

久祺股份（300994）：自行车制造 分销龙头，自主品牌迎发展机遇

2021年9月13日

推荐/首次

久祺股份 公司报告

报告摘要：

中国是最大自行车出口国，产业链配套齐全。全球自行车年产量接近 1.5 亿辆，总产超 200 亿美元；其中出口总额约 89 亿美元，中国大陆和中国台湾合计占比 47.7%。中国是最大的自行车出口国家，生产量的 80% 用于出口。从产业链结构看，我国自行车生产制造参与者众多，产业配套齐全，具备规模优势。户外出行新方向，也给中国制造创造了机遇，具体表现为山地自行车、助力电动自行车为代表的中高端车型占比持续增加，因此具备研发设计能力和有渠道优势的企业将更可能占据欧美主要市场。

久祺股份二十余年专注于自行车生产和出口销售。久祺股份成立于 2000 年，专注于童车、成人车、助力电动车的生产和销售。公司目前产品远销全球五大洲 80 多个主要国家和地区，具备较强的研发设计能力。目前公司业务里 ODM 和贸易为主，自主品牌为辅，品类上童车和成人车及配件为主，助力电动车在快速放量期。我们认为在行业机会和公司成长的双重力量下，一批中国优秀制造正在往自主品牌迈进，久祺就是其中的优秀代表。

公司发展之基石和突破之长矛：公司的竞争优势，主要体现在营销网络布局、产业资源的掌控和自行车研发技术的积累。公司贸易起家，营销网络广泛而成熟，目前以美洲和欧洲为主，占到公司业务的 80%。在 ToB 端公司的客户都是当地排名居前的自行车品牌商或分销商，优质的客户资源助力产品研发、规避贸易风险。在生产端，公司以外协生产为主、自产为辅，公司在童车方面生产经验足，同时善于整合外部产业资源。在技术储备上，公司深耕自行车制造领域 20 余年，积累了丰厚的设计版型经验，熟知各地生产标准。

公司突破之方向：公司未来业务边界拓展体现在，模式往 OBM 发展，品类上重点突破助力电动车，市场上以欧美为主同时为国内市场做准备。公司的自主品牌凭产品竞争力借跨境电商之力快速打开 ToC 市场，2020 年公司自主品牌仅占 16%，但是增速高达 82%。在品类上，助力电动车行业蓬勃发展，公司借助产业优势重点突破欧美市场实现快速放量，过去两年公司的助力电动车销量维持 70% 的增速，未来潜力巨大。从市场看，公司目前在欧美市占率持续提升，国内市场户外消费升级，自主品牌从国际化转至国内化潜力大。

盈利预测及评级：预计公司 2021-2023 年实现营业收入 32.30、42.09、55.64 亿元，净利润分别为 2.19、3.03、4.06 亿元，对应 PE 分别为 33.22、24.07、17.97 倍。基于公司行业内领先优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：海运价格继续上涨风险，市场需求不及预期等，助力电动车技术迭代过快和竞争加剧的风险。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿港元）	1,795.4	2,285.5	3,230.2	4,208.9	5,563.6
增长率（%）	-1.38%	27.30%	41.33%	30.30%	32.19%
净利润（亿港元）	101.99	156.75	219.47	302.89	405.59
增长率（%）	97.57%	53.70%	40.01%	38.01%	33.91%
每股收益（元）	0.97	1.08	1.13	1.56	2.09
PE	38.69	34.75	33.22	24.07	17.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要从事自行车整车及其零部件和相关衍生产品的设计、研发、生产和销售。经过二十年的发展，公司成为国内主要的自行车产品出口商之一，产品远销全球五大洲 80 多个国家和地区，致力于将自行车产品的“中国制造”销往世界各地，为全球客户“一站式”提供全尺寸、多系列的自行车及相关产品。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所。

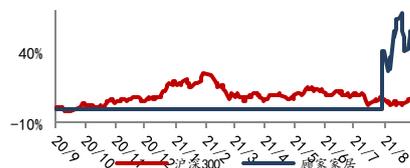
未来 3-6 个月重大事项提示：

2021-9-15，股东大会召开。

交易数据

52 周股价区间（元）	24.50-44.30
总市值（亿元）	73.38
流通市值（亿元）	17.40
总股本/流通 A 股（万股）	19,424/4,606
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	25%

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554045

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

目录

1. 久祺股份：优秀的中高端自行车制造分销商	4
1.1 深耕自行车出口业务，业绩端持续向好	4
1.2 管理团队绝对控股，员工股权激励充分	6
1.3 募投项目助力公司自主品牌建设	6
2. 户外出行新方向，中国制造迎机遇	7
2.1 整车上游配套齐全，产品升级助集中度提升	7
2.2 户外运动风起，国内外需求待释放	8
2.3 童车具有玩具属性，国牌发展机会大	9
3. 公司之矛：分销网络、技术和产能储备	10
3.1 销售网络：扎实的 ToB 网络和跨境电商之机遇	10
3.2 生产方面手握优质产业资源，自建产能提升中	12
3.3 自行车技术储备足	14
4. 公司突破点：品类、模式、市场三维度	14
4.1 自主品牌借势蓬勃发展	14
4.2 助力电动车先发优势已建立，未来持续高增	15
4.3 国内市场：户外和童车高端产品未来可期	17
5. 财务分析及盈利预测	17
5.1 财务分析：盈利持续提升，运营能力较强	17
5.2 盈利预测	19
5.3 投资建议	20
6. 风险提示	20

插图目录

图 1：公司产品矩阵	5
图 2：公司营收处于升势	5
图 3：分品类收入情况，童车、成人车占比高	5
图 4：归母净利润持续增长	6
图 5：分销售模式收入情况	6
图 6：公司股权结构图	6
图 7：中国是全球最大的自行车制造和出口国	7
图 8：我国自行车出口量和出口产值	7
图 9：我国自行车生产中电动车占比持续提升	8
图 10：自行车出口均价呈上升趋势	8
图 11：我国向美国出口自行车情况	8
图 12：我国向欧洲主要国家出口自行车情况	8
图 13：运动车型渗透率提升空间大	9
图 14：欧洲助力电动车销量及增速（单位，万量）	9

图 15: 2020 年公司的业务模式以 ODM+贸易为主.....	10
图 16: 久祺股份收入大洲分布, 美洲+欧洲为主.....	10
图 17: 2020 年公司前五大客户.....	11
图 18: 2018-2020 年公司前五大客户占比.....	11
图 19: 公司线上收入占比.....	12
图 20: 公司美国收入随着亚马逊渠道发展而发展.....	12
图 21: 公司线上与线下毛利率差异.....	12
图 22: 线上毛利润的贡献率明显提升.....	12
图 23: 公司自产占比 (总收入).....	13
图 24: 公司自产、外包毛利率对比.....	13
图 25: 2020 年公司整车生产模式.....	13
图 26: 公司自产 VS 外包的单价比较.....	13
图 27: 久祺研发投入情况.....	14
图 28: 久祺在童车产品创新方面的示例.....	14
图 29: OBM 业务前五大客户收入规模平稳.....	15
图 30: 公司截至目前 OBM 里的 ToC 业务以童车为主.....	15
图 31: 公司毛利率连续提升, 处行业高位.....	18
图 32: 净利率连续提升.....	18
图 33: ROE 同行业最高.....	18
图 34: 应收与应付金额相近.....	19
图 35: 应收账款周转率出行业正常水平.....	19

表格目录

表 1: 久祺 IPO 募投项目.....	7
表 2: 国内市场成人车和童车主要品牌.....	10
表 3: 公司 OBM 业务具体情况.....	15
表 4: 公司助力电动车业务具体情况.....	16
表 5: 久祺助力电动车出货量测算.....	17
表 6: 久祺股份收入测算.....	20

