

证券研究报告—深度报告

机械设备

工业机械

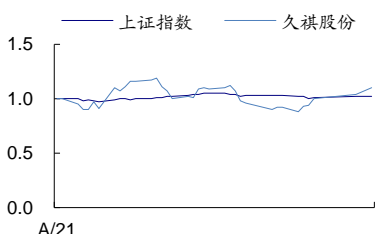
久祺股份(300994)
买入

合理估值: 46.5-50.5 元 昨收盘: 37.2 元

(首次评级)

2021年10月13日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	194/46
总市值/流通(百万元)	7,381/1,750
上证综指/深圳成指	3,592/14,368
12个月最高/最低(元)	44.30/24.50

证券分析师: 姜明

电话:

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

证券分析师: 罗丹

电话:

E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

自行车 ODM 制造龙头, 发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”

● 中国是自行车制造第一大国, 自行车电动化需求大势所趋

自行车品牌主要在欧美等发达国家及地区, 而自行车制造主要在中国等发展中国家。中国已经成为了全球自行车制造和出口的第一大国, 每年中国自行车的产量占到全球的近7成, 出口额占到全球出口的近5成。每年全世界自行车需求规模保持在1亿辆左右的水平, 欧洲、美国、中国是自行车的主要消费市场。随着现代人收入水平的提高和对健康生活的追求, 且受益于疫情催化, 近两年助力电动自行车在欧美销售增长尤为亮眼, 现阶段, 欧洲已经成为全球最大的助力电动车市场, 2020年销量超过500万辆, 根据官方预测, 2020年至2025年欧洲助力电动车销量年复合增速有望维持在20%以上。

● 公司是国内 ODM 模式出口的自行车制造龙头

公司深耕自行车制造二十余年, 是国内主要的自行车制造出口商之一。我国自行车企业可分为三个梯队: 一是拥有规模优势的大型自行车企业, 具有较高的市场认知度和品牌知名度; 二是研发设计能力强、销售渠道广泛、产业链整合能力强, 以 ODM/OEM 等形式的出口型企业; 三是行业内的众多中小企业, 设备水平较低、缺乏自主创新能力。久祺股份属于第二梯队, 凭借充足的经验、稳定的客户关系及供应链体系, 规模越来越大, 未来将有望向第一梯队进军。

● 公司发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”, 高成长属性强

(1) 随着公司大力提高中高端自行车品类的生产能力, 公司开始大力布局需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域, 未来公司的助力电动自行车业务将会保持较快的发展, 该产品销量已经从2018年的3.6万辆增长至2020年的11万辆。(2) 公司2018年开始正式开拓跨境电商渠道, 通过跨境电商渠道直接将自有品牌自行车卖给终端消费者, 一方面销售高速增长, 另一方面加速自有品牌的建立。2020年公司跨境电商和自有品牌的收入占比分别达到了7.7%和15.6%, 未来还有较大提升空间。此外, 随着高毛利率(2020年76%)的跨境电商业务收入占比提升, 公司盈利能力也将明显提升。

● 给予“买入”评级

预计公司21-23年归母净利润分别为2.0亿元、2.8亿元、4.1亿元, 同比增27.3%、41.3%、44.1%, 给予32-35倍PE的目标估值, 目标价46.5-50.5元, 给予公司“买入”评级, 现在股价对应22-23年EPS的PE估值分别为26X、18X。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,795	2,286	3,285	4,208	5,299
(+/-%)	-1.4%	27.3%	43.7%	28.1%	25.9%
净利润(百万元)	102	157	200	282	406
(+/-%)	97.6%	53.7%	27.3%	41.3%	44.1%
摊薄每股收益(元)	0.70	1.08	1.03	1.45	2.09
EBIT Margin	7.8%	9.6%	7.4%	8.3%	9.4%
净资产收益率(ROE)	30.1%	35.8%	34.6%	36.4%	38.4%
市盈率(PE)	54.3	35.3	37.0	26.2	18.2
EV/EBITDA	40.1	27.1	32.9	23.7	16.9
市净率(PB)	16.34	12.66	12.79	9.53	6.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为久祺股份是一家高成长的优质公司：一是公司经历了过去几年国内共享单车的冲击以后，现在已经将主要业务转向了国际市场，公司整体自行车业务开始进入高速增长阶段，驱动力主要来自于（1）公司开始大力布局需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域，未来公司的助力电动自行车业务将会保持较快的发展；（2）公司 2018 年开始正式开拓跨境电商渠道，通过跨境电商渠道直接将自有品牌产品卖给终端消费者。二是公司经过在自行车行业二十余年的深耕，在国内自行车领域已经具有较强的竞争实力，包括充足的经验、稳定的客户关系及供应链体系，除此以外，公司还抓住了海外疫情下跨境电商大发展的机会，加速建立并拓展自有品牌，从而形成长期的核心竞争壁垒。预计公司 21-23 年收入分别为 32.9 亿元、42.1 亿元、53.0 亿元，归母净利润分别为 2.0 亿元、2.8 亿元、4.1 亿元，同比增 27.3%、41.3%、44.1%，参考可对标公司以及考虑到公司未来 2-3 年业绩的高速增长，我们给予 32-35 倍 PE 的目标估值，目标价 46.5-50.5 元，给予久祺股份“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 26X、18X。

核心假设与逻辑

第一，随着公司大力提高中高端自行车品类的生产能力，公司开始大力布局需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域，未来公司的助力电动自行车业务将会保持较快的发展，未来 1-2 年公司助力电动自行车销量有望达到 40 万辆（2020 年为 11 万辆）。

第二，公司 2018 年开始正式开拓跨境电商渠道，通过跨境电商渠道直接将自有品牌产品卖给终端消费者，一方面，公司跨境电商收入和自有品牌收入将快速增长，从而加速建立核心竞争壁垒——自有品牌，另一方面，高毛利率的跨境电商业务收入占比提升将帮助公司整体盈利能力提升。

与市场的差异之处

市场会担心海外疫情恢复后，公司业务的增长会明显放缓。我们认为首先，在疫情爆发前，主要需求市场欧洲的助力电动自行车销售就一直维持高速增长态势，公司近两年才切入该领域，未来将继续享受行业需求红利；其次，跨境电商一直维持较快增长趋势，疫情只是加速了海外电商的渗透，公司 2018 年才切入跨境电商业务，未来有望通过高性价比的自有品牌产品保障该业务高增长。

股价变化的催化因素

第一，海运物流阻碍疏通、海运费用下降超预期；第二，助力电动自行车或跨境电商销售超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

欧美市场对助力电动自行车的需求低于预期；海运费用上涨超预期；国际贸易摩擦的政策风险。

内容目录

行业概况：中国是自行车制造第一大国，自行车电动化大势所趋	6
中国成为自行车出口第一大国，以代工模式为主.....	6
自行车电动化在海外正流行，国内刚起步.....	8
公司概况：国内 ODM 模式出口的自行车制造龙头	11
主营 ODM 模式下的自行车出口制造，自产+外包生产协同.....	11
收入进入快速增长阶段，毛利率稳定提升.....	14
贸易摩擦影响可控，短期海运运力短缺影响不可避免.....	17
公司看点：发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”，高成长属性强	19
高增长驱动力一：电动助力自行车.....	19
高增长驱动力二：跨境电商+自主品牌.....	20
高增长驱动力三：扩张产能.....	23
核心竞争力：经验积累+客户关系+供应链体系+品牌壁垒.....	23
盈利预测	25
投资建议	26
风险提示	27
附表：财务预测与估值	28
国信证券投资评级	29
分析师承诺	29
风险提示	29
证券投资咨询业务的说明	29

图表目录

图 1: 中国脚踏自行车和电动两轮车销量及增速 (万辆)	6
图 2: 2019 年各国或地区自行车出口额及占比	6
图 3: 2020 年各国或地区自行车销量占比	6
图 4: 2020 年各国或地区自行车销额占比	6
图 5: 中国共享单车投放对个人自行车需求的影响已过	7
图 6: 2020 年美国自行车销量同比增长 70%	7
图 7: 2019 年美国自行车制造各类型的占比	7
图 8: 助力电动自行车核心零部件示意图	9
图 9: 两轮电动车核心零部件示意图	9
图 10: 美国助力电动自行车销量增速及渗透率	10
图 11: 日本助力电动自行车销量及渗透率	10
图 12: 欧洲助力电动自行车销量、增速、渗透率历史变化及预测	10
图 13: 2018 年各国助力电动自行车渗透率对比	11
图 14: 2010-2018 年荷兰自行车价格结构变化	11
图 15: 2017 年至 2021H1 久祺股份收入及增速	14
图 16: 2010-2020 年美国电商渗透率变化	14
图 17: 久祺股份按经营模式不同分类的收入结构变化 (百万元)	15
图 18: 久祺股份按产品类别不同分类的收入结构变化 (百万元)	15
图 19: 久祺股份按国际贸易交易模式不同分类的收入结构变化 (百万元)	16
图 20: 久祺股份各业务的毛利率表现	16
图 21: 久祺股份综合毛利率和净利率的表现	16
图 22: 2017 年至 2021H1 久祺股份归母净利润及其增速 (百万元)	16
图 23: 集装箱运价指数 CCFI 和 SCFI 变化趋势	18
图 24: 集装箱运价指数美东线、美西线、地中海线、欧洲线变化趋势	18
图 25: 久祺股份运费、出口费用及其收入占比变化	19
图 26: 久祺股份助力电动自行车销量及单价变化	20
图 27: 久祺股份助力电动自行车收入及毛利率变化	20
图 28: 久祺股份跨境电商收入、毛利率及收入占比	20
图 29: 久祺股份 OBM 业务收入、毛利率及收入占比	20
图 30: 久祺股份在亚马逊平台上采用 FBA 服务	21
图 31: 亚马逊美国站平台上“自行车”搜索第一页展示了多款 Hiland 产品	21
图 32: 亚马逊美国站平台上“儿童自行车”搜索第一页展示了多款 JOYSTAR 产品	22
图 33: 久祺股份定制方案系统页面示意图	24
图 34: 久祺股份拥有多个自有品牌	26
表 1: 两轮车不同产品的分类	8
表 2: 助力电动自行车和两轮电动车的对比	8
表 3: 久祺公司产品类别及介绍	12

表 4: OBM、ODM、OEM 和贸易模式的经营区别	13
表 5: 中国自行车制造企业竞争情况	13
表 6: 欧美本土的自行车品牌企业一览	14
表 7: 自行车或相关零部件的国际贸易摩擦相关法规和政策内容	17
表 8: 部分欧洲国家可通过关键零部件出口替代整车出口来减少反倾销政策的影响	18
表 9: 不同国际贸易机制下运费所属关系不同	19
表 10: 久祺股份跨境电商收入中各电商平台贡献占比	21
表 11: 公司募集资金投资项目计划	24
表 12: 久祺股份 2018-2020 年前五大客户关系稳定	25
表 13: 收入预测 (分类一, 百万元)	27
表 14: 收入预测 (分类二, 百万元)	27
表 15: 毛利率预测	27
表 16: 可对标公司估值情况	28

