

久祺股份 (300994)

证券研究报告

2021年12月18日

由 ODM 走向自主品牌，乘电踏车之势加速成长

行业特点：格局松散，电踏车星星之火，成为新增长点

全球自行车需求约 1.2 亿辆，预计市场规模约 2800 亿元。行业格局松散，巨大机械为全球著名自行车制造商，2020 年销量占比约 3.7%，集中度较低的原因：1) 产品个性化程度高（如应用场景、品牌喜好、购买力等）2) 各个国家自行车标准不同。

类比电动车，电踏车为自行车行业带来新增量。欧洲：2020 年电踏车销量 453.7 万辆，2015-2020 年复合增速 27%。美国：2020 年销量约 50-60 万辆，同比翻番。美国电踏车处于发展初期，随着电踏车法规落地，预计未来三年电踏车增速有望达到 50%。

轻资产运营，聚焦设计、品牌、渠道

自行车虽然属于制造业，但具有消费属性，品牌、渠道为重要的护城河。从久祺、巨大机械的三费构成看，销售费用远高于管理、研发费用。虽然巨大机械为相对成熟的品牌，但推销费用率仍较高，2020 年推销费用率 9.3%，远高于管理费用率 2.6%、研发费用率 1.3%。

久祺深谙行业特点，聚焦于设计开发、品牌、渠道建设等关键环节，轻资产运营，外包生产为主、自主生产为辅。

久祺成长看点：拓品类、新渠道&自主品牌占比提升

- ✓ **拓品类：**久祺从成人车、童车延伸至电踏车。2020 年，久祺电动助力车平均单价 1613 元，是成人车的 3.6 倍，儿童车的 6.8 倍。电动助力车 ASP 远高于成人车、童车，能给公司带来更大业绩弹性。
- ✓ **新渠道：**相对于线下消费，线上消费者更注重品类多样、好评率，给新品牌切入消费者提供了可能性。线上毛利率远高于线下，2020 年童车线上、线下业务毛利率分别为 74.1%、16.7%。
- ✓ **自主品牌：**2018-2020 年 OBM 在公司营收占比分别为 10%、11%、16%。公司有 Hiland、Joystar 等自有品牌，在北美具有一定知名度。自有品牌直接面对终端消费者，不需要经过品牌商、代工厂等环节，可获得更高毛利率。

巨大机械、美利达成长之路：从 OEM 到自有品牌，聚焦高端市场

巨大机械、美利达创立初期都从 OEM 起步，积累生产、研发等能力，久祺成长路径较为相似。巨大机械采用自有品牌+直销模式，美利达采用合资+经销模式，2017 年之后电踏车使两个公司业绩重回高增。

目前来看，久祺与巨大机械的策略较为接近，针对不同市场、人群采用多品牌发展策略。在 ODM 方面，久祺也积累深厚，ODM、自有品牌有望成为久祺发展的双引擎，电踏车也有望显著增厚利润水平。

盈利预测与估值

看好久祺品类扩张、布局新渠道、自有品牌比例提升。看 2025 年，我们预计久祺电踏车销量有望达到 150-200 万辆，贡献净利润 3 亿元，中长期成长空间广阔。预计 21、22 年归母净利润 2.1、3 亿元。给予 2022 年 PE 45X，对应股价 69.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：自有品牌开拓不及预期、自行车行业需求大幅下降、海运费用维持高位、贸易摩擦、产品销量不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,795.43	2,285.56	3,747.47	4,965.02	6,612.91
增长率(%)	(1.38)	27.30	63.96	32.49	33.19
EBITDA(百万元)	147.90	241.57	291.45	427.10	595.68
净利润(百万元)	101.99	156.75	209.68	300.35	420.62
增长率(%)	97.57	53.70	33.77	43.24	40.04
EPS(元/股)	0.53	0.81	1.08	1.55	2.17
市盈率(P/E)	98.98	64.40	48.14	33.61	24.00
市净率(P/B)	29.80	23.08	8.70	6.91	5.37
市销率(P/S)	5.62	4.42	2.69	2.03	1.53
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.52	20.36	13.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 汽车/其他交运设备

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 51.24 元

目标价格 69.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 194.24

流通 A 股股本(百万股) 46.06

A 股总市值(百万元) 9,952.86

流通 A 股市值(百万元) 2,359.89

每股净资产(元) 5.62

资产负债率(%) 41.10

一年内最高/最低(元) 58.47/24.50

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 行业特点：格局松散，电踏车星星之火，成为新增长点	5
1.1. 行业空间：预计全球自行车 1.2 亿辆，市场规模 2800 亿元	5
1.2. 竞争格局：自行车行业格局松散，骑行偏好、标准、文化等造成差异	6
1.3. 电踏车为新增量，欧洲、美国、日本渗透率持续提升	9
2. 轻资产运营，聚焦设计、品牌、渠道	11
2.1. 由必选消费转向可选消费，消费者价格敏感度降低	11
2.2. 销售费用高于管理、研发费用，品牌为重要护城河	12
2.3. 久祺轻资产运营，聚焦设计、品牌、渠道等关键环节	13
3. 久祺成长看点：拓品类、新渠道&自主品牌占比提升	15
3.1. 拓品类：从成人车、童车到电动助力车，ASP 显著提升	15
3.2. 新渠道：发力线上销售，打开北美市场	16
3.3. 从 ODM 转向自有品牌，盈利能力显著提升	17
4. 巨大机械、美利达成长之路：从 OEM 到自有品牌，聚焦高端市场	18
4.1. 股价复盘：与利润增速高度相关，电踏车开启新增长曲线	18
4.2. 成本优势被中国大陆取代，聚焦高端化破局	19
4.3. 销售模式：巨大机械自有品牌+直销，美利达合资+经销	20
4.4. 对久祺的启示：多品牌策略，ODM 与自有品牌成为双引擎	21
5. 盈利预测与估值	22
5.1. 预计 2021、2022 年公司收入 37.5、49.7 亿元，同比增长 64%、32.5%，归母净利润 2.1、3 亿元，同比增长 34%、43%	22
5.2. 看 2025 年，电踏车净利润有望达到 3 个亿，预计久祺利润占比超过 40%	24
5.3. 估值：给予 2022 年 PE 45x，给予“买入”评级	25
6. 风险提示	25

图表目录

图 1：美国自行车进口数量（万辆）及增速（%）	5
图 2：欧洲传统自行车、电踏车进口辆（万辆）	5
图 3：巨大机械自行车销量（万辆）	6
图 4：2020 年自行车企业竞争格局（销量，%）	6
图 5：2019 年德国自行车按用途分类（%）	7
图 6：2019 年德国电踏车按用途分类（%）	7
图 7：2018 年美国骑行者骑行频率（%）	7
图 8：2018 年美国骑行者骑行目的占比（%）	7
图 9：中国 GB 3565 与美国 CPSC 1512 自行车安全要求的主要差异(部分)	8
图 10：2016 年欧洲自行车平均售价（欧元）	9
图 11：欧洲电踏车销量（万辆）及增速（%）	9
图 12：日本电踏车销量（万辆）及增速（%）	9

图 13: 日本 2013-2020 年电踏车渗透率 (%)	10
图 14: 日本 2021 年 1-8 月电踏车渗透率 (%)	10
图 15: 德国自行车+电踏车销量 (万辆) 及增速 (%)	10
图 16: 德国电踏车销量 (万辆) 及增速 (%)	10
图 17: ACCELL2018-2020 年产品结构 (%)	10
图 18: 2020 年 ACCELL 份产品营收增速 (%)	10
图 19: 中国自行车变迁史	11
图 20: LV STEP-THROUGH 中号自行车 (整车)	11
图 21: LV STEP-THROUGH 中号自行车 (部分)	11
图 22: 久祺股份销售、管理、研发费用率 (%)	12
图 23: 巨大机械推销费用率、管理费用率、研究发展费用率(%)	12
图 24: 捷安特旅行社活动	12
图 25: 久祺股份固定资产 (亿元) 和固定资产占总资产比例 (%)	13
图 26: 久祺股份固定资产折旧 (亿元) 及占营业成本比例 (%)	13
图 27: 久祺主营业务按区域销售占比 (%)	14
图 28: 2020 年久祺前五大客户	14
图 29: 久祺分产品营收 (亿元)	15
图 30: 久祺分产品营收增速 (%)	15
图 31: 久祺分产品销量 (万辆)	15
图 32: 久祺分产品单价 (元/辆)	15
图 33: 久祺电商收入金额 (亿元) 及占比 (%)	16
图 34: 久祺股份销售费用分项目占比 (%)	16
图 35: 2015 年德国自行车分渠道份额 (%)	17
图 36: 2019 年德国自行车分渠道份额 (%)	17
图 37: 久祺童车业务线上营收占比 (%) 与毛利率 (%)	17
图 38: 成人车线上营收占比 (%) 与毛利率 (%)	17
图 39: 久祺不同销售模式下占比 (%)	18
图 40: 久祺不同销售模式下毛利率 (%)	18
图 41: 巨大机械、美利达股价走势 (新台币)	18
图 42: 巨大机械、美利达归母净利 (亿元, 新台币) 与增速 (%)	19
图 43: 巨大机械自行车分地区销量 (万辆) 及增速 (%)	19
图 44: 美利达电动自行车外销量 (万辆) 及占比 (%)	19
图 45: 中国台湾自行车出口数量 (万辆) 及增速 (%)	20
图 46: 中国台湾自行车出口数量平均单价 (万元, 新台币) 及增速 (%)	20
图 47: 巨大机械自行车 ASP 及增速 (新台币/辆, %)	20
图 48: 美利达自行车、电动自行车外销 ASP (元/辆, 新台币)	20
图 49: 巨大机械、美利达毛利率 (%)	20
图 50: 巨大机械、美利达净利率 (%)	20
图 51: 巨大机械销售、管理、研发费用率 (%)	21
图 52: 美利达推销费用率、管理费用率 (%)	21
图 53: 巨大机械发展历程	21

图 54: 久祺股份营收、归母净利 (亿元) 及增速 (%)	22
图 55: 久祺分产品营收 (亿元) 及增速 (%)	22
图 56: 久祺股份毛利率 (%) 及净利率 (%)	23
图 57: 久祺主要业务毛利率 (%)	23
图 58: 久祺 Hiland 电踏车	24
表 1: 全球自行车市场规模测算 (亿美元)	5
表 2: 自行车出口总额 (亿美元) 及占比 (%)	6
表 3: 中国和日本自行车螺纹典型尺寸差异举例	8
表 4: 自行车本土品牌	9
表 5: 久祺前几大客户简要介绍	14
表 6: 久祺获取订单方式	14
表 7: 久祺在主要电商平台实现的销售金额 (万元) 及占比 (%)	16
表 8: 久祺股份业绩拆分	23
表 9: 同类企业估值对比 (PE)	25

1. 行业特点：格局松散，电踏车星星之火，成为新增长点

1.1. 行业空间：预计全球自行车 1.2 亿辆，市场规模 2800 亿元

全球自行车需求约 1.2 亿辆，我们预计市场规模约 2800 亿元。全球 1.2 亿万辆自行车需求中，美国年销量约 1500-2000 万辆，欧洲年销量约 2000 万辆，日本年销量约 160 万辆。从市场规模看，美国自行车年市场规模约 80 亿美元，平均单价约 460 美元/辆；欧洲自行车年市场规模约 200 亿美元，平均单价约 1000 美元/辆。若美国、欧洲以外地区以每辆车单价 200 美元计算，预计全球自行车规模约 445 亿美元（约 2800 亿 RMB），平均单价 371 美元/辆（约 2371RMB）。

