

海外消费降级缩影，八方股份：电踏车电机龙头难抵市场低迷，业绩下滑，市值蒸发近 9 成

导语：行业起起伏伏，周期来来去去，只有维持分红率超 50%才是真。

作者：市值风云 App：塔山

7月3日，全球消费级无人机巨头大疆在 EUROBIKE2024 欧洲自行车展上正式发布了其 E-bike 电助力系统“DJI Avinox”，同时全球首款搭载 Avinox 电助力系统的全地形电助力山地车 Amflow PL 也惊艳亮相。

这意味着 E-bike（电助力自行车或电踏车）市场迎来新的实力派搅局者。



(来源：大疆官网)

国内消费者可能对电踏车还比较陌生，但在骑行文化盛行的欧美地区，电踏车已风靡多年。

相较于传统自行车，电踏车配备有动力辅助系统，骑行体验更好，在续航里程方面也比传统电动车更高。

不过，电踏车售价并不便宜，通常在 500 欧元以上，基本高于国内普通电动自行车的售价，因此电踏车在国内认知度还不高，属于小众产品。



传统电动车



电踏车

(来源：招股书)

目前国内已有多家上市公司从事电踏车相关业务，多以出口为主。本期风云君要介绍的是已于 2019 年上市的八方股份（603489.SH，“公司”）。



(来源：官网)

一、掌握核心技术，与博世、禧玛诺同台竞技

公司成立于 2003 年，至今一直专注于电机及配套电气系统领域，公司核心创始人也都是技术出身。

董事长王清华毕业于哈工大电气工程系，此后一直从事电机及配套电气系统的研发工作，在加入公司前，曾担任苏州小羚羊电动车有限公司长城车用电机厂（小羚羊电机厂）厂长。

王清华先生，中国国籍，无境外永久居留权，1965年7月出生，大学学历。1988年7月至1998年12月，供职于南京控制电机厂任技术员、科长、副厂长；1998年12月至1999年11月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12月至2003年8月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9月，王清华先生加入苏州八方电机科技有限公司，任执行董事、总经理。至公司整体变更为股份公司前，王清华先生一直担任公司执行董事、总经理。现任本公司董事长兼总经理。

(来源：招股书)

有意思的是，王清华加入公司还是受其原下属贺先兵的邀请，当时王清华提出要控股，并实际负责公司的经营，这一条件也得到了满足。

奇骏电机设立后短期内未开发出适销产品。得知王清华从苏州小羚羊电动车有限公司长城车用电机厂离职后，贺先兵邀请王清华加入奇骏电机共同创业。王清华提出要控股，并实际负责公司的经营。经协商一致，蔡慧琦、曾广庆、贺先兵将所持奇骏电机全部或部分股权转让给王清华。

(来源：招股书)

公司前身为贺先兵等人于2003年7月共同出资设立的苏州市奇骏电机有限公司。贺先兵曾在小羚羊电机厂担任研发工程师主管，按照时间看，属于王清华的下属。

贺先兵先生，中国国籍，无境外永久居留权，1976年1月生，大专学历。1997年6月至1999年3月，供职于苏州电讯电机厂有限公司任技术员；1999年3月至2000年3月，供职于苏州太湖企业有限公司技术员；2000年3月至2003年4月，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7月至今在发行人任职。现任本公司董事、副总经理。

(来源：招股书)

目前，王清华仍然是公司的控股股东和实控人。截至2024年一季度末，王清华直接持有上市公司40.47%的股份。

前 10 名股东持股情况（不含通过转融通出借股份）						
股东名称	股东性质	持股数量	持股比例 (%)	持有有限售条件股份数量	质押、标记或冻结情况	
					股份状态	数量
王清华	境内自然人	68,040,000	40.47	0	无	0
贺先兵	境内自然人	27,463,899	16.34	0	无	0
俞振华	境内自然人	14,536,200	8.65	0	无	0
宁波冠群信息科技中心（有限合伙）	其他	12,600,000	7.49	0	无	0
香港中央结算有限公司	境外法人	11,698,534	6.96	0	未知	—
全国社保基金四零六组合	其他	5,009,850	2.98	0	未知	—
中国工商银行股份有限公司—华商乐享互联灵活配置混合型证券投资基金	其他	2,316,737	1.38	0	未知	—
中国银行股份有限公司—华商远见价值混合型证券投资基金	其他	739,312	0.44	0	未知	—
基本养老保险基金一六零五二组合	其他	635,880	0.38	0	未知	—
富达基金（香港）有限公司—客户资金	其他	572,302	0.34	0	未知	—

