

# 八方股份 (603489)

## 全球电踏车电机龙头，海外布局根基稳固

### 增持 (首次)

2023年08月14日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,850	2,548	3,011	3,778
同比	8%	-11%	18%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	512	381	485	671
同比	-16%	-26%	27%	38%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.05	2.27	2.88	3.99
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.31	25.95	20.40	14.74

关键词: #新产品、新技术、新客户

#### 投资要点

■ **八方股份是全球电踏车电机龙头，海外布局根基稳固。**八方股份是国内最大的电踏车电机配套供应商，深耕电踏车领域 20 年，以欧美市场为主的全球化布局成熟。后逐步切入国内市场和传统电动车电机市场，并借助技术优势开拓新业务，现已形成“电踏车电机+一体轮电机+套件+电池”全产品谱系，成套解决方案提高核心竞争力。2015-2022 年营收/归母净利润 CAGR 分别达 39.8%/43.4%，2023Q1 营收/归母净利润同比 -40.72%/-74.06%，业绩短期承压，长期发展前景不变。

■ **电踏车电机：欧美渗透率低、市场广阔，公司布局、技术、产品、毛利及成本优势凸显。**  
**1) 海外前景可期：**欧美市场需求仍存，日本市场渗透率超 50%。我们预计 2025 年欧美市场规模突破 100 亿元，其中欧洲/美国中置电机市场规模达 68/15 亿元，轮毂电机市场规模达 14/9 亿元。公司深度布局欧美日市场，拥有荷兰、波兰、美国、日本子公司，市场卡位好。  
**2) 技术领先：**公司专精电踏车电机业务，力矩传感器等技术具有高壁垒，是全球少数掌握量产技术的企业之一。  
**3) 产品齐全：**公司具有电机、电池、传感器、套件全品类产品，能为客户提供电踏车成套解决方案，服务能力强，客户粘性高，利于挖掘潜在客户。  
**4) 高毛利、低成本：**公司相较于外资和外国企业产品物美价廉，在保证性能的前提下，价格不到其一半，有望持续替代外资；公司相较于内资具有品牌和技术双重优势，高议价权带来高单价和高毛利，盈利能力强。中置电机因其更好的出力平滑度，需求增长更快，我们预计 2022-2025 年中置电机业务营收 CAGR 约为 12%。

■ **电动两轮车电机：“新国标+产品升级迭代”推动换购需求，高性价比助力提升市场份额。**  
**1) 新国标、升级迭代：**《电动自行车安全技术规范》的推出执行，叠加电动自行车产品高端化、锂电化、智能化发展，新品推出、换购潮到来，我国电动两轮车 2019-2022 年销量 CAGR 为 11%。  
**2) 高性价比、低毛利率：**公司国内产品主打性价比、迅速打开市场，2021/2022 年一体轮电机毛利率分别为 4.10%/5.31%，但 2020-2022 年市场份额为 0.16%/4.85%/8.25%，我们预计随着渠道的拓宽和稳固，市占率有望持续提升，规模效应带动毛利率改善。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为全球电踏车电机领先企业，海外布局深入，技术国际领先，产品种类齐全，积极开拓国内市场，成长空间较大。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.81/4.85/6.71 亿元，同比分别 -26%/+27%/+38%，对应 PE 分别为 26/20/15 倍。考虑到公司电机增量市场广阔+配套产品有望量价齐升，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**国际贸易摩擦风险、原料涨价超预期、下游客户相对集中

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	58.82
一年最低/最高价	58.82/185.87
市净率(倍)	2.44
流通 A 股市值(百万元)	9,880.54
总市值(百万元)	9,888.74

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	24.16
资产负债率(% ,LF)	17.87
总股本(百万股)	168.12
流通 A 股(百万股)	167.98

#### 相关研究

《八方股份(603489)：业绩快报符合预期：电踏车持续景气，大宗涨价利润率承压》

2022-01-19

《八方股份(603489)：2021 三季报点评：电踏车持续景气，大宗涨价利润率承压》

2021-10-29

## 内容目录

<b>1. 电踏车电机国际龙头，技术领先深耕欧美市场</b>	<b>4</b>
1.1. 电踏车驱动系统龙头，“技术领先+品牌优势”专攻欧美市场	4
1.2. 股权结构集中稳定，核心管理层深耕电机领域	4
1.3. 乘欧洲热风实现业绩高增，库存高位短期承压	5
<b>2. 电踏车电机：后疫情时代健康出行，欧美市场空间广阔</b>	<b>7</b>
2.1. 电踏车源于自行车，区别于传统电动车	7
2.2. 欧洲是主战场、美国处于萌芽阶段、日本早已成熟	10
2.2.1. “户外+疫情+补贴”三重催化电踏车渗透率提升	10
2.2.2. 日本是发源地、早已成熟	12
2.2.3. 竞争格局：海外龙头历史悠久，国内新秀强势崛起	13
2.3. 八方股份：技术自研、产品齐全、全球服务、物美价廉	14
2.3.1. 技术自研：掌握力矩传感器核心技术，拥有全球市场入场券	14
2.3.2. 产品齐全：公司产品谱系齐全，满足下游一站式采购需求	14
2.3.3. 全球服务：海外子公司强化服务能力，客户结构分散带来高溢价	15
2.3.4. 物美价廉：配套率提升驱动 ASP 增长，“高毛利+低成本”拉开优势	16
<b>3. 传统电动车电机：后“新国标”时代、高质量发展</b>	<b>18</b>
3.1. 成熟市场踏入新篇章，“高端化、锂电化、智能化”为主旋律	18
3.2. 八方股份：“高产能、低价格”抢滩登陆	19
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>19</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

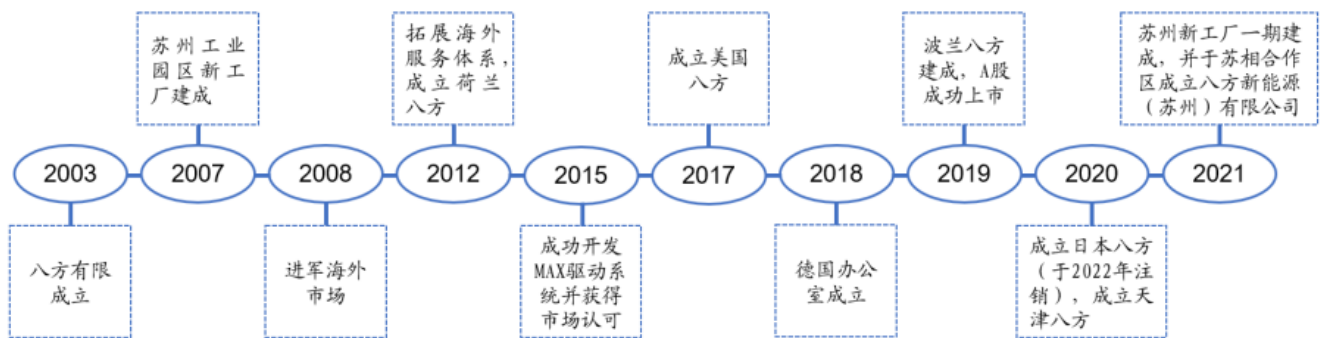
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截止 2023 年 3 月 31 日) .....	5
图 3: 管理团队背景.....	5
图 4: 2015-2023Q1 营业收入 (亿元) 及增速 (%) .....	6
图 5: 2015-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及增速 (%) .....	6
图 6: 2015-2022 主营业务收入按产品类型分类 (亿元) .....	6
图 7: 2015-2022 分产品毛利率水平 (%) .....	6
图 8: 2015-2022 主营业务收入按产品类型分类 (亿元) .....	7
图 9: 2019-2022 分产品毛利率水平 (%) .....	7
图 10: 电踏车示意图.....	8
图 11: 传统电动车示意图.....	8
图 12: 踏频传感器 vs 力矩传感器示意图.....	8
图 13: 控制器是“无形的上帝之手”.....	9
图 14: 八方股份内置电池示意图.....	9
图 15: 中置电机示意图.....	9
图 16: 轮毂电机示意图.....	9
图 17: 电踏车电机结构.....	10
图 18: 欧美市场陆续出台政策进行税收抵免或补贴.....	11
图 19: 欧美 2025 年电踏车电机市场规模分别达 82/24 亿元 .....	11
图 20: 日本电踏车市场成熟稳定.....	12
图 21: 电踏车市场主流玩家对比.....	13
图 22: 公司多项核心技术国际先进.....	14
图 23: 公司产品品类齐全.....	15
图 24: 八方股份子公司&办事处地图 .....	15
图 25: 电踏车系统 ASP 2022 年达 1256 元 .....	16
图 26: 博世&禧玛诺&八方股份同级别产品参数对比 .....	17
图 27: 八方股份&安乃达产品单价对比 (元) .....	17
图 28: 八方股份&安乃达产品毛利率对比 (%) .....	17
图 29: 中国两轮电动车行业发展阶段图示.....	18
图 30: 中国两轮电动车销量及预测 (万辆) .....	18
图 31: 中国传统电动车电机市场份额 (%) .....	19
图 32: 八方股份&安乃达产品价格 (元) .....	19

