

久祺股份 (300994.SZ)

把握电踏车崛起红利，自主品牌&跨境电商布局领先

深耕自行车产业 20 余年，发力自主品牌再起航。公司成立于 2000 年，主要从事自行车整车及其零部件，是国内主要的自行车产品出口商之一，产品远销全球五大洲 80 多个国家和地区。2017-2021 年公司收入从 17.56 亿元增长至 37.10 亿元，CAGR 为 20.6%，归母净利润从 0.33 亿元增长至 2.05 亿元，CAGR 达 58.5%，盈利能力持续增强主要系公司近年来大力发展 OBM 业务，2017-2020 年 OBM 收入占比从 9.2% 提升至 15.6%，带动公司销售毛利率从 10.9% 增长至 20.2%。2022Q1-Q3 公司收入同比下降 27.9%，主要系海外高通胀下需求疲软，客户去库存压力显著；但同时受益于海运运费、汇率、原材料等多项外部干扰因素企稳，归母净利润同比提升 4.5%。

自行车行业枯木逢春，电踏车渗透率不断提升。目前全球自行车制造产业主要集中在亚太地区，其中中国为自行车制造第一大国，产量/出口量常年稳定在全球总量 60%/50% 左右。未来自行车有望凭借使用场景扩宽和环保优势，需求实现稳步增长。电踏车相较传统自行车可有效解决地形和体力障碍，且可保障安全性和运动量，由于价格较高，欧洲、美国和日本等发达国家为其主要市场。根据我们测算，全球主要市场 2021-2025 年电踏车销量合计将从 817 万辆增长至 1814 万辆，CAGR 为 22.1%。公司目前拟投产合计 140 万辆电踏车产能，先行布局自主品牌、跨境电商销售渠道，并通过成立子公司研发电踏车智能控制领域，未来长期有望维持竞争优势，顺利消化新增产能。

制造&研发基础深厚，自主品牌&跨境电商率先布局。公司深耕自行车制造二十余年，目前积攒上万款设计版型，并在八十多个国家有完善的供应链和销售网络，可快速响应全球客户需求。凭借多年研发积累和优秀供应链管控能力，在海外电商消费兴起的背景下，公司顺利跨越传统自行车品牌经销商渠道壁垒，成功布局自主品牌和跨境电商，目前已在海外多个电商平台实现销售，其中童车品牌“JoyStar”和成人车品牌“HILAND”分别有 12 款、9 款产品位列亚马逊细分品类销量 50 强。

投资评级：预计公司 2022-2024 年收入将分别为 24.17 亿元、31.32 亿元、40.44 亿元，归母净利润为 2.09 亿元、2.23 亿元、3.03 亿元，对应 PE 估值分别为 21.2X、19.8X、14.6X。公司主要业务为出口外销，并且未来电踏车为主要收入亮点，因此我们选取电动自行车龙头爱玛科技，摩托车、地形车龙头春风动力以及电踏车上游电机龙头八方股份作为可比公司，2023 年行业平均估值为 16.3X。受益于久祺成功布局自主品牌和跨境电商业务，且积极把握电踏车行业迅速崛起的红利，扩建产能切入千亿蓝海市场，未来有望持续抢占市场份额。我们认为公司可享受部分溢价，首次覆盖，予以“增持”评级。

风险提示：宏观经济及政策波动、电踏车市场发展不及预期，测算存在误差风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,286	3,710	2,417	3,132	4,044
增长率 yoy (%)	27.3	62.3	-34.8	29.6	29.1
归母净利润(百万元)	157	205	209	223	303
增长率 yoy (%)	53.7	30.9	1.7	6.9	35.8
EPS 最新摊薄(元)	0.81	1.06	1.07	1.15	1.56
净资产收益率(%)	35.8	19.0	18.1	16.6	18.9
P/E(倍)	28.2	21.5	21.2	19.8	14.6
P/B(倍)	10.1	4.1	3.8	3.3	2.8

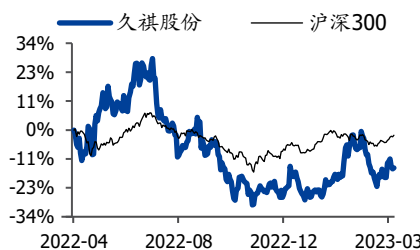
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	摩托车及其他
4月7日收盘价(元)	22.76
总市值(百万元)	4,420.90
总股本(百万股)	194.24
其中自由流通股(%)	33.40
30日日均成交量(百万股)	2.09

股价走势



作者

分析师 姜春波

执业证书编号：S0680521070003

邮箱：jiangchunbo@gszq.com

分析师 丁逸朦

执业证书编号：S0680521120002

邮箱：dingyimeng@gszq.com

研究助理 姜文轶

执业证书编号：S0680122040027

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究



内容目录

1. 自行车产业布局完整，品牌出海进行时	6
1.1 深耕自行车产业链 20 余年，发力自主品牌再启航	6
1.2 股权结构集中，管理层行业经验丰富	10
1.3 外销贡献主要营收，出口模式巧避贸易摩擦	11
2. 自行车产业枯木逢春	14
2.1 消费场景拓宽叠加政策利好，自行车市场规模有望稳增	14
2.1.1 需求增长，中国制造有望持续抢占市场份额	14
2.1.2 全球中高端化趋势显著，购物需求向品牌商集中	15
2.2 助力电动自行车蓬勃发展，渗透率不断提高	18
2.2.1 优势明确，欧洲、日本、美国为全球主要市场	18
2.2.2 助力电动自行车方兴未艾，未来有望维系高增	23
2.3 消费结构转变提振童车销售，国产公司出海建立品牌优势	25
2.4 竞争格局层次分明，久祺有望步入第一梯队	28
3. 上下游后台整合为盾，品牌渠道扩张为矛	30
3.1 技术与研发积累深厚，上游与下游渠道贯通	30
3.2 自主品牌成功切入电踏车市场，量价齐升逻辑顺畅	33
3.3 自主品牌依托跨境电商，双轮驱动助力营收双增	35
4. 盈利预测与投资评级	38
4.1 核心假设与盈利预测	38
4.2 投资评级	40
风险提示	40