行业概况：中国是自行车制造第一大国，自行车电动化大势所趋

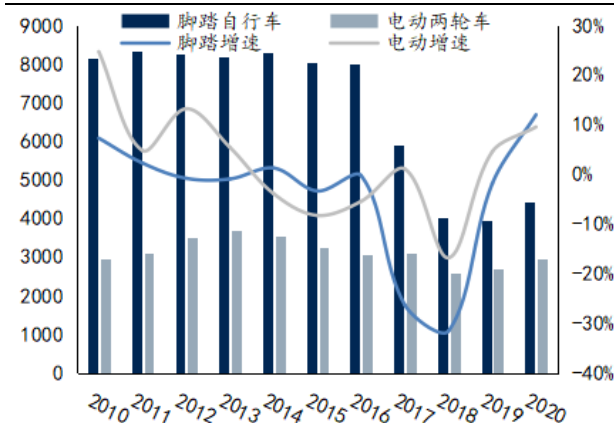
中国成为自行车出口第一大国，以代工模式为主

1) 供给端

自行车品牌主要在欧美等发达国家及地区，自行车制造主要在中国等发展中国家。由于不同国家或地区的经济发展不平衡，自行车行业在各个国家或地区的发展水平存在差异。自行车制造业属于劳动密集型产业，为了有效控制成本，国际自行车品牌商纷纷选择在海外建厂，或者委托当地的自行车企业进行生产加工，自行车行业的制造中心不断向中国、越南、柬埔寨等具有成本优势的国家或地区转移。所以现如今，世界知名自行车品牌主要集中在欧美地区的发达国家，它们掌握着自行车关键零部件的核心技术，而发展中国家的自行车企业则主要为其提供 ODM/OEM 生产加工服务。目前，中国已成为全球最大的自行车生产国和出口国，每年中国自行车的产量占到全球的近 7 成，出口额占到全球出口的近 5 成。

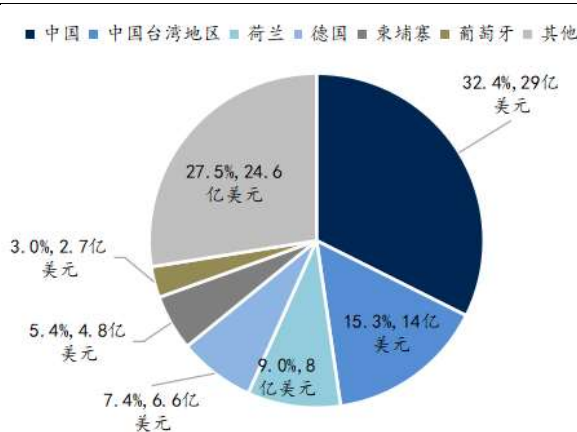
中国自行车产量逐步企稳。受益于疫情，国内自行车行业整体产量呈现企稳增长的态势，其中，电动两轮车占比继续提升，产品结构调整实现突破。根据工信部发布的统计数据，2020 年我国两轮脚踏自行车产量为 4437 万辆，同比增长 24.3%；电动两轮车产量为 2966 万辆，同比增长 29.7%。

图 1：中国脚踏自行车和电动两轮车销量及增速（万辆）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2019 年各国或地区自行车出口额及占比

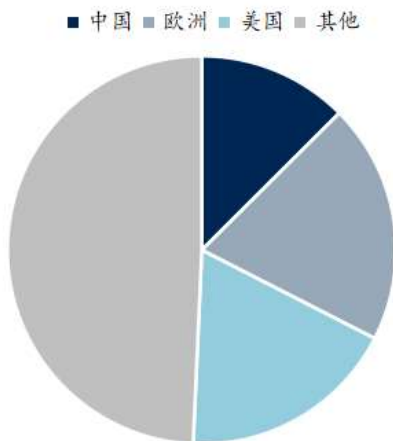


资料来源：公司公告 World's Top Exports，国信证券经济研究所整理

2) 需求端

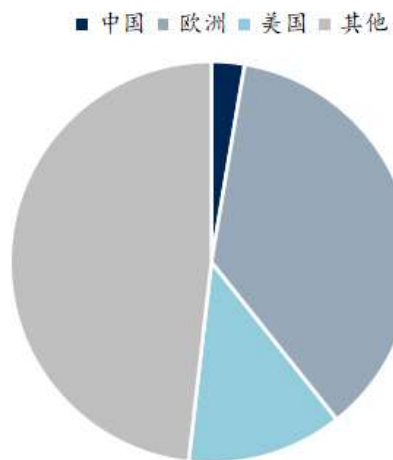
每年全球自行车需求量巨大，但是规模增长较缓慢。日本 CYCLEPRESS 的数据统计显示，全世界自行车需求规模保持在 1.06 亿辆的水平。根据著名市场调研和咨询公司 Research And Markets 的一个最新报告，2028 年全球自行车市场规模将达到 924.9 亿美元，2021 年至 2028 年的年均复合增长率为 7%。其中，欧洲、美国、中国是自行车的主要消费市场，我们按销量估算的话，三大市场的市占率均为 10%+ 的水平；若按销售额估算的话，欧洲市占率最高，估计超过 30%。

图 3: 2020 年各国或地区自行车销量占比



资料来源: ResearchAndMarkets, Wind, 国信证券经济研究所整理

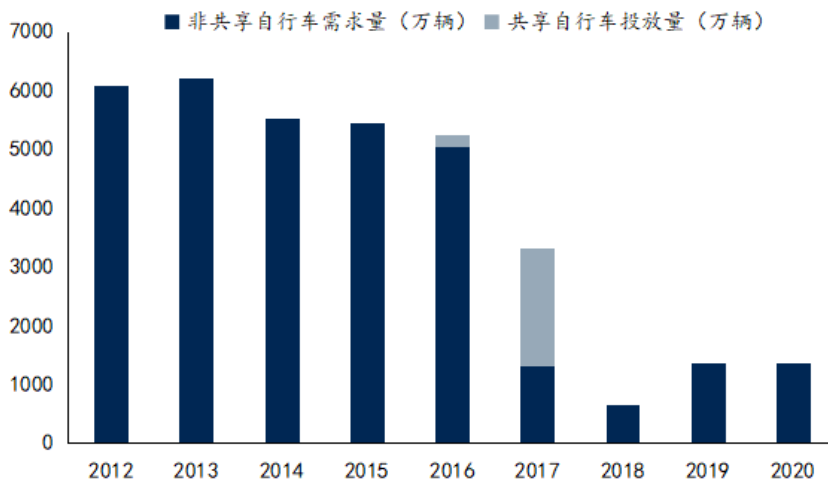
图 4: 2020 年各国或地区自行车销额占比



资料来源: ResearchAndMarkets, Wind, 国信证券经济研究所整理

我国自行车行业的发展已进入成熟期，需求增长放缓且集中在中低端产品。在共享单车的带动下，我国自行车产量在 2017 年达到历史新高，但总产量仍然维持在适度规模以内。随着共享单车领域趋于理性，国内自行车市场从 2018 年开始调整，国内自行车需求回归均衡发展。现阶段，受制于国民收入水平和消费理念的限制，我国国内的自行车销售仍然以普通单车为主，主要用于通勤代步。

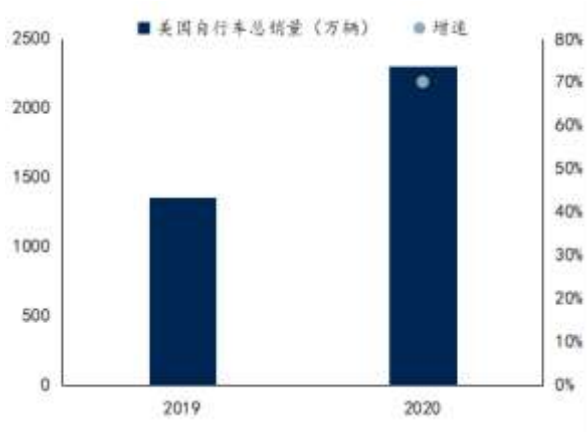
图 5: 中国共享单车投放对个人自行车需求的影响已过



资料来源: 交通运输部科学研究院, Wind, 国信证券经济研究所整理

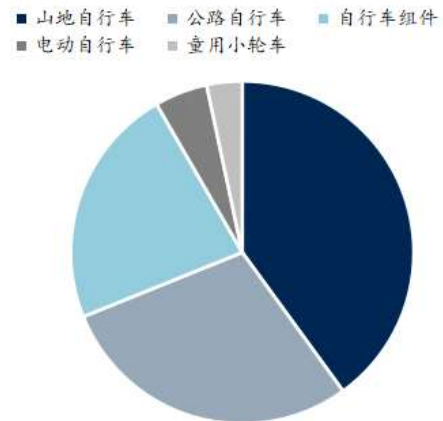
美国是全球自行车消费大国和最大的自行车进口国，也是我国自行车出口的第一大市场，在美国，自行车普遍用于通勤代步、运动健身和休闲娱乐。美国市场上主要销售的车型包括山地自行车、公路自行车、越野自行车、儿童自行车和助力电动自行车等，其中销售金额占比最高的车型为山地自行车。2020 年受益于疫情，美国消费者减少公共交通，对户外自行车需求加大，美国自行车需求量同比增长了 70%，销量估计突破了 2000 万辆。

图 6: 2020 年美国自行车销量同比增长 70%



资料来源: NPD, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2019 年美国自行车制造各类型的占比



资料来源: IBISWorld, 立鼎产业研究中心, 国信证券经济研究所整理

欧洲骑行文化浓厚, 每年自行车需求量稳定在 2000 万辆上下, 是全球自行车消费第一大市场, 自行车更多用来满足日常的休闲娱乐需求。欧洲各国会结合自身的自行车产能情况, 向中国、中国台湾、柬埔寨、菲律宾和孟加拉国等国家和地区进口自行车来满足其国内需求, 进口车型以助力电动自行车、城市自行车、山地自行车、表演自行车和儿童自行车为主。由于欧美主要购买高端自行车, 欧美自行车的平均售价在万元上下, 而中国自行车(包括电动两轮车)平均售价一般为几百元到小几千元, 由于欧洲自行车销量和售价都明显高于中国, 我们估计欧洲自行车市场规模超过 1000 亿元, 远高于中国的百亿市场规模。

自行车电动化在海外正流行, 国内刚起步

一般情况下, 两轮车产品可以分为三类——自行车、两轮电动车和摩托车, 其中自行车又可再细分为通勤自行车、山地自行车、公路自行车、助力电动自行车等。其中, 助力电动自行车和两轮电动车的概念容易让人混淆, 助力电动车是技术含量更高的产品、实现了人力和电力的混合输出、产品单价更高、在欧美市场更流行、具有运动娱乐属性; 两轮电动车是技术含量相对较低的产品、以电池作为动力来源、产品单价低、在中国国内市场更流行、主要用于通勤和送货。

