

自行车 ODM 龙头，电踏车&跨境电商驱动成长

——久祺股份深度报告

✎ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
 ☎ 联系人: 赵璐
 ✉ : dushan@stocke.com.cn

投资要点

□ 外销为主的自行车 ODM 龙头，SKU 行业领先

久祺股份深耕自行车行业，销售渠道遍布全球。公司成立于 2000 年，于 2021 年 8 月在深交所上市，主营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。公司以外销业务为主（20 年占比约 97.8%），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，目前累积 SKU 超三万个，产品远销全球五大洲 80 多个主要国家和地区，目前已成为国内主要的自行车产品出口商之一。2017-2020 年，公司营收从 17.56 亿元增至 22.86 亿元，CAGR 为 9.19%；归母净利润从 0.33 亿元增至 1.57 亿元，CAGR 为 68.88%。疫情推动自行车产业龙头集中、电踏车渗透传统自行车趋势显著，公司近年电踏车及自主品牌的跨境电商业务高速增长，迎来高速发展期。

□ 行业：高端化比例提升，疫情催化千亿美元市场

传统自行车：供需地域错位，需求呈现高端化趋势。全球自行车产销量估计保持在 1 亿辆左右。欧美是主要消费市场，据 Statista 数据，我们测算欧美自行车总销量全球占比在 37.5% 左右。中国已成为自行车第一出口大国，WTEEx 数据显示，中国大陆和台湾地区 2019 年自行车出口总额为 43 亿美元，占全球出口总额的比重为 47.7%。自行车中高端化趋势明显，五年有望达到千亿美元市场。根据 Statista 调查数据显示，在荷兰，2020 年售价在 1500 欧元以上的自行车占比由 2017 年的 26% 增长至 44%。Research And Markets 报告显示，2020 年全球自行车市场价值为 437 亿美元，乐观预计 2027 将达到 1405 亿美元。

电助力自行车：市场空间广阔，爆发增长趋势明朗。海外市场发展势头强劲，市场潜力巨大。根据立鼎产业研究网统计，欧洲市场助力电动车 2009-2019 年销量复合增速达 30% 以上。随着疫情常态化，2025 年欧洲助力电动自行车销量有望达到近 1000 万辆，2020 年至 2025 年销量年复合增速有望维持在 20% 以上；美国市场目前处于低渗透率、高成长阶段，根据立鼎产业研究网统计，美国电踏车渗透率保持在近 2%，2019-2020 年助力电动车销量增长为 100%；

□ 久祺股份：渠道建设+一站式服务优势显著，电踏车+跨境电商业务高成长

核心竞争力：（1）渠道优势：线上、线下齐发力，逐步打通全球市场。公司立足全球市场，在传统的销售渠道、销售模式的基础上，组建专业团队，充分利用互联网技术，打造电商销售、直播销售的新模式，逐步形成“线上+线下”的销售模式，为公司发展注入新动力。（2）一站式服务：资源整合+定制服务系统平台设立。公司利用较强的供应链体系，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。公司在外包为主的轻资产运营模式下，积极布局新材料、变速器和三电系统等关键零部件，在优化成本管控的同时加强对核心技术的掌握。另外，公司自行车定制服务系统逐步建立并完善，高效匹配客户个性化需求。

成长看点：（1）电踏车出货量高速增长，市场份额有望提升。2018-2020 年，公司助力电动车出货量分别为 3.61/6.33/11.02 万台，2018 和 2019 年增速分别为 75.38%/74.09%；助力电动车单价分别为 2663.35/2922.40/1612.68 元/台，预计 2021 年助力电动自行车平均单价将恢复正常水平，出货量持续高速增长。（2）跨境电商翻倍式成长推广自主品牌，结构性提升公司利润率。2018-2020 年公

评级

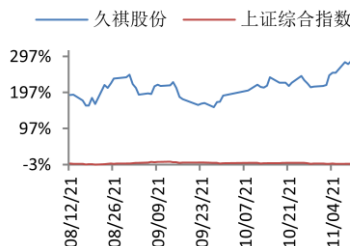
买入

上次评级 首次评级
 当前价格 ¥48.88

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.32
2Q/2021	0.36
1Q/2021	0.23
4Q/2020	0.42



公司简介

国内自行车 ODM 龙头，SKU 行业领先，目前外销为主，电助力自行车和跨境电商自主品牌业务成新看点。

相关报告

报告撰写人: 马莉、史凡可
 联系人: 赵璐

司跨境电商销售收入分别为 694.34/4,621.69/17,488.43 万元，2019 和 2020 年收入增速分别为 565.62%和 278.39%。随着公司积极开拓电商渠道，加强自主品牌推广，跨境电商未来收入成长确定性较高。

□ 盈利预测及估值

我们预计 21-23 年公司营收 36.92/47.39/60.95 亿元，同比增长 61.53%/28.35%/28.63%；归母净利润 2.15/2.97/4.33 亿元，同比增长 36.96%/38.49%/45.48%，对应当前市值 PE 分别为 44.23X/31.93X/21.95X。参考未来 5 年电助力自行车渗透传统自行车趋势以及疫情加速单人短途交通工具发展，久祺有望乘行业东风，凭借多年积累渠道、一站式服务优势，电踏车和跨境电商自主品牌双轮驱动业绩高成长，我们给予 40X 估值，首次覆盖予以“买入评级”。

□ 风险提示

宏观经济与市场需求紧缩风险，国际贸易政策变动风险，新冠疫情全球蔓延风险，汇率波动风险，市场竞争风险等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2286	3692	4739	6095
(+/-)	27.30%	61.53%	28.35%	28.63%
归母净利润	157	215	297	433
(+/-)	39.79%	36.96%	38.49%	45.48%
每股收益 (元)	0.81	1.11	1.53	2.23
P/E	60.57	44.23	31.93	21.95

正文目录

1. 久祺股份：外销为主的自行车 ODM 代工龙头，SKU 行业领先	5
1.1.1. 历史复盘	6
1.1.2. 组织架构	7
2. 自行车行业概览：高端化比例提升，疫情催化千亿美元市场	8
2.1. 传统自行车：供需地域错位，需求呈现高端化趋势	10
2.1.1. 商业模式：上游议价能力弱，中游向下游整合趋势	10
2.1.2. 市场空间：千亿美元市场，产品结构升级	11
2.1.3. 竞争格局：OBM 业务模式利润率显著高于 ODM/OEM	14
2.2. 电助力自行车：市场空间广阔，爆发增长趋势明朗	16
2.2.1. 市场空间：海外市场发展势头强劲，国内市场空间广阔	17
2.2.2. 电踏车行业爆发驱动因素	18
3. 久祺股份：渠道建设和一站式服务优势显著，电踏车和跨境电商自有品牌高成长	19
3.1. 核心竞争力	20
3.1.1. 渠道优势：线上、线下齐发力，逐步打通全球市场	20
3.1.2. 一站式服务：资源整合+定制服务系统设立	21
3.2. 成长看点：电踏车&跨境电商高成长	23
4. 盈利预测与估值	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：公司产品矩阵	6
图 2：公司发展历程	7
图 3：公司股权结构（截止 2021 年 9 月 30 日）	7
图 4：全球自行车市场规模（亿美元）	9
图 5：2010-2020 中国两轮脚踏车和电动自行车产量	9
图 6：自行车产业链	11
图 7：2009-2020 年中国自行车出口量及增速(万辆)	11
图 8：2009-2020 年中国自行车出口额及增速(百万美元)	11
图 9：2010 年-2020 年中国自行车出口量占产量百分比	12
图 10：2009-2020 年中国自行车出口单价变化（美元）	12
图 11：2019 年各地区自行车出口额及占比	12
图 12：2009-2019 年欧洲自行车年销量（百万辆）	13
图 13：2018-2020 年我国出口至美国自行车	13
图 14：2015-2020 年美国自行车进口数量（百万辆）	13

图 15: 2015-2020 年美国自行车进口金额 (亿美元)	13
图 16: 2017-2020 年荷兰自行车中高端价格上升	14
图 17: 美国消费者购买各类型自行车的意愿	14
图 18: 电踏车结构图	16
图 19: 电踏车优势一览图	16
图 20: 2018 年主要国家助力车渗透率	17
图 21: 日本助力电动车销量及渗透率 (十亿日元)	17
图 22: 美国助力电动车销量及渗透率	17
图 23: 欧洲助力电动车销量及渗透率	17
图 24: 研发费用增长情况 (百万元)	22
图 25: 公司自行车线上定制系统	22
图 26: 公司童车品类下 SKU 丰富	23
图 27: 公司助力电动车收入金额及占比	24
图 28: 公司跨境电商业务整体收入及占比	24
图 29: AMAZON 儿童公路车销量排行榜 (截止 2021 年 11 月 10 日)	24
表 1: 公司财务数据一览	5
表 2: 公司管理团队人员	8
表 3: 两轮自行车分类	9
表 4: 助力电动自行车 vs 传统电动车	10
表 5: 国内自行车行业竞争格局	15
表 6: 可比公司毛利率对比	15
表 7: 可比公司净利率对比	15
表 8: 可比公司外销占比对比	16
表 9: 公司营业收入拆分	19
表 10: 公司营业收入拆分 (按国际贸易交易模式)	20
表 11: 公司营业收入拆分 (按经营模式)	20
表 12: 公司前五大客户信息	20
表 13: 公司线下渠道分布及拓展 (万元)	21
表 14: 公司线上渠道分布及拓展	21
表 15: 久祺股份营收预测	26
表 16: 可比公司估值 (截止 2021 年 11 月 15 日)	26
表附录: 三大报表预测值	29

1. 久祺股份：外销为主的自行车 ODM 代工龙头，SKU 行业领先

久祺股份是国内主要自行车出口商之一，销售渠道遍布全球。公司成立于 2000 年，并于 2021 年 8 月在深交所上市。公司深耕自行车行业，主营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。公司为全球各区域客户“一站式”提供全尺寸、多系列的自行车及相关产品，目前累积 SKU 超三万个。公司已构建一套自行车定制服务体系，方便客户更高效、更准确匹配自行车定制需求。公司以外销业务为主（20 年占比约 97.8%），目前已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 多个主要国家和地区，ODM 模式下的终端客户包括 HA BICICLETAS SA、LIDER-96 EOOD、DISTRIBUIDORADE BICICLETAS BENOTTO SADECV 等。2017-2020 年，公司营收从 17.56 亿元增至 22.86 亿元，CAGR 为 9.19%；归母净利润从 0.33 亿元增至 1.57 亿元，CAGR 为 68.88%。疫情推动自行车产业龙头集中、电踏车渗透传统自行车趋势显著，公司近年电踏车及自主品牌的跨境电商业务高速增长，21 年开始公司迎来高速发展期，2021 年 Q1-Q3，公司营收增速 86.41%，利润增速 54.36%。

