

2020年08月28日

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

chajih@dwzq.com.cn

股价走势



盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,197	1,602	2,331	3,202
同比(%)	27.0%	33.9%	45.5%	37.4%
归母净利润(百万元)	324	420	602	831
同比(%)	39.4%	29.7%	43.4%	37.9%
每股收益(元/股)	2.70	3.50	5.02	6.92
P/E(倍)	70.44	54.29	37.87	27.47

投资要点

- **20H1 收入同比-4.6%、利润+10.6%，Q2 恢复明显。**20H 公司实现营收 5.74 亿元，同比-4.58%；实现归母净利润 1.81 亿元，同比+10.58%。20Q2 实现营收 3.25 亿元，同比+14.92%，环比+30.38%；归母净利润 1.09 亿元，同比+36.80%，环比+53.47%。20H1 毛利率为 43.63%，同比上升 2.05pct，主要来自于产品结构改善，高毛利的中置电机等产品占比提升。
- **疫情改变出行方式，短暂停工后欧洲电踏车持续热销。**2020 年初欧洲电踏车销售旺盛，后受疫情影响需求转弱，但疫情后销售快速恢复，疫情使得个人出行工具更受青睐，欧洲市场电踏车销售旺盛。成熟市场方面，据 GfK 市场研究 1-5 月荷兰电踏车零售量 14.9 万辆，同比+12%；其中 5 月销售 5.8 万辆，同比+38%；据 Bosch eBike System 很多德国吉高速电踏车 6-7 月出现缺货；新市场方面，意大利 5 月提出补贴最高 500 欧元用于市民购买电踏车的补贴。整体来看，电踏车最大市场欧洲需求旺盛，全年电踏车销售有望继续快速增长，据 CONEBI、欧洲 19 年电踏车销售突破 300 万，同比+23%，我们预计 20 年有望维持 20% 左右高增。
- **八方股份 Q2 销售快速恢复，产品结构高端化，产能瓶颈加速解决。**八方 Q1 受疫情影响收入同比-21.9%，Q2 随着欧洲需求恢复、营收增速迅速恢复至+14.9%。经营方面：1) 产品高端化趋势明显，20H1 更高端的中置电机（毛利率 50%+）收入同比+8.1%，轮毂电机（毛利率 40%+）同比-7.5%，中置电机产品进一步受到认同；2) 努力解决产能瓶颈，租赁外部仓库、招募生产人员进行两班制生产提供产能，公司新厂房 9 月落成，后续投产后有望进一步突破产能瓶颈。下半年海外需求旺盛叠加公司产能提升，增速有望再上台阶。
- **成立八方天津，对接国内电踏车业务。**国内以美团、滴滴、哈罗等为代表的共享单车运营商开始向共享电单车业务拓展，4 月公司成立全资子公司八方天津，对接国内的共享电动车整车厂业务。目前八方天津处于设备安装、调试阶段，预计 9 月份开始试生产。产品端公司积极开发适用于国内市场的电踏车电机，在购置成本和骑行效果之间寻求平衡。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-22 年归母净利润分别 4.20 亿、6.02 亿、8.31 亿，同比分别+29.7%、+43.4%、+37.9%，对应现价 PE 分别 54 倍、38 倍、27 倍，给予目标价 226 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

市场数据

收盘价(元)	190.10
一年最低/最高价	52.13/193.88
市净率(倍)	11.17
流通 A 股市值(百万元)	5703.00

基础数据

每股净资产(元)	17.03
资产负债率(%)	16.92
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)年报点评：年报高增，短期疫情影响发货、长期趋势确定》2020-04-14
- 2、《八方股份(603489)：轻资产、高潜能，细分龙头空间大》2020-01-22

20H1 收入同比-4.6%、利润+10.6%，Q2 恢复明显。20H 公司实现营收 5.74 亿元，同比-4.58%；实现归母净利润 1.81 亿元，同比+10.58%。20Q2 实现营收 3.25 亿元，同比+14.92%，环比+30.38%；归母净利润 1.09 亿元，同比+36.80%，环比+53.47%。20H1 毛利率为 43.63%，同比上升 2.05pct，主要来自于产品结构改善，高毛利的中置电机等产品占比提升等。