表 1: 两轮车不同产品的分类

一级分类	二三级分类	全球全年需求量	主要流行的国家
两轮自行车	传统自行车	通勤车	中国、东南亚
		山地车	欧美
		公路车	欧美
	助力电动自行车(也称为“电踏车”)	约 700 万辆	欧美
两轮电动车	中国特色产品, 定性为行驶速度不高于 25km/h 的摩托车, 同时具有脚踏骑行功能。	约 4000 万辆	中国
摩托车	踏板式	约 6000 万辆	中国、东南亚、欧美等
	弯梁式		
	跨骑式		

资料来源: CONEBI, 国信证券经济研究所整理

表 2: 助力电动自行车和两轮电动车的对比

项目	助力电动自行车（电踏车）	两轮电动车
工作原理	使用动力辅助系统，实现人力与电力混合输出，带动车体前进，“不踩不动”，继承了自行车的骑行习惯的轻型交通工具	外形类似摩托车，以电机取代摩托车的引擎，以电池为动力来源的交通工具
特征	通过力矩传感器感知骑行者踩脚踏的力度不断调整并提供相应的动力支持，它自重只有 15 公斤左右，而一般速度上限在 20KM/h，上限速度和自行车类似。	自重可以达到 55 公斤，速度上限在 25KM/h
核心零部件	主要采用轮毂电机或中置电机、锂电池、技术含量高的控制器、功能丰富的仪表以及传感器	主要采用轮毂电机、铅酸电池、技术含量低的控制器以及简单的仪表
目标客户群体	户外运动、休闲娱乐、通勤代步等需求	通勤代步、外卖送货等需求
价格	6000-30000 元	1000-3000 元
主要流行国家	欧美	中国

外观



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 8: 助力电动自行车核心零部件示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 9: 两轮电动车核心零部件示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

随着现代人收入水平的提高和对健康生活的追求，以山地自行车、助力电动自行车为代表的中高端自行车的消费量快速增加，占自行车全类别产品的比重不断上升，这表明自行车中高端市场仍具备较大的发展空间，有助于推动自行车行业产品结构的优化升级。其中，近几年助力电动自行车在欧美销售增长尤为亮眼。

海外发展电动自行车较早的要数日本以及德国、荷兰等欧洲国家。由于近年来锂离子电池技术的进步、其价格和电容量的改善，助力电动自行车市场在全球范围内掀起了一股热潮，尤其是高端车型。在欧洲，有大量多山国家，路面的各种坡道极为常见，使用普通的自行车会带来较大的身体负担，而助力电动自行车的出现则很好的解决了“身体负担”的使用障碍，根据 Bike Europe 数据，德国近两年助力电动自行车销量每年都以高于 30% 的速度增长，荷兰助力电动自行车已占据 40% 的自行车市场份额，助力电动自行车已经成为欧洲自行车市场向前发展的主要动力。近两年受益于疫情，电动自行车销售在美国市场也开始加速发展，2020 年销量同比翻倍至 60 万辆，但渗透率仅近 3%，相较欧洲

还有很大的提升空间。

现阶段，欧洲已经成为全球最大的助力电动车市场，且仍然维持高速增长态势。我们估计 2020 年全球助力电动自行车销售规模在 700 万辆左右，其中欧洲市场销量就超过 500 万辆。在欧洲，助力电动车 2006-2020 年销量复合增速达 30% 以上，维持高速增长趋势，在自行车市场的渗透率已经超过 20%。根据 CONEBI、ECF 和 CIE 的预测，2025 年欧洲助力电动自行车销量有望近 1200 万辆，2020 年至 2025 年销量年复合增速有望维持在 20% 以上，2030 年欧洲助力电动自行车的渗透率有望超过 50%。

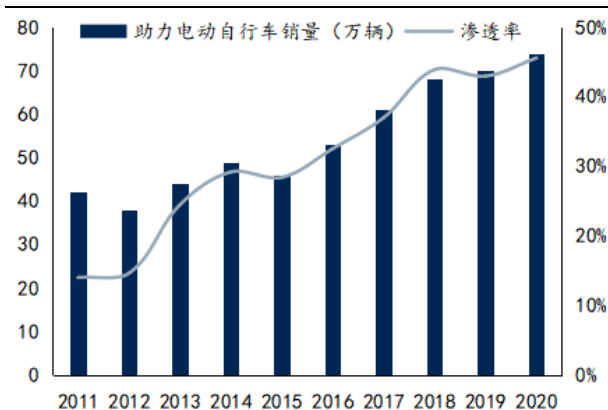
近年来，欧洲自行车市场的电气化进程持续加快，助力电动自行车普及程度增加，销量连年增长，主要有赖于电机、电池等相关技术的进步与政府出台的补贴计划。一方面，生产技术的进步使得助力电动自行车更加轻便、高效和耐用，性能大幅提升；另一方面，欧洲部分国家的政府关于助力电动自行车的一系列补贴措施有助于降低购买门槛，刺激消费者的购买意愿，如法国政府的“国家经济刺激计划”为每辆售出的助力电动自行车提供 200 欧元的补贴，瑞典政府为每辆售出的助力电动自行车提供售价 25% 的补贴（最高 1000 欧元）等。在政府补贴计划的带动下，欧洲助力电动自行车市场快速发展，法国、意大利、德国和荷兰等自行车消费大国的助力电动自行车销量在近年均实现强劲增长。

图 10: 美国助力电动自行车销量增速及渗透率



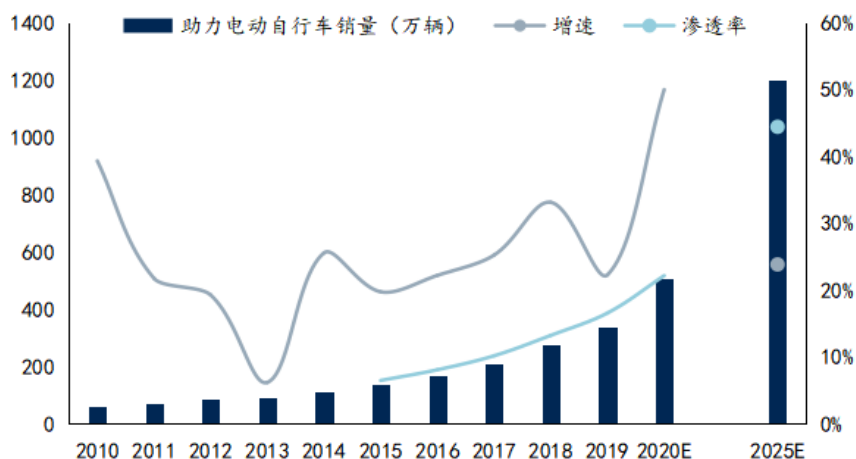
资料来源: NPD, 国信证券经济研究所整理

图 11: 日本助力电动自行车销量及渗透率



资料来源: 日本自行车产业协会, 国信证券经济研究所整理

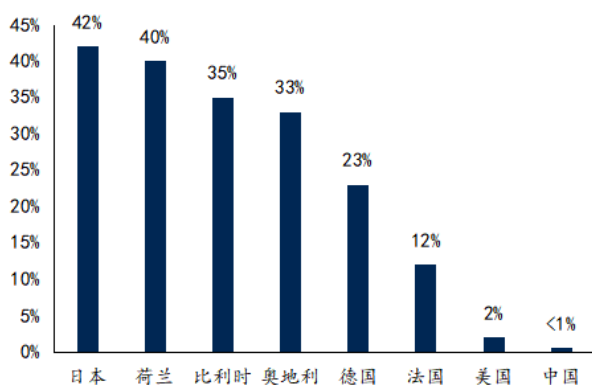
图 12: 欧洲助力电动自行车销量、增速、渗透率历史变化及预测



资料来源: CONEBI, ECF, CTE, 国信证券经济研究所整理

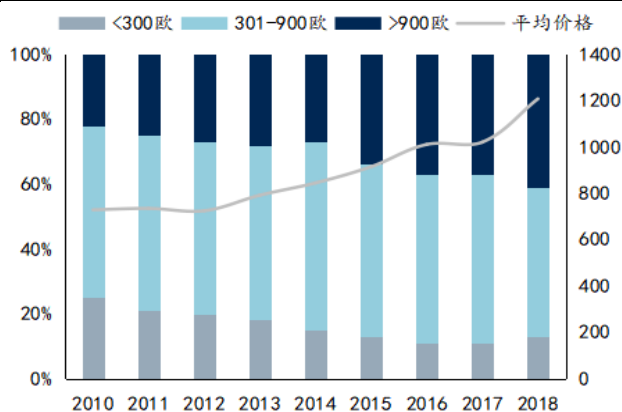
中国自行车消费主要集中在中低端的通勤代步产品，未来消费升级空间巨大。在美、欧、日等发达国家和地区，自行车消费主要集中在中高端产品，以德国为例，中高端自行车的累计销售比例达到了自行车整体销售量的 70%左右。而中国自行车消费主要集中在中低端的通勤代步产品，但是未来随着我国经济发展与消费观念的变化，消费者对自行车的需求向多元化、个性化、定制化发展，在自行车车型、样式、功能等方面产生差异化需求，产品细分趋势明显。自行车功能将从原先的交通代步发展到竞赛、休闲等领域，使用自行车进行运动休闲健身的群体越来越广泛，现阶段我国助力电动自行车消费才刚刚起步，我们有理由相信助力电动自行车在我国的渗透率会持续提高，而且提升空间巨大。

图 13: 2018 年各国助力电动自行车渗透率对比



资料来源: ECF, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2010-2018 年荷兰自行车价格结构变化



资料来源: ECF, 国信证券经济研究所整理

公司概况: 国内 ODM 模式出口的自行车制造龙头

主营 ODM 模式下的自行车出口制造，自产+外包生产协同

公司是国内主要的自行车制造出口商之一。公司的主要产品为成人自行车、儿童自行车、助力电动自行车等整车及其零部件，以出口外销为主，产品销往亚

洲、欧洲、非洲、美洲和大洋洲等 80 多个国家和地区。报告期内，公司外销收入占主营业务收入的比例分别为 97.90%、98.50%及 97.78%，外销收入是公司主要收入来源。

公司深耕自行车行业二十余年，现已形成较为完整的产品体系。产品种类按使用对象可分为儿童自行车和成人自行车，其中儿童自行车包含 10 寸至 20 寸的自行车产品，能够满足不同年龄段儿童的骑行需求；成人自行车按照使用场景可分为城市自行车、山地自行车、公路自行车和表演自行车等，基本覆盖了所有自行车应用领域。公司的各类自行车根据材质、结构、大小和配置的不同，可有效满足不同消费群体的多元化需求。此外，公司还会根据不同国家或地区的路况与当地消费者的骑行习惯，有针对性地推出符合当地路况及骑行者审美喜好的自行车产品，利用产品的差异化优势，吸引更多终端消费者购买。

