

凯路仕(430759)

双品牌定位清晰，布局全球自行车产业链

基本数据

2016年6月6日	
收盘价(元)	6.36
总股本(亿股)	2.42
流通股本(亿股)	1.68
总市值(亿元)	15.41
每股净资产(元)	1.65
PB(倍)	3.9

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	365.32	482.53	627.29	878.20	1053.85
净利润(百万元)	43.50	74.21	96.57	140.34	171.60
毛利率	23.6%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
净利率	8.8%	11.9%	15.4%	15.4%	16.0%
ROE	25.3%	18.5%	19.4%	22.0%	21.2%
EPS(元)	0.18	0.31	0.40	0.58	0.71

全球运动休闲自行车提供商。公司的主营业务为中高端运动休闲自行车的品牌运营、设计、研发、制造与销售，定位为“全球运动休闲自行车提供商”，致力于为中国及海外追求低碳健康生活的骑行者提供优质的运动休闲自行车产品。

市场定位清晰，国际国内平衡发展。公司国内市场采取双品牌双渠道的策略，把用户群体细分为专业和非专业客户，针对两个群体的不同属性，分别采取线下体验店和线上直销两个销售模式。

公司战略目标是国际市场与国内平衡发展，2016年，拟提升柬埔寨生产基地和葡萄牙组装基地的产能，打造全球最优的自行车产业链。

自行车销量波动，功能转化拉动新需求。近几年国内自行车销量呈现区间波动，没有明显上涨或下跌趋势。自行车的需求正转向功能的多样化，除了原有的代步功能，还增加了运动、休闲及健身功能，另外，自行车比赛作为体育运动项目，也为企业开辟了新的市场。

盈利预测

预测公司2016~2017年归属于上市公司股东的净利润分别为0.97亿元、1.40亿元，每股收益分别为0.40元、0.58元，2016年6月6日收盘价对应于公司2016、2017年动态市盈率分别为16.0倍、11.0倍。

风险提示

客户、供应商集中度较高风险，经营模式相关风险，汇率变动风险，经营流动资金相对紧张的风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

全球运动休闲自行车提供商	1
行业销量区间波动，产品功能转化带来新需求	1
产品市场定位清晰，国际国内协同发展	3
收入规模较快增长，布局全球产业链	4
盈利预测	6
附表	7

图表目录

图表 1 凯路仕主要产品.....	1
图表 2 1999-2015 年我国自行车销量及增速	1
图表 3 2003-2015 年自行车制造业销售毛利率	2
图表 4 凯路仕品牌定位.....	3
图表 5 凯路仕主要竞争对手情况.....	4
图表 6 2011-2015 年凯路仕收入、利润及增长情况.....	4
图表 7 2013-2015 年凯路仕利润率情况	5
图表 8 2013-2015 年凯路仕收入构成	5

■ 全球运动休闲自行车提供商

广州凯路仕自行车运动时尚产业股份有限公司成立于 2010 年, 公司的主营业务为中高端运动休闲自行车的品牌运营、设计、研发、制造与销售, 定位为“全球运动休闲自行车提供商”, 致力于为中国及海外追求低碳健康生活的骑行者提供优质的运动休闲自行车产品。

公司主营“CRONUS”和“TROPIX”两大系列品牌自行车, 产品为运动型和休闲型自行车, 其中, 运动型自行车包括越野车、避震车、公路车、单速车等, 休闲型自行车包括旅行车、折叠车、童车、小径车、表演车等。

