

2020年04月14日

年报高增，短期疫情影响发货、长期趋势确定买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,197	1,480	2,131	2,924
同比（%）	27.0%	23.7%	43.9%	37.2%
归母净利润（百万元）	324	390	543	742
同比（%）	39.4%	20.3%	39.3%	36.6%
每股收益（元/股）	2.70	3.25	4.52	6.18
P/E（倍）	25.13	20.88	14.99	10.97

投资要点

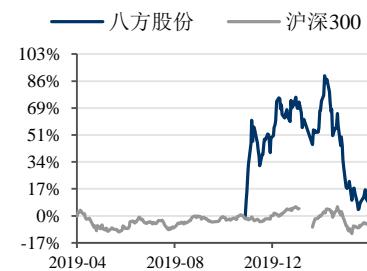
- **19年营收增长27%、利润增长39%，符合预期。**公司发布2019年年报，报告期内实现营业收入11.97亿元，同比增长27.02%；实现利润总额3.77亿元，同比增长39.49%；实现归属母公司净利润3.24亿元，同比增长39.38%，对应EPS为2.7元。其中2019Q4，实现营业收入3.17亿元，同比增长4.66%，环比增长13.87%；实现归属母公司净利润0.85亿元，同比增长19.56%，环比增长11.71%。Q4对应EPS为0.71元。收入、利润增长符合预期。
- **电机产销增长、价格提升，产品结构优化。**19年电踏车轮毂电机销量68万套、同增3.8%，中置电机销量31万套、同增17.4%，中置电机的占比从28.6%提升至31.2%，产品结构不断优化。测算轮毂电机销售单价从420元提升至441元，中置电机销售价格从1476元提升至1581元，也显示出公司的产品附加值提升。配套产品仪表、控制产品收入增速分别38.9%、38.6%，高于营收增速，显示出配套解决方案能力的提升。
- **19年各产品毛利率大幅上行。**2019年毛利率为42.76%，同比上升3.31pct，Q4毛利率44.97%，同比上升5.30pct，环比上升2.19pct；2019Q1-Q4归母净利率为27.06%，同比上升2.40pct，Q4归母净利率26.75%，同比上升3.33pct，环比下降0.52pct。19年中置电机、轮毂电机产品毛利率分别上升6、3个百分点至51.4%和41.1%；仪表、控制器产品毛利率上升6.4、4.8个百分点至42.4%和38.5%。产品价格提升，带动毛利率显著提升。
- **海外疫情影响行业短期发货情况。**近期欧洲新冠疫情蔓延，一方面，疫情影响下欧洲部分自行车整车厂暂停生产，供应商发货因此暂停；另一方面疫情影响线下终端消费需求。欧洲自行车权威机构CONEBI（欧洲自行车工业联合会）因此大幅下调了欧洲2020年电踏车产量预期。八方股份的电踏车产品终端需求集中在欧洲、美国等地，短期发货预计受到影响，上半年收入确认节奏预计有延后。
- **长期来看电踏车仍有很大空间，八方份额有望进一步提升，长期增长仍明确。**电踏车目前市场在欧洲、日本、美洲等，渗透率尚低：目前全球市场规模预计400万辆左右（2019年），其中欧洲300万辆以上、日本、美国共100万辆左右，其中最大市场欧洲电踏车渗透率仅10%，骑行文化较好的荷兰已达30%，全球仍有较大增长空间。预计未来全球规模将达到3000万辆。八方全球市占率25%左右，仅次于博世，未来依托更强的灵活性和对下游的服务能力，份额有望进一步提升，长期市场空间明确。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2020/21/22年净利润分别3.90/5.43/7.42亿，同比分别+20.3%/+39.3%/+36.6%，对应现价PE分别21倍、15倍、11倍，给予公司2020年30倍PE，目标价97元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响超预期、电踏车产销不及预期、竞争加剧等

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉

chajjh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.82
一年最低/最高价	52.13/120.50
市净率(倍)	4.10
流通A股市值(百万元)	2034.60

