

投资评级 **优于大市** 维持

## 23Q1 业绩靓丽，产品结构持续优化

### 股票数据

04月28日收盘价(元)	56.46
52周股价波动(元)	43.20-75.20
总股本/流通A股(百万股)	575/146
总市值/流通市值(百万元)	32448/8253

### 相关研究

《延续高景气，电动自行车量价齐升》

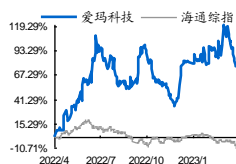
2023.04.18

《单Q3毛利率16.1%，合同负债持续提升》

2022.11.01

《向未来，再出发》2022.11.12

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.4	-2.4	-3.0
相对涨幅(%)	-13.2	-1.4	0.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:高翮然

Email:gpr14257@haitong.com

证书:S0850522030002

### 投资要点:

- 事件:** 公司发布一季报, 23年第一季度实现营业收入54.4亿元, 同增18.6%; 归母净利润4.8亿元, 同增50.5%, 归母净利率8.8%, 同增1.9pct。扣非归母净利润4.7亿元, 同增44.9%, 归母扣非净利率8.6%, 同增1.6pct。
- 23Q1综合毛利率为15.8%, 同增1.7pct。期间费用率为4.9%, 同减0.5pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为2.6%/2.1%/2.2%/-1.9%, 同比变化+0.0pct/+0.0pct/-0.1pct/-0.4pct。
- 专注核心业务, 业绩稳步增长。** 2023年第一季度, 公司持续专注于电动两轮车研发与制造的核心业务, 执行年度经营计划, 不断提升产品力、渠道力、品牌力、科技力、生产力和运营力, 坚持多措并举提质增效, 产品结构进一步改善, 经营业绩稳步增长。
- 业务规模扩大, 现金流状况持续向好。** 公司经营活动产生的现金流量净额从22年Q1的9.9亿元提升至23年Q1的13.9亿元, 同比提升40.39%, 主要原因是公司业务规模增大, 收到经营活动产生的现金净额随之增加。
- 盈利预测与评级:** 考虑到行业高景气, 公司产品升级优势突出、渠道拓展稳步推进, 我们预计公司23-24年净利润分别为24.0/30.2亿元, 同增28%、26%。目前股价对应23/24年PE为14/11倍, 给予23年20-22倍PE, 对合理价值区间为83.7-92.0元/股, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 需求端不及预期, 电动两轮车行业竞争加剧, 原材料价格波动, 疫情反复影响生产运输销售, 跨市场估值风险。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15399	20802	25901	32230	40343
(+/-)YoY(%)	19.3%	35.1%	24.5%	24.4%	25.2%
净利润(百万元)	664	1873	2404	3020	3972
(+/-)YoY(%)	10.9%	182.1%	28.3%	25.6%	31.5%
全面摊薄EPS(元)	1.16	3.26	4.18	5.25	6.91
毛利率(%)	11.7%	16.4%	16.5%	16.8%	16.9%
净资产收益率(%)	13.3%	27.9%	26.3%	24.9%	24.6%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表1 可比公司估值表

上市公司	证券代码	主营业务	市值 (亿元)	PE (2023E, 倍)	PE (2024E, 倍)
雅迪控股	1585.HK	电动踏板车、电动自行车	542.29	17.23	13.84
九号公司-WD	689009.SH	电动平衡车、智能电动滑板车	234.34	32.49	20.83
久祺股份	300994.SZ	自行车、电踏车	35.86	19.02	14.30
春风动力	603129.SH	全地形车、摩托车	209.25	19.64	14.46
平均			255.43	22.10	15.86

