

2025 年 12 月 3 日 (星期三)

# 公司報告

# 大行科工 (2543 HK)

## 折叠自行车：四大催化剂释放增长空间

- 自主生产，产品高端化，海外市场与线上渠道布局，共同释放增长潜力
  - 预计2024-27年销售额CAGR约50%，毛利率每年提升约1个百分点
  - 首次覆盖给予增持评级；目标价基于9.5倍26年底市盈率，对比同行均值折价约45%

四大催化剂将在2026年集中释放；首次覆盖给予增持评级

大行科工于 40 年前在美国创立，是国内领先的高端折叠自行车设计与制造源头。公司采用轻资产商业模式，拥有净现金和约 50% 的 ROE，核心优势在于其在折叠车品类的品牌领先地位。我们聚焦于大行科工，因其正在执行全高端化转型战略，在未来 24 个月内实现产品、渠道、地域及成本结构全面升级，通过产品结构升级推动 ASP 和利润率提升，同时加速国内及国际市场上的规模扩张。四大催化剂如下：

1. **高端产品线已正式落地：**三折叠车型定价 5,000-7,000 元人民币（相比当前平均售价约 3,000 元），并已于 25 年四季度正式推出。天津合资公司获得电助力认证后，产量正加速爬坡，切入电动细分市场——海外市场渗透率已达 20-30%，而中国仍不足 5%。
  2. **自主生产提升 200-300 个基点毛利率：**新增产能（50 万台）在理想情况下将使外包比例从当前 50% 以上降至 15% 以下，修复目前流失给第三方的利润率。
  3. **线上转型：**该渠道保持 50% 以上的增长，毛利率约 50%，而线下仅为 27-28%。我们预计线上收入占比将在 2026 年达到 35%（相比 2024 年的约 25%）。
  4. **再度进军国际市场：**美国和欧洲子公司预计 2026 年实现收入 1.5 亿元人民币，2027 年达 3 亿元人民币。发达市场消费者愿意支付溢价，并在电助力产品上实现 20-30% 的渗透率。

2026 年将迎来拐点—四大催化剂同步释放，推动收入加速增长和利润率扩张。我们首次覆盖给予增持评级。

## 财务数据预测

- 预计 2024-27 年销售额复合年增长率达 50%，毛利率每年提升约 100 个基点，主要驱动因素包括：三折叠及电助力新品推出带动 ASP 上升、自主生产修复 200-300 个基点利润率，以及线上渠道占比在 2026 年提升至约 35%，其毛利率约 50%，显著高于线下的 27-28%。
  - 预计 2025 年下半年营收增长加速，三季度增长约 50%，10 月线上同比增长超 85%；海外业务目标 2026 年收入 1.5 亿元人民币，2027 年达 3 亿元人民币，地域结构有利于利润率提升，因欧美市场电助力渗透率达 20-30%，而中国仍不足 5%。

估值与风险

- 我们的目标价基于 9.5 倍 2026 年底预测市盈率，该估值水平较公司 IPO 以来的平均估值低约 1 个标准差。该倍数意味着较同行平均估值（按市值加权）折让约 45%，并与 A 股上市的两轮车制造商雅迪科技（603529 CH，未评级）的估值水平一致。**关键风险：**品牌与核心团队风险、供应链中断、地缘政治风险。

盈利预测及估值

12月31日年结(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	300	451	680	1,031	1,503
同比增长	18.1%	50.2%	50.8%	51.6%	45.9%
净利润	35	52	81	130	206
稀释每股收益(人民币)	1.66	2.49	3.86	5.60	8.91
同比增长	11.4%	50.0%	55.0%	45.1%	59.1%
P/E	26.3x	17.5x	11.3x	7.8x	4.9x
ROE	38.9%	41.6%	48.8%	56.1%	61.7%

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；注：收盘价截至2025年12月2日

招商证券（香港）有限公司  
证券研究部

黃銘謙  
+852 3189 6357  
[josephwong@cmschina.com.hk](mailto:josephwong@cmschina.com.hk)

与市场的预期差

我们认为公司将于2026年迎来拐点，但当前市场关注度仍然有限。

增持

股价 (2025年12月2日)	39.7港元
12个月目标价 (上涨 / 下跌空间)	56.0港元(+40.8%)



资料来源：彭博；股价截至 2025 年 12 月 2 日

%	1m	6m	1y
大行科工	(15.9)	(30.3)	n.a
恒生指数	(0.3)	12.6	33.3

行业：消费	
恒生指数	(2025年12月2日)
重要数据	
52周股价区间（港元）	38.0-69.0
市值（百万港元）	1,370
日均成交量（百万股）	4.1
主要股东	
韩德玲博士	66.4%
大行科工企业有限合伙	1.2%
宇联欧洲股份公司	2.6%

资料来源：公司数据，彭博。

## 四大核心催化剂驱动 2024-27 年盈利增长 50%以上

未来 24 个月，大行科工的盈利增长将由四个短期催化剂驱动，这些因素将共同支撑未来三年销售额复合年增长率保持在 50%以上，同时毛利率每年平均提升约 100 个基点。首先，公司推出三折叠车型（定价显著高于当前约 3,000 元人民币的平均售价），加速电助力产品爬坡，积极推动高端产品结构升级。电助力业务依托天津合资公司新获认证，切入利润率更高的电动细分市场——海外市场渗透率已达 20-30%，而中国仍不足 5%。其次，大行科工在天津和惠州工厂新增 50 万台产能，促进自主生产，旨在将外包比例从当前超过 50%降至 2027 年底的 15%以下，修复目前流失给第三方制造商的 200-300 个基点毛利率。第三，公司线上渠道保持 60%以上的增长，毛利率约 50%，显著高于线下的 27-28%。我们预计线上收入占比将在 2026 年提升至 35%（相比 2024 年的约 25%），形成强劲有利的渠道结构。第四，大行科工在重建美国和欧洲的全资子公司后重新进入国际市场，目标是 2026 年实现收入 1.5 亿元人民币，2027 年达 3 亿元人民币，地域结构有利于利润率提升，主要由高端定价能力和发达市场电助力渗透率（20-30%）驱动。总体来看，这些催化剂的执行风险极低：产能建设已在推进，三折叠车型已获得预售订单，线上渠道增长无需付费流量投入，海外基础设施已投入运营。我们认为，2026 年将迎来关键拐点，四大催化剂有望集中释放，同时推动收入加速增长和利润率扩张。

### ➤ 催化剂 1：三折叠与电动化车型推动产品高端化，从而提升平均售价和利润率

- 新款三折叠车售价仅为小布 Brompton（高达 10,000 元人民币）的三分之一，且骑行质量更优，直接挑战其垄断地位

大行科工即将推出的三折叠车型，是公司近年来最重要的产品发布，直接聚焦于英国竞争对手小布长期垄断的超高端细分市场。管理层将三折叠车型定价在 5,000-7,000 元人民币，远高于大行科工当前约 3,000 元人民币的平均售价，同时以不到小布入门款 C Line 12,000 元人民币的一半价格，提供小布标志性的紧凑折叠设计和可拖行功能（通过辅助轮实现）。关键在于，这款三折叠车型解决骑行品质方面的痛点：

小布自行车在高速或不平路面上转向不精准、车架容易变形，影响操控。大行科工的工程团队重新设计了三折叠车型的车架几何结构，彻底消除这种不稳定性，带来更平稳、更扎实的骑行体验，同时保持小布受都市通勤族和旅行者青睐的超紧凑外形，方便用户收纳。

该产品已开始产生预订，并于 25 年四季度正式上市。按 5,000-7,000 元人民币的平均定价，我们分析每台三折叠车型的收入贡献比当前产品组合平均水平高出 67%-133%，且管理层确认其毛利率将高于公司平均水平，原因在于其高端定位以及更低的零部件成本（该三折叠车型使用的零件比传统折叠车更少）。如果假设三折叠车型在整体销量占比达到 10%，仅该产品平均售价的提升就会使整体平均售价提高 200-400 元人民币，同时毛利率扩张将进一步带来经营杠杆效应。管理层已在 RUHM 品牌下推出与网红联名的版本，售价略高于 4,000 元人民币，以测试市场反应，为后续“Big Brown”三折叠车型的全面上市做准备，且早期反馈积极。一旦销量规模化，大行科工计划将自建三折叠车型生产产能，以进一步优化成本并获取完整毛利空间。不过在初期阶段，生产仍可能依托现有外包产能，以加快上市进度。

图 1: 小布官网主要产品定价区间在950英镑至4,200英镑以上



	<b>C Line</b>	<b>G Line</b>	<b>P Line</b>	<b>T Line</b>	<b>A Line</b>
	The original folding bike. From £1,295	The most versatile bike in the world. From £2,399	Lightweight performance. From £2,319	Ultralight. Titanium. From £4,250	All you need to begin Just £950
Summary	Super compact, super portable. Folds in under 20 seconds. Now available in 12-speed	Multi-terrain, larger 20" wheels. Folds down small, easy to store. In the city and way beyond	Smoother, faster, more portable. Titanium and steel frame. Available in electric	The lightest Brompton ever made. Carbon components. Ultimate freedom in the city	One spec, one-size-fits-all. 3 gears. An introduction to Brompton
Colours	● ● ● ● ● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ●	● ● ● ● ● ●	●	● ●
Weight	From 11.35kg	From 13.9kg	From 9.99kg	From 7.45kg	From 11.45kg
Material	Steel	Steel	Titanium and steel	Titanium	Steel
Wheel size	16"	20"	16"	16"	16"
Gears	2, 6, or 12	8	4 or 12	1, 4 or 12	3
Folded size	23" H x 22.2" W x 10.6" D 58.5cm H x 56.5cm x 27cm D	26.2" H x 16" W x 28.3" D 67cm H x 41cm W x 72cm D	25.3" H x 23" W x 10.6" D 58.5cm H x 56.5cm W x 27cm D	25.3" H x 23" W x 10.6" D 58.5cm H x 56.5cm W x 27cm D	23" H x 22.2" W x 10.6" D 58.5cm H x 56.5cm W x 27cm D
Handlebars	Low, Mid or High	Low	Low, Mid or High	Low or Mid Carbon	Mid
Seatpost	33" to 39" 84cm to 99cm	33" to 39" 84cm to 99cm	33" to 39" 84cm to 99cm	35" 89cm	35" 89cm
Tires	Schwalbe Marathon Racer	Schwalbe Tanwall G-One All Round 54-406	Continental Contact Urban	Schwalbe ONE with Addix Race rubber mix and V-Guard puncture protection	Schwalbe Kojak
Included	Mudguards Folding pedal	Wide platform quick release pedals Reflectors Front luggage block	Quick release pedals Mudguards Reflectors Front luggage block	Quick release pedals Superlight saddle	Non-folding pedals Reflectors
Options	Roller rack	Roller rack	Low profile mudguards Roller rack	Mudguards Front luggage block	

资料来源：小布官网、招商证券（香港）

图 2: 三折叠车型 DR-7C 定价在5,000-7,000元人民币区间



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图 3: 与领克合作的Lynk &amp; Co 04款车型，零售价略高于3,000元人民币



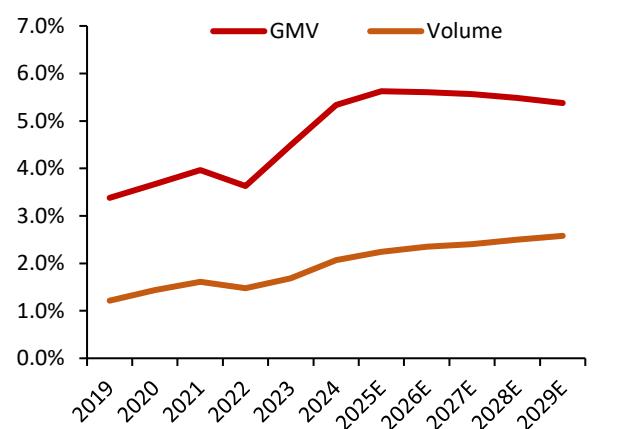
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

- 与电动车品牌联名的电助力产品将在 2025 年加速放量，以抢占增长最快、利润率最高的细分市场

第二个高端化驱动因素是电助力车型，大行科工在该领域具备结构性优势，但此前受制于产能限制。管理层强调，电助力车型沿用了与手动折叠车相同的专利车架和折叠技术，这些技术奠定了公司手动折叠车的领先地位。同时，大行科工电助力车型具备更优质的电池效率：大行科工的电助力自行车在相同电池容量下可实现 20-30 公里的续航，这得益于优化的动力传输和轻量化设计，而这些设计通过公司专有的快拆技术和车架稳定技术实现。天津合资公司（大行持股 51%）已获得中国于 2025 年 8 月生效的新国标电助力认证，打通了商业化的监管通道。

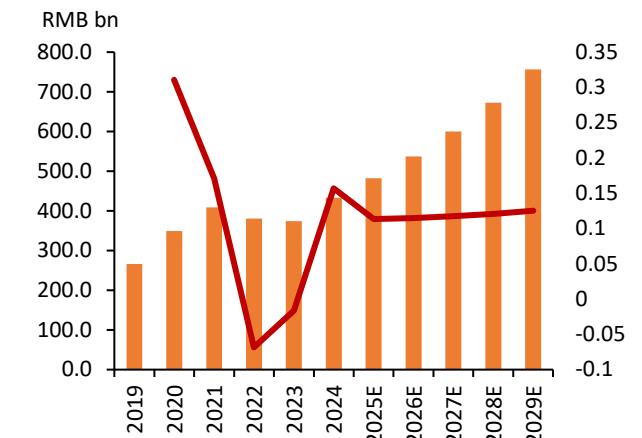
在国内，电助力折叠车的普及此前受制于监管不确定性，但管理层认为新的国家标准是释放潜在需求的拐点。国际市场的电助力需求则成熟得多：海外市场，尤其是美国和欧洲，电助力渗透率达到 20-30%，而中国不足 5%，且欧洲主要市场的政府补贴积极推动普及。大行科工的获奖电助力车型（已获得国际设计认可）目前正在调整，以符合美国和欧洲的监管要求，管理层计划在认证程序完成后推出，预计时间在 2025 年底或 2026 年初。电助力车型的利润率结构显著高于手动车型，主要因为其定价更高（电助力车型通常比同类手动车型溢价 50-100%），同时电气组件通过天津合资公司成熟供应链高效采购，带来更高的利润空间。