报告亮点：

中国自行车制造产业链配套齐全，是全球最大的出口国。需求端消费者对于自行车的产品诉求提升，带来了助力电动自行车为代表的中高端车型占比持续增加。中高端车型需要制造商具备较强的研发设计和渠道销售能力，这也给行业内企业带来了发展机遇。久祺股份专注自行车主业，以营销网络、产业资源和技术储备为矛，有望实现模式、品类和市场三个方向的突破。我们认为在行业机会和公司成长的双重力量下，一批中国制造企业正在往自主品牌迈进，久祺股份就是其中的优秀代表。

图 1：久祺以优质产业资源为矛，向新模式、品类、市场突破



资料来源：东兴证券研究所

1. 久祺股份：优秀的中高端自行车制造分销商

1.1 深耕自行车出口业务，业绩端持续向好

公司成立于 2000 年，主要从事中高端自行车整车及相关产品的设计、研发、生产和销售。公司以外贸起家，2003 年开始置地建厂，初步实现由销到造的转变；2016 年公司成立分公司探索跨境电商，开拓自主品牌业务。公司相较于传统龙头如捷安特、美利达建立时间晚，因此主要立足我国成熟的自行车产业链，迅速开拓渠道打开市场，并持续锤炼研发设计能力。目前公司已具备强大的销售网络：产品远销全球五大洲 80 多个主要国家和地区；和较强的研发设计能力：能为客户提供全尺寸、多系列的自行车及相关产品。未来公司将依托现有销售网络和研发能力优势，持续发力中高端自主品牌，提高自有产能比例，有望获得持续增长。

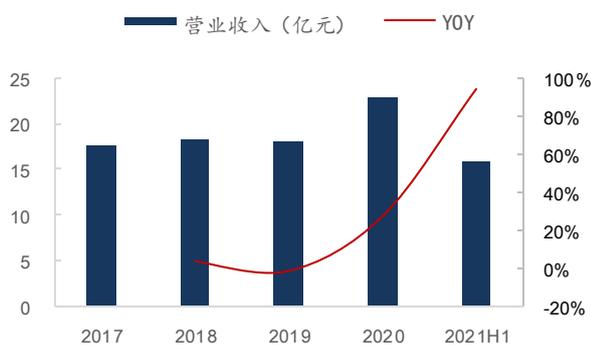
图1: 公司产品矩阵



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

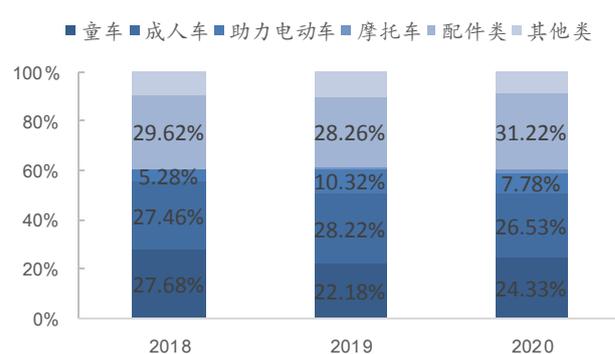
公司收入稳健增长, 整车业务童车、成人车占比高, 配件有一定比重。近年来, 公司营收呈现上升趋势, 从2017年的17.56亿元增长到2020年的22.86亿元, CAGR3为9.19%。公司2019年收入出现轻微下滑, 主要因2018年共享单车发展迅速、国内产能紧张, 客户加大备货力度, 导致2019年的进货需求下降。2020年后疫情带来自行车需求提升, 公司收入快速增长, 2021上半年收入达到15.79亿元, 同比增速达94%。欧盟对我国自行车实行反倾销政策, 公司主要以配件形式出口此地, 到地后组装, 因此配件类产品占比较高, 并随着欧洲的开拓而占比提升。综合来看, 公司各品类基本实现均衡发展, 其中助力电动车是近年新诞生的高端车型, 有望随公司自建产能的投产而加速增长。

图2: 公司营收处于升势



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图3: 分品类收入情况, 童车、成人车占比高

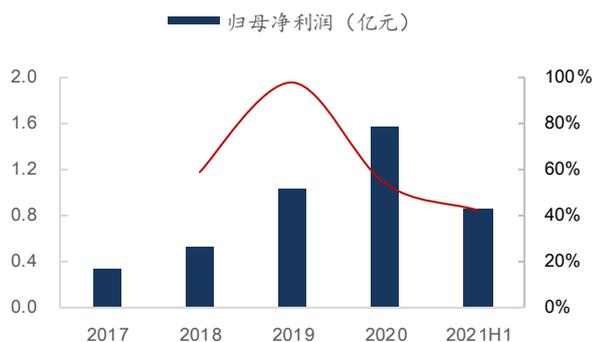


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

业务模式发生变化, 自主品牌增长迅速, 推动净利润持续增长。归母净利润方面增长迅速, 从2017年的0.33亿元增长到2020年的1.57亿元, CAGR3达到68.19%。净利润实现远超收入的增长速度, 主要得益于公司跨境电商的迅速发展以及供应增加带来的成本降低。公司自主品牌 OBM 模式收入占比由2018年的10%提升至2020年的近16%, 其中跨境电商的占比由0.46%提升至7.80%。公司把握自行车需求增长机遇, 大力发展电商业务, 品牌知名度持续提升, 未来自主品牌占比有望持续增加。共享单车的火热提升了国内自行车产能,

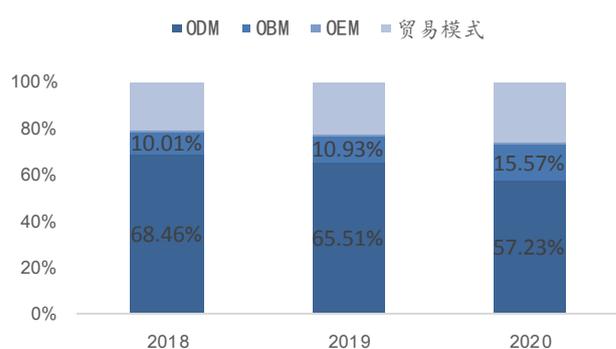
降低公司采购成本。公司自建产能，即使共享单车降温后中小产能出清，公司也有望保持成本优势。因此，随着跨境电商的继续发展以及自建产能的逐步投产，净利润有望持续快速提升。

图4：归母净利润持续增长



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图5：分销售模式收入情况

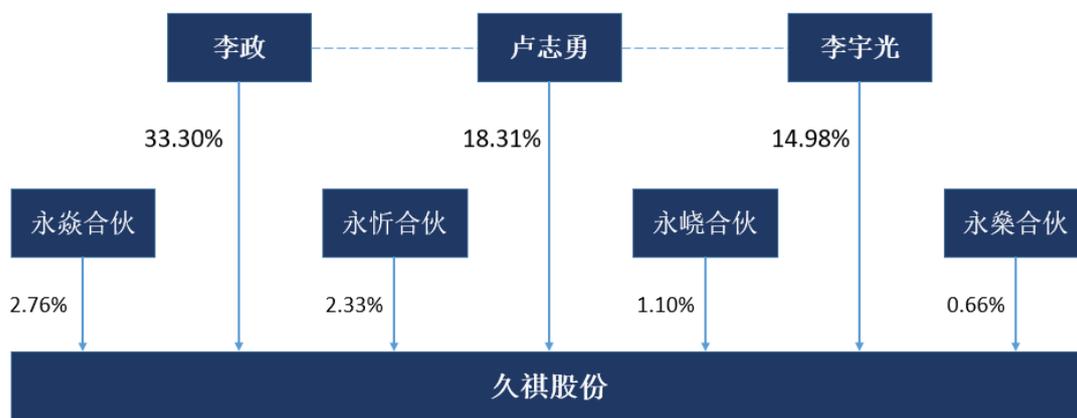


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

1.2 管理团队绝对控股，员工股权激励充分

控制权稳定，股权激励充分。李政先生为久祺股份的董事长，卢志勇先生和李宇光先生为李政的一致行动人，同时也是公司高管，三人合计持股 66.59%，占据公司的绝对控制权。永焱合伙、永忻合伙、永峒合伙、永燊合伙均为公司的持股平台，其中前三者为上市公司体内员工持股，永燊合伙为上市公司体外员工持股。上市公司体内共有 105 人参与持股计划，涉及公司 15% 以上的员工，股权激励较为充分，有利于核心员工的留存，并能充分调动员工的工作积极性。