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>20802</b>	<b>25901</b>	<b>32230</b>	<b>40343</b>
每股收益	3.26	4.18	5.25	6.91	营业成本	17399	21621	26829	33521
每股净资产	11.70	15.88	21.13	28.04	毛利率%	16.4%	16.5%	16.8%	16.9%
每股经营现金流	8.79	6.72	12.22	12.80	营业税金及附加	105	104	129	161
每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	587	725	870	1089
P/E	17.57	13.69	10.90	8.28	营业费用率%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%
P/B	4.90	3.61	2.71	2.04	管理费用	433	518	645	807
P/S	1.58	1.27	1.02	0.82	管理费用率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	9.42	8.87	5.12	2.55	EBIT	1869	2352	3043	3861
股息率%	<b>2.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-383	-401	-465	-780
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.8%	-1.5%	-1.4%	-1.9%
毛利率	16.4%	16.5%	16.8%	16.9%	资产减值损失	-3	-19	-10	-14
净利润率	9.0%	9.3%	9.4%	9.8%	投资收益	-4	72	27	26
净资产收益率	27.9%	26.3%	24.9%	24.6%	<b>营业利润</b>	<b>2234</b>	<b>2818</b>	<b>3538</b>	<b>4666</b>
资产回报率	10.1%	10.5%	10.2%	10.7%	营业外收支	-7	11	15	7
投资回报率	21.5%	20.6%	20.3%	19.6%	<b>利润总额</b>	<b>2227</b>	<b>2829</b>	<b>3553</b>	<b>4673</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2156	2656	3369	4207
营业收入增长率	35.1%	24.5%	24.4%	25.2%	所得税	354	424	533	701
EBIT 增长率	273.9%	25.9%	29.4%	26.9%	有效所得税率%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	182.1%	28.3%	25.6%	31.5%	少数股东损益	-1	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1873</b>	<b>2404</b>	<b>3020</b>	<b>3972</b>
资产负债率	63.5%	60.1%	59.1%	56.7%					
流动比率	1.01	1.18	1.32	1.45	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.62	0.82	1.03	1.19	货币资金	6633	9918	16222	22747
现金比率	0.58	0.73	0.94	1.09	应收账款及应收票据	290	348	461	514
<b>经营效率指标</b>					存货	811	1174	1308	1762
应收账款周转天数	4.31	4.40	4.47	4.31	其它流动资产	3798	4507	4750	5316
存货周转天数	16.62	16.68	16.85	16.62	流动资产合计	11533	15947	22741	30340
总资产周转率	1.31	1.25	1.23	1.20	长期股权投资	128	128	128	128
固定资产周转率	10.40	12.48	15.00	18.40	固定资产	2033	2120	2178	2209
					在建工程	86	60	42	30
					无形资产	458	441	424	408
					非流动资产合计	6939	6956	6953	6929
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>18471</b>	<b>22903</b>	<b>29694</b>	<b>37269</b>
净利润	1873	2404	3020	3972	短期借款	511	511	511	511
少数股东损益	-1	0	0	0	应付票据及应付账款	9389	11133	14373	17316
非现金支出	272	318	331	355	预收账款	21	16	30	40
非经营收益	-156	-54	-14	-5	其它流动负债	1550	1838	2355	3006
营运资金变动	3063	1192	3686	3031	流动负债合计	11471	13498	17269	20873
<b>经营活动现金流</b>	<b>5051</b>	<b>3860</b>	<b>7022</b>	<b>7353</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-827	-295	-292	-301	其它长期负债	266	266	266	266
投资	-1372	-309	-410	-510	非流动负债合计	266	266	266	266
其他	21	60	15	13	<b>负债总计</b>	<b>11737</b>	<b>13764</b>	<b>17535</b>	<b>21139</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2178</b>	<b>-545</b>	<b>-687</b>	<b>-798</b>	实收资本	575	575	575	575
债权募资	511	0	0	0	归属于母公司所有者权益	6721	9125	12145	16117
股权募资	30	0	0	0	少数股东权益	13	13	13	13
其他	-723	-31	-31	-31	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>18471</b>	<b>22903</b>	<b>29694</b>	<b>37269</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-182</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>2690</b>	<b>3285</b>	<b>6304</b>	<b>6525</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业  
高翩然 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。