

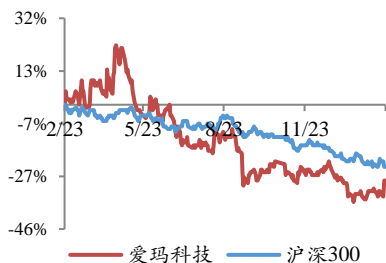
## 静待景气恢复，成长可期

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-02-01

收盘价（元）	27.01
近12个月最高/最低（元）	45.88/24.12
总股本（百万股）	862
流通股本（百万股）	224
流通股比例（%）	25.93
总市值（亿元）	233
流通市值（亿元）	60

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

### 主要观点：

#### ● 短期业绩扰动不改长期发展

公司为国内电动两轮车领军者，23年前三季度实现营收174.6亿元/+1.3%；归母净利润15.6亿元/+13.2%；实现扣非归母14.5亿元/+6.1%。其中，Q3营收72.4亿元/-7.1%；归母净利润6.6亿元/-3.5%；实现扣非归母6.1亿元/-8.4%。公司23Q3收入及净利润受行业价格战影响有所扰动。长期来看，电动两轮车正在摆脱“低端产品”的标签，逐步成为日常代步工具，需求仍有扩张区间，作为行业龙头，公司具备生产、销售等多方面优势，仍有充足成长空间。

#### ● 公司竞争优势明显，静待市场景气恢复

公司在产品端、销售端、品牌力的竞争优势明显。1) 产品端，近年来公司积极推动产品结构升级，向智能化、更高效电池趋势发展，提高中高端产品占比，牵引整体盈利水平提升。同时，公司通过积极扩产，未来有望打开产能利用率天花板。2) 销售端，公司在线下积极推行以消费需求为导向的营销战略，充分利用品牌影响力，大力拓展经销商渠道，形成了遍布全国的线下销售网络。公司计划将在23-25年新建城市旗舰店、城市标准店、城市社区店、乡镇样板店和乡镇基础点5类门店共11463家。同时对旧的门店进行装修升级，提升门店经营效率。此外公司在线上打造多平台线上渠道体系，包括天猫、京东、小红书等，凭借数智化赋能平台和覆盖全国的服务网络，为线上消费者提供全面全时、售后便捷的购物体验。3) 品牌力建设上，公司围绕“时尚电动车”的品牌形象，持续提高品牌力。09年公司聘请周杰伦作为品牌代言人，提升品牌知名度、美誉度，并提升年轻客群对品牌的青睐度。此外借助综艺流量，有效场景实现高效销量转化。

#### ● 投资建议：成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级

预计23-25年收入分别为219.80、249.07、286.61亿元，对应增速分别为5.7%、13.3%、15.1%；归母净利润分别为19.44、22.98、28.43亿元，对应增速分别为3.8%、18.2%、23.7%；对应PE分别为11.98、10.13、8.19x。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 相关报告

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20802	21980	24907	28661
收入同比 (%)	35.1%	5.7%	13.3%	15.1%
归属母公司净利润	1873	1944	2298	2843
净利润同比 (%)	182.1%	3.8%	18.2%	23.7%
毛利率 (%)	16.4%	16.1%	16.4%	16.8%
ROE (%)	27.9%	25.1%	22.9%	22.1%
每股收益 (元)	3.31	2.26	2.67	3.30
P/E	13.86	11.98	10.13	8.19
P/B	3.92	3.00	2.32	1.81
EV/EBITDA	9.42	7.00	4.69	2.49

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 1 月 31 日

## 正文目录

1、短期业绩扰动不改长期发展.....	5
2、公司竞争优势明显，静待市场景气恢复.....	5
3、投资建议：成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级.....	6
风险提示.....	6
财务报表与盈利预测.....	7

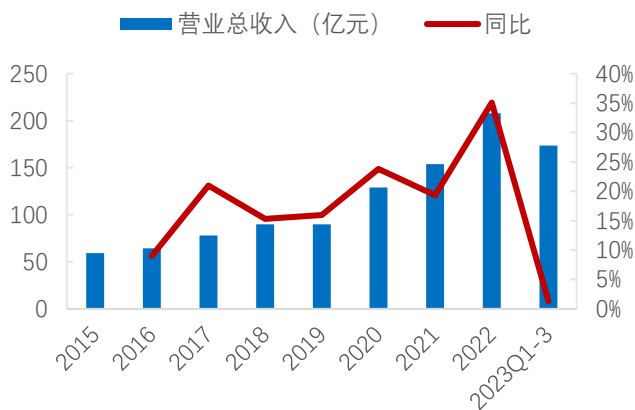
## 图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5

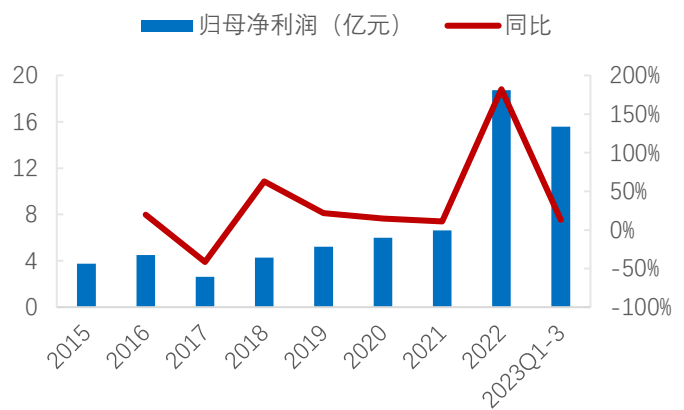
## 1、短期业绩扰动不改长期发展

公司为国内电动两轮车领军者，致力于电动自行车、电动摩托车、电动三轮车等产品的研发与制造。公司 2023 年前三季度实现营收 174.6 亿元，同比+1.3%；实现归母净利润 15.6 亿元，同比+13.2%；实现扣非归母净利润 14.5 亿元，同比+6.1%。其中，Q3 实现营收 72.4 亿元，同比-7.1%；实现归母净利润 6.6 亿元，同比-3.5%；实现扣非归母净利润 6.1 亿元，同比-8.4%。公司 23Q3 收入及净利润受行业价格战影响有所扰动。长期来看，电动两轮车正在摆脱“低端产品”的标签，逐步成为日常代步工具，需求仍有扩张区间，作为行业龙头，公司具备生产、销售等多方面优势，长期发展仍有空间。