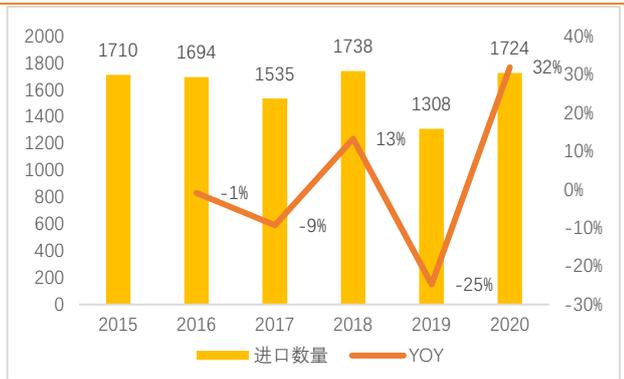
表 1：全球自行车市场规模测算（亿美元）

	年销售量(万辆)	销量占比(%)	市场规模(亿美元)	平均单价(美元/辆)
美国	1500-2000	12.5%-17%	80	457
欧洲	2000	17%	200	1000
其他地区	8250	69%	165	200
全球	12000	100%	445	371

资料来源：久祺招股说明书、巨大机械 2019 年财报、天风证券研究所

美国为自行车消费大国，大部分自行车主要依赖进口，而欧洲本土有较为完善的自行车产业。美国自行车年需求量约 1500-2000 万台，2020 年美国进口自行车数量达到 1724 万台，几乎都为进口。欧洲自行车年销量约在 2000 万辆，2020 年欧洲进口传统自行车 477 万辆、电踏车 84 万辆，合计 561 万辆，占销量比例 28%。欧洲自行车基础设施较为完善，荷兰、丹麦、德国等多个国家有深厚的骑行文化以及环保理念。欧洲有众多历史悠久的自行车品牌，如法国 Mercier、英国 Raleigh、意大利 Bianchi 等。

图 1：美国自行车进口数量（万辆）及增速（%）



资料来源：UN Comtrade、天风证券研究所

图 2：欧洲传统自行车、电踏车进口辆（万辆）



资料来源：Eurostat、天风证券研究所

中国为最大自行车出口国，2019 年全球自行车出口总值达到 89 亿美元，中国大陆占 32.4%。中国台湾 1970 年代起逐渐成为全球自行车重要生产地区，以代工欧美品牌为主，1980 年取代日本成为全球最大的自行车供应地区。但中国大陆自行车制造业快速崛起，中国台湾自行车代工模式受到挑战，1991 年起中国大陆外销数量首次超越中国台湾。2019 年自行车出口总额 89 亿美元，其中中国大陆、中国台湾、荷兰分别出口 29、14、8 亿美元，占出口比例分别为 32.4%、15.3%、9%，中国为最大自行车出口国。

表 2: 自行车出口总额 (亿美元) 及占比 (%)

	国家/地区	出口总额 (亿美元)	占比 (%)
1	中国大陆	29	32.4%
2	中国台湾	14	15.3%
3	荷兰	8.02	9%
4	德国	6.58	7.4%
5	柬埔寨	4.83	5.4%
6	葡萄牙	2.68	3%
7	意大利	2.63	3%
8	比利时	2.3	2.6%
9	波兰	1.77	2%
10	英国	1.37	1.5%
	合计	73.18	81.6%

资料来源: World's Top Exports、久祺招股说明书、天风证券研究所

1.2. 竞争格局: 自行车行业格局松散, 骑行偏好、标准、文化等造成差异

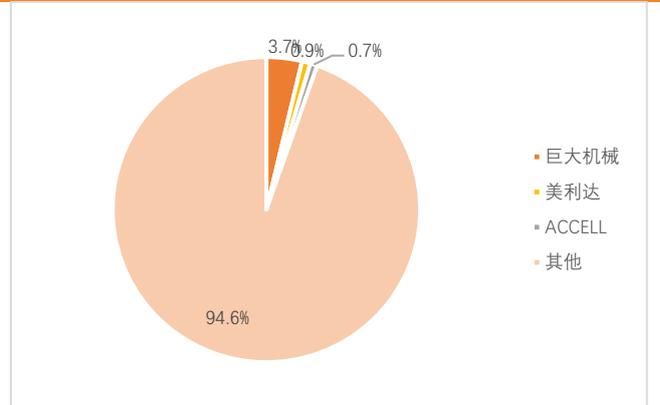
自行车行业格局松散, 巨大机械为全球著名自行车制造商, 2020 年销量占比约 3.7%。巨大机械为全球著名自行车制造商, 2020 年销量 447 万辆, 同比增长 7%。2016-2018 年主要受到中国大陆共享单车的冲击, 销量增速下滑, 2019 年开始基本恢复。巨大机械、美利达、ACCELL 都为世界著名的自行车企业, 2020 年自行车销量分别为 447、107、90 万辆, 全球占比分别为 3.7%、0.9%、0.7%, 集中度较低。我们认为集中度较低的原因: 1) 骑行偏好、使用场景等差异化较大 2) 各个国家自行车标准不同 3) 品牌喜好、购买力存在差异。

图 3: 巨大机械自行车销量 (万辆)



资料来源: 巨大机械财报、天风证券研究所

图 4: 2020 年自行车企业竞争格局 (销量, %)

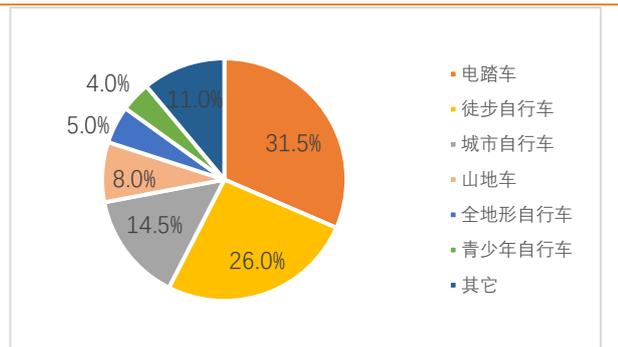


资料来源: 巨大机械财报、美利达财报、ACCELL 财报、天风证券研究所

原因 1: 骑行偏好、使用场景等差异化较大。自行车主要分为专业市场、量贩市场、运动产品市场, 专业市场以运动休闲、竞赛产品为主, 量贩市场以通勤、交通代步为主, 运动产品市场介于两者之间。发达国家市场以运动休闲产品为主、交通代步产品为辅, 而发展中国家以交通代步产品为主。

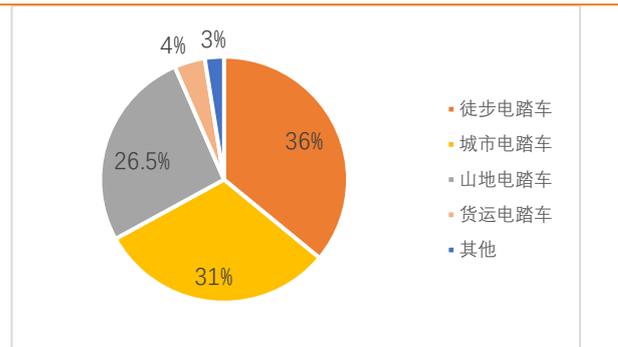
- ✓ **德国: 2019 年自行车销量中城市自行车占比仅占 14.5%, 多数为徒步自行车、城市自行车等品类。**按用途分类, 德国 2019 年自行车销量中脚踏车、徒步自行车、城市自行车占比前三, 分别为 31.5%、26%、14.5%, 城市自行车占比仅 14.5%。若单看脚踏车, 2019 年徒步脚踏车、城市脚踏车、山地脚踏车分别占比 36%、31%、26.5%,

图 5：2019 年德国自行车按用途分类 (%)



资料来源：ZIV、天风证券研究所

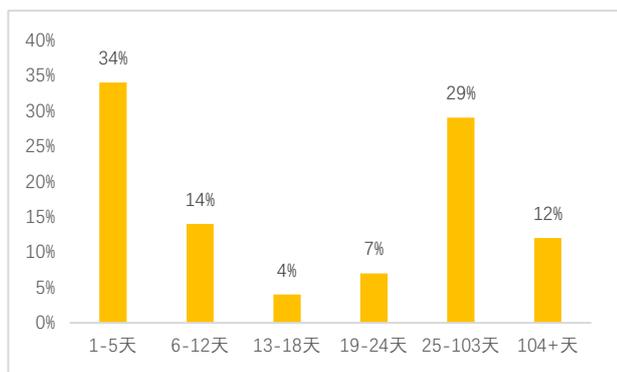
图 6：2019 年德国电踏车按用途分类 (%)



资料来源：ZIV、天风证券研究所

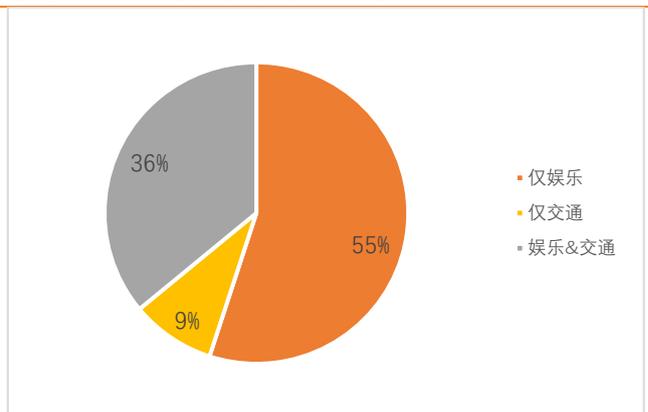
- ✓ **美国：多数骑自行车一年骑行次数不超过 24 次（一个月 2 次），骑行目的以娱乐为主。** 2018 年美国骑行者骑行 1-5 天、6-12 天、13-18 天、19-24 天的比例分别为 34%、14%、4%、7%。60%骑行者一年骑行次数不超过 24 天（平均一个月两次），55%骑行者仅以娱乐为目的，9%骑行者仅以交通为目的，36%骑行者同时以娱乐、交通为目的。

图 7：2018 年美国骑行者骑行频率 (%)



资料来源：Corona、天风证券研究所

图 8：2018 年美国骑行者骑行目的占比 (%)



资料来源：Corona、天风证券研究所

- ✓ **澳洲：幅员辽阔，由于地缘、气候不用，各地区自行车市场存在差异。**澳洲自行车市场每年销量约 120-140 万辆，在销售车型上，西澳地区以销售登山自行车为主，悉尼地区越野自行车较为畅销。

原因 2：各个国家自行车标准不同、产品测试不同。不同国家有不同的自行车、电动自行车产品标准，比如中国 GB3565-2005《自行车安全要求》和美国 CPSC 1512《自行车要求》存在差异：在机械性能要求中，美国有“连接紧固件”，而中国标准没有，在转向系统要求中，中国有“把横管和把立管组合件的疲劳试验”，而美国标准则没有。

图 9：中国 GB 3565 与美国 CPSC 1512 自行车安全要求的主要差异(部分)

差异项目	美国 CPSC 1512	中国 GB 3635
机械性能要求	4 组装 锐边、突出物 钢绳尾端的防护 *连接紧固件	4.1 锐边 4.2 突出物 5.2.3 车闸部件的安装（钢绳尾端的防护）
制动系统的要求	5 制动系统 手闸负荷和性能测试 脚刹车力和性能测试 制动距离 闸把位置 握闸尺寸 紧固 制闸力 闸皮和闸盒 副闸把 脚闸制动力	5.1 制动系统（含闸皮材料分析） 5.2.1 闸把位置 5.2.2 握闸尺寸 5.2.3 车闸部件的安装 5.2.4 闸皮组装 5.2.5 车闸的调整 5.3 脚闸 5.4.1 手闸强度 5.4.2 脚闸强度 5.5.1 干态制动 5.5.2 湿态制动 5.5.3 副闸把 5.5.4 脚闸线性
转向系统的要求	6 转向系统的要求 把立管标记 把立管强度 车把 车把两端 车把和夹紧装置	6.1 把横管 6.2 把立管 6.3 把立管的丝杆 6.4 车把的稳定性 6.5 车把部件强度 *6.6 把横管和把立管组合件的疲劳试验
脚踏的要求	7 脚踏的要求 结构 足尖套 脚踏反射器	11.1 脚踏的脚踩面 17.4 脚踏反射器的光学要求 *11.4 脚踏动态耐久性试验 *11.3 驱动系统静负荷 *11.5 曲柄组合件的疲劳试验