表 3: 久祺公司产品类别及介绍

产品类别	图例	产品技术特点
儿童平衡车		
儿童自行车		1、注重色彩搭配，充分抓住了儿童对于自行车炫丽多彩的心理需求； 2、表面采用水性漆粉体、真空镀膜及水转印的工艺； 3、车型复杂多变，重在突出个性化，表达儿童天真可爱的个性； 4、自行车的流线美，要求工厂具备复杂工艺的加工能力； 5、充分利用材质特性，如轻量化的铝合金、镁合金、碳纤维等； 6、注重环保与安全，符合欧美发达国家的标准。
儿童车		
表演自行车		1、适用于专业表演的车款，因其强度高、骑行灵活而深受青少年喜欢； 2、表演车的特色还在于轮圈的强度与孔数，一般在 68 孔与 160 孔之分，适合跳跃表演。
成人自行车		1、城市自行车又称“淑女车”，是较女性化且骑行相对容易的大车款，在城市交通中一直扮演着中流砥柱的存在，国内共享单车基本上采用的是城市自行车的设计要素； 2、随着时代的发展，公司在各车款之间进行了兼容，比如在城市自行车中加入山地自行车的变速功能，或者运用电动助力技术； 3、城市车简洁休闲，实用功能多，前有车篮盛物，后有车座可以载人载物，因此深受消费者的喜爱； 4、城市车因设计简洁、骑行轻便、方便上下、外观时尚等特点，在日韩、东南亚及欧美等市场的消费量均呈稳步增长。
山地自行车		1、适合成人或专业竞技类人员的产品，尤其适合山地骑行； 2、产品运用技术含量很高的变速系统，适合长途全路况的骑行； 3、根据结构配置不同可分为普通山地车、减震变速山地车及专业竞技类速降山地车之分，且有不同的速比配置，常用配置为 8 速、21 速和 27 速； 4、山地自行车的轮胎相对较宽，抓地性好，对路况的通过性好。

公路自行车



1、公路车是在山地车的基础上，针对专门公路路面的改良车款，其特点主要在于轮胎相对较窄，能够减少骑行阻力，具有速度快，操控性好的优点，非常适合城区公路与专业绿道骑行；
2、产品设计上以轻量化为主，整体具备简洁轻巧的特征，车身紧凑狭窄，主要是为了在骑行中省力，充分减小风阻。

助力电动自行车



1、产品十分注重科技感与设计感，外观具有厚重质感，安全、强度等性能指标在同类产品中位于前列；
2、随着智能设备的应用，产品逐步跨界整合了诸如具备监测身体健康指标、运动参数、GPS 导航等功能的电子产品，深受高端消费市场的青睐；
3、相对于传统的自行车而言，助力电动自行车由于加装了电动助力系统，给人的骑行体验更为轻松省力，能够充分满足长时间、长距离的骑行需求，极大地扩大了骑行爱好者的骑行半径与活动范围。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经过多年的发展，依托自主设计与研发、产品多样化、自主品牌、销售渠道建设等方面的积累，公司形成了以设计开发及销售渠道为核心，以 ODM 模式为主、OBM 和贸易模式为辅以及少量 OEM 的经营模式。

公司 ODM 模式下的终端客户包括 HA BICICLETAS SA、LIDER-96 EOOD、DISTRIBUIDORA DE BICICLETAS BENOTTO SA DE CV 等自行车品牌商；公司 OBM 模式下销售的既有自行车也有配件等产品，销售的自有品牌主要包括 Joystar、Hiland、LOGAN、ZUBR/VIPER、GXMOTOR 等；公司 OEM 模式销售金额较小；贸易模式下，公司主要销售自行车配件、玩具等，系直接向供应商购买后向客户进行销售。

表 4: OBM、ODM、OEM 和贸易模式的经营区别

经营模式	具体区别
OBM	工厂自己设计、生产、销售自有品牌的产品，具体来说就是 A 设计、A 生产、A 品牌、A 销售
ODM	工厂自己设计、生产，但是品牌和销售是其他企业的，具体来说就是 A 设计、A 生产、B 品牌、B 销售
OEM	工厂只负责生产环节，设计、销售和品牌都是其他企业负责的，一般叫做代工，具体来说就是 B 设计、A 生产、B 品牌、B 销售
贸易模式	工厂向上游供应商采购后，不经过设计、加工等环节，直接转手卖给下游客户

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的生产制造环节采取外包生产为主、自主生产为辅的模式。自主生产以儿童自行车为主、成人自行车为辅，由全资子公司德清久胜完成。其余自行车整车、自行车零部件及自行车衍生产品等，由公司设计开发后通过外包生产直接采购的方式进行。

现阶段，在国内自行车行业竞争中，公司属于第二梯队——综合能力强的 ODM 出口企业。公司自行车行业由于准入门槛较低，早期行业参与者众多，以粗放式发展为主，大多围绕低端产品展开激烈竞争，但通过近年来的行业洗牌，自行车行业已从初期的高速发展进入整合阶段，不具备产品、技术竞争力的企业逐渐被淘汰或兼并。目前，自行车企业开始在盈利能力上拉开距离，发展层次分化日益明显，具有一定生产规模和品牌影响力的企业的市场份额逐步提高，进而推动行业集中度的不断提升。

从竞争格局来看，我国自行车行业可分为三个层次：一是拥有雄厚资金和规模优势的大型自行车企业，这些企业注重产品质量、技术创新，具有较高的市场

认知度和品牌知名度，如捷安特、美利达等；二是研发设计能力强、销售渠道广泛、产业链整合能力强，以 ODM/OEM 等形式的出口型企业，如富士达、喜德盛、久祺股份等；三是行业内的众多中小企业，由于设备水平较低、缺乏自主创新能力，主要生产低档次、低附加值产品，依靠价格竞争拓展周边区域市场。

表 5：中国自行车制造企业竞争情况

层次	特征	代表企业	成立时间	上市时间	品牌力	2020 年产销量(万辆)	收入规模(亿元)	利润规模(亿元)
第一梯队	拥有雄厚资金和规模优势的大型自行车企业	捷安特	1981 年	1994 年	强	450	163	11.5
		美利达	1972 年	1992 年	强	110	63.7	9.3
第二梯队	研发设计能力强、销售渠道广泛、产业链整合能力强，以 ODM/OEM 等形式的出口型企业	富士达	1992 年	未上市	一般	1000+	-	-
		喜德盛	1995 年	未上市	一般	500+	-	-
		久祺股份	2000 年	2021 年	一般	近 400	22.9	1.6
第三梯队	众多中小企业，设备水平较低、缺乏自主创新能力，主要生产低档次、低附加值产品							

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

欧美各国的本土品牌根植本土市场，在当地市场往往占有较高市场份额。国外自行车市场发展较为成熟的国家有德国、荷兰、意大利、美国和日本等，自行车已成为当地民众不可或缺的户外运动工具，且由于不同国家自行车文化的差异性，催生了一批专注于本土市场的品牌企业，如德国的 Focus、Cube，荷兰的 Batavus、Sparta，意大利的 Bianchi、Java，美国的 Trek、Cannondale，以及日本的 Shimano、Bridgestone。上述企业根植于本土市场，掌握了大量的销售渠道，并在长期的经营过程中积累了一定的品牌知名度，在当地占有较高的市场份额，构成了一定的行业壁垒，外来品牌通常较难进入，因此形成了相对稳定的竞争格局。

表 6：欧美本土的自行车品牌企业一览

公司或集团	所属国家	主营领域	自行车品牌	销售规模
Pon Holding	荷兰	汽车、自行车、船舶、轮胎等	Focus、Cervélo、Gazelle、Union、Derby Cycle、Santa Cruz、BBB Cycling 等	销量 100 万辆左右
Acell Group	荷兰	自行车整车和零部件、健身器材	Batavus、Bremshy、Hercules、Mercier、Redline、Sparta、Staiger、Koga-Miyata、Lapierre、Loekie、Tunturi、Winora、Ghost、XLC 等	销量 150+ 万辆；销售额近百亿人民币
Cycleurope	荷兰	自行车整车	Bianchi、Gitane 等	销量约 130 万辆
Trek Bicycle Advanced	美国	自行车整车	Trek、Gary Fisher、Electra 等	规模相对较小
Sports International	美国	自行车整车和零部件	Fuji、BMX、Phat、Breezer 等	规模相对较小
Vista Outdoor	美国	各类户外运动用品	BELL、GIRO 等	自行车销售规模相对较小
Amer Sports	芬兰	各类户外运动用品	Mavic、ENVE 等	自行车销售规模相对较小
Dorel Sports	加拿大	运动产品、婴幼儿产品、家居家具产品等	Cannondale、Schwinn、GT、Mongoose、Caloi、SUGOI 等	自行车销售规模相对较小

资料来源：骑行，公司公告，国信证券经济研究所整理

收入进入快速增长阶段，毛利率稳定提升

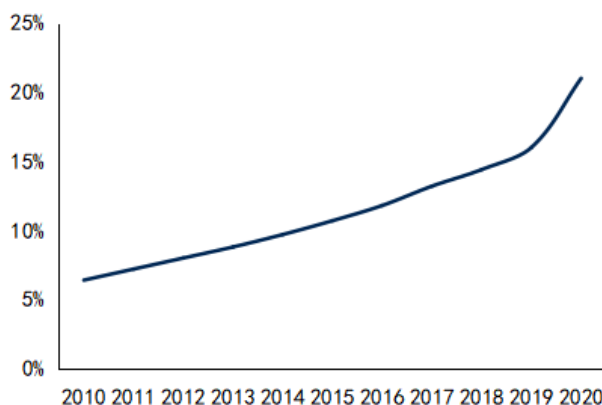
公司收入增长自 2020 年进入高速增长通道。2020 年公司实现收入 22.9 亿元，同比增长 27%，2021 年上半年公司实现收入 15.8 亿元，同比增长 94%。公司收入高速增长主要得益于（1）海外疫情加速了公司在亚马逊跨境电商平台销售的儿童车、成人车等自有品牌产品放量；（2）海外疫情加速了公司生产的助力电动自行车在欧美市场的销售增长。

图 15: 2017 年至 2021H1 久祺股份收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2010-2020 年美国电商渗透率变化



资料来源: Bank of America, US Department of Commerce, 国信证券经济研究所整理

根据经营模式的不同,公司收入结构可以分为 ODM、OBM、OEM 和贸易四类。其中 ODM 模式的收入占比最大,2020 年占比约 57%,占比呈下滑趋势;其次是贸易模式收入,2020 年占比约 27%,占比小幅提升;再其次是 OBM 模式收入,2020 年占比约 16%,得益于自有品牌在跨境电商平台上销售放量,呈快速上升的趋势;最后是 OEM 模式,其收入规模甚微。

