

2021 年中报点评: 业绩再超预期, 海外高增, 内销市场开始起量 买入 (维持)

2021 年 08 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号: S0600521080002

021-60199793

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,397	2,614	3,505	4,725
同比 (%)	16.8%	87.1%	34.1%	34.8%
归母净利润 (百万元)	402	658	995	1,373
同比 (%)	24.2%	63.5%	51.3%	38.0%
每股收益 (元/股)	3.34	5.47	8.27	11.41
P/E (倍)	63.82	39.03	25.80	18.70

投资要点

■ **2021H1 收入同比+114.5%、利润同比+71.3%，超市场预期。**2021H1 实现营业收入 12.32 亿元，同比增长 114.49%；实现归属母公司净利润 3.09 亿元，同比增长 71.33%；扣非归母净利润 3.05 亿元，同比+90.3%。上半年海外电踏车需求旺盛、国内共享单车业务开始启动，公司经营业绩大幅超出市场预期。其中 2021Q2 实现营业收入 7.05 亿元，同比增长 116.85%，环比增长 33.74%；实现归属母公司净利润 1.59 亿元，同比增长 45.57%，环比增长 5.94%。

■ **海外电踏车需求高增长，国内内销市场开始起量。**1)海外方面，电踏车全球需求高增，据 CONEBI，2020 年欧洲电踏车销售 510 万辆左右，同比增长 50%以上；美国市场销售 50-60 万辆、同比翻番；日本市场稳增。进入 2021 年以来，海外电踏车需求整体处于较快增长态势，我们预计全球需求仍可达到 30%以上增速。2)国内方面，包括雅迪、爱玛等传统电动两轮车企业开始进入或布局电踏车产品，同时哈啰等共享单车厂商也开始布局共享电踏车，目前已在批量生产，拉动内销市场开始起量。

■ **2021 年海外需求高增、共享客户放量，同时产品向高端化的中置电机切换，下半年产能瓶颈逐步解除，有望保持高速增长。**2021H1 公司整体收入高速增长，主要来自：1)海外电踏车需求高增，而八方相较外资同行供应能力更强，同时，今年疫情常态化后公司逐步加派员工出国，推进新产品开发工作，同时利用荷兰、波兰、美国等子公司的本土员工优势确保响应速度和服务质量，份额快速提升，按母公司口径（以海外业务为主）来看，上半年收入 9.9 亿元，同比+84.6%；2)国内业务开始起步，根据合并收入减去母公司收入大致测算，子公司上半年收入 2.4 亿元，去年同期 378 万元，增量主要来自八方天津，即公司面向共享单车等内销市场的主要子公司，但估计该板块毛利率目前较低。下半年公司新总部基地有望在 2021 年 9 月完成搬迁，产能将大幅提升，产能瓶颈解除后有望维持高速增长。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑上半年公司经营业绩超预期，上调公司 2021-2023 年营业收入至 26.14 亿元 (+5.79 亿元)、35.05 亿元 (+6.71 亿元)、47.25 亿元 (+8.97 亿元)，上调公司 2021-2023 年归母净利润至 6.58 亿元 (+0.60 亿元)、9.95 亿元 (+1.57 亿元)、13.73 亿元 (+2.45 亿元)，同比+64%、+51%、+38%，对应现价 PE 分别 39x、25x、19x，考虑公司的高壁垒、高成长性和高盈利能力，且今年利润率受原材料等因素挤压，给予目标价 273.5 元，对应 2021 年 50x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格上涨，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	209.62
一年最低/最高价	154.08/260.57
市净率(倍)	10.61
流通 A 股市值(百万元)	14966.87

基础数据

每股净资产(元)	19.75
资产负债率(%)	25.37
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) 一季报点评: 业绩高增超预期, 内销业务开始贡献增量》2021-05-03