资料来源：《自行车出口商品技术指南》、天风证券研究所

日本的自行车标准，从零部件到整车自成体系，部分具有特殊要求。除日本自行车工业标准 JISD9301《一般用自行车》外，还有日本自行车协会(JBA)制定的 BA（日本）《自行车安全基准》。幅条张力、螺纹部件、产品标记、振动试验等项目，日本都有特有的标准。例如在螺纹部件里，日本与我国标准采用的标准细节不完全一致。大径、中径、小径的尺寸基本不一致，其中一些差别达到可以影响装配质量。

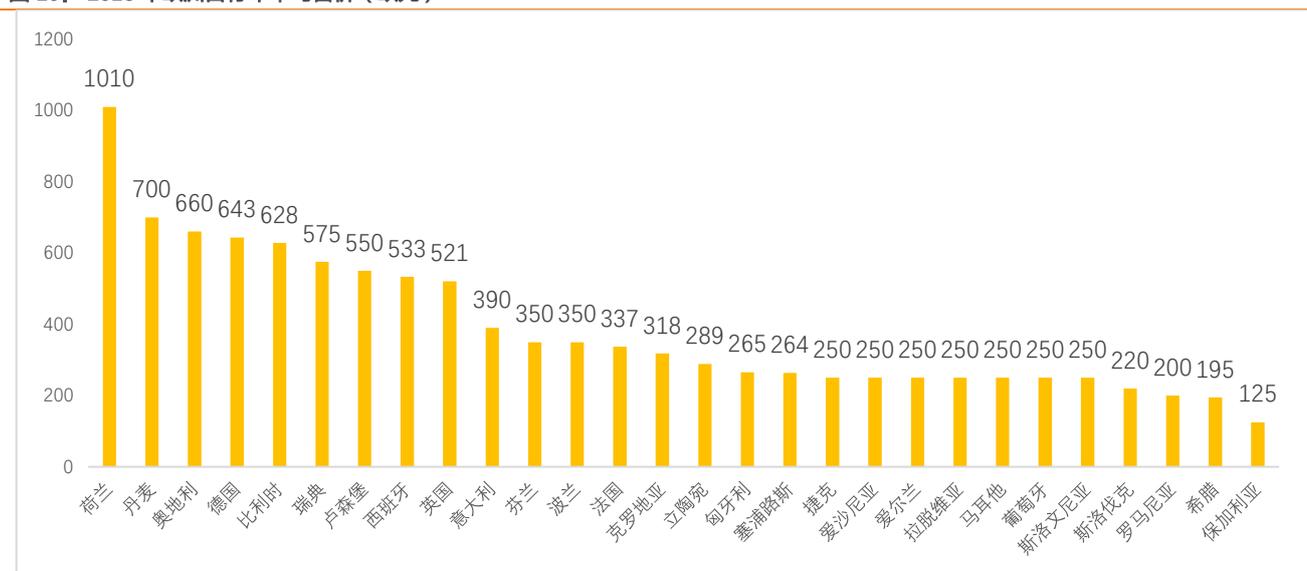
表 3：中国和日本自行车螺纹典型尺寸差异举例

螺纹位置	中国《自行车英制螺纹和量规》QB/T1221—1991		日本工业标准《自行车螺纹》JIS B0225—1960	
	公称尺寸	大径	公称尺寸	外径
前轴棍	0.317 in	8.052	5/16 (0.3125) in	7.94
后轴棍	0.379 in	9.639	3/8 (0.375) in	9.53
前脚轴	0.568 in	14.437	9/16 (0.5625) in	14.29

资料来源：《自行车出口商品技术指南》、天风证券研究所

原因 3：各个国家消费者喜好不同、购买力不同。即使在欧洲，各个国家有不同的自行车文化、消费习惯等，自行车的平均售价也有较大差异。2016 年，欧洲自行车平均售价最高的 3 个国家为荷兰、丹麦、奥地利，平均售价分别为 1010、700、660 欧元；平均售价最低的 3 个国家为罗马尼亚、希腊、保加利亚，平均售价分别为 200、195、125 欧元。平均售价最高的荷兰，是售价最低的保加利亚均价 8 倍，价格差异反应出各个国家消费者喜好、购买力不同。

图 10：2016 年欧洲自行车平均售价（欧元）



资料来源：Conebi、天风证券研究所

不同国家自行车文化具有差异性，本土市场有不同的自行车品牌。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，自行车为不可或缺的户外运动工具。由于不同国家自行车文化具有差异性，催生出专注于本土市场的品牌，如德国的 Focus、Cube，荷兰的 BatabusS、Sparta，日本的 Shimano、Bridgestone。这些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构筑起品牌壁垒，在当地有较高市场份额。

表 4：自行车本土品牌

德国	荷兰	意大利	美国	日本
Focus	BatabusS	Bianchi	Trek	Shimano
Cube	Sparta	Java	Cannondale	Bridgestone

资料来源：久祺股份招股书、天风证券研究所

1.3. 电踏车为新增量，欧洲、美国、日本渗透率持续提升

类似于电动车，电踏车为自行车行业带来新增量，渗透率持续提升。电踏车主要市场为欧洲、日本、美国。2020 年欧洲电踏车销量 453.7 万辆，同比增长 34%，渗透率约 23%。2015-2020 年，欧洲电踏车年均复合增速 27%。日本 2020 年电踏车销量 73.8 万辆，同比增长 6%，渗透率达到 45.5%。相比欧洲，日本电踏车增速较为平缓，渗透率也较高。但从 2021 年单月渗透率看，日本电踏车渗透率在继续提升，其中 2 月、5 月渗透率超过 50%。我们认为远期看，欧洲电踏车渗透率也可能达到 50%。

图 11：欧洲电踏车销量（万辆）及增速（%）



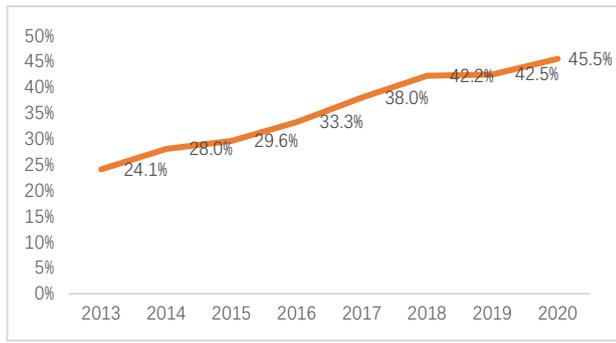
资料来源：Conebi、八方股份公告、天风证券研究所

图 12：日本电踏车销量（万辆）及增速（%）



资料来源：日本产业经济省、天风证券研究所

图 13: 日本 2013-2020 年电踏车渗透率 (%)



资料来源: 日本产业经济省、天风证券研究所

图 14: 日本 2021 年 1-8 月电踏车渗透率 (%)



资料来源: 日本产业经济省、天风证券研究所

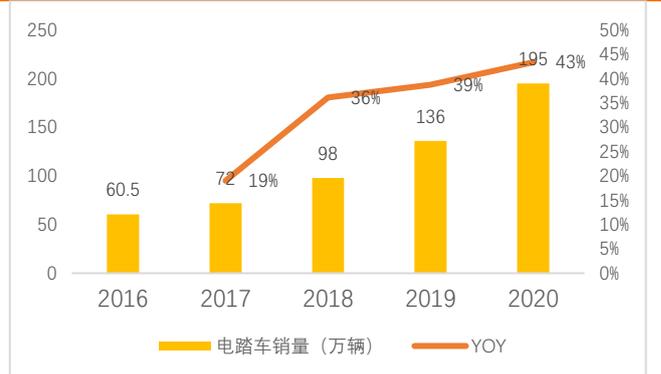
电踏车增速远超过传统自行车, 美国市逐渐开始发力。以德国市场为例, 2020 年自行车和电踏车总销量 504 万辆, 同比增长 17%, 但电踏车销量同比增长超过 40%, 消费升级趋势明显。美国市场起步较晚, 消费者主要为运动爱好者和极限发烧友。2020 年美国地区电踏车销量约 50-60 万辆, 同比翻番。2020 年, 美国发布新规明确电踏车不属于机动车辆, 并通过了联邦层面的电动自行车三级分类法案。美国电踏车处于发展初期, 随着电踏车法规落地, 预计未来三年电踏车增速有望达到 50%。

图 15: 德国自行车+电踏车销量 (万辆) 及增速 (%)



资料来源: ZIV、天风证券研究所

图 16: 德国电踏车销量 (万辆) 及增速 (%)

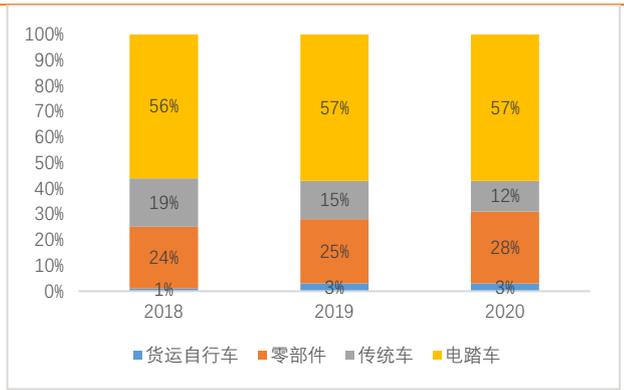


资料来源: ZIV、天风证券研究所

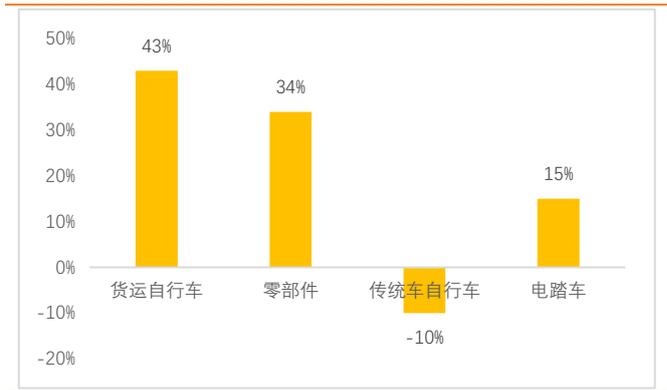
传统自行车品牌纷纷布局电踏车产品, 2020 年 ACCELL 电踏车占营收比例 57%, 巨大机械电踏车营收比例达到 27%。2020 年, 荷兰自行车品牌 ACCELL 营收 12.96 亿欧元 (约 93 亿 RMB), 同比增长 17%。2020 年, 电踏车、传统车、零部件、货运自行车营收占比分别为 57%、12%、28%、3%, 电踏车营收占比远高于传统自行车。从 2020 年营收增速看, 电踏车增长 15%, 传统自行车减少 10%, 且货运自行车中 95%为电踏车。巨大机械 2020 年电踏车营收占比达到 27%, 今年上半年电踏车营收占比达到 30%, 同比增长 40%。

图 17: ACCELL2018-2020 年产品结构 (%)

图 18: 2020 年 ACCELL 份产品营收增速 (%)