图表目录

图表 1: 财务数据一览 (单位: 百万元)	6
图表 2: 久祺 ROE 与行业平均对比 (%)	7
图表 3: 2021 年久祺股份各项指标与行业平均对比 (%)	7
图表 4: 各业务模式占比变化	7
图表 5: 各业务模式毛利率变化	7
图表 6: 分品类各个业务板块收入纵比 (单位: 亿元)	8
图表 7: 分品类各业务板块毛利率纵比 (单位: %)	8
图表 8: 产品矩阵	9
图表 9: 发展沿革	10
图表 10: 股权结构图	10
图表 11: 高管与核心人员简历	11
图表 12: 2020 年各国家和地区业务收入占比图	12
图表 13: 各大洲收入占比	12
图表 14: 外销历年收入及同比增长 (单位: 亿元)	12
图表 15: 各国贸易摩擦梳理	13
图表 16: 贸易摩擦国别毛利率变化	13
图表 17: 贸易摩擦国别收入变化 (单位: 亿元)	13
图表 18: FOB 和 CIF 合计占外销比例纵比	13
图表 19: 外销中各模式金额变化 (百万元)	13
图表 20: 全球自行车市场规模 (单位: 亿元)	14
图表 21: 全球自行车销量市场份额占比	14
图表 22: 各国鼓励骑自行车措施	14
图表 23: 自行车出口金额 (单位: 百万美元)	15
图表 24: 自行车出口数量 (单位: 万辆)	15
图表 25: 中国自行车产量 (单位: 万辆)	15
图表 26: 城镇化率及人均可支配收入变化 (单位: 万元)	15
图表 27: 山地车出口均价和自行车出口均价对比 (单位: 元)	16
图表 28: 中国出口美国自行车数量纵比 (单位: 万辆)	16
图表 29: 美国自行车需求占比	16

图表 30: 各类车型需求占比	16
图表 31: 美国自行车销售渠道占比	16
图表 32: 美国各类自行车均价 (单位: 美元)	16
图表 33: 欧洲自行车销量纵比 (单位: 百万辆)	17
图表 34: 2020 年欧洲自行车进口国占比	17
图表 35: 荷兰不同种类自行车消费占比	17
图表 36: 荷兰自行车不同价格带占比 (单位: 欧元)	17
图表 37: 海外主要自行车品牌	18
图表 38: 电踏车和传统电动车主要差别	19
图表 39: 欧洲电塔车销量及增速 (单位: 万辆)	19
图表 40: 电踏车欧洲渗透率	19
图表 41: 日本电塔车销量及增速 (单位: 万辆)	20
图表 42: 电踏车日本渗透率	20
图表 43: 日本电踏车产销缺口 (单位: 万辆)	20
图表 44: 松下推出一带二电踏车图例	20
图表 45: 美国电踏车销量 (单位: 万辆)	21
图表 46: 美国电踏车渗透率	21
图表 47: 美国历年电踏车进口量 (单位: 万辆)	21
图表 48: 2018 年美国分进口国电踏车规模及占比 (单位: 亿美元)	21
图表 49: 美国主要电踏车品牌	22
图表 50: “助力电动自行车”和“电动车”在淘宝价格对比	23
图表 51: 欧洲各国鼓励自电踏车措施	23
图表 52: 各国 65 岁人群占比	24
图表 53: 日本自行车和电踏车销量对比 (单位: 万辆)	24
图表 54: 日本各地鼓励电踏车骑行具体政策	24
图表 55: 美国电踏车分级定义	24
图表 56: 美国电踏车娱乐使用与通勤使用占比	25
图表 57: 警用电踏车	25
图表 58: 全球电踏车市场规模测算	25
图表 59: 中国童车市场规模 (单位: 亿元)	26
图表 60: 中国母婴人群年龄分布 (单位: 万人)	26
图表 61: 童车出口纵比 (单位: 亿美元)	26
图表 62: 中国童车品牌排名	27
图表 63: 优贝成长历程	28
图表 64: 国内主要自行车企业	29
图表 65: 不同企业核心竞争力比较	30
图表 66: 无尖锐物设计图	30
图表 67: 久祺六项创新型核心技术	31
图表 68: 公司前五大客户情况 (单位: 万元)	31
图表 69: 外包销售 VS 自产销售	32
图表 70: 各项目占采购总额比例	32
图表 71: 公司主要供应商合作历史	32
图表 72: 人均创收/创利 (单位: 万元)	33
图表 73: 下单系统设计图	33
图表 74: 电踏车产业链拆分	33
图表 75: 官网电踏车五大类别	34
图表 76: HILAND 官网电踏车销售情况	34
图表 77: 久祺市占率测算 (万辆、元/辆)	35
图表 78: 境内外电商收入对比及电商总体占比 (单位: 亿元)	35
图表 79: 电商平台占比	35
图表 80: 久祺在各平台通过产品测评、教学普及和用户展示等方式进行营销	36
图表 81: 部分童车&成人车销量排名	36
图表 82: 自主品牌矩阵	37
图表 83: OBM 收入规模及毛利率纵比 (单位: 亿元)	37
图表 84: 童车/成人车线上线下毛利率对比	37
图表 85: 久祺盈利拆分	39

图表 86: 盈利预测.....	39
图表 87: 可比公司估值.....	40

1. 自行车产业布局完整，品牌出海进行时

1.1 深耕自行车产业链 20 余年，发力自主品牌再启航

国内主要自行车出口商，产品远销海外 80 余国。公司成立于 2000 年，主要从事自行车整车及其零部件设计和销售，是国内主要自行车产品出口商之一，产品远销全球五大洲 80 多个国家和地区。2017-2021 年公司收入从 17.56 亿元增长至 37.10 亿元，CAGR 为 20.6%，归母净利润从 0.33 亿元增长至 2.05 亿元，CAGR 达 58.5%，高增主要系自行车需求旺盛。2022Q1-Q3 收入同比下降 27.9%，主要系海外高通胀下需求疲软，客户去库压力显著；但同时受益于海运费、汇率、原材料等多项外部干扰因素企稳，归母净利润同比提升 4.5%。

图表 1: 财务数据一览 (单位: 百万元)