## 1. 电踏车电机国际龙头，技术领先深耕欧美市场

### 1.1. 电踏车驱动系统龙头，“技术领先+品牌优势”专攻欧美市场

八方股份成立于 2003 年，是国内最大的电踏车电机配套供应商，自成立以来一直做电踏车电机及配套设备业务，2021 年起拓展传统电动两轮车一体轮电机。2012 年公司顺利研发出第一代中置电机，迈入高端电踏车领域；2014 年率先在国内研发出五通碗力矩、力矩传感器和内转子电子，开始与博世、禧玛诺等国际领先厂商进行直接竞争。并先后于 2012、2017、2019、2020 年成立荷兰、美国、波兰、日本子公司，发力国际市场。公司作为全球少数掌握力矩传感器核心技术的企业之一，其竞争优势在于技术领先和技术先发形成的品牌优势。

图1：公司发展历程



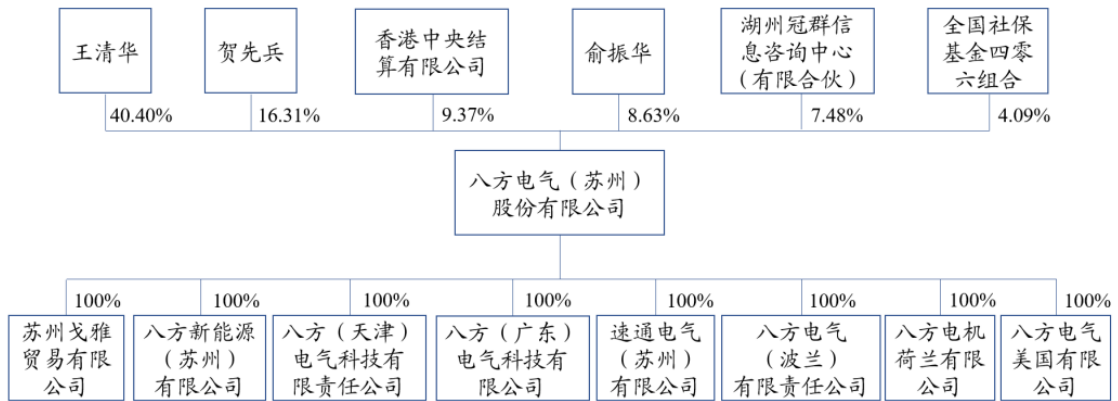
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构集中稳定，核心管理层深耕电机领域

截至 2023 年 3 月，公司创始人、实控人王清华持股 40.40%，副总贺先兵、俞振华分别持股 16.31%、8.63%，湖州冠群为管理层持股平台，合计持股 7.48%，股权结构稳定。

**核心管理层技术出身，具备深厚产业经验。**公司实际控制人王清华毕业于哈尔滨工业大学电气工程专业，曾先后就职于南京控制电机厂、南京控达电机制造有限公司、苏州小羚羊电动车有限公司，具备丰富的技术和管理经验。副总贺先兵、俞振华与总经理王清华曾共事于苏州小羚羊电动车有限公司，合作底蕴深厚。

图2: 公司股权结构 (截止 2023 年 3 月 31 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 管理团队背景

姓名	主要工作经历
王清华	毕业于哈尔滨工业大学微电机控制专业, 1988年至1998年供职于南京控制电机厂, 任技术员、科长、副厂长; 1998年至1999年供职于南京控达电机制造有限公司, 任总经理、法定代表人; 1999年至2003年供职于苏州小羚羊电动车有限公司任副总经理兼任苏州小羚羊电动车有限公司长城车用电机厂厂长; 2003年加入苏州八方电机科技有限公司, 现任八方股份董事长兼总经理、戈雅贸易董事长、八方新能源执行董事。
贺先兵	1997年至1999年供职于苏州电讯电机厂有限公司, 任技术员; 1999年至2000年供职于苏州太湖企业有限公司, 任技术员; 2000年至2003年供职于苏州小羚羊电动车有限公司长城车用电机厂, 任研发工程师主管; 2003年至今供职于八方股份, 现任公司董事及副总经理、戈雅贸易董事、八方荷兰法定代表人、八方美国法定代表人、八方波兰法定代表人、八方德国法定代表人。
俞振华	1982年至1988年供职于苏州机械仪表电镀厂, 任职员; 1988年至2001年供职于苏州市机械工业局, 任职员; 2001年至2003年供职于苏州小羚羊电动车有限公司, 任办公室主任; 2003年至今供职于八方股份, 现任八方股份董事及副总经理、戈雅贸易董事。
傅世军	1986年至1998年供职于南京控制电机厂, 任技术员; 1998年至2000年供职于南京控达电机制造有限公司, 任技术员; 2001年至2003年供职于南京合力电机厂, 任技术员; 2003年至2006年供职于宁波市宝洋电器有限公司, 任技术工程师; 2006年至今供职于八方股份, 现任八方股份董事、第二品牌事业部副总经理。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.3. 乘欧洲热风实现业绩高增, 库存高位短期承压

2015-2022 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别达 39.8%/43.4%。2020-2022 年公司实现营收 13.97/26.47/28.50 亿元, 同比+17%/+89%/+7.66%, 实现归母净利润 4.02/6.07/5.12 亿元, 同比+24.22%/+50.79%/-15.58%, 21 年营收大幅增加, 主要系电踏车下游需求提升以及公司对国内传统电动自行车市场的拓展, 22 年出现下滑, 主要系下游需求受到海外宏观经济影响表现疲弱, 同时业务结构调整和原材料价格上涨拉低盈利能力。

2023Q1 公司实现营收 4.52 亿元, 同比-40.72%, 实现归母净利润 0.47 亿元, 同比-74.06%, 主要系海外通胀等因素影响, 渠道库存仍处于高位。但海外电踏车市场仍具有较大的发展空间, 未来随着下游需求复苏, 公司业务结构优化, 营收&利润增速有望恢

复。

图4: 2015-2023Q1 营业收入 (亿元) 及增速 (%)

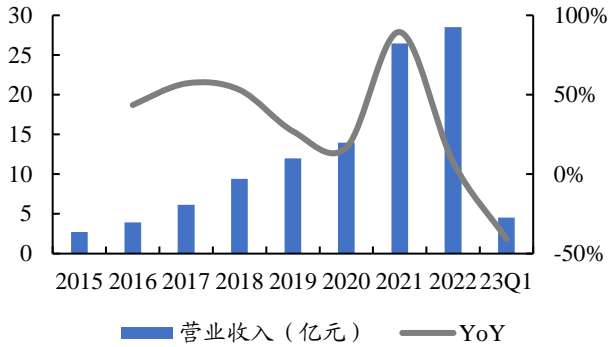
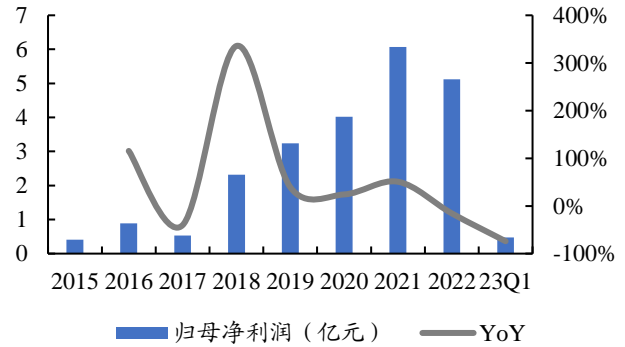


图5: 2015-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**公司拥有四大板块业务:** 电踏车电机、一体轮电机、套件、电池, 2022 年分别实现营收 13.68 亿元/7.81 亿元/5.16 亿元/1.80 亿元。2020 年设立全资子公司八方天津, 启动国内市场的布局, 2021-2022 年公司新增业务一体轮电机实现产销两旺, 营收占比达到 17.97%/27.41%。