表 1：八方股份中报核心财务数据（亿元）

八方股份	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	5.74	6.02	-4.6%	3.25	2.83	14.9%	2.49	30.4%
毛利率	43.6%	41.6%	2pct	43.3%	41.8%	1.5pct	44.1%	-0.8pct
营业利润	2.10	1.92	9.7%	1.27	0.94	35.3%	0.84	51.9%
利润总额	2.13	1.93	10.3%	1.28	0.94	35.7%	0.85	51.2%
归属母公司净利润	1.81	1.63	10.6%	1.09	0.80	36.8%	0.71	53.5%
扣非归属净利润	1.60	1.60	0.1%	0.90	-	-	0.70	29.4%
归母净利率	31.5%	27.1%	4.3pct	33.6%	28.3%	5.4pct	28.6%	5.1pct
股本	1.20	0.00	-	1.20	0.90	-	1.20	-
EPS	1.51	#DIV/0!	#DIV/0!	0.91	0.89	2.6%	0.59	53.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：八方股份分季度核心财务数据（百万元）

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入		176	303	319	283	278	317	249	325	
营业收入 YoY		—	—	—	—	58%	5%	-22%	15%	
营业成本	102	183	187	165	159	174	139	184		
营业税金及附加	1	3	3	1	1	2	3	5		
销售费用	7	16	12	14	15	16	8	19		
管理费用	10	21	7	6	8	12	10	9		
研发费用			7	8	10	19	7	7		
财务费用	(2)	1	4	(1)	(4)	2	(2)	(3)		
营业利润	59	78	98	94	88	96	84	127		
归母净利润	50	71	83	80	76	85	71	109		
主营业务毛利率	42.1%	39.7%	41.4%	41.8%	42.8%	45.0%	44.1%	43.3%		
销售费用率	3.8%	5.2%	3.6%	4.9%	5.3%	5.2%	3.0%	5.9%		
管理费用率	5.8%	6.9%	2.2%	2.0%	3.0%	3.8%	4.2%	2.9%		
研发费用率			2.1%	2.9%	3.7%	5.9%	2.7%	2.2%		
财务费用率	-1.1%	0.5%	1.3%	-0.4%	-1.5%	0.6%	-0.8%	-0.9%		
净利润率	28.5%	23.4%	26.1%	28.3%	27.3%	26.7%	28.6%	33.6%		

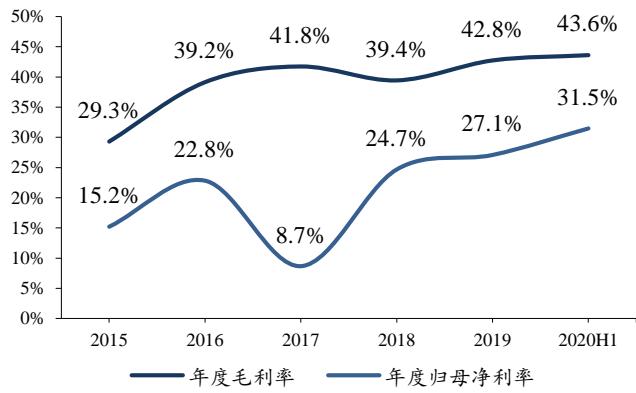
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1: H1 收入 5.74 亿元, 同比-4.58%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 20H1 毛利率、净利率同比+2.05、+4.31pct



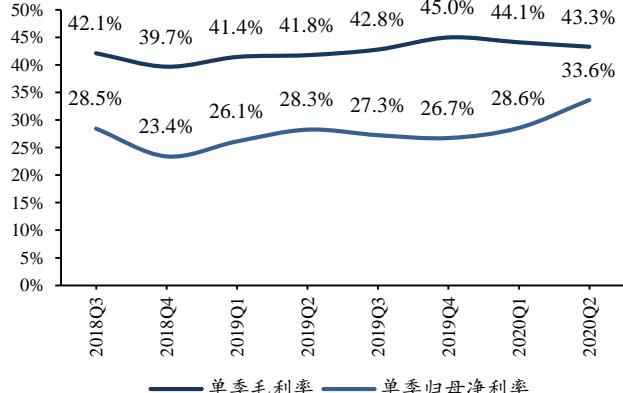
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: H1 归母净利润 1.81 亿元, 同比+10.58%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 20Q2 毛利率、净利率同比+1.53、+5.38pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

疫情改变出行方式, 短暂停工后欧洲电踏车持续热销。2020年初欧洲电踏车销售旺盛, 后受疫情影响需求转弱, 但疫情后销售快速恢复, 疫情使得个人出行工具更受青睐, 欧洲市场电踏车销售旺盛。成熟市场方面, 据GfK市场研究1-5月荷兰电踏车零售量14.9万辆, 同比+12%; 其中5月销售5.8万辆, 同比+38%; 据Bosch eBike System很多德国吉高速电踏车6-7月出现缺货; 新市场方面, 意大利5月提出补贴最高500欧元用于市民购买电踏车的补贴。整体来看, 电踏车最大市场欧洲需求旺盛, 全年电踏车销售有望继续快速增长, 据CONEBI、欧洲19年电踏车销售突破300万, 同比+23%, 我们预计20年有望维持20%左右高增。