图表 1 凯路仕主要产品



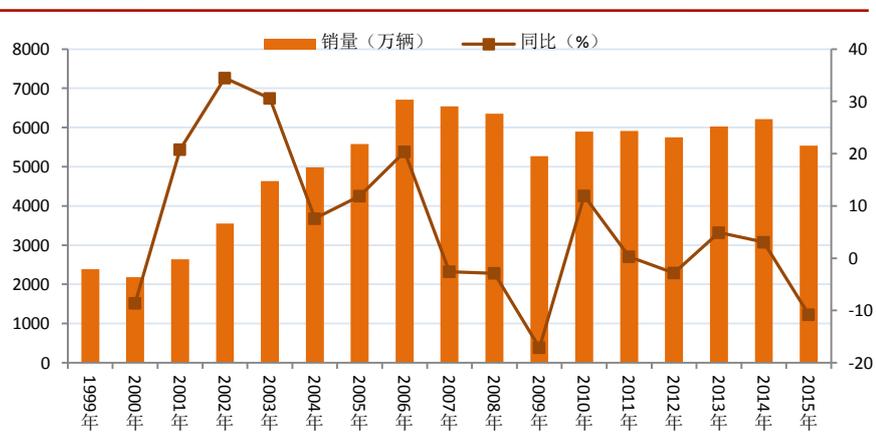
资料来源: 公开转让说明书

公司通过大力塑造和推广“CRONUS”、“TROPIX”系列品牌, 推广“远不只单车”骑行文化理念, 引领时尚健康和休闲运动的新潮流主张, 为消费者提供设计新颖、高品质的自行车产品。“CRONUS”品牌以时尚元素为设计主线, 倡导时尚、健康、休闲的理念, 以都市白领、中产阶级以及具有独特生活品位、追求高品质休闲生活的人士为目标客户群。“TROPIX”品牌则定位为专业、运动, 以专业爱好者、发烧友与运动员为目标客户群。

■ 行业销量区间波动, 产品功能转化带来新需求

● 自行车销量呈区间波动

图表 2 1999-2015 年我国自行车销量及增速



数据来源: choice

2000-2006年，我国自行车销量持续增长，2006年达到最大规模，之后销量呈现区间波动，没有明显的上涨或下降趋势。2015年，自行车销量5540.7万辆，为近五年最低，同比下降10.8%。

图表3 2003-2015年自行车制造业销售毛利率



数据来源：choice

至2015年10月，全国共有自行车制造企业893家，其中亏损企业154家；2015年1-10月，行业主营业务收入1203亿元；2003年-2015年，行业销售毛利率在10%上下波动。整体看，行业竞争比较激烈，盈利水平不高。

● 功能转化推动新需求

目前，自行车行业的发展呈现三大特征：第一，自行车的需求转向功能的多样化。随着人们生活水平的提高，运动休闲健身的需求增强，自行车除了原有的代步功能，还增加了运动、休闲及健身功能。第二，自行车需求向轻量化、质感美观方向发展，自行车的材质由传统的钢铁材质向铝合金、镁合金、钛合金、碳纤材质转变。第三，自行车有智能化的需求，利用智能手机及各种穿戴装备配合移动互联的条件实施自行车智能化。

虽然我国自行车保有量大，但绝大部分是通行代步用车。未来自行车除作为代步工具外，还将大量用于健身、旅游、娱乐和收藏，另外，自行车比赛作为体育运动项目，也为企业开辟了新的市场。

当前我国骑行运动渗透率相比法国（80%）和美国（20%）仍然较低，仅有0.4%。自行车运动有着更强的社交属性，能参与的群体更宽，运动的休闲性和娱乐性更强，随着骑行生态的逐步完善，我国骑行运动市场的持续升级，骑行运动的渗透率必然逐步提高，未来市场空间广阔。

● 生产基地形成区域差异，珠三角为高端代表

自行车行业基本是完全竞争性的行业，在激烈竞争中，我国自行车制造业形成了天津、上海、江苏、浙江和广东等5大生产基地。其中，低端市场以天津生产基地为代表，中端市场以江苏、浙江为代表，高端以广东为首的珠三角生产基地为代表。

欧洲、美国、澳洲、加拿大等发达国家运动休闲单车的高端部分绝大部分来源于中国的华南地区，或透过中国的零件在第三国组装再销往欧洲。凯路仕总部在华南地区，为全球的自行车生产、配套、研发基地，对全球高端自行车

产业整合有着天然的优势。

■ 产品市场定位清晰，国际国内协同发展

● 具有较强的新产品开发设计能力

公司具有较强的新产品开发设计能力，设有技术中心和研发中心，并持续加大产品研发投入，2014、2015 年研发投入占营业收入的比例分别为 3.17% 和 3.33%。公司拥有行业经验丰富的模具开发和设计人员，开发模具速度快。

截至 2015 年 12 月，公司拥有专利 22 项，其中发明专利 1 项、外观专利 1 项、实用新型专利 20 项，拥有国际商标 38 个、国内商标 28 个，拥有软件著作权 7 项。