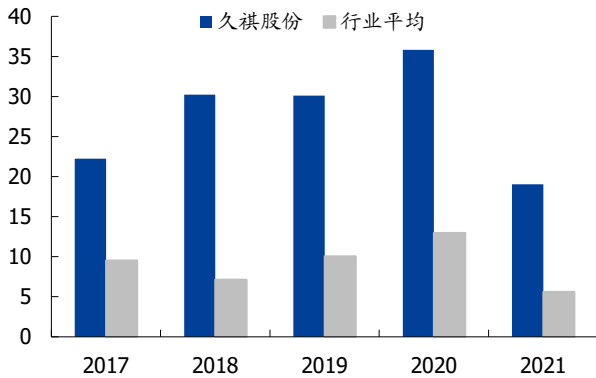
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1-Q3
营业总收入	1755.56	1820.49	1795.43	2285.56	3709.75	1870.69
YOY		3.70%	-1.38%	27.30%	62.31%	-27.87%
归母净利润	32.55	51.62	101.99	156.75	205.21	153.80
YOY		58.61%	97.57%	53.70%	30.91%	4.51%
扣非归母净利润	27.58	52.10	97.86	140.62	189.38	145.73
YOY		88.95%	87.81%	43.70%	34.68%	5.20%
毛利率	10.90%	13.32%	17.35%	20.18%	12.63%	13.39%
期间费用率	8.65%	8.43%	9.88%	12.63%	5.88%	3.79%
销售费用率	6.24%	6.60%	8.20%	9.48%	4.16%	5.79%
管理+研发费用率	1.84%	1.89%	1.92%	1.67%	1.28%	1.98%
财务费用率	0.56%	-0.06%	-0.24%	1.48%	0.44%	-3.98%
归母净利率	1.85%	2.84%	5.68%	6.86%	5.53%	8.22%
存货	47.42	34.97	43.58	115.70	210.38	181.68
较上年同期增减	47.42	-12.46	8.62	72.12	94.67	33.36
存货周转天数		9.40	9.53	15.72	18.11	32.67
较上年同期增减		9.40	0.13	6.19	2.39	16.07
应收账款	256.23	296.21	330.53	402.84	690.03	479.54
较上年同期增减	256.23	39.98	34.32	72.31	287.20	-134.47
应收账款周转天数	52.54	54.62	62.83	57.76	53.03	84.40
较上年同期增减	52.54	2.08	8.21	-5.08	-4.73	31.47
应付账款及应付票据	382.55	319.58	244.96	453.54	702.30	572.46
较上年同期增减	382.55	-62.97	-74.62	208.59	248.75	21.54
应付账款周转天数	67.10	62.94	54.78	53.56	47.98	64.88
较上年同期增减	67.10	-4.15	-8.16	-1.22	-5.58	15.11
合同负债	69.34	58.24	113.94	92.81	38.43	105.30
较上年同期增减	69.34	-11.10	55.71	-21.14	-54.38	21.06
经营性现金流净额	29.34	6.64	36.06	203.12	2.71	249.22
较上年同期增减	29.34	-22.70	29.43	167.06	-200.41	249.74
资本开支	18.89	5.46	5.37	3.77	66.84	31.79

较上年同期增减	18.89	-13.43	-0.09	-1.60	63.07	24.49
ROE	22.22%	30.25%	30.10%	35.84%	19.05%	13.77%
YOY (±)	22.22%	8.02%	-0.14%	5.73%	-16.79%	0.29%
资产负债率	78.06%	73.20%	55.36%	58.98%	44.20%	39.06%
YOY (±)	78.06%	-4.85%	-17.85%	3.62%	-14.78%	-2.04%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

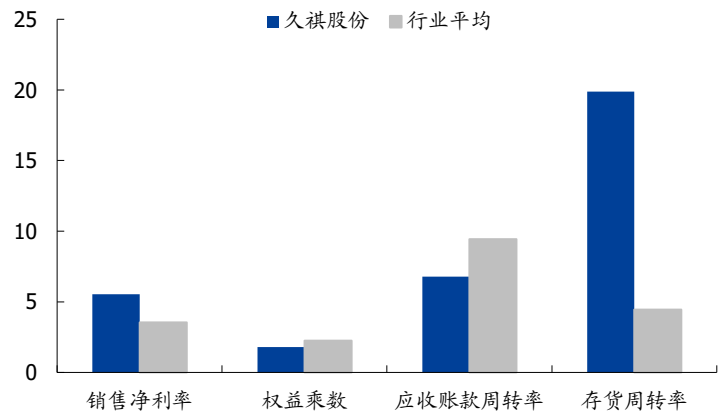
生产端: 轻资产运营, 助力 ROE 维持高位。久祺客户采购通常具有分散化特点, 因此为保质保量、在低成本下满足客户需求, 久祺主要采用外包生产, 2018-2020 年外包销售占比约为 86%。由于自产占比较低, 公司存货周转率较高, 2021 年为 19.88 次/年, 远高于行业平均 4.63 次/年。因此在销售净利率、应收账款周转率以及权益乘数与行业平均水平相似前提下, 公司 ROE 常年优于同业可比公司。

图表 2: 久祺 ROE 与行业平均对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (行业平均数据取自梦百合/乐歌股份/永艺股份/恒林股份/上海凤凰)

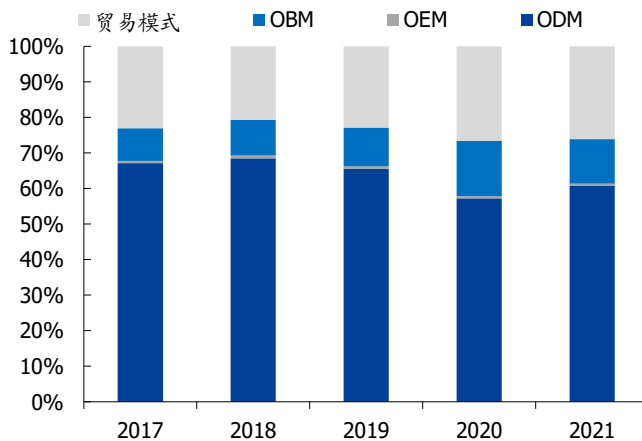
图表 3: 2021 年久祺股份各项指标与行业平均对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (行业平均数据取自梦百合/乐歌股份/永艺股份/恒林股份/上海凤凰)

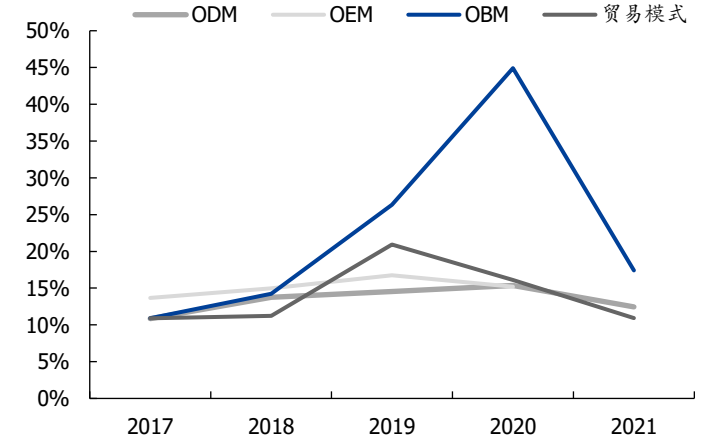
销售端: 结构优化, 自主品牌推动盈利提升。公司近年来大力发展自主品牌, 2017-2021 年 OBM 收入从 1.62 亿元提升至 4.66 亿元 (CAGR 为 30.3%), 占比从 9.2% 提升至 12.6%。伴随跨境电商渠道落地顺利, 2017-2020 OBM 毛利率从 10.91% 增长至 44.91%, 带动公司整体毛利率从 13.3% 增长至 20.2%。2021 年公司毛利率显著下滑, 主要系海运费提升 (影响跨境电商)、且运输费用归入营业成本。