图 4: CIC 预计全球折叠车渗透率将稳步提升，其中 GMV 的增长速度将快于销量增长



资料来源: CIC、招商证券(香港)

图 5: CIC 预计全球自行车市场规模将在 2029 年超过 7,000 亿元人民币



资料来源: CIC、招商证券(香港)

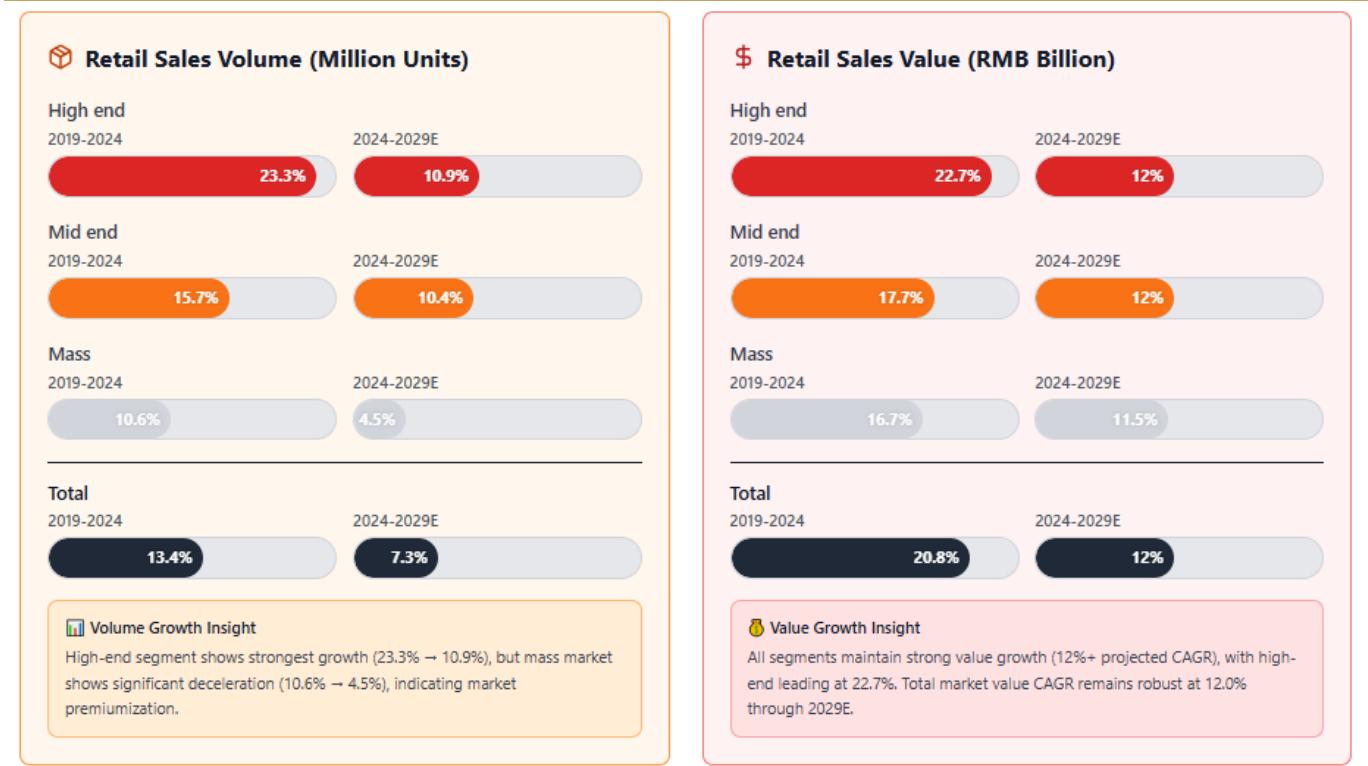
除了三折叠车型和电助力核心新品外，大行科工还通过与中国领先电动车品牌的战略合作，驱动产品高端化。公司已与蔚来 (NIO)、领克 (Lynk & Co)、极氪 (Zeekr)、特斯拉 (Tesla) 和吉利 (Geely) 签署合作协议，提供品牌定制折叠车和电助力车型，这些车型专为车尾箱空间设计，抓住‘4+2’出行趋势（四轮+两轮），满足电动车用户对整合的最后一公里解决方案的需求。这些合作带来高毛利的大宗订单收入，且客户获取成本极低：电动车品牌主动寻求与大行合作，协议通常涉及联名限量版，通过电动车品牌的生态体系（线下展厅、App、积分商城）以高端定价销售。

例如，领克04合作款电助力折叠车零售价略高于3,000元人民币，而蔚来EP8联名款则通过蔚来积分商城销售，批发价与前者大致相当。管理层指出，通过OEM合作销售所实现的利润率略高于传统经销商销售（尽管未披露具体数据），且电动车厂商的主动合作询盘显示，该合作模式有望实现规模化。管理层强调，众多电动车品牌正在主动寻求定制合作，这表明该模式可能演变为持续趋势，而非一次性的收入来源。随着中国电动车渗透率持续上升（新乘用车销量接近50%），潜在合作伙伴基础不断扩大，而大行科工作为折叠车品类的领导者，成为电动车品牌寻求可靠、高品质合作伙伴的首选。

- 将4,000-5,000元人民币定位为最佳平均售价区间，仅需极少的营销投入**

管理层认为4,000-5,000元人民币的价格区间是当前消费者支付意愿的最佳区间，仅需极少的营销投入即可实现强劲销售。公司旗舰型号P8，定价3,498元人民币，长期占年度销量的30%以上，并作为新技术的试验平台，随后再应用至其他产品线。三折叠车型定价在5,000-7,000元人民币，延续这一逻辑，向更高端市场拓展，瞄准目前除了小布入门款（17,000元人民币以上）外没有可选替代的消费者。通过以远低于小布的价格，提供同等紧凑性设计和更优骑行体验，大行科工能够吸引高利润率的高端用户，同时避免蚕食3,000-4,000元人民币核心产品销量基础，因为三折叠车型满足的是不同的使用场景（旅行和多模式交通的超便携性），而P8则专注于日常通勤。

图 6: 高端市场将实现最强劲的销量和GMV增长，主要受新品推出和高端化趋势驱动



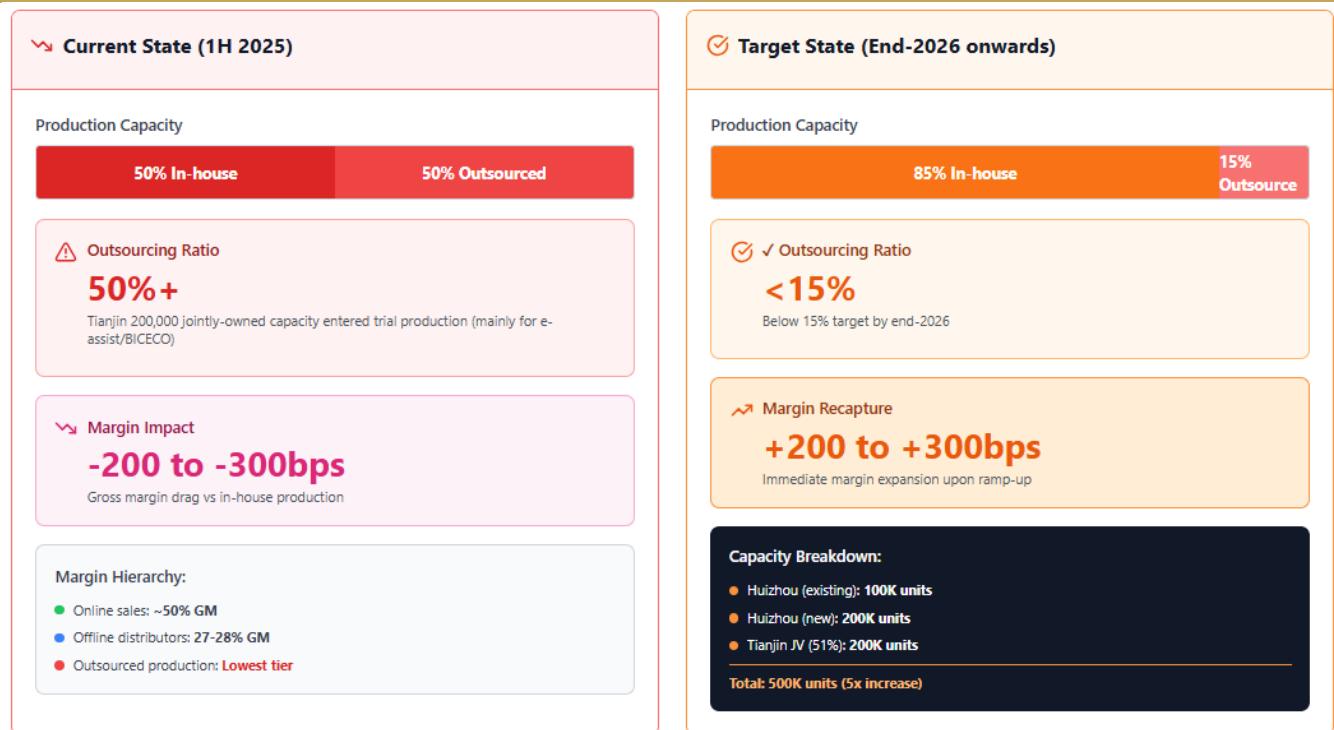
资料来源: CIC、招商证券(香港)

➤ 催化剂2：通过积极的自建产能扩张实现利润率修复，预计到2026年底可提升200-300个基点的毛利率

- 当前外包比例超过50%，导致毛利率被稀释约200-300个基点，虽属暂时性因素，但影响显著

大行科工目前在惠州运营一座自有工厂，年产能约10万台，管理层表示该工厂已长期满负荷运转。近年来收入的快速增长迫使公司将超过50%的生产外包给第三方制造商，使毛利率相较于自主生产下降约200-300个基点。管理层认为，这一利润率流失是暂时性的，并且可以通过正在推进的产能扩张项目完全解决。公司已承诺自2026年起绝大部分生产将由自主产能完成，最佳目标是将外包比例降至总产量的15%以下。在我们的投资逻辑中，这一转变是最具确定性的利润率提升驱动因素，因为它不涉及需求端的执行风险，仅需完成产能建设和爬坡，而这两项工作均在进行。200-300个基点的利润率差异在对比大行科工当前综合毛利率结构时显得尤为显著。管理层表示，线上销售的毛利率约为50%，而线下经销商渠道的毛利率仅为27-28%。外包生产利润率最低，因为第三方制造商占据了大行科工本可保留的价值链份额。通过纵向整合收回这部分利润空间，公司不仅能够提升盈利能力，同时保持价格竞争力，从而形成结构性成本优势，相较于缺乏规模或资本投入建设自主产能的竞争对手更具优势。

图 7: 提高自主生产比例是提升毛利率的关键



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

- 天津合资公司新增 20 万台产能，并为电助力及中端产品带来约 100-120 个基点的成本优势

为解决产能瓶颈和优化成本结构，大行科工与当地合作伙伴在天津成立合资公司，持股比例为 51%。管理层预计天津工厂年产能将达到 20 万台，战略聚焦于电助力自行车及中低端产品线。合作伙伴提供设备和厂房，大行科工则贡献技术、品牌及运营管理。值得注意的是，管理层强调显著的成本优势：天津拥有成熟的中低端自行车零部件供应链生态，使该工厂相比在华南生产同类产品可降低约 100-120 个基点的生产成本。这一成本差异主要源于零部件供应商的地理近距、更低的人工成本，以及合资伙伴现有的供应商关系，后者可在零部件采购上额外获得约 2% 的折扣。

值得注意的是，天津工厂已进入试生产阶段，并将在近期开始发货，首批产品为与领克合作的 Lynk & Co 04 电助力车型，预计于 2025 年内推出。管理层预计，到 2026 年，天津工厂的电助力设计产能为 15 万台，但短期产量目标将随着需求增长和生产流程稳定逐步爬坡。天津工厂还将生产大行科工新注册子品牌 BICECO 的产品，该品牌专门针对中低端产品线，以避免弱化大行科工核心品牌的高端定位。BICECO 将面向低线城市及价格敏感的线上渠道，在这些市场中，天津产能的成本优势可得到充分发挥，使大行科工能够在不牺牲利润率的情况下有效参与价格竞争。

图 8: 新基地将赋予大行科工区域性成本优势，助力其扩大产能



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图 9: BICECO 品牌与大行科工关联度高，主要面向中国的低线城市



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

- 惠州新工厂将新增 20 万台高端产品产能，预计于 2026 年底投产

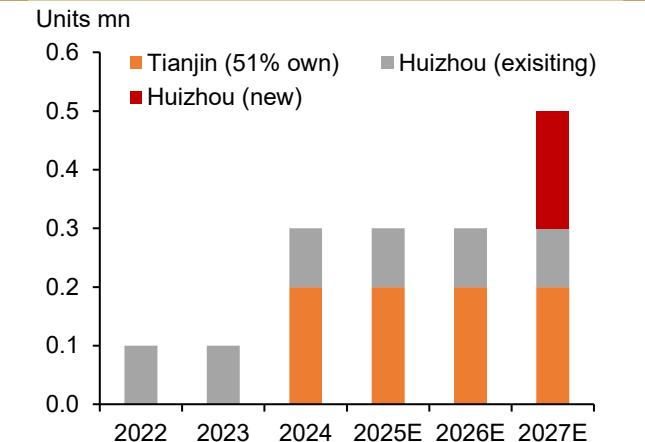
与此同时，管理层计划在现有惠州厂区附近新建一座工厂，占地约 4 万平方米，规划年产能 20 万台。该工厂将专注于中高端产品，以保持大行科工核心业务的品质和品牌定位。根据招股书，管理层预计该工厂将在 2026 年完成建设，并于 2027 年一季度投产，但最新指引目标是在 2026 年底前完工。投产后，大行能完全自主生产高端车型——包括即将推出的三折叠车型及其他高毛利产品，从而消除外包制造对公司最盈利产品线造成的利润率拖累。

图 10: 推特X平台上发布大行科工惠州总部照片



资料来源: X、招商证券(香港)

图 11: 50万台自主产能将使外包比例从2026年底开始降至15%以下



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

- 总产能将提升至 50 万台，外包比例在 2026 年底前降至 15% 以下——迅速修复利润率空间**  
综合来看，这些扩产项目将使公司自有产能提升至年产 50 万台（包括惠州现有工厂 10 万台、惠州新工厂 20 万台以及天津合资公司 20 万台），较当前水平实现五倍增长（按自有产能口径）。需要注意的是，由于上半年没有新增产能投产，2025 年上半年外包比例进一步上升，但大行科工预计在两座新工厂全面投产后，理想状态下外包比例将下降至 15% 以下。尽管如此，公司仍计划保留少量外包产能以保持灵活性——用于应对需求高峰或测试新产品，而无需过度投入固定资产。但管理层明确将自主生产视为利润率优化和质量控制的战略重点。

图 12: 2026年自有产能扩张蓝图

**Three-Facility Expansion Strategy: 500K Units Total Capacity**

Existing Huizhou	Tianjin JV (51% stake)	New Huizhou Facility
Capacity: 100,000 units/year  Status: Full utilization Focus: Current production base Timeline: Operational (existing) Note: Running at capacity for extended period	Capacity: 200,000 units/year  Focus: E-assist & mid-to-low-end Cost advantage: 100-120bps Timeline: Trial production, shipping soon First model: Lynk & Co 04 (2025) Sub-brand: BICECO for lower-tier cities	Capacity: 200,000 units/year  Focus: Mid-to-high-end products exclusively Size: ~40,000 sqm Timeline: Construction completes end-26 Production: Operational 1Q27 (or end-26) Products: Tri-fold & high-margin SKUs

**\$ Tianjin JV: 100-120bps Cost Advantage Drivers**

Mature Supply Chain	Lower Labor Costs	Supplier Relationships	Strategic Positioning
Proximity to mid-to-low-end bike component suppliers reduces logistics costs	Northern China manufacturing cost advantage vs southern China	JV partner's existing relationships provide additional 2% discount on components	Enables price competition without margin sacrifice via cost structure

**BICECO Sub-brand Strategy:** Registered specifically for mid-to-low-end products to avoid diluting core Dahon brand's premium positioning. Targets lower-tier cities and price-sensitive online channels where Tianjin cost advantages can be fully leveraged.