（前十大股东，来源：2024 年一季报）

此前公司核心产品为电踏车电机，还包括控制器、传感器、仪表、电池等成套电气系统产品，主要销往国外的电踏车品牌商以及国内外整车装配商。

其中，传感器的技术壁垒较高，按公司的说法：掌握力矩传感器核心技术及算法的企业较少，是决定能否进入中高端市场的重要因素。

总体而言，电机及配套控制器、仪表、电池等电气系统的制造技术及工艺相对成熟，但由于电踏车电气系统的定制化属性和一致性要求，需要企业对电踏车行业有着较为深刻的认识，才能不断地推出适合市场需求的新产品，引领新技术的发展方向。电踏车的力矩传感器具有一定的技术门槛，掌握力矩传感器核心技术及算法的企业较少，是企业决定能否进入中高端市场的重要因素。

（来源：2019 年报）

2014 年，公司成功自主开发出五通碗力矩/速度传感器，成为国际上少数具备力矩传感器自主生产能力的企业之一。

由此公司也拿到了进入中高端市场的门票，并能够与德国博世、日本禧玛诺等国际顶尖品牌同台竞技。

公司电踏车电机产品包括中置电机、轮毂电机两大类，后者是集成电机、控制器、传感器的一体机，工序较为复杂，对应售价也更高。

历史上中置电机产品毛利率均在 40%以上，2020 年达到 54%，轮毂电机的毛利率也在 40%左右。（注：近几年公司未将两类产品分开披露）

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
电踏车电机	980,935,963.53	489,754,478.99	50.07	24.37	18.26	增加 2.58 个百分点
其中：						
中置电机	616,037,793.05	283,219,743.87	54.03	26.27	19.54	增加 2.59 个百分点
轮毂电机	364,898,170.48	206,534,735.12	43.40	21.27	16.56	增加 2.29 个百分点

(来源：2020 年报)

公司除使用自主品牌“BAFANG”、“8FUN”品牌进行境外销售外，还存在部分 ODM 销售模式。

2016-2018 年，公司 ODM 模式的销售收入占总营收比重分别为 34%、25%、27%。

与国外主要竞争对手相比，公司的品牌还处于相对劣势地位。BOSCH、禧玛诺、雅马哈基本上以自主品牌为主。

项目	自主品牌			ODM			毛利率差异
	收入金额	成本金额	毛利率	收入金额	成本金额	毛利率	
2019年1-6月	48,948.74	28,393.71	41.99%	11,213.92	6,763.69	39.68%	2.31%
2018年度	68,400.91	40,901.72	40.20%	25,761.24	16,142.73	37.34%	2.87%
2017年度	45,817.56	26,164.95	42.89%	15,601.44	9,664.70	38.05%	4.84%
2016年度	25,567.16	15,348.04	39.97%	13,456.99	8,457.78	37.15%	2.82%

(来源：招股书)

2019 年 4 月，我国电动自行车的新国标正式实施，由此带动了存量电动两轮车的换购需求增长。在此背景下，公司开始在传统电动自行车、电动摩托车相关领域展开布局。

2020年，公司设立全资子公司八方天津，负责传统电动两轮车的直驱一体轮电机的生产，已进入爱玛、雅迪等客户的供应体系，2021年开始放量，2022年直驱一体轮电机营收达到7.8亿元，同比增长64%。

2023年营收为16.5亿元，电踏车电机及套件合计收入占比61%，一体轮电机收入占比30%。两类产品分别对应电踏车和传统电动车两个细分市场。

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
电踏车电机	743,040,036.11	383,864,714.60	48.34	-45.66	-45.17	减少0.46个百分点
一体轮电机	499,910,813.98	496,286,778.78	0.72	-36.00	-32.90	减少4.59个百分点
套件	269,708,009.53	176,517,066.27	34.55	-47.73	-49.69	增加2.54个百分点
电池	129,374,204.27	99,093,493.45	23.41	-28.08	-33.10	增加5.75个百分点
运费	—	15,652,073.58	—	—	-22.15	—

(来源：2023年报)