图表 4: 各业务模式占比变化



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 5: 各业务模式毛利率变化



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

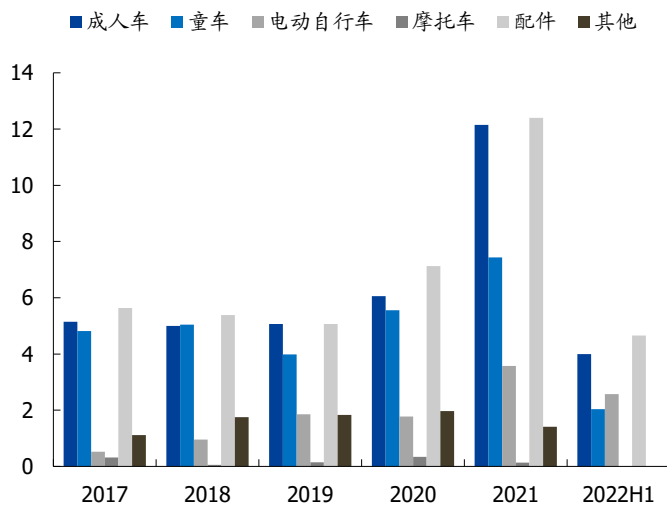
公司业务以整车为主，配件、骑行装备等配套布局。

1) 整车类：主要包括成人自行车、童车、助力电动自行车，2017-2021 年板块收入从 10.79 提升至 23.29 亿元 (CAGR 为 21.2%)，占比超 60%，毛利率从 11.4% 提升至 14.1%。2022H1 板块收入为 8.6 亿元 (同比-11.2%)，其中受益于场景扩宽、政府扶持等多项因素，助力电动车于逆境中成功维系高增，2022H1 收入达 2.57 亿元 (同比+99.21%)。

- 成人自行车：2017-2021 年收入从 5.15 亿元增至 12.15 亿元 (CAGR 为 23.9%)，占比约 33%，毛利率从 11.2% 增至 13.1%，自行车的户外和环保属性受到欢迎，且电商渠道快速放量，2019 年成人车正式在线上销售，2020 年收入已达 0.39 亿元。
- 儿童自行车：2017-2021 年收入从 4.81 亿元增至 7.43 亿元 (CAGR 为 11.5%)，占比超 20%，毛利率从 11.2% 增至 16.9%。目前“Joystar”等自主品牌在亚马逊等电商平台广受好评，2020 年通过电商平台实现销售收入 1.19 亿元，增速高达 216.5%。
- 助力电动车 (电踏车)：2017-2021 年收入从 0.52 亿元增至 3.57 亿元 (CAGR 达 61.9%)，收入占比从 2.9% 增至 9.6%，毛利率约 12.0%。生产技术进步推动助力电动自行车性能提升，并且部分国家政府补贴购买助力电动自行车有助于降低购买门槛。

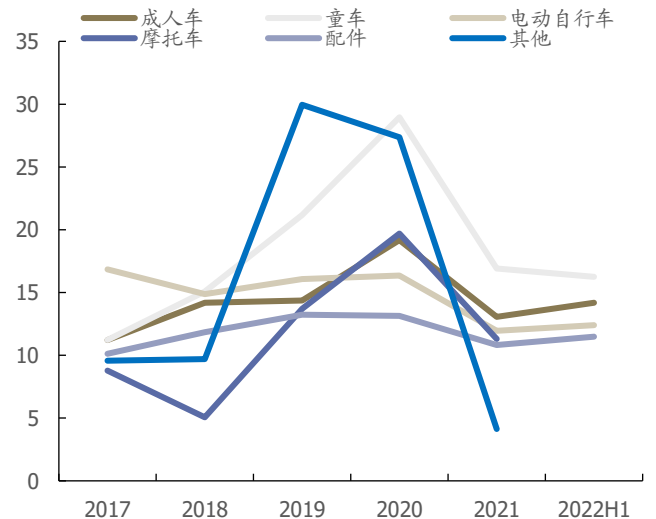
2) 配件类：主要包括销售自行车零件、助力电动自行车零件以及摩托车零件，2017-2021 年板块收入从 5.64 亿元增至 12.40 亿元 (CAGR 达 21.8%)，占比超 30%，毛利率从 10.1% 平稳增至 10.8%，主要系自行车、电动车和摩托车销售增多，相关配件需求增长。

图表 6: 分品类各个业务板块收入纵比 (单位: 亿元)











资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 分品类各业务板块毛利率纵比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 产品矩阵

类别	产品	图例	特点
儿童自行车	儿童平衡车		1、注重色彩搭配，充分抓住了儿童对于自行车炫丽多彩的心理需求；
	学骑车		2、表面采用水性漆粉体、真空镀膜及水转印的工艺；
	儿童车		3、车型复杂多变，重在突出个性化，表达儿童天真可爱的个性； 4、自行车的流线美，要求工厂具备复杂工艺的加工能力；
成人自行车	表演自行车		1、适用于专业表演的车款，因其强度高、骑行灵活而深受青少年喜欢； 2、表演车的特色还在于轮圈的强度与孔数，一般在 68 孔与 160 孔之分，适合跳跃表演。
	城市自行车		1、城市自行车又称“淑女车”，是较女性化且骑行相对容易的大车款。 2、加入山地自行车的变速功能，或者运用电动助力技术； 3、实用功能多，前有车篮盛物，后有车座可以载人载物，因此深受消费者的喜爱；
	山地自行车		1、适合成人或专业竞技类人员的产品，尤其适合山地骑行； 2、产品运用技术含量很高的变速系统，适合长途全路况的骑行； 3、根据结构配置不同可分为普通山地车、减震变速山地车及专业竞技类速降山地车之分
	公路自行车		1、轮胎相对较窄，能够减少阻力，具有速度快，操控性好的优点，非常适合城区公路与专业绿道骑行； 2、产品设计上以轻量化为主，整体具备简洁轻巧的特征，车身紧凑狭窄
	助力电动自行车		1、产品十分注重科技感与设计感，外观具有厚重质感 2、产品逐步跨界整合了诸如具备监测身体健康指标、运动参数、GPS 导航等功能的电子产品 3、助力电动自行车由于加装了电动助力系统，给人的骑行体验更为轻松省力，能够充分满足长时间、长距离的骑行需求