2、《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》2021-04-15

3、《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

COD

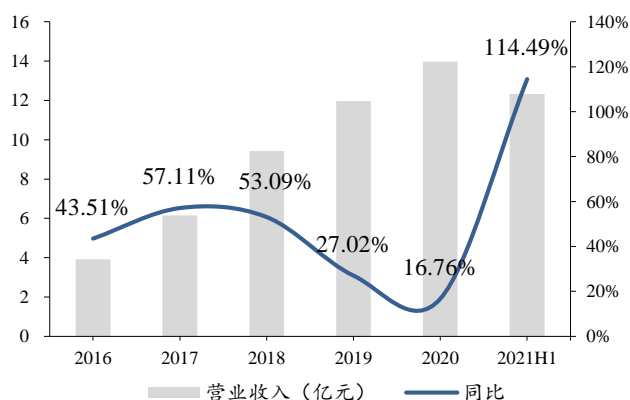
2021H1 收入同比+114.5%、利润同比+71.3%，超市场预期。公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营业收入 12.32 亿元，同比增长 114.49%；实现归属母公司净利润 3.09 亿元，同比增长 71.33%；扣非归母净利润 3.05 亿元，同比+90.3%。**上半年海外电踏车需求旺盛、国内共享单车业务开始启动，公司经营业绩大幅超出市场预期。**其中 2021Q2 实现营业收入 7.05 亿元，同比增长 116.85%，环比增长 33.74%；实现归属母公司净利润 1.59 亿元，同比增长 45.57%，环比增长 5.94%。

表 1：八方股份 2021H1 核心财务数据

八方股份	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入（亿元）	12.32	5.74	114.5%	7.05	3.25	116.9%	5.27	33.7%
毛利率	36.3%	43.6%	-7.3pct	34.3%	43.3%	-9.0pct	38.9%	-4.6pct
营业利润（亿元）	3.63	2.10	72.5%	1.88	1.27	47.7%	1.76	6.8%
利润总额（亿元）	3.63	2.13	70.8%	1.88	1.28	46.5%	1.76	6.8%
归属母公司净利润（亿元）	3.09	1.81	71.3%	1.59	1.09	45.6%	1.50	5.9%
扣非归母净利润（亿元）	3.05	1.60	90.3%	1.56	0.90	72.8%	1.49	5.0%
归母净利率	25.1%	31.5%	-6.3pct	22.6%	33.6%	-11.1pct	28.5%	-5.9pct
股本（亿股）	1.20	1.20	-	1.20	1.20	-	1.20	-
EPS（元/股）	2.57	1.51	70.9%	1.32	0.91	45.2%	1.25	5.9%

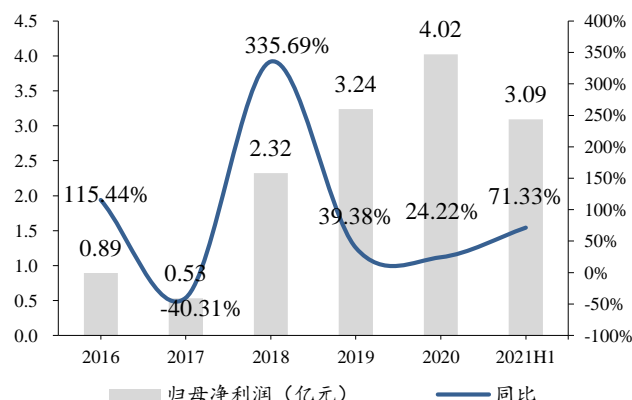
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：2021H1 收入 12.32 亿元，同比+114.49%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021H1 归母净利润 3.09 亿元，同比+71.33%

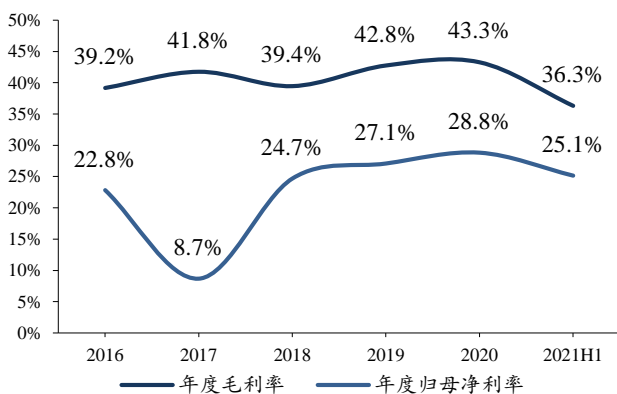


数据来源：Wind，东吴证券研究所

产品结构变化、原材料涨价导致毛利率下降。2021H1 毛利率为 36.29%，同比下降 7.35pct，Q2 毛利率 34.31%，同比下降 8.97pct，环比下降 4.62pct，报告期内毛利率有所下降，主要来自：1）产品结构变化，内销的共享单车产品占比提升，而内销部分毛利率较