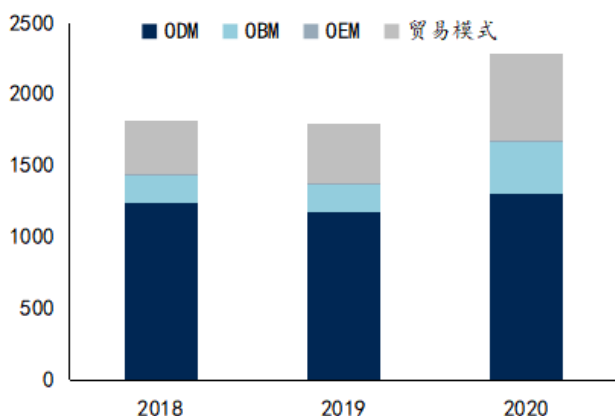
根据销售产品的不同,公司收入结构可以分为童车、成人车、助力电动自行车、摩托车、配件类以及其他。其中以童车、成人车、助力电动自行车和配件类为主,2020 年该四类产品的收入占比分别为 24%、27%、8%和 31%,我们预计未来电动助力自行车的收入占比将会明显提升。

根据国际贸易交易模式的不同,收入结构可以分为 FOB、CIF、DDP 和跨境电商四大类。其中,FOB 模式 2020 年收入占比约 78%,占比呈下降趋势;CIF 模式 2020 年收入占比约 12%;跨境电商 2020 年收入占比约 8%,得益于自有品牌在跨境电商平台上销售放量,占比呈快速上升趋势。

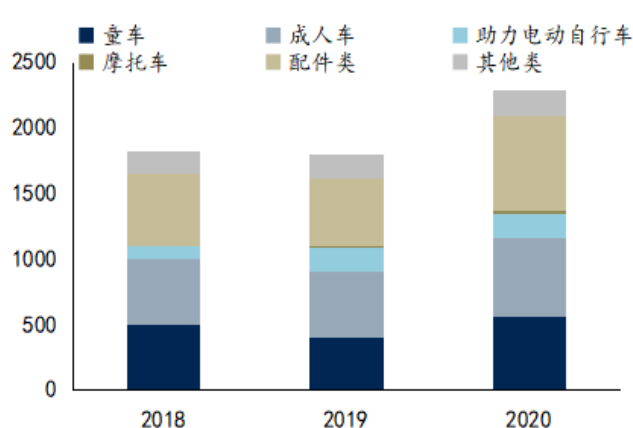
公司盈利能力持续提升、利润持续高增长。从经营模式的角度来看,收入占比最大的 ODM 业务得益于规模效应,毛利率呈稳定小幅提升的趋势,自 2018 年的 13.8%提高至 2020 年的 15.4%;收入增长最快的 OBM 业务得益于跨境亚马逊平台上销售的高速增长且电商平台销售的毛利率高,毛利率呈快速提升的趋势,自 2018 年的 14.3%提高至 2020 年的 44.9%,2020 年跨境电商业务毛利率为 75.7%。但值得注意的是,跨境电商业务虽然毛利率高,但是同时也有较高的电商运营、营销相关的费用,2020 年电商相关费用占电商收入的 35%。公司归母净利润自 2017 年的 32.5 百万元增长至 2020 年的 156.8 百万元,年复合增速达到 69%。

图 17: 久祺股份按经营模式不同分类的收入结构变化(百万元)

图 18: 久祺股份按产品类别不同分类的收入结构变化(百万元)



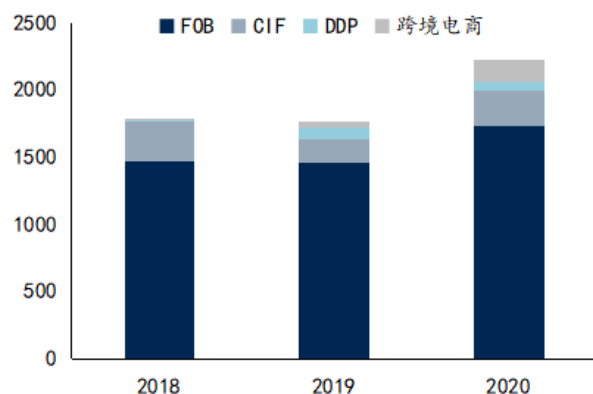
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 19: 久祺股份按国际贸易交易模式不同分类的收入结构变化 (百万元)

图 20: 久祺股份各业务的毛利率表现



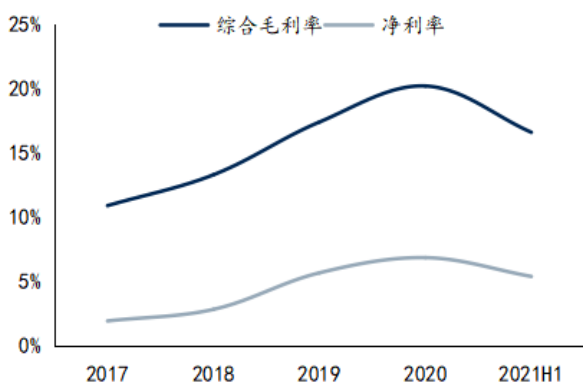
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



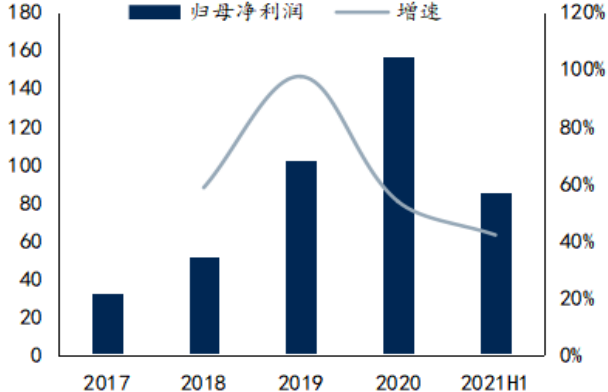
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 21: 久祺股份综合毛利率和净利率的表现

图 22: 2017年至2021H1久祺股份归母净利润及其增速 (百万元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

贸易摩擦影响可控，短期海运运力短缺影响不可避免

长期以来的国际贸易摩擦对公司的影响可控。国外部分国家或地区为了保护国内自行车产业或出于贸易保护主义，对华自行车进口出台了反倾销或其他贸易政策，提高自行车及相关产品的进口关税。针对贸易摩擦相关的税收政策，一方面，公司的外销收入除了 A 客户的订单采用 DDP 模式结算（由公司负责清关并承担关税），以及跨境电商业务的关税由发行人承担以外，对其他境外客户的出口主要采用 FOB、CIF 形式结算，由客户负责办理到港海关的清关手续并且承担相应税费，根据公司与主要客户签订的框架协议第 21 款：除本合同另有规定外，所有进口许可、许可证以及不属于卖方所属国家的任何政府机构征收的一切进口税、关税和各种税收均由买方负担。另一方面，公司的客户通过以关键零部件替代整车采购来规避进口关税的方式一直存在，客户在采购发行人的关键零部件后，自行在销售地独立开展必要的产品注册、生产和销售活动并依法独立承担相应的法律责任。因此综上，关税、反倾销和反补贴政策加征后至今，对发行人报告期内的经营业绩未产生重大不利影响。

表 7：自行车或相关零部件的国际贸易摩擦相关法规和政策内容

国别或地区	贸易摩擦类型	涉及的产品	相关政策起始时间	法规、政策内容
美国	301 调查(保障措施)	自行车及其零部件	2018 年 9 月	1、2018 年 9 月，美国政府对价值约 2000 亿美元中国输美商品加征 10% 关税，2019 年 5 月提升至 25%，涉及自行车共 24 个税目，其中 6 个整车和 18 个零部件。 2、自 2019 年 12 月中美第一阶段经贸协议文本达成一致以来，美国对 12 英寸至 24 英寸直径车轮的自行车以及自行车灯、头盔、锁、变速杆、拨链器、车轮、座杆、车把、鞍座、钢丝轮胎胎、碳纤维车架和其他物品等在内的自行车相关产品加征关税予以取消，但仍有部分自行车及零部件产品需加征 25% 的关税。
	反倾销和反补贴	电动自行车	2019 年 1 月	1、2019 年 1 月 18 日起，欧盟委员会对我国助力电动自行车征收额外 18.8%~79.3% 的关税。
欧盟	反倾销	自行车	1993 年 9 月	2、2019 年 8 月 28 日，欧盟出台法规维持对包括中国在内的多国非机动自行车产品的反倾销税率继续定为 0%~48.5%，涉及的主要产品类型包括全地形自行车、折叠自行车、小轮车和儿童自行车、公路自行车和赛车、徒步旅行自行车、城市自行车、混合动力自行车和旅游自行车等。
土耳其	反倾销	摩托车内外胎	2009 年 8 月	1、2009 年 8 月 5 日，土耳其外贸署公布了对中国摩托车内、外胎（上海关税号：4011.40 及 4013.90.00.00.11）反倾销期终复审案的裁决结果，决定自公告之日起继续对被调查产品征收反倾销税。其中对从中国进口的摩托车内胎加征 37% 关税，对外胎加征 100% 关税。
	反倾销	自行车内外胎	2009 年 8 月	2、2009 年，土耳其外贸署公布自行车内、外胎（上海关税号：4011.50.00 及 4013.20.00）反倾销期终复审案的调查结果，并决定自公告之日起继续对原产于中国的自行车内、外胎产品征收 20%~100% 的反倾销税。其中对从中国进口的自行车内胎加征 33% 关税，对外胎加征 50% 关税。
阿根廷	反倾销	自行车零部件	2009 年 2 月	1、2015 年 5 月 12 日，阿根廷经济与公共财政部发布第 328/2015 号决议，维持 2008 年 11 月 13 日第 615/2008 号决议设定的 FOB 出口最低限价措施。对自行车零部件产品维持 2009 年 2 月 17 日第 43/2009 号决议设定的 3.02 美元/公斤的 FOB 出口最低限价措施。决议有效期为 5 年。
	反倾销	非电动三轮车	2020 年 3 月	2、2020 年 3 月 13 日，阿根廷生产发展部在阿根廷《官方公报》发布 2020 年第 104 号决议，对原产于中国的非电动三轮车作出反倾销初裁，对涉案产品征收离岸价 24% 的临时反倾销税。涉案产品的南共市海关编码为 9503.00.10。决议自发布之日起生效，有效期为六个月。
	反倾销	自行车用新橡胶充气轮胎	2015 年 9 月	3、2020 年 5 月 11 日，阿根廷生产发展部发布 2020/205 号公告，决定对原产于中国的自行车启动反倾销日落合并情势变迁复审调查。涉案产品南共市税号为 87120010。
	反倾销	自行车、摩托车辐条	2014 年 7 月	4、2020 年 11 月 9 日，阿根廷生产发展部发布第 288/2020 号公告，应阿根廷企业 JOSE ENRIQUE CATALANO 申请，对原产于中国的摩托车链条启动反倾销立案调查。涉案产品包括摩托车及轻便摩托车的链条及齿轮。涉案产品的南共市税号为 8714.10.00。本案倾销调查期为 2019 年 11 月~2020 年 10 月，损害调查期为 2017 年 1 月~2020 年 10 月。公告自发布之日起生效。
巴西	反倾销	自行车曲轴连杆	2013 年 10 月	1、2014 年 2 月 18 日，巴西北外贸委员会发布第 5 号令，决定对进口自中国的自行车轮胎征收 0.28~3.85 美元/公斤的反倾销税，征税期限 5 年。
	反倾销	自行车轮胎	2014 年 2 月	2、2020 年 2 月 19 日，巴西北外贸委员会在《联邦政府公报》上发布 2020 年第 13 号决议，对原产于中国、印度和越南的自行车轮胎作出第一次反倾销日落复审终裁，继续对中国、印度和越南的涉案产品征收为期 5 年的反倾销税，我国产品的税率为 0.29-3.85 美元/千克，涉案产品南共市税号为 40115000。
墨西哥	反倾销	儿童自行车	2015 年 12 月	2014 年 10 月 10 日，墨西哥对原产于中国的儿童自行车启动反倾销调查。2015 年 12 月 21 日，墨西哥经济部在《官方日报》上发布公告，决定对原产于中国的儿童自行车（涉案产品税号为：87120002）征收 13.12 美元/辆的反倾销税。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 8: 部分欧洲国家可通过关键零部件出口替代整车出口来减少反倾销政策的影响

