

八方股份 (603489)

年报符合市场预期, 21 年产能瓶颈解除、国内共享市场起量

2021 年 04 月 15 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

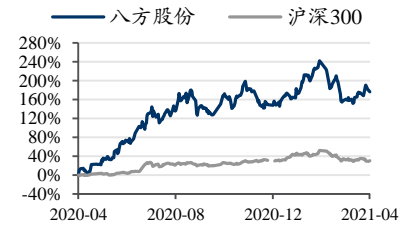
zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1,397 | 1,905 | 2,583 | 3,453 |
| 同比 (%) | 16.8% | 36.3% | 35.6% | 33.7% |
| 归母净利润 (百万元) | 402 | 547 | 744 | 971 |
| 同比 (%) | 24.2% | 36.0% | 35.9% | 30.6% |
| 每股收益 (元/股) | 3.34 | 4.55 | 6.18 | 8.07 |
| P/E (倍) | 57.51 | 42.29 | 31.12 | 23.82 |

股价走势



投资要点

- **20 年收入+17%、利润+24%，符合预期。**公司发布 2020 年年报，20 年实现营收 13.97 亿元，同比+16.76%；实现归母净利润 4.02 亿元，同比+24.22%，业绩符合市场预期。其中 2020Q4，实现营收 4.28 亿元，同比增长 35.01%，环比增长 8.15%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 13.38%，环比下降 23.57%，Q4 利润增速慢于收入增速的主要原因是 Q4 薪酬增长、研发费用增长与成本上升。
- **疫情改变出行方式，20 年电踏车销量规模维持快速增长，我们预计 21 年维持 25%以上增速。**20 年疫情改变欧美出行方式，作为个人出行的电踏车备受青睐，同时部分欧盟国家对购买电踏车给予一定补贴，尽管在 20 年年初终端渠道受疫情影响有闭店的情况，但 Q2 以来快速恢复、Q3-4 需求持续旺盛，我们预计 21 年欧洲电踏车全年销量超 400 万辆，同比增长 20%以上，在自行车中渗透率约 20%，其中最大市场德国电踏车销量达 120 万辆左右、渗透率达 38.7%，荷兰、意大利等市场也快速增长；美国市场方兴未艾，预计 21 年市场规模增长至 50-60 万辆，同比翻番；日本市场 20 年稳增 5.65%至 73.8 万辆。我们预计 2021 年行业规模继续维持 25%以上的快速成长，其中欧盟市场预计同比+30%以上、美国市场有望继续翻番，中国市场的共享电踏车也开始逐步投入生产。
- **八方 20 年销量同比+27%，配件产品相对平稳，产品结构略有改善。**20 年尽管受疫情影响，海外货运、商务均有不同程度的负面影响，但公司积极调动资源保供应、克服货运阻力、线上与客户沟通交流，全年实现电踏车电机销量 126 万辆，同比+27%略快于行业，其中中置电机 40 万套，占比 31.5%略有提升；轮毂电机因国内共享单车客户开始放量增速与中置基本持平。配件方面，仪表/控制产品/电池分别收入 1.2 亿/0.5 亿/0.8 亿，同比分别+19%/-12%/-10%基本平稳。
- **21 年产能瓶颈解除、共享客户放量、海外同步发力下，增长有望提速。**疫情后海外需求逐步恢复、国内共享电踏车逐步起量，公司新总部基地 21 年 1 月封顶、21 年 6 月实现搬迁工作，产能有望由目前的 100 万+大幅提升；同时八方天津在 20 年介入国内共享单车市场，供应轮毂电机，20 年量尚小，21 年有望跟随大客户逐步起量，盈利能力也有望逐步改善；海外疫情后需求逐步复苏，公司将继续深耕欧美市场，加快客户开拓，尤其是中置电机等高端产品有望快速增长。我们预计 21 年行业增速 25%以上、公司增速将显著高于行业。
- **盈利预测与投资评级：**考虑 21 年公司面临原材料价格上升、海运成本上升压力，小幅下调公司 2021-22 年归母净利润至 5.47 (-0.97) 亿、7.44 (-1.39) 亿，预计 23 年归母净利润为 9.71 亿，同比+36%、+36%、+31%，对应现价 PE 分别 42x、31x、24x，考虑公司的高壁垒、高成长性和高盈利能力，给予目标价 228 元，对应 21 年 50x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，投资不及预期

