

2020年10月29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	1,438	2,034	2,817
同比(%)	27.0%	20.2%	41.4%	38.5%
归母净利润(百万元)	324	451	644	883
同比(%)	39.4%	39.4%	42.7%	37.1%
每股收益(元/股)	2.70	3.76	5.37	7.36
P/E(倍)	67.52	48.44	33.94	24.76

## 投资要点

- 20Q3收入+42.2%、利润+65.7%超预期，毛利率大幅改善。**公司20Q1-3营收9.7亿元，同比+10.19%；归母净利润3.06亿元，同比+28.06%。其中20Q3营收3.95亿元，同比+42.15%，环比+21.64%；归母净利润1.26亿元，同比+65.71%，环比+14.89%，海外市场Q3需求旺盛，公司收入利润增长超预期。
- 疫情改变出行方式，欧洲电踏车Q3需求持续旺盛。**2020年新冠疫情使得个人出行工具更受青睐，疫情后销售快速恢复，Q3需求持续旺盛，欧洲主流经销商供应紧张。10月初，英国最大的经销商Halfords统计，Q2至8月21日的20周中，电踏车及电动滑板车销量同比大幅增长230%，德国两轮车行业协会ZIV统计上半年德国电踏车同比增长15.8%。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年有望维持两位数增长。同时欧盟8月修订自行车零部件反倾销条款，放宽对中国零部件厂商的贸易政策，利好内资出口高增长。在此背景下，八方股份Q3收入高增42.2%、利润同比高增65.7%。
- 产品结构高端化，毛利率大幅改善。**产品高端化趋势明显，20Q1-3更高端的中置电机(毛利率50%+)收入占比提升，毛利率显著改善。Q1-Q3毛利率为44.56%，同比上升2.60pct，Q3毛利率45.92%，同比上升3.14pct，环比上升2.64pct，毛利率改善主要来自产品结构变化，附加值更高的中置电机占比进一步提升。
- 加速产能建设解决瓶颈，成立八方天津对接国内电踏车业务。**产能建设方面，公司新厂房9月落成、明年Q2逐步试生产；新产能落成之前采用租赁仓库、轮班制提升产能；波兰工厂19年投入使用，聚焦中置电机，也会继续爬产。国内业务方面，公司4月成立全资子公司八方天津，对接国内共享电动车整车厂业务，9月开始试生产，国内共享车市场有望成为新增长点。
- 盈利预测与投资评级：**预计2020-22年归母净利润分别4.51亿、6.44亿、8.83亿，同比分别+39.4%、+42.7%、+37.1%，对应现价PE分别48倍、34倍、25倍，给予目标价241.65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)	182.22
一年最低/最高价	52.13/198.50
市净率(倍)	10.09
流通A股市值(百万元)	5466.60

## 基础数据

每股净资产(元)	18.07
资产负债率(%)	18.38
总股本(百万股)	120.00
流通A股(百万股)	30.00

## 相关研究

- 《八方股份(603489)中报点评：欧洲需求高涨，国内共享市场有望起航》** 2020-08-28
- 《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
- 《八方股份(603489)：轻资产、高潜能，细分龙头空间大》** 2020-01-22

**20Q3 收入+42.2%、利润+65.7%超预期，毛利率大幅改善。**公司 20Q1-3 营收 9.7 亿元，同比+10.19%；归母净利润 3.06 亿元，同比+28.06%。其中 20Q3 营收 3.95 亿元，同比+42.15%，环比+21.64%；归母净利润 1.26 亿元，同比+65.71%，环比+14.89%，海外市场 Q3 需求旺盛，公司收入利润增长超预期。