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

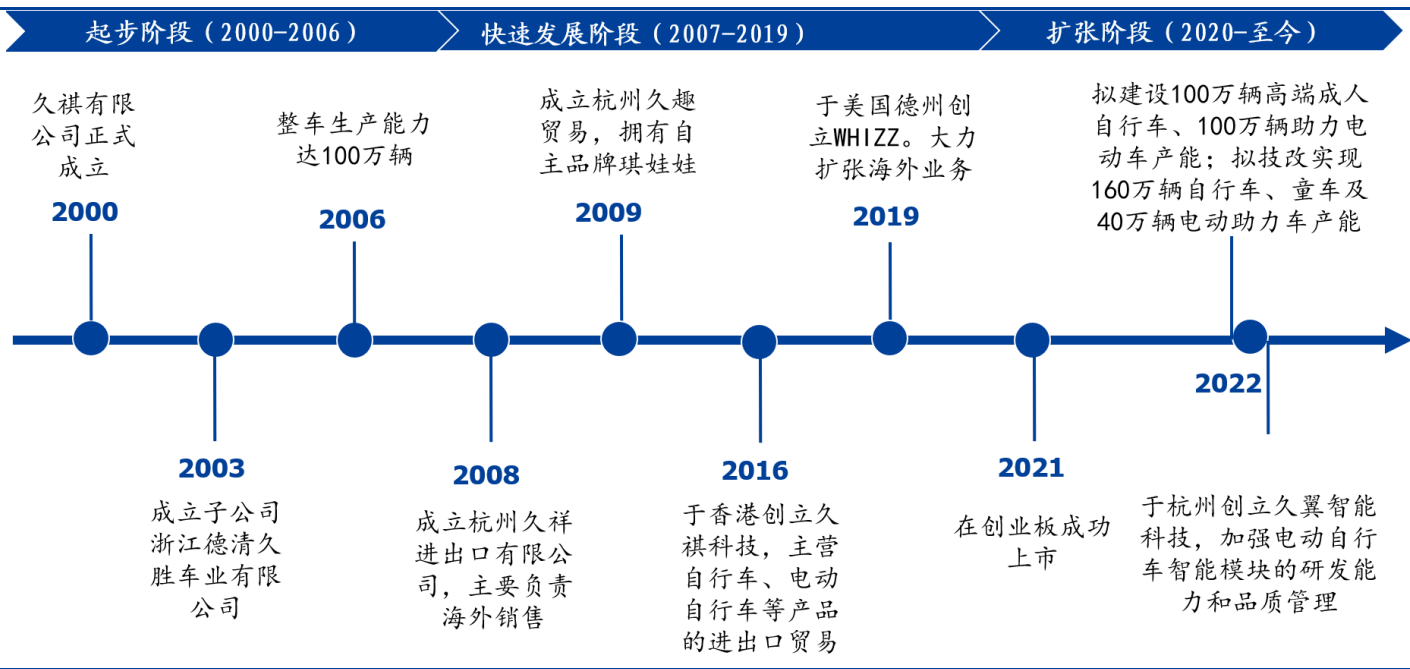
纵观公司发展历程，可分为三个主要阶段：

2000 年-2008 年：外贸代工起家，规模持续扩大。2000 年久祺诞生于杭州，以自行车外贸起家，公司于 2003 年建立子公司浙江德清久胜车业有限公司，致力于各类自行车、童车、手推车及汽摩配件的研发与生产，截止 2006 年底久胜整车生产能力达 100 万台。

2008-2016 年：创立自主品牌，内外销同时发力。2008/2009 年子公司杭州久祥进出口有限公司和杭州久趣贸易有限公司相继成立。其中久祥进出口主要负责自行车及各项零配件境外销售，久趣则主要负责内销，曾建立“祺娃娃”等知名童车品牌。

2016 年至今：切入全新赛道，全球化布局完善。为切入跨境电商领域，公司在 2016 年于香港创立久祺科技，并于 2017 年左右正式在跨境电商及电踏车领域发力。随后由于贸易风险提升，在 2019/2020 年于美国/欧洲建立 WHIZZ/LANDSTAR，分散贸易摩擦风险，全球化布局趋于完善。2022 年公司发布全新产能规划，1) 拟建造 100 万辆高端成人自行车及 100 万辆助力电动车的自产产能；2) 拟对德清久胜（主要生产基地）实行技改，完成后实现 160 万辆自行车、童车及 40 万辆助力电动车产能。届时凭借多年全球渠道/品牌布局，产能有望顺利消化。

图表 9: 发展沿革

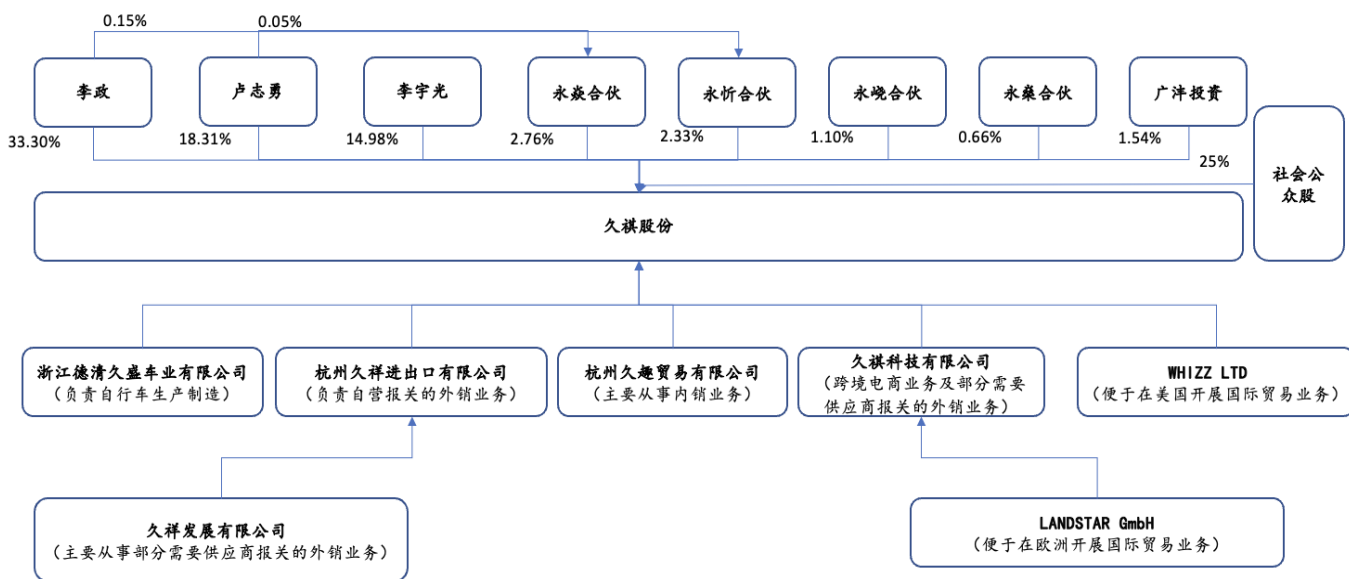


资料来源: 公司官网, 招股说明书, 国盛证券研究所

1.2 股权结构集中, 管理层行业经验丰富

股权结构集中, 员工激励充分。公司实际控制人为李政、卢志勇与李宇光, 三人共同成立公司, 目前分别直接持有 33.30%、18.31%、14.98% 股权。李政、卢志勇通过永忻合伙、永焱合伙分别间接持有久祺股份 0.15%、0.05% 股权, 三位实际控制人直接和间接总计控股 66.80%。永焱合伙、永忻合伙、永峯合伙均为上市公司员工持股平台, 永焱合伙为上市公司体外员工 (久祺进出口、久祺控股) 持股平台, 上市公司共有 105 人参与持股计划, 通过三个平台总计持股 6.19%, 涉及公司员工超 15%, 激励较为充分。

