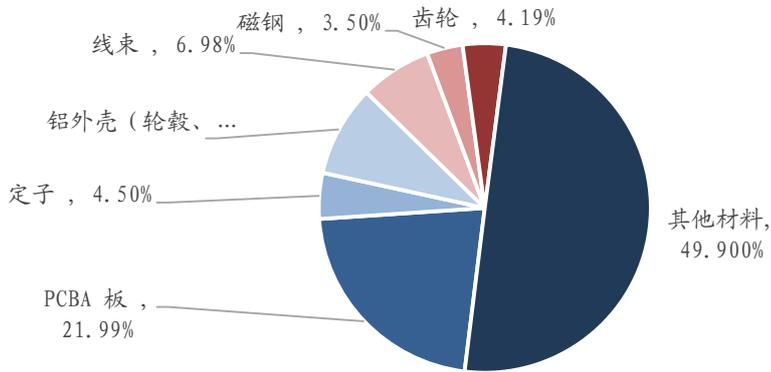
资料来源：招股说明书，华创证券

电踏车电气配套市场空间有望突破 200 亿元，继续保持快速增长。从公司销往欧洲市场的电机价格与比例来看，轮毂电机价格约在 400~500 元/台；中置电机价格约在 1500 元/台左右，仪表、控制器等单车价值量约在 500~1000/辆左右。若假设全球电踏车每年销量在 500 万辆左右，则电机市场空间约 50~60 亿元/年；仪表、控制器市场空间约 40~50 亿元；其他电气配件在 60~70 亿元左右。初步估计电踏车电气系统配套空间在 140~170 亿元/年左右，并保持 30% 以上的增速。我们认为，未来三年电踏车继续保持高速增长的情况下，公司对应的市场空间有望突破 200 亿元。目前，公司收入体量还在 15 亿元左右，仍有大幅提升空间。

（三）上游原材料通用性强，规模效应带动毛利率提升

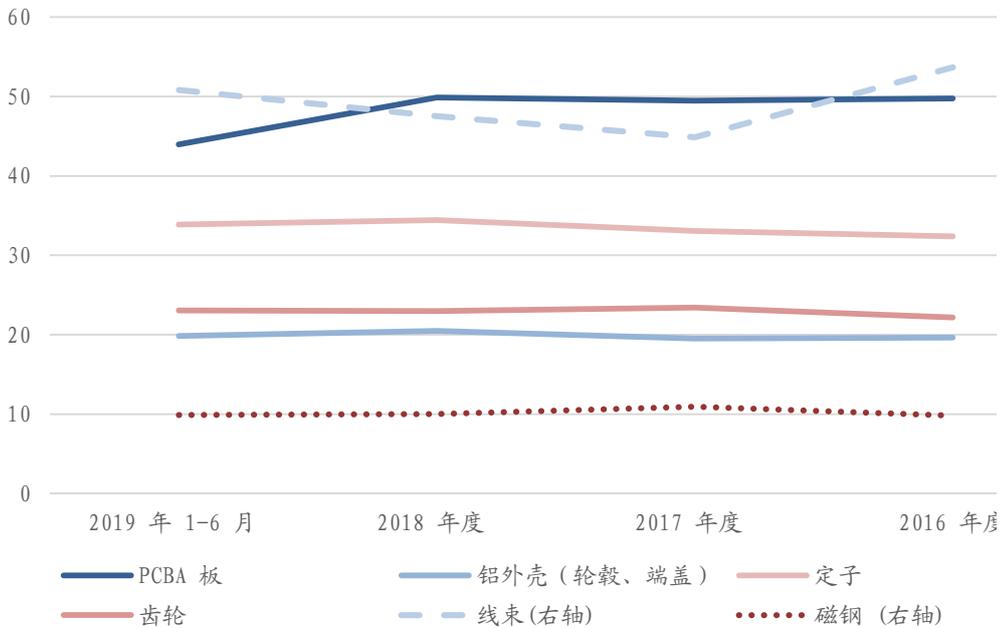
公司主要原材料包括 PCBA 板、定子、铝外壳（轮毂、端盖）、磁钢、线束等，工序中定子绕线、压铸冲片、线束存在委外加工的情况。今年来，公司主要原材料价格成本略有波动，整体看基本保持稳定。随着公司业务规模的快速增长，各类原材料的采购规模也相应提高，带来的规模效应有助于公司获得相对优惠的采购价格，同类产品的原材料采购价格较为稳定，并略呈下降趋势。