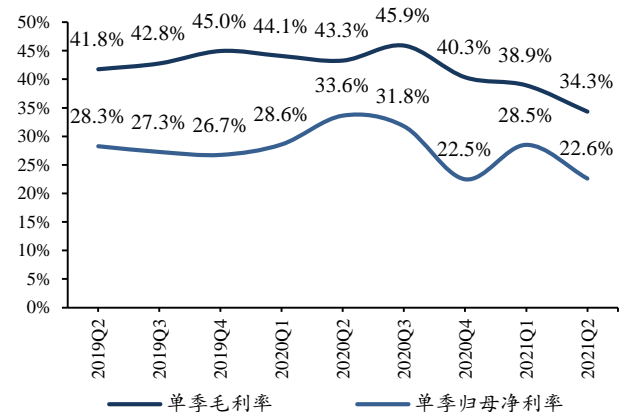
低；2）电机原材料铜、稀土、芯片等价格上涨，但公司通过涨价对冲了一部分影响。八方母公司报表（以海外业务为主）计算，上半年毛利率 42.8%，同比仅-1.8pct。2021H1 归母净利率为 25.12%，同比下降 6.33pct，Q2 归母净利率 22.59%，同比下降 11.06pct，环比下降 5.93pct。净利率降幅高于毛利率，主要是：1）去年同期确认较多理财收益，投资收益+公允价值变动损益 2022 万元，今年为 358 万元；2）上半年应收款较多，计提信用减值 1148 万元，去年同期仅 112 万元。

图 3：2021H1 毛利率、净利率同比-7.35、-6.33pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021Q2 毛利率、净利率同比-8.97、-11.06pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

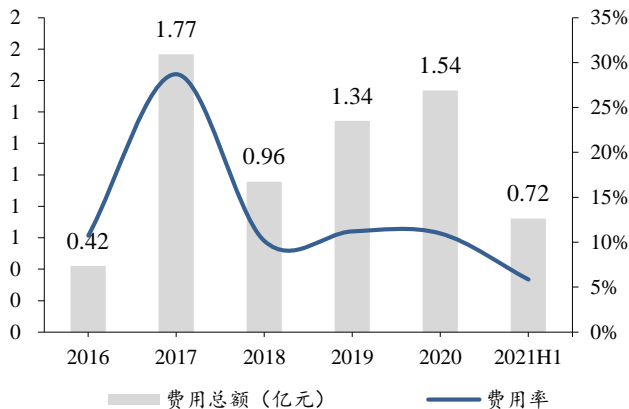
疫情改变出行方式，海外电踏车需求高增长，同时国内内销市场开始起量。海外方面，电踏车全球需求高增，据 CONEBI，2020 年欧洲电踏车销售 510 万辆左右，同比增长 50%以上；美国市场销售 50-60 万辆、同比翻番；日本市场稳增。进入 2021 年以来，海外电踏车需求整体处于较快增长态势，我们预计全球需求仍可达到 30%以上增速。国内方面，包括雅迪、爱玛等传统电动两轮车企业开始进入或布局电踏车产品，同时哈啰等共享单车厂商也开始布局共享电踏车，目前已在批量生产，拉动内销市场开始起量。

2021 年海外需求高增、共享客户放量，同时产品向高端化的中置电机切换，下半年产能瓶颈逐步解除，有望保持高速增长。2021H1 公司整体收入高速增长，主要来自：1）海外电踏车需求高增，而八方相较外资同行供应能力更强，同时，今年疫情常态化后公司逐步加派员工出国，推进新产品开发工作，同时利用荷兰、波兰、美国等子公司的本土员工优势确保响应速度和服务质量，份额快速提升，按母公司口径（以海外业务为主）来看，上半年收入 9.9 亿元，同比+84.6%；2）国内业务开始起步，根据合并收入减去母公司收入大致测算，子公司上半年收入 2.4 亿元，去年同期 378 万元，增量主要来自八方天津，即公司面向共享单车等内销市场的主要子公司，但估计该板块毛利率目前较低。下半年公司新总部基地有望在 2021 年 9 月完成搬迁，产能将大幅提升，产能瓶颈解除后有望维持高速增长。

