

八方股份 (603489)

证券研究报告

2021年04月16日

需求维持高景气，订单延后抑制短期增速

业绩摘要：公司2020年实现收入13.97亿元，同比增长16.8%，归母净利润4.02亿元，同比增长24.2%，扣非净利润3.73亿元，同比增长18.2%。经营活动现金流量2.3亿元，同比减少14%。综合毛利率43.3%，同比增长0.5Pct，综合净利率28.8%，同比增长1.7Pct。

2020Q4收入4.3亿元，同比增长35%，归母净利润0.96亿元，同比增长13%，扣非净利润0.93亿元，同比增长14%。经营活动现金流量0.2亿元，同比减少87%。综合毛利率40.3%，同比减少4.6Pct，综合净利率22.5%，同比减少4.3Pct。

Q4毛利率、经营性现金流下降较多。我们认为毛利率下降原因为：1) 新会计准则运输费用影响。2) 产品结构导致，Q4轮毂电机比例可能较高。经营性现金流Q4减少较多，原因可能为：1) Q4存货增加0.18亿 2) 应收票据和账款Q4增加1.5亿。

产品结构：2020年中置电机销量占比31.5%，占比小幅提升。2020年公司销售中置电机39.7万台，同比增长29%，轮毂电机86.4万台，同比增长27%。我们预计公司共享电单车产品在2020年有一定量出货，若剔除共享电单车影响，预计中置占比进一步提升。

从盈利能力看，中置、轮毂电机毛利率分别为54%、43.4%，相较2019年分别提升2.6、2.3Pct。从价格看：中置电机2020年平均售价1552元/台，同比降低1.8%。我们认为均价降低或与产品结构有关，公司在2020年新推入门级中置产品M200，单价可能较低。轮毂电机2020年平均售价422元/台，同比降低4.2%。我们认为共享电单车产品或使均价降低。从毛利率看，中置、轮毂电机毛利率均提升，说明公司有较好的成本控制能力。

预收货款大幅增长，订单增加为主要原因。公司2020年预收货款4852万元，同比增长60%，说明公司订单情况大幅提升。存货、应收账款在2020年均大幅增长，分别为2.7、3亿元，同比增长63%、55.4%，主要原因为公司销售规模增长。

投资建议

受到疫情影响，公司未因自身原因导致交货延迟，但因客户其它关键零部件滞后，要求公司产品延迟交货，导致库存产品增加。公司预计延迟交货现象将延续至2021年上半年，下半年逐渐恢复。

从预收情况看，公司订单充足。欧洲、美国均保持强劲需求，除共享单车外，公司继续优化产品结构，提升利润率水平。由于客户延迟交货的情况仍延续，我们将2021、2022年归母净利润5.8、8亿元调整至5.3、7.5亿元，对应PE44、31x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响加剧、电踏车电机竞争加剧、公司产品不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,196.65	1,397.19	2,118.01	2,860.79	3,549.96
增长率(%)	27.02	16.76	51.59	35.07	24.09
EBITDA(百万元)	428.59	527.49	610.87	863.45	1,070.47
净利润(百万元)	323.85	402.29	531.33	748.37	927.54
增长率(%)	39.38	24.22	32.07	40.85	23.94
EPS(元/股)	2.69	3.34	4.42	6.22	7.71
市盈率(P/E)	71.45	57.51	43.55	30.92	24.95
市净率(P/B)	11.67	10.05	8.36	6.82	5.47
市销率(P/S)	19.34	16.56	10.92	8.09	6.52
EV/EBITDA	24.63	39.85	34.09	23.55	18.15

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电机
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	183.9元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	120.31
流通A股股本(百万股)	71.40
A股总市值(百万元)	22,125.92
流通A股市值(百万元)	13,130.46
每股净资产(元)	19.14
资产负债率(%)	19.21
一年内最高/最低(元)	247.00/70.59

作者

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《八方股份-季报点评:业绩环比高增，彰显龙头地位》2020-10-29
- 《八方股份-公司专题研究:从中报说开，看公司未来发展》2020-09-02
- 《八方股份-公司专题研究:从产品本身对比，看八方市占率如何提升》2020-06-22

1. 年报点评

业绩摘要：公司 2020 年实现收入 13.97 亿元，同比增长 16.8%，归母净利润 4.02 亿元，同比增长 24.2%，扣非净利润 3.73 亿元，同比增长 18.2%。经营活动现金流量 2.3 亿元，同比减少 14%。综合毛利率 43.3%，同比增长 0.5Pct，综合净利率 28.8%，同比增长 1.7Pct。

2020Q4 收入 4.3 亿元，同比增长 35%，归母净利润 0.96 亿元，同比增长 13%，扣非净利润 0.93 亿元，同比增长 14%。经营活动现金流量 0.2 亿元，同比减少 87%。综合毛利率 40.3%，同比减少 4.6Pct，综合净利率 22.5%，同比减少 4.3Pct。