市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 192.31 |
| 一年最低/最高价 | 63.95/247.00 |
| 市净率(倍) | 10.55 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13730.93 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 19.14 |
| 资产负债率(%) | 19.21 |
| 总股本(百万股) | 120.31 |
| 流通 A 股(百万股) | 71.40 |

相关研究

- 1、《八方股份 (603489) 三季报点评: Q3 增长超预期, 产品结构改善》2020-10-29
- 2、《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
- 3、《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

20 年收入+17%、利润+24%，符合预期。公司发布 2020 年年报，20 年实现营收 13.97 亿元，同比+16.76%；实现归母净利润 4.02 亿元，同比+24.22%，业绩符合市场预期。其中 2020Q4，实现营收 4.28 亿元，同比增长 35.01%，环比增长 8.15%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 13.38%，环比下降 23.57%，Q4 利润增速慢于收入增速的主要原因是 Q4 薪酬增长、研发费用增长与成本上升。

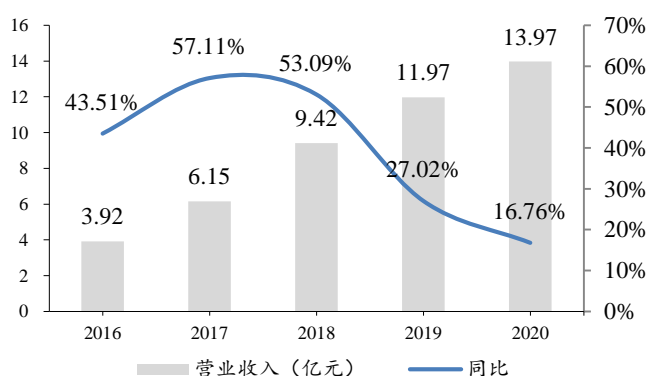
全年毛利率改善、Q4 受海运及原材料涨价影响下降。2020 年毛利率为 43.27%，同比上升 0.52pct，主要来自产品结构改善、高端产品占比提升；Q4 毛利率 40.35%，同比下降 4.62pct，环比下降 5.57pct，主要来自：1) 运费从费用项重分类进主营业务成本；2) 铜等大宗商品涨价、海运费用上涨；3) 八方天津供应的共享电踏车产品毛利率相对低等。

表 1: 八方股份 2020 年核心财务数据 (亿元)

| 八方股份 | 2020 | 2019 | 同比 | 2020Q4 | 2019Q4 | 同比 | 2020Q3 | 环比 |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入 | 13.97 | 11.97 | 16.8% | 4.28 | 3.17 | 35.0% | 3.95 | 8.1% |
| 毛利率 | 43.3% | 42.8% | 0.5pct | 40.3% | 45.0% | -4.6pct | 45.9% | -5.6pct |
| 营业利润 | 4.68 | 3.75 | 24.8% | 1.10 | 0.96 | 15.6% | 1.47 | -25.1% |
| 利润总额 | 4.71 | 3.77 | 24.9% | 1.11 | 0.95 | 16.8% | 1.47 | -24.7% |
| 归属母公司净利润 | 4.02 | 3.24 | 24.2% | 0.96 | 0.85 | 13.4% | 1.26 | -23.6% |
| 扣非归母净利润 | 3.73 | 3.15 | 18.2% | 0.93 | 2.42 | -61.4% | 1.19 | 21.7% |
| 归母净利率 | 28.8% | 27.1% | 1.7pct | 22.5% | 26.7% | -4.3pct | 31.8% | -9.3pct |
| 股本 | 1.20 | 1.20 | - | 1.20 | 1.20 | - | 1.20 | - |
| EPS (元) | 3.34 | 2.70 | 23.9% | 0.80 | 0.71 | 13.1% | 1.05 | -23.8% |