**产品结构变化带动毛利率下滑, 单产品毛利率稳定。** 2020-2022 年公司整体毛利率 43.27%/34.26%/31.22%, 同比+0.51/-9.01/-3.04pct, 主要系: 1) **产品结构调整, 毛利率较低的一体轮电机营收比重迅速提升。** 2022 年电踏车电机、一体轮电机、套件以及电池业务毛利率分别为 48.80%/5.31%/32.01%/17.66%, 其中国内电动自行车电机 (即“一体轮电机”) 技术壁垒低、下游客户对产品价格敏感, 故毛利率水平较低。2) 原材料涨价, 电机主要原材料为硅钢、铜等, 大宗原材料涨价带来成本端压力。

图6: 2015-2022 主营业务收入按产品类型分类 (亿元)

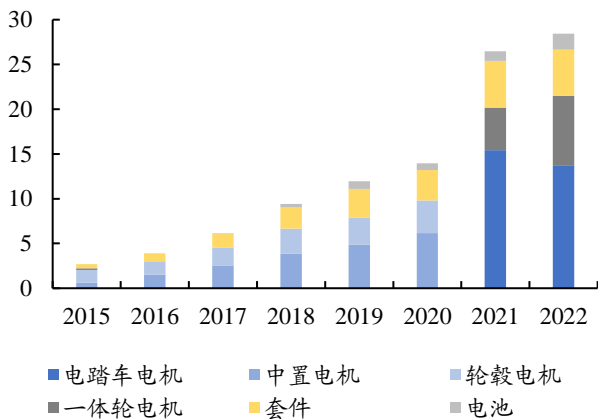
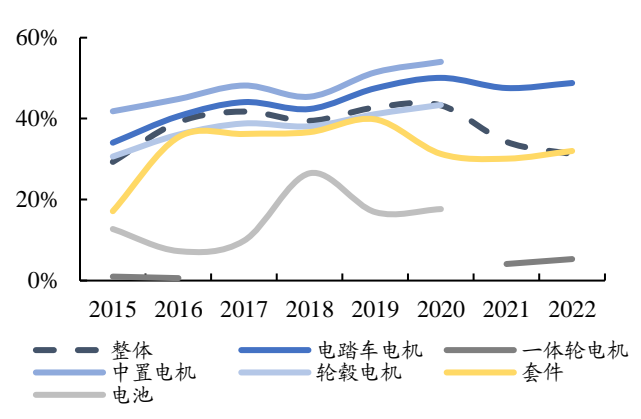


图7: 2015-2022 分产品毛利率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

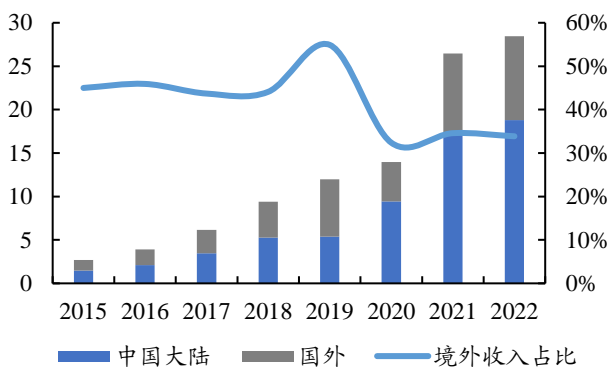
注: 电踏车电机分为中置电机和轮毂电机, 21 年后不再拆分披露

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**高景气度欧美市场为基石，积极扩展国内市场。**得益于公司完善的全球化布局和境外电踏车市场的持续繁荣，2019 年公司海外市场收入占比达到 54.91%，同比+10.81pct。而后 2020 年受到疫情爆发影响，原料及零部件供应短缺，产品交付受阻，公司海外市场收入大幅缩减至 32.39%，同比-22.52pct。随着海外需求回暖，2021 年海外市场占比为 34.58%，同比+2.19pct。

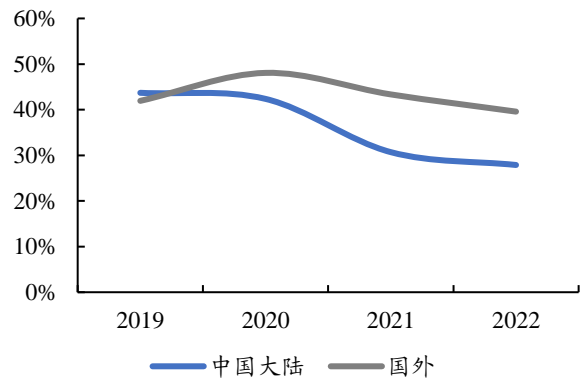
**海外毛利率基本维持高位稳定。**2019-2022 年，公司海外市场毛利率稳定在 40%左右，受到原材料及零部件价格上涨影响，2021-2022 年公司海外地区毛利率为 43.35%/39.58%，同比-4.72/-3.77pct。

图8：2015-2022 主营业务收入按产品类型分类（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2019-2022 分产品毛利率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 电踏车电机：后疫情时代健康出行，欧美市场空间广阔

### 2.1. 电踏车源于自行车，区别于传统电动车

**源于自行车改良，盛于电子器件进步。**1895 年，小奥格登·博尔顿通过后轮安装直流电轮毂电机制造了第一辆电踏车，但由于过于笨重未流行起来。1897 年，何西阿·W·利比采用中置电机形式，制造了速度更快，稳定性更强的电踏车。20 世纪 90 年代，扭矩传感器和功率控制器问世，轻巧的锂离子电池获大量应用。1993 年开始，日本的 YAMAHA 公司运用进步的电子器件开始生产现代意义上的电踏车。在 21 世纪，电子器件技术突飞猛进，电踏车凭借环保、休闲、户外、便捷等属性被欧洲消费者青睐而兴盛。

**电踏车相比传统电动车有更复杂的驱动系统，更小的速度和重量。**电踏车相对普通自行车，其配有电动辅助系统，当用户踩踏时会提供额外的推力；相比之下，传统的电动自行车完全依赖电动机来提供动力。由于更为顺滑的骑行体验需求，电踏车需要更小

的整车质量，同时除电机外还需要传感器、处理器等，驱动系统较为复杂。而且出于政策标准要求，电踏车速度普遍要求低于 25km/h，低于传统电动车。

图10: 电踏车示意图



数据来源：捷安特自行车官网，东吴证券研究所

图11: 传统电动车示意图



数据来源：小牛电动车官网，东吴证券研究所

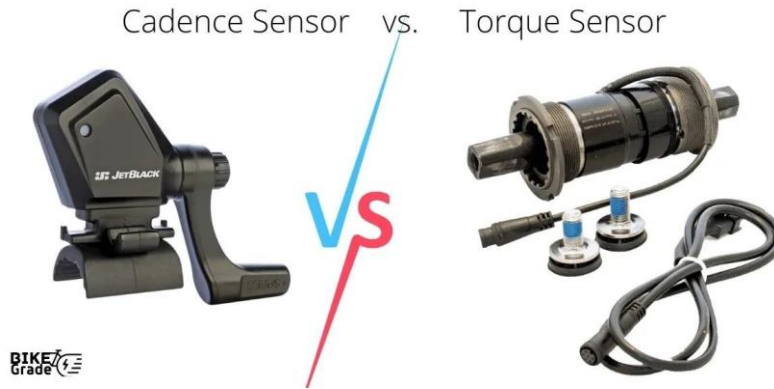
电踏车通过多力矩传感器捕捉脚踏细节，控制器根据传感数据平滑推力输出：

1) **力矩传感器结合踏频深度匹配用户需求。**踏频传感器通过测量使用者踏频提供助力，踏频越快，电助力越强。但存在上坡、逆风、起步等场景用户需要较大电助力，实际上却由于踏频较低电助力不足的情况，整体电助力存在延迟。而力矩传感器通过测量踩踏发力后金属表面的轻微形变，感知骑行者脚踏力度，获取高精度扭力数值，相对更加复杂和精密，通过测量扭矩提供给控制器更精确的数值，有效避免爬坡和逆风时、使用者踏频低但助力需求高的问题。