表 1：公司财务数据一览

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业总收入	1755.56	1820.49	1795.43	2285.56	749.46	830.01	1013.88
YOY		3.70%	-1.38%	27.30%	122.72%	73.89%	75.61%
归母净利润	32.55	51.62	101.99	156.75	33.34	52.11	61.71
YOY		58.61%	97.57%	53.70%	43.69%	40.95%	75.47%
扣非归母净利润	84.73	100.93	95.95	89.71	32.58	45.58	60.37
YOY		19.13%	-4.94%	-6.51%	-	-	-
毛利率	10.90%	13.32%	17.35%	20.18%	15.08%	18.04%	18.13%
期间费用率	8.65%	8.43%	9.88%	12.63%	8.35%	11.89%	9.94%
其中：销售费用	109.61	120.18	147.18	216.61	57.46	77.87	91.59
销售费用率	6.24%	6.60%	8.20%	9.48%	7.67%	9.38%	9.03%
其中：管理费用	25.05	23.39	22.59	23.46	6.00	6.25	7.55
研发费用	7.26	11.00	11.93	14.79	3.33	3.39	4.67
管理+研发费用率	1.84%	1.89%	1.92%	1.67%	1.25%	1.16%	1.21%
其中：财务费用	9.86	-1.10	-4.37	33.76	-4.21	11.15	-3.07
财务费用率	0.56%	-0.06%	-0.24%	1.48%	-0.56%	1.34%	-0.30%
归母净利率	1.85%	2.84%	5.68%	6.86%	4.45%	6.28%	6.09%
存货	47.42	34.97	43.58	115.70	133.63	141.18	148.32
较上年同期增减		-12.46	8.62	72.12	-	70.68	-
存货周转天数	10.91	9.40	9.53	15.72	17.63	17.56	16.60
较上年同期增减		-1.52	0.13	6.19	-	1.95	-
应收账款	256.23	296.21	330.53	402.84	577.07	481.77	614.01
较上年同期增减		39.98	34.32	72.31	-	138.00	-
应付账款及应付票据	382.55	319.58	244.96	453.54	513.83	494.41	550.92
较上年同期增减		-62.97	-74.62	208.59	-	175.52	-
预收账款	69.34	58.24	113.94	9.85	17.48	13.77	16.13
较上年同期增减		-11.10	55.71	-104.10	-	-9.74	-
经营性现金流净额	29.34	6.64	36.06	203.12	(160.04)	147.74	11.78
较上年同期增减		-22.70	29.43	167.06	-102.91	-1.01	(80.70)
筹资性现金流净额	22.28	-29.50	43.25	-54.81	-0.10	-0.66	500.64
较上年同期增减		-51.78	72.75	-98.06	-	-0.66	551.62
资本开支	18.89	5.46	5.37	3.77	0.53	2.96	3.81
较上年同期增减		-13.43	-0.09	-1.60	0.28	2.51	2.92
ROE	22.22%	32.56%	40.04%	40.39%	7.34%	10.49%	7.65%
YOY (±)		10.33%	7.48%	0.35%	0.49%	-0.11%	-2.43%
资产负债率	78.06%	73.20%	55.36%	58.98%	58.12%	55.56%	41.10%
YOY (±)		-4.85%	-17.85%	3.62%	58.12%	-4.71%	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司已形成包含儿童自行车、成人自行车、助力电动自行车等整车及相关配件的完善产品体系。1) 儿童自行车：推杆车、儿童平衡车、学骑车、儿童脚踏车、表演车等车型，尺寸范围为 10 寸至 20 寸，可供各年龄段儿童骑行娱乐。2) 成人自行车：包括城市车、山地车、公路车、表演车等车型，具备代步出行、运动健身、户外娱乐等功能。3) 助力电动自行车：以电机、电池作为辅助动力，搭载智能传感器系统，根据骑行者脚踏力的大小，给予动力辅助，实现人力骑行、电机助力一体化的新型交通工具，近年来在欧洲地区的销售增长较快。公司已形成完整的产品体系，可为客户提供全尺寸、多系列的自行车、助力电动自行车及相关产品。

图 1：公司产品矩阵



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.1.1. 历史复盘

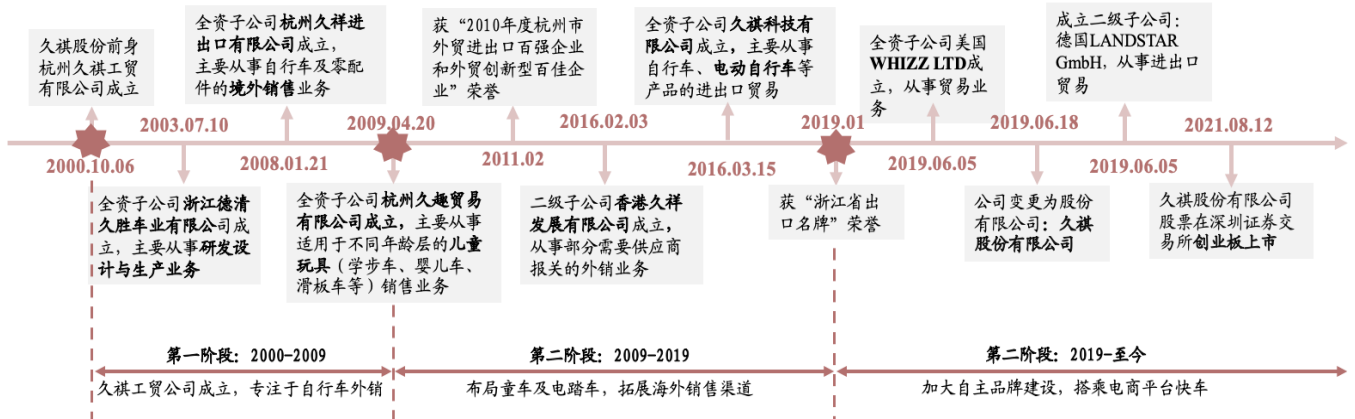
从历史上来看，久祺股份的发展可以分为三个阶段：

第一阶段，久祺工贸公司成立，专注于自行车外销。久祺股份前身为杭州久祺工贸有限公司，于 2000 年 10 月 6 日由李政、韩利娅、李宇光 and 卢志勇共同出资设立。经营范围为批发、零售及加工。经两年发展后，公司开始专注于自行车的研发和境外销售业务。于 2003 年 7 月 10 日成立浙江德清久胜车业有限公司，专注于自行车的研发设计、生产及销售业务。2008 年杭州久祥进出口有限公司成立，从事自行车及零配件的境外销售业务。

第二阶段，布局童车及电踏车，拓展海外销售渠道。公司在 2009 年至 2019 年十年间不断提升在自行车的细分赛道的竞争力，海外销售渠道同步拓展。公司于 2009 年成立杭州久趣贸易有限公司，专注于不同年龄层的童车销售业务，通过下属子公司德清久胜自行生产中高端童车，切入童车赛道。于 2016 年成立久祺科技有限公司，主要从事自行车和电动自行车的跨境电商业务，布局电动车赛道。随着公司境外业务的拓展，公司在大陆外成立子公司从事部分需要供应商报关的外销业务。2019 年 6 月 18 日，久祺有限整体变更为久祺股份有限公司。

第三阶段，加大自主品牌建设，搭乘电商平台快车。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“Joy Star”、“Hiland”等自主品牌，在北美、南美及东南亚等国家具有一定的知名度和影响力。自2019年以来，公司自主品牌在Amazon等海外电商平台收入逐年增加。2021年8月12日久祺股份有限公司在深圳证券交易所创业板上市。随着公司研发设计能力的提升、自主品牌在海外市场销售规模大增长，以及海外销售渠道的不断拓展，未来公司业务规模及盈利能力将进一步提升。

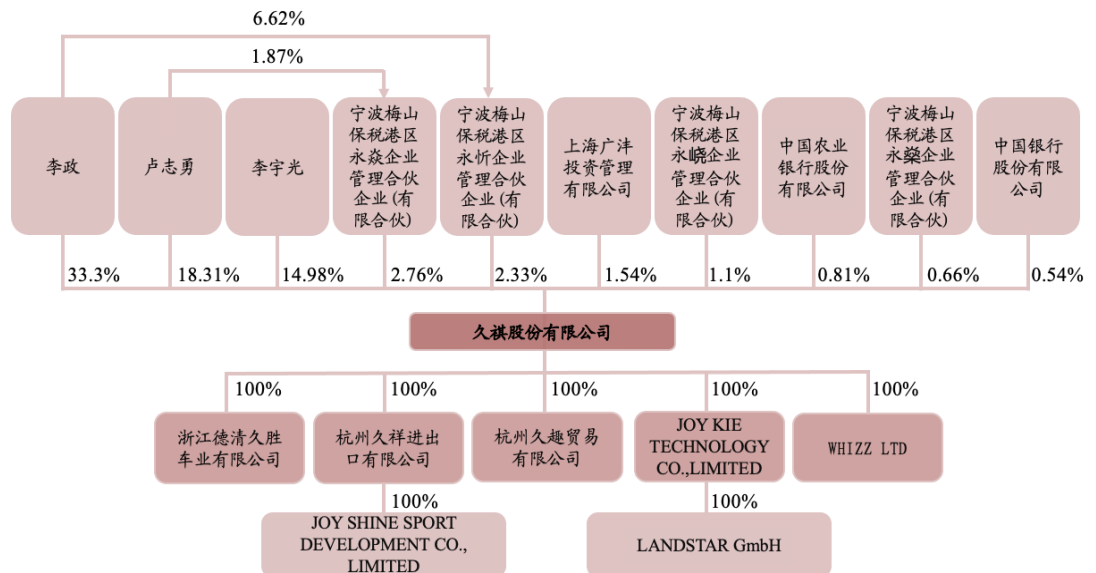
图 2：公司发展历程



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.1.2. 组织架构

图 3：公司股权结构（截止 2021 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

管理层行业经验丰富，员工股权激励充分。截至 2021 年 9 月，公司实际控制人李政、卢志勇、李宇光分别直接持股 33.3%、18.31%、14.98%，其中李政另通过永析合伙间接持股 0.15%，共计持股 33.55%；卢志勇另通过永焱合伙间接持股 0.15%，共计持股 18.37%。公司管理层深耕行业二十余年，具有丰富的行业经历和管理经验。公司建

立了员工持股平台,分别为宁波梅山保税港区永焱企业管理合伙企业、宁波梅山保税港区永忻企业管理合伙企业、宁波梅山保税港区永晓企业管理合伙企业,各持股 2.76%、2.33%、1.54%,股权激励充分。

表 2: 公司管理团队人员

姓名	职务	个人履历
李政	董事长兼总经理	1967年2月生,本科学历。1988年9月至1996年12月,历任杭州小轮车总厂车间主任、销售科长、经营副厂长;2000年10月至2019年5月于久祺有限担任董事长兼总经理;2019年5月至今,于久祺股份担任董事兼副总经理。
卢志勇	董事兼副总经理	1977年5月生,大专学历。1997年9月至2000年8月,于上海久期工贸有限公司担任业务员;2000年10月至2019年5月,历任久祺有限业务经理、董事;2019年5月至今,于久祺股份担任董事兼副总经理。
李宇光	董事兼副总经理	1967年12月生,本科学历。1991年1月至1995年10月,于杭州卷烟厂担任技术员;1995年12月至1999年10月,于(新加坡)日立化成有限公司担任技术员;1999年11月至2000年9月,于上海久期工贸有限公司担任业务员;2000年10月至2019年5月,历任久祺有限担任业务经理、监事;2019年5月至今,于久祺股份担任董事兼副总经理。
雍熾	董事会秘书兼财务总监	1974年12月生,大专学历。1995年9月至2000年9月,于上海欣地贸易有限公司担任财务经理;2000年10月至2019年5月,于久祺有限担任总经理助理;2016年7月至2020年3月,于久祺控股担任监事;2019年5月至今,于久祺股份担任董事会秘书兼财务总监。
汤华龙	历任德清久胜品质部经理、技术部经理、生产部副总经理、销售中心总监	1976年1月生,大专学历。2000年2月至2004年7月,于常州永祺车业有限公司担任开发及品质部科长。2006年3月至今,历任德清久胜品质部经理、技术部经理、生产部副总经理、销售中心总监。汤华龙先后参与及研发“控速推骑儿童车的前轮离合机构”、“控速推骑儿童车”、“避震脚刹连动车”3项发明专利,12项实用新型专利,4项外观专利