图表 1 公司营收及增速



图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2、公司竞争优势明显，静待市场景气恢复

公司在产品端、销售端、品牌力的竞争优势明显。产品端，近年来公司积极推动产品结构升级，向智能化、更高效电池趋势发展，提高中高端产品占比，牵引整体盈利水平提升。同时，公司通过积极扩产，未来有望打开产能利用率天花板。销售端，公司在线下积极推行以消费需求为导向的营销战略，充分利用品牌影响力，大力拓展经销商渠道，形成了遍布全国的线下销售网络。公司计划将在 2023-2025 年新建城市旗舰店、城市标准店、城市社区店、乡镇样板店和乡镇基础点 5 类门店共 11463 家。同时对旧的门店进行装修升级，提升门店经营效率。此外公司在线上打造多平台线上渠道体系，包括天猫、京东、小红书等，凭借数智化赋能平台和覆盖全国的服务网络，为线上消费者提供全面全时、售后便捷的购物体验。品牌力建设上，公司围绕“时尚电动车”的品牌形象，持续提高品牌力。2009 年，公司聘请周杰伦作为品牌代言人，提升品牌知名度、美誉度，并提升年轻客群对品牌的青睐度。此外公司借助综艺流量，有效场景实现高效销量转化。

### 3、投资建议：成长可期，首次覆盖，给予“买入” 评级

预计 2023-2025 年收入分别为 219.80、249.07、286.61 亿元，对应增速分别为 5.7%、13.3%、15.1%；归母净利润分别为 19.44、22.98、28.43 亿元，对应增速分别为 3.8%、18.2%、23.7%；对应 PE 分别为 11.98、10.13、8.19x。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示

行业竞争加剧，行业需求不及预期，新品销售情况不及预期。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11533	11345	15089	19850	<b>营业收入</b>	20802	21980	24907	28661
现金	6633	8350	11936	16488	营业成本	17399	18448	20822	23835
应收账款	290	308	349	401	营业税金及附加	105	94	106	122
其他应收款	28	130	147	169	销售费用	587	681	747	860
预付账款	18	19	17	14	管理费用	433	462	511	573
存货	811	913	1030	1179	财务费用	-383	-407	-517	-748
其他流动资产	3753	1626	1610	1598	资产减值损失	-3	-1	-1	-1
<b>非流动资产</b>	6939	9048	9291	9515	公允价值变动收益	-12	0	0	0
长期投资	128	151	174	197	投资净收益	-4	11	12	14
固定资产	2033	2108	2164	2200	<b>营业利润</b>	2234	2330	2754	3405
无形资产	458	611	763	916	营业外收入	34	34	34	34
其他非流动资产	4320	6178	6190	6201	营业外支出	41	41	41	41
<b>资产总计</b>	18471	20393	24380	29364	<b>利润总额</b>	2227	2323	2747	3398
<b>流动负债</b>	11471	12346	14014	16134	所得税	354	370	437	541
短期借款	511	527	542	559	<b>净利润</b>	1873	1954	2310	2857
应付账款	2536	2767	3181	3708	少数股东损益	-1	10	12	14
其他流动负债	8424	9052	10291	11867	<b>归属母公司净利润</b>	1873	1944	2298	2843
<b>非流动负债</b>	266	273	281	289	EBITDA	2156	2216	2549	2988
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.31	2.26	2.67	3.30
其他非流动负债	266	273	281	289					
<b>负债合计</b>	11737	12619	14295	16422					
少数股东权益	13	23	34	49	<b>主要财务比率</b>				
股本	575	862	862	862	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	1978	1751	1751	1751	<b>成长能力</b>				
留存收益	4169	5138	7436	10280	营业收入	35.1%	5.7%	13.3%	15.1%
归属母公司股东权益	6721	7752	10050	12893	营业利润	202.3%	4.3%	18.2%	23.6%
<b>负债和股东权益</b>	18471	20393	24380	29364	归属于母公司净利	182.1%	3.8%	18.2%	23.7%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	16.4%	16.1%	16.4%	16.8%
					净利率 (%)	9.0%	8.8%	9.2%	9.9%
					ROE (%)	27.9%	25.1%	22.9%	22.1%
					ROIC (%)	21.5%	19.3%	17.5%	16.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	63.5%	61.9%	58.6%	55.9%
					净负债比率 (%)	174.3%	162.3%	141.8%	126.9%
					流动比率	1.01	0.92	1.08	1.23
					速动比率	0.62	0.72	0.90	1.07
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.31	1.13	1.11	1.07
					应收账款周转率	83.54	73.51	75.91	76.46
					应付账款周转率	7.45	6.96	7.00	6.92
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.31	2.26	2.67	3.30
					每股经营现金流薄)	5.86	3.29	4.81	5.93
					每股净资产	11.70	8.99	11.66	14.96
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.86	11.98	10.13	8.19
					P/B	3.92	3.00	2.32	1.81
					EV/EBITDA	9.42	7.00	4.69	2.49

资料来源:公司公告,华安证券研究所

注:数据截至2024年1月31日

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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。