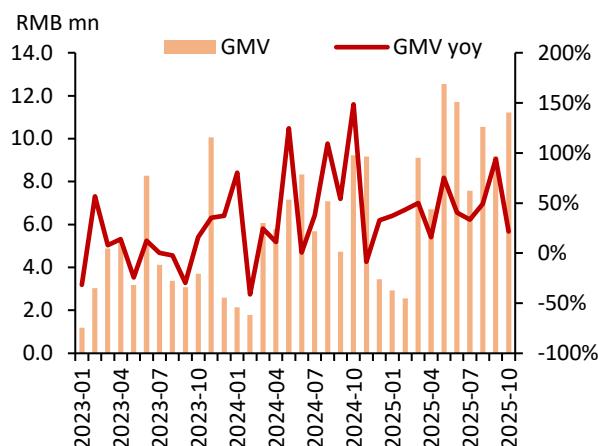
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

➤ 催化剂 3: 渠道结构向高毛利的线上渠道转移——线上毛利率约 50%，而线下仅为 27-28%

- 线上业务保持 50%以上的增长，毛利率约 50%，而线下仅为 27-28%——这是结构性盈利驱动因素

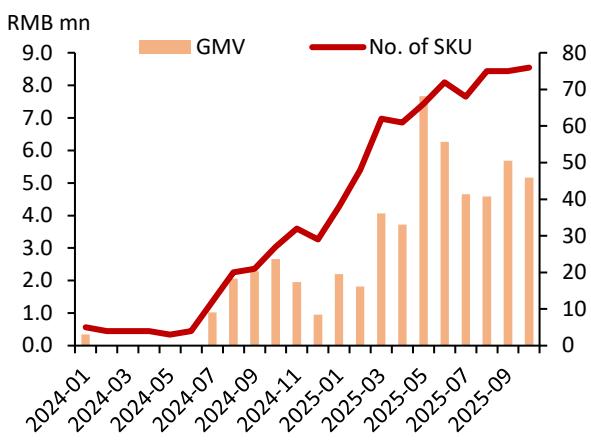
大行科工的线上渠道正在经历爆发式增长，在单位经济效益方面显著优于线下分销。我们注意到，2024 年线下渠道约占收入的 70%，线上贡献略高于 20%（其余来自海外及 OEM 合作）。然而，在 2024 年约 1 亿元人民币的线上收入基础上，线上业务仍能在 2025 年上半年实现同比增长超过 60%。值得强调的是，这一增长完全来自自然流量——大行并未投入付费流量，而是依靠自然曝光及天猫、京东、抖音和小红书等平台的支持。管理层指出，这些平台正在积极宣传大行提供新兴品类，尤其在传统自行车销售停滞的背景下，平台将折叠自行车视为高互动、差异化的产品垂类，能够提升用户兴趣和交易频次。

图 13: 截至下半年，天猫/淘宝GMV同比增长50%



资料来源：魔镜数据、招商证券（香港）

图 14: 自2024年以来，TikTok GMV呈现指数级增长，同时SKU数量出现骤增



资料来源：魔镜数据、招商证券（香港）

从财务角度来看，线上与线下的毛利率差异显著：线上毛利率约 50%，而线下经销商渠道仅为 27-28%。这种差距主要源于取消经销商加价，以及直销模式使大行科工能够获取完整的零售价值。此外，线上业务在运营层面已实现盈亏平衡，且新增销售无需同比增加广告投入或人员编制。公司在抖音配备专职直播主持，但在其他渠道几乎没有付费获客。管理层强调，由于高互动率和转化速度，平台算法偏好大行的内容。随着线上规模扩大，盈利能力呈指数级提升：固定成本（团队薪资、仓储运营、客服体系）保持相对稳定，我们估计收入每年增长 50%以上，形成盈利能力持续增强的正向循环。

- **抖音、天猫、京东和小红书——多平台布局，在各大核心渠道保持品类领先地位**

大行科工已在中国所有主要电商及社交电商平台建立直营店，包括京东、天猫、抖音，以及小红书（2025年上线）。公司在抖音配备全职直播主持，与消费者实时互动，解答技术问题，并通过直播视频展示产品特性。在双11、618等大型购物节期间，大行科工在各平台折叠车品类的零售额排名始终位居第一，凸显其在数字渠道的品类主导地位。多平台策略使大行科工能够在消费者购买过程的不同阶段触达消费者：天猫和京东面向明确需求、重视快速配送和售后服务的交易型用户；抖音覆盖基于自然曝光的购买场景，消费者通过直播、达人合作或算法推荐刷到大行；小红书则锁定以生活方式为导向的用户，尤其是女性和年轻群体，他们在购买前会浏览用户生成内容、审美图片及社区讨论。通过保持全平台布局，大行科工能在最大程度上扩展消费者覆盖，同时避免过度依赖单一渠道，以防算法调整、政策变化或竞争动态带来的风险。

- **几乎不依赖付费流量——平台支持和品类领先推动可持续的高毛利增长**

大行科工线上业务最引人注目的特点，或许在于其几乎不依赖付费流量。不同于依靠效果营销和付费搜索来驱动销售的消费品牌，大行科工受益于平台自然流量和用户自然曝光。管理层解释，天猫和京东等平台积极推广折叠车这一高潜力品类，因为传统自行车销售停滞，平台需要新的增长垂类来维持GMV扩张。作为品类领导者，大行科工获得了超比例的平台支持，包括算法优先推荐、首页曝光以及精选购物指南的收录。这种自然曝光可转化为高效获客：公司线上获客成本仅为传统品牌在付费搜索和展示广告上的一小部分，同时由于营销费用未侵蚀利润，大行科工的毛利率保持完好。

➤ **催化剂4：重返国际市场——我们预计2026/27年营收将达1.5亿/3亿人民币，并实现利润率提升的地域分布**

• **历史经历验证商业模式：战略聚焦中国前，峰值营收曾达3,000-5,000万美元**

2009年前后，大行科工海外业务营收峰值达3,000-5,000万美元，国际销售占比显著。该历史表现充分验证公司产品在发达市场受欢迎度高，消费者重视品质、性能及品牌传承。然而，多重因素导致海外业务下滑：欧洲总代理商线上线下销售渠道冲突管理失当，美国团队负责人意外离世，创始人韩博士个人重心转向中国业务——后者已成为全球最大单一市场。管理层承认，此后数年战略重心转向中国市场，在此期间完善了线上线下相结合的国内市场进入模式，并受益于凤凰自行车和上海永久等老牌公司创新失败导致的竞争格局改善。至2024年，管理层得出结论，国内模式已经过验证，且可复制至其他市场：公司已确立品类领导地位，打造盈利电商渠道，经销网络实现20%+年增长且无需高强度管理。这一拐点促使韩博士重启海外扩张，将国际市场视为下一增长引擎——大行科工的技术优势与品牌资产可支撑溢价定价及高毛利布局。重新进军海外市场并非出于机会主义，而是出于战略考量：管理层认为，中国一线城市折叠车市场渐趋成熟，而欧美折叠自行车市场渗透率仍然很低，骑行者对折叠自行车的认知度仅为5-10%，品类扩张空间巨大。

• **2024年战略重启：设立全资子公司、新领导团队、多渠道线上布局**

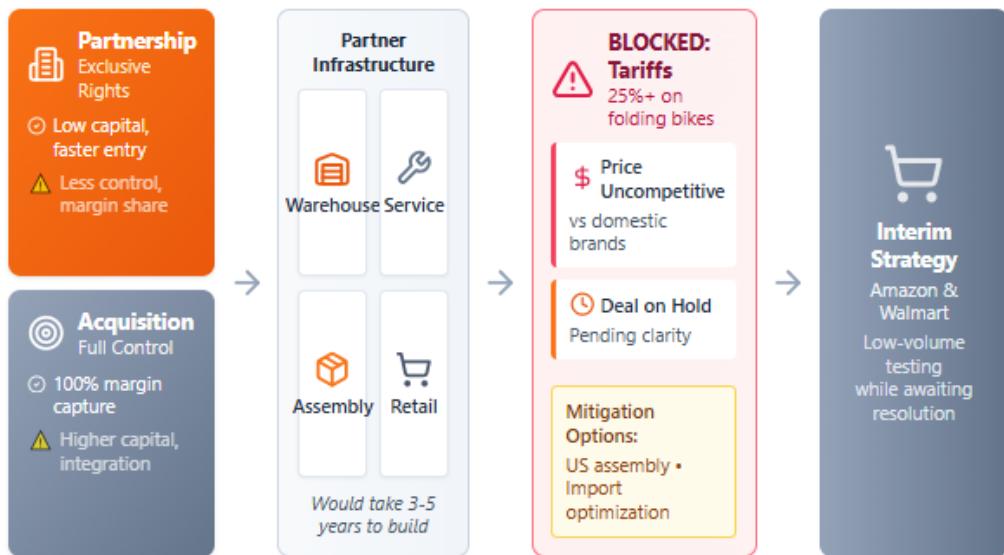
2024年管理层正式重启海外扩张，在美国和欧洲设立全资子公司，并更换两地领导团队。公司自此复制国内低成本平台杠杆模式，通过亚马逊、沃尔玛旗舰店、自营网站（直销电商）及迪卡侬线上店构建分销网络。管理层表示，海外渠道无需大量付费流量，主要依赖平台的内生流量——类似中国天猫、京东的成功经验。由于转化率高、评价好，亚马逊的算法在折叠自行车类别搜索中对大行科工更为有利，而与沃尔玛的合作则让大行科工无需独立获客投入，即可接触到其庞大的在线客户群。管理层将2025年视为关键重建年，承认需时间重塑市场认知，并在品牌影响力在过去十年逐渐萎缩的地区重建分销商合作关系。公司预计2026年将获实质进展，新领导团队将建立分销网络、锁定零售合作，并在电动自行车普及市场中提升电助力车型的销量。目前线上基础设施已投入运营并产生销售额，但由于公司优先构建可持续的分销体系而非短期收益最大化，因此销量较为温和。

• **美国市场策略：总经销合作或收购，利用本地基础设施避开关税风险**

管理层锁定具备仓储、售后服务及组装能力的美国总经销合作伙伴，正在评估授予独家总经销权或直接收购以得到运营资产控制权。管理层认为，与总经销合作或直接收购比从零建厂更优，因为前者能够立即获得物流服务能力，并减少前期资本支出。凭着合作伙伴现有的服务中心网络和零售关系，大行科工能够迅速接入成熟的分销体系，而竞争对手可能需要数年时间才能复制这一优势。

然而，美国关税不确定性导致进展放缓。公司探索成本优化方案，以减轻关税影响，包括在美国设组装线（类似欧洲捷克的生产模式）或调整进口结构降低关税风险。关税影响不容小觑：按分类不同，折叠车或面临25%+关税，使定价难敌美国本土品牌或免税区组装产品。在此问题解决前，管理层暂缓美国市场的渗透计划，转而专注亚马逊、沃尔玛线上销售，小批量测试市场反馈，避免投入大规模的库存运输。