区域	贸易摩擦类型	涉及的产品类型	是否存在关键零部件出口替代整车出口的情形	是否符合出口国家/地区的监管要求
墨西哥	反倾销	儿童自行车	是	符合
阿根廷	反倾销	自行车、自行车零部件产品、非电动三轮车、自行车用橡胶充气轮胎、摩托车辐条	是	符合
巴西	反倾销	自行车曲轴连杆、自行车轮胎	否	-
美国	301 调查 (保障措施)	自行车及其零部件	否	-
欧盟	反倾销和反补贴	电动自行车、自行车	是	符合
土耳其	反倾销	摩托车、自行车内外胎	否	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2020 年下半年以来, 由于美欧等主要经济体走出疫情、需求持续修复, 同时运船产能有限以及欧美多个港口出现“用工荒”导致全球海运运力“供不应求”, 从而致使今年海运出现了“一柜难求”的情况, 同时海运运价不断上涨。2020 年 5 月至 9 月底, 全球集装箱运价指数 (WCI) 大幅上涨 381%, 中国出口集装箱 (CCFI) 的欧洲、美西航线运价分别大涨 332%、137%, 均创下历史新高。

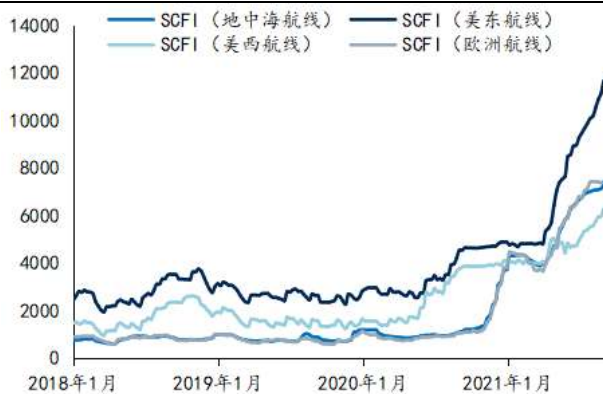
短期, 海运运力供不应求以及运价高企对公司销量和利润均造成一定负面影响。公司目前有较多的在手订单, 但是未来几个月订单的履约情况以及盈利表现将会与是否能订到海运货柜以及海运运费是否还会大幅上涨有关。首先, 由于可以预定的海运货柜数量受限, 公司 2021 年上半年部分订单货物无法按时运送到海外目的地, 导致上半年存货规模达到 1.4 亿元, 同比增加了 1 亿元。其次, 海运运费上涨主要影响 OBM 模式业务的毛利率, 因为 OBM 模式是直接面向 C 端消费者销售自有品牌, 出口的海运运费需要公司自己承担, 而大幅上涨的海运运费无法完全转嫁到终端, 因此会导致 OBM 业务的毛利率短期明显下降; 除 OBM 以外的业务主要采用 FOB 贸易机制, 运费成本由买方客户自己承担, 所以海运运费上涨对采用 FOB 贸易机制的业务的盈利能力影响不大, 2020 年 FOB 贸易机制的收入占比达到了 78%。

图 23: 集装箱运价指数 CCFI 和 SCFI 变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 集装箱运价指数美东线、美西线、地中海线、欧洲线变化趋势



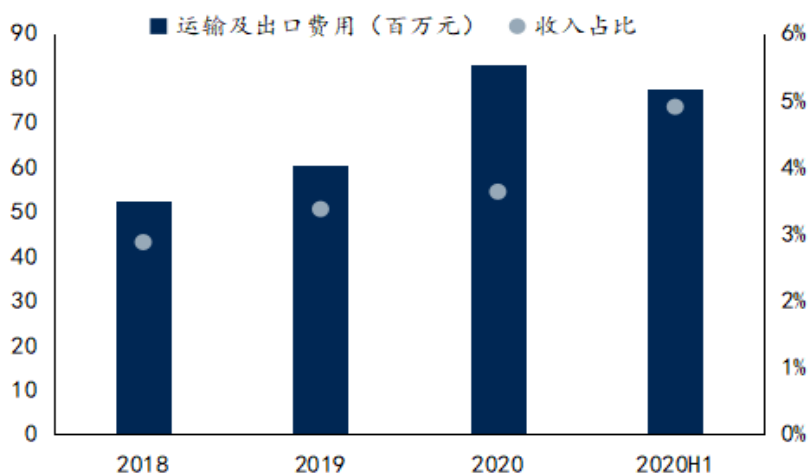
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 9：不同国际贸易机制下运费所属关系不同

贸易机制	买卖双方权责
FOB	装运港船上交货，自货物被装上船后，风险由卖方转移给买方， <u>买方自己负责运费</u> ，且 FOB 只适用于海运
CIF	目的港交货， <u>卖方负责运费和保险费</u> ，自货物被装上船后，风险由卖方转移给了买方，同 FOB 一样，CIF 只适用于海运
CIP	目的地交货， <u>卖方负责运费和保险费</u> ，自货物被装上船后，风险由卖方转移给了买方，CIP 适用于任何运输方式
DDP	目的地交货， <u>卖方要承担所有的费用和 risk</u> ，包括进口国的清关和关税，且适用于任何运输方式。

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25：久祺股份运费、出口费用及其收入占比变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

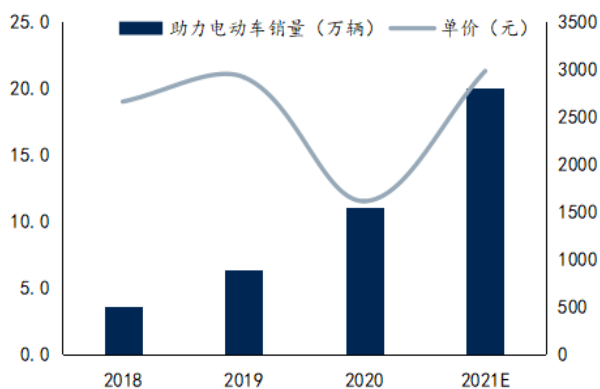
公司看点：发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”，高成长属性强

高增长驱动力一：电动助力自行车

正如行业部分所述，助力电动自行车是高端产品，现阶段欧美市场对该产品的需求正处于高增长阶段。随着公司大力提高中高端自行车品类的生产能力、积极拓展海外市场业务，公司开始大力布局需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域，未来一段时间公司的助力电动自行车业务将会保持较快的发展。公司助力电动自行车的销量从 2018 年的 3.6 万辆增长至 2020 年的 11 万辆，未来 1-2 年该产品销量有望达到 40 万辆。

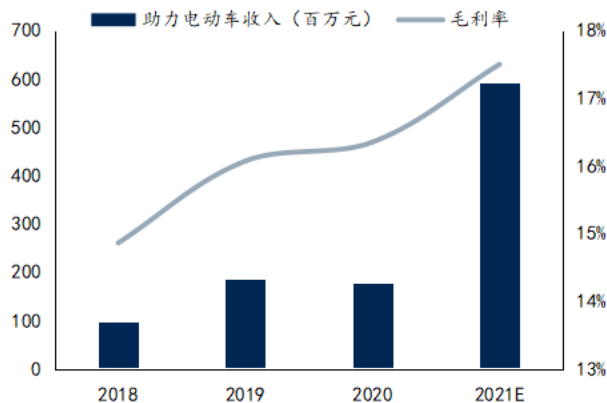
2020 年公司助力电动车自行车的销售单价大幅下滑主要是因为受限于信用保险额度，公司出售给部分客户的助力电动自行车未配置锂电池，锂电池价格较高，使得助力电动自行车销售价格下降幅度较大。未来一段时间公司的助力电动自行车销售单价将恢复正常。

图 26: 久祺股份助力电动自行车销量及单价变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

图 27: 久祺股份助力电动自行车收入及毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

高速增长驱动力二: 跨境电商+自主品牌

公司 2018 年开始正式开拓跨境电商渠道, 通过跨境电商渠道直接将自有品牌产品卖给终端消费者, 从而可以加速自有品牌的建立。2020 年, 受新冠肺炎疫情影响, 全球各地消费者为减少人员接触, 以骑自行车出行代替公共交通工具, 各国民众对自行车的购买需求大幅增长, 且加强了线上消费的行为习惯, 因此 2020 年公司的跨境电商收入大幅增加。

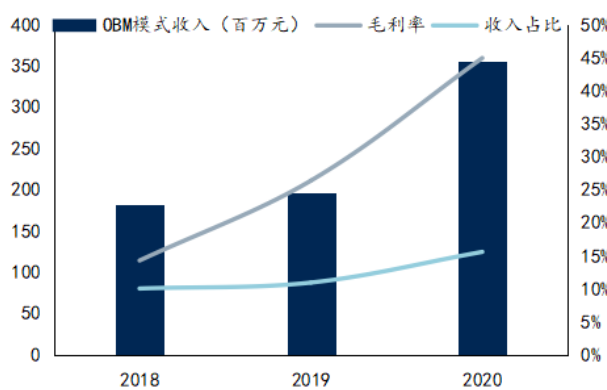
由于跨境电商销售效率高且销售自有品牌, 跨境电商平台上的 OBM 业务盈利能力远高于传统的 ODM 业务。2019 年公司电商销售收入 4735 万元, 占比 2.6%; 扣除相关电商费用净利润约为 894 万元, 占比 8.8%。2020 年公司电商实现销售收入 17821 万元, 占比 7.7%; 扣除相关电商费用净利润约为 5527 万元, 占比 35%。