● 定位清晰，双品牌策略针对不同用户群体

公司国内市场采取双品牌、双渠道的策略，拥有 CRONUS（凯路仕）和 TROPIX（烈风）两个主打品牌，把用户群体细分为专业和非专业客户，针对两个群体的不同属性，分别采取线下体验店和线上直销两个销售模式。

图表 4 凯路仕品牌定位

品牌	定位	销售方式
CRONUS	定位高端休闲时尚自行车，以“远不只单车”为品牌理念，倡导自行车骑行带来的健康、低碳、优质、时尚生活方式，以非专业爱好者为目标客户群。	以线下加盟店的方式进行销售。
TROPIX	以专业群体为主，该群体对线下体验和服务依赖度不高，对性能、品牌、性价比要求很高。	采取去中间化的网上直销模式，自建垂直电商平台，以市场同比产品的一半价格销售，快速获得市场和用户口碑。

资料来源：公司年报

TROPIX 透过三届世界冠军及悉尼奥运冠军 Miguel Martinez 米格尔·马丁内兹作为品牌的代言人，驾骑 TROPIX 自行车参与全球顶级赛事，推动自行车运动。

公司经营团队曾经与多个国家有业务往来，有丰富的市场渠道和人脉关系，熟悉不同国家的产品特性和市场特性。公司采用“线上+线下（O2O）”销售模式，消费者既可以享受到去中间化的价格实惠，同时又获得数以千家的线下加盟服务商提供的优质服务。

● 海外建基地，曲线进入国际市场

在国际业务方面，公司重点发展市场成熟、需求较大、进入门槛较高的欧洲市场。鉴于欧洲市场对中国生产的自行车产品有反倾销措施，中国自行车产品无法直接销往欧洲，故公司依托多年欧洲市场销售和海外工厂运营的优势，在柬埔寨布局车架及零配件生产基地以及在葡萄牙设立装配工厂，使得公司既获得柬埔寨低劳工成本和零件销往欧洲零关税的优势，又获得在欧洲本土装配

所带来的低运输成本和无整车销售配额限制优势，形成在欧盟市场独特的竞争优势。

柬埔寨与中国、美国等国都有零关税协议，公司透过柬埔寨的车架以及整车生产基地，把需要大量进口零配件的高端运动自行车透过柬埔寨生产并销往中国、美国，将为公司在这两个市场的高端自行车业务带来极大的竞争优势。

● 在行业中处于第二梯队

中国运动休闲型自行车品牌众多，但除台湾捷安特和美利达品牌之外，其他品牌商的销量规模均偏小，尚未形成具有明显竞争优势的第三品牌。凯路仕在行业中属于第二个梯队，以新颖、高性价比为核心竞争力，是唯一一家已经挂牌的中国大陆运动休闲自行车企业。

公司已经渡过品牌初创期，已树立了一定的品牌形象。目前，公司的主要竞争对手为捷安特（中国）有限公司和美利达自行车(中国)有限公司。

图表 5 凯路仕主要竞争对手情况

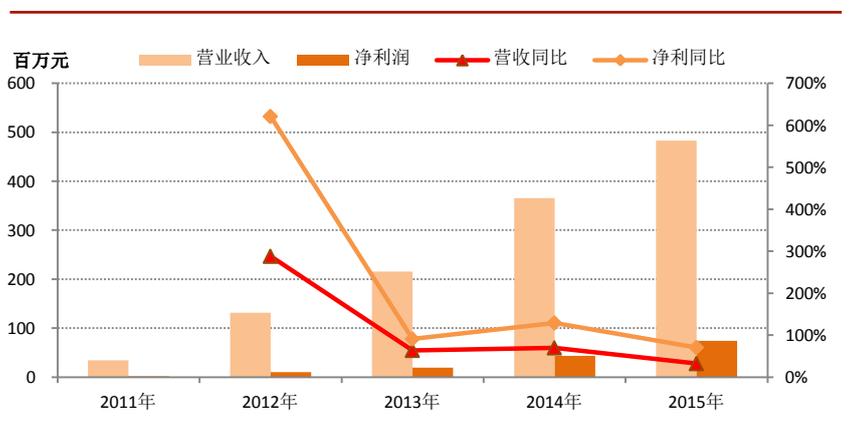
企业名称	简介	业务规模
捷安特（中国）有限公司	成立于 1992 年，专业从事生产成人及儿童自行车、助动自行车、电动自行车及其零配件，儿童三轮车等。	有 15 家直营店和 28 家经销商，700 余家专卖店，合计 1500 余家经销网点，2013 年销售量预计在 250 万辆左右。
美利达自行车(中国)有限公司	台湾美利达工业股份有限公司在中国大陆独资的子公司，建于 1990 年，产品主要为山地车、公主车、仿山地车、跑车等。	销售门店为 1800 家，年销售量 120 万辆左右。