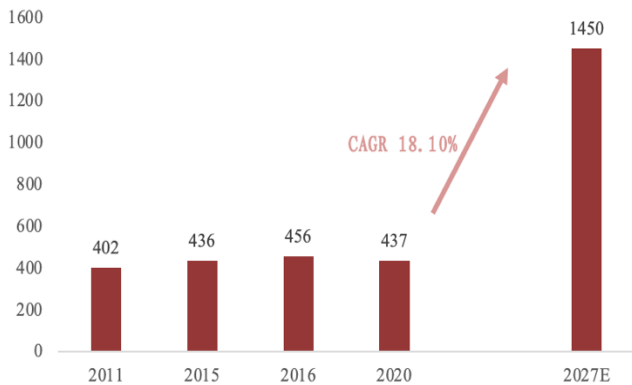
资料来源:招股说明书,浙商证券研究所

2. 自行车行业概览: 高端化比例提升, 疫情催化千亿美元

市场

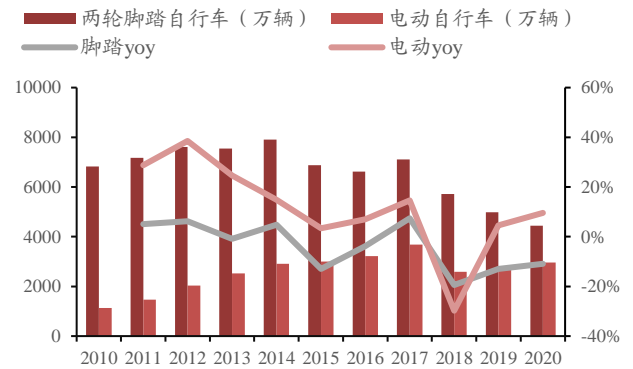
疫情前全球自行车市场产销稳定,欧美是主要消费市场,中国是自行车制造、出口第一大国。近年来,全球自行车产销量估计保持在1亿辆左右。目前自行车的主要消费市场在欧美等发达国家,而生产主要集中于中国等发展中国家。据 Statista 数据显示,欧洲年销量稳定在约2千万辆,美国年销量约1.5-2千万辆,欧美自行车总销量全球占比在37.5%左右。目前全球自行车的生产主要集中于中国、泰国、越南和印尼等发展中国家和地区。根据中国统计局数据显示,2020年中国自行车年产量近8731万辆,即拥有全球八成以上的自行车生产能力。中国已成为自行车第一出口大国,根据 WTEEx 在2020年5月发布的《自行车出口国别》,2019年全球自行车出口总值达89亿美元,其中中国大陆和台湾地区2019年自行车出口总额为43亿美元,占全球出口总额的比重为47.7%。

图 4：全球自行车市场规模（亿美元）



资料来源：Research and Market，浙商证券研究所

图 5：2010-2020 中国两轮脚踏车和电动自行车产量



资料来源：工信部，招股说明书，浙商证券研究所

疫情后全球自行车需求增长，中高端化趋势明显，五年有望达到千亿美元市场。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，对传统自行车、助力电动自行车需求增长。加之随着现代人收入水平的提高和对健康生活的追求，以电动助力自行车为代表的高端自行车占比显著提升，产品结构调整实现突破。根据工信部发布的统计数据，2020年我国传统自行车产量为4436.80万辆，同比下降10.9%；电动自行车产量为2966.10万辆，同比增长9.57%，国内自行车行业整体呈现企稳态势，电动自行车占比继续提升。疫情带来预计持续五年甚至更久的高速成长期，根据 Research And Markets 数据，2020年全球自行车市场价值为437亿美元，预计2027将达到1.45亿美元，CAGR18.1%。

表 3：两轮自行车分类



自行车分类		外观	特征
传统自行车	城市车		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，因车简洁休闲，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，在城市交通中一直扮演着中流砥柱的存在。
	山地车		山地车是适合成人或专业竞技类人员的产品，尤其适合山地骑行；运用变速系统，适合长途全路况的骑行；轮胎相对较宽，抓地性好，对路况的通过性好。
	公路车		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；
电动助力自行车			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：招股说明书，浙商证券研究所

自行车可分为传统自行车和电动助力自行车。传统自行车根据使用场景大致可分为城市自行车、公路自行车和山地自行车；电动助力自行车，也称“电踏车”，是一种新型自行车。根据我国交通运输部、工信部2017年《关于政协十二届全国委员会第五次会议第4141号(工交邮电类381号)提案答复的函》指出，电踏车是“人力+电力”混合驱动的自行车。电动助力自行车和目前国内市场上流行的纯电动车有较大的区别：电动助力自行车，外形类似自行车，安有电机作为动力辅助系统，根据传感器采集的信息创设骑

行简况，并动态调整电机输出，控制系统较为复杂，技术含量、价格较高，目前在欧美市场流行；而传统电动车（日常称为“电瓶车”）外观更接近摩托车，以纯电力驱动，仅能通过转把来调节动力大小的电动车辆，主要指在国内流行，技术含量、价格较低。

表 4：助力电动自行车 vs 传统电动车

差异点	传统电动车（电瓶车）	助力电动自行车（电踏车）
外观		
发展路径	由于电踏车产品所必须的传感器技术壁垒较高，而纯电动自行车相较而言电机驱动系统的技术壁垒较低，且中国在 90 年代开始严格限制摩托车的使用，在使用形态上最为接近摩托车的采用纯电驱动的“传统电动车”开始了爆发式发展	日本是最早研发、生产和销售电踏车的国家。最初构想是为了减轻国民的出行负担，通过电机驱动系统提供辅助动力，并严格规定了辅助力的比例。电踏车在不改变“骑行”特质的前提下，让骑行变得更加轻松，同时扩大骑行半径至 50km-100km，在欧洲市场广受欢迎，近年来一直维持较高的景气度。
工作原理	纯电力驱动，依靠转把调节动力。	以人力为主、机械力为辅，以传感器捕捉骑行的信号，电机提供相应的动力辅助。
核心部件	1) 铅酸电池：续航低，重复使用次数少的为主 2) 轮毂直流无刷直驱电机：体积大、质量重、结构简单 3) 控制器：控制算法较为简单 4) 仪表：显示内容简单，无交互功能	1) 锂电池：续航里程约为相同容量的铅酸电池的 1.5-2 倍 2) 轮毂直流无刷减速电机：体积较小，结构相对复杂或中置电机：内置控制器和传感器，提供高效率动力 3) 控制器：控制算法较为复杂 4) 仪表：功能较为丰富，可实现人机交互 5) 传感器：用来捕捉骑行的信号
产品定位	产品定位为基础的代步工具，消费者为价格敏感型，高端产品市场空间较小	产品定位除日常代步、还可用于户外运动，代表健康生活方式。消费者的价格敏感程度不高。产品面向中高端市场
售价	1000-2000人民币	500-1800欧元

资料来源：八方股份招股说明书，浙商证券研究所

2.1. 传统自行车：供需地域错位，需求呈现高端化趋势

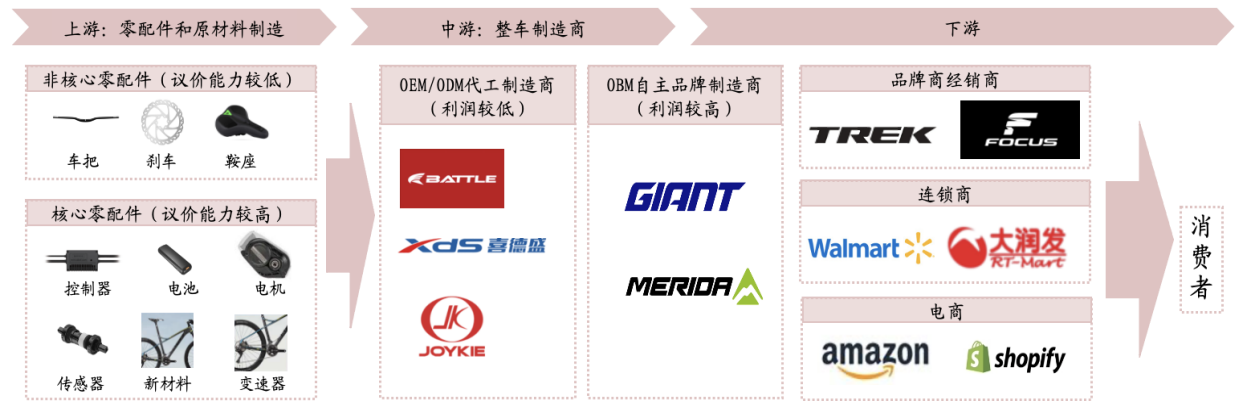
2.1.1. 商业模式：上游议价能力弱，中游向下游整合趋势

上游零配件和原材料制造企业：自行车行业上游行业主要为零配件和原材料的生产制造企业。其中非核心零部件，诸如车架、车把、刹车、车轮、鞍座、减震等，生产门槛较低，行业竞争激烈，供给充足，议价能力弱，企业毛利率水平较低。而核心零部件，如新材料、变速器、电机、传感器等，技术壁垒高，一般由世界知名自行车品牌、专业电机企业等掌握，利润较高。

中游整车制造企业：自行车行业的中游行业主要为整车制造企业，按照经营模式可以分为三类：OEM、ODM、OBM。其中 OEM/ODM 由于进入门槛相对较低，存在下游品牌商压价情况，公司议价能力较低，毛利率水平较低。OBM 模式的盈利需要依托较强的自主品牌影响力以向下游整合，进入门槛高，但由于拥有自主定价权，毛利率水平较高。

下游零售企业：自行车行业的下游主要为品牌商、经销商和终端消费者。其中高端市场以欧美大型品牌商为主，同时各个地区存在众多区域性品牌。由于全球各个国家和地区的社会文化以及经济发展差异，各个国家和地区适合的产品也有差别，下游企业的采购具有产品种类、型号多且分散、单类产品采购量较小且频繁等特点。欧美等发达国家消费者在购买自行车时会着重考量自行车的安全性和耐用性，促使自行车品牌商和上游制造企业优先选择性能更佳、质量可靠的自行车产品进行推广与销售。

图 6：自行车产业链



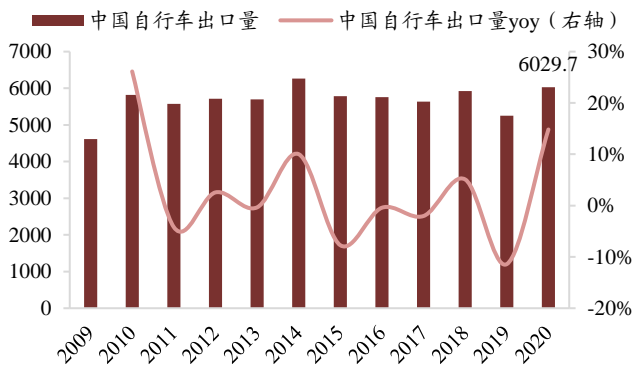
资料来源：久祺股份招股说明书，各公司官网，浙商证券研究所

2.1.2. 市场空间：千亿美元市场，产品结构升级

供给：全球稳定产量 1 亿辆左右，中国已成为自行车制造、出口第一大国

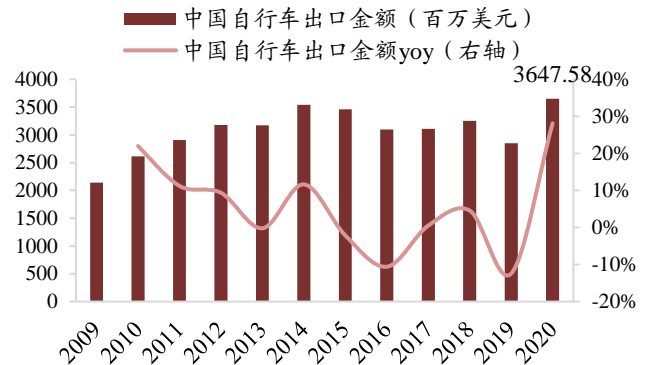
全球自行车产量保持在 1 亿辆左右，中国拥有全球八成以上生产能力。我国自行车行业产业集聚化程度较高，目前国内已形成了天津渤海湾、江浙沪和珠江三角洲三大自行车集群产业带，生产厂商众多，拥有从自行车原料加工开始到各种自行车零部件生产，再到自行车整车大规模、专业化生产的产业链。根据中国统计局数据显示，2020 年中国自行车年产量近 7403 万辆，拥有全球八成以上的生产能力。

