

投资评级 优于大市 维持

营收短期承压，人民币贬值利好利润端

股票数据

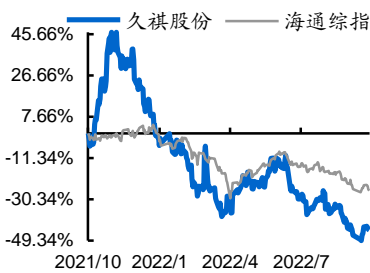
10月24日收盘价(元)	21.12
52周股价波动(元)	19.01-58.47
总股本/流通A股(百万股)	194/65
总市值/流通市值(百万元)	4102/1370

相关研究

《助力电动车延续高增速，汇率走贬增厚利润弹性》2022.08.26

《21年收入同增62%，产品结构优化》2022.04.25

《迎电踏车景气东风，自主品牌国际化可期》2022.04.06

市场表现


指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.0	-23.1	-20.8
相对涨幅(%)	3.7	-12.1	-6.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@htsec.com

证书:S0850521050003

分析师:高翮然

Email:gpr14257@htsec.com

证书:S0850522030002

投资要点:

- 事件:** 公司发布三季报, 22年前三季度实现营业收入18.7亿元, 同减27.9%; 归母净利润1.53亿元, 同增4.5%, 归母净利率8.2%, 同增2.6pct。扣非归母净利润1.46亿元, 同增5.2%, 归母扣非净利率7.8%, 同增2.5pct。单季度看, 22Q3实现营业收入5.1亿元, 同比变化-49.7%; 归母净利润0.5亿元, 同比变化-15.2%。扣非净利润0.49亿元, 同减18.9%; 扣非净利率9.6%, 同增3.6pct。
- 22Q1-Q3综合毛利率为13%, 同减4pct。期间费用率为3.8%, 同减6.3pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为5.8%/1.1%/0.9%/-4.0%, 同比变化-3.0pct/0.4pct/0.4pct/-4.1pct。22Q3综合毛利率为14.1%, 同减4pct。期间费用率为3.4%, 同减6.6pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为7.5%/1.3%/1.1%/-6.5%, 同比变化-1.5pct/0.5pct/0.6pct/-6.2pct。2022年前三季度, 销售费用率大幅波动, 原因主要是21年前三季度运费尚未转列成本; 研发费用率大幅升高, 原因主要是募投项目投入增加; 财务费用率大幅下降, 原因主要是人民币贬值造成汇兑损益大幅增加。**
- 回款力度加大, 经营活动现金流持续转好。** 2022年1-9月经营活动产生的现金流量净额由上年同期-52万元转为2.49亿元, 主要原因是应收账款回收力度加大, 应付货款采用承兑汇票形式延长了账期。截止22Q3合同负债1.1亿元, 比22H1提升0.5亿元。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司22-23年净利润分别为3.0/4.0亿元, 同增47%、32%, 10月24日收盘价对应PE分别为14、10倍。考虑到公司目前处于快速发展期, 海外市场成长空间可观。参考可比公司给予22年24-27倍PE估值, 对应合理价值区间为37.19-41.84元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 海运风险, 国际贸易风险, 市场竞争风险, 供应链管理不当风险, 汇率波动。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2286	3710	4608	5949	7162
(+/-)YoY(%)	27.3%	62.3%	24.2%	29.1%	20.4%
净利润(百万元)	157	205	301	397	493
(+/-)YoY(%)	53.7%	30.9%	46.7%	31.9%	24.3%
全面摊薄EPS(元)	0.81	1.06	1.55	2.04	2.54
毛利率(%)	16.2%	12.6%	13.4%	13.5%	13.6%
净资产收益率(%)	35.8%	19.0%	21.8%	22.4%	21.7%

 资料来源: 公司年报(2020-2021), 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 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2022E, 倍)
八方股份	603489.SH	电踏车电机	117.9	18.0
九号公司	689009.SH	电动平衡车、智能电动滑板车	44.0	45.6
春风动力	603129.SH	全地形车、摩托车	142.4	27.5
平均				30.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2022 年 10 月 24 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	3710	4608	5949	7162
每股收益	1.06	1.55	2.04	2.54	营业成本	3241	3990	5144	6189
每股净资产	5.55	7.10	9.14	11.68	毛利率%	12.6%	13.4%	13.5%	13.6%
每股经营现金流	0.01	1.77	2.03	2.15	营业税金及附加	2	3	4	4
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	154	184	238	272
P/E	19.99	13.63	10.34	8.32	营业费用率%	4.2%	4.0%	4.0%	3.8%
P/B	3.81	2.98	2.31	1.81	管理费用	30	32	42	50
P/S	1.11	0.89	0.69	0.57	管理费用率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
EV/EBITDA	33.47	8.08	5.61	3.92	EBIT	248	379	492	618
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	16	20	22	44
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%
毛利率	12.6%	13.4%	13.5%	13.6%	资产减值损失	-1	1	2	3
净利润率	5.5%	6.5%	6.7%	6.9%	投资收益	13	13	14	20
净资产收益率	19.0%	21.8%	22.4%	21.7%	营业利润	247	365	481	599
资产回报率	10.6%	12.3%	12.4%	12.5%	营业外收支	4	2	3	3
投资回报率	18.8%	22.5%	22.7%	22.3%	利润总额	251	367	484	602
盈利增长 (%)					EBITDA	257	392	506	635
营业收入增长率	62.3%	24.2%	29.1%	20.4%	所得税	46	66	87	108
EBIT 增长率	21.0%	53.1%	29.7%	25.5%	有效所得税率%	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润增长率	30.9%	46.7%	31.9%	24.3%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	205	301	397	493
资产负债率	44.2%	43.5%	44.7%	42.7%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	2.09	2.11	2.07	2.16	货币资金	654	936	1265	1614
速动比率	1.82	1.89	1.82	1.92	应收账款及应收票据	690	824	1069	1307
现金比率	0.77	0.89	0.88	0.96	存货	210	207	305	365
经营效率指标					其它流动资产	226	269	322	366
应收账款周转天数	67.89	66.47	66.23	66.87	流动资产合计	1780	2236	2962	3652
存货周转天数	23.69	18.83	21.53	21.35	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	1.92	1.89	1.85	1.81	固定资产	123	173	216	272
固定资产周转率	30.09	26.67	27.53	26.32	在建工程	1	2	3	3
					无形资产	5	8	11	14
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	150	204	250	310
净利润	205	301	397	493	资产总计	1931	2439	3212	3962
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	27	27	22	19	应付票据及应付账款	702	823	1131	1326
非经营收益	-5	-15	-17	-23	预收账款	10	16	21	25
营运资金变动	-225	30	-9	-72	其它流动负债	137	218	281	338
经营活动现金流	3	343	394	417	流动负债合计	850	1057	1433	1690
资产	-66	-64	-58	-74	长期借款	0	0	0	0
投资	0	-10	-20	-15	其它长期负债	3	3	3	3
其他	9	13	14	20	非流动负债合计	3	3	3	3
投资活动现金流	-58	-61	-65	-69	负债总计	853	1061	1437	1693
债权募资	0	0	0	0	实收资本	194	194	194	194
股权募资	534	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1077	1378	1775	2269
其他	-91	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	443	0	0	0	负债和所有者权益合计	1931	2439	3212	3962
现金净流量	380	282	329	348					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 24 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 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,仙鹤股份,爱玛科技,蓝月亮集团,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,劲嘉股份,太阳纸业,居然之家,好莱客,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,共创草坪,麒盛科技,思摩尔国际,裕同科技,欧派家居,明月镜片,山鹰国际,恒林股份,好太太

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。