图6：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

1.3 募投项目助力公司自主品牌建设

募投项目全方位提升公司自主品牌建设能力。公司拟利用 IPO 资金提升产能、投建研发设计中心和升级供应链体系。拟投产产能中，包括 80 万辆山地自行车，20 万辆助力电动车，均为公司重点发展的中高端车型。产能的提升以及将有助于公司自主品牌的建设：公司可迅速将消费者多元化需求转化为高品质产品，持续获得

产品研发优势; 持续优化生产工艺, 保证产品品质; 降低产品成本, 提升公司盈利能力。同时公司投资的供应链体系升级项目, 有利于公司提高业务协同能力, 打造专业化、集约化的自行车行业垂直电商平台。

表1: 久祺 IPO 募投项目

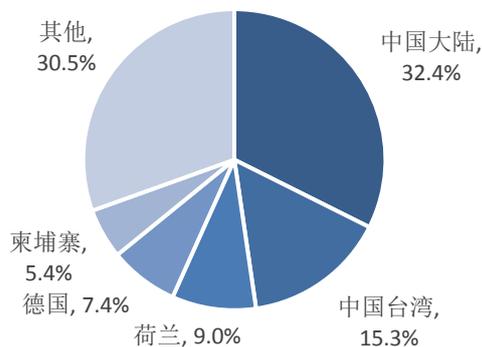
序号	项目名称	投资金额 (万元)
1	年产 100 万辆成人自行车项目	25389.69
2	研发设计中心项目	10382.01
3	供应链体系升级项目	4397.98
4	补充流动资金项目	10000.00
	合计	50169.68

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

2. 户外出行新方向, 中国制造迎机遇

2.1 整车上游配套齐全, 产品升级助集中度提升

中国是最大自行车出口国, 产业链配套齐全。全球自行车年产量接近 1.5 亿辆, 总产超 200 亿美元; 其中出口总额约 89 亿美元, 中国大陆和中国台湾合计占比 47.7%。中国是最大的自行车出口国家, 生产量的 80% 用于出口, 在自行车制造上具有较强的规模优势。从产业链结构看, 自行车整车制造的上游是原材料和配件的生产制造, 我国参与者众多, 配套齐全。大多数配件如车架、车把、刹车、车轮、鞍座等, 国内企业均可自主生产, 具备充沛产能。仅有部分高端车所需配件如变速系统等, 欧洲的海外厂商技术较为领先。

图7: 中国是全球最大的自行车制造和出口国


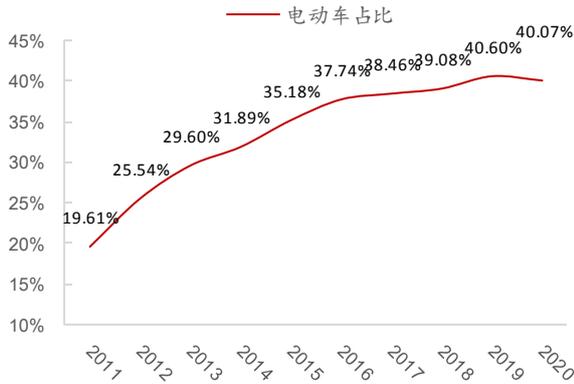
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图8: 我国自行车出口量和出口产值


资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

全球自行车需求总量趋于稳定, 产品升级是主要趋势, 驱动行业格局变化。全球自行车需求量基本维稳, 作为自行车第一大出口国, 我国自行车产量基本可以反映全球情况。我国自行车产量因共享单车的兴起而出现短期上涨, 在 2017 年达到顶点, 2020 年疫情提升自行车需求, 产量回升, 但总体来看产量维持在稳定区间。总量基本稳定的情况下, 自行车的品类结构发生了明显变化, 以山地自行车、助力电动自行车为代表的中高端车型占比持续增加, 我国自行车出口均价呈上升趋势, 产品升级成为行业发展的主要动能。我国自行车整车制造业当前存在众多以 OEM 业务为主的中小厂商, 设备水平较低, 缺少创新能力。中高端车型需要制造商具备较强的研发设计和渠道销售能力, 因此我们预计在产品升级趋势下, 头部和腰部公司的集中度能持续增加。

图9：我国自行车生产中电动车占比持续提升



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

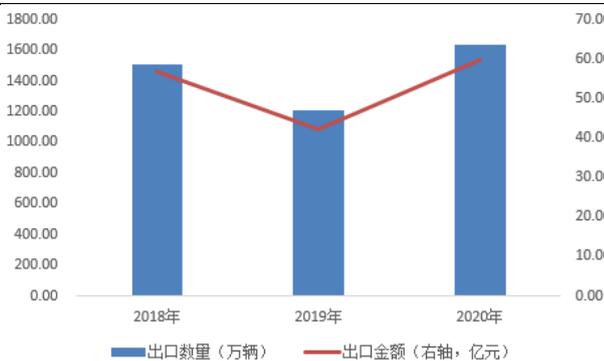
图10：自行车出口均价呈上升趋势



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

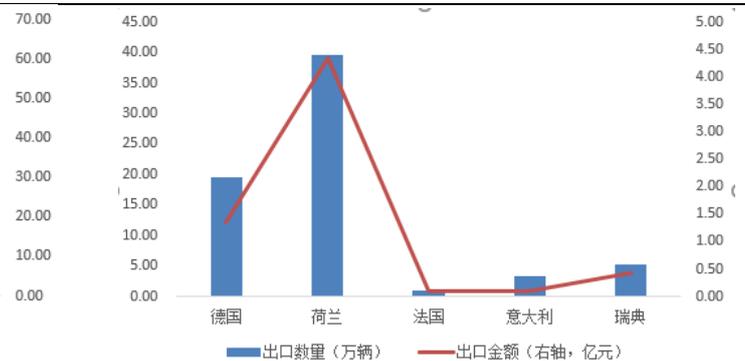
欧美是全球最大自行车消费市场，贸易政策不改中国制造优势。全球自行车年产量接近 1.5 亿辆，其中欧洲年销量约 2000 万辆，美国年销量 1500-2000 万辆，欧美自行车销量全球占比在 25%左右。考虑到欧美高端车型渗透率较高，同时物价较贵，平均售价将远超全球平均水平。推测欧美市场占据全球 40%左右的市场份额，是最重要的自行车市场。欧盟对产自中国的自行车整车产品征收 48.5%的反倾销税，但国内部分企业包括久祺，可通过零部件出口、海外建厂、第三国转口等方式进入欧洲市场，同时保持较低的成本，因此反倾销措施不影响国内优质自行车制造企业对欧洲市场的拓展。美国是我国自行车出口的第一大市场，无反倾销措施。综合来看，欧美主流客户为中高收入人群，对自行车的性能、质量均有较高要求，因此具备研发设计能力的国内企业更可能占据当地市场。