二、业绩持续下滑，市值较高点蒸发近9成

从经营成果看，近几年公司的营收表现很不理想。2022年是营收阶段高点，2023年营收为16.5亿元，同比下滑42.2%。

2024年一季度，受终端市场需求疲软影响，营收同比下滑34.5%。



(来源：市值风云 APP)

分产品看，2022 年总营收的增长主要在于新产品一体轮电机的贡献，当期电踏车电机及套件营收都是下滑的。

2023 年，电踏车和传统电动车产品营收都处于大幅下滑状态。

分产品营收（亿元）							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
电踏车电机	4.5	6.6	7.9	9.8	15.4	13.7	7.4
套件	1.5	2.3	3.2	3.4	5.2	5.2	2.7
一体轮电机	--	--	--	--	4.8	7.8	5.0
同比增速							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
电踏车电机	54%	46%	20%	24%	57%	-11%	-46%
套件	59%	61%	37%	5%	54%	-1%	-48%
一体轮电机	--	--	--	--	--	64%	-36%

(来源：同花顺 iFind，制表：市值风云 APP)

由于传统电动车电机技术壁垒低，且处于发展初期，一体轮电机的毛利率也整体较低，2022 年为 5.3%，2023 年更是降至 0.7%。

而电踏车电机技术壁垒高，且终端市场以海外为主，因此毛利率较高，基本在 40%以上，2023 年为 48.3%。

分产品毛利率（%）							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
电踏车电机	43.6%	41.8%	47.5%	50.1%	47.6%	48.8%	48.3%
其中：轮毂电机	38.4%	37.7%	41.1%	43.4%	--	--	--
中置电机	47.7%	44.7%	51.4%	54.0%	--	--	--
套件	35.4%	35.7%	39.8%	31.3%	30.1%	32.0%	34.6%
一体轮电机	--	--	--	--	4.1%	5.3%	0.7%

(来源：同花顺 iFind，制表：市值风云 APP)

受原材料价格上涨及低毛利率产品的拖累，2021 年以来，公司综合毛利率下滑显著，2024 年一季度，毛利率已降至 28.5%。

净利率下滑幅度更大，2020 年净利率为 28.8%，今年一季度直接降到了 5.6%。



(来源：市值风云 APP)

营收下滑叠加盈利能力下降，2023 年公司扣非归母净利润同比下降 79%，仅为 1.1 亿元。2024 年一季度，扣非归母净利润同比下降 58%。



(来源：市值风云 APP)

近期公司发布了 2024 年半年度业绩预告，情况同样不乐观。

公司预计归母净利润同比下降 40.6%到 52.1%，扣非归母净利润同比下降 36%到 49%。

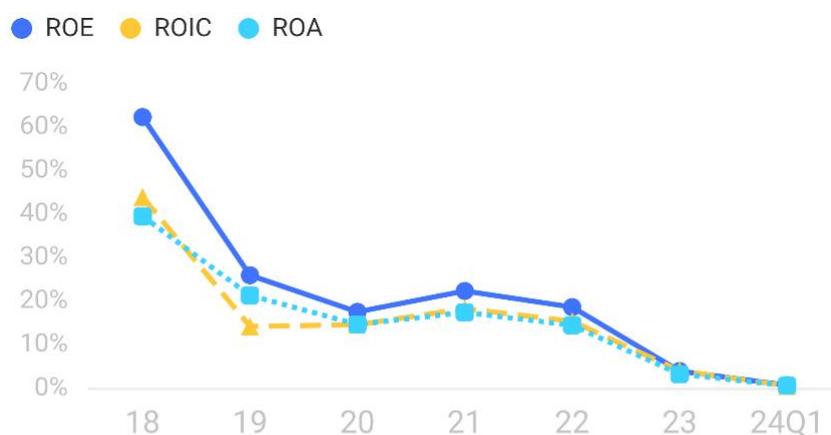
原因是，受地缘政治冲突、通货膨胀等因素的影响持续，海外终端市场需求不足，渠道高库存还在缓慢消化中。

三、本期业绩预减的主要原因

地缘政治冲突、通货膨胀等因素的影响持续，海外终端市场需求仍显不足，渠道内高库存缓慢消化中，公司业务情况相应受到负面影响。

(来源：公司公告 20240709)