费用增速远低于收入，费用率大幅下降。公司 2021H1 费用同比增长 29.98%至 0.72

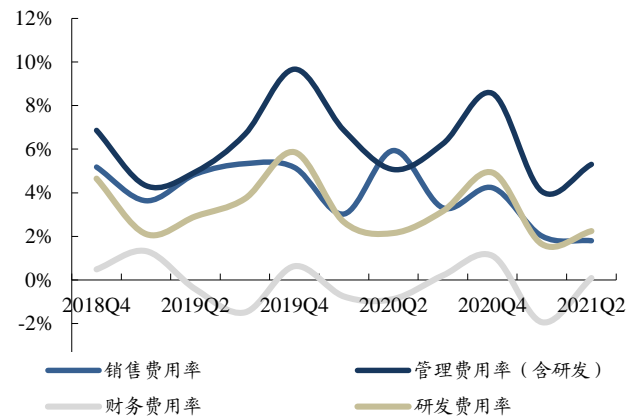
亿元，期间费用率下降 3.82 个百分点至 5.87%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 13.38%、上升 75.02%、上升 79.64%、下降 102.85%至 0.23 亿元、0.59 亿元、0.24 亿元、-0.1 亿元；费用率同比分别下降 2.79、下降 1.07、下降 0.38、上升 0.04 个百分点至 1.89%、4.77%、1.98%、-0.78%。

图 5：2021H1 期间费用 0.72 亿元，同比+29.98%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

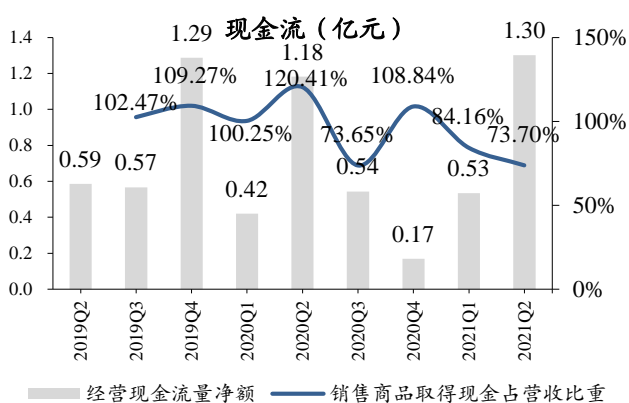
图 6：2021H1 期间费用率 5.87%，同比-3.82pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

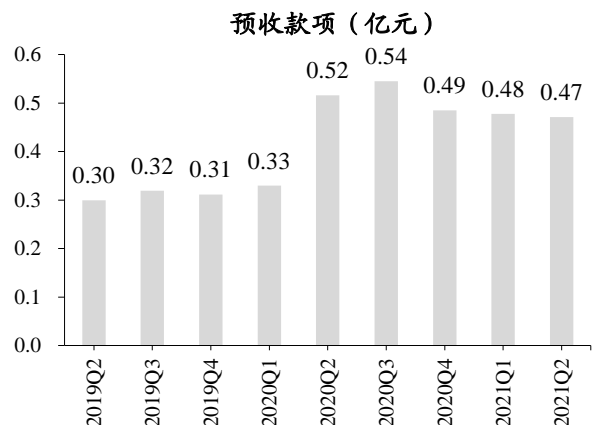
现金流稳健，应收款、存货大幅增长。2021H1 经营活动现金流量净流入 1.84 亿元，同比增长 14.57%，其中 Q2 经营活动现金流量净额 1.3 亿元；销售商品取得现金 9.63 亿元，同比增长 50.17%。期末预收款项 0.47 亿元，比期初下降 2.94%。期末应收账款 4.91 亿元，较期初增长 1.96 亿元，应收账款周转天数下降 5.04 天至 57.43 天。期末存货 3.35 亿元，较期初上升 0.66 亿元；存货周转天数下降 29.27 天至 69.17 天。

图 7：2021Q2 现金净流入 1.3 亿元，同比+10.04%



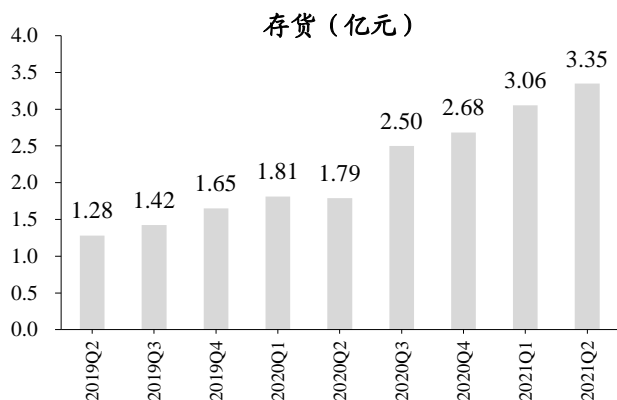
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：2021Q2 期末预收款项 0.47 亿元，同比-8.73%