图表 42 公司上游原材料构成较为分散 (2019 年 1-6 月份)



资料来源: 招股说明书, 华创证券

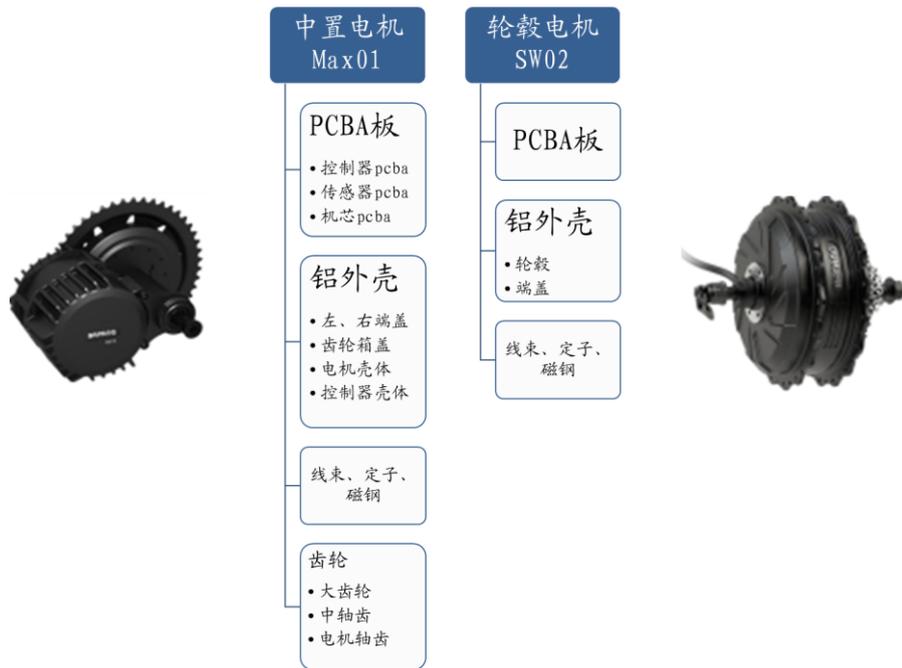
图表 43 公司上游原材料单价保持稳定 (单位: 元/件、元/根、元/片)



资料来源: 招股说明书, 华创证券

中置电机结构更加复杂, 多与控制器、传感器集成设计, 造价较高。中置电机多将传感器、控制器集成设计, 并且增加了齿轮及齿轮箱。从工艺上看, 中置电机装配线共 17 道工序, 配备 36 名生产人员, 机器设备价值约 120 万元。轮毂电机装配线共 15 道工序, 配备 26 名生产人员, 机器价值约 90 万元。