图 7：2009-2020 年中国自行车出口量及增速(万辆)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

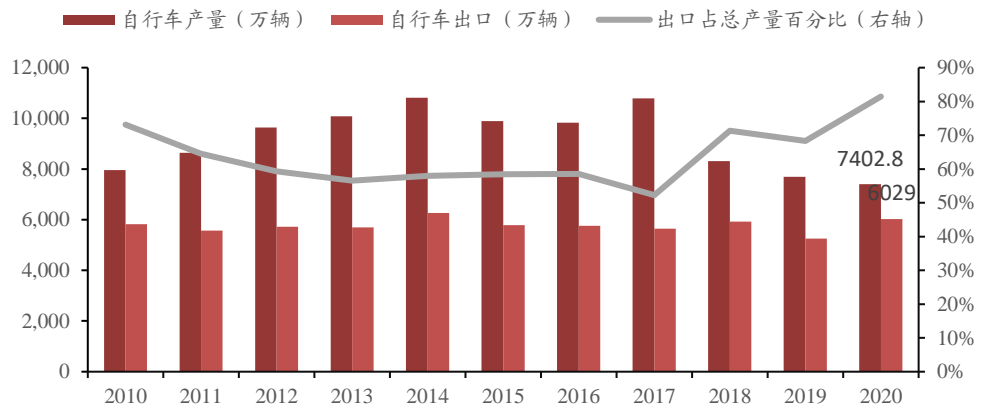
图 8：2009-2020 年中国自行车出口额及增速(百万美元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

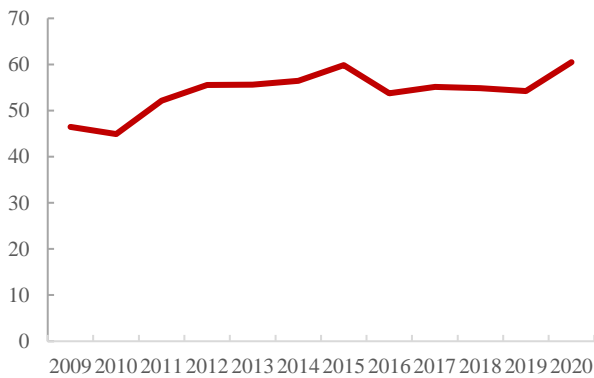
中国已成为自行车制造、出口第一大国，自行车外销占比极高。根据 WTEEx 在 2020 年 5 月发布的《自行车出口国别》，2019 年全球自行车出口总值达到 89 亿美元，其中中国大陆和台湾地区 2019 年自行车出口总额为 43 亿美元，占全球出口总额的比重为 47.7%，中国已成为自行车出口第一大国。且受 2020 年全球新冠疫情的影响，个人短途出行交通工具需求旺盛，中国作为世界自行车出口大国，国内疫情率先得到有效控制，使国内自行车企业能够迅速扩大生产，满足全球市场需求。根据国家统计局发布的统计数据，2020 年中国自行车出口数量为 6029.70 万辆，同比增长 14.83%；出口金额为 36.48 亿美元，同比增长 28.13%，2020 年中国出口自行车数量占国内总生产数量的 81.44%。

图 9：2010 年-2020 年中国自行车出口量占产量百分比



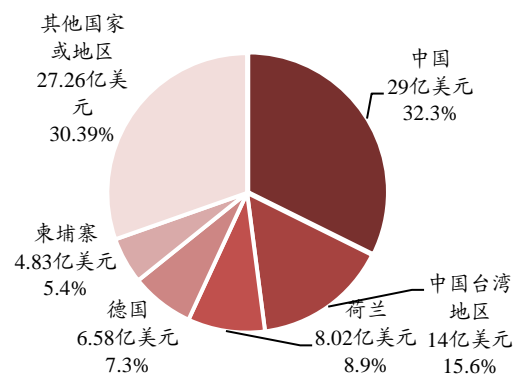
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 10：2009-2020 年中国自行车出口单价变化（美元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：2019 年各地区自行车出口额及占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

需求：疫情催化千亿美元市场，欧美是主要消费区域

疫情带来自行车销量增长，行业市值将达千亿美元。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。根据 Research And Markets 数据，2020 年全球自行车市场价值为 437 亿美元，受疫情影响带来的增长预计持续五年甚至更久，保守预计全球自行车市场价值将在 2027 年达到 823 亿美元，年均复合增长率为 4.29%；乐观预计 2027 将达到 1405 亿美元，年均复合增长率为 18.1%。

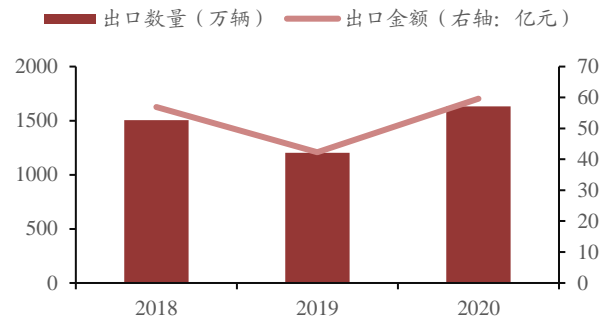
欧洲和美国是自行车的主要消费市场。全球自行车需求量保持在约 1 亿辆，据 Statista 数据显示，欧洲年销量稳定在约 2 千万辆。据联合国贸易统计数据现实，中国制造的自行车多年来一直主导着美国自行车市场，占美国自行车进口和销售总额的 90% 以上，参考中国海关总署发布的中国出口至美国的自行车数据，可推美国年销量 1.5-2 千万辆，欧美自行车总销量全球占比在 37.5% 左右。

图 12：2009-2019 年欧洲自行车年销量（百万辆）



资料来源：Statista，浙商证券研究所

图 13：2018-2020 年我国出口至美国自行车



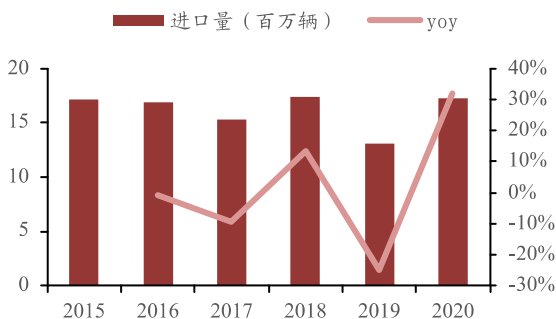
资料来源：招股说明书，中国海关总署，浙商证券研究所

品牌主要在欧美等发达国家及地区，生产制造集中在中国等发展中国家

由于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，促使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 and 地区转移。目前，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。欧美地区自行车需求量较大、供给不足，而以中国为代表的自行车生产国供过于求。供需地点的不匹配，导致欧美自行车进口需求较大。

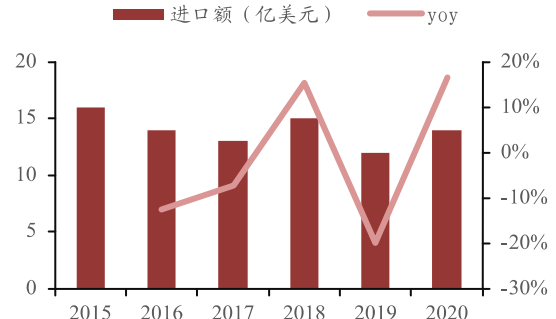
虽然高端自行车品牌在欧美较为集中，但各个地区存在众多市占率领先的区域性品牌。国外自行车市场发展较为成熟的国家有德国、荷兰、意大利、美国和日本等，自行车已成为当地民众不可或缺的户外运动工具，且由于不同国家自行车文化的差异性，催生了一批专注于本土市场的品牌企业，如德国的 Focus、Cube，荷兰的 BatabusS、Sparta，意大利的 Bianci、Java，美国的 Trek、Cannondale，以及日本的 Shimano、Bridgestone。上述企业根植于本土市场，掌握了大量的销售渠道，并在长期的经营过程中积累了一定的品牌知名度，在当地占有较高的市场份额，构成了一定的行业壁垒，外来品牌通常较难进入，因此形成了相对稳定的竞争格局。

图 14：2015-2020 年美国自行车进口数量（百万辆）



资料来源：Statista，浙商证券研究所

图 15：2015-2020 年美国自行车进口金额（亿美元）



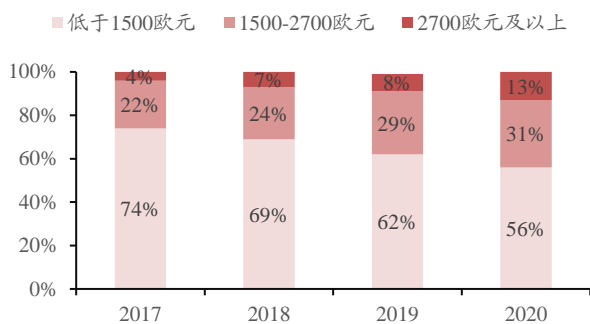
资料来源：Statista，浙商证券研究所

结构升级：自行车中高端化，消费升级趋势明显

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。根据

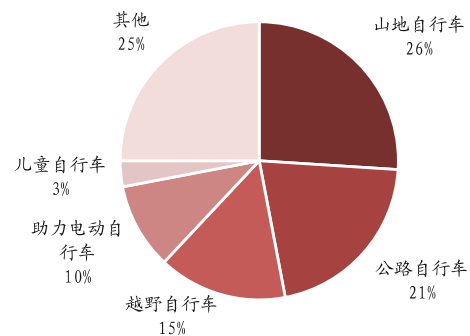
Statista 调查数据显示,在荷兰,2020 年售价在 1500 至 2700 欧元的自行车占比由 2017 年的 22%增长至 31%; 售价在 2700 欧元以上的自行车占比由 2017 年的 4%上升到 2020 年的 13%, 自行车消费升级趋势明显。另根据 Statista 的调查显示,美国市场上主要销售的车型包括山地自行车、公路自行车、越野自行车、儿童自行车和助力电动自行车等,其中 美国消费者购买意愿最高的车型为山地自行车,意愿占比 26%。根据中国自行车协会发布的《中国自行车行业 2019 年经济运行分析报告》, 2019 年品牌自行车企业坚持中高端产品路线,集体发力运动自行车市场,高端运动型自行车销量增长 20%,尤其是碟刹公路自行车更受中高端消费者青睐; 2019 年千元以上自行车同比增长 5.9%,千元车占总产量的比重已达 13.7%,比 2018 年提高 2.2%,自行车中高端化趋势明显,产品附加值提升不断满足消费升级需求。