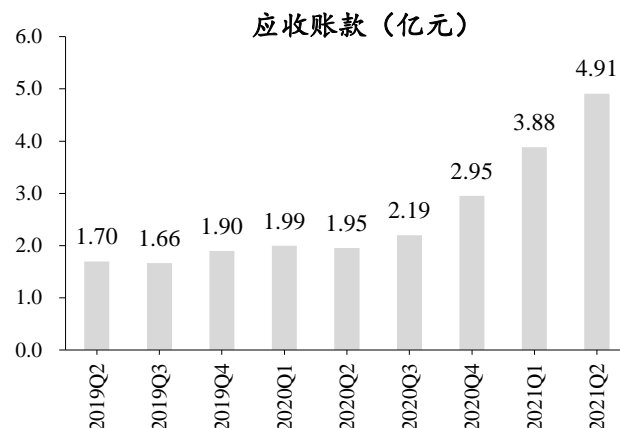
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9: 2021Q2 期末存货 3.35 亿元, 较 2021 年初+0.66 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021Q2 期末应收账款 4.91 亿元, 较 2021 年初+1.96 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 考虑上半年公司经营业绩超预期, 上调公司 2021-2023 年营业收入至 26.14 亿元 (+5.79 亿元)、35.05 亿元 (+6.71 亿元)、47.25 亿元 (+8.97 亿元), 上调公司 2021-2023 年归母净利润至 6.58 亿元 (+0.60 亿元)、9.95 亿元 (+1.57 亿元)、13.73 亿元 (+2.45 亿元), 同比+64%、+51%、+38%, 对应现价 PE 分别 39x、25x、19x, 考虑公司的高壁垒、高成长性和高盈利能力, 且今年利润率受原材料等因素挤压, 给予目标价 273.5 元, 对应 2021 年 50x, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格上涨, 竞争加剧

八方股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,579	3,531	4,149	6,150	营业收入	1,397	2,614	3,505	4,725
现金	1,857	2,131	2,821	3,870	减:营业成本	793	1,645	2,082	2,775
应收款项	295	612	605	1,035	营业税金及附加	9	13	18	24
存货	268	631	507	1,010	营业费用	58	91	116	151
其他流动资产	159	157	216	235	管理费用	48	144	186	246
非流动资产	271	337	381	443	财务费用	1	-34	-39	-53
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	2	2
固定资产	33	104	154	205	加:投资净收益	29	10	15	18
在建工程	189	181	170	179	其他收益	0	0	0	0
无形资产	32	36	40	43	营业利润	468	765	1,160	1,603
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	3,869	4,530	6,593	利润总额	471	769	1,164	1,606
流动负债	515	1,116	892	1,715	减:所得税费用	69	112	169	233
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	397	908	743	1,457	归属母公司净利润	402	658	995	1,373
其他流动负债	118	208	149	257	EBIT	416	709	1,089	1,505
非流动负债	32	32	32	32	EBITDA	423	720	1,108	1,531
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				
负债合计	548	1,149	925	1,747	标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	3.34	5.47	8.27	11.41
					每股净资产(元)	19.14	22.61	29.96	40.28
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	2,303	2,720	3,605	4,846	股)	120	120	120	120
负债和股东权益	2,851	3,869	4,530	6,593	ROIC(%)	15.2%	22.0%	25.6%	26.4%
					ROE(%)	17.5%	24.2%	27.6%	28.3%
					毛利率(%)	43.3%	37.1%	40.6%	41.3%
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	28.8%	25.2%	28.4%	29.1%
经营活动现金流	231	548	808	1,198	资产负债率(%)	19.2%	29.7%	20.4%	26.5%
投资活动现金流	939	-66	-47	-71	收入增长率(%)	16.8%	87.1%	34.1%	34.8%
筹资活动现金流	-96	-207	-71	-78	净利润增长率(%)	24.2%	63.5%	51.3%	38.0%
现金净增加额	1,067	274	690	1,048	P/E	63.82	39.03	25.80	18.70
折旧和摊销	8	10	18	26	P/B	11.15	9.44	7.12	5.30
资本开支	113	66	43	63	EV/EBITDA	56.34	32.75	20.65	14.26
营运资本变动	-152	-77	-151	-130					

数据来源：Wind，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>