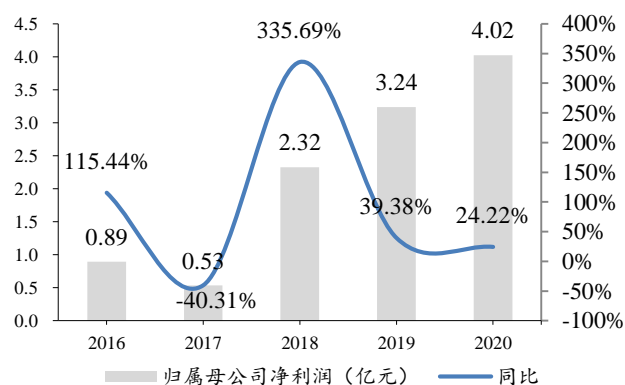
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 13.97 亿元, 同比+16.76%



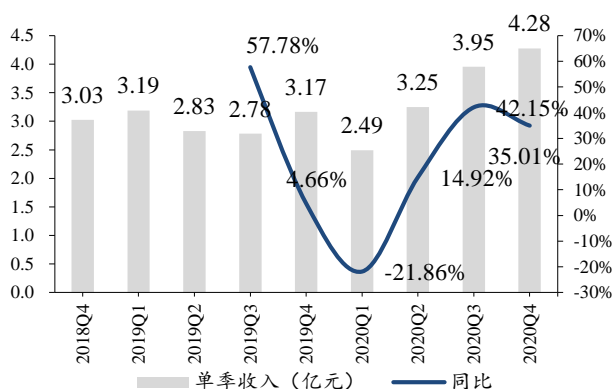
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 4.02 亿元, 同比+24.22%



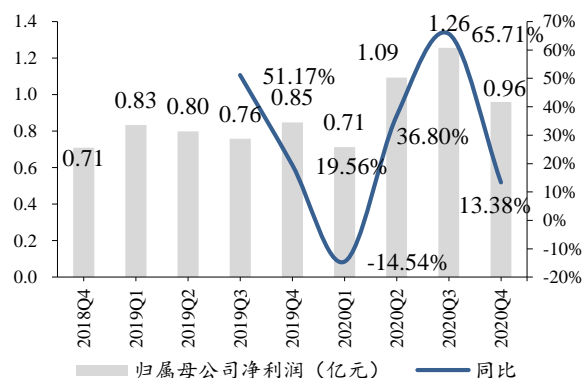
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: Q4 收入 4.28 亿元, 同比+35.01%



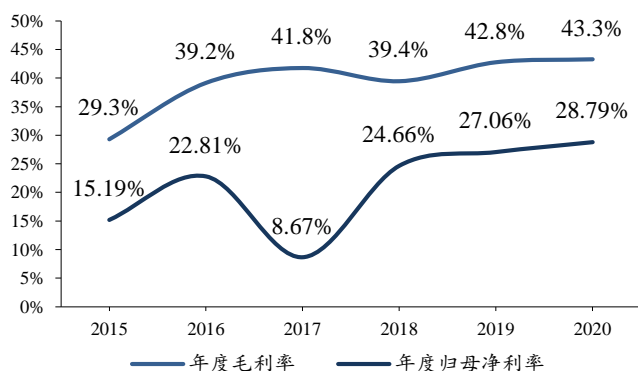
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: Q4 归母净利润 0.96 亿元, 同比+13.38%



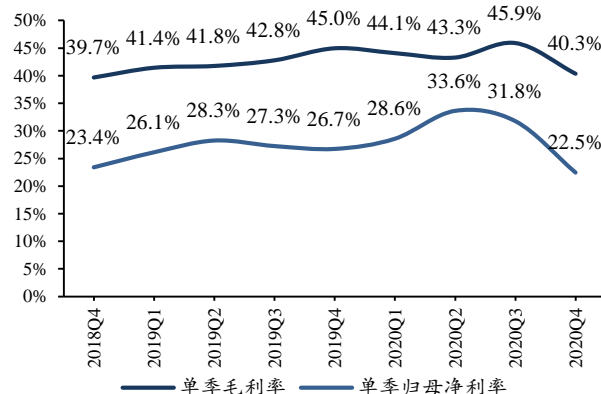
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年毛利率、净利率同比+0.5pct、+1.7pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: Q4 毛利率、净利率同比-4.6pct、-4.3pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