图11：我国向美国出口自行车情况



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

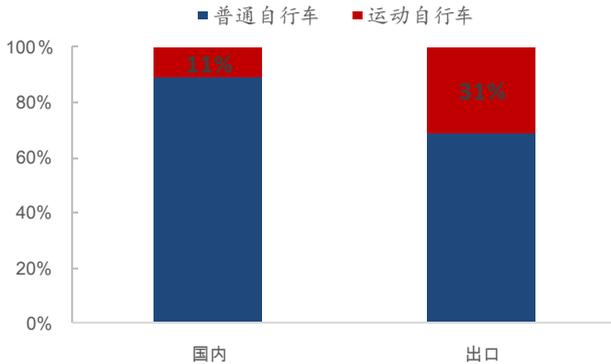
图12：我国向欧洲主要国家出口自行车情况



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

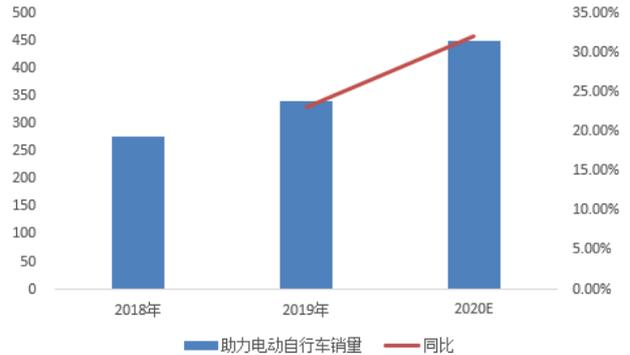
2.2 户外运动风起，国内外需求待释放

运动需求提升，带动产业升级发展。随着居民消费水平的提高，以及对于健康、环保的愈加重视，户外运动快速发展，作为中高端产品的运动自行车需求持续提升，我国自行车出口均价不断上升。在美、欧等发达国家地区，自行车消费已主要集中在中高端产品，如在德国，中高端自行车的销售已达到自行车整体销量的 70%左右，但以全球视角来看，运动自行车渗透率仍然较低，发展空间较大。我国经济快速发展，同样出现自行车市场向中高端化发展的趋势。随着一系列鼓励体育产业发展的政策出台，国民对运动重视度的持续增加，运动自行车有望实现快速持续发展。当前我国运动车销售额占比仍然较低，仅为 11%左右，提升空间较大。

图13: 运动车型渗透率提升空间大


资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

注: 普通自行车包括通勤自行车和童车等; 运动自行车包括山地车、越野车等

图14: 欧洲助力电动车销量及增速 (单位, 万量)


资料来源: 国家统计局, 中商产业研究院, 东兴证券研究

助力电动车应运而生并发展成熟, 更为迎合出行需求。由于近年来锂电池价格和电容量的改善, 助力电动自行车顺势发展。相较于普通自行车, 助力车配有电机, 具备动力辅助系统, 可提升骑行体验, 助力消费者骑行更远的距离。助力电动车作为高端自行车, 当前主要销售于欧美市场。价格方面, 助力电动车在欧洲售价1000欧元以上, 相较于均价800欧的山地车涨幅不大, 同时欧洲还对该品类补贴; 在美国售价700美元以上, 同样与山地车价差不大。价格上涨较小但性能大幅提升, 助力电动车产品综合竞争力较强, 对欧美消费者有较大的吸引力, 有望成为欧美自行车市场的主要增长动力。欧洲市场中, 助力电动车在德国的销量年增速达30%以上; 在荷兰已占据40%的自行车市场份额, 发展迅速。

助力电动车空间广阔, 电动模块的加入为自行车厂商带来机会。欧美市场整体自行车销量预计保持稳定, 但助力电动车有望凭借较强的产品竞争力持续提升渗透率。2020年欧洲共销售450万辆助力电动车, 根据欧洲电车协会预测, 助力电动车到2025年在欧洲渗透率会达到50%, 即达到约1000万台的年销量; 根据美国技术协会分析, 2024年助力电动车将由当前100万台的年销量提升到400万台, 到2026年将与欧洲规模接近。在仅考虑欧美市场的情况下, 助力电动车未来CAGR5预计也能达到21.34%, 增速较高。同时, 由于助力电动车增加了电池电机这一核心零部件, 加强了产业资源的稀缺性。而率先在电池电机上获得研发突破或采购优势的厂商, 则有望取得市场领先的份额, 因此新晋厂商在助力电动车品类上存在突破机会。

2.3 童车具有玩具属性, 国牌发展机会大

儿童自行车生产壁垒低, 中国品牌具备优势。童车产品主要包括平衡车、学步车、扭扭车、电动车、自行车等品类, 根据儿童的成长需求, 童车需要不断更新类型, 从孩子出生到学龄前这段时间, 通常需要3-4款童车, 童车销售额有望能保持增长。儿童自行车相对于成人车, 更偏向玩具属性, 消费者对于童车产品的美观性、便利性、安全性更加看重, 而对于变速系统等高研发难度模块则重视度不高, 因此童车比成人车生产壁垒低, 海外品牌技术优势难以发挥。从主要品牌也可看出, 成人车优势品牌未必能在童车品类上延续优势。国产厂商具有较强营销网络和设计能力, 在生产难度较低的童车领域更容易建立优势。在亚马逊童车销量排名中, 国产品牌优贝稳居第一, 久祺进入前三, 反映出国产品牌能够在童车品类上的竞争优势。

表2：国内市场成人车和童车主要品牌

成人自行车			儿童自行车	
序号	品牌名	发源地	品牌名	发源地
1	Trek	美国	Puky	德国
2	Specialized	美国	优贝	中国
3	捷安特	中国	Trek	美国
4	美利达	中国	Specialized	美国
5	SCOTT	美国	迪卡侬	法国
6	Cannondale	美国	Segway-Ninebot	中国
7	喜德盛	中国	捷安特	中国
8	迪卡侬	法国	好孩子	中国

资料来源：盖得，东兴证券研究所

3. 公司之矛：分销网络、技术和产能储备

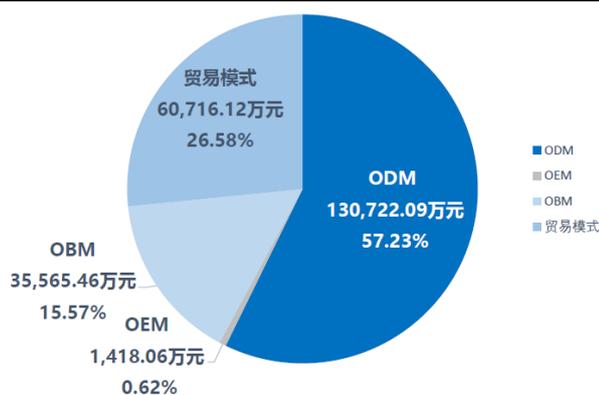
在户外出行新机遇之下，久祺股份深耕自行车行业 20 余年，有望以技术、产能、分销网络为发展基石，将新品类（助力电动车）、新模式（自主品牌）和新市场（内销）作为突破方向，拓展公司业务发展边界，实现公司优质可持续发展。

3.1 销售网络：扎实的 ToB 网络和跨境电商之机遇

3.1.1 ToB 端：全球客户网络广泛而扎实

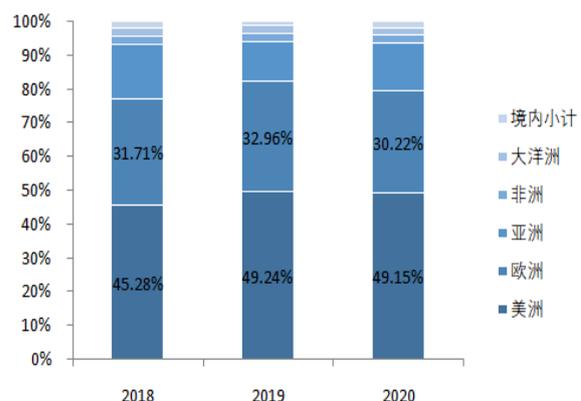
贸易起家，营销网络广泛而成熟，目前以美洲和欧洲为主。中国是全球自行车产业的制造中心，依托于产业优势，公司从贸易起家经过多年积累，形成了一支熟悉海外市场、长期稳定的销售队伍，并建立了一套科学、完善的销售体系和管理制度。目前公司的营销网络主要分布在美洲和欧洲，两个地区合计占到 80% 的收入，同时其他地区都有布局。利用较强的营销网络优势，公司未来可源源不断通过销售网络推出产品，抢占市场先机。