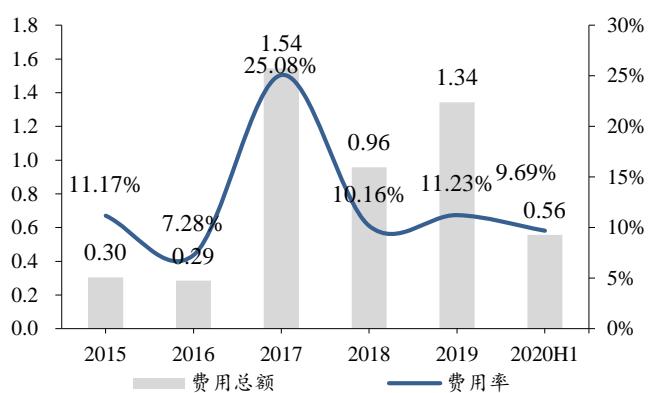
八方股份 Q2 销售快速恢复, 产品结构高端化, 产能瓶颈加速解决。八方Q1受疫情影响收入同比-21.9%, Q2随着欧洲需求恢复、营收增速迅速恢复至+14.9%。经营方面: 1)产品高端化趋势明显, 20H1更高端的中置电机(毛利率50%+)收入同比+8.1%, 轮毂电机(毛利率40%+)同比-7.5%, 中置电机产品进一步受到认同; 2)努力解决产能瓶颈, 租赁外部仓库、招募生产人员进行两班制生产提供产能, 公司新厂房9月落成, 后续投产后有望进一步突破产能瓶颈。下半年海外需求旺盛叠加公司产能提升, 增速有

望再上台阶。

成立八方天津，对接国内电踏车业务。国内以美团、滴滴、哈罗等为代表的共享单车运营商开始向共享电单车业务拓展，4月公司成立全资子公司八方天津，对接国内的共享电动车整车厂业务。目前八方天津处于设备安装、调试阶段，预计9月份开始试生产。产品端公司积极开发适用于国内市场的电踏车电机，在购置成本和骑行效果之间寻求平衡。

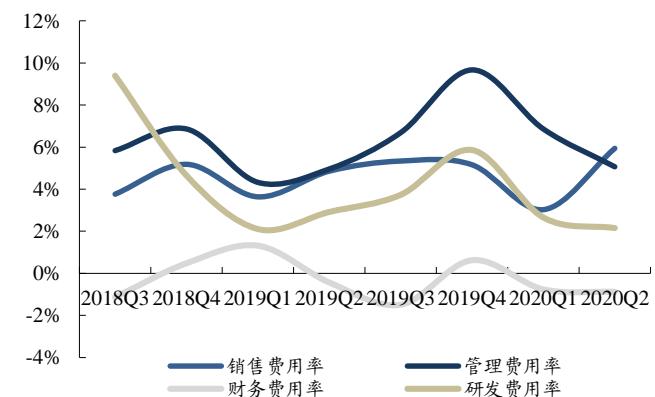
管理费用上升，期间费用率整体略上升。公司2020H1费用同比下降0.86%至0.56亿元，期间费用率上升0.36个百分点至9.69%。其中，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比上升5.99%、上升55.31%、下降9.07%至0.27亿元、0.34亿元、0.14亿元；费用率分别上升0.47、上升1.22、下降0.12个百分点至4.68%、5.84%、2.37%。20Q2销售、管理（含研发）、研发费用分别同比+40.55%/+63.98%/-15.24%，费用率分别为5.94%/5.06%/2.15%。管理费用上升较多主要来自员工薪资上涨、诉讼费用等。

图5：20H1期间费用0.56亿元，同比-0.86%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：20Q2期间费用率10.12%，同比+0.74pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

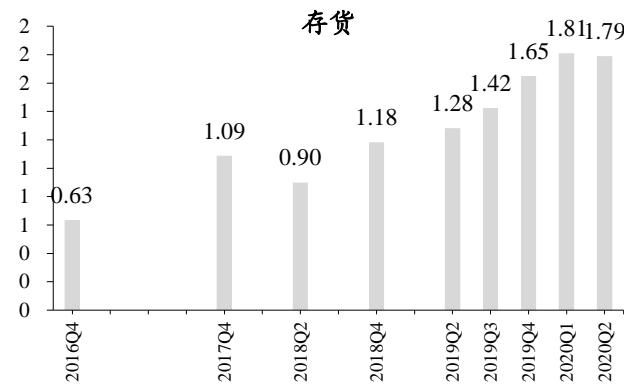
现金流亮眼、预收账款高增，预示下半年好于上半年。2020H1经营活动现金流量净流入1.60亿元，同比增长92.29%；销售商品取得现金6.41亿元，同比增长8.11%。期末预收款项0.52亿元，比年初下降0.00%。期末应收账款1.95亿元，较期初增长0.05亿元。期末存货1.79亿元，较期初上升0.14亿元。