基础数据

每股净资产(元)	16.52
资产负债率(%)	13.29
总股本(百万股)	120.00
流通A股(百万股)	30.00

相关研究

1、《八方股份(603489)：轻资产、高潜能，细分龙头空间大》
2020-01-22

表 1：八方股份分季度业绩摘要（亿元）

八方股份	2019	2018	同比	2019Q4	2018Q4	单季度同比	2019Q3	环比
营业收入	11.97	9.42	27.0%	3.17	3.03	4.7%	2.78	13.9%
毛利率	42.8%	39.4%	3.3%	45.0%	39.7%	5.3%	42.8%	2.2%
营业利润	3.75	2.66	40.8%	0.96	0.78	22.7%	0.88	8.7%
利润总额	3.77	2.71	39.5%	0.95	0.81	18.0%	0.89	6.2%
归属母公司净利润	3.24	2.32	39.4%	0.85	0.71	19.6%	0.76	11.7%
扣非归属母净利润	20.13	2.27	787.5%	8.99	0.67	1234.2%	8.99	0.0%
归母净利率	27.1%	24.7%	2.4%	26.7%	23.4%	3.3%	27.3%	-0.5%
股本	1.20	0.90		1.20	0.90		0.90	-
EPS	2.70	2.58	4.5%	0.71	0.79	-10.3%	0.84	-16.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：主要电机产品销售情况

		2016A	2017A	2018A	2019A/E
行业	全球电踏车规模（万辆）		300.00	350.00	402.50
	YoY			16.7%	15.0%
	八方股份电机销售量（万辆）	46.64	65.57	92.01	99.08
	八方全球份额		21.9%	26.3%	24.6%
轮毂电机	收入（百万元）	141.54	199.50	276.24	300.89
	轮毂电机销量（万台）	36.28	48.99	65.72	68.21
	轮毂电机占比	77.8%	74.7%	71.4%	68.8%
	轮毂电机单价（元/台）	390.14	407.20	420.34	441.10
	毛利率	36.04%	38.81%	38.11%	41.11%
	毛利（万元）	51.01	77.43	105.28	123.70
中置电机	收入（百万元）	152.21	256.35	387.96	487.86
	中置电机销量（万台）	10.36	16.58	26.29	30.86
	中置电机占比	22.2%	25.3%	28.6%	31.2%
	中置电机单价（元/台）	1468.95	1546.25	1475.52	1580.77
	毛利率	44.84%	48.18%	45.42%	51.43%
	毛利（万元）	68.25	123.51	176.21	250.91

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

八方股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,205	2,631	3,279	4,052	营业收入	1,197	1,480	2,131	2,924
现金	790	1,100	1,492	2,073	减:营业成本	685	857	1,251	1,720
应收账款	190	225	372	447	营业税金及附加	6	10	15	20
存货	165	189	328	383	营业费用	57	71	102	140
其他流动资产	1,060	1,117	1,087	1,149	管理费用	33	77	111	152
非流动资产	81	93	115	138	财务费用	1	-14	-18	-24
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	25	36	50
固定资产	25	36	54	71	加:投资净收益	6	2	3	3
在建工程	19	16	15	15	其他收益	0	0	0	0
无形资产	34	38	43	49	营业利润	375	456	635	869
其他非流动资产	3	3	3	3	加:营业外收支	2	2	4	3
资产总计	2,287	2,724	3,394	4,190	利润总额	377	458	639	873
流动负债	304	352	579	678	减:所得税费用	54	69	96	131
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	232	282	468	562	归属母公司净利润	324	390	543	742
其他流动负债	72	70	111	116	EBIT	354	430	600	819
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	360	436	608	830
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	304	352	579	678	每股收益(元)	2.70	3.25	4.52	6.18
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	16.52	19.77	23.46	29.27
归属母公司股东权益	1,983	2,372	2,815	3,512	发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
负债和股东权益	2,287	2,724	3,394	4,190	ROIC(%)	15.3%	15.4%	18.1%	19.8%
					ROE(%)	16.3%	16.4%	19.3%	21.1%
					毛利率(%)	42.8%	42.1%	41.3%	41.2%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	27.1%	26.3%	25.5%	25.4%
经营活动现金流	269	312	502	633	资产负债率(%)	13.3%	12.9%	17.0%	16.2%
投资活动现金流	-1,000	-15	-27	-31	收入增长率(%)	27.0%	23.7%	43.9%	37.2%
筹资活动现金流	1,201	14	-82	-21	净利润增长率(%)	39.4%	20.3%	39.3%	36.6%
现金净增加额	472	310	392	581	P/E	25.13	20.88	14.99	10.97
折旧和摊销	6	6	8	11	P/B	4.10	3.43	2.89	2.32
资本开支	27	12	21	23	EV/EBITDA	17.68	13.90	9.32	6.13
营运资本变动	-55	-68	-29	-93					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>