图15：2020年公司的业务模式以ODM+贸易为主



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图16：久祺股份收入大洲分布，美洲+欧洲为主



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

公司的主要客户都是当地排名靠前的自行车分销商，客户资源优质。公司的前五大客户占比约 29%，前几大

客户都是当地知名的自行车品牌商, 公司与其建立了密切的上下游产业纽带关系。公司与 HABicicletas、UmitBisiklet、Benotto、Lider-96E00D、DaISanto 等当地自行车行业知名企业以及 Walmart、Costco 等连锁商超建立了稳定的合作关系, 成为其在自行车及零配件领域的重要供应商。

图17: 2020 年公司前五大客户

序号	客户名称	国家	销售额 (万元)	占比
1	HA BICICLETAS SA	哥伦比亚	17140.74	9.42%
2	EXPRESS UNION INTERNATIONAL CO., LTD.	乌克兰	14175.5	7.79%
3	LIDER-96 EOOD	保加利亚	8189.43	4.50%
4	DISTRIBUIDORA DE BICICLETAS BENOTTO SA DE CV	墨西哥	6651.95	3.65%
5	P. T. INDONESIA TUNGGAL CITRA及其关联方	印度尼西亚	6506.06	3.57%
	合计		52663.68	28.93%

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图18: 2018-2020 年公司前五大客户占比


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究

客户资源助力产品研发、规避贸易风险。 扎实的销售网络, 一方面帮助公司深入了解海外消费者的自行车使用需求, 设计研发山地自行车、助力电动自行车等中高端品类的产品, 并完成相关的供应链开发工作; 另一方面, 为了避免欧盟向我国自行车产品征收的反倾销税, 与印尼、印度、捷克等国家的专业加工厂进行合作, 通过第三方出口的方式向欧盟市场输出自行车产品, 逐步提升公司在欧洲自行车市场的份额。

3.1.2 ToC 端: 利用跨境电商机遇开拓 ToC 客户

得益于物流和支付等出海链路的持续优化, 以及疫情带来的海外消费的线上化, 跨境电商迎来发展机遇。 久祺股份抓住跨境电商机遇, 实现了自主品牌的快速导入和持续高速发展。2018 年公司的跨境电商业务起步后迅速发展: 2018 年线上收入规模达 846 万元, 占比 0.46%, 至 2020 年线上收入规模 1.78 亿元, 收入占比 7.80%。公司产品在亚马逊同类排名从去年的第 3-5 名进步到现在稳定在前三名, 保持了领先地位。

从品类看, 公司线上主要是童车和成人车, 电动车将放量中。 2020 年公司线上业务收入中童车和成人车占到 1.58 亿元, 占比 89%。2021 年起公司开始在亚马逊和独立站销售自主品牌的助力电动车。电动车的线上销售需要进行较长时间的准备, 包括技术资料、进行安全测试等, 预计今年下半年开始, 公司的助力电动车将进入强势的销售, 预计明年会有比较快的增长。

图19：公司线上收入占比



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图20：公司美国收入随着亚马逊渠道发展而发展



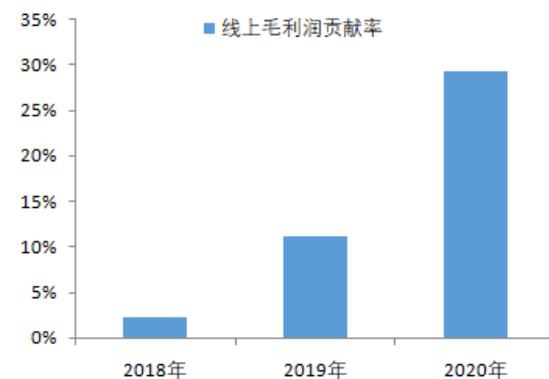
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图21：公司线上与线下毛利率差异



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图22：线上毛利润的贡献率明显提升



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

公司发展跨境电商具备产品和物流优势。1) 产品。公司在亚马逊上能够快速放量，最重要的原因是公司产品力过关，公司针对不同的客户群体设计不同产品，获得了消费者的广泛认可。2) 团队。公司的线上业务有专业的电商团队运作，从产品研发到运营到物流的专业运作，使得公司能够抓住先机。3) 物流。物流对于跨境电商是非常重要的环节，物流能力是跨境电商平台和消费者评价品牌商户的重要标准，能否保证产品及时到达消费者是跨境电商业务持续发展的基础。公司在国际物流方面布局多年，物流网点分布广泛，目前已经在美西/美东/欧洲分别有 4/2/6 个物流网点，充分保证产品供应。

跨境电商是公司发展路径上的重要一环。通过跨境线上 ToC 来推动自主品牌。在自主品牌到一定程度以后，大力发展独立站，线上业务成熟后向线下推广，最终建立强有力的自主品牌。ToC 业务发展一定阶段后，将对 ToB 业务的拓展形成带动效应，公司可借势即对全球五百个 ODM 的客户推广自主品牌产品。公司在国内市场自主品牌目前薄弱，通过自主品牌国际化建立高端定位，公司有望将品牌再次在国内进行推广。

3.2 生产方面手握优质产业资源，自建产能提升中

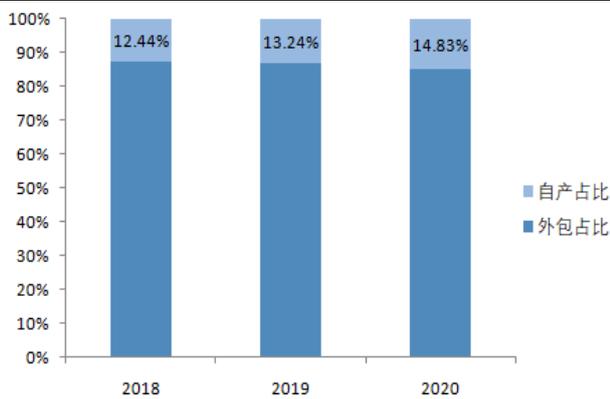
公司的产能分为外部产能和自产产能，以外部产能为主，自产产能为辅。

按收入分：公司整体收入中自产产能约占到 15%，近年来略有提升。自产和外包的盈利能力取决于销售途径而非生产途径，具体来看：外包和自产的毛利率近年都有所提升，主要是自主品牌产品占比提升，剔除掉自

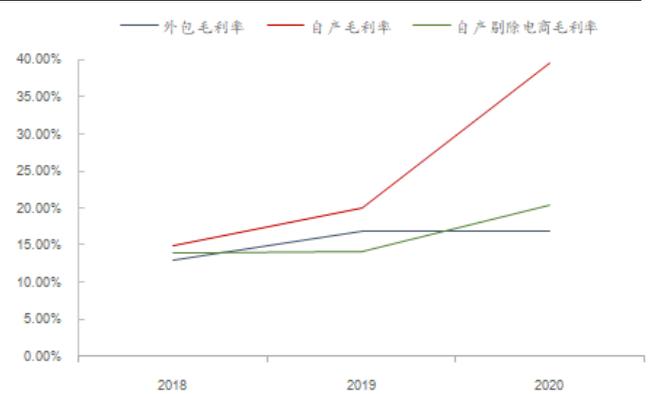
主品牌后自产毛利率略高于外包。2020 年外包、自产及自产中剔除电商的毛利率分别为 16.79%、39.57%、20.42%。