图 28: 久祺股份跨境电商收入、毛利率及收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 29: 久祺股份 OBM 业务收入、毛利率及收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在跨境电商平台销售模式下, 公司主要通过 AMAZON 直接销售给美国的终端消费者。公司通过在亚马逊跨境电商平台上开设公司账号, 直接向消费者销售商品, 会租用平台的仓储和终端配送服务。2020 年公司 90% 以上的跨境电商

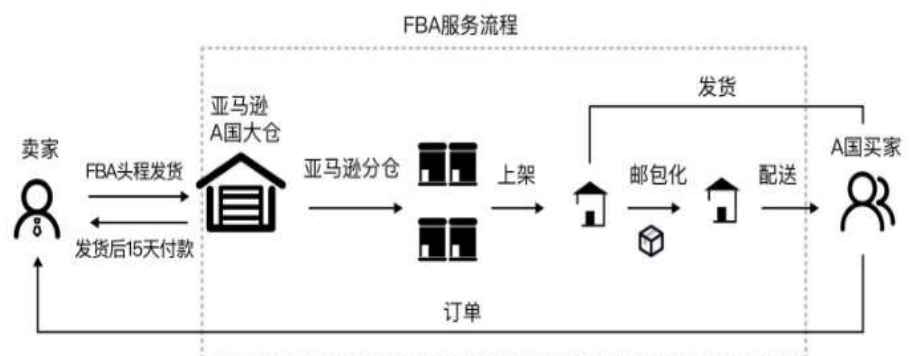
收入都来自于 AMAZON（亚马逊），此外公司在 AliExpress(全球速卖通)、LAZADA（来赞达）等跨境电商平台也有开设店铺，自主对外销售。

表 10: 久祺股份跨境电商收入中各电商平台贡献占比

电商平台（百万元）	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
AMAZON（亚马逊）	6.9	100%	42.7	92.5%	167.6	95.9%
AliExpress（全球速卖通）	-	-	1.6	3.5%	3.3	1.9%
LAZADA（来赞达）	-	-	0.9	1.9%	2.5	1.4%
官网	-	-	0.5	1.1%	1.3	0.7%
EBAY（易贝）	-	-	0.4	1.0%	0.2	0.1%
SHOPEE（虾皮）	-	-	0.04	0.1%	0.03	0.0%
阿里巴巴国际站	-	-	-	-	0.02	0.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

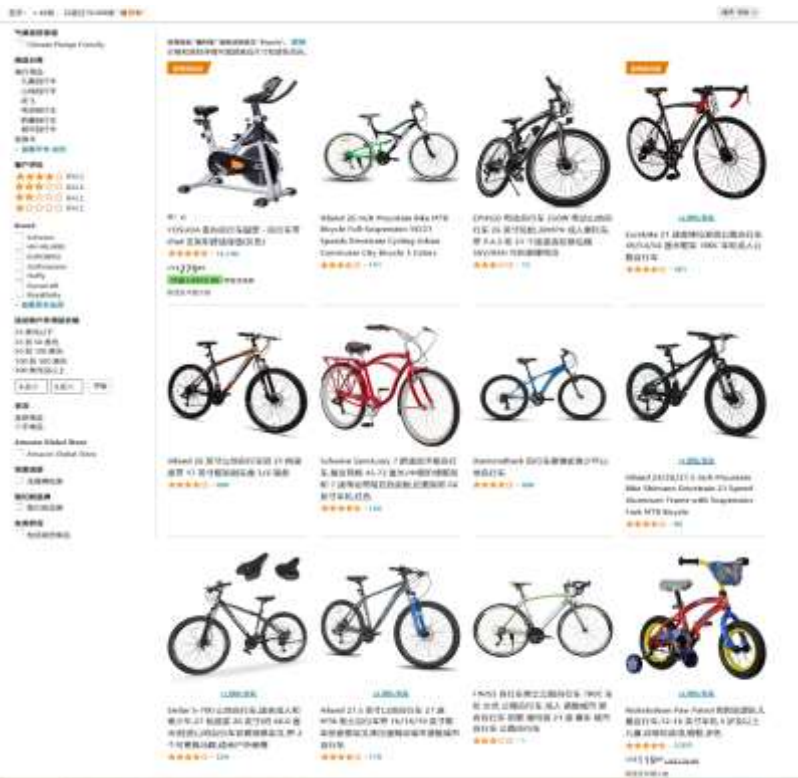
图 30: 久祺股份在亚马逊平台上采用 FBA 服务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

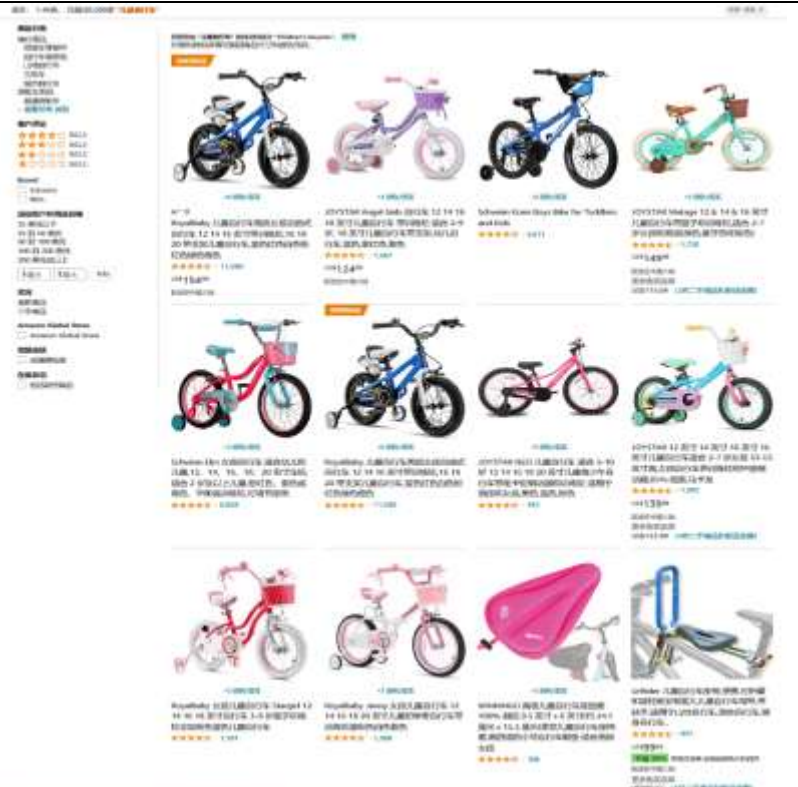
中国大陆自行车行业一直大而不强，自行车代工产能规模全球第一，但是却没有全球化的自行车品牌。现在公司经过二十多年的积淀以后，开始寻求通过跨境电商渠道来建立全球化的自行车品牌，从而实现弯道超车。往年公司自有品牌由于影响力不够，很难顺利对接上传统线下销售渠道，而依托跨境电商平台，公司拥有了直接面对消费者的机会，跨境电商的高速增长也意味着公司自有品牌产品得到了消费者的认可。公司未来将主要通过童车品牌“JOYSTAR”和成人车品牌“Hiland”来拓展欧美终端的自行车消费市场。通过近 2-3 年的努力，公司的“JOYSTAR”和“Hiland”在亚马逊美国站的销量已经达到了排名前三。

图 31: 亚马逊美国站平台上“自行车”搜索第一页展示了多款 Hiland 产品



资料来源:亚马逊美国站官网, 国信证券经济研究所整理

图 32: 亚马逊美国站平台上“儿童自行车”搜索第一页展示了多款 JOYSTAR 产品



资料来源:亚马逊美国站官网, 国信证券经济研究所整理

高增长驱动力三：扩张产能

目前，公司生产以外包为主、自产为辅，公现阶段公司自有工厂的理论年产能为 120 万辆，自有工厂已经接近满负荷运转。公司自有生产能力受到一定的制约，销售旺季时影响部分订单的发货时间。公司募集资金投资项目将扩大自有产能，提升山地自行车和助力电动自行车产品的生产能力，通过购置先进的生产、检测设备，如焊接机器人、真空镀膜机、材料试验机和整车性能测试机等，提高生产自动化水平，改善生产工艺，提高生产效率，发挥规模效应。公司依靠较强的自主开发设计能力和渠道优势，通过提升自有生产能力，快速进入海外中高端自行车市场，并形成稳固的客户合作关系和良好的市场美誉度。产能扩张将有利于公司充分利用规模化生产的优势、强化成本控制能力，从而进一步提升公司的核心竞争力。

公司此次上市募集资金主要用于新工厂项目以及研发设计中心项目的建设。其中工厂项目为年产 100 万辆成人自行车项目，项目总投资为 2.5 亿元，项目建设期为 24 个月。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，将有效提升公司的生产能力和效率。我们预计该新工厂的建成达产还需要 2-3 年。

表 11：公司募集资金投资项目计划

募集资金投资项目	投资总额（亿元）	建设期
年产 100 万辆成人自行车项目	2.54	24 个月
研发设计中心项目	1.04	24 个月
供应链体系升级项目	0.44	24 个月
补充流动资金	1.00	24 个月

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心竞争力：经验积累+客户关系+供应链体系+品牌壁垒

二十余年的研发设计经验积累

公司根据二十余年的自行车制造经验，已经形成了丰富的资料库，可以根据客户市场需求、年龄段需求、价格需求来配置好合适的畅销的自行车。公司逐步构建一套自行车专业版块互联网业务体系，创新 ODM 具体操作模式：在实现客户自主下单、产品实景展示等功能的基础上，客户可通过该系统自定义产品构建，预设标准产品的个性化方案，让客户自身直观地在系统中展现模拟产品的样式；公司在收到客户的产品需求后，系统直接同已设定好的设计资料库串联，高效实现零部件配置、颜色搭配、贴花设计等，快速形成整车产品样式，并可与客户实时在线互动，根据客户需求优化调整，取代目前产品线下确认、调整设计的费时费力过程。

图 33: 久祺股份定制方案系统页面示意图



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

遍布全球的销售网络和客户关系

公司坚持“走出去”发展战略,在国家“一带一路”战略的推动下,公司产品销售遍布全球五大洲 80 多个主要国家和地区。公司自成立以来专注于自行车行业,在材料升级、工艺优化与技术创新等方面取得一系列成果,产品性能与质量不断提高,在下游市场中拥有良好口碑,与大型国际自行车采购商、批发商和连锁商超建立了良好的合作关系,如 HA Bicicletas、Umit Bisiklet、Benotto、Lider-96 EOOD、Dal Santo、Walmart、Costco 等,客户资源较为稳定。