表1：八方股份三季报核心财务数据（亿元）

八方股份	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	9.70	8.80	10.2%	3.95	2.78	42.2%	3.25	21.6%
毛利率	44.56%	41.96%	2.6pct	45.92%	42.78%	3.14pct	43.28%	2.64pct
营业利润	3.58	2.80	28.0%	1.47	0.88	67.8%	1.27	16.2%
利润总额	3.60	2.82	27.6%	1.47	0.89	64.8%	1.28	15.2%
归属母公司净利润	3.06	2.39	28.1%	1.26	0.76	65.7%	1.09	14.9%
扣非归母净利润	2.79	2.34	19.4%	1.19	0.74	61.6%	0.90	31.6%
归母净利率	31.59%	27.18%	4.41pct	31.78%	27.26%	4.52pct	33.65%	-1.87pct
股本	1.20	0.90	-	1.20	0.90	-	1.20	-
EPS	2.55	2.66	-4.0%	1.05	0.84	24.3%	0.91	14.9%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：Q1-3 收入 9.7 亿元，同比+10.19%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：Q1-3 归母净利润 3.06 亿元，同比+28.06%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**疫情改变出行方式，欧洲电踏车 Q3 需求持续旺盛。**2020 年新冠疫情使得个人出行工具更受青睐，疫情后销售快速恢复，Q3 需求持续旺盛，欧洲主流经销商供应紧张。10 月初，英国最大的经销商 Halfords 统计，Q2 至 8 月 21 日的 20 周中，电踏车及电动滑板车销量同比大幅增长 230%，德国两轮车行业协会 ZIV 统计上半年德国电踏车同比增长 15.8%。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 年有望维持两位数增长。同时欧盟 8 月修订自行车零部件反倾销条款，放宽对中国零部件厂商的贸易政策，利好内资出口高增长。在此背景下，八方股份 Q3 收入高增 42.2%、利润同比高增 65.7%。

**产品结构高端化，毛利率大幅改善。**产品高端化趋势明显，20Q1-3 更高端的中置电

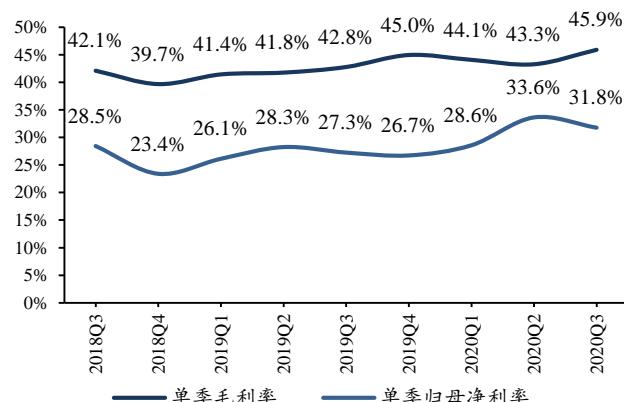
机（毛利率 50%+）收入占比提升，毛利率显著改善。Q1-3 毛利率为 44.56%，同比上升 2.60pct，Q3 毛利率 45.92%，同比上升 3.14pct，环比上升 2.64pct，毛利率改善主要来自产品结构变化，附加值更高的中置电机占比进一步提升。

图 3：Q1-3 毛利率、净利率同比+2.6%、+4.41pct



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 4：Q3 毛利率、净利率同比+3.14%、+4.52pct

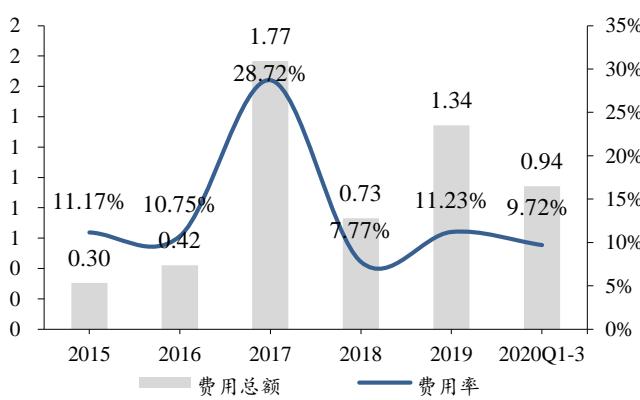


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

**加速产能建设解决瓶颈，成立八方天津对接国内电踏车业务。**产能建设方面，公司新厂房 9 月落成、明年 Q2 逐步试生产；新产能落成之前采用租赁仓库、轮班制提升产能；波兰工厂 19 年投入使用，聚集中置电机，也会继续爬产。国内业务方面，公司 4 月成立全资子公司八方天津，对接国内共享电动车整车厂业务，9 月开始试生产，国内共享车市场有望成为新增长点。