表 1：八方业绩摘要

单位：亿元	2019 年	2020 年	YoY	2019Q4	2020Q3	2020Q4	YoY	QoQ
营业收入	12.0	14.0	16.8%	3.2	4.0	4.3	35%	8%
归母净利润	3.2	4.0	24%	0.8	1.3	0.96	13%	-24%
扣非净利润	3.2	3.7	18%	0.8	1.2	0.93	14%	-22%
经营活动现金净流量	2.7	2.3	-14%	1.3	0.5	0.2	-87%	-69%
综合毛利率	42.8%	43.3%	0.5%	45.0%	45.9%	40.3%	-4.6%	-5.6%
综合净利率	27.1%	28.8%	1.7%	26.7%	31.8%	22.5%	-4.3%	-9.3%

资料来源：Wind、天风证券研究所

Q4 毛利率、经营性现金流下降较多。我们认为毛利率下降原因为：1) 新会计准则运输费用影响 2) 产品结构导致，Q4 轮毂电机比例可能较高。经营性现金流 Q4 减少较多，原因可能为：1) Q4 存货增加 0.18 亿 2) 应收票据和账款 Q4 增加 1.5 亿。

产品结构：2020 年中置电机销量占比 31.5%，占比小幅提升。2020 年公司销售中置电机 39.7 万台，同比增长 29%，轮毂电机 86.4 万台，同比增长 27%。我们预计公司共享电单车产品在 2020 年有一定量出货，若剔除共享电单车影响，预计中置占比进一步提升。

表 2：中置、轮毂电机产品结构变化

	2016	2017	2018	2019	2020
中置电机销量（万台）	10.4	16.6	26.3	30.9	39.7
中置 YOY		60%	59%	17%	29%
轮毂电机销量（万台）	36.3	49.0	65.7	68.2	86.4
轮毂 YOY		35%	34%	4%	27%
合计（万台）	46.6	65.6	92.0	99.1	126.1
中置电机占比（%）	22.2%	25.3%	28.6%	31.2%	31.5%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

从盈利能力看，中置、轮毂电机毛利率分别为 54%、43.4%，相较 2019 年分别提升 2.6、2.3Pct。从价格看：中置电机 2020 年平均售价 1552 元/台，同比降低 1.8%。我们认为均价降低或与产品结构有关，公司在 2020 年新推出入门级中置产品 M200，可能拉低平均单价。轮毂电机 2020 年平均售价 422 元/台，同比降低 4.2%。我们认为共享电单车产品可能使均价降低。从毛利率看，中置、轮毂电机毛利率均提升，说明公司有较好的成本控制能力。

表 3：中置、轮毂电机单价、成本与毛利率

	单位	2016	2017	2018	2019	2020	
中置电机	营收	亿元	1.52	2.56	3.88	4.88	6.16
	单价	元	1,469	1,546	1,476	1,581	1,552
	YOY			5.3%	-4.6%	7.1%	-1.8%
	成本	元	810	801	805	768	714
	YOY			-1.1%	0.5%	-4.7%	-7.0%
	毛利率	%	44.8%	48.2%	45.4%	51.4%	54.0%
轮毂电机	营收	亿元	1.42	2.00	2.76	3.01	3.65
	单价	元	390	407	420	441	422
	YOY			4.4%	3.2%	4.9%	-4.2%
	成本	元	250	249	260	260	248
	YOY			-0.1%	4.4%	-0.2%	-4.5%
	毛利率	%	36.0%	38.8%	38.1%	41.1%	43.4%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

预收货款大幅增长，订单增加为主要原因。公司 2020 年预收货款 4852 万元，同比增长 60%，说明公司订单情况大幅提升。存货、应收账款在 2020 年均大幅增长，分别为 2.7、3 亿元，同比增长 63%、55.4%，主要原因为公司销售规模增长。

2. 投资建议

受到疫情影响，公司未因自身原因导致交货延迟，但因客户其它关键零部件滞后，要求公司产品延迟交货，导致库存产品增加。公司预计延迟交货现象将延续至 2021 年上半年，下半年逐渐恢复。