图表 10: 股权结构图



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

管理层经验丰富，均有基层任职经历。三位实控人李政、卢志勇、李宇光从公司前身久祺工贸有限公司时期起就在公司内部身兼要职，均有多年在一线重要岗位任职经历，对业务、技术有深刻理解。其中李政曾任生产车间主任和销售科长，卢志勇曾任业务员、业务经理，李宇光曾在加入久祺前在杭州卷烟厂和日立化成担任过技术员，经验丰富、实力过硬，加入久祺后曾任业务经理。

图表 11: 高管与核心人员简历简历

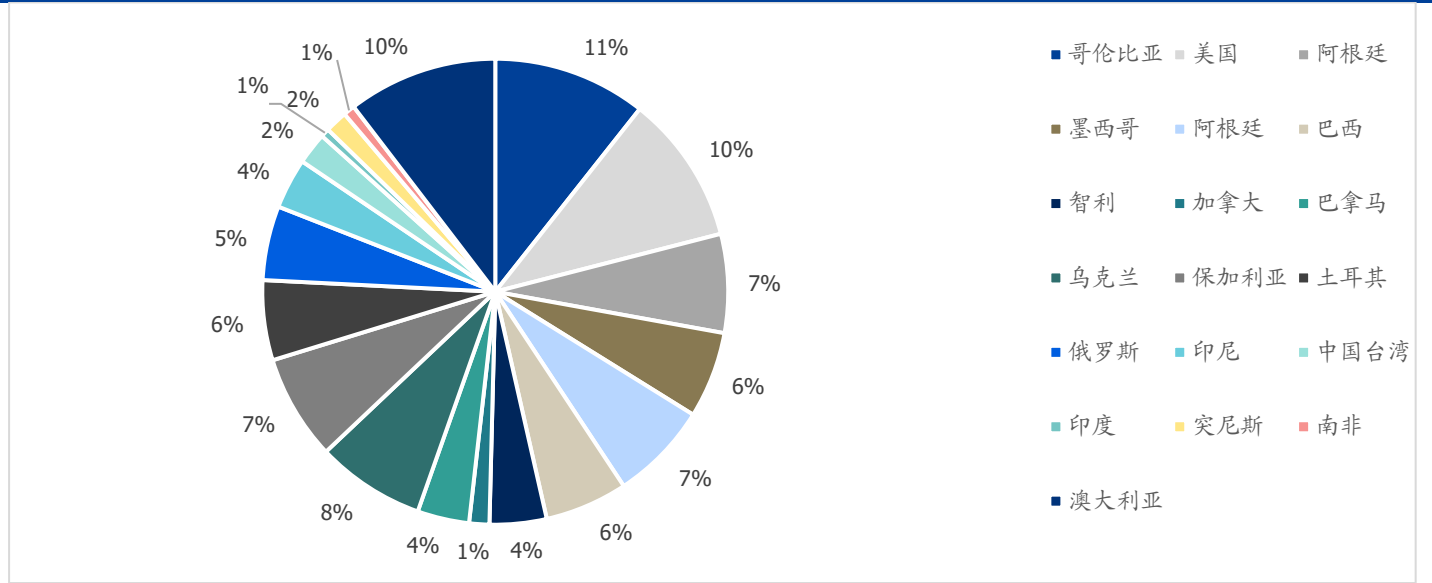
姓名	职位	简历
李政	董事长兼总经理	2000年10月至2019年5月，于久祺有限担任董事长兼总经理同时担任杭州小轮车总厂车间主任、销售科长、经营副厂长；杭州久趣执行董事；天津中轮小额贷款董事；久恒能源董事长兼总经理；永祥国际董事。
卢志勇	董事兼副总经理	1997年9月至2000年8月，于上海久期工贸有限公司担任业务员；2000年10月至2019年5月，历任久祺有限业务经理、董事；2017年11月至2020年5月，于久恒能源担任董事。
李宇光	董事兼副总经理	自1991年起，历任杭州卷烟厂技术员、（新加坡）日立化成有限公司技术员、上海久期工贸有限公司担任业务员、久祺有限业务经理、监事、久恒能源监事。
雍熾	董秘兼财务总监	曾经在上海欣地贸易有限公司担任财务经理、在久祺运动和久祺控股担任监事、在久祺有限担任总经理助理、在杭州祥瑞进出口有限公司担任董事。2019年后，在久祺股份担任董事会秘书兼财务总监。
汤华龙	销售总监	历任常州永祺车业有限公司担任开发及品质部科长、德清久胜品质部经理、技术部经理、生产部副总经理、销售中心总监。先后参与及研发“控速推骑儿童车的前轮离合机构”、“控速推骑儿童车”、“避震脚刹连动车”3项发明专利，12项实用新型专利，4项外观专利。
徐楼钧	业务三部经理兼管研发部	2005年6月至2005年9月，于杭州中旭金属制品有限公司担任技术员。2005年10月至今，历任公司外贸业务员、业务三部部门副经理、经理，同时兼管公司产品研发部和网络研发部。
叶俊良	业务二部经理	2005年6月至2006年2月，于中华橡胶集团有限公司担任外贸跟单员；2006年3月至2008年1月，于久祺有限担任外贸业务员。2008年2月至今，于杭州久祥担任业务二部部门经理。