资料来源：公开转让说明书

■ 收入规模较快增长，布局全球产业链

● 营业收入和利润持续较快增长

图表 6 2011-2015 年凯路仕收入、利润及增长情况

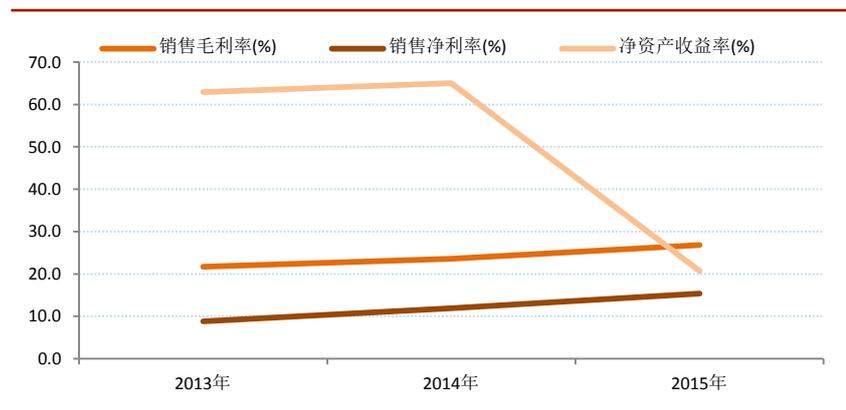


数据来源：choice

近几年，凯路仕营业收入和净利润连续较快增长。2015年，公司实现营业收入4.83亿元，同比增长32.1%，主要是由于公司订单增加，销量相应增加。年内销售成本增速低于营业收入增速，销售毛利率提升，同时三项费用没有出现大幅扩张，使净利润实现较高增长，年内实现净利润7422万元，同比增长70.6%。

2015年，在国内业务方面，公司将TROPIX品牌的产品采取去中间化的网上直销模式，自建垂直电商平台，以市场同比产品的一半价格销售，快速获得市场和用户口碑；国际业务方面，扩大了柬埔寨工厂的生产产能，并且分别在荷兰、葡萄牙成立欧洲销售公司和组装厂，打造全球最优的自行车产业链。

图表 7 2013-2015 年凯路仕利润率情况



数据来源：choice

2015年，柬埔寨车架厂及整车厂投产，上下游得到整合，提升了毛利率，同时，公司透过授权第三方企业使用公司的设计及品牌进行差异化的产品生产和销售，品牌授权及设计费收入增加，也拉动了毛利率的上升，毛利率的上升同时也带动了净利率上升。

2015年，公司进行了增发，净资产规模上升，从而使净资产收益率在期内明显下降。增发资金用于扩大生产规模及补充流动资金，提升公司承接订单能力，提高国际市场业务份额，随着生产规模的扩大和新订单的兑现，未来净资产收益率将回升。

图表 8 2013-2015 年凯路仕收入构成



数据来源：choice

公司收入主要来源于运动休闲自行车的销售，2015年，运动休闲自行车销售收入占全部销售收入的89.11%，自行车零配件销售收入占比6.44%；年内由于公司把部分中端车型的设计及品牌授权给客户生产和销售而产生品牌使用费及设计费收入，相关收入大幅增长，占全部收入比重为4.44%。

