

## 公司研究

## 业绩符合预期，电踏车电机量利齐升

## ——八方股份（603489.SH）2020 年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2020 年年报，公司 2020 年实现营业收入 13.97 亿元，同比 +16.76%，归母净利润 4.02 亿元，同比+24.22%。经营活动现金流净额 2.31 亿元，同比-13.81%。单四季度公司实现营业收入 4.28 亿元，同/环比 +35%/+8.35%；归母净利润 0.96 亿元，同比+13%/环比-24%；综合毛利率 40.35%，同/环比-4.62/-5.57 pcts，业绩符合预期。

**中置电机、轮毂电机量利齐升，带动盈利增长。**中置电机营收 6.16 亿元，同比 +26%，毛利率 54.03%，同比+2.59pcts，营收占比提升 3.32pcts 至 44.09%，贡献毛利占比 55%；轮毂电机 3.65 亿元，同比+21.27%，毛利率 43.40%，同比+2.29pcts。套件业务增速放缓，营收 3.39 亿元，同比+5.23%，毛利率 31%，同比-8.53 pcts。海外收入 4.52 亿元，由于疫情影响同比-31.12%，毛利率 48.07%，同比+6.13 pcts。

**疫情拐点催生电踏车需求，零部件短缺及海运受阻影响交付。**疫情使得欧美市场消费需求受到抑制，以及原料及零部件短缺、交期推迟，海运受阻。疫情稳定后欧洲市场电踏车需求强劲，叠加疫情过后人们出行方式改变，二季度销量回暖，根据公司年报和 CONEBI 数据，2020 年 2-6 月，芬兰、波兰、挪威、德国等 8 个国家的自行车和电踏车出行比例增加超 100%。因其他关键零部件短缺，产品延迟交货，公司中置电机和轮毂电机库存量同比增加 63%/106%，库存增加使得公司存货周转率降低，ROE（加权）同比减少 28pcts 至 19%。预计该情况将延续至 2021 上半年，下半年将逐步恢复和释放。

**美国市场有望高速增长，布局国内共享单车市场。**目前电踏车在美国市场渗透率较低，据公司年报和 Navigant Research 预计，2025 年渗透率有望超过 2.7%，具有较大发展潜力。美国本土目前无核心电机驱动系统供应商，对中国进口依赖度较高，公司作为国内领先的电踏车供应商，有望受益美国市场高速增长。2020 年公司设立全资子公司八方天津，布局国内共享单车市场。国内电动自行车和国外的电踏车在骑行文化和成本方面有较大差异，但长期来看仍有较大发展空间，若国家对电踏车按照自行车的标准管理，或替代一部分传统电动车市场份额。

**维持“增持”评级：**疫情影响交付的订单后延，新厂房建成后产能提升，欧美市场需求旺盛，上调公司 21-22 年净利润预测（上调 12%/13%），新增 2023 年预测，预计公司 2021-23 年净利润 5.48/7.28/9.43 亿元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 42/32/25 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**国际贸易环境变化；市场竞争加剧；技术和产品迭代降低公司竞争力。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,197	1,397	1,894	2,553	3,322
营业收入增长率	27.02%	16.76%	35.58%	34.79%	30.09%
净利润（百万元）	324	402	548	728	943
净利润增长率	39.38%	24.22%	36.16%	32.94%	29.43%
EPS（元）	2.70	3.34	4.55	6.05	7.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.33%	17.47%	20.99%	24.19%	26.80%
P/E	71	58	42	32	25
P/B	11.6	10.0	8.9	7.7	6.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-14

## 增持（维持）

当前价：192.31 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

联系人：陈无忌

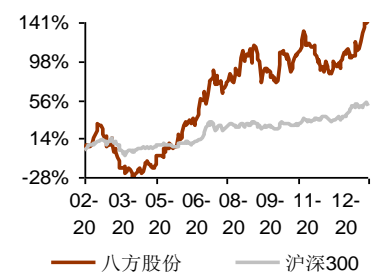
021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.20
总市值(亿元):	231.37
一年最低/最高(元):	67.23/247.00
近 3 月换手率:	31.48%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.17	9.99	121.14
绝对	6.08	1.04	151.33