2) **高精控制器精细调节助力，轻巧锂电池保证续航。**传统电动车控制器仅有基础速度调节功能的开关，电踏车的控制器较先进，含有电子传感器和微处理器，以根据踏频和踩踏力量来自动调节电机的辅助力，并有多级辅助级别供消费者选择。同时由于轻量化要求，电踏车选择更加轻便的锂电池以改善骑行体验。

图12: 踏频传感器 vs 力矩传感器示意图





数据来源: Bike Grade, 东吴证券研究所

图13: 控制器是“无形的上帝之手”



数据来源: elecycles, 东吴证券研究所

图14: 八方股份内置电池示意图



数据来源: 八方股份官网, 东吴证券研究所

电机是电踏车的核心动力部件, 存在轮毂电机及中置电机两大技术方案:

1) **轮毂电机成本较低**, 带有离合器和减速装置, 体积小、结构复杂。优势在于不干涉车架的整体结构, 设计改造成本低, 传动系统的负荷小, 但由于配置在轮上会影响全车重量分布和稳定性。

2) **中置电机性能更优, 变速系统可改扭矩**。中置电机将控制器、传感器与电机集成化设计, 是一体式的小型电机系统, 具有低转速、大扭矩、高效率、宽平台的特点, 且对全车重心影响小, 可通过变速系统和电流挡位来改变电机在不同挡位的扭矩。

图15: 中置电机示意图

图16: 轮毂电机示意图



数据来源：八方股份官网，东吴证券研究所



数据来源：八方股份官网，东吴证券研究所

图17：电踏车电机结构



数据来源：博世电机官网，东吴证券研究所

## 2.2. 欧洲是主战场、美国处于萌芽阶段、日本早已成熟

### 2.2.1. “户外+疫情+补贴”三重催化电踏车渗透率提升

欧洲是电踏车销售的主战场，主要基于以下三点原因：

1) **户外运动历史悠久**，“休闲冒险属性+环保理念”双核驱动。首先，欧洲的户外运动文化盛行，从城市的公园、绿地到乡村的山地、森林。电踏车兼容山地自行车的高地形适应度并且具备长续航、省力的优点。

2) **疫情催化个人通勤市场**，疫情对公共交通领域形成负面冲击，欧洲消费者转向个人通勤。电踏车停放便捷，运转灵活，且与户外自然紧密连接，成为消费者首选。

3) **政府补贴政策支持**。丹麦、荷兰等国面对个体消费者和公司陆续出台税收抵免式补贴政策，进一步促进了电踏车市场的发展。

图18: 欧美市场陆续出台政策进行税收减免或补贴

地区	政策类型	标准
<b>欧洲</b>		
欧盟	标准	在欧洲, 电动自行车的法规主要由欧洲联盟 (EU) 的指令2002/24/EC规定, 根据这个指令, 一个电动自行车应满足以下条件: 1. 拥有一个电机, 其连续输入功率不超过250W。 2. 电机仅作为辅助设备。 3. 电机辅助的最高速度为25公里/小时。当自行车的速度增加时, 电机的输出应逐渐减小, 直至在达到25公里/小时时完全切断 4. 电动自行车的电机不能独立工作, 需要骑手的蹬车动作来激活。这意味着电动自行车不能仅仅依靠电力就行驶, 而需要骑手蹬车以提供辅助动力
丹麦	标准	自2018年起, 丹麦允许在自行车道上骑行速度电动脚踏车。骑行者需要至少15岁并需要戴头盔, 但不需要许可证和车牌
挪威	标准	挪威不是欧洲联盟的成员国, 但是它遵循了欧盟的部分指令。并且, 当地政府法规中添加了一些更多的规则。例如, 电动自行车只能在自行车基础设施上使用, 如自行车道, 自行车公园等。如果在道路或共享空间骑行电动自行车, 可能会面临严重的罚款。此外, 虽然欧盟规定电动自行车的最大辅助速度为25公里/小时, 但挪威政府规定挪威境内电动自行车限速为20公里/小时
丹麦	补贴	丹麦政府通过持续的税收减免项目支持骑行者。每天至少骑行6公里的通勤者, 每公里可以获得2.05丹麦克朗的税收减免。购买员工自行车的公司免除部分增值税
荷兰	补贴	荷兰为从公司租赁 (电动) 自行车的员工提供税收减免。公司购买自行车后, 需要将自行车原始购买价格的7%加到员工的月总工资中, 换句话说, 员工将少交7%的所得税。
<b>美国</b>		
美国全国	标准	美国关于电动两轮车的最新规定大致可分为四个类别: 类别1 - 踏板辅助: 这种电动自行车仅在您踩踏板时启动电机辅助, 无油门, 最高电机辅助速度为20 mph (32kph) 类别2 - 需求油门: 这种电动自行车既可踏板辅助又可油门辅助, 并且最高电机辅助速度也为20 mph (32kph)。电机在您踩踏板或使用油门时启动, 并在您达到20 mph时停止辅助 类别3 - 高速踏板辅助: 这种电动自行车仅在您踩踏板时启动电机辅助, 无油门, 最高电机辅助速度为28 mph (45kph) 类别4 - 电动踏板车和高功率越野电动自行车: 电动踏板车在法律上被认为是"机动车"而不是自行车。电机在您踩踏板或使用油门时启动。最高速度超过28 mph (45 kph), 电机输出大于750W, 可以达到5000W
罗得岛州	标准	在罗得岛州, 你必须持有有效的驾驶执照, 并且至少16岁才能在公共道路上骑电动自行车。电动自行车在该州被定义为最高速度为40.2公里/小时并且电机功率不超过2马力的自行车
南卡罗来纳州	标准	电动自行车不需要像摩托车那样进行注册和领取驾照。特别是750瓦电源插座的电动自行车, 从摩托车类别中特别免除
美国全国	补贴 (被搁置)	2021年9月27日推出的《重建更好法案》是一项1.75万亿美元的巨额法案, 其中包括对电动自行车的税收减免。乔·拜登总统试图在2022年2月恢复该法案, 但该法案似乎已经被搁置
纽约	补贴 (被撤回)	纽约提出《电动助力自行车和电动踏板车的骑行清洁回扣计划》该法案于2021年1月27日提出, 并被提交给能源和电信委员会。然而, 它在2022年1月5日在议会中被撤回, 回到了参议院, 并随后再次被提交给了能源和电信委员会。

数据来源: 各政府官网, 东吴证券研究所

**海外需求带动市场快速增长, 我们预计 2025 年欧美市场需求超过 1100 万辆:**

- 1) 欧洲作为最大的电踏车消费市场, 2006-2022 年 CAGR 超 30%, 其中 2022 年欧洲电踏车销量约 549 万辆, 同比+8%, 受通胀影响, 增速回落。2018-2022 电踏车渗透率从 13%增至 23%, 我们预计 25 年渗透率将超 30%, 对应需求达 790 万辆。
- 2) 美国市场发展晚但增长迅速, 经测算 22 年美国电踏车销量约 158 万辆, 同比+38%, 渗透率达 4.6%, 同比+0.8pct, 稳步增长, 预计 25 年渗透率达 7.4%, 对应需求达 330 万辆。

**中置电机需求增长更快, 预计 2025 年欧美市场规模破 80 亿元。**使用中置电机的电踏车性能更优、档位多样、车身稳定, 更受欧美消费者青睐。2022 年欧洲市场中置电机市场规模 42 亿元, 同比+12%; 轮毂电机由于价值量较小, 规模仅 11 亿元, 同比+3%。我们认为, 未来中置电机占比进一步提升, 假设 2025 年欧洲/美国中置电机占比约为 57%/30%, 则中置电机市场规模达 68/15 亿元, 轮毂电机市场规模达 14/9 亿元。