● 国际国内平衡发展，打造全球自行车产业链

公司战略目标是，国际市场与国内市场平衡发展，成为全球运动休闲自行车提供商。

欧洲发展战略：公司将利用欧洲本土的销售服务团队、设计团队以及柬埔寨的车架焊接烤漆基地和葡萄牙的组装基地，打造欧盟市场最具竞争力的供应链。

国内市场发展战略：通过启动双品牌，双渠道战略，除原有的 CRONUS 凯路仕品牌透过专卖店销售以外，自建垂直电商平台烈风自行车商城，重点推广中高端运动自行车市场，同时将中端产品透过把设计和品牌授权给第三方工厂生产和销售，把市场往下延伸，全力打造自行车运动社交生态圈同时开拓自行车骑游这个巨大的休闲旅游市场，以及积极拓展自行车骑行装备的巨大市场。

2016年，公司拟提升柬埔寨生产基地和葡萄牙组装基地的产能，打造全球最优的自行车产业链；建立自行车骑游社交平台，通过社交平台推动粉丝经济，同时开拓自行车旅游市场；利用VR技术，开发室内运动自行车，把骑行、游戏、社交高度整合，形成新的需求。

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司2016~2017年归属于上市公司股东的净利润分别为0.97亿元、1.40亿元，每股收益分别为0.40元、0.58元，2016年6月6日收盘价对应于公司2016、2017年动态市盈率分别为16.0倍、11.0倍。

■ 附表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
利润表					
营业总收入	365.32	482.53	627.29	878.20	1053.85
营业成本	279.05	352.91	458.78	642.30	770.76
税金及附加	0.78	0.60	0.60	0.60	0.60
销售费用	7.37	9.46	13.17	18.44	22.13
管理费用	17.95	23.85	34.50	48.30	57.96
EBIT	60.17	95.71	120.23	168.56	202.40
非经营或非经常性损益	1.29	2.90	0.00	0.00	0.00
财务费用	8.49	9.36	6.44	6.75	6.28
营业利润	48.12	78.53	105.97	154.00	188.30
所得税	5.91	7.22	9.40	13.65	16.70
净利润	43.50	74.21	96.57	140.34	171.60
资产负债表					
货币资金	11.93	55.53	141.47	26.35	219.37
其他流动资产	356.70	623.61	621.93	934.70	912.28
固定资产和在建工程	10.12	11.96	21.89	35.18	40.43
无形及其他非流动资产	2.09	4.45	4.43	4.40	4.38
资产合计	380.84	695.55	789.72	1000.62	1176.46
流动负债	208.62	293.38	290.98	361.54	365.78
非流动负债	0.29	1.58	1.58	1.58	1.58
股东权益	171.91	400.60	497.16	637.50	809.11
负债及股东权益合计	380.82	695.56	789.72	1000.62	1176.46
现金流量表					
经营活动现金流	(84.64)	(127.79)	105.24	(117.41)	236.91
投资活动现金流	(6.18)	(5.16)	(12.55)	(17.56)	(10.54)
融资活动现金流	77.09	174.62	(6.75)	(6.75)	(33.34)
现金增加净额	(3.53)	44.07	85.94	(141.73)	193.02
NOPLAT	52.97	87.22	109.57	153.62	184.45
公司自由现金流	(83.25)	(123.45)	99.12	(128.83)	232.94
成长性					
收入增长率	70%	32%	30%	40%	20%
EBIT 增长率	108%	59%	26%	40%	20%
净利润增长率	129%	71%	30%	45%	22%
毛利率	24%	27%	27%	27%	27%
EBIT 率	16%	20%	19%	19%	19%
净利率	12%	15%	15%	16%	16%
收益率					
净资产回报率 ROE	25%	19%	19%	22%	21%
总资产回报率 ROA	11%	11%	12%	14%	15%
投入资本回报率 ROIC	19%	16%	17%	20%	20%
运营能力					
存货周转天数	138.38	180.62	180.62	180.62	180.62
应收账款周转天数	78.62	137.15	137.15	137.15	137.15
总资产周转天数	284.29	401.53	426.20	366.96	371.85
资本支出/收入	1.7%	1.1%	2.0%	2.0%	1.0%
偿债能力					
资产负债率	55%	42%	37%	36%	31%
利息保障倍数	7.1	10.2	18.7	25.0	32.2
净负债率	54%	20%	-1%	17%	-10%

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

北京梧桐理想资本管理有限公司

公司地址:北京市朝阳区东四环中路41号7层

电 话:010-85715117

传 真:010-85714717

电子邮件:wtlx@wtneeq.com

