

海外去库致订单承压,静待下游需求改善

投资要点

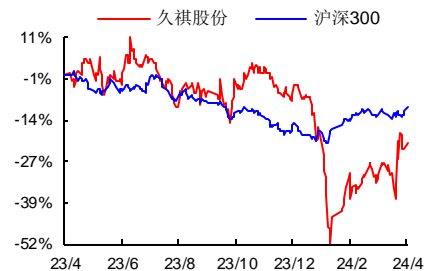
- 业绩摘要:**公司发布2023年年报及2024年一季报,2023年公司实现营收20.1亿元(同比-15.6%);实现归母净利润1.1亿元(同比-36.6%);实现扣非净利润0.9亿元(同比-40.8%)。单季度来看,2023Q4公司实现营收4.5亿元(同比-10.4%);实现归母净利润0.1亿元(同比-22.7%);实现扣非后归母净利润0.1亿元(同比-13%)。2024Q1公司实现营收5.3亿元(同比+8.7%);实现归母净利润0.2亿元(同比+55.1%);实现扣非后归母净利润0.2亿元(同比+77.6%),2024Q1收入同比实现正增长,盈利能力延续改善趋势。
- 2023年毛利率修复,费用率总体略增。**2023年公司整体毛利率为15%,同比+1.5pp;2023Q4毛利率为15.7%,同比+1.6pp。分产品看,成人自行车毛利率为20.1%(+4.8pp);儿童自行车毛利率为24.6%(+6.1pp);助力电动自行车毛利率为11.2%(-0.4pp);配件毛利率为13.2%(+0.9pp)。分销售模式来看,OBM模式毛利率为23.5%(+1.9pp);ODM模式毛利率为15.3%(+1.7pp);贸易模式毛利率为10.0%(+1.0pp)。费用率方面,公司总费用率为9.4%,同比+3.4pp,其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为7.3%/1.6%/-1%/1.5%,同比+0.7pp/+0.3pp/+1.8pp/+0.5pp,财务费用率增加主要汇兑收益同比减少所致。综合来看,公司净利率为5.3%,同比-1.8pp。2024Q1毛利率为12.8%,同比+0.1pp;总费用率为7%,同比-2.3pp,主要由于汇兑收益同比增加。2024Q1净利率为4.1%,同比+1.2pp。
- 海外需求较弱致各品类销售承压,童车更具韧性。**分产品看,2023年成人自行车营收3.3亿元(-41.6%);儿童自行车营收3.8亿元(-6.9%);助力电动自行车营收达到3.3亿元(-29.4%);配件营收达到6.2亿元(-22.6%);其他产品收入3.2亿元(+177%)。受欧洲消费偏弱、需求不足,以及渠道客户库存较高影响,公司各品类销售承压。其中,传统成人车及助力电动自行车收入降幅较大,儿童自行车由于更新频率较快,以及公司自主品牌占比较高,降幅相对较小。其他产品收入实现高增长,主要为公司依托现有客户资源,扩张贸易模式的品类范围。分地区看,2023年外销营收19.7亿元(-14.8%),内销收入3708.4万元(-43.4%)。随着海外需求边际修复以及渠道库存去化,公司订单有望边际改善。
- OBM增长稳健,产能稳步扩张。**2023年公司OBM/ODM/贸易模式收入分别为4.3亿元/8.0亿元/7.7亿元,同比+3.8%/-34.7%/+4.9%,公司通过各类跨境电商平台,如AMAZON、速卖通、eBay、阿里国际站、自建站等多种渠道开拓B2B、B2C业务,自主品牌业务在市场需求偏弱背景下增长稳健。随着电动助力车产品的产量增加,公司电动助力车产品也会增加跨境电商销售,跨境电商品类有望进一步丰富。产能方面,公司德清募投项目和天津新工厂的产能落地后,预计将逐步扩大公司电动助力自行车的自产产能,提升山地自行车等高端自行车产品的生产能力,自产产能将进一步得到保障。在生产技术上,公司全资子公司德清久胜引进数十条自动化焊接机器人,实现焊接工序自动化,进一步推动降本增效。

