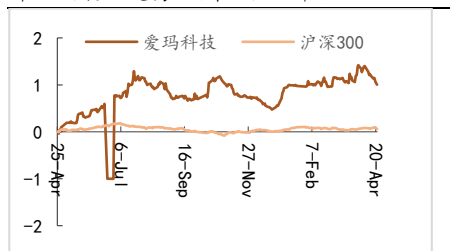


评级： 买入

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话：010-81152649

郭琦
研究助理
guoqi@sczq.com.cn
电话：010-81152647

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	59.05
一年内最高/最低价（元）	75.00/27.20
市盈率（当前）	18.11
市净率（当前）	5.05
总股本（亿股）	5.75
总市值（亿元）	339.36

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 208.02 亿元，同比+35.09%；实现归母净利润 18.73 亿元，同比+182.14%。
点评：
- **核心业务表现亮眼，电动自行车量价齐升。**分产品看，2022 年电动自行车/电动摩托车/电动三轮车/自行车/配件分别实现营收 121.3/71.4/8/0.03/5.9 亿元，同比分别+69.5%/+5.6%/+21.8%/-93.4%/-7.9%，其中电自与电摩销量分别为 724/327 万辆，分别同比+44.2%/-1.9%，平均单价分别为 1677/2185 元，分别同增 17.5%/7.6%。**销量：**电动自行车市场需求旺盛，销量快速增长；电摩受《新国标》影响，市场需求趋于稳定。**均价：**公司持续推进“差异化、高端化”策略，加大新品开发力度，产品结构优化带动均价提升。**单季度来看，**22Q4 公司实现营收 35.74 亿元，同比+23.8%；实现归母净利润 4.97 亿元，同比+475.6%，高景气延续。
- **产品结构优化推动毛利率提升，费用投入构筑长期竞争优势。**2022 年公司毛利率同比+4.7pct 至 16.4%，其中电自/电摩毛利率分别同增 5.5/3.7pcts 至 17%/15.1%，主要由于公司优化产品结构，提升新品和高毛利产品在销售中的占比。销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.76/+0.02/-0.14/-0.18pct 至 2.8%/2.1%/-1.8%/2.4%，公司加强营销推广力度，与优质综艺合作提升品牌影响力；股票激励费用摊销使管理费用提升；持续推进电机、控制器、电气、新材料等技术研发工作，2022 年申请专利共 138 项。受益于收入的快速提升，期间费用率稳中有降。综合影响下，净利率同比+4.66pcts 至 9%。经营性现金流 50.5 亿元，同比+141%。
- **推进渠道拓展，赋能经销门店。**分渠道看，2022 年经销/直销业务分别实现收入 199.5/7.2 亿元，同比分别+39.9%/-28.2%；直销下降主因代工共享单车及电动两轮车订单减少。公司推进渠道拓展，实施渠道下沉策略，并采取“总部赋能+移动支持+定向帮扶”措施帮助提高经销门店效率及产出。截至期末，公司经销商超过 1900 家，终端门店 3 万个。
- **投资建议：**行业景气度持续，龙头市占率有望提升，首次覆盖，给予“买入”评级。行业需求持续增长，公司渠道拓展及产品力提升有望推动业绩快速增长。我们预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 23.7/29.5/35.8 亿元，对应当前市值 PE 为 14/11/9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新品接受度不及预期，行业需求不及预期，市场竞争加剧。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	208.02	258.92	313.98	371.62
营收增速（%）	35.1%	24.5%	21.3%	18.4%
净利润（亿元）	18.74	23.68	29.46	35.82
净利润增速（%）	182.1%	26.4%	24.4%	21.6%
EPS(元/股)	3.26	4.12	5.13	6.23
PE	18	14	11	9

资料来源：Wind，首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,533	15,317	19,767	25,038	经营活动现金流	5,051	3,842	4,950	5,831
现金	6,633	11,745	15,078	19,436	净利润	1,873	2,369	2,946	3,581
应收账款	290	345	434	507	折旧摊销	278	288	311	335
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-196	-264	-304	-318
预付账款	18	35	38	43	投资损失	4	7	7	7
存货	811	1,108	1,282	1,562	营运资金变动	3,088	1,429	1,988	2,225
其他	3,781	2,084	2,935	3,490	其它	6	14	3	2
非流动资产	6,938	7,034	7,134	7,226	投资活动现金流	-2,178	-383	-411	-428
长期投资	128	128	128	128	资本支出	-440	-369	-395	-415
固定资产	2,033	2,199	2,346	2,477	长期投资	-23	0	0	0
无形资产	458	473	509	558	其他	-1,715	-14	-16	-13
其他	4,001	4,016	4,033	4,045	筹资活动现金流	-182	1,653	-1,206	-1,045
资产总计	18,471	22,351	26,901	32,264	短期借款	511	100	100	100
流动负债	11,471	13,790	16,314	19,171	长期借款	0	0	0	0
短期借款	511	611	711	811	其他	-517	2,446	-259	206
应付账款	2,536	3,148	3,653	4,471	现金净增加额	2,691	5,111	3,333	4,358
其他	565	565	565	565					
非流动负债	266	266	266	266	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	266	266	266	266	营业收入	35.1%	24.5%	21.3%	18.4%
负债合计	11,737	14,056	16,580	19,437	营业利润	202.3%	25.4%	24.8%	21.7%
少数股东权益	13	12	11	9	归属母公司净利润	182.1%	26.4%	24.4%	21.6%
归属母公司股东权益	6,721	8,283	10,310	12,818	获利能力				
负债和股东权益	18,471	22,351	26,901	32,264	毛利率	16.4%	18.1%	18.6%	19.0%
					净利率	9.0%	9.1%	9.4%	9.6%
					ROE	27.8%	28.6%	28.5%	27.9%
					ROIC	429.7%	60.5%	56.7%	50.1%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	20,802	25,892	31,398	37,162	资产负债率	63.5%	62.9%	61.6%	60.2%
营业成本	17,399	21,215	25,553	30,107	净负债比率	11.6%	10.6%	9.5%	8.4%
营业税金及附加	105	110	134	160	流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
营业费用	587	829	1,005	1,189	速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
研发费用	507	673	848	1,003	营运能力				
管理费用	433	596	722	818	总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2
财务费用	-383	-264	-304	-318	应收账款周转率	83.5	81.4	80.5	78.9
资产减值损失	-3	-5	-7	-5	应付账款周转率	7.5	7.5	7.5	7.4
公允价值变动收益	-12	-10	-10	-10	每股指标(元)				
投资净收益	-4	3	3	3	每股收益	3.26	4.12	5.13	6.23
营业利润	2,234	2,801	3,497	4,256	每股经营现金	8.79	6.69	8.61	10.15
营业外收入	34	35	30	30	每股净资产	11.69	14.41	17.94	22.30
营业外支出	41	20	25	25	估值比率				
利润总额	2,227	2,816	3,502	4,261	P/E	18	14	11	9
所得税	354	449	557	681	P/B	5	4	3	3
净利润	1,873	2,367	2,945	3,580					
少数股东损益	-1	-1	-1	-2					
归属母公司净利润	1,874	2,368	2,946	3,582					
EBITDA	2,122	2,839	3,510	4,279					
EPS (元)	3.26	4.12	5.13	6.23					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现