图 15: 大行科工美国扩张路线图



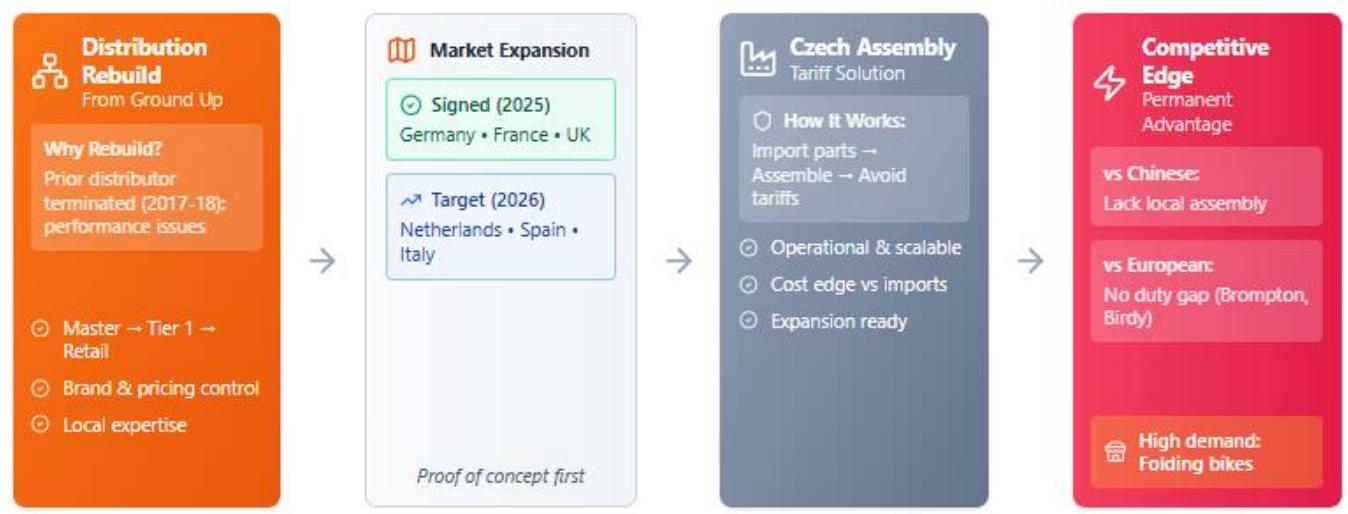
资料来源：招商证券（香港）

- 欧洲市场策略：藉捷克组装线从零开始重建分销网络，以规避关税壁垒

因前总经销业绩欠佳及渠道管理失当，公司在2017-2018年与其终止合作后，正从零重建欧洲分销体系。公司采用分级结构：总经销统领一级经销商至零售终端，与国内线下模式相近，确保品牌控制与定价纪律，同时借力当地合作伙伴的市场认知与零售网络。公司已与德国、法国、英国等主要市场经销商签约，并预计在分销模式在初始市场取得成功后，于2026年扩展到荷兰、西班牙和意大利等次要市场。

关键在于，管理层通过在捷克建立本地组装线解决欧洲关税难题：进口零部件现场终装，避免进口中国整车的高关税惩罚，从而在折叠车和电助力车需求强劲的欧洲市场获得巨大的成本优势与定价灵活性。捷克组装线现已投产，可满足初期产量需求，并可视需求适时扩容。管理层认为，虑及缺乏规模或远见的中国竞争对手无法建立本地组装厂，这一关税解决方案能够带来永久的竞争优势，有效对抗英国小布和德国Birdy等欧洲品牌，而不会因进口关税而遭受成本劣势。

图 16: 大行科工欧洲扩张策略

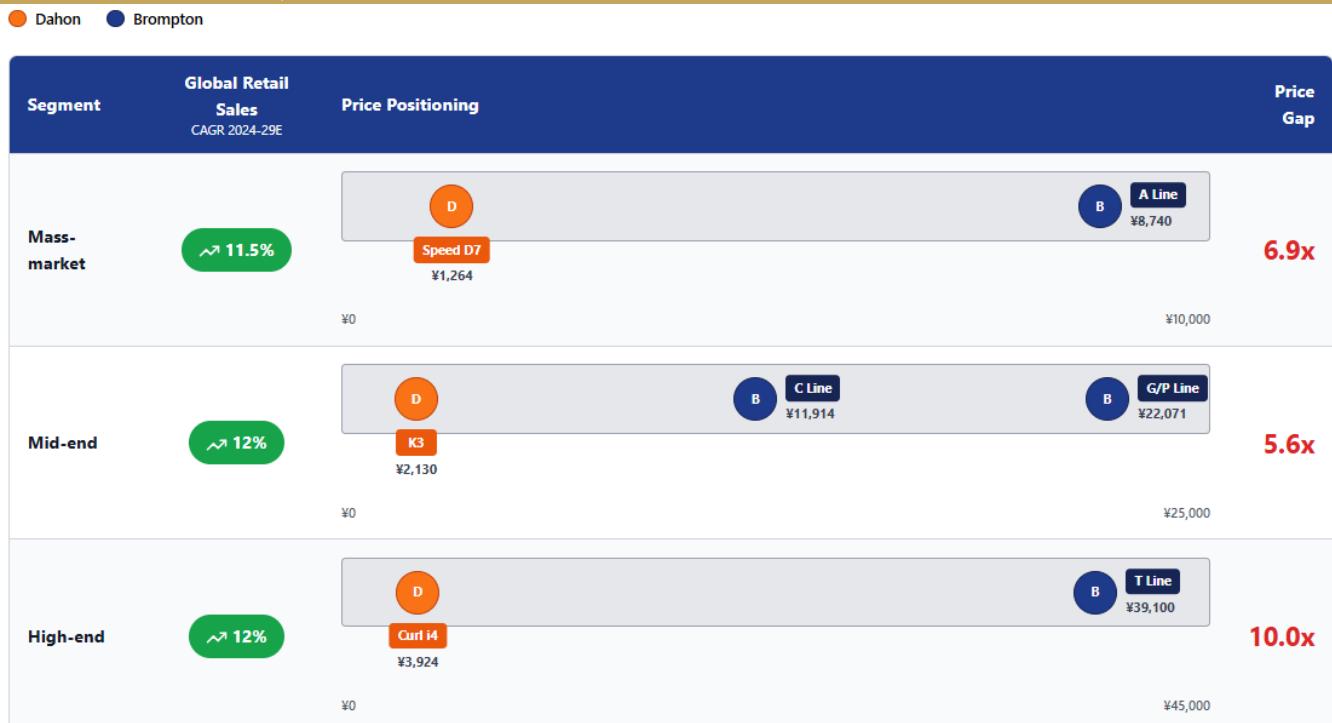


资料来源：招商证券（香港）

- 公司将凭借更胜小布的价值主张和技术领先地位抢占高端市场份额

我们认为，大行科工的全球竞争优势在于无可匹敌的性价比。在同等价位上，公司提供比竞争对手规格更强、骑行速度更快、舒适度更高且动力传输更顺畅的产品，同时凭借创始人韩博士“现代折叠自行车之父”的品牌声誉，树立强大的品牌定位。这一价值主张在与小布的竞争中尤其具有吸引力，管理层认为其为主要海外竞争对手，该品牌虽售价高昂（入门级车型 17,000-18,000 元人民币），但存在骑行质量缺陷。相比之下，大行科工解决了小布的转向漂移及车架变形问题，保证了高速及不平路面下的操控表现。公司即将推出的三折叠车型定价在币 5,000-7,000 元人民，管理层认为产品有望吸引希望享受小布折叠车的便利性，但又不愿意支付高价或牺牲骑行体验的高端客户。

图 17: 在各个价格区间，小布的售价比大行科工高出6至10倍



资料来源: CIC、公司数据、招商证券(香港)

除小布之外，我们注意到按销量排名的全球前五竞争对手包括：迪卡侬（大众化定价，依赖外包生产，品牌力有限）、凤凰和永久（中国传统品牌，国际市场存在感极低）、以及 Birdy（德国品牌，专注出口，定价约 1.5 万元人民币，但规模有限）。这些竞争对手均无法同时兼具技术性能、品牌传承和价格竞争力，而大行科工正具备这一组合优势。我们认为，当前分散的竞争格局为确立品类领导地位提供了机会，尤其是在电助力折叠车领域，海外需求更成熟、接受度更高。国际电助力折叠车市场尚未出现主导玩家，这为大行科工提供了难得的窗口，在资金雄厚的竞争者进入前抢占市场份额。管理层将 2026-2027 年视为确立这一领先地位的关键时期。

- **电助力折叠车作为国际市场的主要增长驱动，受益于更优续航表现及欧洲监管利好**

管理层强调，海外市场—尤其是美国和欧洲—在电助力折叠车方面的需求和成熟度显著高于中国，而在中国市场上该品类仍处于起步阶段，于2025年8月国家标准实施后开始发展。大行科工的电助力车型沿用其在手动折叠车领域的专利技术，通过优化动力传递和轻量化设计，在相同电池容量下实现更优续航和性能表现。随着天津合资公司已获得电助力认证并将在2025年实现产能爬坡，管理层将电助力车型视为海外收入的主要增长驱动。公司获奖的电助力车型（已获得国际设计认可）目前正在针对美国和欧洲市场完成合规认证。管理层计划在认证程序完成后推出，预计时间为2025年底或2026年初。

欧洲市场在推动电助力普及方面具有非常有利的条件。德国等国家的政府补贴为电动自行车购买提供500至1,000欧元的返现，有效降低消费者购买净成本，并推动渗透率远超无补贴市场。欧洲消费者也更乐意购买高端骑行产品，因为骑行文化深深融入日常生活（尤其在荷兰、丹麦和德国），且消费者将自行车视为长期投资，而非一次性消费品。大行科工高端电助力车型定价在5,000-7,000元人民币，折合约600-900欧元，定位于中高端细分市场，该区间消费者对品质要求高，但价格敏感度适中。管理层认为，这一定位是最佳策略，可同时抢占大众品牌（无法匹配大行科工技术性能）和超高端品牌如小布（定价过高，排除主流消费者）的市场份额。

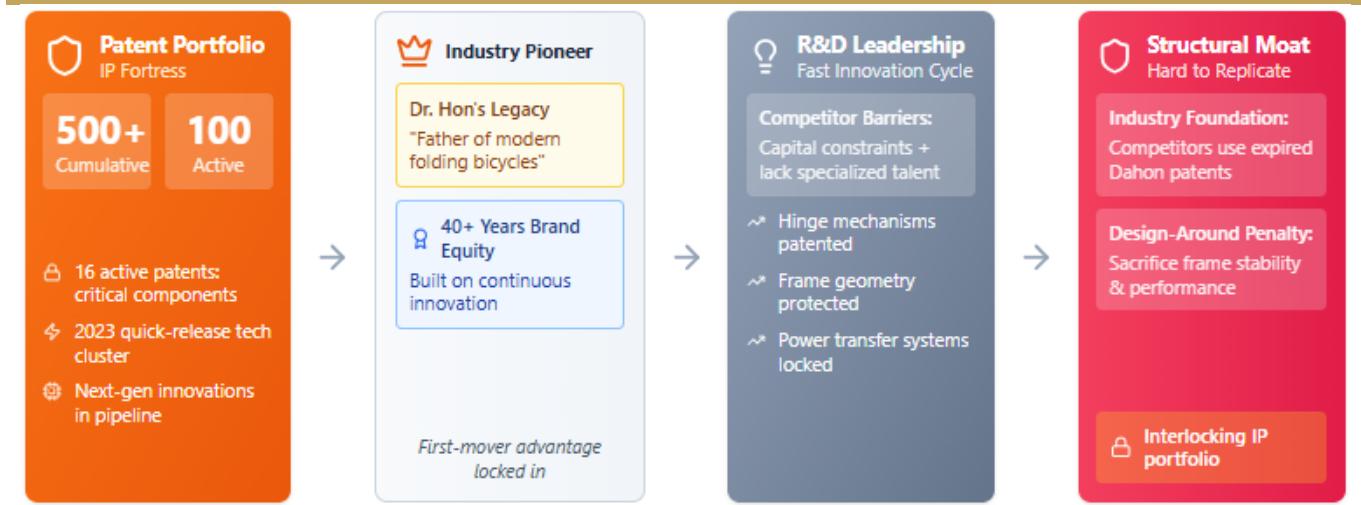
## 竞争护城河：40年IP积累与品类开创铸就持久壁垒

技术领先源于全面专利矩阵——累计超500项专利，100项仍有效

大行科工的竞争优势根植于数十年IP积累。作为折叠自行车品类的开创者，公司受益于创始人韩博士“现代折叠自行车之父”的行业声誉，以及持续创新铸就逾40年的品牌沉淀。公司持有16项有效专利，覆盖整车关键部件，其中2023年前后推出的新一代快拆技术集群仍处于专利保护期，显著提升车架稳定性和折叠便捷性。管理层强调，大行科工已着手筹备下一代创新研发，保持着快速的研发周期，在资金限制与折叠车专业工程人才稀缺的双重制约下，竞争对手难以与之匹敌。

这一专利布局构筑了结构性壁垒，即便是资金雄厚的对手亦难逾越。公司历史累计专利超500项，目前约100项仍然有效，涵盖铰链机构、车架几何结构至动力传输系统等核心领域。管理层指出，许多竞品仍沿用大行科工已过期专利，凸显其先发优势与行业技术基础的奠基者地位。试图规避大行科工的有效专利进行产品设计的竞争者往往牺牲性能表现：车架稳定性直接影响动力传输效率与骑行舒适度，而这一关键环节受大行科工互锁式专利组合的严密控制，难以不侵权即复制大行科工的技术。

图 18: 大行科工专利竞争优势



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

在消费者心目中占据品类主导地位大行科工=折叠自行车”定位难以被复制

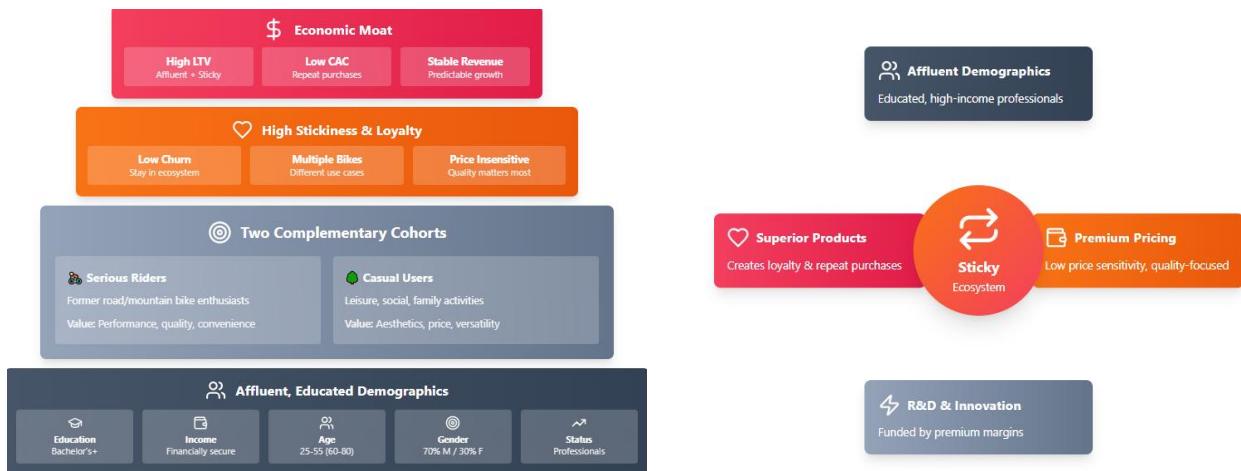
除了技术层面的领先优势外，大行科工的核心竞争力还在于折叠自行车品类的领先地位。尽管捷安特等竞争对手在山地、公路车型领域拥有强大的品牌知名度，但消费者的认知仍然局限于这些类别。相比之下，大行科工则牢牢占据了“折叠自行车”的市场定位；管理层认为，竞争对手难以轻易复制或重新定位这一市场定位。当中国消费者想到折叠自行车时，大行是第一个想到的品牌，这一心智锚定来自公司40年来持续一致的品牌传播、产品领先地位和品牌影响力。这种品类所有权带来自然流量红利：研究折叠自行车的消费者自然而然地会倾向于选择大行科工，公司同时从口碑传播与用户自生产内容中持续受益，进一步巩固其行业领导者地位。