图 16: 2017-2020 年荷兰自行车中高端价格上升



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

图 17: 美国消费者购买各类型自行车的意愿



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

2.1.3. 竞争格局: OBM 业务模式利润率显著高于 ODM/OEM

从竞争格局来看,我国自行车行业可分为**专注出口和专注内销两大类公司**。其中,以出口为主的自行车行业可分为三个层次:1) 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; 2) 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; 3) 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。另外,我国还有一部分老牌自行车企业,历史悠久,在国内拥有一定的品牌影响力,主要以内销为主,如上海凤凰、中路股份。

表 5：国内自行车行业竞争格局

自行车企业类别	二级分类	特征	代表企业	2020年主营业务收入(亿元)	净利润(亿元)	产销量(万辆)
以出口为主	第一层次	拥有雄厚资金和规模优势的大型自行车企业，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	捷安特	175.02	12.37	500
			美利达	67.68	9.98	-
	第二层次	研发设计能力强、销售渠道广、产业链整合能力强，以ODM/OEM等形式的出口企业	富士达	-	-	1000
			喜德盛	-	-	500
			久祺股份	22.86	1.57	378
	第三层次	行业内众多中小企业，设备水平较低，缺乏自主创新能力，主要生产低档次，附加值低的产品，依靠价格竞争拓展周边区域市场。				
以内销为主	历史悠久，上市较早，在国内拥有一定的品牌影响力，主要以内销为主的企业	上海凤凰	13.76	0.6	-	
		中路股份	7.34	0.96	-	

资料来源：久祺股份招股说明书，富士达官网，喜德盛官网，浙商证券研究所

自有品牌(OBM)带来较高毛利率。受益于知名度较高的自有品牌，巨大机械毛利率显著高于其他同行业公司。巨大机械主要从事OBM业务，其自有品牌(捷安特)约占70%，OEM/ODM约占30%，捷安特品牌定位较为高端，品牌溢价率较高；OBM业务模式同样使久祺股份毛利率的增长幅度高于同行业，2018-2020年，久祺OBM业务模式毛利率分别为14.25%/26.35%/44.91%，公司自主品牌正借助跨境电商渠道高速放量，结构性提升公司利润率水平。预期未来行业竞争方向为提高设计研发实力和自有品牌影响力，增加OBM业务占比，提升企业盈利能力。

表 6：可比公司毛利率对比

股票代码	公司名称	2020年度	2019年度	2018年度
600679.SH	上海凤凰	12.96%	15.03%	16.33%
600818.SH	中路股份	14.58%	13.01%	12.11%
9921.TW	巨大机械	23.09%	21.51%	20.74%
9914.TW	美利达	13.99%	13.52%	13.11%
300994.SZ	久祺股份	20.16%	17.31%	13.30%

资料来源：久祺股份招股说明书，浙商证券研究所

表 7：可比公司净利率对比

股票代码	公司名称	2020年度	2019年度	2018年度
600679.SH	上海凤凰	4.41%	2.76%	2.65%
600818.SH	中路股份	13.09%	-10.78%	0.96%
9921.TW	巨大机械	7.07%	5.32%	4.75%
9914.TW	美利达	14.75%	8.86%	6.61%
300994.SZ	久祺股份	6.86%	5.68%	2.84%

资料来源：久祺股份招股说明书，浙商证券研究所

表 8：可比公司外销占比对比

股票代码	公司名称	2020 年度	2019 年度	2018 年度
600818.SH	中路股份	1.93%	4.83%	6.46%
9921.TW	巨大机械	94.66%	94.88%	95.92%
9914.TW	美利达	99.11%	99.05%	98.77%
300994.SZ	久祺股份	97.87%	98.50%	97.90%

资料来源：久祺股份招股说明书，浙商证券研究所

久祺在出口市场占有率尚低，电踏车布局有望推动份额提升。根据中国海关总署发布的统计数据，2020 年 1-12 月间，我国自行车整车出口金额累计超过 252.18 亿元，公司在 2020 年度自行车整车销售收入达到 11.62 亿元，据此估算，公司自行车整车出口市场占有率约为 4.61%。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，尤其是需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域，公司的市场份额将有望得到进一步提升。

2.2. 电助力自行车：市场空间广阔，爆发增长趋势明朗

电助力自行车起源于日本，在中国和欧洲分化发展。日本是最早研发、生产和销售电踏车的国家，19 世纪 90 年代，日本 Yamaha 发明电动助力自行车（被称作 PAS, Power Assit System），实现了“人力+电力”混合驱动，这就是现在流行的“电踏车”。日本企业设计电踏车的最初构想是为了减轻国民的出行负担，通过电机驱动系统提供辅助动力，并严格规定了辅助力的比例。电踏车在不改变“骑行”特质的前提下，让骑行变得更加轻松，同时扩大骑行半径至 50km-100km，传入欧洲后迅速盛行，成为欧洲各国短途出行重要的交通工具之一。而我国在 90 年代开始严格限制摩托车的使用，中国的公共交通系统的发展又相对滞后于城市化进程，这导致中低收入人群的出行出现巨大缺口，在使用形态上最为接近摩托车的纯电驱动的“传统电动车”开始了爆发式发展。

电踏车是一种既有自行车的轻巧和便捷性，又能够弥补自行车上坡、逆风、载物时的负担感的个人交通工具。电踏车在传统自行车的基础上，搭载以传感器为核心的动力系统，配有电机与电池。目前主要消费地集中在欧洲、美国和日本，与国内传统的电动车存在核心部件、工作原理、产品定位及售价等方面明显差异。

图 18：电踏车结构图



资料来源：八方股份招股说明书，浙商证券研究所

图 19：电踏车优势一览图

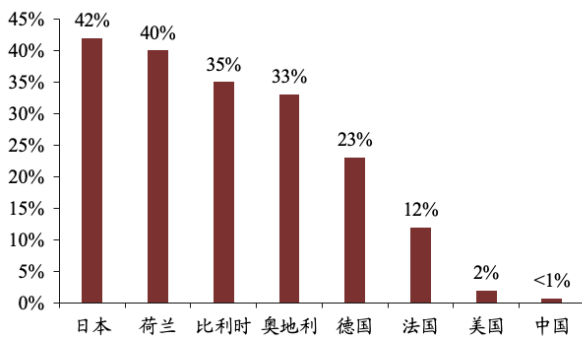
优势	解读
注重科技感与设计感	产品外观具有厚重质感，安全、强度等性能指标在同类产品位于前列。
整合智能电子产品	产品逐步跨界整合了诸如具备监测身体健康指标、运动参数、GPS 导航等功能的电子产品，深受高端消费市场的青睐。
加装电助力系统	相对传统自行车而言，电助力系统的加持给人带来了更为轻松省力的骑行体验，充分满足了骑行爱好者长时间、长距离的骑行需求。

资料来源：久祺股份招股说明书，浙商证券研究所

2.2.1. 市场空间：海外市场发展势头强劲，国内市场空间广阔

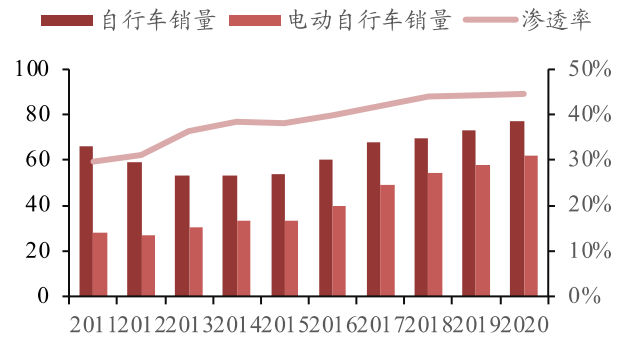
海外：日本渗透率已超 40%，欧洲市场维持高增，美国处于低渗透高成长阶段。根据立鼎产业研究网统计，截止 2018 年电踏车渗透率较高的几大地区日本、荷兰、比利时、奥地利渗透率分别为 42%/40%/35%/33%。日本市场发展较为成熟，根据立鼎产业研究网统计，日本 2018 年电踏车销售量约 70 万辆，未来预计保持 8-10% 平稳增速；欧洲市场维持高速增长，根据立鼎产业研究网统计，欧洲助力电动车 2009-2019 年销量复合增速达 30% 以上。随着疫情常态化，2025 年欧洲助力电动自行车销量有望达到近 1000 万辆，2020 年至 2025 年销量年复合增速有望维持在 20% 以上；美国市场目前处于低渗透率、高成长阶段，根据立鼎产业研究网统计，美国电踏车渗透率保持在近 2% 的低水平，主要原因在于立法缺陷：部分州立法与联邦法对电踏车定义、管理以及态度等方面有一定差别。预计立法明确后，助力电动车市场将高速增长，2019-2020 年助力电动车销量增长为 100%。

图 20：2018 年主要国家助力车渗透率



资料来源：立鼎产业研究网，浙商证券研究所

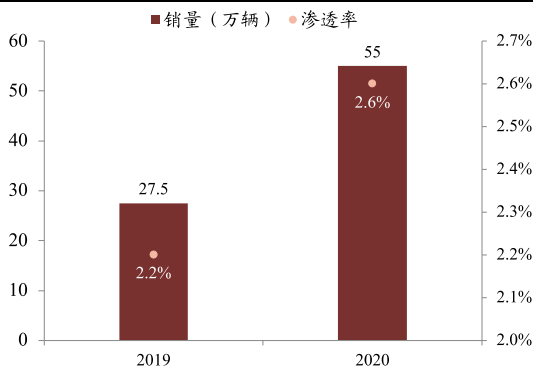
图 21：日本助力电动车销量及渗透率（十亿日元）



资料来源：Statista，浙商证券研究所

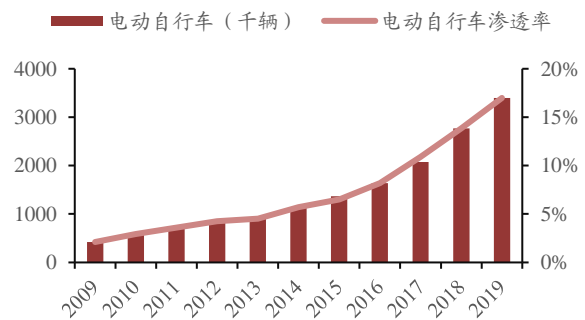
国内：中国市场空间广阔，有待消费观念转变和政策引导拉动销量增长。根据立鼎产业研究网统计，助力电动车在中国的渗透率不足 1%，由于中国的公共交通系统的发展滞后于城市化进程，中低收入群体出行更青睐于价格相对低廉的电瓶车，从而限制了助力电动车的销量。可以预见的是，随着中国经济增长，消费能力的增强，以及相关政策的出台，助力电动自行车在中国必将大有可为。

图 22：美国助力电动车销量及渗透率



资料来源：立鼎产业研究网，浙商证券研究所

图 23：欧洲助力电动车销量及渗透率



资料来源：Statista，浙商证券研究所

2.2.2. 电踏车行业爆发驱动因素

(1) 道路设施适配: 各国政府不断完善自行车配套设施和相关的道路管理制度, 电踏车出行是大势所趋。欧洲国家的自然地形条件孕育着悠久的自行车文化传统, 随着公共交通建设的完善以及疫情的催化下, 欧洲电踏车市场将仍然维持较高景气度。如在丹麦, 新修的自行车专用道每隔一英里就设有自行车充气站、修理站、停靠站(提供饮水、避雨服务)。日本国内多为丘陵地形, 道路崎岖不平, 为了解决居民出行费力的问题, 电踏车孕育而生, 日本道路交通法实施条例明确用于协助人力驱动的电动机使自行车行驶速度不超过 24km/h, 其助动功率的比例须符合相应的速度范围。中国“十三五”计划提出要推进交通运输低碳发展, 在主要城市陆续设置自行车专用车道、实行“人车分流”等, 这些措施有望一定程度上加速了电踏车的推广应用。