资料来源：ACCELL 年报、天风证券研究所



资料来源：ACCELL 年报、天风证券研究所

2. 轻资产运营，聚焦设计、品牌、渠道

2.1. 由必选消费转向可选消费，消费者价格敏感度降低

自行车行业需求分层，并不是低价竞争的行业。在发展中国家，自行车仍作为代步工具，经济性为购买驱动力，但发达国家以运动休闲产品为主，高端产品给用户带来好的体验，有较高的附加值。

从中国自行车发展看，自行车的需求已经从代步工具转向代步+娱乐功能。19 世纪中后期自行车传入中国；在 20 世纪初自行车成为宫廷贵族娱乐的工具；20 世纪六七十年代，自行车成为家庭生活中的“奢侈品”，随着各种样式、型号的扩充，自行车逐渐满足了不同消费人群的需求，成为中国人最重要、最普及的代步工具。上世纪 90 年代后，越来越多的摩托车、小汽车出现，依靠人力来提供动力的自行车已经不能满足人们日常出行的需求，因此“两轮”逐渐被“四轮”替代。进入 21 世纪，自行车不再是单纯的实用型代步工具，逐渐有运动、休闲、公路、山地越野型等各类单车出现。

图 19：中国自行车变迁史



资料来源：CCTV、天风证券研究所

自行车由必选消费转向可选消费，消费者价格敏感度降低。随着自行车需求由代步工具向健身、娱乐等发展，自行车的价格定位逐渐脱离经济性，向一台手机、一块手表，甚至是一件奢侈品对标，消费者对价格的敏感度降低。今年 1 月，LV 与法国定制自行车制造商 Maison Tamboite 合作推出自行车，售价 20 万。

图 20：LV STEP-THROUGH 中号自行车（整车）

图 21：LV STEP-THROUGH 中号自行车（部分）



资料来源：LV 官网、天风证券研究所



资料来源：LV 官网、天风证券研究所

2.2. 销售费用高于管理、研发费用，品牌为重要护城河

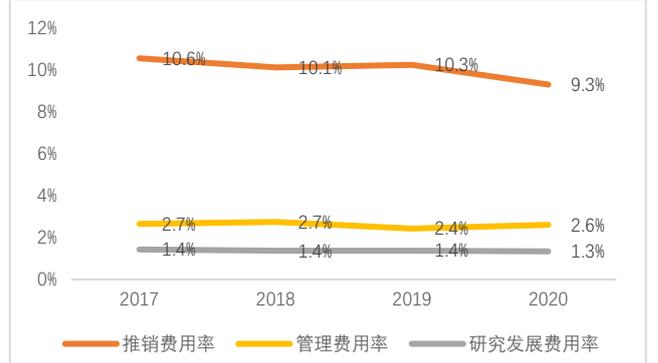
自行车虽然属于制造业，但具有消费品属性，品牌为重要的护城河。从久祺、巨大机械的三费构成看，销售费用远高于管理、研发费用。2020 年久祺销售费用率 9.5%，而管理、研发费用率分别为 1%、0.6%。与久祺相比，虽然巨大机械为相对成熟的自行车制造商，但对销售费用的投入依然较大。巨大机械 2020 年推销费用率 9.3%，远高于管理费用率 2.6%、研发费用率 1.3%。

图 22：久祺股份销售、管理、研发费用率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

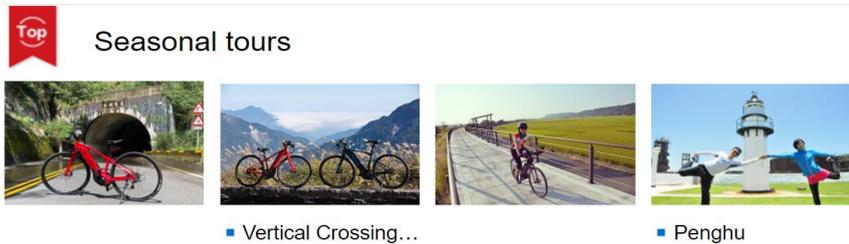
图 23：巨大机械推销费用率、管理费用率、研究发展费用率(%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

不止是造车，更通过创造自行车新文化来塑造品牌力。捷安特在全球的定位为专业竞技、运动健身、个性潮车，并且只在专业自行车店里贩卖，通过专业渠道销售，定位中高端品牌。巨大机械的品牌塑造以塑造自行车文化和骑行体验为核心，不断推出符合使用者情境的新产品。巨大机械前执行长罗祥安带领公司投入运动行销、赞助车队，2009 年成立捷安特旅行社从事自行车旅游事业。捷安特在专卖店设立车友俱乐部，慢慢形成一种风尚，甚至进到文化、生活、品质、节能减碳等层面。

图 24：捷安特旅行社活动



资料来源：捷安特旅行社、天风证券研究所

2.3. 久祺轻资产运营，聚焦设计、品牌、渠道等关键环节

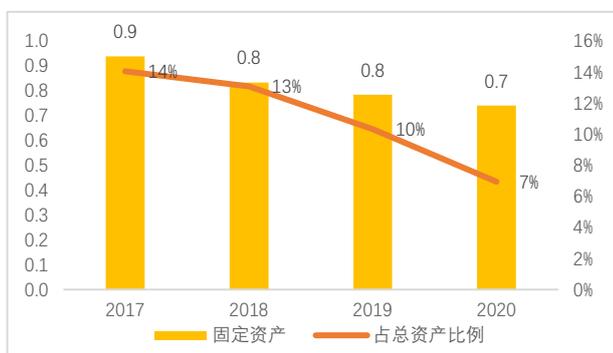
深谙自行车行业特点，聚焦于设计开发、品牌建设等关键环节。久祺全球化布局，2020 年美洲、欧洲、亚洲营收占比分别为 49%、30%、14%，其中美洲以南美地区为主。公司客户覆盖全球五大洲 80 多个国家地区。我们认为久祺的核心竞争力在于：

- ✓ 1) 有较强的产品设计、自主创新能力。
- ✓ 2) 对全球不同区域、不同客户的自行车产品偏好理解深刻。
- ✓ 3) 对国内自行车产业链有较强的整合能力。

因此公司可以快速响应全球客户多样化、个性化的产品需求，并建立了遍布全球的销售市场。

轻资产运营，外包生产为主、自主生产为辅。久祺资产较轻，2020 年固定资产仅 0.7 亿元，占资产比例 7%；2020 年固定资产折旧 0.08 亿元，占营业成本比例仅 0.4%。公司固定资产占总资产比例较小，原因为公司生产环节大部分采用外包生产的模式，因此与生产相关的厂房、设备等固定资产相对较少。久祺采用的经营模式为：以外包生产为主、自主生产为辅，聚焦于高附加值的设计、品牌建设等环节。

图 25：久祺股份固定资产（亿元）和固定资产占总资产比例（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：久祺股份固定资产折旧（亿元）及占营业成本比例（%）

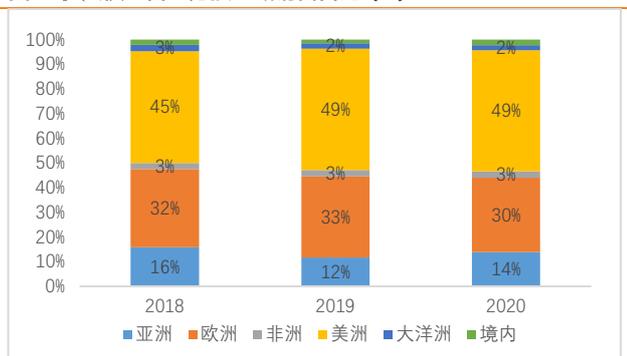


资料来源：Wind、天风证券研究所

全球化布局，快速响应不同客户需求。2020 年美洲、欧洲、亚洲在公司的营收占比分别为 49%、30%、14%，其中美洲以南美地区为主。从客户集中度看，久祺的下游客户集中度较低，2020 年前五大客户占整体收入 28%，其中前三大客户分别为哥伦比亚的 HA BICICILETAS SA、乌克兰的 Express Union International、保加利亚的 Lider-96 Eood，营收分别为 1.9、1.5、1.2 亿元，营收占比分别为 8.2%、6.6%、5.5%。我们认为全球化

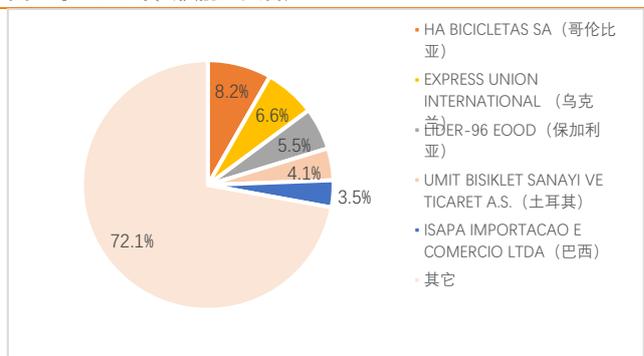
布局带来的优势：1) 全球范围内建立大量需求样本，对各个国家不同客户的需求迅速响应。2) 学习欧美国家自行车领先技术，应用于南美等地区 ODM 客户中，使自身产品具有竞争力。

图 27：久祺主营业务按区域销售占比 (%)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 28：2020 年久祺前五大客户



资料来源：公司公告、天风证券研究所

客户多为合作多年的品牌商，在当地有较高的市场地位。公司海外客户以当地自行车品牌商为主，包括专业自行车批发商、自行车制造商、自行车商店、超市卖场等。久祺与多个客户合作多年，且客户在当地有较高市场地位。哥伦比亚的 HA BICICLETAS SA 为 2020 年公司第一大客户，2020 年营业规模约 2 亿美元，在当地市占率达到 53%左右。乌克兰的 EXPRESS UNION INTERNATIONAL 为 2020 年公司第二大客户，2020 年营业规模 1.4 亿美元，在当地市占率达到 34%左右。两家企业与久祺合作均超过 20 年。

表 5：久祺前几大客户简要介绍

序号	公司名称	国别	营业规模 (2020 年)	市场地位/市场规模	合作年限
1	HA BICICLETAS SA	哥伦比亚	200 百万美元	53%左右	20 年
2	LIDER-96 EOOD	保加利亚	69 百万美元	30%左右	20 年
3	EXPRESS UNION INTERNATIONAL CO., LTD.	乌克兰	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	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	6%左右	13 年
6	UMIT BISIKLET SANAYI VE TICARET A.S.	土耳其	58 百万美元	30%左右	18 年
7	ISAPA IMPORTACAO E COMERCIO LTDA	巴西	430 百万美元	35%左右	4 年

资料来源：公司公告、天风证券研究所

久祺有较强的海外渠道，有成熟稳定的市场开发和维护人员。久祺获取订单方式主要有几类：1) 自行车展会：通过参加各种国际自行车展，如上海国际自行车展、欧洲自行车展等。2) 市场拓展：公司开发出新产品后通过上门拜访、杂志、电子邮件等方式向客户推介。3) 客户介绍：客户间相互引荐与介绍。4) 网络平台：通过亚马逊、速卖通、天猫等平台获得订单。经过多年积淀，公司有稳定的获客来源，并为开拓新客户打下基础。

表 6：久祺获取订单方式

途径	获取方式
自行车展会	通过参加广交会、上海国际自行车展、台北国际自行车展、欧洲自行车展、美国自行车展、德国慕尼黑国际体育用品展等。
市场拓展	公司凭借较强的设计开发能力，开发出新产品后通过上门拜访、杂志、电子邮件等方式向客户进行推介。
客户介绍	公司在行业内具有较高知名度并积累了丰富的客户群体，行业内品牌、口碑传颂、客户间相互引荐与介绍等。
网络平台	网络销售主要通过亚马逊、速卖通、天猫等电子商务平台获得订单。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 久祺成长看点：拓品类、新渠道&自主品牌占比提升