捷安特的经验显示了跨品类进入折叠自行车市场的难度。尽管捷安特在传统自行车领域拥有强大的品牌积淀和远超大行科工的财务资源，但其在折叠车领域未能取得显着进展，原因在于消费者并不将捷安特品牌与便携、都市通勤产品联系起来。管理层指出，品牌跨品类重塑需要多年投入和持续的消费者教育，若品牌历史与目标品类的核心特征存在冲突，则无法保证转型成功。相比之下，大行科工四十年来高度专注折叠车市场，使品牌与品类高度融合，这种深度绑定形成了难以被新竞争者快速撼动的护城河，为公司带来了持久的定价权和客户获取优势，且随着时间的推移而不断扩大。

## 高收入、高学历、高黏性消费群体：低流失、高复购意愿

大行科工优质的消费群体进一步巩固了其竞争优势。公司的客户群体经济实力雄厚、受过良好教育且忠诚度高，这些特征转化为较高的终身价值和较低的价格敏感度。性别分布约为男 70%、女 30%，管理层观察到女性客群正因复古风格的 Bobber 系列等美学导向产品而逐步扩大。核心年龄段覆盖 25-55 岁，以经济稳定的专业人士为主，同时延伸至 60 岁乃至 80 岁仍保持活跃且财务稳健的退休群体。教育水平普遍较高，大多数客户拥有本科及以上学历，这与公司高端定位及骑行爱好者常见的知识好奇心高度契合。

图 19: 大行科工的客户价值分层



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

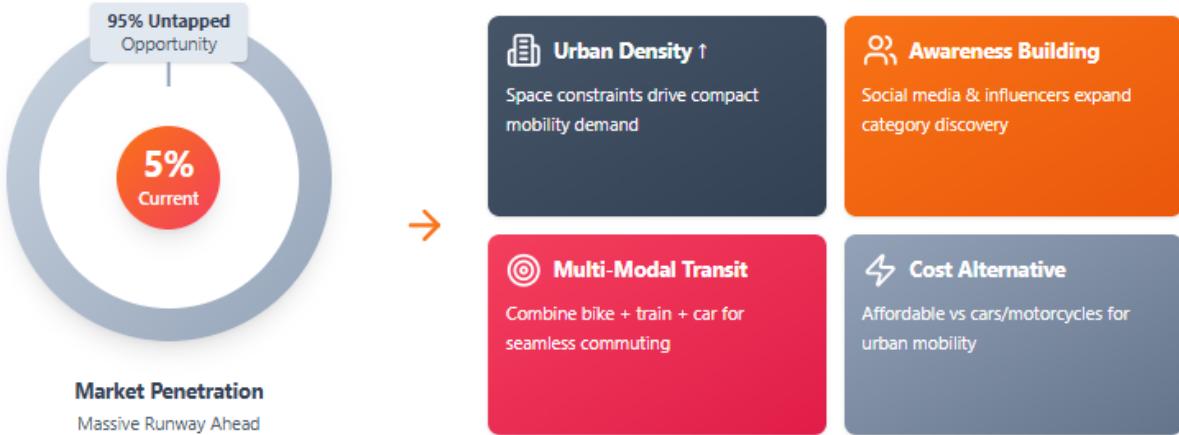
管理层将消费者群体分为两大类。第一类是资深骑行者，他们曾经是公路自行车或山地自行车爱好者，但由于折叠自行车的便捷性、高效的收纳性能以及能够与公共交通或汽车的无缝衔接而转向折叠自行车。这一群体重视大行科工自行车的骑行品质、顺畅度和速度表现，并将产品视为功能升级而非妥协之选。第二类则为休闲用户，消费动机主要源于娱乐、社交或家庭活动，对产品的外观设计、价格亲民性和多功能性更为关注。两类用户均表现出较强的品牌忠诚度：管理层指出，无论是用于通勤、健身还是休闲，进入大行科工生态圈的消费者普遍会持续使用，有些退休人士甚至拥有多辆满足不同用途的自行车。这种客户黏性不仅降低了获客成本，也为公司带来稳定的收入基础，支撑可预测的增长。

## 低渗透率和品类扩张提供独立于竞争格局的结构性顺风

最后，大行科工受益于独立于竞争格局的结构性品类顺风。折叠自行车仅占全球自行车市场约 5% 的渗透率，随着消费者认知提升及城市化进程加速，品类仍有广阔扩张空间。管理层认为增长动力主要来自两方面：其一，折叠自行车仍属小众产品，在自行车爱好者圈外认知度较低，但随着网络平台、社交媒体及 KOL 内容传播，潜在市场正有机扩张；其二，产品的多功能性——例如便于收纳、兼容多种交通工具、相较汽车摩托车的经济性——能够满足消费者从日常通勤、周末休闲到旅行等多样的需求。

不同于露营装备等其他户外品类——后疫情时期需求因消费者回归常态而降温——折叠自行车仍保持强劲增长势头。管理层认为，这表明大行科工并非搭上了短暂的生活方式潮流，而是把握住了城市出行方式与积极生活态度的结构性转变。技术领先、品类主导地位、优质客户基础以及低渗透率带来的利好因素，共同构筑了宽广而持久的竞争护城河，使大行科工即使在未来几年竞争日益激烈的情况下，仍能维持超行业增长并捍卫高端定价权。

图 20: 大行科工的品类顺风: 结构性增长, 不依赖竞争格局



Category	Post-COVID Trend	Penetration	Growth Driver
Camping Gear	↘ Declining	High (mature)	Transient pandemic fad
E-Scooters	— Plateau	Medium	Regulatory headwinds
Folding Bikes (Dahon)	↗ Rising	Low (5%)	Structural urban shift

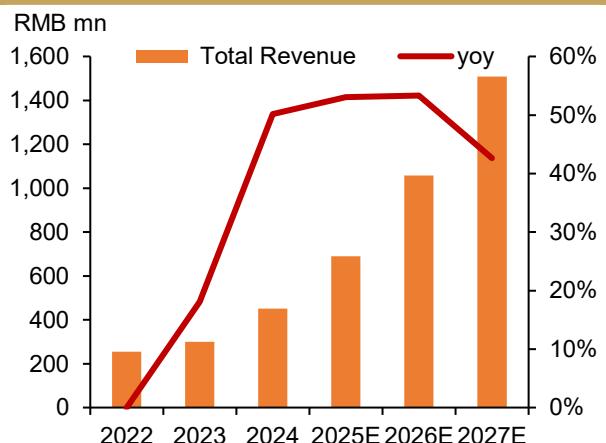
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

## 财务表现

**2024-27年销售额实现50%年均复合增长，毛利率年扩100个基点**

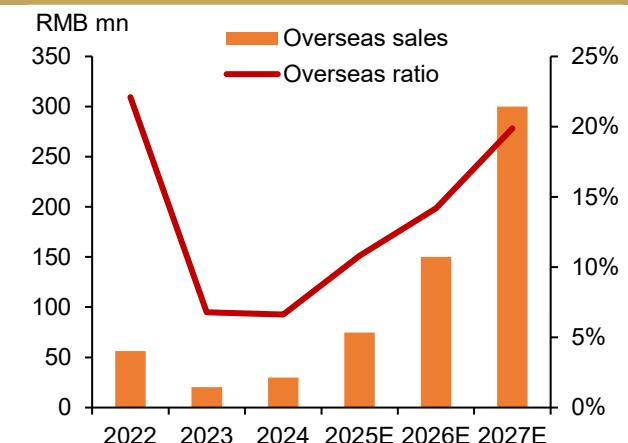
我们预计大行科工2024-2027年销售额实现50%年均复合增长，毛利率每年增长100个基点，增长动能主要由前文提及的四大催化因素所驱动。

图 21: 我们预计2024-2027年三年销售额复合年增长率将达到50%



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 22: 我们预计2024-2027年期间，毛利率每年将提升约100个基点



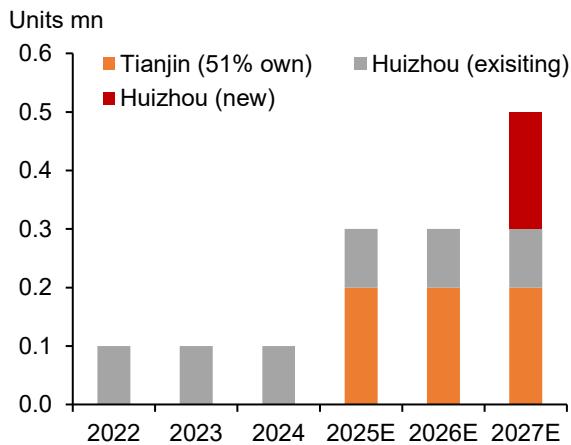
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

收入增长与毛利率扩张驱动因素拆解：

- 产品组合升级拉动 ASP 提升。** 我们预计 2025-2027 年大行科工 ASP 年升 3%（计入大众品牌 BICECO 稀释影响），受益三折车型上市、电助力放量、高端化举措（推出限量版、碳纤维部件、高级传动系统）及定制涂装。平均售价的提升直接转化为利润率的扩张，因为高端产品单车的绝对毛利润和毛利率都更高，因消费者价格敏感度低，以及大行能够获得竞争对手无法匹敌的品牌溢价。我们认为产品组合高端化是这三者中最有把握的催化剂——无需产能投入（三折车生产最初可以利用外包产能），竞争威胁最小（小布在 2024 年放弃经销商网络后利润崩盘，战略受挫，超高端三折领域现无对手）。
- 外包比例下降。** 外包比例降低带来的财务影响显而易见。假设 2026 年出货 40 万辆，将外包从 50% 降至 15%，14 万辆回流自产。以每辆 200-300bps 毛利回收计，即提升超三分之一产能毛利，无需依赖定价或需求弹性。该回收直接流向经营利润，规模效应改善固定成本吸收，公司运营杠杆模式（销量增长仅需微增销售管理费用）确保毛利增量近乎 1:1 转化为 EBITDA 扩张。

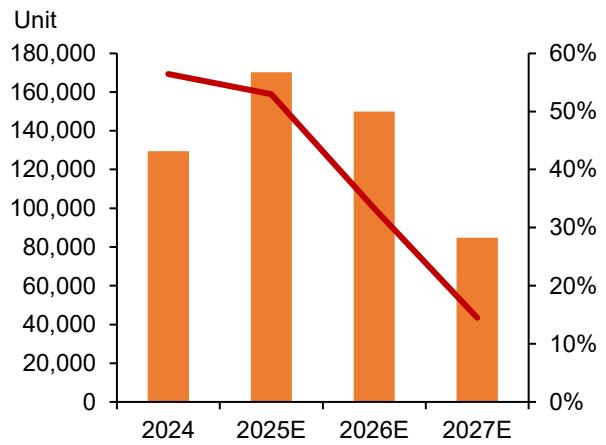
管理层承认2025年外包比例短期上升将带来毛利压力，但视之为短暂逆风，为2026-2027年毛利强劲反弹铺路。我们认为产能扩张为三大催化剂中确定性最强在管理层的控制之下，受外部变量影响最小（建设按计划推进、设备采购启动、天津合资伙伴运营能力已验证）。主要执行风险在于需求端：若新产能无法填满，固定成本摊薄或抵消毛利收益。但鉴于公司线上增长超50%、三折车型预售成功、线下门店持续扩张，我们认为需求风险极低——瓶颈始终是供给而非销售。

图 23: 惠州新增的20万台产能预计将在2027年投产



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 24: 外包比例预计将从2027年起逐步降至约15%



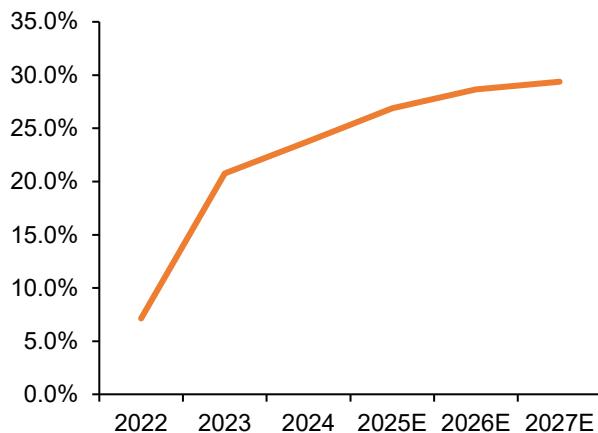
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

- 线上销售占比预计2026年达35%，线下占比逐步下降。管理层指引线上增长未来数年维持年增50%+，2025年或超预期（10月至今增长约65%+）。随线上规模扩大，线下占比将逐步下行：2025年约70%+，2026年趋近60-65%。渠道结构优化独立于产能内化和高端产品组合，为强劲毛利扩张催化剂。

举例：若2026年线上占总收入40%（2024年约25%），总收入10亿元人民币，线上贡献4亿元收入、50%毛利率，即2亿元人民币毛利。支撑此规模固定成本预计不超过3,000-4,000万元人民币（基于典型的电子商务运营结构），这意味着在其他条件不变的情况下，在线业务的运营利润率将超过40%。我们认为这是一个非常确定的结果，因为迄今为止的在线增长不需要付费流量，而且公司品类主导地位也没有丝毫减弱的迹象。