表 12: 久祺股份 2018-2020 年前五大客户关系稳定

2018 年				2019 年				2020 年			
客户	所属国家	收入(百万元)	收入占比	客户	所属国家	收入(百万元)	收入占比	客户	所属国家	收入(百万元)	收入占比
HA BICICLETAS SA	哥伦比亚	171.4	9.4%	HA BICICLETAS SA	哥伦比亚	161.1	9.0%	HA BICICLETAS SA	哥伦比亚	187.9	8.2%
EXPRESS UNION INTERNATIONAL CO.,LTD.	乌克兰	141.8	7.8%	LIDER-96 EOOD	保加利亚	111.7	6.2%	EXPRESS UNION INTERNATIONAL CO.,LTD.	乌克兰	150.3	6.6%
LIDER-96 EOOD	保加利亚	81.9	4.5%	EXPRESS UNION INTERNATIONAL CO.,LTD.	乌克兰	108.3	6.0%	LIDER-96 EOOD	保加利亚	124.8	5.5%
DISTRIBUIDORA DE BICICLETAS BENOTTO SA DE CV	墨西哥	66.5	3.7%	A 客户	C 国家	88.5	4.9%	UMIT BISIKLET SANAYI VE TICARET A.S.	土耳其	94.7	4.1%
P.T. INDONESIA TUNGGAL CITRA 及其关联方	印度尼西亚	65.1	3.6%	DISTRIBUIDORA DE BICICLETAS BENOTTO SA DE CV	墨西哥	64.2	3.6%	ISAPA IMPORTACAO E COMERCIO LTDA	巴西	79.8	3.5%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

不断完善的供应链体系

公司在多年的自行车行业领域的经营管理过程中不断完善供应链体系,与众多

自行车零配件供应商、全球 80 多个主要国家和地区的采购商建立了良好的合作关系，能够高效整合自行车产业链上下游资源，快速响应客户多样化的订单需求。在采购端，由于自行车的零部件种类繁多，包括车架系统、传动系统、车轮系统、制动系统和导向系统等，因此公司以客户需求为导向，根据产能、工艺、质量和价格等方面的要求，对供应商进行严格审核，建立合格供应商目录并定期进行考核。

公司利用较强的供应链体系，一方面可以进行集中式比价与批量式采购，有效控制采购成本，提升产品的价格优势；另一方面能为客户提供定制化的选型、设计及试产试样等服务，根据客户特定要求快速响应，缩短交货周期，从而不断提高客户的满意程度，维持良好的客户关系，持续获取订单。

开始建立自有品牌壁垒

公司自成立以来，始终坚持走自主品牌国际化道路。目前，公司拥有以“JOYSTAR”、“Hiland”为代表的多个国内外品牌，公司自主品牌在北美、南美及东南亚等国家具有一定的知名度和影响力。

图 34: 久祺股份拥有多个自有品牌



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们认为（1）受益于助力电动自行车销售的高速增长，ODM 业务收入将快速增长；（2）受益于跨境电商渠道的拓展以及产品力的提升，公司 OBM 业务收入将快速增长；（3）公司的 OEM 业务和贸易业务将维持较快增长态势；（4）得益于跨境电商渠道上自有品牌销售收入占比的提升，由于该业务毛利率很高，公司综合毛利率在海运费恢复后将进入提升稳定提升通道。我们预计公司 21-23 年收入分别为 32.9 亿元、42.1 亿元、53.0 亿元，归母净利分别为 2.0 亿元、2.8 亿元、4.1 亿元，同比增 27.3%、41.3%、44.1%。

表 13: 收入预测 (分类一, 百万元)

	2019 年	2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
总收入	1795	2286	3285	4208	5299
YOY	-1.4%	27.3%	43.7%	28.1%	25.9%
ODM 业务	1175	1307	1895	2275	2843
YOY	-5.7%	11.3%	45%	20%	25%
OBM 业务	196	356	497	703	941
YOY	7.5%	81.5%	39.8%	41.4%	34.0%
其中: 跨境电商业务	46	175	271	420	588
YOY	566%	278%	55%	55%	40%
OEM 业务	13	14	16	19	22
YOY	-20.1%	13.2%	15%	15%	15%
贸易业务	410	607	876	1212	1493
YOY	9.0%	48.0%	44.3%	38.4%	23.2%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表 14: 收入预测 (分类二, 百万元)

	2019 年	2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
总收入	1795	2286	3285	4208	5299
YOY	-1.4%	27.3%	43.7%	28.1%	25.9%
童车	398	556	750	960	1204
YOY	-21.0%	39.7%	35.0%	27.9%	25.5%
成人车	506	606	733	845	966
YOY	1.2%	19.8%	20.9%	15.4%	14.2%
助力电动自行车	185	178	592	994	1382
YOY	92.6%	-4.0%	233.0%	68.0%	39.1%
其他产品	707	946	1210	1409	1747
YOY	-2.0%	33.9%	27.9%	16.4%	24.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表 15: 毛利率预测

	2019 年	2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
综合毛利率	17.4%	20.2%	17.7%	18.6%	20.0%
ODM 业务	14.6%	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%
OBM 业务	26.4%	44.9%	31.2%	35.1%	40.2%
OEM 业务	16.8%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
贸易业务	20.9%	16.1%	15.0%	15.0%	16.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

投资建议

我们认为久祺股份是一家高成长的优质公司: 一是公司经过了过去几年国内共享单车的冲击以后, 现在已经将主要业务转向国际市场, 公司整体自行车业务开始进入高速增长阶段, 驱动力主要来自于 (1) 司开始大力布局需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域, 未来公司的助力电动自行车业务将会保持较快的发展; (2) 公司 2018 年开始正式开拓跨境电商渠道, 通过跨境电商渠道直接将自有品牌产品卖给终端消费者。二是公司经过在自行车行业二十余年的深耕, 在国内自行车领域已经具有较强的竞争实力, 包括充足的经验、

稳定的客户关系及供应链体系，除此以外，公司还通过海外疫情下跨境电商销售的机会，建立并拓展自有品牌，从而形成长期的核心竞争壁垒。预计公司 21-23 年收入分别为 32.9 亿元、42.1 亿元、53.0 亿元，归母净利分别为 2.0 亿元、2.8 亿元、4.1 亿元，同比增 27.3%、41.3%、44.1%。我们采取相对估值 PE 方法对公司进行估值，可对标公司选取了专注于户外运动产品且产品主要出口的浙江自然。参考可对标公司以及考虑到公司未来 2 年业绩复合增速有望超过 40%，我们给予 32-35 倍 PE 的目标估值，目标价 46.5-50.5 元，给予久祺股份“买入”评级，目标价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 35X、24X。

表 16: 可对标公司估值情况

公司	代码	当前股价(元)	EPS(元)				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
浙江自然	605080.SH	62.8	2.10	2.15	2.95	3.94	-	29.2	21.3	16.0

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

估值风险

我们采取相对估值法计算得到公司未来 6 个月合理估值在 46.5-50.5 元，该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的。我们选取了可对标公司进行比较，基于定性对比分析给予了公司较高的估值水平，可能未充分考虑可比公司估值偏高或者我们给予了公司高增长偏高的估值溢价。

盈利预测风险

我们假设海外疫情恢复后，欧美的自行车线上消费习惯会继续维持，预测跨境电商收入 2022 年和 2023 年的增速均超过 50%，如果海外线上消费需求低于预期，则会导致我们对跨境电商业务增长预测偏高，从而导致估值偏乐观。

我们假设明年海运产能瓶颈会有明显缓解同时海运运价也会有所回调，从而预测公司总收入 2022 年和 2023 年的增速均超过 25%，且毛利率逐步恢复至正常水平，2022 年和 2023 年分别为 18.6%和 19.9%，如果海运产能继续紧张且运价继续上涨，则会导致我们对收入增长和盈利能力的预测偏高，从而导致估值偏乐观。

经营风险

第一，欧美市场对助力电动自行车的需求低于预期，收入增长和利润表现将低于预期；第二，海运费用上涨超预期，收入增长、毛利率以及利润表现将低于预期；第三，国际外贸的政策风险，收入增长和利润表现将低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	386	605	779	895	营业收入	2286	3285	4208	5299
应收款项	432	540	692	871	营业成本	1824	2702	3424	4243
存货净额	116	148	187	232	营业税金及附加	2	5	6	8
其他流动资产	43	66	84	106	销售费用	217	289	366	466
流动资产合计	977	1359	1742	2104	管理费用	23	46	63	85
固定资产	74	73	113	288	财务费用	34	3	9	5
无形资产及其他	5	5	9	19	投资收益	3	4	3	3
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	11	3	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(15)	(8)	(7)	(7)
资产总计	1066	1446	1875	2421	营业利润	185	239	338	489
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	454	592	750	927	利润总额	187	239	338	489
其他流动负债	171	273	346	430	所得税费用	30	39	56	83
流动负债合计	624	865	1096	1358	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	157	200	282	406
其他长期负债	4	4	4	4					
长期负债合计	4	4	4	4	现金流量表 (百万元)				
负债合计	629	869	1101	1362	净利润	157	200	282	406
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	(0)	2	8
股东权益	437	577	774	1059	折旧摊销	8	8	10	19
负债和股东权益总计	1066	1446	1875	2421	公允价值变动损失	(11)	(3)	(2)	(2)
					财务费用	34	3	9	5
关键财务与估值指标					营运资本变动	38	77	23	24
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	1	0	(2)	(8)
每股收益	1.08	1.03	1.45	2.09	经营活动现金流	191	282	313	448
每股红利	0.35	0.31	0.44	0.63	资本开支	(14)	(3)	(55)	(210)
每股净资产	3.00	2.97	3.99	5.45	其它投资现金流	(82)	(24)	44	0
ROIC	60%	101%	496%	365%	投资活动现金流	(96)	(27)	(11)	(210)
ROE	36%	35%	36%	38%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	20%	18%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(51)	(60)	(85)	(122)
EBITDA Margin	10%	8%	9%	10%	其它融资现金流	66	0	0	0
收入增长	27%	44%	28%	26%	融资活动现金流	(36)	(60)	(85)	(122)
净利润增长率	54%	27%	41%	44%	现金净变动	59	195	217	116
资产负债率	59%	60%	59%	56%	货币资金的期初余额	206	265	460	677
息率	0.9%	1.1%	1.5%	2.2%	货币资金的期末余额	265	460	677	793
P/E	35.3	37.0	26.2	18.2	企业自由现金流	215	285	269	246
P/B	12.7	12.8	9.5	7.0	权益自由现金流	281	291	279	258
EV/EBITDA	27.1	32.9	23.7	16.9					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032