图19: 欧美 2025 年电踏车电机市场规模分别达 82/24 亿元

欧洲						
项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
两轮车 (万辆)	2241	2364	2401	2460	2540	2631
<b>电踏车 (万辆)</b>	<b>457</b>	<b>510</b>	<b>549</b>	<b>620</b>	<b>700</b>	<b>790</b>
YoY	30%	12%	8%	13%	13%	13%
<b>渗透率</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>28%</b>	<b>30%</b>
其中: 中置电机 (万台)	215	250	280	329	385	450
YoY	36%	16%	12%	17%	17%	17%
其中: 轮毂电机 (万台)	242	260	269	291	315	340
YoY	26%	7%	3%	8%	8%	8%
<b>中置电机占比</b>	<b>47%</b>	<b>49%</b>	<b>51%</b>	<b>53%</b>	<b>55%</b>	<b>57%</b>
单价: 中置电机 (元)	1500	1500	1500	1500	1500	1500
单价: 轮毂电机 (元)	400	400	400	400	400	400
<b>市场规模: 中置电机 (亿元)</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>49</b>	<b>58</b>	<b>68</b>
YoY	36%	16%	12%	17%	17%	17%
<b>市场规模: 轮毂电机 (亿元)</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
YoY	26%	7%	3%	8%	8%	8%
美国						
项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
两轮车 (万辆)	2315	3000	3420	3762	4063	4429
<b>电踏车 (万辆)</b>	<b>81</b>	<b>114</b>	<b>158</b>	<b>214</b>	<b>272</b>	<b>330</b>
YoY	100%	41%	38%	36%	27%	21%
<b>渗透率</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.4%</b>
其中: 中置电机 (万台)	12	23	36	54	74	99
YoY	150%	88%	59%	48%	37%	34%
其中: 轮毂电机 (万台)	69	91	121	161	199	231
YoY	93%	32%	33%	32%	24%	16%
<b>中置电机占比</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>
单价: 中置电机 (元)	1500	1500	1500	1500	1500	1500
单价: 轮毂电机 (元)	400	400	400	400	400	400
<b>市场规模: 中置电机 (亿元)</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>15</b>
YoY	150%	88%	59%	48%	37%	34%
<b>市场规模: 轮毂电机 (亿元)</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
YoY	93%	32%	33%	32%	24%	16%

数据来源: CONEBI, 东吴证券研究所测算

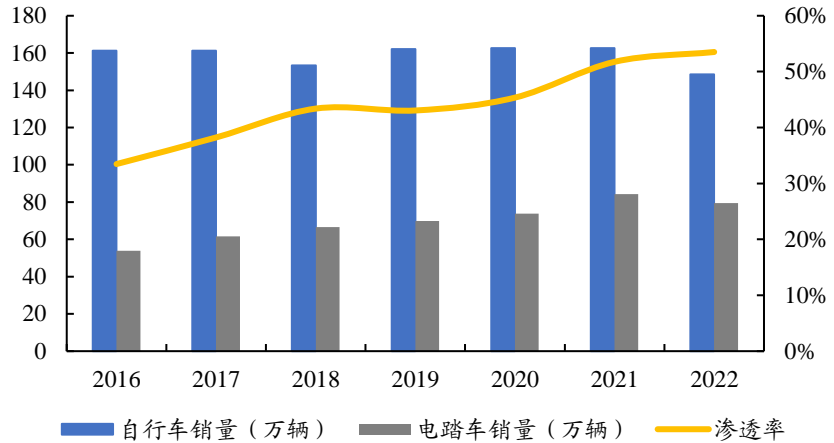
### 2.2.2. 日本是发源地、早已成熟

日本人口密度、城市化程度、老龄化程度三高合力创设短途出行市场。作为东亚发达国家, 日本的城市和居民区人口密度非常高, 街道狭窄且车流量大, 电踏车凭借灵活便捷优势胜出。此外, 电踏车相较于传统自行车更加胜利, 更适于老年人短途出行。

多山多坡道地形带来稳定动力辅助需求。日本山地和丘陵地形占陆地总面积的 75%, 道路多上下坡, 自行车通行相对费力, 汽车因高人口密度常常堵塞, 电踏车既有动力辅助功能又灵活便捷, 契合消费者需求。

整体市场成熟稳定, 渗透率高。日本近 3 年电踏车年销量稳定在 80 万辆左右, 渗透率超 50%, 市场成熟而稳定, 消费者需求可观。

图20: 日本电踏车市场成熟稳定



数据来源：Research and Market, Statista, 东吴证券研究所

### 2.2.3. 竞争格局：海外龙头历史悠久，国内新秀强势崛起

日德企业在电踏车及其部件的历史悠久，国内新秀业务专精。德国博世、博泽，日本禧玛诺、雅马哈等企业均成立于 19 世纪末至 20 世纪中叶，其中博世、禧玛诺均为有百年以上历史的机械工业企业，核心技术壁垒高筑，优势明显。21 世纪初国内电踏车新秀企业诞生，业务普遍专注于电踏车电机及系统、电气配件等，依托中国制造链与海外龙头产品形成差异，业务专精度高。

图 21：电踏车市场主流玩家对比

公司名称	国家	基本情况
BOSCH	德国	创立于 1886 年，为德国乃至世界电气工业巨头。博世生产的 Ebike 系列自行车动力系统是国际电踏车市场的知名品牌。
Shimano	日本	禧玛诺创立于 1921 年，是一家专业生产和销售自行车零件、钓鱼具、滑雪板和高尔夫用品的跨国集团公司。禧玛诺生产的电机、传感器是国际电踏车市场的知名品牌。
YAMAHA	日本	成立于 1955 年，是世界上最早开发电动自行车的企业。雅马哈电机的核心技术包括以摩托车开发为起点的小型发动机技术、以船舶船体生产为起点的 FRP 加工技术等。
Brose	德国	博泽成立于 1908 年，是全球知名的汽车零部件供应商，业务范围包括车门系统、座椅系统及车门锁系统，每年提供 2 亿多台电动马达和驱动器。博泽集团于 2014 年开始推出其第一款电动自行车电机。
安乃达驱动技术	中国	成立于 2001 年，主要从事电机及驱动系统的研发、营销、采购供应和生产制造，公司生产的智能型无刷直流电机驱动系统在电踏车领域获得成功推广应用。
苏州盛亿电机	中国	成立于 2003 年，是以研发、生产、销售和服务为一体的专业电踏车电机制造企业。该公司一直专注于开发及生产电动自行车电机及成套系统，公司目前的产品有电动自行车、电踏车、滑板车电机、轮毂电机和铲车电机等客户定制的电机。
苏州工业园区同盛车业	中国	成立于 1998 年，是国内第一家生产电动自行车电控系统的专业生产厂家，产品覆盖电机、控制器、仪表、刹把、开关等，现为我国电动自行车行业配套产品的重要生产厂家之一。该公司自主研发电动自行车用新型中置电机 TSDZ2 和 TSDZ3 以及力矩传感器驱动系统等三大类产品通过 TUV 等国际认证。
天津金米特科技	中国	成立于 2011 年，主营业务为电动自行车仪表、传感器、充电桩及其他电器配件的设计、制造与销售，于 2017 年在新三板挂牌。公司客户主要为国内外电动自行车生产商，最终产品的消费群体主要集中在欧洲地区，生产技术主要是自主研发的专利技术。
八方股份	中国	成立于 2003 年，是国内最大、全球销售额市占率第二的电踏车电机配套供应商，成立以来一直做电踏车电机及配套业务，2021 年起拓展传统电动两轮车一体轮电机。2012 年公司顺利研发出中置电机，迈入高端电踏车领域；14 年率先在国内研发出五通碗力矩、力矩传感器和内转子电子，开始与博世、禧玛诺等国际领先厂商进行直接竞争。

数据来源：公司招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

## 2.3. 八方股份：技术自研、产品齐全、全球服务、物美价廉

### 2.3.1. 技术自研：掌握力矩传感器核心技术，拥有全球市场入场券

**力矩传感器核心自研，多项技术国际先进。**公司技术积淀深厚，21 世纪初电踏车行业多用转速传感器，但存在无动态扭矩检测能力、精度差、感应能力差等缺点。公司深耕力矩传感器，研发的中轴式力矩传感器采用双边力矩信号采集，互换性好、感应灵敏、精度高、寿命长，技术国际领先，为中置电机研发奠定基础。

**拥有高技术壁垒，可进军全球市场。**力矩传感器及其算法技术壁垒高，关键在于结合骑行者踩踏出力的顺滑程度以及电机出力的合理性。尽管当前可以实现该技术的公司较多，但出力顺滑并可以量产的技术掌握在博世、禧玛诺、八方等少数几家公司中。八方于 2012 年研制出首代中置电机产品，是全球少数掌握量产力矩传感器核心技术的企业，因此于全球市场大放异彩，可以与海外龙头同台竞技。