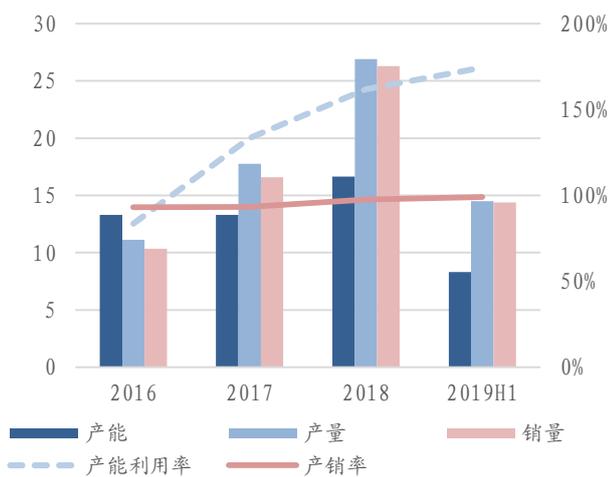
图表 44 中置电机结构更加复杂



资料来源：招股说明书，华创证券

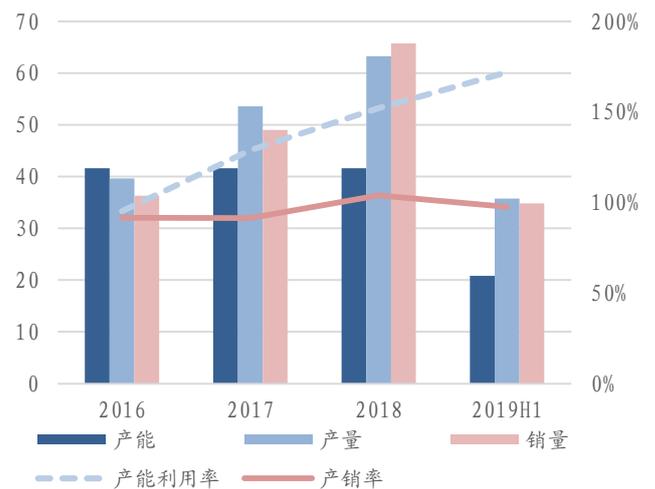
公司销量快速提高，产能利用率大幅提升。2016、2017年，公司中置电机、露骨电机产能分别为13.31万台、41.60万台，2018年公司增加了1条中置电机的预备线，中置电机单线产能约提升25%。2018年、2019年上半年，公司产能利用率先后突破150%、170%。

图表 45 公司收入保持高速增长（单位：万台）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 46 公司主要产品为电踏车电机

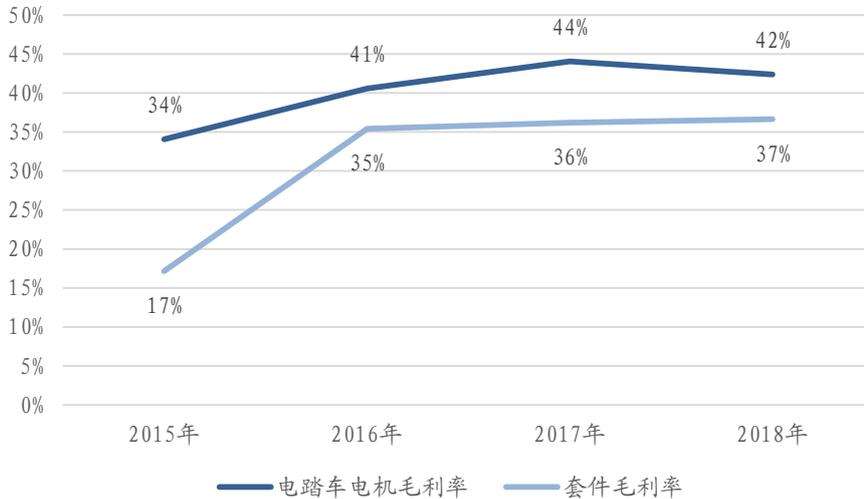


资料来源：招股说明书，华创证券

产品毛利率稳中有升，规模效应凸显。公司产品，特别是电机产品近年来需求旺盛，毛利率水平也维持了较高的水平。从公司的原材料构成和成本占比来看，上游原材料具有通用性，供应商丰富且不存在单一依赖程度过高的问题。随着公司产量的大幅提升，公司采购规模也在不断提高，为公司控制采购成本创造了很好的条件。公司产品毛利率伴随产量提升的趋势非常明显。公司电踏车电机产品2015年至今毛利率提升了8个百分点，套件产品毛利率

伴随销量提升毛利率也提高了 20 个点。与此对应，公司 2015 年电机收入仅有 2 亿元、套件收入仅 0.5 亿元，2018 年公司两类业务收入分别达到了 6.64 亿元、2.36 亿元。可以看出，公司产品的规模效应非常显著。

图表 47 公司产品毛利率规模效应显著（单位：元/件、元/根、元/片）



资料来源：招股说明书，华创证券

（四）募投大幅扩产，应对市场增长、增强规模效应

图表 48 公司国外、国内主要竞争对手

项目名称	投资额	募集资金	建设期	年新增收入	IRR	回收期(含)
电踏车专用电机及控制系统生产建设项目	4.26	3.84	24 个月	6.53 亿	22%	6.62 年
锂离子电池组生产项目 (PACK)	2.39	2.39	24 个月	2.88 亿	16.5%	7.42 年
电驱动系统技术中心升级改造项目	1.34	1.34	18 个月	-	-	-
境外市场营销项目	1.30	1.30	-	-	-	-
补充流动资金	3.50	3.50	-	-	-	-
合计	12.80	12.38	-	-	-	-