从预收情况看，公司订单充足。欧洲、美国均保持强劲需求，除共享单车外，公司继续优化产品结构，提升利润率水平。由于客户延迟交货的情况仍延续，我们将 2021、2022 年归母净利润 5.8、8 亿元调整至 5.3、7.5 亿元，对应 PE 44、31x，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	789.81	1,857.04	2,307.30	2,796.64	3,697.59
应收票据及应收账款	189.91	374.21	371.11	491.61	578.94
预付账款	1.87	2.62	2.25	5.10	4.58
存货	165.07	268.40	316.81	486.61	477.85
其他	1,058.62	77.15	58.67	74.99	73.79
流动资产合计	2,205.28	2,579.42	3,056.15	3,854.94	4,832.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	25.44	33.31	126.68	207.60	268.07
在建工程	18.80	189.04	149.42	137.65	112.59
无形资产	33.69	32.14	28.54	24.95	21.35
其他	3.33	16.73	8.04	9.45	11.04
非流动资产合计	81.27	271.21	312.68	379.65	413.06
资产总计	2,286.55	2,850.63	3,368.83	4,234.60	5,245.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	231.67	396.85	439.37	719.65	772.98
其他	72.16	118.47	151.32	108.08	222.73
流动负债合计	303.83	515.31	590.69	827.74	995.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	32.43	10.81	14.41	19.22
非流动负债合计	0.00	32.43	10.81	14.41	19.22
负债合计	303.83	547.75	601.50	842.15	1,014.93
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	120.31	120.31	120.31	120.31
资本公积	1,374.52	1,401.65	1,401.65	1,401.65	1,401.65
留存收益	1,862.76	2,181.31	2,647.01	3,272.13	4,110.57
其他	(1,374.55)	(1,400.39)	(1,401.65)	(1,401.65)	(1,401.65)
股东权益合计	1,982.72	2,302.89	2,767.32	3,392.45	4,230.88
负债和股东权益总计	2,286.55	2,850.63	3,368.83	4,234.60	5,245.81

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	323.85	402.29	531.33	748.37	927.54
折旧摊销	6.41	7.76	9.85	14.44	18.19
财务费用	(3.04)	(4.36)	(18.26)	(22.38)	(28.47)
投资损失	(6.10)	(28.61)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(123.63)	(52.95)	35.98	(70.22)	94.33
其它	71.02	(92.69)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	268.52	231.45	538.89	650.21	991.59
资本支出	30.47	151.79	81.62	76.40	45.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,030.28)	787.09	(121.62)	(136.40)	(75.20)
投资活动现金流	(999.81)	938.87	(40.00)	(60.00)	(30.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,236.73	27.98	16.99	22.38	28.47
其他	(36.02)	(123.83)	(65.63)	(123.25)	(89.11)
筹资活动现金流	1,200.71	(95.84)	(48.63)	(100.87)	(60.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	469.41	1,074.48	450.26	489.34	900.95

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,196.65	1,397.19	2,118.01	2,860.79	3,549.96
营业成本	684.99	792.59	1,291.98	1,705.03	2,112.22
营业税金及附加	6.43	8.68	13.16	17.77	22.06
营业费用	56.52	58.02	93.19	123.01	152.65
管理费用	33.11	47.69	67.78	91.55	113.60
研发费用	43.90	47.14	69.89	94.41	117.15
财务费用	0.83	0.77	(18.26)	(22.38)	(28.47)
资产减值损失	(0.50)	(0.99)	0.98	0.00	(0.01)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.10	28.61	20.00	20.00	20.00
其他	(9.92)	(53.60)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	375.18	468.30	619.28	871.40	1,080.76
营业外收入	2.25	3.24	3.21	3.00	3.00
营业外支出	0.00	0.30	0.10	0.13	0.18
利润总额	377.43	471.24	622.39	874.26	1,083.58
所得税	53.58	68.95	91.06	125.89	156.04
净利润	323.85	402.29	531.33	748.37	927.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	323.85	402.29	531.33	748.37	927.54
每股收益(元)	2.69	3.34	4.42	6.22	7.71

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	27.02%	16.76%	51.59%	35.07%	24.09%
营业利润	40.81%	24.82%	32.24%	40.71%	24.03%
归属于母公司净利润	39.38%	24.22%	32.07%	40.85%	23.94%
获利能力					
毛利率	42.76%	43.27%	39.00%	40.40%	40.50%
净利率	27.06%	28.79%	25.09%	26.16%	26.13%
ROE	16.33%	17.47%	19.20%	22.06%	21.92%
ROIC	229.29%	191.07%	119.57%	160.79%	153.62%
偿债能力					
资产负债率	13.29%	19.21%	17.85%	19.89%	19.35%
净负债率	-39.83%	-80.64%	-83.38%	-82.44%	-87.40%
流动比率	7.26	5.01	5.17	4.66	4.85
速动比率	6.72	4.48	4.64	4.07	4.37
营运能力					
应收账款周转率	6.33	4.95	5.68	6.63	6.63
存货周转率	8.44	6.45	7.24	7.12	7.36
总资产周转率	0.80	0.54	0.68	0.75	0.75
每股指标(元)					
每股收益	2.69	3.34	4.42	6.22	7.71
每股经营现金流	2.23	1.92	4.48	5.40	8.24
每股净资产	16.48	19.14	23.00	28.20	35.17
估值比率					
市盈率	71.45	57.51	43.55	30.92	24.95
市净率	11.67	10.05	8.36	6.82	5.47
EV/EBITDA	24.63	39.85	34.09	23.55	18.15
EV/EBIT	25.00	40.44	34.64	23.95	18.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com