图22：公司多项核心技术国际先进

核心技术	特点	技术先进性
中轴力矩传感器设计及生产技术	采用双边力矩信号采集，合理分配人力与电动助力比例，能显著提升使用者的骑行体验	国际先进
中置电机设计及生产技术	采用了超静音设计的Max Drive System，造型优雅，结构合理。采用模块化设计将电机、齿轮减速、离合器、控制器有效融合于一体，方便维护	国际先进
无链传动电机设计及生产技术	无链传动系统脚踏流畅、轻巧、舒适，结构紧凑且噪音进一步降低	国际先进
内转子轮毂电机设计及生产技术	产品体积小，重量轻，大大缩减了普通轮毂电机的轴向尺寸，使其能够安装在小尺寸的自行车上。转动低噪音，整车骑行更舒适	国际先进
FOC矢量控制技术	提高电动自行车骑行时的流畅性、静音性并提高产品可靠性，优化算法增加电踏车的续行里程	国际先进
多功能仪表制备技术	提高了电踏车抗干扰等级，使电踏车使用更简单、更安全、更智能	国内先进
全自动化锂电池模组设计技术	模组设计充分考虑了电池组的多层设计防护，提高电池的安全性、可靠性，可进行单独控制到单个电芯的防护	国内先进
锂电池BMS中SOC的核心算法	通过温度、电压、容量、电流及变化率进行各种补偿，以达到电池同整车系统的更加紧密配合	国内先进

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 2.3.2. 产品齐全：公司产品谱系齐全，满足下游一站式采购需求

**产品品类齐全一站式采购，为客户提供成套解决方案。**八方掌握力矩传感器等核心技术，可生产高端中置电机，与国内厂商形成竞争优势；在电机、电池、套件三大领域均拥有完善的产品谱系，因此能够满足客户一站式采购需求，为电踏车生产提供成套解决方案，形成强用户粘性和高服务能力。

**套件、电池利润率可观，一站式采购多点盈利。**在核心电机生产领域之外，八方深耕海外龙头忽略的套件、电池领域，2022 年套件以及电池业务毛利率分别为

32.01%/17.66%，结合一站式采购特性创造多个利润点，构建“业务范围广，盈利能力高”的核心优势。

图23: 公司产品品类齐全

产品类别	细分品类	产品名称	产品用途
电机	轮毂电机	前驱轮毂电机	安装于电踏车前轮轮毂，用于为电踏车提供辅助动力
		后驱轮毂电机	安装于电踏车后轮轮毂，用于为电踏车提供辅助动力
	中置电机	BBS系列	安装于电踏车五通位置，内置控制器和传感器
		MAX系列	
一体轮电机	一体轮电机	安装于传统电动车的前/后轮，用于为传统电动车提供动力	
电池	电池	后衣架电池	安装在后衣架处的电池，为电踏车提供辅助动力来源
		下管电池	安装在前叉的电池，为电踏车提供辅助动力来源
		座管电池	安装在座位下方的电池，为电踏车提供辅助动力来源
配件	套件	力矩传感器	能感受力矩并转换成可用输出信号的传感器，是电踏车电气系统理解骑行者意图的核心，常用于中置电机
		速度传感器	安装于五通或车轮处，用于采集骑行状态信息，并将采集信号发送至控制器
		控制器	通过接收传感器信号，并通过内置软件输出指令，控制电机的动力输出
		仪表	安装于车把处，能够显示骑行的速度、档位、电量的情况
		刹把	电踏车刹车把手，用于电踏车的制动
		转把	用于在电踏车推行时，为使用者提供推行的辅助动力
		线束	电踏车驱动系统各部件的连接线
		牙盘	电踏车动力输入器件，也是电机与骑行者交互的核心机械部件
曲柄	电踏车脚踏连接处，用于牙盘和脚踏的连接		

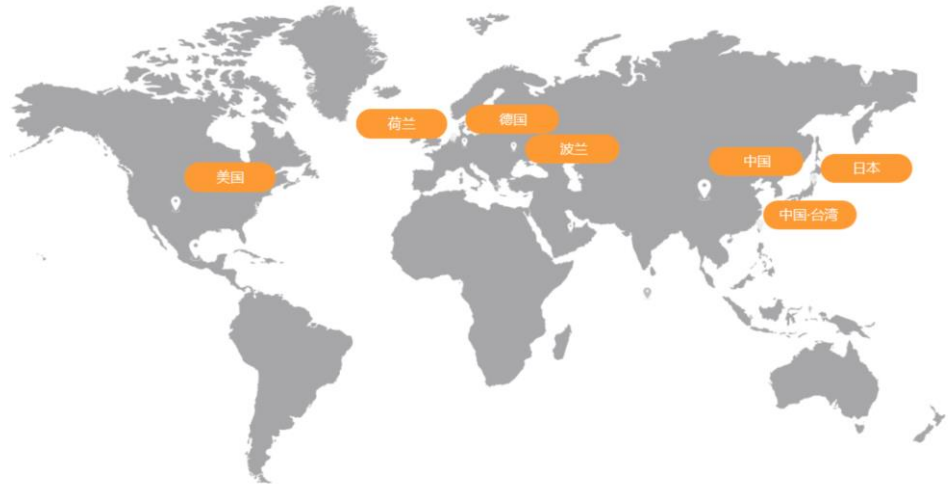
数据来源：公司招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

### 2.3.3. 全球服务：海外子公司强化服务能力，客户结构分散带来高溢价

设立多个海外子公司，与客户合力研发设计。早在 2008 年，八方就开始进军海外市场：2012 年成立荷兰八方，2018 年成立德国办公室，2019 年成立波兰八方，三个子公司横跨欧洲，互为照应，辐射面积广。八方深耕欧洲广阔市场，凭借子公司强化服务，与客户共同研发设计，针对客户需求开发创新，全球服务能力强劲，售后服务完善。

强服务能力带来高议价权，高分散客户带来高溢价。广设子公司带来的强服务能力为八方赢得大量客户，下游客户较多而分散，2022 年前五名客户销售额 7.99 亿元，占年度销售总额 28.07%。因此八方在海外电踏车市场呈现卖方市场特色，凭借高议价权获取稳定高溢价和高毛利率，2022 年电踏车电机毛利率达 48.8%。

图24: 八方股份子公司&办事处地图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**2.3.4. 物美价廉：配套率提升驱动 ASP 增长，“高毛利+低成本”拉开优势**

产品齐全提升购买配套率，ASP 稳步增长。2022 年核心产品中置电机价格基本不变，但 ASP 同比增长 23%，主要系核心产品带动效应强，客户有强成套购买倾向，配套率显著提升——如电池销售收入同比增长 70%。高配套率带来高客单价，提升公司收入弹性。

图25：电踏车系统 ASP 2022 年达 1256 元

ASP值测算表		单位	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中置电机	销量：万个		5.18	10.36	16.58	26.29	30.86	39.68	55.33	51.05
	单价：元		1204	1469	1546	1476	1581	1552	1564	1570
轮毂电机	销量：万个		39.10	36.28	48.99	65.72	68.21	86.38	157.40	113.23
	单价：元		362	390	407	420	441	422	430	500
电机总台数	万个		44.28	46.64	65.57	92.01	99.08	126.06	212.73	164.27
电踏车电机销售收入	亿元		2.04	2.94	4.56	6.64	7.89	9.81	15.42	13.68
套件销售收入	亿元		0.50	0.93	1.48	2.37	3.22	3.39	5.22	5.16
电池销售收入	亿元				0.10	0.41	0.86	0.77	1.06	1.80
<b>ASP值</b>	<b>元</b>		<b>573</b>	<b>829</b>	<b>937</b>	<b>1023</b>	<b>1207</b>	<b>1108</b>	<b>1020</b>	<b>1256</b>
YoY	%			45%	13%	9%	18%	-8%	-8%	23%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

注：标红为预计值

对比海外企业：成本低廉性价比高，物美价廉胜海外龙头。以中置电机为例，八方在功率、扭矩两大核心性能上不输海外龙头（如博世、禧玛诺），而价格仅为其一半不到，呈现出高性价比特质，在国内外市场均有显著价格优势。



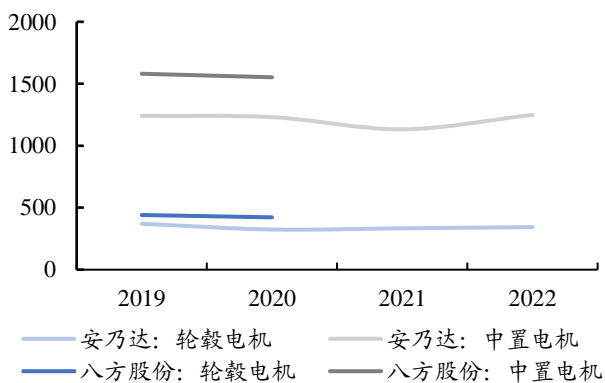
图26: 博世&禧玛诺&八方股份同级别产品参数对比

公司名称	八方股份	博世	禧玛诺
产品型号	Bafang mm G330.250 UART Engine Black 	Bosch Drive Unit Kit Performance Line CX 	Shimano Steps DU-E8000 
功率 (W)	250	250	250
扭矩 (NM)	80	85	70
重量 (KG)	3.9	2.9	2.9
价格 (美元)	516	1252	1128