3.1. 拓品类：从成人车、童车到电动助力车，ASP 显著提升

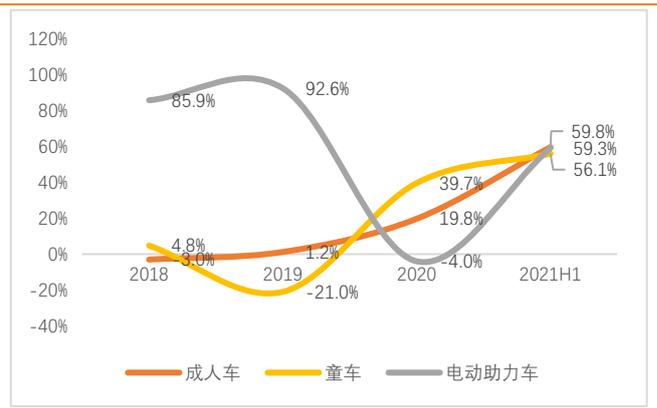
在产品品类上，久祺从成人车、童车延伸至电踏车。从收入结构看，2017 年成人车、童车、电动助力自行车营收分别为 5.2、4.8、0.5 亿元，营收占比分别为 29%、27%、3%；2020 年成人车、童车、电动助力自行车营收分别为 6.1、5.6、1.8 亿元，占比分别为 27%、24%、8%，电踏车占比明显提升。2017-2020 年，久祺电动助力车营收分别为 0.5、1、1.9、1.8 亿元，2018-2020 年增速分别为 86%、93%、-4%。2021H1 电动助力车营收 1.3 亿元，同比增长 59.3%。

图 29：久祺分产品营收（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 30：久祺分产品营收增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

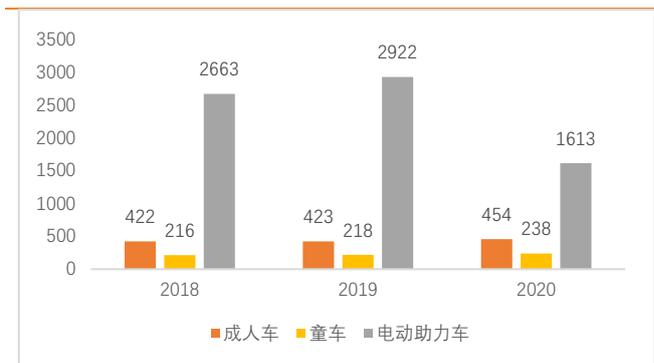
电动助力车 ASP 远高于成人车、儿童车，随销量提升给公司带来更高业绩弹性。2020 年，久祺成人车、童车、电动助力车平均单价分别为 454、238、1613 元，电动助力车均价是成人车的 3.6 倍，是儿童车的 6.8 倍。2018-2020 年，久祺电动助力车销量分别为 3.6、6.3、11 万辆，2019、2020 年同比增长 75%、74%。从产品单价看，电动助力车 2018-2020 年均价分别为 2663、2922、1613 元，2019、2020 年增速分别为 9.7%、-45%。2020 年电踏车销量仍大幅提升，平均单价大幅下降的原因系客户 LIDER-96 EOOD 购置的助力电动自行车未配置锂电池。总体来看，电动助力车 ASP 远高于成人车、童车，能给公司带来更大业绩弹性。

图 31：久祺分产品销量（万辆）

图 32：久祺分产品单价（元/辆）



资料来源: 公司公告、天风证券研究所



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

3.2. 新渠道: 发力线上销售, 打开北美市场

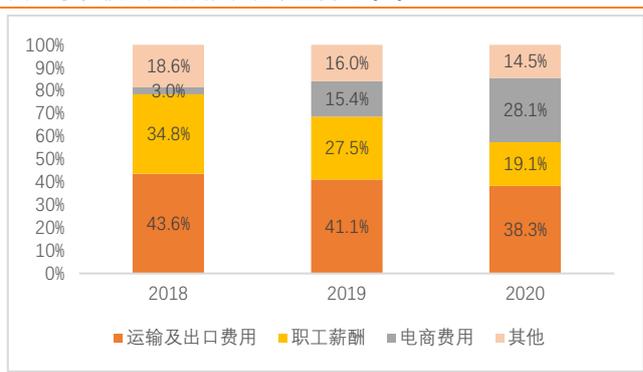
久祺在线上渠道的投入逐年加大, 通过电商收入占比也快速提升。公司 2018-2020 年销售费用分别为 1.2、1.5、2.2 亿元, 其中电商费用分别为 0.04、0.23、0.61 亿元, 占销售费用比例分别为 3%、15.4%、28.1%, 公司对电商渠道的投入大幅增加。从收入端看, 电商渠道的收入也上升明显, 2018-2020 年电商收入金额分别为 0.08、0.47、1.78 亿元, 营收占比分别为 0.5%、2.6%、7.8%。

图 33: 久祺电商收入金额 (亿元) 及占比 (%)



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

图 34: 久祺股份销售费用分项目占比 (%)



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

亚马逊为公司最主要线上销售渠道, 销售金额快速增加。2018-2020 年, 公司在亚马逊平台销售收入分别为 0.07、0.43、1.68 亿元, 在线上渠道收入占比分别为 82%、90%、94%。相对于线下消费, 我们认为线上消费者更注重品类多样、好评率, 给新品牌切入消费者提供了新的机会。而线下的经销商会考虑品牌性, 新品牌较难切入线下渠道。久祺采用先线上, 后线下布局自有品牌的方式, 不断拓展自有品牌的渠道。

表 7: 久祺在主要电商平台实现的销售金额 (万元) 及占比 (%)

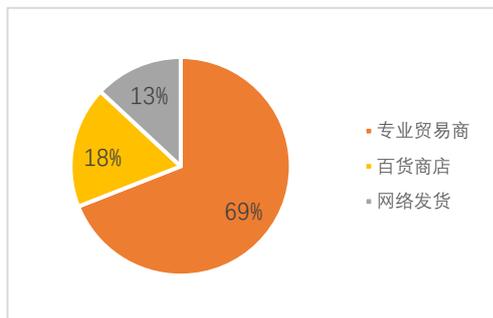
项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
天猫旗舰店	138	16%	89	2%	333	2%
亚马逊	694	82%	4274	90%	16764	94%
其他	14	2%	372	8%	724	4%
合计	846	100%	4735	100%	17822	100%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

网购自行车比例提升明显, 成为新趋势。虽然购买自行车注重体验感, 且维修等服务能在线下专卖店完成, 但线上购买自行车有选择品类更广、可看到不同消费者评价、不同商品比较更便捷等优势。从德国自行车分渠道销售份额来看, 网络发货占比提升明显。由于 2020 年疫情或加大网络购物比例, 我们选取 2019 年销售渠道情况进行对比。2015 年德国自行车通过专业贸易商、百货商店、网络发货比例分别为 69%、18%、13%,

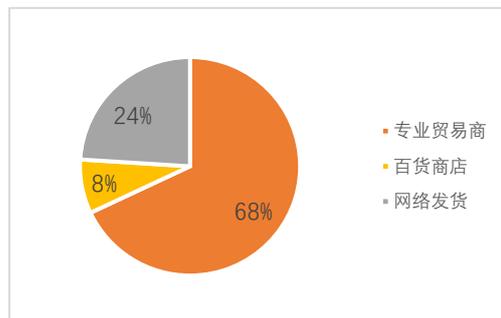
2019 年分别为 68%、8%、24%。网络发货比例由 2015 年 13%提升至 2019 年 24%，增长趋势明显。

图 35：2015 年德国自行车分渠道份额 (%)



资料来源：ZIV、天风证券研究所

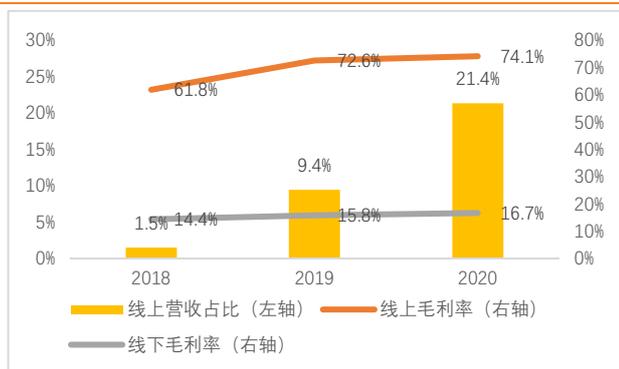
图 36：2019 年德国自行车分渠道份额 (%)



资料来源：ZIV、天风证券研究所

久祺线上业务发展迅速，且线上业务毛利率远高于线下业务。久祺在 2018 年开始布局童车线上业务，2018-2020 年童车营收占线上业务营收占比分别为 1.5%、9.4%、21.4%。随着 2019 年公司继续布局线上成人车业务，2019、2020 年成人车线上业务占营收比例分别为 0.5%、6.4%。由于线上多为公司自有品牌 Joystar、Hiland 等，直接面对消费者，没有中间经销商环节产生成本，因此毛利率远高于线下业务（目前仍以 ODM 为主，采用成本加成的定价模式），公司 2020 年童车线上、线下业务毛利率分别为 74.1%、16.7%，成人车线上、线下业务毛利率分别为 77.1%、15.2%。

图 37：久祺童车业务线上营收占比 (%) 与毛利率 (%)



资料来源：久祺招股说明书、天风证券研究所

图 38：成人车线上营收占比 (%) 与毛利率 (%)



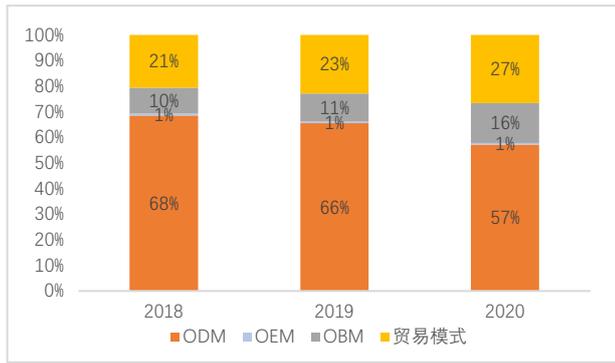
资料来源：久祺招股说明书、天风证券研究所

3.3. 从 ODM 转向自有品牌，盈利能力显著提升

从销售模式看，ODM 仍在收入结构中占比最大，自有品牌比例不断提升。2018-2020 年，ODM 在公司收入占比分别为 68%、66%、57%，营收占比逐年减小。公司大部分为 ODM 而非 OEM，我们认为 ODM 相比 OEM 产品需要更强的设计能力，更能发挥久祺在设计上的优势。自有品牌比例在公司营收占比不断提升，2018-2020 年营收占比分别为 10%、11%、16%。公司有 Hiland、Joystar、Stitch 等自有品牌，在北美、南美及东南亚等国家具有一定的知名度和影响力，Joystar 在亚马逊童车热销榜上进入前十。

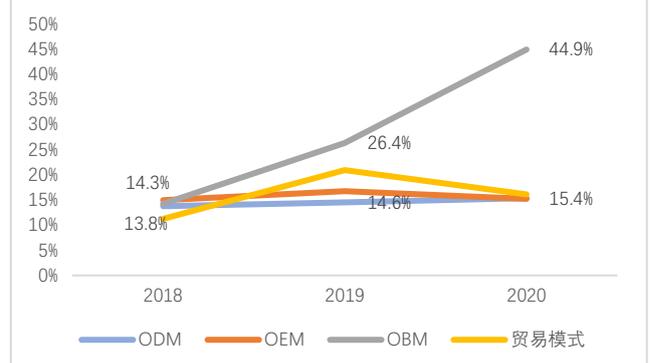
OBM 利润率远高于 OEM、ODM，且久祺 OBM 毛利率逐年提升。2020 年公司 OBM、ODM、OEM 毛利率分别为 44.9%、15.4%、15.2%。由于 OBM 直接面对终端消费者，不需要经过品牌商、代工厂等环节，可通过产品高端化、成本控制等方式获得更高的毛利率，而 OEM、ODM 的定价基本为成本加成。久祺 ODM 的毛利率水平较为稳定，2018-2020 年毛利率分别为 13.8%、14.6%、15.4%，基本维持在 15%左右水平，而 OBM 毛利率提升明显，2018-2020 年毛利率分别为 14.3%、26.4%、44.9%。

图 39：久祺不同销售模式下占比（%）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 40：久祺不同销售模式下毛利率（%）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4. 巨大机械、美利达成长之路：从 OEM 到自有品牌，聚焦高端市场

4.1. 股价复盘：与利润增速高度相关，电踏车开启新增长曲线

巨大机械、美利达为中国台湾两大自行车企业，股价在 2005-2015 年年初期间大幅上涨，2015-2018 年期间股价回落，之后重新上涨。从股价表现看，两家企业股价走势较为一致。巨大机械从 2005 年年初股价 52.5 元新台币上涨至 2015 年 3 月 305 元新台币，涨幅接近 5 倍；美利达从 2005 年年初股价 22 元新台币上涨至 2015 年 2 月 253.5 元新台币，涨幅超过 10 倍。在 2015-2018 年，巨大机械由 2015 年 3 月股价 305 元新台币调整至 2018 年 10 月 118 元新台币，之后重回上升趋势；美利达由 2015 年 2 月股价 253.5 元新台币调整至 2018 年 10 月 108.5 元新台币。虽然两个企业在 2020 年都短暂受到疫情影响，但总体来看，股价在 2018 年往后大幅回升。

图 41：巨大机械、美利达股价走势（新台币）

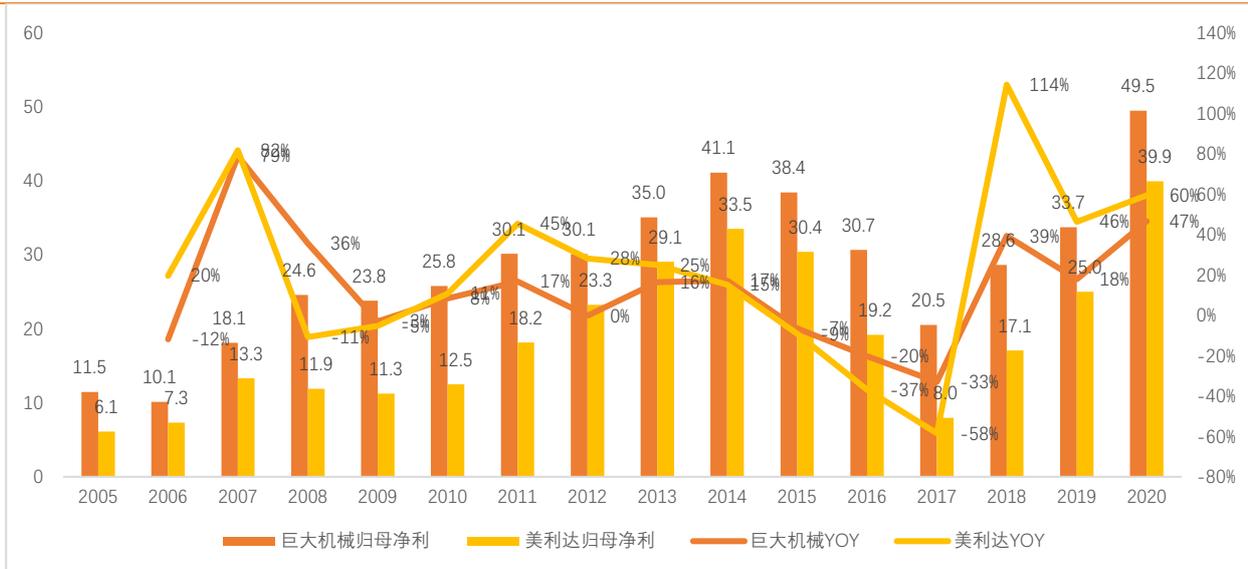


资料来源：Wind、天风证券研究所

两家企业股价与业绩增速高度相关，我们认为 2015-2017 年业绩受到中国市场共享单车冲击，导致业绩下降。巨大机械归母净利润从 2005 年 11.5 亿新台币上升至 2014 年 41.1 亿新台币，年均复合增速 15%；美利达归母净利润从 2005 年 6.1 亿新台币上升至 2014 年 33.5 亿新台币，年均复合增速 21%。2015-2017 年，两家企业业绩均受到影响，巨大机械 2015-2017 年归母净利润分别为 38.4、30.7、20.5 亿元新台币，同比减少 7%、20%、33%，美利达 2015-2017 年归母净利润分别为 30.4、19.2、8 亿元新台币，同比减少 9%、37%、58%。我们认为 2016-2018 年收入端受到中国共享单车市场影响，利润端也受到

原材料涨价影响。

图 42：巨大机械、美利达归母净利润（亿元，新台币）与增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2018 年以后电踏车成为新增长点，业绩快速回升。从巨大机械分地区自行车销量来看，2015-2018 年亚洲地区销量大幅减少，2015-2018 年自行车销量分别为 254、196、189、144 万辆，同比减少 17%、23%、2%、24%。2019 年起共享单车对自行车销量的影响逐渐减小。2020 年销量 179 万辆，同比增长 32%，实现正增长。2018-2019 年，巨大机械整体销量仍在下降，但营收、利润增长明显，我们认为主要原因为电踏车占比不断提升。巨大机械电动自行车占比从 2018 年 19% 提升至 2020 年 26%。美利达电动自行车占比也大幅提升，2018-2020 年电动自行车外销量分别为 14.4、23.6、22.8 万辆，占外销量比例分别达到 15%、30%、28%。

图 43：巨大机械自行车分地区销量（万辆）及增速（%）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
美洲	118	113	119	111	117	127	111	107
YOY		-4%	5%	-7%	6%	8%	-12%	-4%
欧洲	64	83	93	93	82	86	78	88
YOY		29%	12%	0%	-12%	5%	-10%	13%
亚洲	299	306	254	196	189	144	135	179
YOY		2%	-17%	-23%	-3%	-24%	-6%	32%
台湾	16	17	17	15	12	12	10	13
YOY		2%	-1%	-10%	-17%	-6%	-14%	31%
其它	56	58	51	42	39	51	82	59
YOY		3%	-12%	-19%	-6%	30%	61%	-27%
合计	554	577	534	456	440	420	416	447
YOY		4%	-7%	-15%	-4%	-5%	-1%	7%

资料来源：巨大机械公告、天风证券研究所

图 44：美利达电动自行车外销量（万辆）及占比（%）



资料来源：美利达财报、天风证券研究所

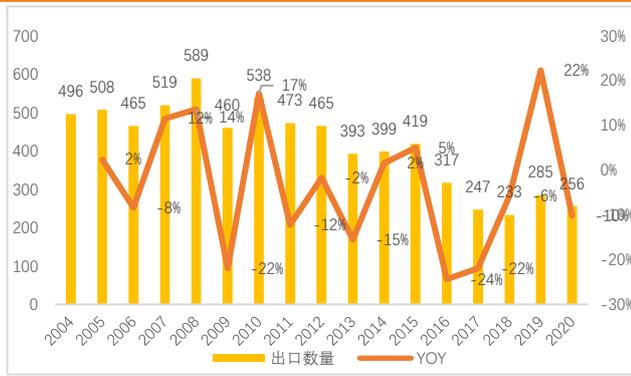
4.2. 成本优势被中国大陆取代，聚焦高端化破局

1970 年代中国台湾自行车产业兴起，积累生产、研发能力，并构建供应链体系。1970 年代美国兴起自行车风潮，带动中国台湾自行车工业 40 多年蓬勃发展。发展初期，中国台湾企业以 OEM 为欧美品牌代工，在代工过程中积累生产技术与研发能力，并构建完整的供应链体系。民国 78 年起（1989 年），由于台币升值、土地价格上涨、劳工短缺、工资高涨等原因，造成经营成本大幅提升，部分自行车产业转移至中国大陆生产。

1990 年代，中国大陆自行车出口数量开始超过中国台湾，中国台湾自行车工业转向高产品附加值产品的研发及生产。1990 年代，中国大陆自行车出口数量开始超过中国台湾，

但出口金额仍低于中国台湾，到 1999 年，中国大陆自行车出口金额开始超过中国台湾。中国台湾自行车产业开始转向创新及高附加值的产品，2005 年出口 508 万辆，而 2020 年仅为 256 万辆，但从出口平均单价看，2005 年中国台湾自行车出口单价为 0.6 万新台币，而 2020 年为 2.4 万新台币，15 年年均复合增速 9%。

图 45：中国台湾自行车出口数量（万辆）及增速（%）



资料来源：TTVMA、天风证券研究所

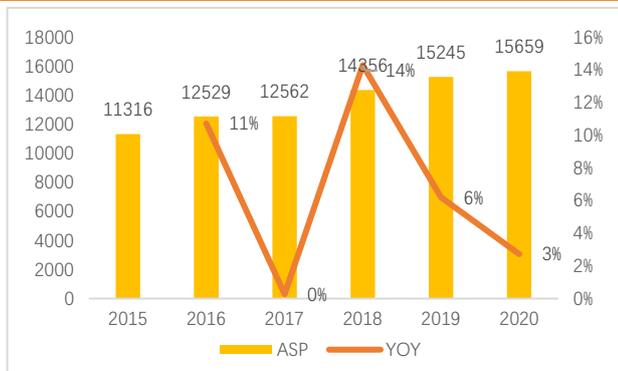
图 46：中国台湾自行车出口数量平均单价（万元，新台币）及增速（%）



资料来源：TTVMA、天风证券研究所

巨大机械、美利达的产品单价不断提升，也能反应出中国台湾自行车企业产品结构向高端化发展。巨大机械自行车单车价格从 2015 年 1.1 万新台币提升至 2020 年 1.6 万新台币，年均复合增速 7%；从美利达外销自行车情况看，2015 年自行车单车价格 1.2 万新台币，2020 年单车价格 1.8 万新台币，电动自行车 2015 年单价 2.7 万元新台币，2020 年达到 4.6 万元新台币。随着电动自行车在美利达销量占比提升，整体单车价格也不断提升。

图 47：巨大机械自行车 ASP 及增速（新台币/辆，%）



资料来源：Wind、巨大机械年报、天风证券研究所

图 48：美利达自行车、电动自行车外销 ASP（元/辆，新台币）



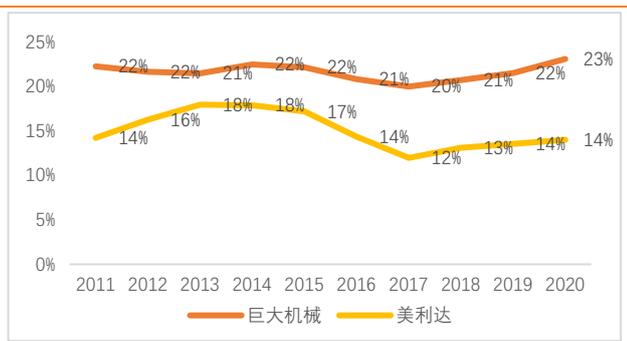
资料来源：美利达年报、天风证券研究所

4.3. 销售模式：巨大机械自有品牌+直销，美利达合资+经销

从盈利能力看，巨大机械毛利率更高，而美利达净利率更高。从毛利率看，2020 年巨大机械毛利率 23%，美利达为 14%。但从净利率看，2020 年美利达净利率达到 18.3%，而巨大机械净利率为 7.1%。美利达净利率甚至远高于毛利率，原因为美利达采用合资模式。2001 年，美利达入股 specialized，以十亿台币投资中高端品牌 Specialzed，得到 49%股权及 100%生产权。

图 49：巨大机械、美利达毛利率（%）

图 50：巨大机械、美利达净利率（%）



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

巨大机械偏重直营，而美利达偏重经销，销售模式、品牌策略不同导致净利率存在差异。巨大机械毛利率更高，我们认为巨大机械规模更大，且在制造端更具优势。巨大机械2020年销量447万台，而美利达销量为107万台，巨大机械更具规模优势。在净利率端，美利达净利率远高于巨大机械，原因为：

- ✓ **1) 经销模式存在差异：**美利达采取经销商加盟模式，人事、店租等都由门店负责，而巨大机械偏重于直营。美利达靠经销商做营销推广，降低销售费用。2015-2020年巨大机械销售费用率在9.3%-10.6%之间，而美利达在7-8.5%之间。
- ✓ **2) 品牌策略存在差异：**巨大机械成立100%控股子公司打造自有品牌，但美利达在海外采用合资品牌入股策略。美利达挑选合作10年以上的经销商，共同成立合资公司，或采用与Specialized类似模式投资，而美利达对合资公司持股而非控股，经营权交给对方。

图 51：巨大机械销售、管理、研发费用率（%）



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 52：美利达推销费用率、管理费用率（%）

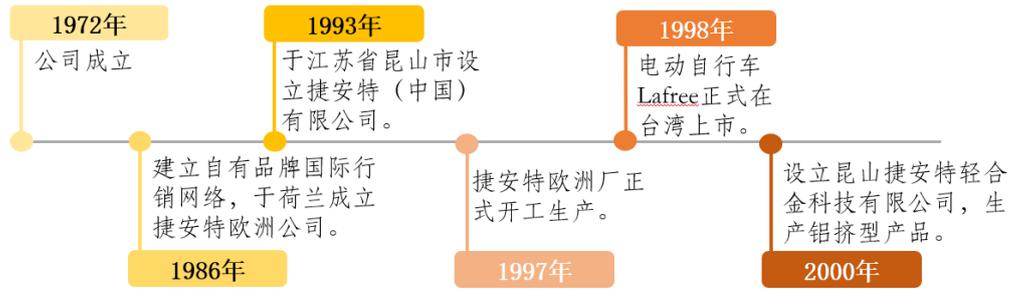


资料来源: Wind、天风证券研究所

4.4. 对久祺的启示：多品牌策略，ODM 与自有品牌成为双引擎

巨大机械、美利达创立初期都从OEM起步，积累生产、研发等能力，与久祺成长路径较为相似。巨大机械成立于1972年，创立初期采用OEM方式经营。自有品牌方面，1981年在中国台湾建立捷安特公司，销售自有品牌捷安特产品，1986年起又陆续在欧洲、北美、日本、中国大陆、澳洲等地设立自有品牌行销通路。在OEM方面，巨大机械自1980年代后半期逐渐转型为ODM，为全球主要市场的优良品牌设计制造。2020年，巨大机械同时经营自有品牌、OEM、ODM业务，自有品牌占比约70%。美利达在发展初期也以代工欧美大厂产品为主，在1988年推出自有品牌MERIDA。在OEM/ODM阶段，公司逐步积累生产、研发等能力，为后期发展自主品牌打下基础。

图 53：巨大机械发展历程



资料来源：巨大机械年报、天风证券研究所

多品牌策略发展，ODM 与自有品牌成为双引擎。巨大机械在发展 OEM、ODM 的同时，积极发展自有品牌，公司有 Giant、Liv、Momenten、CADEX 等自有品牌，各个品牌定位不同，例如 Liv 转为女性开发，Momentum 为都会悠游车款，CADEX 为高端碳纤维零件品牌。目前来看，久祺与巨大机械的发展模式较为接近，根据不同市场、不同人群采用多品牌发展策略。久祺在北美的自有品牌主要有 Joystar、Hiland。Joystar 主要为童车，Hiland 主要为成人自行车。在 ODM 方面，久祺也积累深厚，ODM、自有品牌有望成为久祺发展的双引擎，电踏车预计显著增厚公司收入、利润水平。

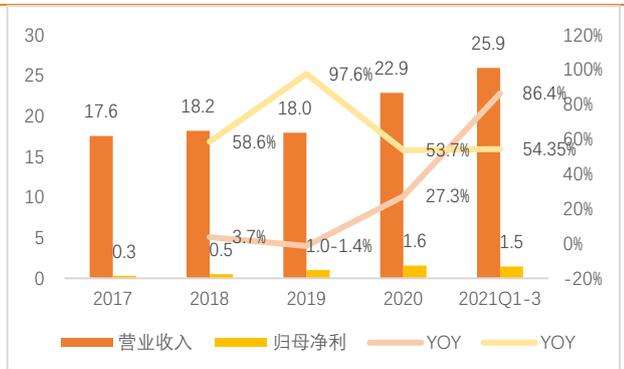
5. 盈利预测与估值

5.1. 预计 2021、2022 年公司收入 37.5、49.7 亿元，同比增长 64%、32.5%，归母净利润 2.1、3 亿元，同比增长 34%、43%

在疫情期间，海外对两轮车需求大幅提升，公司业绩也快速提升。公司 2020 年营收 22.9 亿元，同比增长 27%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 54%。2017-2020 年，公司营收从 17.6 亿元增长至 22.9 亿元，年均复合增速 9.2%，归母净利润从 0.3 亿元增长至 1.6 亿元，复合增速达到 69%。2021Q1-3 公司营收达到 25.9 亿元，同比增长 86%，归母净利 1.5 亿元，同比增长 54%。

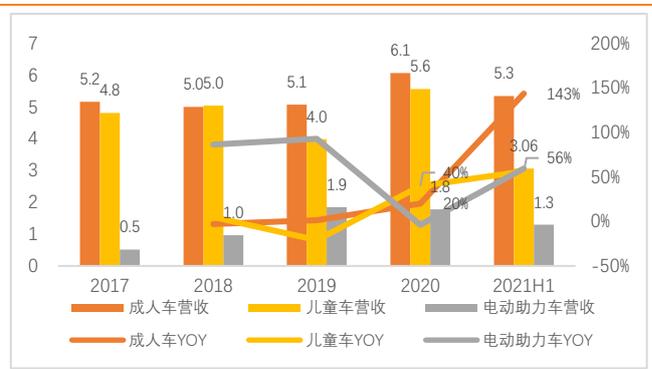
分品类看，电动助力车营收增速最快，在疫情影响下成人车也迅速增长。2020 年成人车、童车、电动助力车营收分别为 6.1、5.6、1.8 亿元，同比增长 20%、40%、-4%。成人车营收从 2017 年 5.2 亿元提升至 2020 年 6.1 亿元，年均复合增速 5.6%；儿童车营收从 2017 年 4.8 亿元提升至 2020 年 5.6 亿元，年均复合增速 4.9%；电动助力车营收从 2017 年 0.5 亿元提升至 2020 年 1.8 亿元，年均复合增速 51%。从增速看，电动助力车增速最快。今年上半年，受疫情影响，成人车增速大幅提升，2021H1 成人车营收 5.3 亿元，同比增长 143%。

图 54：久祺股份营收、归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 55：久祺分产品营收（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

短期看，公司利润率受到原材料涨价、海运费涨价等影响，长期看随着自有品牌比例提升，自有品牌净利率有望提升至 18%-20%。2017-2020 年，公司毛利率从 10.9%提升至

20.2%，净利率从 2017 年 1.9% 提升至 2020 年 6.9%。我们认为利润率提升的原因为：1) 自有品牌比例提升 2) 线上销售占比扩大 3) 规模效应较为明显。今年受到原材料涨价、海运费涨价等影响，2021H1 毛利率 16.6%，同比下降 2.5pct，2021H1 净利率 5.4%，同比下降 2pct。但远期看，随着久祺自有品牌比例提升、线上渠道份额提升，净利率有望提升至 18-20%，带动公司整体净利率水平提升。

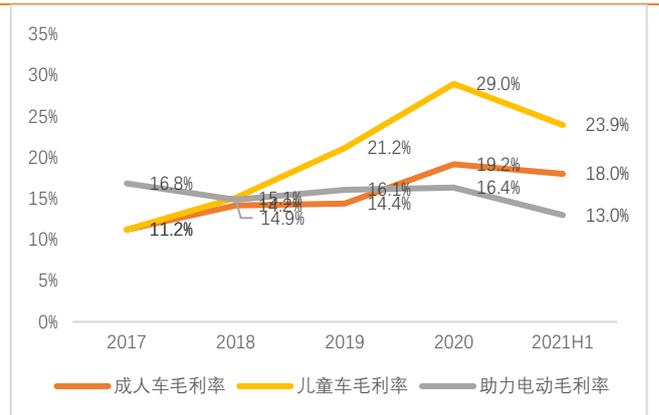
随着公司线上布局电动助力车自有品牌，毛利率有望大幅提升。2020 年，成人车、童车、电动助力车毛利率分别为 19.2%、29%、16.4%，儿童车毛利率最高，且从 2019 年开始快速提升，原因为 2019 年度电商销售收入大幅上升，公司的电商销售以童车为主。2020 年度成人车业务毛利率有所增长，主要系通过电商平台销售的成人车增长。随着公司在 线上布局电动助力车品牌，毛利率有望大幅提升。

图 56：久祺股份毛利率（%）及净利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 57：久祺主要业务毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 37.5、49.7、66.1 亿元，同比增长 64%、32.5%、33%，归母净利分别为 2.1、3、4.2 亿元，同比增长 34%、42%、40%。分品类看，

- ✓ **成人车**：假设 2021-2023 年销量分别为 294、323、355 万辆，同比增长 120%、10%、10%；单价分别为 418、430、443 元，同比增长-8%、3%、3%；营收分别为 12.3、13.9、15.7 亿元，同比增长 102%、13%、13%。预计 2021-2023 年毛利率分别为 18%、19%、20%。
- ✓ **童车**：假设 2021-2023 年销量分别为 350、437、546 万辆，同比增长 50%、25%、25%；单价分别为 215、221、228 元，同比增长-10%、3%、3%；营收分别为 7.5、9.7、12.4 亿元，同比增长 35%、29%、29%。预计 2021-2023 年毛利率分别为 24%、25%、26%。
- ✓ **电动助力自行车**：假设 2021-2023 年销量分别为 20、40、72 万辆，同比增长 81.5%、100%、80%；单价分别为 1774、1863、1956 元，同比增长 10%、5%、5%；营收分别为 3.5、7.5、14.1 亿元，同比增长 100%、110%、89%。预计 2021-2023 年毛利率分别为 15.3%、15.5%、16%。

表 8：久祺股份业绩拆分

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成人自行车	营收 (亿元)	5.0	5.1	6.1	12.3	13.9	15.7
	YOY		1.2%	19.8%	102.4%	13.3%	13.3%
	销量 (万辆)	118	120	133	294	323	355
	YOY		1.2%	11.5%	120.0%	10.0%	10.0%
	单价 (元/辆)	422	423	454	418	430	443
	YOY		0.1%	7.4%	-8.0%	3.0%	3.0%
	毛利率 (%)	14.2%	14.4%	19.2%	18.0%	19.0%	20.0%
儿童自行车	营收 (亿元)	5.0	4.0	5.6	7.5	9.7	12.4
	YOY		-21.0%	39.7%	35.0%	28.8%	28.8%
	销量 (万辆)	233	183	233	350	437	546
	YOY		-21.5%	27.4%	50.0%	25.0%	25.0%
	单价 (元/辆)	216	218	238	215	221	228
	YOY		0.6%	9.6%	-10.0%	3.0%	3.0%
	毛利率 (%)	15.1%	21.2%	29.0%	24.0%	25.0%	26.0%
电动助力自行车	营收 (亿元)	1.0	1.9	1.8	3.5	7.5	14.1
	YOY		92.6%	-4.0%	99.6%	110.0%	89.0%
	销量 (万辆)	3.6	6.3	11.0	20.0	40.0	72.0
	YOY		75.3%	74.1%	81.5%	100.0%	80.0%
	单价 (元/辆)	2663	2922	1613	1774	1863	1956
	YOY		9.7%	-44.8%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	14.9%	16.1%	16.4%	15.3%	15.5%	16.0%
其它	营收 (亿元)	7.2	7.1	9.5	14.2	18.6	23.9
	YOY		-2.0%	33.9%	49.7%	31.7%	28.0%
	毛利率 (%)	11.3%	17.7%	16.4%	14.5%	14.6%	15.0%
合计	营收 (亿元)	18.2	18.0	22.9	37.5	49.7	66.1
	YOY		-1.4%	27.3%	64.0%	32.5%	33.2%
	毛利率 (%)	13.3%	17.4%	20.2%	17.6%	18.0%	18.5%
	归母净利润 (亿元)	0.5	1.0	1.6	2.1	3.0	4.2
	YOY		97.6%	53.7%	33.7%	42.0%	40%

资料来源: Wind、天风证券研究所

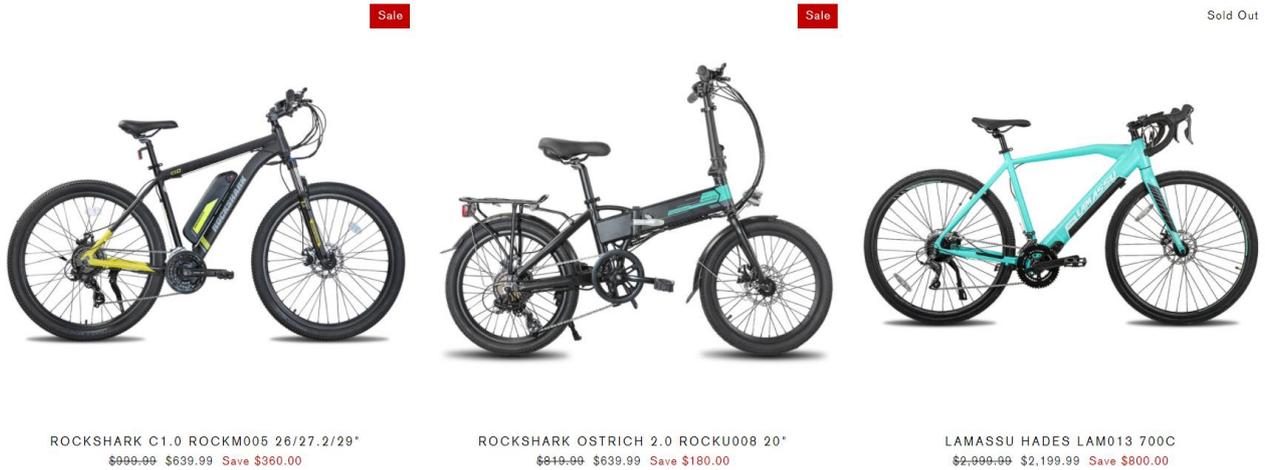
5.2. 看 2025 年，电踏车净利润有望达到 3 个亿，预计久祺利润占比超过 40%

我们预计欧洲地区电踏车增速在 20-30%，美国地区处于发展初期，电踏车增速有望在 50%以上。2020 年欧洲电踏车销量 453.7 万辆，同比增长 34%，渗透率约 23%。2015-2020 年，欧洲电踏车年均复合增速 27%。美国地区 2020 年电踏车销量约 50-60 万辆，同比翻番。美国处于发展初期，增速有望在 50%以上，全球行业增速有望超过 30%。

看 2025 年，我们预计久祺电踏车销量有望达到 150-200 万辆。我们预计电踏车行业未来 3-5 年复合增速在 30%以上，久祺 ODM 与自有品牌共同发力，增速预计超过行业增速。预计 2021-2023 年电踏车销量分别为 20、40、72 万台，2025 年电踏车销量有望达到 150-200 万台。假设其中自主品牌占 20%，ODM 占 80%，电踏车 ASP 2000 元，170 万辆对应营收 34 亿元，其中自主品牌 6.8 亿元，ODM 27.2 亿元。2020 年公司电踏车营收 1.8 亿元，预计 5 年复合增速 80%。

到 2025 年，我们预计电踏车有望贡献净利润 3 亿元，超过 2021 年久祺全年净利润。由于自主品牌直接面对终端消费者，省去中间渠道商/品牌商等环节，利润率更高，假设自主品牌净利率 20%，ODM 净利率 6%，2025 年电踏车利润 3 亿元。我们预计 21 年公司归母净利 2.1 亿，2025 年电踏车利润有望超过 2021 年久祺全年净利润。

图 58: 久祺 Hiland 电踏车



资料来源：Hiland 官网、天风证券研究所

5.3. 估值：给予 2022 年 PE 45x，给予“买入”评级

看好久祺品类扩张、布局新渠道、自有品牌比例提升。公司从传统的成人自行车、童车切入高成长性的电踏车赛道，ASP 显著提升，2020 年久祺电踏车销售均价 1613 元，是成人车的 3.6 倍，是儿童车的 6.8 倍。不同于传统线下渠道，线上渠道的消费者看中评论、性价比等，久祺快速切入，建立品牌优势。久祺 ODM 与自有品牌共同发展，在 2019、2020 年，成人车、童车导入自有品牌后毛利率提升明显，未来随着自有品牌占比进一步提升，利润率也有望不断提升。

与同类型两轮车企业相比，八方股份、九号公司 2022 年 PE 分别为 34x、44x，考虑久祺利润增速较快，随着线上布局、自有品牌比例提升，利润在未来三年有望增速在 30-50%。预计 21、22 年归母净利润 2.1、3 亿元，给予 2022 年 PE 45X，对应股价 69.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：同类企业估值对比（PE）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
八方股份	38	57	47	34	25
九号公司		822	81	44	30

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

自有品牌开拓不及预期：公司在海外开拓自有品牌，品牌建立需要时间积累。若海外自有品牌开拓不顺利，公司营收、利润均受到影响。

自行车行业需求大幅下降：若海外疫情加重、传统自行车行业销量大幅下降，公司业绩受到影响。

海运费用维持高位：今年海运费上涨较多，若加下来进一步上涨，公司盈利或受到影响。

贸易摩擦：公司主要营收来自海外，若贸易摩擦，可能影响公司订单及营收。

产品销量不及预期：盈利预测中假设电踏车增速较快，若产品销量不及预期，影响公司未来几年业绩。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	205.75	264.73	1,069.66	1,267.06	1,797.84
应收票据及应收账款	330.53	402.84	813.09	556.84	1,267.77
预付账款	14.61	22.75	23.97	40.85	51.57
存货	43.58	115.70	82.36	193.92	155.10
其他	70.78	170.77	221.87	204.76	244.52
流动资产合计	665.26	976.79	2,210.95	2,263.42	3,516.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	78.40	74.08	93.08	132.11	170.15
在建工程	0.04	0.33	36.20	69.72	71.83
无形资产	5.44	4.85	4.22	3.58	2.94
其他	9.74	10.24	9.07	9.18	9.25
非流动资产合计	93.63	89.50	142.57	214.58	254.17
资产总计	758.89	1,066.28	2,353.52	2,478.00	3,770.97
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	244.96	453.54	789.94	786.19	1,317.30
其他	174.33	170.92	401.59	228.91	569.65
流动负债合计	419.28	624.47	1,191.53	1,015.10	1,886.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.82	4.42	1.77	2.34	2.84
非流动负债合计	0.82	4.42	1.77	2.34	2.84
负债合计	420.10	628.89	1,193.30	1,017.44	1,889.79
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	145.68	145.68	194.24	194.24	194.24
资本公积	124.66	124.66	583.71	583.71	583.71
留存收益	191.48	297.24	965.97	1,266.32	1,686.94
其他	(123.04)	(130.19)	(583.71)	(583.71)	(583.71)
股东权益合计	338.78	437.39	1,160.21	1,460.56	1,881.18
负债和股东权益总计	758.89	1,066.28	2,353.52	2,478.00	3,770.97

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	101.99	156.75	209.68	300.35	420.62
折旧摊销	8.38	8.41	5.76	8.09	10.48
财务费用	(5.00)	34.37	0.00	0.00	0.00
投资损失	2.45	(3.24)	(0.07)	(0.11)	(0.14)
营运资金变动	8.22	104.13	136.34	(31.03)	149.68
其它	(79.98)	(97.30)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	36.06	203.12	351.71	277.30	580.64
资本支出	1.45	(0.03)	62.65	79.44	49.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.77	(76.16)	(122.57)	(159.33)	(99.35)
投资活动现金流	42.22	(76.19)	(59.93)	(79.89)	(49.86)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	174.04	(40.92)	513.14	0.00	0.00
其他	(130.79)	(13.89)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	43.25	(54.81)	513.14	0.00	0.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	121.53	72.12	804.93	197.40	530.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,795.43	2,285.56	3,747.47	4,965.02	6,612.91
营业成本	1,483.87	1,824.35	3,087.38	4,054.93	5,373.65
营业税金及附加	1.37	2.12	3.48	4.61	6.14
营业费用	147.18	216.61	311.04	407.13	542.26
管理费用	22.59	23.46	37.47	49.65	66.13
研发费用	11.93	14.79	22.48	29.79	39.68
财务费用	(4.37)	33.76	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(1.46)	(0.60)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.28	10.51	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.45)	3.24	0.07	0.11	0.14
其他	5.15	(27.44)	(0.15)	(0.21)	(0.29)
营业利润	131.33	184.76	285.69	419.01	585.20
营业外收入	0.25	2.48	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.04	0.34	29.98	52.74	72.25
利润总额	131.54	186.90	255.71	366.28	512.95
所得税	29.56	30.15	46.03	65.93	92.33
净利润	101.99	156.75	209.68	300.35	420.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	101.99	156.75	209.68	300.35	420.62
每股收益(元)	0.53	0.81	1.08	1.55	2.17

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-1.38%	27.30%	63.96%	32.49%	33.19%
营业利润	76.99%	40.68%	54.63%	46.67%	39.66%
归属于母公司净利润	97.57%	53.70%	33.77%	43.24%	40.04%
获利能力					
毛利率	17.35%	20.18%	17.61%	18.33%	18.74%
净利率	5.68%	6.86%	5.60%	6.05%	6.36%
ROE	30.10%	35.84%	18.07%	20.56%	22.36%
ROIC	99.82%	216.86%	568.11%	-865.36%	760.06%
偿债能力					
资产负债率	55.36%	58.98%	50.70%	41.06%	50.11%
净负债率	-60.73%	-60.52%	-92.19%	-86.75%	-95.57%
流动比率	1.59	1.56	1.86	2.23	1.86
速动比率	1.48	1.38	1.79	2.04	1.78
营运能力					
应收账款周转率	5.73	6.23	6.16	7.25	7.25
存货周转率	45.71	28.70	37.84	35.94	37.89
总资产周转率	2.57	2.50	2.19	2.06	2.12
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.81	1.08	1.55	2.17
每股经营现金流	0.19	1.05	1.81	1.43	2.99
每股净资产	1.74	2.25	5.97	7.52	9.68
估值比率					
市盈率	98.98	64.40	48.14	33.61	24.00
市净率	29.80	23.08	8.70	6.91	5.37
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.52	20.36	13.71
EV/EBIT	0.00	0.00	31.13	20.76	13.95

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com