(2) 政策引导: 相关政策引导拉动电踏车销量增长, 如德国 STVZO 法规规定, 功率不超过 250W 及最高时速不超过每小时 24 km 的电动自行车视作自行车处理, 骑车人不用办理驾驶证, 也不用强制加入保险以及配戴头盔; 法国允许电踏车对全年龄段开放, 不需办理牌照, 骑行者不需戴头盔; 美国自 2014 年起, 电动自行车委员会开始积极推动各州实行统一的“三级分类系统”, 明确助力电动自行车的属性和使用要求; 中国在《关于政协十二届全国委员会第五次会议第 4141 号(工交邮电类 381 号)提案答复的函》指出电踏车在满足社会公众出行需求、缓解城市交通拥堵、构建绿色出行体系等方面发挥了重要作用。

(3) 政府补贴: 一系列补贴措施降低电踏车购买门槛, 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 1,000 欧元)等; 芬兰交通与通讯部宣布, 自 2018 年 4 月 1 日起, 每名芬兰公民一年内可一次性获得 400 欧元补贴用于购买电踏车; 挪威政府不但提倡自行车出行, 更是鼓励自行车运货, 其推出了一揽子的补贴(每辆普通电踏车提供 600 美元补贴, 每辆电助力载货自行车提供 1200 美元补贴)和税收优惠政策。这些政策的推出对于电踏车行业规模的扩张无疑是利好消息。

3. 久祺股份：渠道建设和一站式服务优势显著，电踏车和跨境电商自有品牌高成长

久祺以外销为主，跨境电商、OBM 模式占比逐年提高。按照销售产品的不同，公司营收可以分为整车类、配件类和其他类产品，2020 年分别占收入比 60.14%/31.22%/8.64%，其中整车类中童车、成人车、助力电动自行车和摩托车分别占比 24.31%/26.51%/7.78%/1.50%。按照经营模式的不同，公司营收可以分为 ODM、OEM、OBM 和贸易模式，2020 年四种模式分别占比 57.23%/0.62%/15.57%/26.58%。按照国际贸易模式的不同，公司营收可以分为 FOB(Free On Board)、CIF(Cost, Insurance and Freight)、DDP (Delivered Duty Paid) 和跨境电商，2020 年四种模式分别占比 77.61%/11.84%/2.72%/7.83%。

表 9：公司营业收入拆分

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021H1
营业收入	1,755.56	1,820.49	1,795.43	2,285.56	1579.47
YOY		3.70%	-1.38%	27.30%	94.08%
按产品					
整车类	1079.37	1105.75	1103.86	1373.73	839.82
YOY		2.44%	-0.17%	24.45%	59.77%
占主营收入比重	61.48%	60.74%	61.48%	60.10%	53.17%
毛利	123.22	161.30	188.73	312.88	169.29
毛利率	11.42%	14.59%	17.10%	22.78%	20.16%
成人自行车	515.28	499.77	505.97	605.99	533.62
YOY		-3.01%	1.24%	19.77%	143.24%
占主营收入比重	29.35%	27.45%	28.18%	26.51%	33.78%
毛利	57.78	70.82	72.72	116.20	95.98
毛利率	11.21%	14.17%	14.37%	19.18%	17.99%
儿童自行车	480.75	503.76	397.81	555.72	306.2
YOY		4.79%	-21.03%	39.69%	56.08%
占主营收入比重	27.38%	27.67%	22.16%	24.31%	19.39%
毛利	53.96	75.90	84.20	160.87	73.31
毛利率	11.22%	15.07%	21.17%	28.95%	23.94%
助力电动自行车	51.66	96.07	185.07	177.73	
YOY		85.97%	92.64%	-3.97%	
占主营收入比重	2.94%	5.28%	10.31%	7.78%	
毛利	8.70	14.27	29.75	29.06	
毛利率	16.84%	14.85%	16.07%	16.35%	
摩托车	31.68	6.15	15.01	34.29	
YOY		-80.59%	144.07%	128.45%	
占主营收入比重	1.80%	0.34%	0.84%	1.50%	
毛利	2.78	0.31	2.06	6.75	
毛利率	8.78%	5.04%	13.72%	19.69%	
配件	564.32	539.04	506.83	713.17	530.78
YOY		-4.48%	-5.98%	40.71%	119.02%
占主营收入比重	32.14%	29.61%	28.23%	31.20%	33.60%
毛利	57.13	63.79	67.06	93.73	64.08
毛利率	10.12%	11.83%	13.23%	13.14%	12.07%
其他收入	111.59	175.02	182.57	197.33	
YOY		56.84%	4.31%	8.08%	
占主营收入比重	6.36%	9.61%	10.17%	8.63%	
毛利	10.69	16.96	54.68	53.97	
毛利率	9.58%	9.69%	29.95%	27.35%	
其他业务	0.26	0.69	2.18	1.34	208.87
YOY		165.38%	215.94%	-38.53%	24187.21%
占主营收入比重	0.01%	0.04%	0.12%	0.06%	13.22%
毛利		0.53	1.11	0.64	29.37
毛利率		76.81%	50.92%	47.76%	14.06%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 10：公司营业收入拆分（按国际贸易交易模式）

	2018A	2019A	2020A
FOB			
金额（百万元）	1467.81	1465.76	1733.57
占比	82.39%	82.98%	77.61%
CIF			
金额（百万元）	306.89	165.88	264.46
占比	17.23%	9.39%	11.84%
DDP			
金额（百万元）	-	88.47	60.70
占比	-	5.01%	2.72%
跨境电商			
金额（百万元）	6.94	46.22	174.88
占比	0.39%	2.62%	7.83%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 11：公司营业收入拆分（按经营模式）

	2018A	2019A	2020A
ODM			
金额（百万元）	1245.78	1174.67	1307.22
占比	68.46%	65.51%	57.23%
OEM			
金额（百万元）	15.68	12.53	14.18
占比	0.86%	0.70%	0.62%
OBM			
金额（百万元）	182.25	195.92	355.65
占比	10.01%	10.93%	15.57%
贸易模式			
金额（百万元）	376.10	410.13	607.16
占比	20.67%	22.87%	26.58%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.1. 核心竞争力

3.1.1. 渠道优势：线上、线下齐发力，逐步打通全球市场

在销售渠道方面，公司立足全球市场，在传统的销售渠道、销售模式的基础上，组建专业团队，充分利用互联网技术，打造电商销售、直播销售的新模式，逐步形成“线上+线下”的销售模式，为公司发展注入新动力。

表 12：公司前五大客户信息

序号	公司名称	国别	营业规模 (2020年度)	市场地位/市场份额	合作年限	
1	HA BICICLETAS SA	哥伦比亚	200 百万美元	200 百万美元	53%左右	20年
2	LIDER-96 EOOD	保加利亚	69 百万美元	69 百万美元	30%左右	20年
3	EXPRESS UNION INTERNATIONAL CO., LTD.	乌克兰	141 百万美元	141 百万美元	34%左右	21年
4	DISTRIBUIDORA DE BICICLETAS BENOTTO SA DE CV	墨西哥	95 百万美元	95 百万美元	35%左右	6年
5	P.T. INDONESIA TUNGGAL CITRA及其关联方	印度尼西亚	30 百万美元	30 百万美元	6%左右	13年
6	UMIT BISIKLET SANAYI VE TICARET A.S.	土耳其	58 百万美元	58 百万美元	30%左右	18年
7	ISAPA IMPORTACAO E COMERCIO LTDA	巴西	430 百万美元	430 百万美元	35%左右	4年

资料来源：Wind，浙商证券研究所

线下渠道稳步拓展，积极开拓“一带一路”沿线国家新渠道。公司目前产品主要系外销（2020年占比约97.8%），主要出口区域包括欧盟地区、北美（美国、加拿大）、南美（阿根廷、哥伦比亚、墨西哥）和东南亚市场（印度尼西亚、印度）和大洋洲（澳大利亚）等，在海外长期积累了较多的优质线下渠道客户资源。公司在维护好传统的线下销售业务的同时，通过参加展会等各种方式主动开发其他区域市场，进一步完善线下外销业务的全球布局。在国家“一带一路”战略的推动下，公司坚持“走出去”发展战略，正在积极开拓“一带一路”沿线国家线下渠道。“一带一路”沿线国家和地区地形复杂，基础设施建设水平总体偏低，对自行车的需求较大，这与中国强大的自行车制造能力形成互补。根据中

国自行车协会发布的统计数据，2018年中国向“一带一路”沿线相关国家出口自行车整车和零部件16.9亿美元，同比增长7.6%。其中，对印度尼西亚出口624.8万辆，同比增长40.2%；对俄罗斯出口228.2万辆，同比增长6.0%；对哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦出口增长显著。

表 13：公司线下渠道分布及拓展（万元）

国家或地区	2018年度		2019年度		2020年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
哥伦比亚	20528.28	11.28%	19338.00	10.78%	21278.68	9.32%
墨西哥	13938.33	7.66%	12344.01	6.88%	12023.93	5.26%
阿根廷	11217.56	6.16%	10494.48	5.85%	13747.37	6.02%
智利	9680.12	5.32%	9148.50	5.10%	7892.83	3.46%
C国家	-	-	8971.66	5.00%	7701.42	3.37%
巴西	5809.27	3.19%	6526.37	3.64%	11541.71	5.05%
美国	1751.76	0.96%	6240.97	3.48%	20733.38	9.08%
巴拿马	5802.39	3.19%	4129.70	2.30%	7213.95	3.16%
加拿大	4578.72	2.52%	3796.75	2.12%	2805.21	1.23%
保加利亚	9862.93	5.42%	12493.43	6.97%	14589.41	6.39%
俄罗斯	13351.55	7.34%	11564.30	6.45%	10258.13	4.49%
乌克兰	14051.52	7.72%	10352.42	5.77%	15138.96	6.63%
土耳其	6034.66	3.32%	6960.19	3.88%	11083.57	4.85%
印度尼西亚	6543.73	3.60%	2310.56	1.29%	7012.96	3.07%
中国台湾	3830.83	2.11%	4034.03	2.25%	4370.42	1.91%
印度	3291.27	1.81%	1348.30	0.75%	1227.33	0.54%
南非	3537.24	1.94%	1631.66	0.91%	1644.10	0.72%
突尼斯	816.16	0.45%	2615.13	1.46%	3082.26	1.35%
澳大利亚	4684.56	2.57%	3575.02	1.99%	4700.88	2.06%
合计	139310.88	76.56%	137875.48	76.87%	178046.5	77.96%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

线上渠道在疫情的催化下加速拓展，逐步形成跨境电商全球网络。目前境外疫情仍在蔓延，以致公司的线下销售活动(境外实地拜访、国际国内行业展会及客户来华等)受限或取消，消费者更多地选择线上消费，公司的线上销售增长加快。公司利用亚马逊、速卖通、来赞达等电子商务平台加快线上渠道铺设，全力培育新的消费热点，挖掘自行车市场更多的增长潜力。随着公司对线上销售的力度的加强，B2B、B2C网络平台的不断完善和推广以及专业电商团队的组建，公司产品的网上直销量将进一步扩大。

表 14：公司线上渠道分布及拓展

电商平台（百万元）	2018年收入	占比	2019年收入	占比	2020年收入	占比
Amazon（亚马逊）	6.9	100%	42.7	92.54%	167.6	95.80%
AliExpress（全球速卖通）	-	-	1.6	3.47%	3.3	1.89%
LAZADA（来赞达）	-	-	0.9	1.95%	2.5	1.43%
官网	-	-	0.5	1.08%	1.3	0.74%
EBAY（易贝）	-	-	0.4	0.87%	0.2	0.11%
SHOPEE（虾皮）	-	-	0.04	0.09%	0.03	0.02%
阿里巴巴国际站	-	-	-	-	0.02	0.01%