数据来源: Google Shop, 东吴证券研究所

**对比国内企业: 龙头具备品牌和技术优势, 高议价权带来高毛利。**八方掌握力矩传感器核心技术, 技术实力雄厚, 积淀深厚, 服务能力强, 充分发挥议价优势。与国内同业安乃达相比, 八方中置电机单价高 20%, 轮毂电机毛利率高 8%, 实现龙头企业高市场占有率叠加高毛利率做乘法双核驱动盈利。

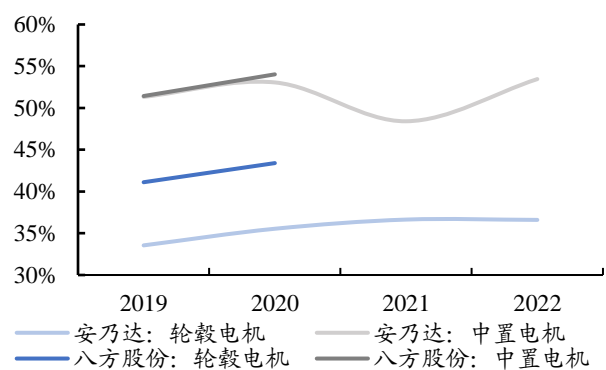
图27: 八方股份&安乃达产品单价对比 (元)



数据来源: 安乃达招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

注: 安乃达 2022 年为上半年数据

图28: 八方股份&安乃达产品毛利率对比 (%)



数据来源: 安乃达招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

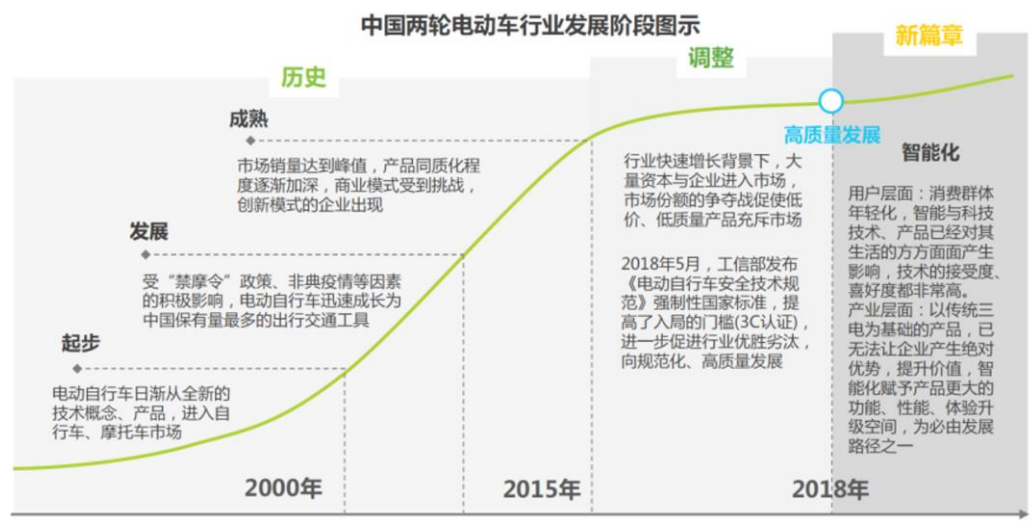
注: 安乃达 2022 年为上半年数据

### 3. 传统电动车电机：后“新国标”时代、高质量发展

#### 3.1. 成熟市场踏入新篇章，“高端化、锂电化、智能化”为主旋律

传统电动车因其省力、小巧等特点，自 1995 年发展以来，经历了十余年的发展已然成为国民短途出行的主要工具之一。随着消费群体的年轻化，当前国内电动两轮车产品也在进行**高端化、锂电化以及智能化发展**，在**性能和体验等方面进行升级迭代**。

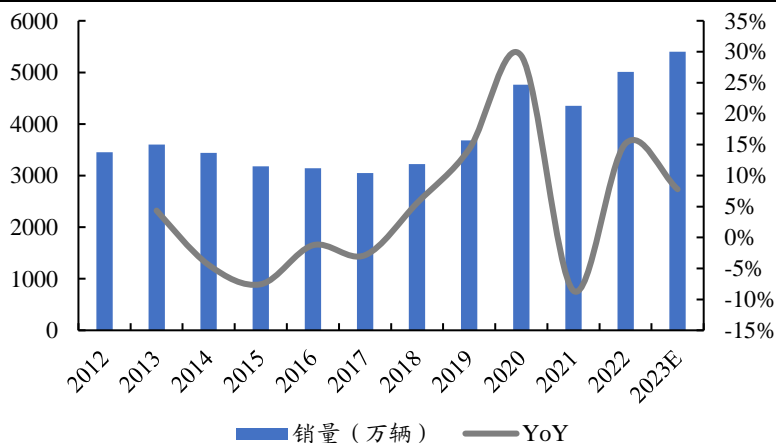
图29：中国两轮电动车行业发展阶段图示



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2018年《电动自行车安全技术规范》(GB17761-2018)强制性国家标准(新国标)正式发布，从产品的规格要求以及骑行安全性等多方面进行了严格的规范。此前，我国电动两轮车销量稳定在3000万辆的水平，新国标的发布带动换购需求，2022年电动两轮车实现销量5010万辆，2019-2022年CAGR为11%，行业重回高增长。

图30：中国两轮电动车销量及预测(万辆)



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

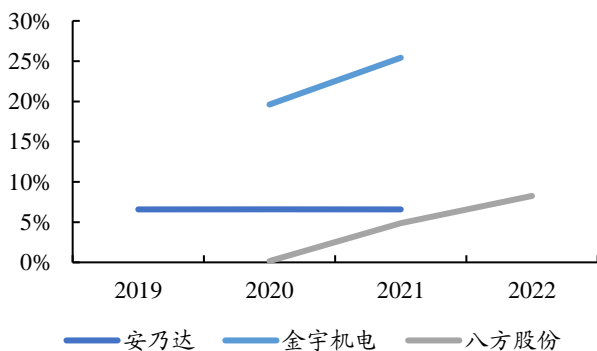
### 3.2. 八方股份：“高产能、低价格”抢滩登陆

技术难度较低导致同质化竞争严重，“由难到易”抢滩登陆。传统电动车电机由于不需要结合踩踏进行出力分析，无需较为复杂的传感器和处理器算法等，因此产品技术壁垒较低，公司以自身在电踏车领域的技术积累与品牌优势于 2021 年进入一体轮电机市场。

募资扩产，打造“电踏车电机+传统电机”双线高产能。2021 年，公司发布募资计划，用于苏州和天津两地的产能扩张，项目总计新增中置电机 90 万台、轮毂电机 165 万台、传统一体轮电机 450 万台。

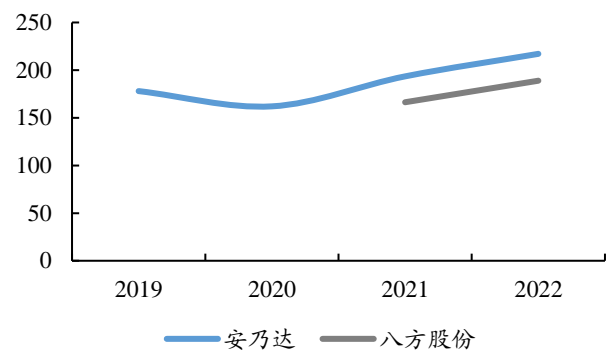
低价开拓市场，后续静待毛利率改善。公司采用低价策略，2022 年一体轮电机平均售价仅为 189 元，而安乃达的平均售价为 217 元，因此 2021-2022 年一体轮电机业务毛利率仅为 4.10%、5.31%。但公司凭借着价格低廉、技术领先、品牌优势实现了市场份额的快速提升。经测算，公司 2020-2022 年一体轮电机市场份额分别为 0.16%、4.85%、8.25%，提升显著。后续随着公司销售渠道稳固后，产品价格有望回升，规模效应也会带来成本下降，进而带动毛利率改善。