西南证券研究发展中心

分析师:蔡欣
执业证号:S1250517080002
电话:023-67511807
邮箱:cxin@swsc.com.cn

分析师:赵兰亭
执业证号:S1250522080002
电话:023-67511807
邮箱:zht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.33
流通A股(亿股)	0.78
52周内股价区间(元)	7.36-19.79
总市值(亿元)	28.02
总资产(亿元)	17.54
每股净资产(元)	4.92

相关研究

- 久祺股份(300994):盈利暂时承压,静待海外需求回暖订单修复(2023-05-04)

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.64 元、0.83 元、1.02 元，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，国际贸易摩擦加剧的风险，行业竞争加剧的风险，新增产能项目投产不及预期的风险。



指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2006.00	2611.64	3174.44	3699.42
增长率	-15.57%	30.19%	21.55%	16.54%
归属母公司净利润 (百万元)	106.47	149.19	192.53	238.30
增长率	-36.57%	40.13%	29.05%	23.78%
每股收益 EPS (元)	0.46	0.64	0.83	1.02
净资产收益率 ROE	8.89%	11.73%	13.84%	15.55%
PE	26	19	15	12
PB	2.49	2.31	2.11	1.90

数据来源: Wind, 西南证券

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1:在建产能如期落地,天津工厂电助力车产能 2024-2026 年投产进度分别为 20%、50%、80%;

假设 2: 2024 年随着欧洲客户库存逐步去化完毕,下单节奏恢复常态,2024 年公司传统产品成人自行车和儿童自行车在低基数下保持较高增速,2025-2026 年恢复稳健增长,假设 2024-2026 年成人自行车收入增长 25%、15%、12%,儿童自行车收入增长 28%、20%、15%;

假设 3:随着提高供应链管理能力和成人自行车毛利率提升,2024-2026 年分别为 20.5%、21%、21.2%;

假设 4:公司扩大和核心客户的贸易合作范围,其他业务收入保持较高增长,2024-2026 年增速分别为 80%、30%、20%。

基于以上假设,我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	2006.0	2611.6	3174.4	3699.4
yoy	-15.6%	30.2%	21.5%	16.5%
营业成本	1704.6	2213.2	2671.4	3093.7
毛利率	15.0%	15.3%	15.8%	16.4%
成人自行车				
收入	331.8	414.8	477.0	534.2
yoy	-41.6%	25%	15%	12%
成本	265.3	329.7	376.8	421.0
毛利率	20.1%	20.5%	21.0%	21.2%
儿童自行车				
收入	384.4	492.0	590.4	679.0
yoy	-6.9%	28%	20%	15%
成本	289.7	366.5	438.1	501.1
毛利率	24.6%	25.5%	25.8%	26.2%
助力电动自行车				
收入	327.1	408.9	552.0	690.0
yoy	-29.4%	25%	35%	25%
成本	290.6	347.6	452.7	552.0
毛利率	11.2%	15.0%	18.0%	20.0%
摩托车				
收入	21.1	37.9	56.9	74.0
yoy	96.5%	80%	50%	30%

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
成本	20.2	36.0	52.4	66.6
毛利率	4.2%	5%	8%	10%
配件				
收入	624.1	686.6	755.2	830.7
yoy	-22.6%	10%	10%	10%
成本	541.9	590.4	645.7	706.1
毛利率	13.2%	14%	15%	15%
其它				
收入	317.5	571.5	742.9	891.5
yoy	177.0%	80%	30%	20%
成本	297.0	542.9	705.8	846.9
毛利率	6.5%	5%	5%	5%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取两轮车内销头部品牌爱玛科技，以及两轮车、四轮车出口头部品牌春风动力为可比公司，可比公司 2024 年平均估值为 15 倍。考虑到公司订单边际改善，新产能逐步释放，维持“持有”评级。

表 2：可比公司 wind 一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603529	爱玛科技	34.46	2.60	3.16	3.75	13.24	10.92	9.20
603129	春风动力	139.45	8.15	10.13	12.63	17.10	13.77	11.04
平均值						15.17	12.34	10.12