受总资产周转率、净利率下滑影响，公司 ROE 也出现了大幅下滑，2023 年仅为 3.8%。



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
ROE	62.1%	25.8%	17.4%	22.2%	18.5%	3.8%	0.6%
ROIC	43.7%	14.1%	14.4%	18.1%	15.2%	3.9%	0.4%
ROA	39.3%	21.2%	14.5%	17.3%	14.3%	3.1%	0.5%

(来源：市值风云 APP)

业绩下滑之下，公司市值也出现了大幅缩水。

说起来公司曾经还是个大牛股，上市发行价为 43.44 元/股，2021 年 10 月 26 日，股价最高触及 311 元/股（后复权），较发行价涨幅达 616%。

但随后便开启了漫漫下跌路，截至 2024 年 7 月 29 日，收盘价为 38.7 元/股（后复权），较最高点跌幅达 87%，可谓相当惨烈。

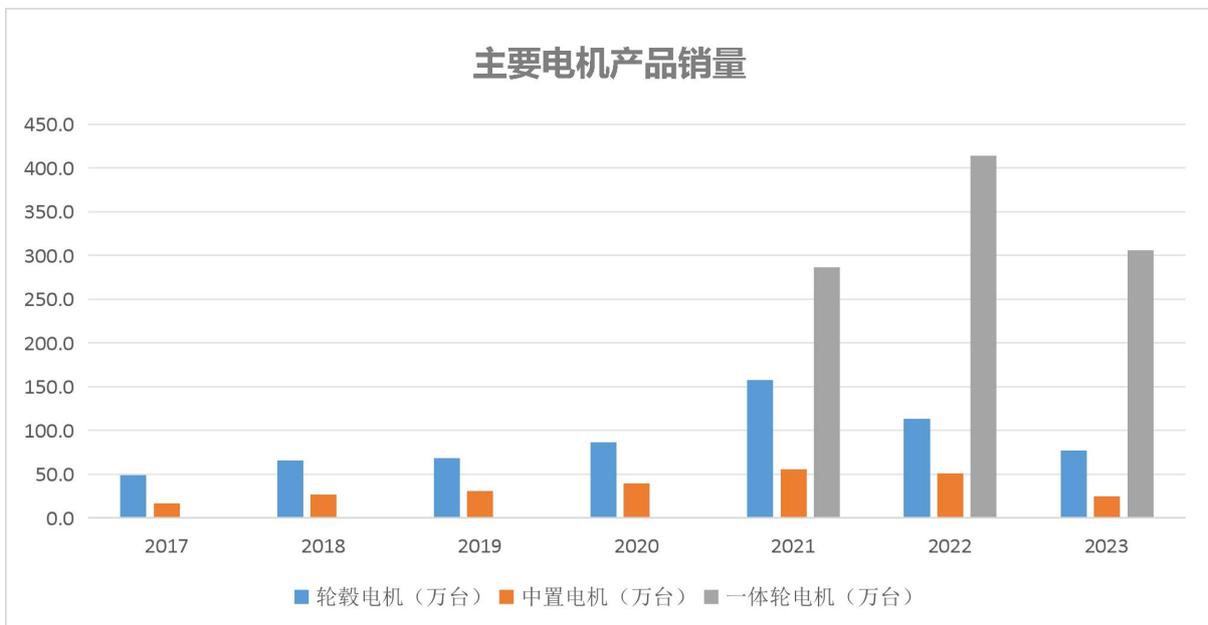


(月 K 线, 来源: 市值风云 APP)

三、海外市场需求不足，国内政策红利近尾声

糟糕的业绩背后，主要在于下游市场需求的疲软，具体的说，就是产品卖不动了。

公司电踏车电机销量在 2021 年见顶，此后持续下滑。2023 年一体轮电机的销量也出现了下滑。



(来源: 同花顺 iFind, 制图: 市值风云 APP)

行业发生了什么？

先来看电踏车行业，电踏车起源于日本，随后开始在欧洲、北美等国家和地区流行。

现阶段欧洲市场较为成熟。2021 年欧洲、美国、日本电助力自行车销量分别为 506 万辆、55 万辆、79 万辆。

公司的电踏车电机及配套电气系统产品主要直接销往欧洲市场或者销售给国内的整车装配商再整体出口至欧洲市场。

因此，尽管公司营收主要来自境内（2023 年占比 67%），但最终市场仍主要在海外。

主营业务分地区情况						
分地区	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
境内	1,099,730,931.52	842,375,697.30	23.40	-41.54	-37.91	减少 4.48 个百分点
境外	542,302,132.37	313,386,355.80	42.21	-43.70	-46.16	增加 2.63 个百分点