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

1.3 外销贡献主要营收，出口模式巧避贸易摩擦

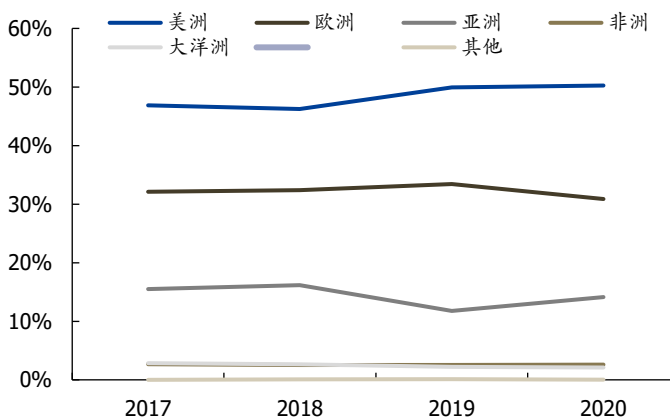
业务遍布全球，抗风险能力出众。2017-2021年公司外销收入从16.88亿元增至36.63亿元，CAGR为21.4%，占总营收比例为98.7%，其中美洲、欧洲为主要市场，合计占外销收入80%以上。但根据国别区分，份额最大的哥伦比亚与美国收入占比仅为11%/10%，我们认为多元化销售地区有助于分散系统风险，并且可助力公司持续积累全球不同地区销售、研发经验，持续强化自身实力。

图表 12: 2020 年各国家和地区业务收入占比图



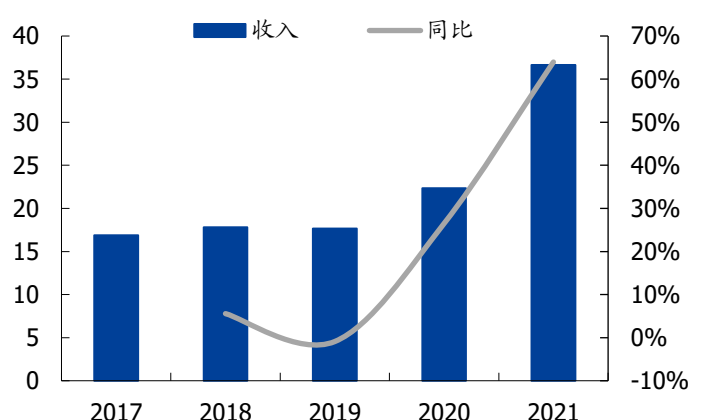
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 各大洲收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 外销历年收入及同比增长 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

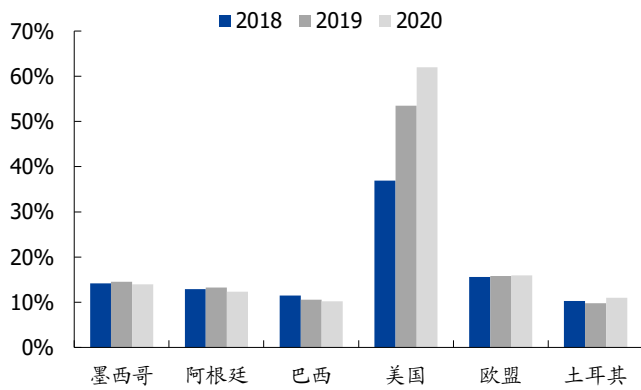
国际贸易政策对公司业务影响有限。2019 年欧盟和美国分别对部分我国出口自行车、助力车和零部件加征 0-48%、25% 的反倾销税和关税。但由于公司出口模式以 FOB 和 CIF 为主 (合计占外销比例高达 90% 左右), 因此加征税率主要由客户承担, 对久祺实质性影响有限。2018-2020 年公司对美国销售从 0.18 亿元增至 2.07 亿元, CAGR 高达 244.0%, 毛利率上涨超 25pct (主要系以亚马逊为主要平台的跨境电商占比增高); 对欧盟地区销售从 2.14 亿元增至 3.16 亿元, CAGR 为 21.5%, 毛利率上涨 0.5pct。此外, 美国政府 2022 年 3 月确认对多款久祺外销产品豁免加征关税 (公路车、童车、电踏车等), 预计未来关税扰动逐渐减弱。

图表 15: 各国贸易摩擦梳理

国别或地区	贸易摩擦类型	涉及的产品	相关政策起始时间
墨西哥	反倾销	儿童自行车	2015年12月
	反倾销	自行车零部件产品	2009年2月
	反倾销	非电动三轮车	2020年3月
阿根廷	反倾销	自行车用新橡胶充气轮胎	2015年9月
	反倾销	自行车、摩托车辐条	2014年7月
	反倾销	自行车	2015年5月
巴西	反倾销	自行车曲轴连杆	2013年10月
	反倾销	自行车轮胎	2014年2月
美国	301调查(保障措施)	部分自行车及其零部件	2018年9月
欧盟	反倾销和反补贴	助力电动自行车	2019年1月
	反倾销	自行车	1993年9月
土耳其	反倾销	摩托车内外胎	2009年8月
	反倾销	自行车内外胎	2009年8月

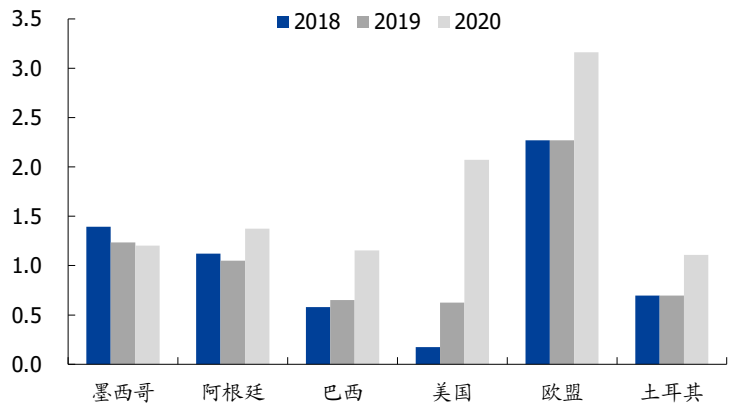
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 16: 贸易摩擦国别毛利率变化



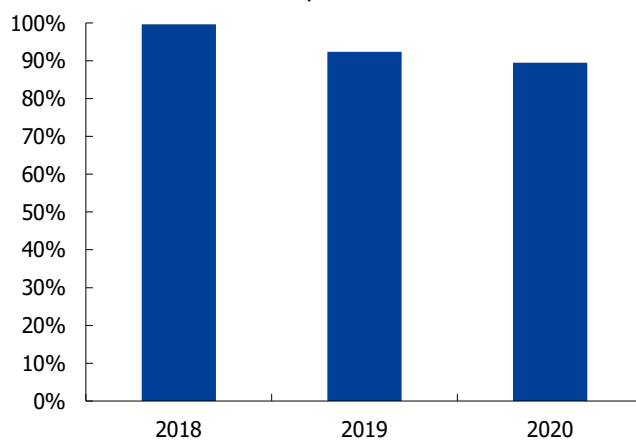
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 贸易摩擦国别收入变化 (单位: 亿元)