按整车销量分：主营收入构成中整车销售占比 60%以上。2020 年公司整车总销量 378.44 万台，自有产能产量占到总销量比重约为 25%，其余由公司设计开发后通过外包生产。2020 年公司整车收入占总收入比约 75%，其中 CKD 模式外包占 25%，SKD 模式外包占 35%，自产占 15%。公司自有产能 120 万辆，2020 年产能利用率为 82.79%，产销率 96.70%，产销率近年来维持高位。

注：(CKD 指全散件组装 (Completely Knock Down)，是以全散件形式作为整车出口的一种方式，出口至目的国后，将全部零部件在当地装配为整车。SKD 指半散件组装 (Semi-Knocked Down)，是以半成品形式作为整车出口的一种方式，出口至目的国后，将半成品与少量零部件在当地装配为整车。)

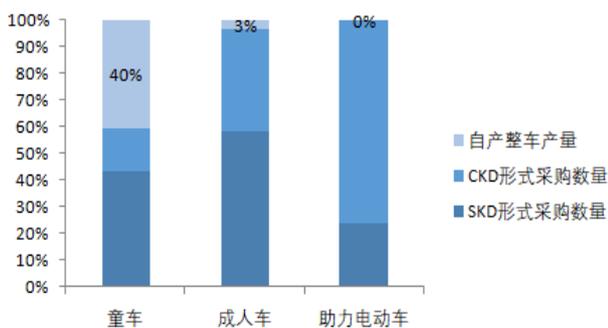
图23：公司自产占比（总收入）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

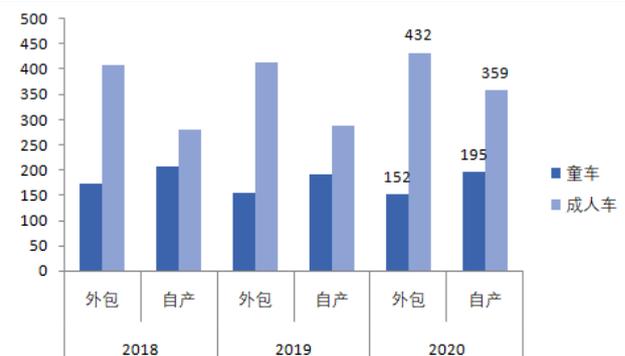
图24：公司自产、外包毛利率对比


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司在童车方面生产经验足，同时善于整合外部产业资源。公司掌握产品设计环节以及客户资源，将部分生产环节外包，因此公司外包产能的单价与毛利率与自产相比，并无劣势。具体来说，公司在童车方面的技术积累更为丰富，童车自产产品较外包产品的价格高出 27%，而成人车的价格则相反，即外包产品的价格略高一些，高出 20%。

图25：2020 年公司整车生产模式


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图26：公司自产 VS 外包的单价比较


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

未来募投项目提升公司高端产品竞争力。为了提高公司的生产能力，公司拟新建成人自行车生产基地，通过

采用国内外先进的生产、检测设备，优化生产工艺流程，提高自动化水平，有效降低单位成本并进一步提高山地自行车和助力电动自行车两类产品产能。项目达产后，公司将新增 80 万辆山地自行车和 20 万辆助力电动自行车的产能，有助于公司提升盈利水平，巩固和提升公司在自行车行业的市场地位。

3.3 自行车技术储备足

自行车技术随着出行需求发展愈加复杂。随着出行需求的提升，自行车和助力电动车的生产工艺和应用材料都在进步，目前车架更注重采用铝合金、镁合金、碳纤维等轻量化材料制造，整车以清新的色调突显“轻”的设计，外观造型设计大胆前卫。各国家和地区适合的产品也有差别，例如欧洲适合的产品设计更加简洁，产品细节要求更高，东南亚的产品设计较为复杂，更注重实用性等。世界各地对于自行车车架的标准不同，助力电动车的安全准则和产品准入也所有差异。

公司深耕自行车制造领域 20 余年，积累了丰富的设计版型经验，熟知各地生产标准。公司基于对自行车行业多年的积累和理解，逐步建立更加完善的自行车标准技术体系。公司共拥有研发设计人员 76 人，共获得 66 项专利，包括 12 项发明专利、34 项实用新型专利和 20 项外观设计专利。在 20 年的发展过程中，积累了上万个设计版型，能够针对不同国家/地区的质量标准、市场潮流、消费者喜好等因素研发设计出深受不同国家/地区自行车品牌商及消费者喜爱的自行车产品，甚至能够与当地自行车品牌商共同引导当地市场潮流。

图27：久祺研发投入情况



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图28：久祺在童车产品创新方面的示例



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

童车对于安全性和产品设计的多样性要求更高，公司具备一定优势。公司在童车相关技术研究领域具有优势地位。公司自主研发的健身与骑行结合技术、二级传动技术、漂移力学运用技术、无珠自润滑传动技术、快速转向技术、避震脚刹连动技术等童车相关技术属于行业内创新型技术，该等技术已申请相关专利进行保护。上述技术提高了童车的趣味性和安全性，所应用产品在国内外童车产品市场拥有一定的市场占有率。募投项目加强公司研发实力。公司将进行研发设计中心的建设，项目总投资为 10,382.01 万元，有助于公司加快完成新技术、新产品的开发，实现标准模块化设计及信息化项目管理体系。

4. 公司突破点：品类、模式、市场三维度

4.1 自主品牌借势蓬勃发展

自主品牌飞速增长, 大有可为。公司拥有“小趣”、“祺娃娃”、“HILAND”等多个国内外品牌, 公司的自主品牌目前走国际化路线, 在北美、南美、东南亚有一定的知名度。公司在坚持优秀制造出口的同时, 一直在发展自主品牌, 借助于跨境电商和过关的产品力公司快速打开 ToC 市场, 同时对 ToB 市场进行了一定带动。2020 年公司的 OBM 业务收入规模达 3.56 亿元, 占到总收入的比重为 15.57%, 增速达 81.53%。

表3: 公司 OBM 业务具体情况

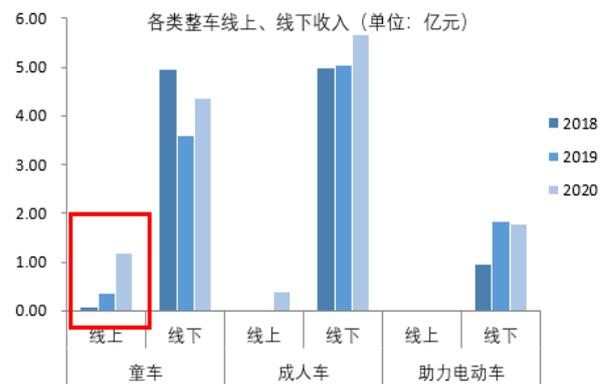
项目	2018	2019	2020
收入(亿元)	1.82	1.96	3.56
YOY%		7.50%	81.53%
占收入比%	10.01%	10.93%	15.57%
其中: ToC(电商)	0.08	0.47	1.78
其中: ToB	1.74	1.49	1.77
毛利率-合计	14.25%	26.35%	44.91%
剔除电商毛利率	11.91%	11.48%	14.02%
电商毛利率	62.17%	73.02%	75.68%

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

- 分业务模式:** 自主品牌业务里 ToC 模式与 ToB 模式约各占 50%, 其中 ToC 业务毛利率高, ToB 业务毛利率仍有待提升。自主品牌的 ToB 业务过去三年发展缓慢, 受到跨境电商业务的提振, 未来有望提速。OBM 业务收入占比快速提升, 同时其毛利率明显高于 ODM 和贸易模式, 未来业绩弹性明显。
- 分产品看:** 自主品牌的 ToC 业务目前以童车为主, 未来助力电动车发展较快。线上渠道帮助公司将优势产品童车和成人车快速推荐给消费者。公司的童车产品在技术储备及生产产能方面, 有明显优势, 在 OBM 发展初期实现快速发展。

图29: OBM 业务前五大客户收入规模平稳


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图30: 公司截至目前 OBM 里的 ToC 业务以童车为主