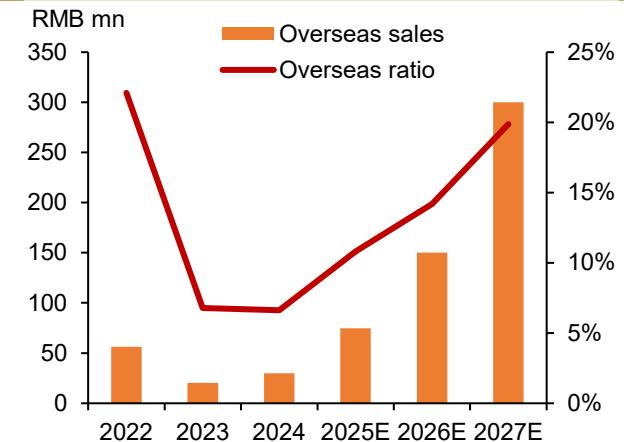
- 海外扩张。管理层设定明确目标：2026年海外收入1.5亿元人民币，2027年3亿元人民币，占2027年总收入10-15%，成为核心增长引擎而非边缘业务。从地域上看，美国和欧洲为重点市场，管理层预计两个市场将合共贡献超50%海外收入。美国占全球折叠车需求约9%，欧洲则约占8.6%，若关税问题得到解决，管理层认为美国市场潜力更大。两地电力渗透率20-30%（中国<5%），欧洲国家（如德国、法国、荷兰）等国补贴支持电动车普及，为大行科工电驱车型创造需求红利。

图 25: 预计到2027年, 国内线上销售将占国内收入的30%以上



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图 26: 海外市场将自2025年起重新成为主要增长引擎



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

其他关键假设包括:

#### 2025年下半年收入提速

- 2025年上半年收入同比增长 42.6%，下半年动能有望超上半年，符合管理层全年 50%+增长指引。
- 三季度销售增长约 50%，从 10 月到 11 月初，销售额比去年 10-11 月的两个月增长了 45%以上。管理层指出 9-10 月月度线上同比增长均超 85%。

#### 毛利率 2027 年增长路径明确, 达 36% (理论上限 40%)

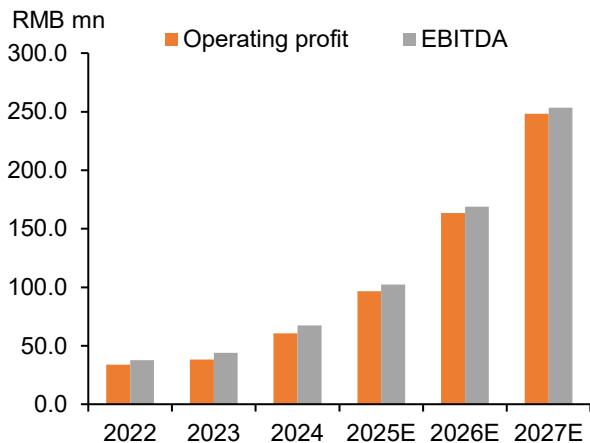
管理层预计 2027 年毛利率可达 35-36%，主要由三大杠杆驱动：

- 规模经济：**产能扩张及效率提升直接改善单车经济效益。
- 供应商议价：**订单量增加强化谈判力——2024 年四季度付款期从 60 天延至 90 天，2025 年上半年通过重新谈判节省 500 万元人民币采购成本。

#### 费用率管控

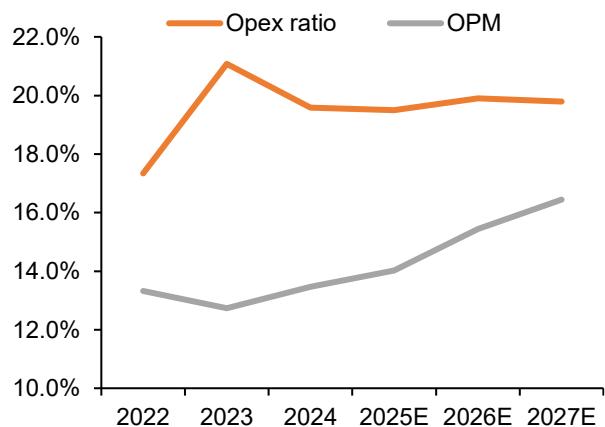
- 销售营销费用：**预计 2025-27 年销售营销费用占收入 11%，随着在线渠道（需要更多品牌支出）的增长，销售营销费用将逐渐上升，但主要用于商店翻新补贴、贸易展览和社区推广活动——极少的付费数字流量支出使客户获取成本保持在较低水平。
- 管理费用：**随运营杠杆下降，固定开支增长慢于收入，成为净利率扩张关键。
- 研发费用：**约占收入 4%，随着收入规模的扩大略有下降，但绝对美元投资额仍在持续增长。

图 27: 我们预计随着新产能在2025-27年商业化，折旧将以可控幅度增加



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 28: 毛利率提升下，稳定的运营费用率将推动营业利润率上升

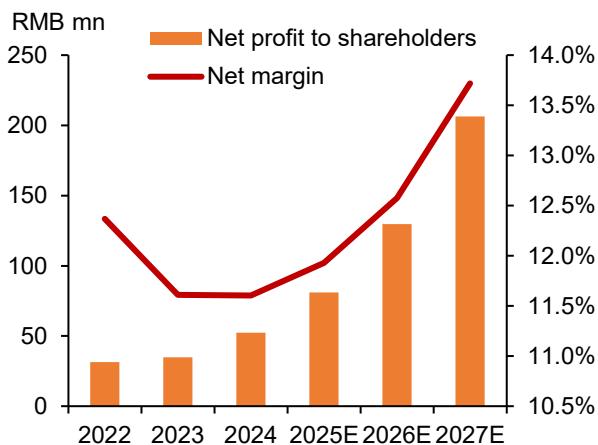


资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

#### 净利润与分红预测

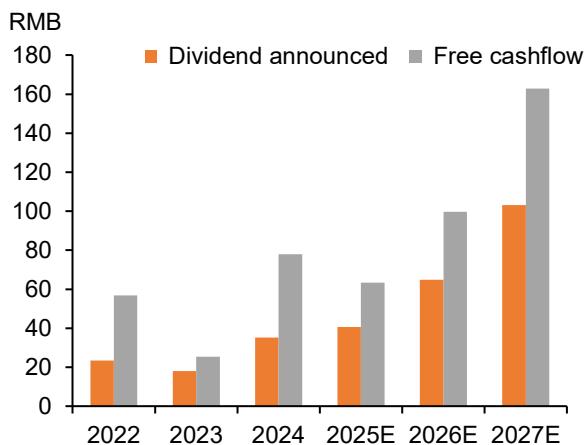
- 净利率：**基于上述假设，预计2026年净利率同比提升0.7个百分点至12.6%（较2025年的11.9%有所提升）。
- 分红比率：**未来两年维持50%以上。

图 29: 预计2026年净利率将提升0.7个百分点至12.6%（略低于指引）



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 30: 股息支付率稳定在50%



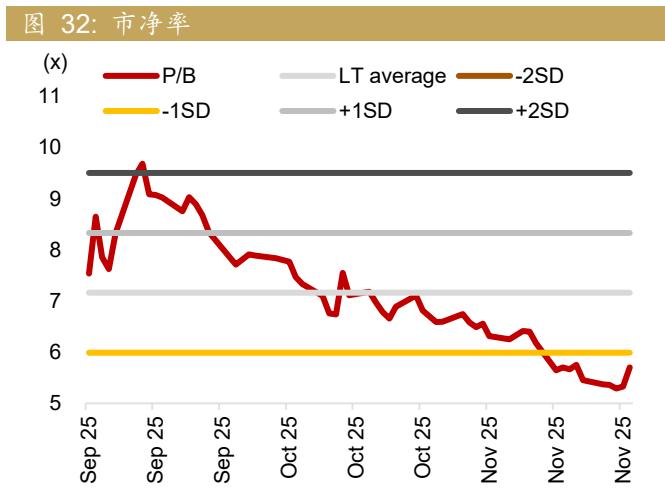
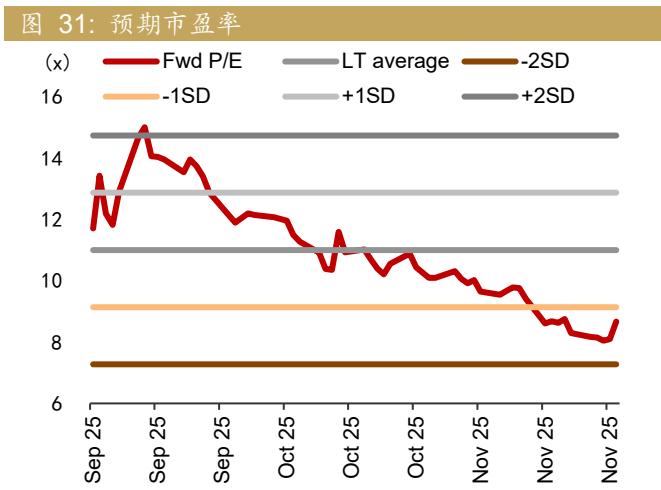
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

#### 营运资本与杠杆情况

- 净现金：**截至2025年上半年，大行科工持有7,450万元人民币现金，无任何借款。
- 轻资产与高ROE：**大行科工约50%的ROE显著高于同业平均，主要得益于轻资产模式：所有厂房均为租赁而非自有，降低了资产密集度。即使在扩张后，我们预计ROE会有所回落，但仍将高于同业，因为固定资产投资需求极低。
- 营运资本：**应收账款同比增长35%至7,340万元人民币，基本与分销网络扩张速度一致。应付账款和库存的增加也与收入增长成比例。
- 自由现金流：**2025年上半年经营现金流达4,730万元人民币，扣除仅80万元人民币的资本开支后，自由现金流足以支持50%以上的股息支付，同时为扩张提供资金。

## 估值

我们首次覆盖大行科工，给予增持评级。目标价基于 2026 年底 9.5 倍市盈率，相当于 IPO 以来平均估值-1 标准差。我们的估值倍数 1) 较同业加权平均估值折让 45%，考虑到大行科工市值较小属合理；及 2) 接近最相似同业爱玛科技（603529 CH，未评级）的约 9.5 倍市盈率水平，其为一家在 A 股上市的两轮车生产商。



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 33: 大行科工在中国的两轮车/电动自行车同业对比

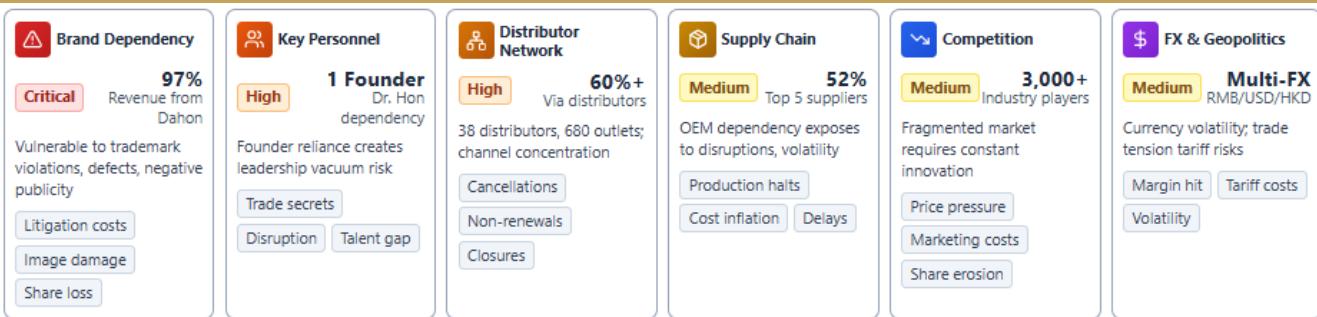
Name	Ticker	Rating	TP (LC)	Price (LC)	Mkt Cap USD Mn	Upside (%)	P/E (x)		P/B (x)		Div yield (x)		ROE (%)		
							FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	
Dahon Technology	2543 HK	BUY	56.0	39.9	165	40.8%	9.4	6.5	3.3	2.3	4.4	7.0	35.1	35.2	
Joy KIE Corp	300994 CH	n.a	n.a	16.2	533	n.a	22.1	19.0	2.8	2.5	0.4	2.5	12.7	13.4	
Luyuan group	2451 HK	n.a	n.a	11.6	611	n.a	24.5	18.1	2.7	2.4	0.9	0.6	11.1	13.4	
Bafang Electric Suzhou	603489 CH	n.a	n.a	31.4	1,043	n.a	69.9	43.1	2.7	2.6	1.0	0.4	3.9	6.0	
Aima Technology	603529 CH	n.a	n.a	30.7	3,777	n.a	11.1	9.6	2.5	2.2	2.9	2.1	22.7	22.4	
Zhejiang Natural Outdoor	605080 CH	n.a	n.a	23.3	467	n.a	14.0	10.8	1.5	1.3	0.8	0.7	10.6	12.3	
							Average	23.1	16.7	2.5	2.2	2.0	1.6	16.9	17.4
							Median	22.1	18.1	2.7	2.4	0.9	0.7	11.1	13.4

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

## 投资风险

- 对大行科工品牌和商标保护的依赖。**大行科工的品牌是公司业务成功的核心支柱，截至2025年上半年，相关品牌贡献了超过97%的营业收入。品牌声誉依赖于产品质量、营销成效及经销商和被授权方的合规执行。然而，若出现未经授权的商标使用、产品质量瑕疵或负面舆情，均可能损害品牌形象并拖累业绩。涉及知识产权纠纷的诉讼成本，以及经销商或授权方未能符合质量及营销标准的情况，构成额外风险。
- 对核心管理层的依赖。**公司业绩高度依赖创始人韩博士及具备专业经验的高级管理层。若关键人才流失且未能及时继任，可能导致领导真空、运营中断及专业能力损失，进而影响经营表现。此外，若离职人员加入竞争对手，或导致商业机密泄露及竞争优势受损。
- 对经销商体系的依赖。**公司目前拥有38家国内经销商，管理约680家零售网点；大行科工非常依赖其分销网络。经销商业务在2025年上半年约占总收入的六成。风险包括：订单取消、未能续签经销协议、竞争品牌分流及难以及时替换流失经销商等。
- 供应链中断风险。**大行科工的原材料及生产需要主要依赖第三方供应商与OEM合作伙伴，相关采购占2025年上半年总采购额的52.1%。公司面临供应链中断、价格波动及产能约束风险。若供应商出现交付延迟或质量问题，可能导致生产停滞、销售机会流失及品牌声誉受损。
- 行业竞争与市场动态。**折叠自行车行业高度分散，截至2024年，全球约有超过200家相关企业、3,000家广义自行车制造商。大行科工在价格、产品创新及营销方面面临激烈竞争，为维持市场份额，公司可能需持续加大投入。
- 汇率及地缘政治风险。**公司海外市场布局广泛，面临人民币、美元及港元等主要币种之间的汇率波动风险。中美贸易摩擦等地缘政治紧张局势可能导致关税上调、贸易限制或成本上升，从而压缩海外业务利润空间。