资料来源：Wind

## 相关研报

Q2 业绩回暖，中置电机产品持续增长——八方股份（603489.SH）2020 年半年报点评（2020-08-30）

后疫情时代电踏车需求向好，中置电机龙头未来可期——八方股份（603489.SH）首次覆盖报告（2020-07-15）

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,197	1,397	1,894	2,553	3,322
营业成本	685	793	1,070	1,444	1,877
折旧和摊销	6	8	17	36	58
税金及附加	6	9	12	16	21
销售费用	57	58	79	106	138
管理费用	33	48	65	85	107
研发费用	44	47	64	86	112
财务费用	1	1	-35	-36	-36
投资收益	6	29	0	0	0
营业利润	375	468	639	850	1,101
利润总额	377	471	642	853	1,104
所得税	54	69	94	125	162
净利润	324	402	548	728	943
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	324	402	548	728	943
EPS(按最新股本计)	2.70	3.34	4.55	6.05	7.83

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	269	231	627	707	937
净利润	324	402	548	728	943
折旧摊销	6	8	17	36	58
净营运资金增加	83	106	-22	121	142
其他	-145	-284	84	-179	-205
投资活动产生现金流	-1,000	939	-305	-305	-305
净资本支出	-27	-80	-305	-305	-305
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-973	1,019	0	0	0
融资活动现金流	1,201	-96	-98	-192	-349
股本变化	30	0	0	0	0
债务净变化	0	0	108	100	50
无息负债变化	73	244	113	204	236
净现金流	472	1,067	224	210	283

### 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	42.8%	43.3%	43.5%	43.5%	43.5%
EBITDA 率	31.8%	32.6%	33.1%	33.7%	34.1%
EBIT 率	31.2%	32.0%	32.2%	32.2%	32.4%
税前净利润率	31.5%	33.7%	33.9%	33.4%	33.2%
归母净利润率	27.1%	28.8%	28.9%	28.5%	28.4%
ROA	14.2%	14.1%	16.2%	17.8%	19.3%
ROE (摊薄)	16.3%	17.5%	21.0%	24.2%	26.8%
经营性 ROIC	81.8%	58.3%	56.6%	53.6%	54.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	13%	19%	23%	26%	28%
流动比率	7.26	5.01	4.43	3.87	3.53
速动比率	6.72	4.48	4.01	3.45	3.10
归母权益/有息债务	-	-	24.17	14.47	13.63
有形资产/有息债务	-	-	30.93	19.43	18.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,287	2,851	3,379	4,084	4,877
货币资金	790	1,857	2,081	2,291	2,574
交易性金融资产	980	0	0	0	0
应收帐款	190	295	400	539	701
应收票据	0	79	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	4	4	5	7
存货	165	268	266	359	468
其他流动资产	76	73	66	57	47
流动资产合计	2,205	2,579	2,821	3,256	3,803
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	25	33	233	440	642
在建工程	19	189	275	335	378
无形资产	34	32	34	37	39
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	11	11	11	11
非流动资产合计	81	271	559	827	1,074
总负债	304	548	769	1,073	1,359
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	232	397	535	723	940
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	31	0	0	0	0
其他流动负债	0	23	23	23	23
流动负债合计	304	515	637	841	1,077
长期借款	0	0	100	200	250
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	32	132	232	282
股东权益	1,983	2,303	2,610	3,011	3,518
股本	120	120	120	120	120
公积金	1,431	1,462	1,462	1,462	1,462
未分配利润	432	720	1,027	1,427	1,934
归属母公司权益	1,983	2,303	2,610	3,011	3,518
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.72%	4.15%	4.15%	4.15%	4.15%
管理费用率	2.77%	3.41%	3.41%	3.31%	3.21%
财务费用率	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
研发费用率	3.67%	3.37%	3.37%	3.37%	3.37%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	2.00	2.72	3.62	4.69
每股经营现金流	2.24	1.92	5.21	5.87	7.79
每股净资产	16.52	19.14	21.69	25.02	29.24
每股销售收入	9.97	11.61	15.75	21.22	27.61

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	71	58	42	32	25
PB	11.6	10.0	8.9	7.7	6.6
EV/EBITDA	56.5	47.2	34.2	24.9	18.8
股息率	0.5%	1.0%	1.4%	1.9%	2.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE