

久祺股份 (300994. SZ)

电踏车业务维持高增长，自主品牌稳步推进

买入

核心观点

22年二季度收入同比下滑，利润同比实现正增长。2022年上半年，公司实现营业收入13.61亿元（同比-13.9%），归母净利润1.01亿元（+18.8%），扣非归母净利润0.97亿元（同比+23.8%）；二季度公司实现营业收入5.86亿元（同比-29.4%），归母净利润0.59亿元（+13.2%），扣非归母净利润0.54亿元（同比+19.2%）。

国内疫情、外需疲软以及俄乌冲突导致公司二季度收入同比下滑，但电踏车业务增长仍然亮眼，自主品牌稳步推进。公司二季度收入同比出现下滑，主要原因是：1) 二季度国内疫情频发，对公司物流效率造成负面影响；2) 外需趋势转弱，出口增长承压（二季度中国出口（美元）同比增长12.8%，较上季度下降2.9个百分点）；3) 俄乌冲突对俄罗斯和乌克兰地区的销售造成了一定负面影响。其中，公司不同业务的收入表现分化较大，传统成人自行车和传统儿童自行车上半年收入同比分别为-25%和-33%；公司近两年重点发力的两大新方向——电踏车和自主品牌表现不俗，上半年电踏车业务收入实现了同比99%的高增长，收入占比提升至19%，由于欧洲自行车电动化大势所趋以及公司电踏车业务基数低，该业务未来有望维持高速增长。上半年自主品牌业务收入实现了同比约30%的较高速增长，公司自主品牌销售渠道越来越多元化（亚马逊、1688、沃尔玛线上店、自建站等），未来增速有望更高。

汇兑收益帮助利润同比实现正增长，布局新产能打开长期成长空间。受益于原材料成本下行以及人民币贬值，公司上半年调整后的毛利率（将运输费用加回成本）同比是有提升的，但由于上半年欧洲需求较弱且公司在美洲地区去库存，导致公司盈利能力同比提升并不明显。得益于人民币贬值，公司上半年实现了约4100万元的汇兑收益，从而带动公司归母净利润同比实现了19%的正增长。公司计划将上市募集资金用于“年产100万辆自行车及100万辆电动助力车智能制造项目”和“年产160万辆自行车、童车及40万辆电动助力车数字化技术改造项目”。

风险提示：国内疫情变化；原材料成本上涨超预期；业务拓展低于预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

预计2022-2024年归母净利润分别为2.60/3.67/4.49亿元（22-24年调整幅度-12.4%/-10.7%/-13.8%），分别同比增长27%/41%/22%。考虑到公司虽然短期受不确定性因素影响，但长期成长逻辑不变，维持公司“买入”评级，现在股价对应22-23年EPS的PE估值分别为21X、15X。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,286	3,710	3,654	5,050	6,338
(+/-%)	27.3%	62.3%	-1.5%	38.2%	25.5%
净利润(百万元)	157	205	260	367	449
(+/-%)	53.7%	30.9%	26.6%	41.2%	22.3%
每股收益(元)	1.08	1.06	1.34	1.89	2.31
EBIT Margin	8.9%	7.1%	7.1%	8.0%	8.2%
净资产收益率(ROE)	35.8%	19.0%	20.6%	24.2%	24.5%
市盈率(PE)	25.8	26.3	20.8	14.7	12.0
EV/EBITDA	22.0	22.9	22.4	14.8	11.6
市净率(PB)	9.26	5.01	4.29	3.56	2.95

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

公司研究·财报点评

中小盘·中小盘II

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen. com. cn | uodan4@guosen. com. cn
S0980521010004

证券分析师：罗丹

021-60933142

S0980520060003

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

24.87元

收盘价

4825/1617百万元

总市值/流通市值

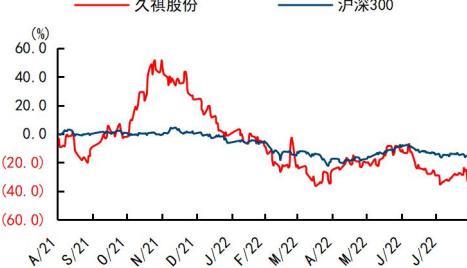
58.47/22.72元

52周最高价/最低价

114.60百万元

近3个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

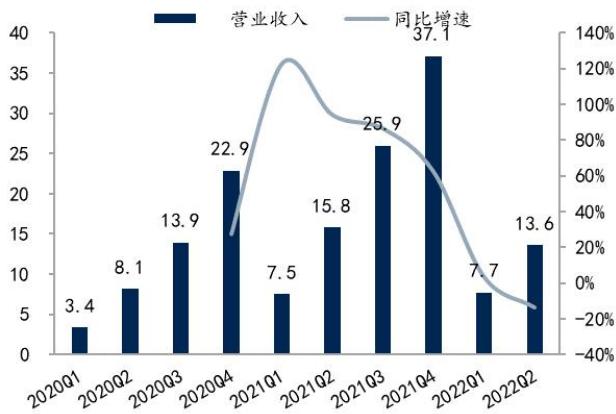
《久祺股份(300994.SZ)-疫情导致收入增长承压，一季度盈利表现较优》——2022-04-24

《久祺股份-300994-21年三季度财报点评：三季度净利实现高增长，期待四季度旺季表现》——2021-10-26

《久祺股份-300994-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”》——2021-10-14

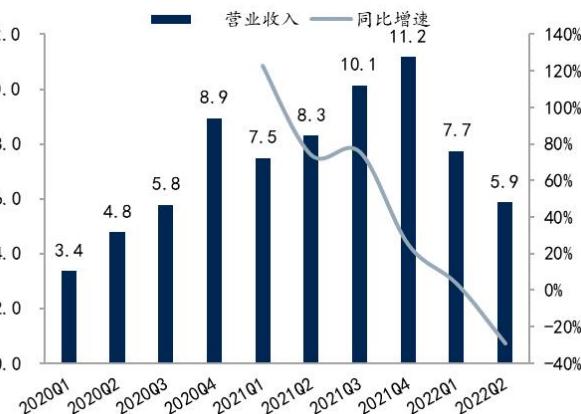
22年二季度收入同比下滑，利润同比实现正增长。2022年上半年，公司实现营业收入13.61亿元（同比-13.9%），归母净利润1.01亿元（+18.8%），扣非归母净利润0.97亿元（同比+23.8%）；二季度公司实现营业收入5.86亿元（同比-29.4%），归母净利润0.59亿元（+13.2%），扣非归母净利润0.54亿元（同比+19.2%）。

图1：久祺股份累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



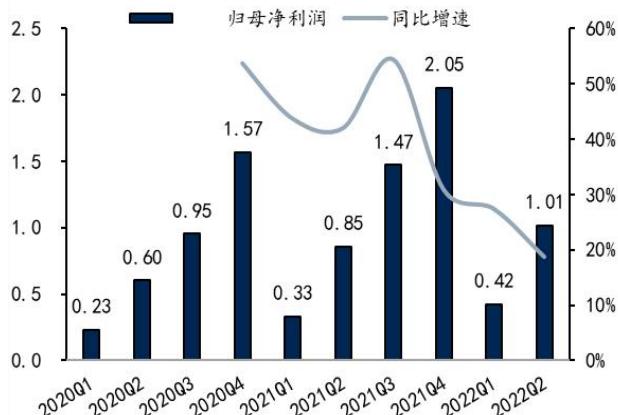
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：久祺股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



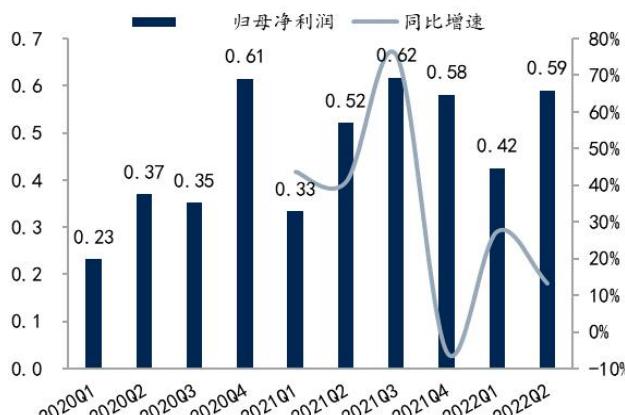
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：久祺股份累计归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：久祺股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



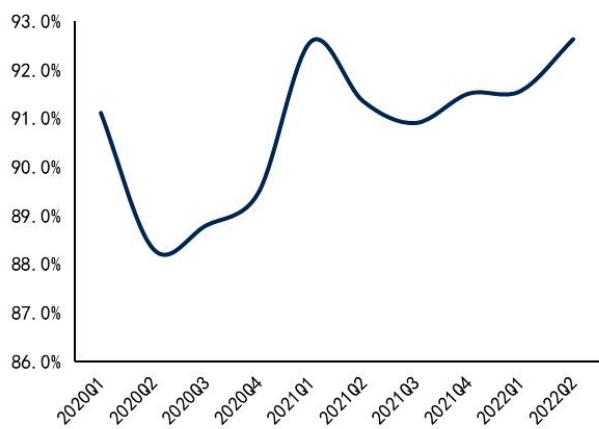
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内疫情、外需疲软以及俄乌冲突导致公司二季度收入同比下滑，但电踏车业务增长仍然亮眼，自主品牌稳定推进。公司二季度收入同比出现下滑，主要原因是：1) 二季度国内疫情频发，对公司物流效率造成负面影响；2) 外需趋势转弱，出口增长承压（二季度中国出口（美元）同比增长12.8%，较上季度下降2.9个百分点）；3) 俄乌冲突对俄罗斯和乌克兰地区的销售造成了一定负面影响。其中，不同业务的收入表现分化较大，公司的传统成人自行车和传统儿童自行车上半年收入同比分别为-25%和-33%；公司近两年重点发力的两大新方向——电踏车和自主品牌表现不俗，上半年电踏车业务收入实现了同比99%的高增长，收入占比提升至19%，由于欧洲自行车电动化大势所趋以及公司电踏车业务基数低，该业务未来有望维持高速增长。上半年自主品牌业务收入实现了同比约30%的较高速增长，公司自主品牌销售渠道越来越多元化（亚马逊、

1688、沃尔玛线上店、自建站等），未来增速有望更高。

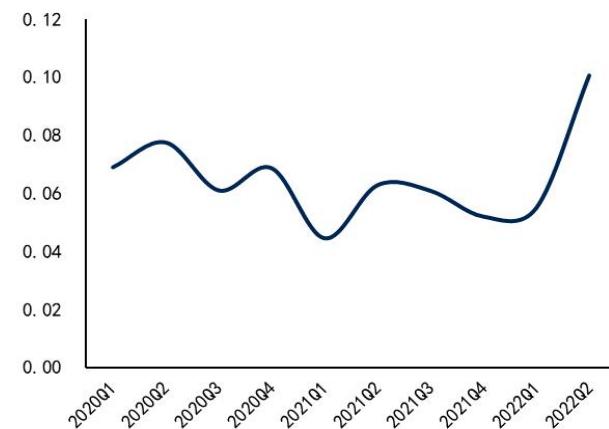
汇兑收益帮助利润同比实现正增长，布局新产能打开长期成长空间。受益于原材料成本下行以及人民币贬值，公司上半年调整后的毛利率（将运输费用加回成本）同比是有提升的，但由于上半年欧洲需求较弱且公司在美洲地区去库存，导致公司盈利能力同比提升并不明显。得益于人民币贬值，公司上半年实现了约 4100 万元的汇兑收益，从而带动公司归母净利润同比实现了 19% 的正增长。公司计划将上市募集资金用于“年产 100 万辆自行车及 100 万辆电动助力车智能制造项目”和“年产 160 万辆自行车、童车及 40 万辆电动助力车数字化技术改造项目”。

图5：久祺股份“(营业成本+销售费用)/收入”比例变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：久祺股份归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.60/3.67/4.49 亿元（22-24 年调整幅度-12.4%/-10.7%/-13.8%），分别同比增长 27%/41%/22%。考虑到公司虽然短期受不确定性因素影响，但长期成长逻辑不变，维持公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 21X、15X。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	265	654	723	618	584	营业收入	2286	3710	3654	5050	6338
应收款项	432	731	721	969	1181	营业成本	1824	3241	3191	4364	5464
存货净额	116	210	200	274	342	营业税金及附加	2	2	2	3	4
其他流动资产	43	54	55	76	95	销售费用	217	154	153	212	266
流动资产合计	977	1780	1830	2067	2333	管理费用	23	30	29	41	51
固定资产	74	125	177	396	583	研发费用	15	18	18	25	32
无形资产及其他	5	5	5	6	7	财务费用	34	16	(14)	(13)	(12)
投资性房地产	10	21	21	21	21	投资收益	3	13	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	11	3	15	15	0
资产总计	1066	1931	2033	2490	2944	其他收入	(15)	(35)	7	(15)	(22)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	185	247	317	447	547
应付款项	454	702	653	833	967	营业外净收支	2	4	0	0	0
其他流动负债	171	147	118	138	144	利润总额	187	251	317	447	547
流动负债合计	624	850	770	971	1111	所得税费用	30	46	57	81	98
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	3	3	3	3	归属于母公司净利润	157	205	260	367	449
长期负债合计	4	3	3	3	3	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	629	853	774	974	1114	净利润	157	205	260	367	449
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	14	7	23	25
股东权益	437	1077	1259	1516	1830	折旧摊销	8	9	16	24	38
负债和股东权益总计	1066	1931	2033	2490	2944	公允价值变动损失	(11)	(3)	(15)	(15)	0
						财务费用	34	16	(14)	(13)	(12)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	38	(178)	(53)	(119)	(135)
每股收益	1.08	1.06	1.34	1.89	2.31	其它	1	(14)	(7)	(23)	(25)
每股红利	0.35	0.36	0.40	0.57	0.69	经营活动现金流	191	33	208	257	352
每股净资产	3.00	5.55	6.48	7.80	9.42	资本开支	0	(75)	(61)	(251)	(251)
ROIC	60%	37%	27%	40%	37%	其它投资现金流	(82)	(10)	0	0	0
ROE	36%	19%	21%	24%	25%	投资活动现金流	(82)	(85)	(61)	(251)	(251)
毛利率	20%	13%	13%	14%	14%	权益性融资	(29)	534	0	0	0
EBIT Margin	9%	7%	7%	8%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(51)	(70)	(78)	(110)	(135)
收入增长	27%	62%	-1%	38%	26%	其它融资现金流	81	47	(0)	0	0
净利润增长率	54%	31%	27%	41%	22%	融资活动现金流	(50)	441	(78)	(110)	(135)
资产负债率	59%	44%	38%	39%	38%	现金净变动	59	389	69	(105)	(34)
息率	0.9%	1.3%	1.4%	2.0%	2.5%	货币资金的期初余额	206	265	654	723	618
P/E	25.8	26.3	20.8	14.7	12.0	货币资金的期末余额	265	654	723	618	584
P/B	9.3	5.0	4.3	3.6	3.0	企业自由现金流	0	(28)	116	(13)	80
EV/EBITDA	22.0	22.9	22.4	14.8	11.6	权益自由现金流	0	19	127	(2)	90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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