图 34: 大行科工六大主要投资风险



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

## 公司背景

大行科工由韩德玮博士于 1982 年在美国创立，是中国内地最大的折叠自行车公司。根据灼识咨询数据，2024 年公司按销量占有 26.3% 市场份额，按销售额则达 36.5%。凭借逾 40 年的技术积累与产品创新，公司现拥有超过 70 款型号，覆盖城市通勤、户外休闲及竞速运动等细分市场。大行科工采用自有厂房与 OEM 结合的混合生产模式，通过 680 家国内门店销售，并出口至 28 个国家。公司营业收入由 2022 年的 2.54 亿元人民币增长至 2024 年的 4.51 亿元，年复合增长率达 33.1%，主要受益于产品需求强劲及海外市场拓展。

图 35: 大行科工：海外起源，中国深耕



资料来源：招商证券（香港）

注：照片拍摄于2025年10月的公司参访期间

图 36: 大行科工深圳展厅



资料来源：招商证券（香港）

注：照片拍摄于2025年10月的公司参访期间

图 37: 主要里程碑

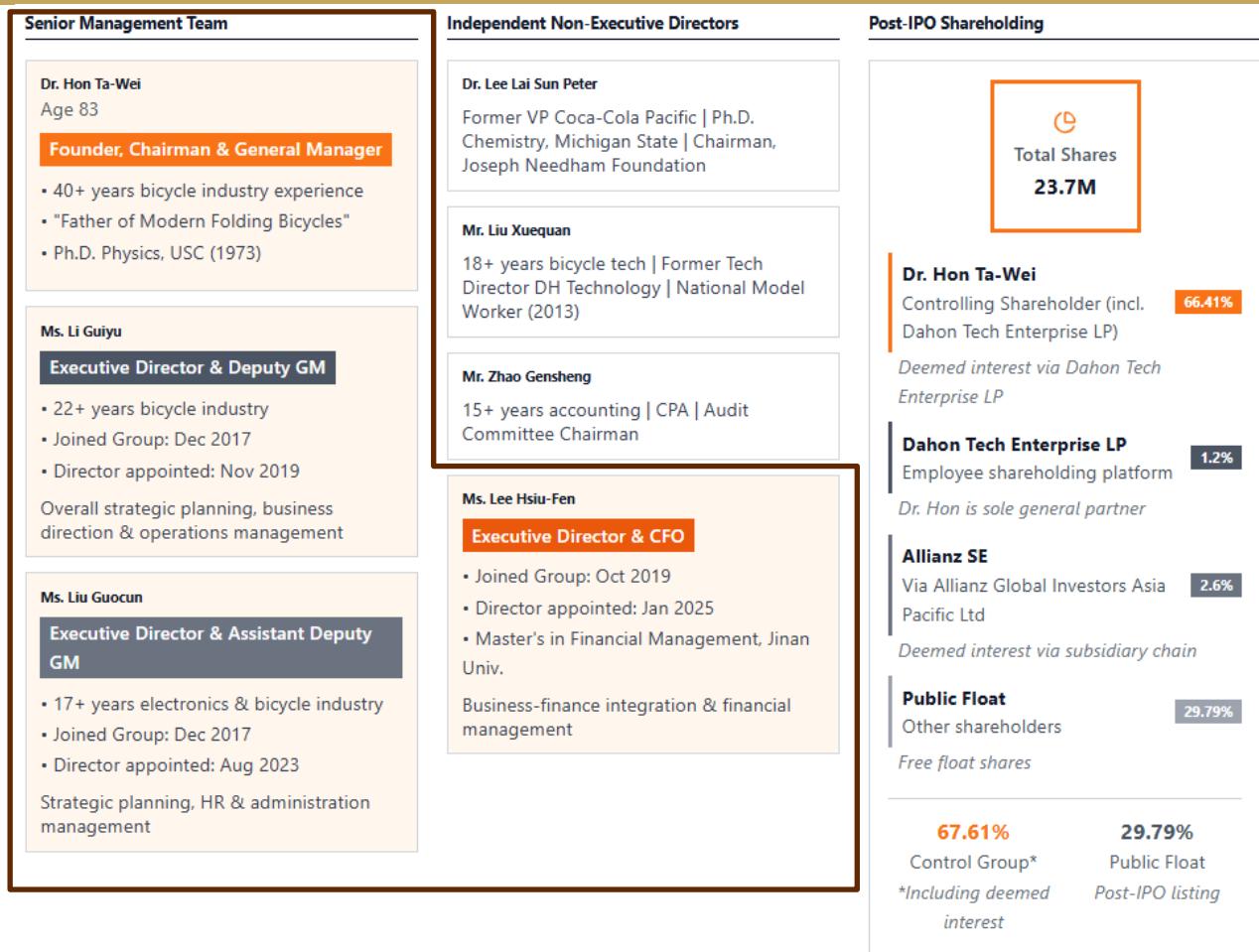
### DAHON: 40+ Years Journey to Market Leadership

2024: #1 in China | 26.3% Volume | 36.5% Value Share



资料来源：公司数据，招商证券（香港）预测

图 38: 关键管理层背景与股东架构



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

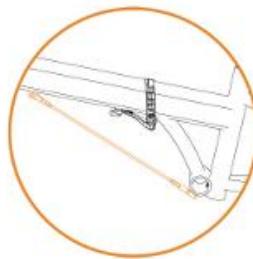
### 研发投入：创新驱动的竞争优势

- 公司对研发的持续投入是其确立行业领先地位的关键。大行科工在中国持有 113 项有效专利，并拥有 22 项国际专利，覆盖折叠结构、车架刚性及材料科学等多项技术领域。其自主技术“DAHON-V”与“DELTECH”显著提升车辆结构稳定性与骑行性能，树立行业新标杆。公司亦与清华大学等科研机构合作，研发碳纤维等新型材料，并优化车架设计，以强化耐用性及能效表现。研发投入亦保持快速增长，由 2022 年的 900 万元增至 2024 年的 1,760 万元，年复合增长率达 40.3%，体现公司对创新的追求，以及在竞争激烈的市场中保持技术优势的能力。

图 39: 大行的DFS折叠技术始创于40多年前



图 40: Deltech技术使折叠自行车能够满足不同地形下的多样骑行需求



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

### 生产布局与市场覆盖：以高效满足全球需求

- 为支持覆盖五大系列、超过 70 款产品的组合，大行科工采用“自有生产+五家 OEM 合作伙伴”的混合生产模式，保证了扩产灵活性和成本效益，并保持严格的质量标准。公司位于惠州的 1.4 万平方米工厂专注高端产品与新款原型开发，OEM 体系则覆盖中端及大众化产品线，使公司能高效应对国内外多层次需求。
- 完善的渠道体系强化了大行科工的市场地位。公司在全国 30 个省级地区设有约 680 家零售网点，并出口至包括日本、欧美在内的 28 个海外市场。同时，快速增长的线上渠道正成为增量引擎，电商收入在 2022 至 2024 年间复合增长率高达 166.6%。强劲的数字化表现有助公司进一步把握消费线上化趋势带来的新机遇。
- 通过创新驱动、精益制造及全球化布局的协同，大行科工有望持续巩固行业领先地位，并在快速扩张的折叠自行车市场中捕捉增长机会。

### 产品与品牌：多元矩阵满足各种消费者需求

大行科工是折叠自行车领域的领先创新者，业务涵盖研发设计、自主及外协制造、质量控制、品牌营销及全球销售。其标志性的折叠技术实现快速、便捷的收折功能，使单车更易携带与存放。大行目前主要提供五大系列的大行自行车：

- “城市通勤系列”面向都市通勤人群，主打轻量化、便携易折的车型。其中，**P8** 车型累计销量超 15 万辆，**Mariner D8** 车型则被《纽约时报》评为 2024 年“最佳折叠自行车”，均为公司此系列的旗舰产品。该系列突出便利性与耐用性，契合城市生活节奏与通勤需求。

图 41: P8/D8款式参数

Model	Key Specifications	Recommended retail price (RMB/bicycle)	Illustrations
P8	Frame material: chromium steel Gear system: 8-speed Braking system: v-brake	Approximately RMB3,500	
Mariner D8	Frame material: aluminum alloy Gear system: 8-speed Braking system: v-brake	Approximately USD950	

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

- 时尚个性系列**定位都市白领及注重生活品味的消费者，将实用性能与美学设计相结合，外观时尚、色彩鲜明，使骑行者在通勤出行中展现个性与态度。
- 户外探索系列**针对户外骑行爱好者，主打耐用性与多地形适应能力。代表车型如**Hemingway**与**Speed P18**具备强化减震结构与混合胎设计，能在城市与越野环境间灵活切换。

图 42: Anniversary/D10款式参数

Model	Key Specifications	Recommended retail price (RMB/bicycle)	Illustrations
30th Anniversary Version	Frame material: aluminum alloy Gear system: 11-speed Braking system: v-brake	Approximately RMB7,200	
BOARDWALK D10	Frame material: chromium steel Gear system: 10-speed Braking system: v-brake	Approximately RMB3,700	

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图 43: P18/Hemingway款式参数

Model	Key Specifications	Recommended retail price (RMB/bicycle)	Illustrations
SPEED P18	Frame material: chromium steel Gear system: 18-speed Braking system: v-brake	Approximately RMB6,500	
Hemingway	Frame material: aluminum alloy Gear system: 9-speed Braking system: disc-brake	Approximately USD600	

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

- 卓越竞速系列**为竞赛用户打造，搭载大行科工自主研发的“DAHON-V”技术，以提升速度与能效表现。高端车型**MU LX**配备10.5档变速系统，重新定义高性能折叠车的动力上限。
- 实用内涵系列**聚焦电助力折叠车与电动滑板车，响应绿色出行趋势。标青产品**Unio E20**售价约2,700美元，融合折叠便携与智能电驱系统。

图 44: MU LX/Velodon A4款式参数

Model	Key Specifications	Recommended retail price (RMB/bicycle)	Illustrations
MU LX	Frame material: aluminum alloy Gear system: 10.5-speed Braking system: disc-brake	Approximately RMB12,000	
Velodon A4	Frame material: aluminum alloy Gear system: 20-speed Braking system: disc-brake	Approximately RMB5,000	

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

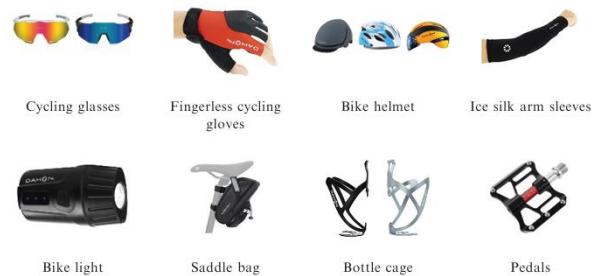
图 45: K-ONE/E20款式参数

Model	Key/Standard Specifications	Recommended retail price (RMB/bicycle)	Illustrations
K-ONE	Frame material: aluminum alloy Gear system: 7-speed Braking system: mechanical disc-brake Motor type: hub motor Battery type: seat post battery	Approximately RMB5,000	
UNIO E20	Frame material: aluminum alloy Gear system: 9-speed Braking system: mechanical disc-brake Motor type: mid motor Battery type: seat post battery	Approximately USD2,700	

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

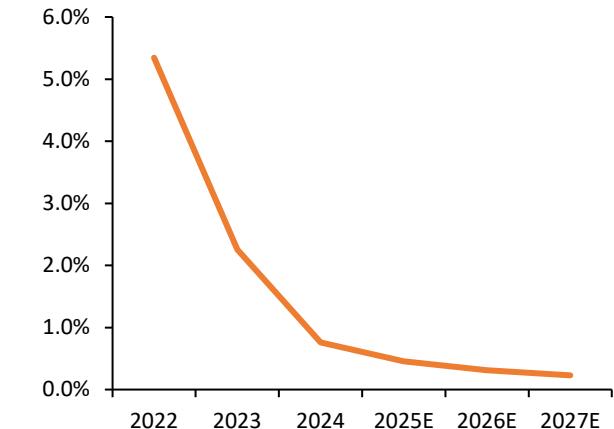
大行科工的主要收入来源为折叠自行车整车销售。同时，公司亦从附属品及授权业务中获得有限收入：(i)附件产品包括头盔、骑行眼镜、脚踏、车灯、水壶架、坐包、前包及手套等；及(ii)授权及特许收入来自2019年启动的共享360项目，该项目旨在与国内外品牌联合推广联名产品，提升品牌曝光与附加收益。

图 46: 配件出售



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图 47: 自行车销售快速增长，超过了配件销售增长



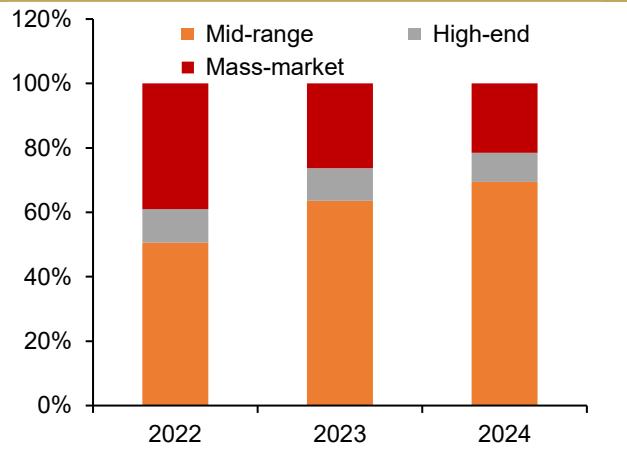
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