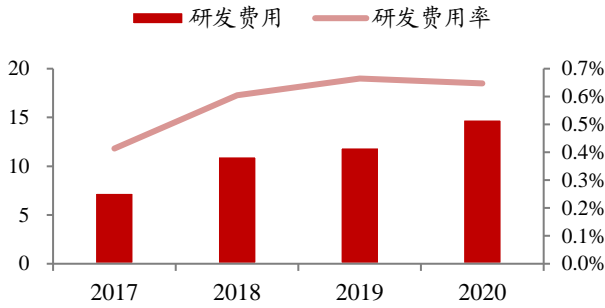
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.1.2. 一站式服务：资源整合+定制服务系统设立

公司立足国内自行车产业链，优化成本、提高壁垒。在采购端，公司对国内自行车整车及零部件生产厂家的资质、生产能力、技术能力有着良好的理解和掌控能力。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，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。另外，公司在外包为主的轻资产运营模式下，积极布局新材料、变速器和三电系统等关键零部件，在优化成本管控的同时加强对核心技术的掌握。

图 24：研发费用增长情况（百万元）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 25：公司自行车线上定制系统



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司可满足不同地区消费者多元需求，积累 SKU 上万。由于全球各国家和地区的文化差异、宗教差异以及经济发展差异，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，更注重实用性等等。因此，公司研发部门需持续根据客户的具体需求对产品进行设计或调整。公司销售面向全球市场，在 20 年的发展过程中，积累了超三万个设计版型，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；另一方面，公司积极参与全球各大自行车展会、论坛，在自行车制造工艺、零部件迭代、新材料应用等方面紧跟世界潮流，形成了一系列创新、创造和创意的亮点。公司研发投入费用不断增加，从 2017 年的 726 万元上升至 2020 年的 1479 万元。

图 26：公司童车品类下 SKU 丰富



资料来源：祺娃娃淘宝官方旗舰店，浙商证券研究所

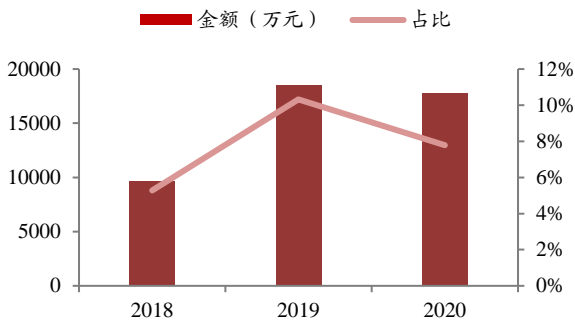
自行车定制服务系统逐步建立并完善，高效匹配客户个性化需求。公司逐步构建一套自行车专业版块互联网业务体系，创新 ODM 具体操作模式，通过 3D 技术、虚拟设计、创意设计以及工业设计等，提升数字化管理和研发设计水平。在实现客户自主下单、产品实景展示等功能的基础上，客户可通过该系统自定义产品构建，预设标准产品的个性化方案，让客户自身直观地在系统中展现模拟产品的样式；公司在收到客户的产品需求后，系统直接同已设定好的设计资料库串联，高效实现零部件配置、颜色搭配、贴花设计等，快速形成整车产品样式，并可与客户实时在线互动，根据客户需求优化调整，取代目前产品线下确认、调整设计的费时费力过程。自行车定制服务系统能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。

3.2. 成长看点：电踏车&跨境电商高成长

(1) 电踏车：出货量高速增长，市场份额有望提升

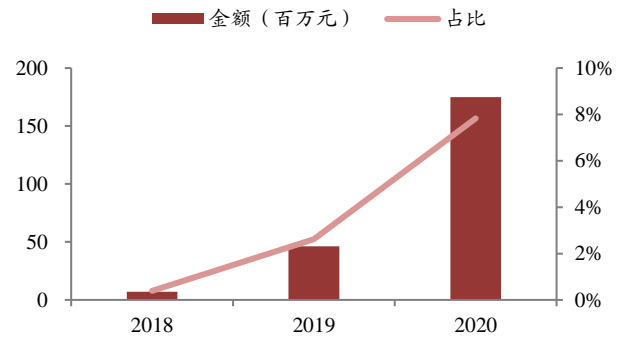
2017-2020 年，公司助力电动车营收分别为 96.07/185.07/177.73 百万元，2018 和 2019 年增速分别为 92.64%/-3.97%。拆分量价来看，2018-2020 年，公司助力电动车出货量分别为 3.61/6.33/11.02 万台，2018 和 2019 年增速分别为 75.38%/74.09%；助力电动车单价分别为 2663.35/2922.40/1612.68 元/台。2020 年公司助力电动自行车营收下滑主要系当年大客户信保额度问题，助力电动自行车出货单价未包含电机等零部件。预计 2021 年助力电动自行车平均单价将恢复正常水平，出货量持续高速增长。在电踏车渗透传统自行车行业大趋势基础上，公司有望复制传统自行车线下、线上渠道销售模式，向新、老客户推广性能更优、单价更高的电踏车新品，并且将根据订单情况合理调整电踏车的产能建设，进一步提高公司市场份额，提升公司在行业中的竞争地位。

图 27：公司助力电动车收入金额及占比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 28：公司跨境电商业务整体收入及占比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

(2) 跨境电商：翻倍式成长推广自主品牌，结构性提升公司利润率

公司 2018 年开始布局跨境电商业务，电商平台的数量以及销售金额有较大增长。2018-2020 年公司跨境电商销售收入分别为 694.34/4,621.69/17,488.43 万元，2019 和 2020 年收入增速分别为 565.62%和 278.39%，其中，2018-2020 年公司通过 AMAZON 平台在美国实现的销售收入分别为 690/4270/16760 万元。AMAZON 销售收入占公司电商平台收入比例也在逐年提升。目前 AMAZON 平台为公司跨境电商业务的主要销售平台，2020 年公司 95.8%的跨境电商收入都来自于 AMAZON (亚马逊)。以童车为例，截止 2021 年 11 月 10 日，公司的童车品牌“JOYSTAR”、“CYCMOTO”等在亚马逊美国站的销量已经达到了排名前三，并且在 Amazon 销量排名前十的童车 SKU 中占三席。公司 ODM 产品远销 80 个国家和地区，二十多年来凭借研发设计实力，已积累超三万 SKU，洞悉各地区客户不同的需求和偏好，为自主品牌的推广深度蓄力。随着跨境电商业务顺利拓展，公司有望逐步在海外市场打响自主品牌，通过线上渠道良好表现，逐渐向线下渠道引流。

图 29：AMAZON 儿童公路车销量排行榜（截止 2021 年 11 月 10 日）



资料来源：AMAZON 官网，浙商证券研究所

注：红框内为久祺股份童车自有品牌产品

4. 盈利预测与估值

(1) 成人自行车：疫情催化以自行车为代表的单人交通工具使用率提升，海内外城市交通设施与自行车出行匹配度日益提高。**营收方面**，久祺作为 ODM 龙头，在疫情加速低研发设计能力的中小企业出清过程中，公司有望凭借较强供货能力，不断获得新老客户订单，预计成人自行车订单量提升，21-23 年出货量分别增长 50%/25%/25%，出厂单价也将随中高端产品、自主品牌占比提升而提升，21-23 年单价分别提升 5%/3%/3%；**利润率方面**，公司 21 年受原材料价格及海运费等大幅上涨影响，毛利率承压明显，预计 22 年开始逐步提高，21-23 年毛利率分别为 17.50%/18.50%/19.30%。

(2) 儿童自行车：随着“90 后”父母逐渐成为童车消费的主力军，中高端童车产品销量逐渐增加；国家“三孩”政策推动童车销量上升；跨境电商包括 Amazon 销量持续翻倍式成长。**营收方面**，我们预计儿童自行车 21-23 年出货量分别增长 45%/35%/35%，单价分别提升 1%/3%/3%；**利润率方面**，21-23 年毛利率分别为 27.30%/28.30%/29.20%。

(3) 助力电动自行车：助力电动自行车需求增长较快、产品附加值较高，是公司重点发展项目之一。随着助力电动自行车相关技术的完善，省力、省时的助力电动自行车将受到更多消费者的青睐。**营收方面**，助力电动车目前主要依托传统自行车销售渠道，逐步渗透线下新老客户，线上电踏车自有品牌有望在未来几年逐步放量。20 年公司电踏车业务出厂单价显著下滑，主要系大客户信保问题，公司部分电踏车订单未包含电机价格，预计 21 年电踏车出货单价将恢复正常水平。**利润率方面**，21-23 年毛利率分别为 14.50%/15.50%/17.00%。

(4) 配件类：公司加强成本管控，零件的采购成本逐步优化，我们预计 21-23 年，配件类营收 11.41/12.55/13.81 亿元人民币，增速 60%/10%/10%，毛利率 11.14%/12.14%/13.20%。

表 15: 久祺股份营收预测

单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,755.56	1,820.49	1,795.43	2,285.56	3,691.90	4,738.64	6,095.16
YOY		3.70%	-1.38%	27.30%	61.53%	28.35%	28.63%
营业成本	1,564.25	1,577.92	1,483.87	1,824.35	3,025.58	3,818.55	4,832.79
YOY		0.87%	-5.96%	22.95%	65.84%	26.21%	26.56%
毛利率	10.90%	13.32%	17.35%	20.18%	18.05%	19.42%	20.71%
按产品							
整车类	1079.37	1105.75	1103.86	1373.73	2342.29	3264.56	4484.69
YOY		2.44%	-0.17%	24.45%	70.51%	39.37%	37.37%
占主营收入比重	61.48%	60.74%	61.48%	60.10%	63.44%	68.89%	73.58%
毛利率	11.42%	14.59%	17.10%	22.78%	20.75%	21.70%	22.69%
成人自行车	515.28	499.77	505.97	605.99	954.40	1228.79	1582.06
YOY		-3.01%	1.24%	19.77%	57.49%	28.75%	28.75%
占主营收入比重	29.35%	27.45%	28.18%	26.51%	25.85%	25.93%	25.96%
毛利率	11.21%	14.17%	14.37%	19.18%	17.50%	18.50%	19.30%
儿童自行车	480.75	503.76	397.81	555.72	813.87	1131.68	1573.61
YOY		4.79%	-21.03%	39.69%	46.45%	39.05%	39.05%
占主营收入比重	27.38%	27.67%	22.16%	24.31%	22.04%	23.88%	25.82%
毛利率	11.22%	15.07%	21.17%	28.95%	27.30%	28.30%	29.20%
助力电动自行车	51.66	96.07	185.07	177.73	574.03	904.09	1329.02
YOY		85.97%	92.64%	-3.97%	222.98%	57.50%	47.00%
占主营收入比重	2.94%	5.28%	10.31%	7.78%	15.55%	19.08%	21.80%
毛利率	16.84%	14.85%	16.07%	16.35%	14.50%	15.50%	17.00%
摩托车	31.68	6.15	15.01	34.29	76.86	109.91	138.49
YOY		-80.59%	144.07%	128.45%	50.00%	30.00%	20.00%
毛利率	8.78%	5.04%	13.72%	19.69%	17.69%	18.69%	19.50%
配件	564.32	539.04	506.83	713.17	1141.07	1255.18	1380.70
YOY		-4.48%	-5.98%	40.71%	60.00%	10.00%	10.00%
占主营收入比重	32.14%	29.61%	28.23%	31.20%	30.91%	26.49%	22.65%
毛利率	10.12%	11.83%	13.23%	13.14%	11.14%	12.14%	13.20%
其他收入	111.59	175.02	182.57	197.33	207.20	217.56	228.43
YOY		56.84%	4.31%	8.08%	5.00%	5.00%	5.00%
占主营收入比重	6.36%	9.61%	10.17%	8.63%	5.61%	4.59%	3.75%
毛利率	9.58%	9.69%	29.95%	27.35%	25.35%	27.00%	27.00%
其他业务	0.26	0.69	2.18	1.34	1.34	1.34	1.34
YOY		165.38%	215.94%	-38.53%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营收入比重	0.01%	0.04%	0.12%	0.06%	0.04%	0.03%	0.02%
毛利率		76.81%	50.92%	47.76%	45.76%	50.00%	50.00%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