图31: 中国传统电动车电机市场份额 (%)



数据来源：安乃达招股说明书，东吴证券研究所  
注：2022 年数据为东吴证券研究所测算

图32: 八方股份&安乃达产品价格 (元)



数据来源：安乃达招股说明书，东吴证券研究所  
注：安乃达数据为 2022 年上半年

## 4. 盈利预测与投资建议

### 关键假设:

1) 2023-2025 年“电踏车电机”中，中置电机进入高端市场，价格提升、逐步放量，营收同比-14%/+21%/+35%，轮毂电机竞争加剧，价格降低，营收同比-37%/+7%/+16%，其中 23 年预计营收降低主要系渠道库存仍处高位。

2) 2023-2025 年一体轮电机业务受换购需求和市占率提升双重影响，营收同比+27.06%/+20.75%/+20.48%，但因价格较低，毛利率分别为 6.50%/7.00%/7.00%。

3) 2023-2025 年套件、电池业务保持营收 CAGR 约 26%的稳健增长。

我们预计公司 2023-2025 年总体营收为 25.48/30.11/37.78 亿元，其中电踏车电机业务营收 10.56/12.33/ 16.01 亿元，一体轮电机业务营收 9.92/11.98/ 14.44 亿元，是收入贡献主力。2023-2025 年毛利率分别为 28.92%/29.17%/30.28%。

表1：八方股份盈利预测拆分

(单位: 亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>电踏车电机</b>				
收入	13.68	10.56	12.33	16.01
YOY	-11.33%	-22.77%	16.78%	29.82%
毛利率	48.80%	49.67%	49.99%	50.38%
<b>一体轮电机</b>				
收入	7.81	9.92	11.98	14.44
YOY	64.20%	27.06%	20.75%	20.48%
毛利率	5.31%	6.50%	7.00%	7.00%
<b>套件</b>				
收入	5.16	3.84	4.59	6.06
YOY	-1.04%	-25.55%	19.37%	32.12%
毛利率	32.01%	32.00%	32.00%	32.00%
<b>电池</b>				
收入	1.80	1.34	1.60	2.11
YOY	69.17%	-25.55%	19.37%	32.12%
毛利率	17.66%	18.50%	19.50%	20.00%
<b>总计</b>				
收入	28.50	25.48	30.11	37.78
YOY	7.66%	-10.60%	18.19%	25.46%
毛利	8.90	7.37	8.78	11.44
毛利率	31.22%	28.92%	29.17%	30.28%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议：**公司为全球电踏车电机龙头企业，海外布局深入，技术国际领先，产品种类齐全，积极开拓国内市场，成长空间较大。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.81/4.85/6.71 亿元，同比分别-26%/+27%/+38%，对应 PE 分别为 26/20/15 倍。公司主营电踏车电机和一体轮电机，目前没有直接可比的同业上市公司，故选取在驱动、电机技术上相似的春风动力、大洋电机、捷昌驱动作为可比公司。可比公司 2023/2024 年 PE 均值为 22/17 倍，考虑到公司电踏车电机增量市场广阔+配套产品有望量价齐升，首次覆盖给予“增持”评级。

表2: 可比公司估值 (截至 2023 年 8 月 13 日)

股票代码	股票简称	股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			投资评级
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603129.SH	春风动力	150.87	1.50	227	4.66	6.57	8.92	32	23	17	买入
002249.SZ	大洋电机	5.41	23.83	129	0.18	0.26	0.33	30	21	16	未评级
603583.SH	捷昌驱动	19.21	3.85	74	0.85	0.87	1.10	23	22	17	未评级
平均值								28	22	17	
603489.SH	八方股份	58.82	1.68	99	3.05	2.27	2.88	19	26	20	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

※注: 可比公司春风动力盈利预测来自于东吴证券研究所, 大洋电机、捷昌驱动采用 Wind 一致预期。

## 5. 风险提示

1) **国际贸易摩擦的风险。**公司的控制电机及其驱动系统、电源与照明系统控制产品均直接出口美国、欧盟等全球主要经济发达地区国家且出口业务占比较高。近几年贸易摩擦长期化、复杂化叠加经济全球化逆流、贸易保护主义抬头, 多重因素交织导致全球经济面临较大的不确定性, 将可能对公司国际业务的发展带来不利影响。

2) **原料涨价超预期的风险。**公司控制电机产品的主要原材料包括磁性材料、轴承、铝端盖、线束等, 电机驱动控制产品和 LED 驱动控制产品的主要原材料为电子电器元件, 相关原材料价格可能会受到宏观经济变化及相关产业政策的影响, 若未来原材料价格上涨幅度较大, 将对公司生产成本控制造成不利影响。

3) **下游客户相对集中的风险。**公司已与雅迪、爱玛、台铃、MFC、Accell、Prophete 等国内外知名电动两轮车品牌商建立了稳定的业务合作关系, 若未来下游客户销售情况出现较大下滑, 将对公司销售造成不利影响。

## 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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,801</b>	<b>2,928</b>	<b>3,226</b>	<b>3,847</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,850</b>	<b>2,548</b>	<b>3,011</b>	<b>3,778</b>
货币资金及交易性金融资产	1,575	1,644	1,790	2,088	营业成本(含金融类)	1,960	1,811	2,133	2,634
经营性应收款项	804	782	912	1,123	税金及附加	21	15	17	24
存货	375	459	480	588	销售费用	103	117	132	151
合同资产	0	0	0	0	管理费用	99	102	102	113
其他流动资产	46	44	45	48	研发费用	85	92	102	121
<b>非流动资产</b>	<b>789</b>	<b>1,021</b>	<b>1,248</b>	<b>1,457</b>	财务费用	(39)	(17)	(17)	(18)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	16	8	10	15
固定资产及使用权资产	476	725	955	1,144	投资净收益	1	1	5	3
在建工程	193	131	84	55	公允价值变动	(20)	0	0	0
无形资产	87	115	148	184	减值损失	(31)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	7	8	9	<b>营业利润</b>	<b>586</b>	<b>437</b>	<b>556</b>	<b>771</b>
其他非流动资产	29	43	54	65	营业外净收支	5	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>3,590</b>	<b>3,950</b>	<b>4,475</b>	<b>5,304</b>	<b>利润总额</b>	<b>591</b>	<b>443</b>	<b>562</b>	<b>778</b>
<b>流动负债</b>	<b>719</b>	<b>945</b>	<b>985</b>	<b>1,144</b>	减:所得税	79	62	77	106
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	5	5	4	<b>净利润</b>	<b>512</b>	<b>381</b>	<b>485</b>	<b>671</b>
经营性应付款项	475	680	713	836	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	43	62	63	76	<b>归属母公司净利润</b>	<b>512</b>	<b>381</b>	<b>485</b>	<b>671</b>
其他流动负债	195	198	205	227	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.05	2.27	2.88	3.99
非流动负债	13	13	13	13	EBIT	566	426	545	760
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	612	479	609	846
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.22	28.92	29.17	30.28
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	17.97	14.96	16.10	17.76
其他非流动负债	2	2	2	2	收入增长率(%)	7.66	(10.60)	18.19	25.46
<b>负债合计</b>	<b>732</b>	<b>958</b>	<b>998</b>	<b>1,156</b>	归母净利润增长率(%)	(15.58)	(25.59)	27.19	38.44
归属母公司股东权益	2,859	2,992	3,476	4,147					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,859</b>	<b>2,992</b>	<b>3,476</b>	<b>4,147</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,590</b>	<b>3,950</b>	<b>4,475</b>	<b>5,304</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	351	596	426	585	每股净资产(元)	23.76	17.80	20.68	24.67
投资活动现金流	(443)	(328)	(330)	(336)	最新发行在外股份(百万股)	168	168	168	168
筹资活动现金流	(320)	(247)	0	(1)	ROIC(%)	17.61	12.47	14.47	17.13
现金净增加额	(394)	19	95	249	ROE-摊薄(%)	17.92	12.74	13.94	16.18
折旧和摊销	46	52	64	86	资产负债率(%)	20.38	24.26	22.31	21.80
资本开支	(267)	(261)	(273)	(277)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.31	25.95	20.40	14.74
营运资本变动	(213)	169	(112)	(163)	P/B(现价)	2.48	3.31	2.84	2.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>