资料来源：招股说明书，华创证券

应对市场增长，规模效应有望进一步发酵。公司业务从多批次、小批量发展到大批量后，也需要对生产线进行自动化升级。2018 年公司电机销量达到 92 万台（核算产能 58.24 万台），锂电池销量 3 万台。此次扩产，计划将在两年内投入生产，新增中置电机产能 46 万台、轮毂电机产能 21 万台，电机产能将达到 125 万台（中置电机 62.64 万台、62.6 万台），同时按照 30% 配套率估计锂离子电池，年需求量将达到 37.5 万台。此外，公司还将分别投入 1.34 亿元、1.30 亿元用于技术中心升级改造和境外市场营销，并补充 3.5 亿元流动资金。我们认为，公司规模的进一步扩大，应对了全球不断增长的市场，也为国内市场爆发做好了准备，也将进一步增强规模效应，放大公司成本优势。

四、盈利预测

图表 49 公司产品销量预测表 (单位: 亿元、万台、万件、元/台)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
电踏车电机收入	2.94	4.56	6.64	8.27	10.88	14.06
增速		55%	46%	24%	32%	29%
中置电机收入	1.52	2.56	3.88	5.03	6.82	8.86
单价	1469	1546	1476	1593	1600	1600
销量	10.36	16.58	26.29	31.55	42.59	55.37
增速		68%	51%	30%	36%	30%
轮毂电机收入	1.42	2.00	2.76	3.24	4.06	5.20
单价	390	407	420	429	430	440
销量	36.28	48.99	65.72	75.58	94.47	118.09
增速		41%	38%	17%	25%	28%
套件收入	0.93	1.48	2.36	3.53	4.88	6.40
增速		60%	60%	49%	38%	31%
仪表	0.32	0.54	0.73	0.90	1.21	1.64
单价	180	199	198	198	198	198
销量	18.10	27.14	36.84	45.31	61.17	82.58
增速		66%	35%	23%	35%	35%
控制器	0.19	0.31	0.40	0.53	0.71	0.93
单价	194	217	208	205	205	205
销量	10.03	14.34	19.10	25.78	34.81	45.25
增速		60%	27%	33%	35%	30%
其他套件	0.41	0.63	1.24	2.11	2.95	3.84
增速			97%	70%	40%	30%
电池收入		0.10	0.41	0.90	1.73	2.59
增速			301%	119%	92%	50%
单价		903	1364	1300	1250	1250
销量		1.13	3.00	6.90	13.80	20.70
合计收入	3.87	6.14	9.42	12.70	17.48	23.04

资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 50 公司产品销量预测表 (单位: 亿元、万台、万件)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
电踏车电机收入	2.94	4.56	6.64	8.27	10.88	14.06
毛利率	40.6%	44.1%	42.4%	46.7%	46.3%	46.3%
中置电机收入	1.52	2.56	3.88	5.03	6.82	8.86
毛利率	44.8%	48.2%	45.4%	51.0%	50.0%	50.0%
轮毂电机收入	1.42	2.00	2.76	3.24	4.06	5.20
毛利率	36.0%	38.8%	38.1%	40.0%	40.0%	40.0%
套件收入	0.93	1.48	2.36	3.53	4.88	6.40
毛利率	35.4%	36.2%	36.7%	39.6%	39.9%	39.9%
仪表收入	0.32	0.54	0.73	0.90	1.21	1.64

毛利率	33.9%	34.6%	36.0%	38.0%	39.0%	39.0%
控制器收入	0.19	0.31	0.40	0.53	0.71	0.93
毛利率	31.3%	35.6%	33.7%	37.0%	37.0%	37.0%
其他套件收入	0.41	0.63	1.24	2.11	2.95	3.84
电池收入	0.00	0.10	0.41	0.90	1.73	2.59
毛利率	0.0%	12.7%	7.9%	10.0%	11.0%	11.0%
合计收入	3.87	6.14	9.42	12.70	17.48	23.04
综合毛利率	39.4%	41.7%	39.4%	42.1%	41.0%	40.6%