(来源：2023 年报)

欧洲市场的轮毂电机产品主要由国内厂家提供，其中公司占据了主要市场份额，2018 年市占率达 44.5%。公司主要境外竞争对手博世、禧玛诺、雅马哈等以中置电机为主。

项目	数量
欧洲市场电踏车总销量 (A)	250 万辆
欧洲市场轮毂电机总销量 (B)	108.06 万台
发行人欧洲市场轮毂电机销量 (C)	48.06 万台
其中：直接销往欧洲市场	15.68 万台
间接销往欧洲市场	32.38 万台
其他主要轮毂电机厂家欧洲市场销量	60 万台
欧洲市场轮毂电机的占比 (B/A)	43.22%
发行人轮毂电机占欧洲市场轮毂电机比例 (C/B)	44.47%

注：根据发行人掌握的行业信息，2018 年度，安乃达、盛亿、同盛及其他厂家销往欧洲市场的轮毂电机产品数量分别约 15 万台、20 万台、10 万台、10-15 万台

(来源：招股书)

从中置电机、减速轮毂电机的综合市占率看，公司要明显高于国内竞争对手安乃达。

2022 年，公司中置电机和减速轮毂电机产品在欧洲市占率为 19.4%，安乃达市占率为 8.1%。

产品	公司名称	销量（万台）			市场占有率		
		2022年	2021年	2020年	2022年	2021年	2020年
中置电机、减速轮毂电机	安乃达	44.44	44.41	22.09	8.08%	8.78%	4.87%
	八方股份 ^{注1}	164.27	212.73	126.06	19.39%	27.31%	20.50%

(来源：安乃达招股书)

按公司 2020 年年报中的说法：在消费升级的趋势下，电踏车作为自行车的高端替代品，市场渗透率将不断提高。

出行比例增加超过100%。在消费升级的趋势下，电踏车作为自行车的高端替代品，市场渗透率将不断提高，行业预计到2030年，欧洲自行车与电踏车的合计销量将由目前的约2000万台增长到约3000万台，其中电踏车的比例将由约20%提升到约50%。

(来源：2020 年报)

但到了 2022 年，情况出现逆转。受俄乌局势、通胀等因素影响，消费受到抑制，叠加前期国际物流紧张，零售商备货较多，市场库存处于高位。当期欧洲电踏车销量增速也明显放缓。

2011-2022年欧洲电助力自行车销量及增长率



(来源：安乃达招股书)

2023 年，市场不利因素仍然存在，去库存也不及预期，欧洲市场需求仍然疲软。

欧洲电踏车市场发展成熟，使用场景多元化，电踏车渗透率不断提升。2023 年度，经历过去年两年的销售繁荣，叠加行业高库存、极端天气、地缘政治、通货膨胀的影响，欧洲电踏车需求整体放缓。主要国家德国、荷兰电踏车销量均有所下降，分别达到 210 万辆、45.3 万辆，同比

(来源：2023 年报)

再说回一体轮电机，该产品对应传统电动自行车行业，市场主要在国内。一体轮电机收入的爆发式增长，很大程度源于电动两轮车“新国标”的政策刺激。

而随着“新国标”执行满5年，置换潮步入尾声，行业高增长的盛况已成过去式。2023年头部整车厂收入均有明显放缓，公司作为上游供应商自然也好不到哪去。

营收增速 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
雅迪控股	26.3	20.7	61.8	39.3	15.2	11.9	--
爱玛科技	15.3	16.0	23.8	19.3	35.1	1.1	-9.0
新日股份	13.1	0.2	65.9	-15.5	14.6	-16.3	-34.5

(来源：同花顺 iFind，制表：市值风云 APP)