### 价格区间：多层次定价覆盖各类消费群体

大行科工根据建议零售价将产品划分为三大价格层级，以精准覆盖不同消费群体和市场区间。

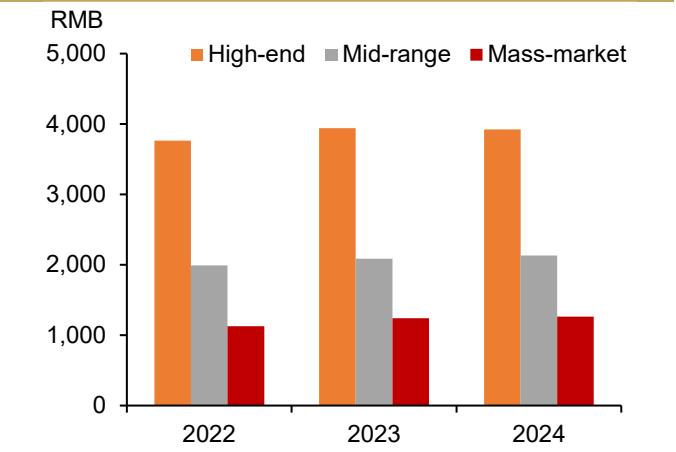
- 高端档 (5,000元以上):** 2024年销售占比约10%，主要面向专业骑行者及高端爱好者，代表车型包括MU LX与Unio E20，产品重点在于性能表现与技术配置。
- 中端档 (2,500-4,999元):** 为公司营收的核心贡献，2024年占比约68%。代表产品包括P8与时尚个性系列，兼具品质与价格优势，适合主流大众消费者。
- 大众档 (2,500元以下):** 2024年贡献约21%的销售额，迎合注重预算的买家群体。Dream D6作为代表车型，以其实用、平价定位体现公司普及高品质折叠车的战略取向。

图 48: 中端产品在2022-2024年期间一直是主要的销售驱动力



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图 49: 2022-2024年期间，高端产品价格几乎是中端产品的两倍



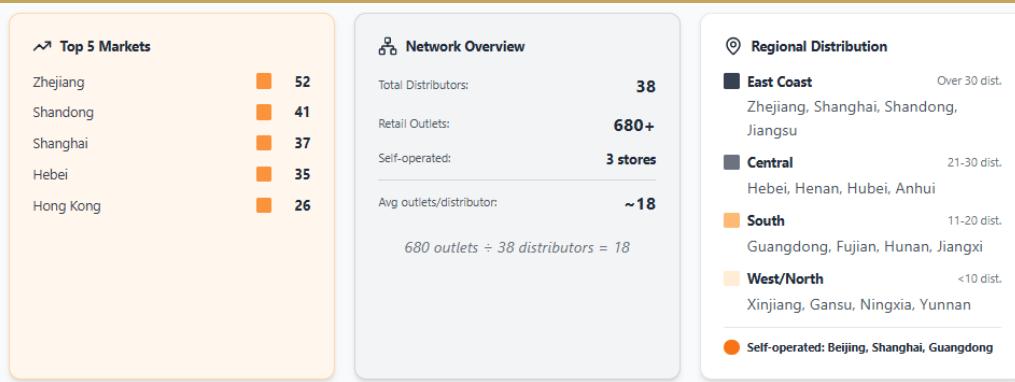
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

在海外市场方面，大行科工普遍设定比中国内地更高的建议零售价，以适应不同的市场条件。同时，公司部分产品定位于高端细分市场，突显品牌对设计美学与创新性能的重视。高端定价策略旨在凸显大行科工在前沿技术与制造工艺方面的价值。

### 销售渠道：国内深耕、全球延伸

- 国内分销网络。**大行科工在国内市场布局完善。截至2025年8月，公司拥有38家经销商，管理约820家零售网点，覆盖全国30个省级地区，其中约六成位于低线城市。门店主要分为三类：直营店用于全面展示全系产品并提供定制化服务；店中店以折叠车为主，与其他品牌联合销售；经销商则聚焦有限的产品组合，主要覆盖中小城市及县镇市场。为进一步拓展国内市场覆盖，大行科工与大型零售渠道合作，例如山姆会员店。目前公司在全国46家山姆门店销售定制化车型。此策略有效提升品牌的市场渗透率，并提高了公司在中国各地消费者的购买便利性。

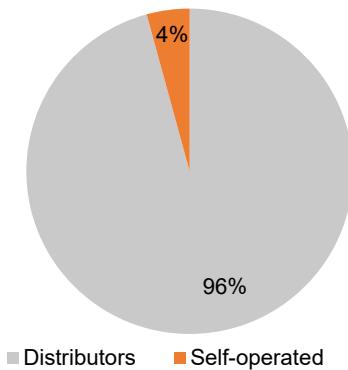
图 50: 大行科工中国经销网络



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

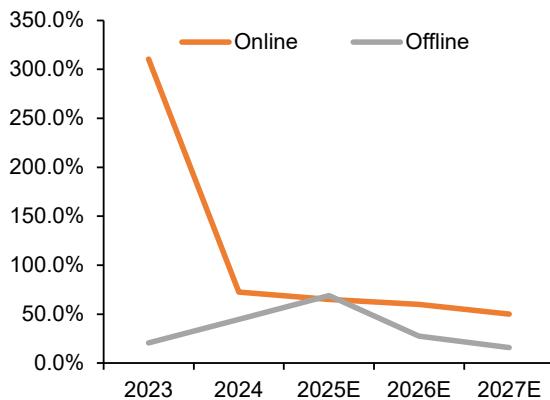
- 线上销售：**大行科工的电商业务增长迅速，目前已在京东、天猫及抖音等平台设立自营旗舰店。公司线上销售额由2022年的1,410万元跃升至2024年的1亿元，年复合增长率高达166.6%。通过网红带货及积极参与“618”“双11”等电商大促，大行科工持续强化其数字零售影响力。

图 51: 2024年, 大行科工96%的收入来自经销商



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图 52: 线上收入增速已超过线下, 我们预计这一趋势将持续



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

- 海外分销。**大行科工的产品出口至包括日本、美国及欧洲在内的 28 个国家。公司与 13 家境外经销商合作，根据各地法规及消费偏好调整产品设计。2025 年上半年，海外销售占总收入 6.5%。同时，公司通过亚马逊及沃尔玛等电商平台拓展线上渠道，该部分贡献约占 2025 年上半年海外销售 10%。

图 53: 尽管海外市场呈现出更强劲的增长前景，中国一直是大行科工的主要市场



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

### 品牌推广：线上线下融合触达消费者

大行科工采用全渠道营销策略，以提升品牌认知度并带动销售转化。

- 线下营销**包括参与深圳宝安马拉松等骑行活动，以此彰显其对绿色出行的承诺。同时，公司为经销商提供门店装潢物资与营销支持，以确保品牌形象一致性。
- 公司借助抖音、微信等社交平台进行**线上营销**，与网红和意见领袖（KOL）合作推广产品。在“618”和“双十一”等购物节期间，公司还会开展定向营销活动，提供专属折扣，提升消费者参与度。
- 通过**共享 360 项目**，公司与业内品牌联合研发产品并授权其自主技术。例如，与 RoyalBaby 合作使公司切入儿童自行车市场。授权收入由 2022 年的 330 万元人民币增至 2024 年的 500 万元人民币，反映了这项举措的成功。

## 财务预测表

### 资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	3.6	3.0	2.7	3.1	4.1
使用权资产	15.4	14.2	12.1	10.1	8.6
无形资产	13.5	11.4	9.9	8.9	8.5
递延所得税资产	3.2	3.6	3.6	3.6	3.6
其他	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>非流动性资产总值</b>	<b>36.1</b>	<b>32.4</b>	<b>28.5</b>	<b>25.9</b>	<b>24.9</b>
库存	79.4	112.6	170.7	255.2	364.4
应收账款和应收票据	31.3	54.7	86.9	137.4	208.8
现金及现金等价物	45.9	101.8	115.7	132.4	133.9
其他	0.2	-	-	-	-
<b>流动性资产总值</b>	<b>156.7</b>	<b>269.1</b>	<b>373.3</b>	<b>525.1</b>	<b>707.1</b>
<b>资产总值</b>	<b>192.8</b>	<b>301.5</b>	<b>401.8</b>	<b>550.9</b>	<b>732.0</b>
应付账款	58.5	125.7	185.5	269.8	347.8
短期债务	17.4	26.6	26.6	26.6	26.6
租赁负债	3.2	4.5	4.5	4.5	4.5
应缴税款	2.5	1.7	1.7	1.7	1.7
<b>流动负债总值</b>	<b>81.6</b>	<b>158.5</b>	<b>218.3</b>	<b>302.6</b>	<b>380.6</b>
长期债务	7.5	5.4	5.4	5.4	5.4
租赁负债	14.0	11.8	11.8	11.8	11.8
非流动负债总值	21.6	17.2	17.2	17.2	17.2
负债总值	103.2	175.7	235.5	319.8	397.8
普通股股本	23.4	23.7	23.7	23.7	23.7
储备	66.3	102.0	142.6	207.3	310.4
<b>普通股总权益</b>	<b>89.7</b>	<b>125.8</b>	<b>166.3</b>	<b>231.1</b>	<b>334.2</b>
非控股权益	-	-	-	-	-
<b>权益总额</b>	<b>89.7</b>	<b>125.8</b>	<b>166.3</b>	<b>231.1</b>	<b>334.2</b>
<b>权益与负债总额</b>	<b>192.8</b>	<b>301.5</b>	<b>401.8</b>	<b>550.9</b>	<b>732.0</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>税前利润</b>	<b>40.3</b>	<b>61.7</b>	<b>95.7</b>	<b>153.0</b>	<b>243.4</b>
所得税	(2.8)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
折旧摊销	5.9	6.9	5.5	5.1	4.6
财务成本	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2
<b>营运资金</b>	<b>(51.7)</b>	<b>8.3</b>	<b>(30.5)</b>	<b>(50.7)</b>	<b>(102.6)</b>
存货增加	(21.6)	(33.2)	(58.1)	(84.5)	(109.2)
应收账款增加	(7.3)	(23.4)	(32.2)	(50.5)	(71.4)
应付账款增加/(减少)	(22.8)	64.9	59.8	84.3	78.0
其他	42.7	12.9	-	-	-
<b>来自经营活动的现金流</b>	<b>35.3</b>	<b>89.5</b>	<b>70.8</b>	<b>107.4</b>	<b>145.4</b>
已缴所得税	(8.4)	(10.5)	(14.6)	(23.4)	(37.2)
来自经营活动的现金流	26.9	78.9	56.1	84.0	108.2
购置固定资产	(1.4)	(1.0)	(1.1)	(1.7)	(2.4)
增添其他无形资产	(14.9)	(0.4)	(0.5)	(0.8)	(1.2)
其他	0.9	1.3	-	-	-
<b>来自投资活动的现金流</b>	<b>(15.4)</b>	<b>0.0</b>	<b>(1.6)</b>	<b>(2.5)</b>	<b>(3.6)</b>
股息	(22.0)	(35.2)	(40.5)	(64.8)	(103.1)
偿还银行贷款	-	-	-	-	-
其他	(0.3)	12.1	-	-	-
<b>来自融资活动的现金流</b>	<b>(22.3)</b>	<b>(23.1)</b>	<b>(40.5)</b>	<b>(64.8)</b>	<b>(103.1)</b>
现金增加/(减少)净额	(10.9)	55.9	13.9	16.7	1.5
期初现金等价物余额	56.8	45.9	101.8	115.7	132.4
<b>期末现金等价物余额</b>	<b>45.9</b>	<b>101.8</b>	<b>115.7</b>	<b>132.4</b>	<b>133.9</b>

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

### 利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	<b>300.2</b>	<b>450.7</b>	<b>679.8</b>	<b>1,030.6</b>	<b>1,503.2</b>
销售成本	(198.7)	(301.7)	(451.2)	(674.6)	(963.2)
<b>毛利</b>	<b>101.5</b>	<b>149.0</b>	<b>228.6</b>	<b>356.0</b>	<b>540.0</b>
经营开支	(29.6)	(47.5)	(74.8)	(113.4)	(165.4)
行政开支	(23.0)	(23.3)	(34.0)	(51.5)	(75.2)
研发开支	(10.7)	(17.6)	(25.2)	(39.2)	(57.1)
<b>经营溢利</b>	<b>38.2</b>	<b>60.7</b>	<b>94.7</b>	<b>151.9</b>	<b>242.4</b>
其他收入和收益	3.0	2.2	2.2	2.2	2.2
其他收益/损失净额	2.2	1.5	1.5	1.5	1.5
减值	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
共同控制实体的收入	-	-	-	-	-
利息支出	(0.9)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
<b>税前利润</b>	<b>40.3</b>	<b>61.7</b>	<b>95.7</b>	<b>153.0</b>	<b>243.4</b>
所得税	(5.5)	(9.4)	(14.6)	(23.4)	(37.2)
非控股权益	-	-	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>34.9</b>	<b>52.3</b>	<b>81.1</b>	<b>129.6</b>	<b>206.2</b>
每股收益(人民币)	1.7	2.5	3.9	5.6	8.9
稀释每股收益(人民币)	0.9	1.7	1.9	3.1	4.9

### 财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>同比增长率变化</b>					
收入	18.1%	50.2%	50.8%	51.6%	45.9%
毛利	30.2%	46.8%	53.4%	55.7%	51.7%
经营利润	12.8%	58.8%	56.0%	60.5%	59.5%
净利润	10.9%	50.1%	55.0%	59.8%	59.1%
<b>利润率</b>					
毛利润率	33.8%	33.1%	33.6%	34.5%	35.9%
经营利润率	12.7%	13.5%	13.9%	14.7%	16.1%
净利润率	11.6%	11.6%	11.9%	12.6%	13.7%
<b>流动性</b>					
应收账款天数	38.1	44.3	46.0	48.0	50.0
库存天数	145.8	136.2	136.2	136.2	136.2
应付账款天数	107.5	152.1	148.0	144.0	130.0
现金周转天数	76.3	28.4	34.2	40.2	56.2
<b>现金流与杠杆率</b>					
自由现金流	25	78	55	82	106
(净现金)权益占比	-23.4%	-55.5%	-50.3%	-43.5%	-30.5%
股息分配比率	51.6%	67.3%	50.0%	50.0%	50.0%
股息率	2.1%	4.0%	4.6%	7.4%	11.8%
<b>回报分析</b>					
ROE	38.9%	41.6%	48.8%	56.1%	61.7%
ROA	18.1%	17.3%	20.2%	23.5%	28.2%
ROCE	16.0%	15.7%	18.7%	22.2%	27.0%
<b>估值倍数</b>					
P/E	25.1x	16.7x	10.8x	7.4x	4.7x
P/B	16.0x	9.8x	7.0x	5.3x	3.8x

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来12个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来12个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来12个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来12个月上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内
减持	预期股价在未来12个月下跌10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828