资料来源：招股说明书，华创证券

我们对公司产品收入与单价进行了假设，假设电机类产品价格基本稳定，销量继续保持增长。同时套件销售增速提高，与电机产品配套率（公司 2018 年、2019 年上半年配套率分别为 40%、55%）进一步提高。电池收入继续保持高速增长，伴随规模提高毛利率提升。

我们预计 2019~2021 年公司归母净利润可实现 3.38、4.52、5.78 亿元，对应当前股价 PE 分别为 34、25、20 倍。考虑到公司下游市场未来几年的高速增长，公司净利润有望保持年均 30% 以上的增长，结合公司产品行业属性，给予公司 2020 年业绩 30 倍估值，目标价 112.9 元，首次覆盖给予“强推”评级。

五、风险提示

欧洲反倾销贸易政策恶化；公司日本市场开拓进度不及预期；传统电动车零部件供应商切入竞争；公司募投项目产能利用不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	318	1,546	787	452
应收票据	42	51	70	92
应收账款	146	183	252	332
预付账款	1	1	2	3
存货	118	154	258	342
其他流动资产	11	35	117	154
流动资产合计	636	1,970	1,486	1,375
其他长期投资	0	1	351	462
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	20	217	988	1,559
在建工程	0	10	110	210
无形资产	34	91	132	148
其他非流动资产	2	62	67	72
非流动资产合计	56	381	1,648	2,451
资产合计	692	2,351	3,134	3,826
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	179	228	320	425
预收款项	24	32	44	58
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	28	26	260	263
流动负债合计	231	286	624	746
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	231	286	624	746
归属母公司所有者权益	461	2,065	2,510	3,080
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	461	2,065	2,510	3,080
负债和股东权益	692	2,351	3,134	3,826

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	218	327	339	646
现金收益	238	346	492	736
存货影响	-10	-36	-103	-85
经营性应收影响	-63	-51	-96	-110
经营性应付影响	38	57	104	119
其他影响	14	11	-57	-15
投资活动现金流	-35	-331	-955	-835
资本支出	-29	-270	-949	-830
股权投资	2	0	0	0
其他长期资产变化	-8	-61	-6	-5
融资活动现金流	-47	1,232	-143	-146
借款增加	0	0	0	0
财务费用	-45	-7	-6	-8
股东融资	0	1,303	0	0
其他长期负债变化	-2	-64	-137	-138

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	942	1,270	1,748	2,304
营业成本	570	735	1,031	1,370
税金及附加	7	10	14	21
销售费用	42	57	73	94
管理费用	23	38	51	67
财务费用	1	2	3	16
资产减值损失	4	4	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2
其他收益	1	1	0	0
营业利润	266	385	515	660
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	271	389	519	664
所得税	39	51	67	86
净利润	232	338	452	578
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	232	338	452	578
NOPLAT	233	340	454	592
EPS(摊薄)(元)	2.58	2.82	3.76	4.81

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	53.1%	34.8%	37.6%	31.8%
EBIT 增长率	214.0%	44.1%	33.5%	30.3%
归母净利润增长率	335.7%	45.6%	33.5%	27.8%
获利能力				
毛利率	39.4%	42.1%	41.0%	40.6%
净利率	24.7%	26.6%	25.8%	25.1%
ROE	50.4%	16.4%	18.0%	18.7%
ROIC	54.8%	19.4%	22.5%	24.6%
偿债能力				
资产负债率	33.4%	12.1%	19.9%	19.5%
债务权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	275.3%	688.8%	238.1%	184.3%
速动比率	224.2%	635.0%	196.8%	138.5%
营运能力				
总资产周转率	1.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	45	47	45	46
应付账款周转天数	99	100	96	98
存货周转天数	72	67	72	79
每股指标(元)				
每股收益	2.58	2.82	3.76	4.81
每股经营现金流	2.42	2.73	2.83	5.38
每股净资产	5.12	17.21	20.92	25.67
估值比率				
P/E	37	34	25	20
P/B	19	6	5	4
EV/EBITDA	81	57	40	27

电力设备与新能源组团队介绍

首席分析师：胡毅

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富上榜团队核心成员。

分析师：于潇

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富团队成员。

分析师：邱迪

中国矿业大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。

研究员：杨达伟

上海交通大学硕士。曾任职于协鑫集成、华元恒道（上海）投资管理有限公司。2017年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500