资料来源: Wind, 东兴证券研究

4.2 助力电动车先发优势已建立, 未来持续高增

公司助力电动车快速放量, 单价明显高于童车、成人车。欧美助力电动车需求提升, 公司利用渠道优势将实现快速放量。公司 2020 年助力电动车的出货量为 11.02 万台, 过去两年的销量增速维持高位分别为 75%和 74%, 2021 年上半年维持了 60%以上的销量增速。单价方面, 助力电动车的单价较高, 平均出厂价在 2500 以

上（2020 年因信保审批变动，影响助力电动车的产品结构，导致产品单价下行）。

表4：公司助力电动车业务具体情况

项目	2018	2019	2020
收入与毛利			
收入(亿)	0.96	1.85	1.78
收入 yoy		92.63%	-3.97%
占比	5.28%	10.32%	7.78%
毛利率	14.86%	16.07%	16.35%
量价拆分			
销售量(万套)	3.61	6.33	11.02
销量 YOY		75.35%	74.09%
平均价格	2661.29	2923.60	1612.68

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

助力电动车欧美需求大，公司已经具备先发优势。公司熟知助力电动车的工艺特点与终端消费者使用需求，在产品设计和生产资源方面已经积累了一定基础，公司自己产能建设也将进一步扩大助力电动自行车生产规模。主要市场方面：在欧洲，公司具备良好的客户基础，有利于公司在当地寻找工厂从而绕开整车进口的高关税。在美国，借助于亚马逊的渠道，公司成功实现了技术资料的准备，并通过了安全测试，争取到了先发优势。

久祺助力电动车出货量测算，未来维持高增速：欧洲和美国是助力电动车的主要市场，我们从欧洲和美国两个市场自行车总量以及助力电动车渗透率的角度测算久祺的发展潜力。我们预计欧洲自行车总量基本稳定，电动车渗透率到 2025 年达 50%，美国从中国进口自行车基本稳定，助力电动车渗透率到 2025 年达 30%。久祺目前的市占率为不到 2 个点，预计到 2025 年凭借产品和渠道先发优势市占率达到 5%。即 2025 年之前公司助力电动车的出货量将维持 46% 的高复合增速。

表5: 久祺助力电动车出货量测算

	2018年	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
欧洲助力电动车测算								
自行车销量-约 (万辆)	2000	1950	2050	2000	2000	2000	2000	2000
助力电动自行车销量 (万辆)	276	340	450	560	670	780	890	1000
渗透率		17%	23%	28%	34%	39%	45%	50%
美国助力电动车测算 (中国进口)								
出口数量 (万辆)	1504.05	1204.48	1630.79	1500	1500	1500	1500	1500
助力电动自行车出口量 (万辆)		53	109	180	255	315	381	447
渗透率		4%	7%	12%	17%	21%	25%	30%
欧美合计助力电动车量		393	559	740	925	1095	1271	1447
久祺预计市占率			2%					5%
久祺出货量 (万辆)			11.02					72.35
久祺助力电动车复合增速	46%							

资料来源: 海关总署, BikeEurope, 公司公告, 东兴证券研究所

4.3 国内市场: 户外和童车高端产品未来可期

公司目前内销业务占比较低, 未来公司在自主品牌产能建设更加成熟后, 将在内销有所突破。

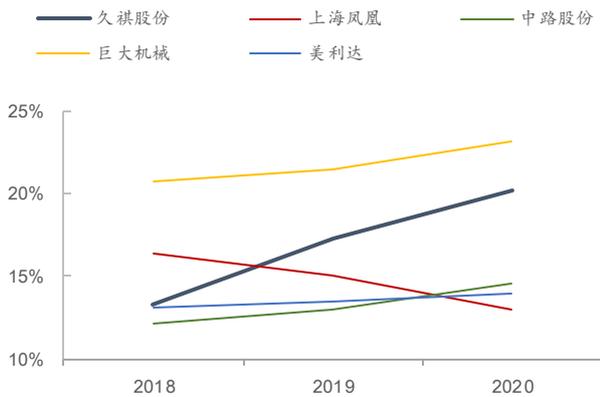
从行业环境看, 国内过去几年受到共享单车的影响, 品牌自行车受到冲击。但是两个细分品类仍然呈现出较好的势头, 存在未来较好的发展潜力。一是具备运动、健身、休闲等功能的中高端自行车市场不断扩大, 市场重心向山地车、公路车等产品转移; 二是童车的功能的细分化和安全性能的提升, 目前童车产品主要包括婴儿手推车、学步车、扭扭车、电动车、自行车、三轮车等品类, 根据儿童的成长需求, 童车需要不断更新类型, 从孩子出生到学龄前这段时间, 通常需要 3-4 款童车。久祺在国内推行自主品牌方面, 因为共享单车和电商的无序竞争遇到过挫折, 相信随着消费者的逐渐成熟, 优质产品的需求旺盛将为公司在国内推行产品带来机会。

5. 财务分析及盈利预测

5.1 财务分析: 盈利持续提升, 运营能力较强

盈利能力稳步上升, ROE 全行业最高。2018-2020 年公司毛利率分别为 13.30%、17.31%、20.16%; 净利率分别为 2.84%、5.68%、6.86%, 稳步提升中。近年来, 公司大力发展自有品牌业务, 盈利能力不断提升, 毛利率已达到行业高位; 净利率持续提升但暂未达行业高水平。公司凭借发达的销售网络, 大力开展轻资产属性的类贸易外销业务, 因此公司 ROE 远超同业, 近两年均超 40%。随着公司自主品牌的开拓以及中高端车型自产比例的提高, 公司盈利能力有望持续提升。

图31：公司毛利率连续提升，处行业高位



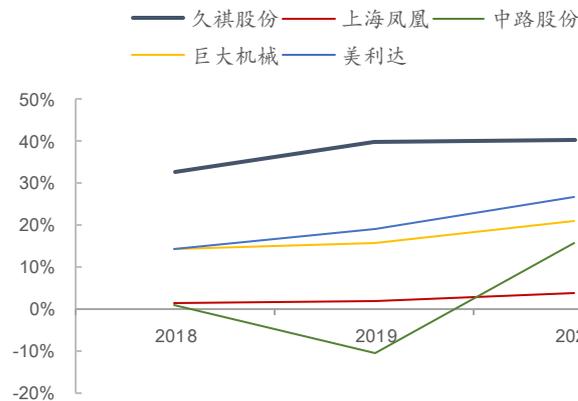
资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

图32：净利率连续提升



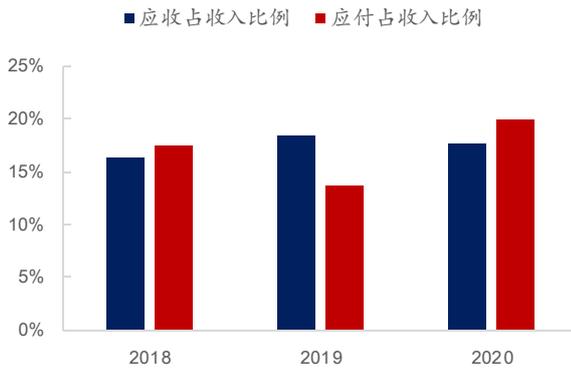
资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