疫情改变出行方式, 20 年电踏车销量规模维持快速增长, 我们预计 21 年维持 25% 以上增速。20 年疫情改变欧美出行方式, 作为个人出行的电踏车备受青睐, 同时部分欧盟国家对购买电踏车给予一定补贴, 尽管在 20 年年初终端渠道受疫情影响有闭店的情况, 但 Q2 以来快速恢复、Q3-4 需求持续旺盛, 我们预计 21 年欧洲电踏车全年销量超 400 万辆, 同比增长 20% 以上, 在自行车中渗透率约 20%, 其中最大市场德国电踏车销量达 120 万辆左右、渗透率达 38.7%, 荷兰、意大利等市场也快速增长; 美国市场方兴未艾, 预计 21 年市场规模增长至 50-60 万辆, 同比翻番; 日本市场 20 年稳增 5.65% 至 73.8 万辆。我们预计 2021 年行业规模继续维持 25% 以上的快速成长, 其中欧盟市场预计同比+30% 以上、美国市场有望继续翻番, 中国市场的共享电踏车也开始逐步投入生产。

图 7: 八方股份核心业务测算

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A/E | 2020A/E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 行业 | | | | | |
| 全球电踏车规模 (万辆) | | 300.00 | 350.00 | 437.00 | 548.00 |
| YoY | | | 16.7% | 24.9% | 25.4% |
| 八方股份电机销售量 (万辆) | 46.64 | 65.57 | 92.01 | 99.08 | 126.06 |
| 八方全球份额 | | 21.9% | 26.3% | 22.7% | 23.0% |
| 轮毂电机 | | | | | |
| 收入 (百万元) | 141.54 | 199.50 | 276.24 | 300.89 | 364.90 |
| YoY | | 41.0% | 38.5% | 8.9% | 21.3% |
| 轮毂电机销量 (万台) | 36.28 | 48.99 | 65.72 | 68.21 | 86.38 |
| 轮毂电机占比 | 77.8% | 74.7% | 71.4% | 68.8% | 68.5% |
| 轮毂电机单价 (元/台) | 390.14 | 407.20 | 420.34 | 441.10 | 422.42 |
| 毛利率 | 36.04% | 38.81% | 38.11% | 41.11% | 43.40% |
| 毛利 (万元) | 51.01 | 77.43 | 105.28 | 123.70 | 158.37 |
| 中置电机 | | | | | |
| 收入 (百万元) | 152.21 | 256.35 | 387.96 | 487.86 | 616.04 |
| YoY | | 68.4% | 51.3% | 25.8% | 26.3% |
| 中置电机销量 (万台) | 10.36 | 16.58 | 26.29 | 30.86 | 39.68 |
| 中置电机占比 | 22.2% | 25.3% | 28.6% | 31.2% | 31.5% |
| 中置电机单价 (元/台) | 1468.95 | 1546.25 | 1475.52 | 1580.77 | 1552.47 |
| 毛利率 | 44.84% | 48.18% | 45.42% | 51.43% | 54.03% |
| 毛利 (万元) | 68.25 | 123.51 | 176.21 | 250.91 | 332.85 |
| 仪表产品 | | | | | |
| 收入 (百万元) | 32.49 | 54.05 | 72.81 | 101.11 | 120.75 |
| YoY | | 66.4% | 34.7% | 38.9% | 19.4% |
| 毛利率 | 33.85% | 34.57% | 35.96% | 42.35% | 29.19% |
| 毛利 (万元) | 11.00 | 18.69 | 26.18 | 42.82 | 35.25 |
| 控制产品 | | | | | |
| 收入 (百万元) | 19.50 | 31.12 | 39.68 | 54.99 | 48.36 |
| YoY | | 59.6% | 27.5% | 38.6% | -12.1% |
| 毛利率 | 31.28% | 35.57% | 33.71% | 38.47% | 24.96% |
| 毛利 (万元) | 6.10 | 11.07 | 13.37 | 21.15 | 12.07 |
| 电池 | | | | | |
| 收入 (百万元) | | 10.22 | 40.94 | 85.67 | 77.27 |
| YoY | | | 300.7% | 109.3% | -9.8% |
| 电池销售数量 (万套) | | 1.13 | 3.00 | 5.71 | 5.33 |
| 电池配套率 | | 1.73% | 3.26% | 5.76% | 4.23% |
| 产品单价 (元/台) | | 902.53 | 1364.28 | 1500.00 | 1450.00 |
| 毛利率 | | 12.74% | 7.29% | 9.85% | 26.51% |
| 毛利 (万元) | | 1.30 | 2.98 | 8.44 | 20.48 |
| 其他 | | | | | |
| 营收 (百万元) | 45.98 | 64.16 | 124.49 | 166.14 | 169.88 |
| YoY | | 39.54% | 94.01% | 33.46% | 2.25% |
| 毛利率 | 37.01% | 38.88% | 38.23% | 38.91% | 26.84% |
| 毛利 (百万元) | 17.02 | 24.95 | 47.59 | 64.64 | 45.59 |
| 合计 | | | | | |
| 营收 (百万元) | 391.71 | 615.41 | 942.10 | 1196.65 | 1397.19 |
| YoY | | 57.11% | 53.09% | 27.02% | 16.76% |
| 毛利率 | 39.15% | 41.75% | 39.45% | 42.76% | 43.27% |
| 毛利 (百万元) | 153.37 | 256.94 | 371.61 | 511.65 | 604.60 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