图 7：20Q2 现金净流入 1.18 亿元，同比+101.85%



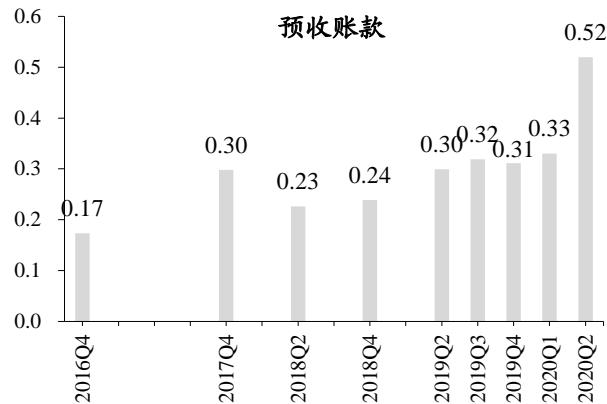
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：期末存货 1.79 亿元，较期初+0.14 亿元



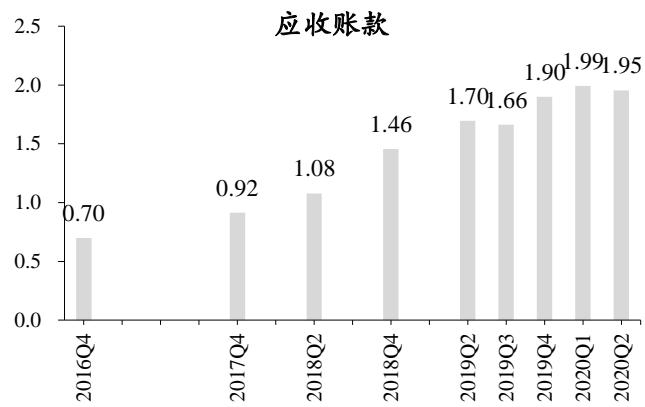
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：期末预收款项 0.52 亿元，同比+73.76%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：期末应收账款 1.95 亿元，较期初+0.05 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计 2020-22 年归母净利润分别 4.20 亿、6.02 亿、8.31 亿，同比分别+29.7%、+43.4%、+37.9%，对应现价 PE 分别 54 倍、38 倍、27 倍，给予目标价 226 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

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	2,705	3,393	4,303	营业收入	1,197	1,602	2,331	3,202
现金	790	1,106	1,563	2,212	减:营业成本	685	927	1,365	1,879
应收账款	190	259	394	503	营业税金及附加	6	11	17	22
存货	165	218	346	431	营业费用	57	77	107	144
其他流动资产	1,060	1,121	1,090	1,157	管理费用	33	83	117	157
非流动资产	81	98	121	146	财务费用	1	-12	-17	-25
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	27	40	54
固定资产	25	40	60	79	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	492	705	974
其他非流动资产	3	3	3	3	加:营业外净收支	2	2	4	3
资产总计	2,287	2,803	3,514	4,449	利润总额	377	494	709	977
流动负债	304	400	609	758	减:所得税费用	54	74	106	147
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	232	324	494	631	归属母公司净利润	324	420	602	831
其他流动负债	72	77	115	127	EBIT	354	466	669	920
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	360	472	677	933
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	304	400	609	758	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	2.70	3.50	5.02	6.92
归属母公司股东权益	1,983	2,403	2,905	3,691	每股净资产(元)	16.52	20.02	24.21	30.76
负债和股东权益	2,287	2,803	3,514	4,449	发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
					ROIC(%)	15.3%	16.5%	19.6%	21.2%
					ROE(%)	16.3%	17.5%	20.7%	22.5%
					毛利率(%)	42.8%	42.2%	41.4%	41.3%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	27.1%	26.2%	25.8%	25.9%
经营活动现金流	269	324	569	703	资产负债率(%)	13.3%	14.3%	17.3%	17.0%
投资活动现金流	-1,000	-20	-29	-34	收入增长率(%)	27.0%	33.9%	45.5%	37.4%
筹资活动现金流	1,201	12	-83	-20	净利润增长率(%)	39.4%	29.7%	43.4%	37.9%
现金净增加额	472	317	457	649	P/E	70.44	54.29	37.87	27.47
折旧和摊销	6	6	9	12	P/B	11.51	9.49	7.85	6.18
资本开支	27	16	23	25	EV/EBITDA	58.43	43.92	29.92	21.04
营运资本变动	-55	-87	-22	-112					

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、意见及推測不一致的报告。

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>