图33：ROE同行业最高

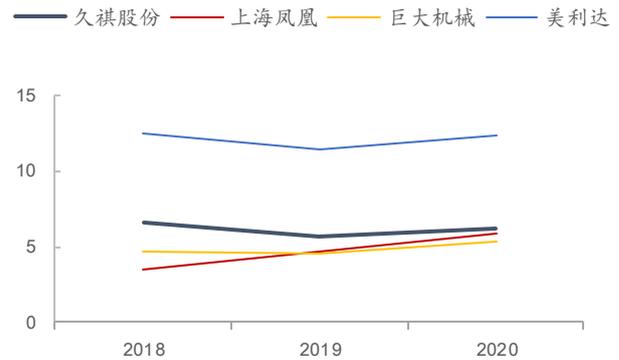


资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

运营能力稳健，应收风险较小。公司具有较高的应收账款数额，但我们认为应收账款对公司产生的不良影响较低。公司绝大部分外销赊销订单都向中国信保购买了应收账款出口信用险，少数订单因客户所在国风险较高无法投保，公司也会提高订单预付款比例。信保一般会赔付出险金额的90%左右，近三年公司在信保投保的应收账款占各期末应收账款余额的平均比例为79.04%，因此坏账风险较小。此外，从金额来看，公司应付账款与应收账款金额相近，表明公司对产业链上游有较强的话语权，能以应付的方式冲抵应收账款对于资金的占用；从周转率来看，公司具备较强的运营能力，虽然以外销为主且客户结构复杂，但应收账款周转率仍处行业前列。

图34: 应收与应付金额相近


资料来源: 各公司公告, 东兴证券研究所

图35: 应收账款周转率出行业正常水平


资料来源: 各公司公告, 东兴证券研究

注: 中路股份因计提大额坏账导致周转率过高, 故未参与比较

5.2 盈利预测

分品类来看, 公司各品类单价、销量、及销售模式不尽相同, 需分开测算。整体而言助力电动车保持高速发展, 童车、成人车 OBM 渠道快速发展, 配件业务受整车带动提速发展。

童车、成人车: 未来 OBM 业务保持约 50% 以上的快速发展, ODM 业务保持景气增速, 童车增速略高于成人车。

助力电动车: 今年的出货量预计在接近 20 万辆, 2022/2023 年仍能维持约 50% 的增速。

配件等业务: 受整车带动, 未来三年约有约 30% 的复合增速。

毛利率: 业务结构变化整体呈上升趋势。2020 年受到运费、原材料和汇率扰动, 2021 年恢复正常提升趋势。

盈利预测: 预计公司 2021-FY2023 年实现营业收入 32.30、42.09、55.64 亿元, 公司的毛利率和费用率都有所上升, 整体上公司的净利率水平稳步上行, 最终未来三年净利润预计分别为 2.19、3.03、4.06 亿元。

表6：久祺股份收入测算

品类	项目	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
童车	收入(亿)	5.04	3.98	5.56	7.08	9.10	11.80
	yoy		-21.03%	39.69%	27.43%	28.51%	29.72%
	毛利率	15.07%	21.16%	28.95%	23.80%	30.38%	32.96%
成人车	收入(亿)	5.00	5.06	6.06	6.97	8.07	9.42
	yoy		1.24%	19.77%	15.03%	15.76%	16.68%
	毛利率	14.17%	14.37%	19.17%	17.94%	19.45%	21.14%
助力电动车	收入(亿)	0.96	1.85	1.78	6.08	9.32	14.73
	yoy		92.63%	-3.97%	242.34%	53.25%	57.95%
	毛利率	14.86%	16.07%	16.35%	44.04%	47.92%	51.81%
摩托车	收入(亿)	0.06	0.15	0.34	0.47	0.61	0.75
	毛利率	5.06%	13.70%	19.69%	18.00%	18.00%	18.00%
配件类	收入(亿)	5.39	5.07	7.13	9.63	12.80	16.65
	yoy		-5.98%	40.71%	35.00%	33.00%	30.00%
	毛利率	11.83%	13.23%	13.14%	12.00%	13.00%	13.00%
其他类	收入(亿)	1.75	1.83	1.97	2.07	2.18	2.30
	毛利率	9.69%	29.95%	27.35%	20.00%	18.00%	15.00%
收入合计		18.20	17.95	22.86	32.30	32.30	42.09
收入 YOY		3.70%	-1.38%	27.30%	41.31%	41.31%	30.30%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5.3 投资建议

公司的自行车产品分销网络广泛，市占率居前，具备明显的市场竞争力。公司过去收入和业绩持续增长，近两年出现提速，我们认为公司将能够依靠扎实的分销网络和产业资源始终保持高于行业的增速。公司目前的净利润预测对应的 PE 水平为 33.22、24.07、17.97 倍，PEG 小于 1。对公司首次覆盖，给与“推荐”评级。

6. 风险提示

海运价格继续上涨风险，市场需求不及预期等，助力电动车技术迭代和竞争加剧的风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	665	977	1188	1574	2027	营业收入	1795	2286	3230	4209	5564
货币资金	206	265	372	486	642	营业成本	1484	1824	2503	3112	3948
应收账款	331	403	582	750	997	营业税金及附加	1	2	3	4	5
其他应收款	22	29	41	54	71	营业费用	147	217	323	505	807
预付款项	15	23	38	54	58	管理费用	23	23	53	103	164
存货	44	116	116	171	200	财务费用	-4	34	48	63	83
其他流动资产	10	20	39	60	60	研发费用	12	15	21	23	30
非流动资产合计	94	89	367	659	792	资产减值损失	-1.46	-0.60	2.00	-2.50	-2.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.28	10.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	78	74	68	255	284	投资净收益	-2.45	3.24	0.40	1.82	1.11
无形资产	5	5	10	14	18	加: 其他收益	5.70	5.11	8.00	-2.00	2.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	131	185	289	396	527
资产总计	759	1066	1556	2233	2819	营业外收入	0.25	2.48	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	419	624	966	1378	1771	营业外支出	0.04	0.34	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	306	640	880	利润总额	132	187	289	396	527
应付账款	191	351	397	543	657	所得税	30	30	69	93	121
预收款项	114	10	-14	-125	-119	净利润	102	157	219	303	406
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1	4	2	2	2	归属母公司净利润	102	157	219	303	406
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	420	629	967	1380	1773	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-1.38%	27.30%	41.33%	30.30%	32.19%
实收资本(或股本)	146	146	194	194	194	营业利润增长	76.99%	40.68%	56.30%	37.11%	33.04%
资本公积	125	125	125	125	125	归属于母公司净利润增长	97.57%	53.70%	40.01%	38.01%	33.91%
未分配利润	59	157	266	330	473	获利能力					
归属母公司股东权益合计	339	437	589	654	796	毛利率(%)	17.35%	20.18%	22.50%	26.06%	29.03%
负债和所有者权益	759	1066	1556	2033	2569	净利率(%)	5.68%	6.86%	6.79%	7.20%	7.29%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	30.10%	35.84%	37.29%	46.34%	50.94%
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	36	203	86	181	364	资产负债率(%)	55%	59%	62%	68%	69%
折旧摊销	102	157	219	303	406	流动比率	1.59	1.56	1.23	1.14	1.14
折旧摊销	8.38	8.41	6.28	13.55	22.56	速动比率	1.48	1.38	1.11	1.02	1.03
财务费用	-4	34	48	63	83	营运能力					
应收帐款减少	-34	-72	-179	-168	-247	总资产周转率	2.57	2.50	2.46	2.35	2.42
预收帐款增加	56	-104	-23	-111	6	应收账款周转率	6	6	7	6	6
投资活动现金流	42	-76	-173	-108	-109	应付账款周转率	7.95	8.42	8.63	8.96	9.27
公允价值变动收益	0	11	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.97	1.08	1.13	1.56	2.09
投资收益	-2	3	0	2	1	每股净现金流(最新摊薄)	0.83	0.50	0.55	0.59	0.80
筹资活动现金流	43	-55	194	40	-99	每股净资产(最新摊薄)	2.33	3.00	3.03	3.36	4.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	38.69	34.75	33.22	24.07	17.97
普通股增加	46	0	49	0	0	P/B	16.14	12.50	12.39	11.15	9.16
资本公积增加	123	0	0	0	0	EV/EBITDA	38.93	22.95	21.03	15.75	11.90
现金净增加额	122	72	107	114	156						

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526