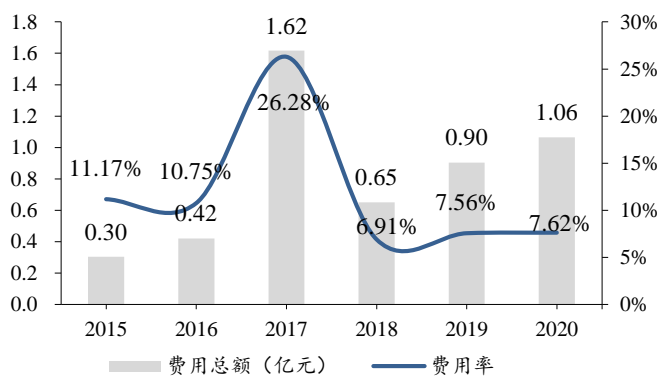
八方 20 年销量同比+27%，配件产品相对平稳，产品结构略有改善。20 年尽管受疫情影响，海外货运、商务均有不同程度的负面影响，但公司积极调动资源保供应、克服货运阻力、线上与客户沟通交流，全年实现电踏车电机销量 126 万辆，同比+27%略快于行业，其中中置电机 40 万套，占比 31.5%略有提升；轮毂电机因国内共享单车客户开始

放量增速与中置基本持平。配件方面,仪表/控制产品/电池分别收入 1.2 亿/0.5 亿/0.8 亿,同比分别+19%/-12%/-10%基本平稳。

21 年产能瓶颈解除、共享客户放量、海外同步发力下,增长有望提速。疫情后海外需求逐步恢复、国内共享电踏车逐步起量,公司新总部基地 21 年 1 月封顶、21 年 6 月实现搬迁工作,产能有望由目前的 100 万+大幅提升;同时八方天津在 20 年介入国内共享单车市场,供应轮毂电机,20 年量尚小,21 年有望跟随大客户逐步起量,盈利能力也有望逐步改善;海外疫情后需求逐步复苏,公司将继续深耕欧美市场,加快客户开拓,尤其是中置电机等高端产品有望快速增长。我们预计 21 年行业增速 25%以上、公司增速将显著高于行业。