四、账上现金充足，分红率达 51%

虽然近年来公司增长情况不佳，但现金流表现总体良好。

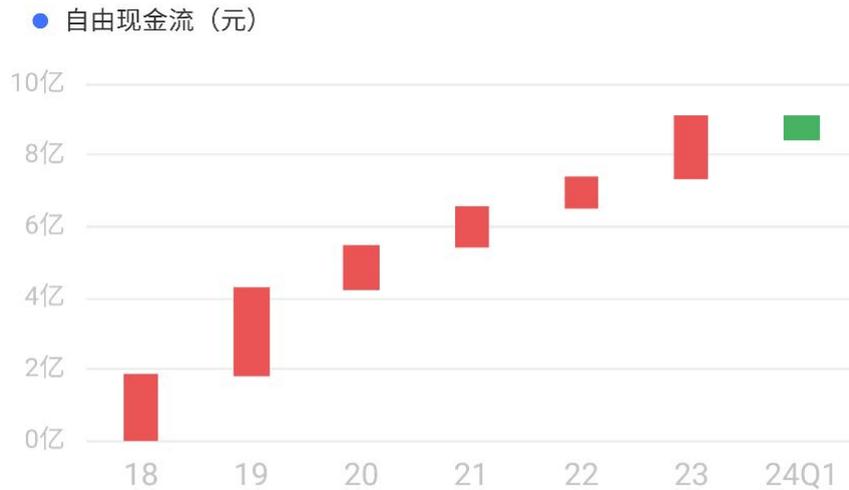
上市至今（2019-2023 年），公司靠经营活动共赚得现金 16.4 亿元，归母净利润合计 19.7 亿元。扣除资本支出 9.2 亿元后，自由现金流累计为 7.2 亿元。

● 经营现金流（元）



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
●	2.2亿	2.7亿	2.3亿	3.3亿	3.5亿	4.6亿	95.0万

(来源：市值风云 APP)



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
● 自由现金流 (元)	1.8亿	2.4亿	1.2亿	1.1亿	8278.2万	1.7亿	-6203.3万

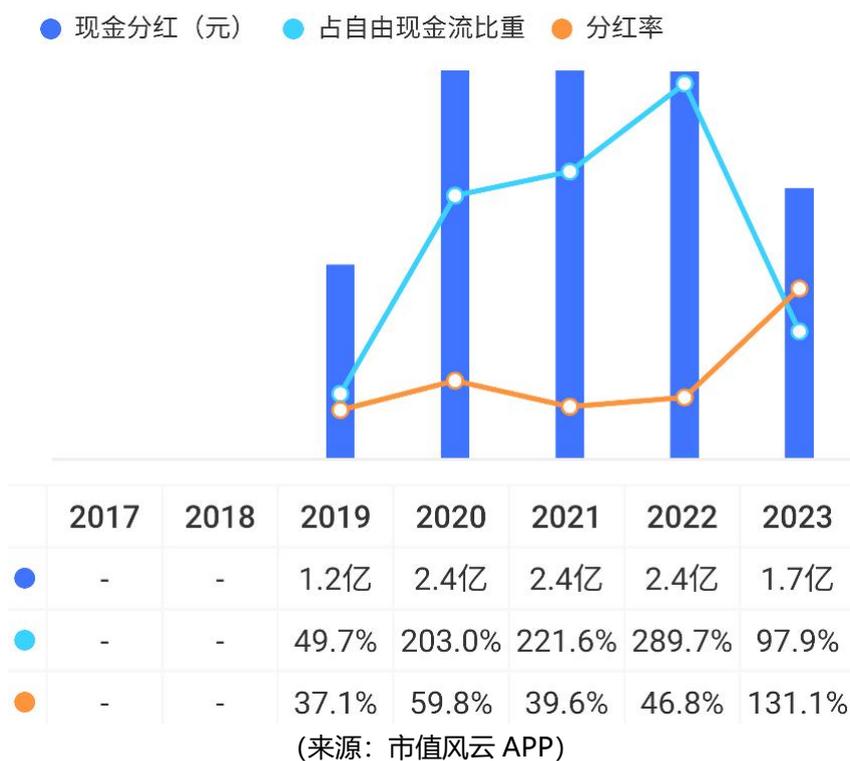
(来源: 市值风云 APP)

上市以来, 公司累计股权融资 13 亿元, 累计分红 10.1 亿元, 平均分红率为 51%。

分红次数	上市5年/分红5次
累计分红	10.08亿元, 超过76.25%上市公司
累计股权募资	13.03亿元, 超过51.93%上市公司
近五年累计扣非净利润	18.58亿元, 超过79.89%上市公司

(来源: 市值风云 APP)

尽管股东回报值得肯定, 但公司分红能力下降也是事实。



公司历史上基本无有息负债。2024 年一季度末，账上货币资金及交易性金融资产合计 14.8 亿元，资金相对宽裕。