参考可比公司, 春风动力为摩托车、地形车龙头企业; 九号公司-WD 的主营智能电动平衡车、智能电动滑板车等产品, 自主品牌销售占比在 2020 年达 43.84%; 爱玛科技公司是电动自行车行业龙头企业。九号公司、春风动力、爱玛科技三家公司 21 年 PE 平均值 54X。

表 16: 可比公司估值 (截止 2021 年 11 月 15 日)

公司名称	股票代码	股价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE (倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
九号公司-WD	689009.SH	65.17	458.86	0.73	5.44	9.85	14.59	624.52	84.31	46.59	31.46
春风动力	603129.SH	183.87	275.95	3.65	4.98	7.95	10.81	75.62	55.40	34.72	25.52
爱玛科技	603529.SH	40.86	164.94	5.99	6.83	8.76	10.93	27.56	24.16	18.83	15.09
平均值				2.39	5.75	8.85	12.11	164.72	54.62	33.38	24.02
久祺股份	300994.SZ	48.88	94.94	1.57	2.15	2.97	4.33	60.57	44.23	31.93	21.95

资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 除久祺股份外, 各公司净利润、PE 均采用 Wind 一致预期

我们预计 21-23 年公司营收 36.92/47.39/60.95 亿元, 同比增长 61.53%/28.35%/28.63%; 归母净利润 2.15/2.97/4.33 亿元, 同比增长 36.96%/38.49%/45.48%, 对应当前市值 PE 分别为 44.23X/31.93X/21.95X。参考未来 5 年电助力自行车渗透传统自行车趋势以及疫情加速短途交通工具发展, 久祺有望乘行业东风, 凭借多年积累渠道、一站式服务优势, 电踏

车和跨境电商自主品牌双轮驱动业绩高成长，我们给予 40X 估值，首次覆盖予以“买入评级”。

5. 风险提示

1. 科技创新风险

公司的主要产品为自行车、助力电动自行车，综合应用了机械、材料、设计、电子、自动化等多学科技术，新材料、新技术的创新应用也在逐步改变自行车、助力电动自行车的生产工艺、应用功能及骑乘体验。公司在生产经营过程中需要持续投入对新型材料、新技术的应用、生产工艺的提升进行研发，以保持产品的技术先进性、功能前瞻性。如公司未来对科技创新投入不足，或投入方向偏离科技创新发展趋势或未能符合下游厂商、消费者需求的变化，将会损害公司的市场竞争力，从而给公司的市场竞争地位和经营业绩带来不利影响。

2. 新旧产业融合风险

公司所处的自行车行业属于相对传统、成熟的行业，为适应科技进步对传统产业的变革，公司在生产层面为实现自动化制造逐步引进自动焊接机器人、自动喷漆线等自动化生产设备，在产品线加大对新材料、新技术应用的研究，在销售方面充分利用互联网技术逐步打造电商销售、直播销售的新模式。未来如公司现有业务与工业自动化、新材料应用、互联网技术等新产业、新技术不能较好地实现融合发展，公司的产品及销售模式将面临被市场淘汰的风险，从而给公司的市场竞争地位和经营业绩带来不利影响。

3. 国际宏观经济与市场环境变化风险

公司主要为海外客户提供自行车及相关配套产品，收入主要来源于海外市场。2018、2019 及 2020 年公司来自境外的主营业务收入分别为 178,164.73 万元、176,632.56 万元和 223,361.25 万元，占同期主营业务收入的比重分别为 97.90%、98.50%和 97.78%，占比较高，且在未来对海外市场的依存度依然较高。如果国际宏观经济和市场环境出现大幅波动，特别是欧洲、美洲国家的政治、经济、社会形势等发生重大不利变化，或与我国的政治、经济、外交合作关系发生不利变化，将对公司的生产经营产生不利影响，进而导致公司业绩下滑的风险。

4. 国际贸易政策风险

公司产品主要销售到欧洲、美洲等海外国家和地区。国际贸易存在诸多不稳定因素，如各国政治局势会因为政府的换届产生重大变化，进而影响该国的国际贸易；另外随着国际贸易市场摩擦不断，产品进口国的贸易保护主义倾向有日益加重的趋势。如果主要产品进口国改变进口关税政策，或实行更加严重贸易保护主义政策，则会影响公司产品在境外的销售，将对公司的经营业绩产生较大的不利影响。

5. 汇率波动风险

公司销售主要集中于境外，并主要以美元进行结算。2018、2019 及 2020 年公司来自境外的主营业务收入分别为 178,164.73 万元、176,632.56 万元和 223,361.25 万元，占同期主营业务收入的比重分别为 97.90%、98.50%和 97.78%；汇兑损益分别为-325.13 万元、-584.55 万元和 3,436.74 万元。公司销售的产品大部分采用向外包供应厂商采购的方式完成，从获取订单、确定供应商、组织生产、交付货物到完成销售需要一定周期，在此期间

内，如果人民币汇率出现大幅波动将直接影响公司的经营业绩。如人民币持续升值，则将对公司的出口业务产生不利影响，具体表现为：1、导致公司产生汇兑损失；2、以人民币折算的销售收入减少，影响公司毛利率水平；3、在一定程度上降低公司出口产品的价格竞争力。

6. 出口退税政策变动的风险

报告期内，根据财政部、国家税务总局于2018年4月4日颁布的财税[2018]32号《关于调整增值税税率的通知》文件的规定：“原适用17%税率且出口退税率为7%的出口货物，出口退税率调整至16%；原适用11%税率且出口退税率为11%的出口货物、跨境应税行为，出口退税率调整至10%”。根据财政部、税务总局、海关总署2019年3月20日颁布的《关于深化增值税改革有关政策的公告》(财政部税务总局海关总署[2019]39号)规定：“纳税人发生增值税应税销售行为，自2019年4月1日起，原适用于16%税率且退税率为16%的出口货物，出口退税率调整至13%；原适用10%税率且出口退税率为10%的出口货物、跨境应税行为，出口退税率调整为9%。”

报告期内，公司出口产品享受增值税退税优惠政策，根据出口商品类别适用17%、16%、13%、11%、10%、9%不等的出口退税率。报告期内，公司收到出口退税金额为22,175.79万元、18,018.61万元和18,727.28万元，金额较大。如果未来国家根据国内外宏观经济发展和产业政策调整的需要，调低公司产品的出口退税率，将会对公司未来经营业绩产生不利影响。

7. 市场竞争风险

自行车行业进入门槛相对较低，市场处于完全竞争和高度开放状态，企业竞争比较激烈。但随着以铝合金、镁合金、碳纤维新材料为代表的轻量化、以智能硬件为代表的智能化等新技术驱动行业的产品革新升级，使得消费者对自行车产品满足其骑乘舒适、个性化、高性价比等方面的要求提高，自行车行业企业的竞争也将进一步的加剧。行业间竞争的加剧，一方面能促进技术进步、产品优化，另一方面也可能导致行业内企业的盈利能力下降等经营性风险。如果公司不能持续提高研发设计、产品质量、服务水平或及时开发出满足客户需求的新产品，激烈的市场竞争可能导致公司面临市场份额与市场地位下降的风险，进而对公司的经营业绩产生较大的不利影响。

8. 新型冠状病毒疫情可能造成的经营风险

2020年1月至今，新型冠状病毒疫情在中国和全球多个国家爆发。爆发初期，国内各行业均遭受了不同程度的影响。国内延期复工、交通管制等疫情防控措施对于公司原材料的采购、产品的生产和交付、客户的订单产生了一定的不利影响，相比正常进度有所延后。随着疫情在全球范围内逐步爆发，疫情持续时间目前尚无法明确预计，对公司所在的自行车行业的整体影响难以准确估计。如果疫情短期内不能有效缓解，各主要国家和地区不能及时恢复正常生产经营秩序，出入境管控等防控措施持续加强，由此可能会对包括跨境商务交流、物流运输、旅游休闲、户外运动及体育比赛等活动及相关产业产生冲击，将会给公司的经营状况造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	977	1517	2033	2769	营业收入	2286	3692	4739	6095
现金	265	586	814	1206	营业成本	1824	3026	3819	4833
交易性金融资产	121	53	71	82	营业税金及附加	2	3	4	6
应收账款	403	648	858	1090	营业费用	217	350	474	610
其它应收款	29	47	60	78	管理费用	23	44	56	73
预付账款	23	25	39	50	研发费用	15	24	47	67
存货	116	116	167	234	财务费用	34	4	4	5
其他	20	42	24	29	资产减值损失	5	6	1	8
非流动资产	89	77	91	93	公允价值变动损益	11	11	11	11
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	3	3	3	3
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	5	5	5	5
固定资产	74	63	70	72	营业利润	185	254	352	514
无形资产	5	4	2	1	营业外收支	2	2	2	2
在建工程	0	0	8	9	利润总额	187	256	355	516
其他	10	10	10	10	所得税	30	41	57	83
资产总计	1066	1594	2124	2861	净利润	157	215	297	433
流动负债	624	892	1123	1428	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	7	2	3	归属母公司净利润	157	215	297	433
应付款项	454	621	788	1064	EBITDA	191	255	350	507
预收账款	10	123	160	145	EPS (最新摊薄)	0.81	1.11	1.53	2.23
其他	161	140	173	216	主要财务比率				
非流动负债	4	2	2	3		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	4	2	2	3	营业收入	27.30%	61.53%	28.35%	28.63%
负债合计	629	893	1126	1431	营业利润	30.59%	37.39%	38.82%	45.76%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	39.79%	36.96%	38.49%	45.48%
归属母公司股东权益	437	701	998	1430	获利能力				
负债和股东权益	1066	1594	2124	2861	毛利率	20.18%	18.05%	19.42%	20.71%
					净利率	6.86%	5.81%	6.27%	7.10%
					ROE	40.39%	37.73%	35.01%	35.62%
					ROIC	35.08%	29.60%	28.86%	29.29%
					偿债能力				
					资产负债率	58.98%	56.04%	53.01%	50.01%
					净负债比率	0.00%	0.79%	0.21%	0.22%
					流动比率	1.56	1.70	1.81	1.94
					速动比率	1.38	1.57	1.66	1.77
					营运能力				
					总资产周转率	2.50	2.78	2.55	2.45
					应收帐款周转率	6.23	7.06	6.37	6.35
					应付帐款周转率	6.72	7.18	6.90	6.68
					每股指标(元)				
					每股收益	0.81	1.11	1.53	2.23
					每股经营现金	1.05	0.99	1.39	2.12
					每股净资产	3.00	3.61	5.14	7.36
					估值比率				
					P/E	60.57	44.23	31.93	21.95
					P/B	16.28	13.55	9.51	6.64
					EV/EBITDA	-	34.71	24.59	16.19

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>