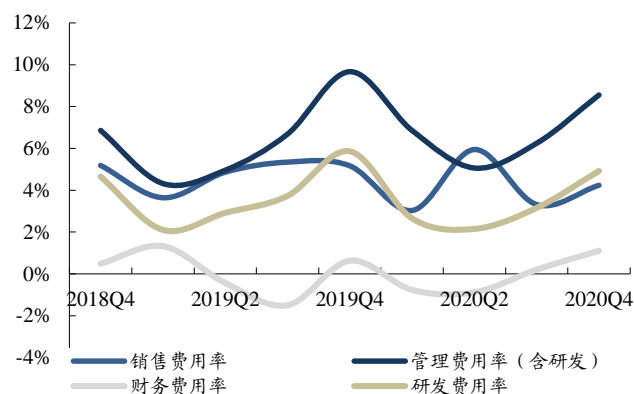
期间费用率小幅下降。公司 2020 年费用同比增长 17.70%至 1.06 亿元,期间费用率下降 0.23 个百分点至 10.99%。其中,销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 2.64%、上升 23.13%、上升 7.38%、下降 7.04%至 0.58 亿元、0.95 亿元、0.47 亿元、0.01 亿元;费用率分别下降 0.57、上升 0.35、下降 0.29、下降 0.01 个百分点至 4.15%、6.79%、3.37%、0.06%。Q4,销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+10.71%/+19.48%/+13.41%/+137.50%,费用率分别为 4.23%/8.56%/4.92%/1.10%。

图 8: 2020 年期间费用 1.06 亿元,同比+17.70%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: Q4 期间费用率 13.89%,同比-1.57pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

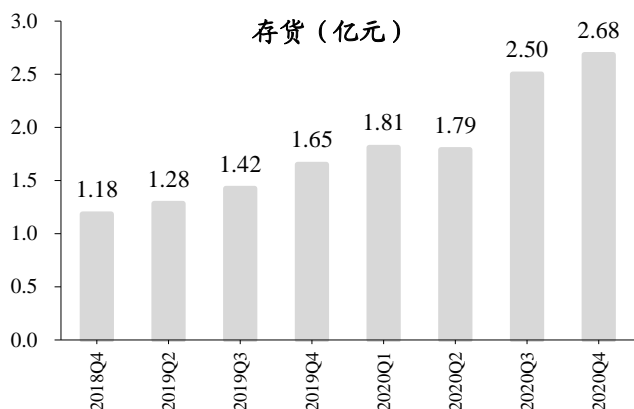
预收款位于高位,存货、应收款增长较多。2020 年经营活动现金流量净流入 2.31 亿元,同比下降 13.81%,其中 Q4 经营活动现金流量净额 0.17 亿元;销售商品取得现金 13.98 亿元,同比增长 14.18%。期末预收款项+合同负债 0.49 亿元,比年初增长 55.75%。期末应收账款 2.95 亿元,较期初增长 1.05 亿元,应收账款周转天数上升 12.02 天至 62.48 天。期末存货 2.68 亿元,较期初上升 1.03 亿元;存货周转天数上升 23.97 天至 98.44 天。

图 10: Q4 现金净流入 0.17 亿元, 同比-86.91%



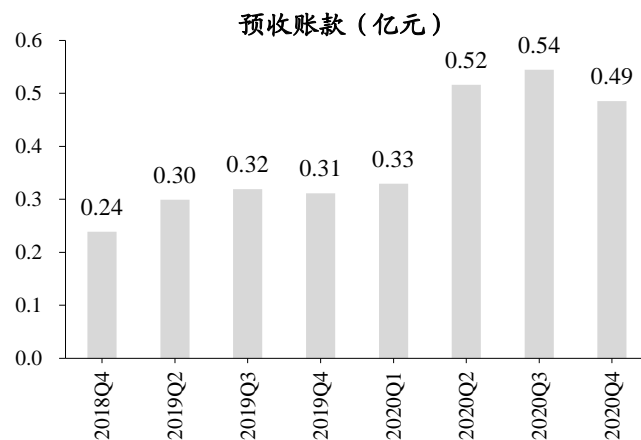
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 期末存货 2.68 亿元, 较期初+1.03 亿元