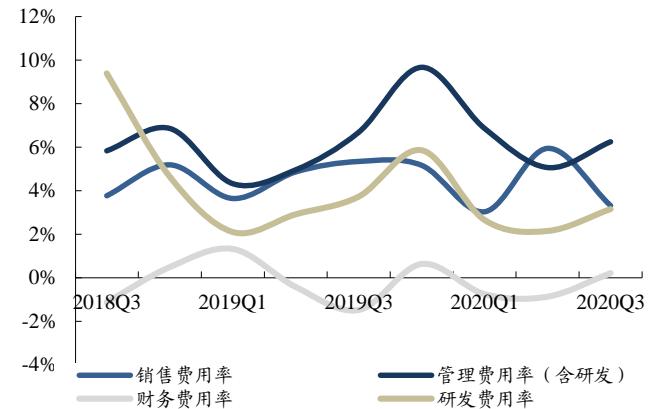
**费用小幅增长，费用率基本持平。**公司 2020Q1-3 费用同比增长 10.30% 至 0.94 亿元，期间费用率上升 0.01 个百分点至 9.72%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 0.64%、上升 25.55%、上升 2.96%、上升 240.46% 至 0.4 亿元、0.58 亿元、0.26 亿元、-0.04 亿元；费用率分别下降 0.45、下降 2.14、下降 0.19、下降 0.28 个百分点至 4.12%、6.01%、2.69%、-0.41%。Q3 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-11.96%/+32.86%/+20.30%/-119.41%，费用率分别为 3.31%/6.25%/3.16%/0.20%。

图 5：Q1-3 期间费用 0.94 亿元，同比+10.30%



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 6：Q3 期间费用率 9.76%，同比-0.77pct



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

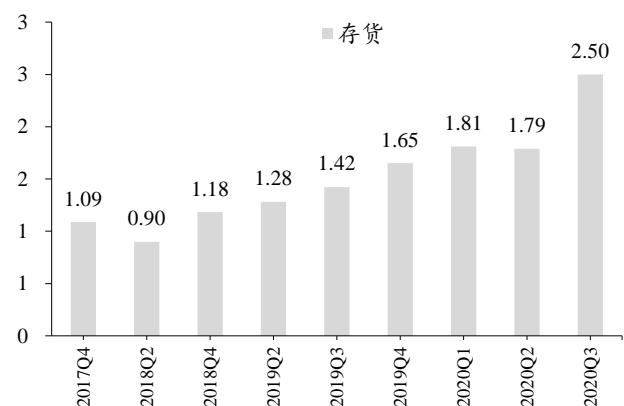
现金流亮眼，预收款、存货高增，预示着订单饱满。Q1-3 经营活动现金流量净流入 2.15 亿元，同比增长 53.44%；销售商品取得现金 9.32 亿元，同比增长 6.18%。期末预收款项 0.54 亿元，较期初增长 0.23 亿元。期末应收账款 2.19 亿元，较期初增长 0.29 亿元，应收账款周转天数上升 6.53 天至 56.99 天。期末存货 2.5 亿元，较期初上升 0.85 亿元；存货周转天数上升 29.74 天至 104.21 天。

图 7: Q1-3 经营现金净流入 2.15 亿元，同比+53.44%



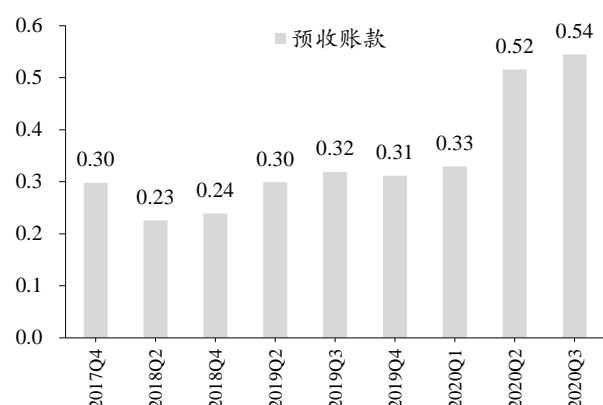
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: Q1-3 期末存货 2.5 亿元，较期初+0.85 亿元



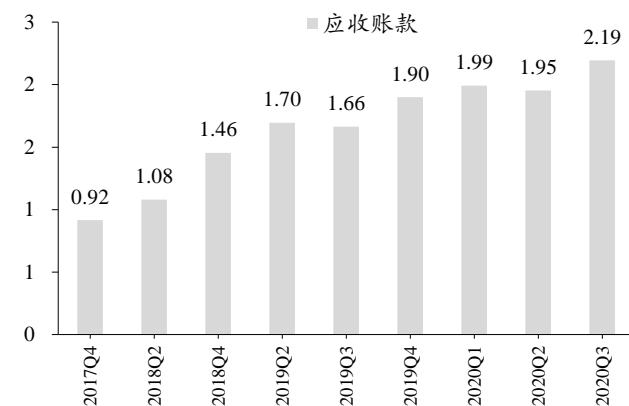
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: Q1-3 期末预收款项 0.54 亿元，较期初+0.23 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: Q1-3 期末应收账款 2.19 亿元，较期初+0.29 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 4.51 亿、6.44 亿、8.83 亿，同比分别+39.4%、+42.7%、+37.1%，对应现价 PE 分别 48 倍、34 倍、25 倍，给予目标价 241.65 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)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2,205</b>	<b>2,510</b>	<b>3,192</b>	<b>4,021</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,197</b>	<b>1,438</b>	<b>2,034</b>	<b>2,817</b>
现金	790	1,018	1,450	2,096	减:营业成本	685	800	1,125	1,561
应收账款	190	213	357	433	营业税金及附加	6	7	10	14
存货	165	166	299	347	营业费用	57	58	78	106
其他流动资产	1,060	1,113	1,086	1,146	管理费用	33	76	102	135
<b>非流动资产</b>	<b>81</b>	<b>117</b>	<b>166</b>	<b>225</b>	<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>
长期股权投资	0	25	55	90	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	25	35	51	68	加:投资净收益	6	27	33	38
在建工程	19	16	14	14	其他收益	0	0	0	0
无形资产	34	38	43	49	<b>营业利润</b>	<b>375</b>	<b>529</b>	<b>754</b>	<b>1,036</b>
其他非流动资产	3	3	3	3	加:营业外收支	<b>2</b>	2	4	3
<b>资产总计</b>	<b>2,287</b>	<b>2,626</b>	<b>3,359</b>	<b>4,246</b>	<b>利润总额</b>	<b>377</b>	<b>531</b>	<b>758</b>	<b>1,039</b>
<b>流动负债</b>	<b>304</b>	<b>312</b>	<b>530</b>	<b>617</b>	减:所得税费用	54	80	114	156
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	232	248	426	509	<b>归属母公司净利润</b>	<b>324</b>	<b>451</b>	<b>644</b>	<b>883</b>
其他流动负债	72	65	104	107	EBIT	354	504	721	986
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBITDA	360	510	729	997
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	<b>304</b>	<b>312</b>	<b>530</b>	<b>617</b>					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,983</b>	<b>2,314</b>	<b>2,828</b>	<b>3,629</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,287</b>	<b>2,626</b>	<b>3,359</b>	<b>4,246</b>					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>269</b>	<b>358</b>	<b>584</b>	<b>762</b>	<b>毛利率(%)</b>	<b>42.8%</b>	<b>44.4%</b>	<b>44.7%</b>	<b>44.6%</b>
投资活动现金流	-1,000	-14	-25	-31	销售净利率(%)	27.1%	31.4%	31.7%	31.4%
筹资活动现金流	1,201	-116	-128	-86	资产负债率(%)	13.3%	11.9%	15.8%	14.5%
现金净增加额	472	228	432	646	收入增长率(%)	27.0%	20.2%	41.4%	38.5%
折旧和摊销	6	6	8	11	净利润增长率(%)	39.4%	39.4%	42.7%	37.1%
资本开支	27	10	20	23	P/E	67.52	48.44	33.94	24.76
营运资本变动	-55	-68	-33	-97	P/B	11.03	9.45	7.73	6.03
					EV/EBITDA	55.80	38.98	26.67	18.85

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>