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2006.00	2611.64	3174.44	3699.42	净利润	104.30	147.76	190.43	235.49
营业成本	1704.59	2213.23	2671.38	3093.69	折旧与摊销	15.08	20.34	20.34	20.34
营业税金及附加	2.87	3.05	3.91	25.53	财务费用	-20.60	-14.42	-8.30	-9.64
销售费用	147.33	185.43	222.21	247.86	资产减值损失	-0.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	31.81	41.79	50.79	51.79	经营营运资本变动	23.90	-152.60	-43.73	-39.32
财务费用	-20.60	-14.42	-8.30	-9.64	其他	24.60	9.15	11.84	11.01
资产减值损失	-0.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	146.66	10.23	170.57	217.89
投资收益	23.94	10.00	10.00	10.00	资本支出	-145.74	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	-16.71	-14.45	-15.20	-14.95	其他	133.43	-4.45	-5.20	-4.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-12.30	-34.45	-35.20	-34.95
营业利润	119.80	178.12	229.23	285.23	短期借款	23.27	-29.53	0.00	0.00
其他非经营损益	7.05	5.20	5.46	5.64	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	126.86	183.32	234.69	290.87	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	22.56	35.56	44.26	55.38	支付股利	-112.66	-53.23	-74.60	-96.26
净利润	104.30	147.76	190.43	235.49	其他	10.15	5.28	8.30	9.64
少数股东损益	-2.17	-1.43	-2.10	-2.81	筹资活动现金流净额	-79.24	-77.48	-66.30	-86.63
归属母公司股东净利润	106.47	149.19	192.53	238.30	现金流量净额	56.22	-101.71	69.07	96.31
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	632.72	531.01	600.08	696.39	成长能力				
应收和预付款项	381.88	479.52	577.98	678.90	销售收入增长率	-15.57%	30.19%	21.55%	16.54%
存货	141.15	189.77	227.01	264.07	营业利润增长率	-43.74%	48.68%	28.69%	24.43%
其他流动资产	288.92	295.74	302.08	307.99	净利润增长率	-37.58%	41.67%	28.88%	23.66%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-28.06%	61.04%	31.10%	22.66%
投资性房地产	3.25	3.25	3.25	3.25	获利能力				
固定资产和在建工程	248.87	264.31	279.75	295.19	毛利率	15.03%	15.26%	15.85%	16.37%
无形资产和开发支出	50.24	44.68	39.11	33.54	三费率	7.90%	8.15%	8.34%	7.84%
其他非流动资产	13.46	13.25	13.04	12.83	净利率	5.20%	5.66%	6.00%	6.37%
资产总计	1760.50	1821.54	2042.29	2292.16	ROE	8.89%	11.73%	13.84%	15.55%
短期借款	29.53	0.00	0.00	0.00	ROA	5.92%	8.11%	9.32%	10.27%
应付和预收款项	423.10	539.12	642.12	751.00	ROIC	12.43%	16.81%	18.07%	19.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.70%	7.05%	7.60%	8.00%
其他负债	134.12	22.61	24.53	26.29	营运能力				
负债合计	586.75	561.73	666.65	777.29	总资产周转率	1.15	1.46	1.64	1.71
股本	233.09	233.09	233.09	233.09	固定资产周转率	14.36	16.58	22.21	28.82
资本公积	544.86	544.86	544.86	544.86	应收账款周转率	5.91	6.76	6.69	6.56
留存收益	337.45	433.41	551.34	693.38	存货周转率	10.29	13.24	12.72	12.51
归属母公司股东权益	1123.87	1211.35	1329.29	1471.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.61%	—	—	—
少数股东权益	49.88	48.45	46.35	43.54	资本结构				
股东权益合计	1173.75	1259.81	1375.64	1514.87	资产负债率	33.33%	30.84%	32.64%	33.91%
负债和股东权益合计	1760.50	1821.54	2042.29	2292.16	带息债务/总负债	5.03%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.52	2.73	2.61	2.55
					速动比率	2.27	2.38	2.27	2.20
					股利支付率	105.82%	35.68%	38.75%	40.40%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.64	0.83	1.02
					每股净资产	4.82	5.20	5.70	6.31
					每股经营现金	0.63	0.04	0.73	0.93
					每股股利	0.48	0.23	0.32	0.41
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	114.28	184.04	241.28	295.94					
PE	26.32	18.78	14.55	11.76					
PB	2.49	2.31	2.11	1.90					
PS	1.40	1.07	0.88	0.76					
EV/EBITDA	16.73	10.78	7.93	6.14					
股息率	4.02%	1.90%	2.66%	3.44%					

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