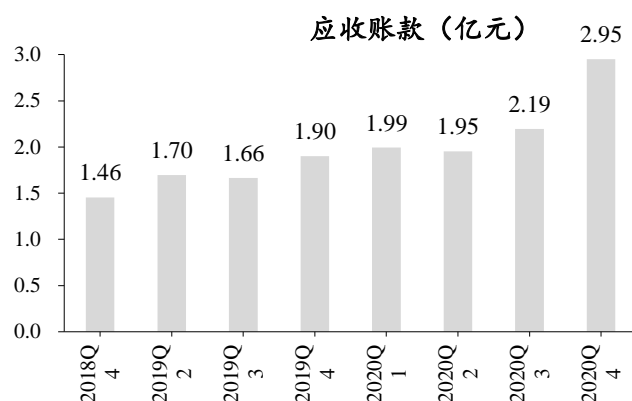
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 期末预收款项 0.49 亿元, 较年初+55.75%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 期末应收账款 2.95 亿元, 较期初+1.05 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 考虑 21 年公司面临原材料价格上升、海运成本上升压力, 小幅下调公司 2021-22 年归母净利润至 5.47 (-0.97) 亿、7.44 (-1.39) 亿, 预计 23 年归母净利润为 9.71 亿, 同比+36%、+36%、+31%, 对应现价 PE 分别 42x、31x、24x, 考虑公司的高壁垒、高成长性和高盈利能力, 给予目标价 228 元, 对应 21 年 50x, 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) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 2,579 | 3,234 | 4,086 | 5,209 | 营业收入 | 1,397 | 1,905 | 2,583 | 3,453 |
| 现金 | 1,857 | 2,424 | 2,876 | 3,757 | 减:营业成本 | 793 | 1,094 | 1,479 | 2,002 |
| 应收账款 | 295 | 366 | 531 | 668 | 营业税金及附加 | 9 | 11 | 16 | 21 |
| 存货 | 268 | 330 | 479 | 616 | 营业费用 | 58 | 76 | 98 | 126 |
| 其他流动资产 | 159 | 113 | 201 | 167 | 管理费用 | 48 | 120 | 155 | 197 |
| 非流动资产 | 271 | 298 | 331 | 375 | 财务费用 | 1 | 2 | 11 | 21 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 固定资产 | 33 | 82 | 124 | 164 | 加:投资净收益 | 29 | 35 | 40 | 45 |
| 在建工程 | 189 | 164 | 151 | 151 | 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 32 | 36 | 40 | 43 | 营业利润 | 468 | 636 | 866 | 1,133 |
| 其他非流动资产 | 17 | 17 | 17 | 17 | 加:营业外净收支 | 3 | 4 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 2,851 | 3,531 | 4,417 | 5,583 | 利润总额 | 471 | 640 | 870 | 1,136 |
| 流动负债 | 515 | 649 | 841 | 1,092 | 减:所得税费用 | 69 | 93 | 126 | 165 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 397 | 471 | 702 | 886 | 归属母公司净利润 | 402 | 547 | 744 | 971 |
| 其他流动负债 | 118 | 178 | 139 | 206 | EBIT | 416 | 576 | 790 | 1,036 |
| 非流动负债 | 32 | 32 | 32 | 32 | EBITDA | 423 | 585 | 806 | 1,058 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 32 | 32 | 32 | 32 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 负债合计 | 548 | 681 | 873 | 1,125 | 每股收益(元) | 3.34 | 4.55 | 6.18 | 8.07 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(元) | 19.14 | 23.69 | 29.45 | 37.06 |
| | | | | | 发行在外股份(百万股) | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 归属母公司股东权益 | 2,303 | 2,850 | 3,543 | 4,459 | ROIC(%) | 15.2% | 17.1% | 18.9% | 19.7% |
| 负债和股东权益 | 2,851 | 3,531 | 4,417 | 5,583 | ROE(%) | 17.5% | 19.2% | 21.0% | 21.8% |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 43.3% | 42.5% | 42.8% | 42.0% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 28.8% | 28.7% | 28.8% | 28.1% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 19.2% | 19.3% | 19.8% | 20.1% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 16.8% | 36.3% | 35.6% | 33.7% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 24.2% | 36.0% | 35.9% | 30.6% |
| | | | | | P/E | 57.51 | 42.29 | 31.12 | 23.82 |
| | | | | | P/B | 10.05 | 8.12 | 6.53 | 5.19 |
| | | | | | EV/EBITDA | 50.35 | 35.47 | 25.19 | 18.34 |

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>