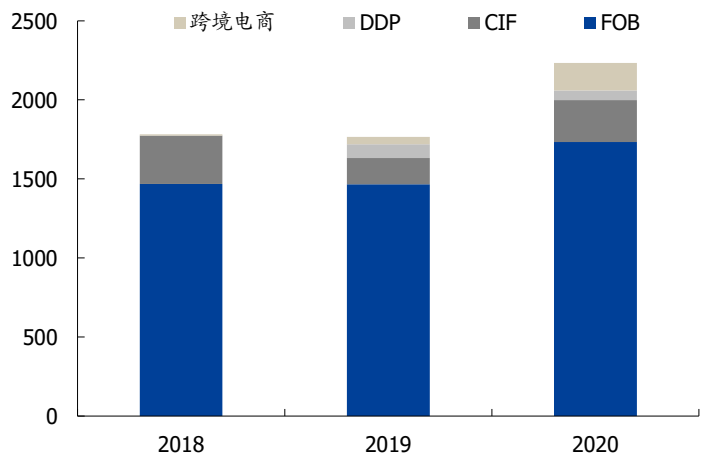
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: FOB 和 CIF 合计占外销比例对比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 19: 外销中各模式金额变化 (百万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

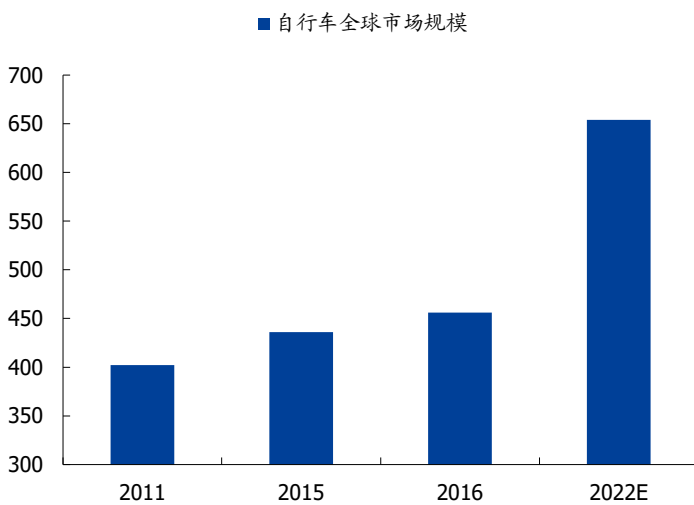
2. 自行车产业枯木逢春

2.1 消费场景扩宽叠加政策利好，自行车市场规模有望稳增

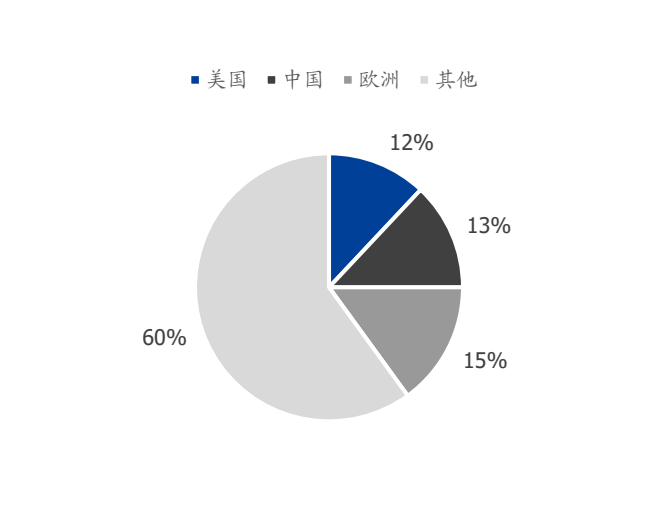
2.1.1 需求增长，中国制造有望持续抢占市场份额

需求端：需求增长强劲，未来全球规模有望持续增长。根据 Statista 数据，2011-2022 年自行车全球规模将从 402 亿美元增长至 654 亿美元，其中 2011-2016 年 CAGR 为 2.5%，2015-2022 年 CAGR 将为 6.2%，之前增速疲软主要系中国、美国、欧洲三大自行车主要消费市场已步入存量市场。2020 年由于大环境影响，自行车在公共交通受阻下可实现短距离通勤，并且可以作为休闲和健身工具，因此在全球主要地区销量均有明显增幅（美国、欧洲 2020 年销量分别增长 65%/11%）。

图表 20: 全球自行车市场规模 (单位: 亿元)



图表 21: 全球自行车销量市场份额占比



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

使用场景扩宽、环保等多因素驱动，自行车需求有望持续增长。我们认为未来自行车需求保持旺盛主要有两大原因：1) 使用场景扩宽：自行车使用场景过去三年逐步扩宽至休闲和运动等场景，未来使用习惯有望延续。2) 环保压力催生政策利好：欧美各国近年来相继已将 2050 年实现碳中和目标纳入议程或立法，自行车碳排放比汽车低 93%，符合节能减排趋势，因此各国政府不断改善自行车基础道路建设，并且通过实际补贴或减税等活动鼓励国民骑车通勤。

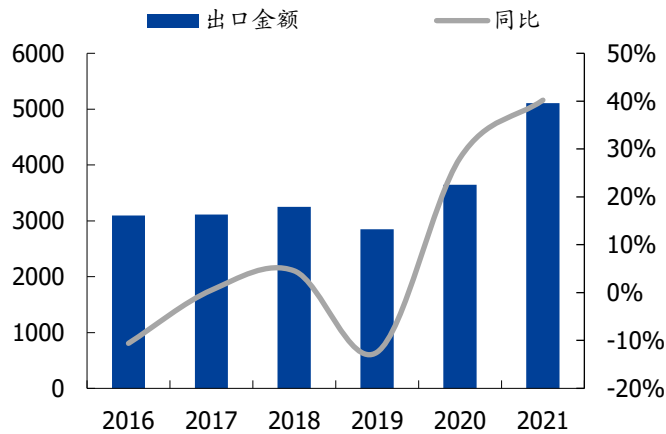
图表 22: 各国鼓励骑自行车措施

国家	政策
法国	每骑 1 公里奖励 0.25 欧元
比利时	每骑 1 公里减免 0.15 欧元税收
韩国	推出过“2010 年自行车促进计划”，骑车上班 15 天可获得 3 万韩元奖励
荷兰	推出“流动管理任务令”，督促雇主以各种方式鼓励骑车通行（交通补贴等）
日本	对骑车上班员工，每月发放 2000-9100 日元交通补贴
美国	奖励骑行停车费用 30% 的自行车福利--目前相当于约每年 1000 美元
英国	推行《全民骑车计划与主动交通战略》，以长期租赁方式将自行车租借给员工
丹麦	建设自行车高速公路
中国	实施自行车出行扶持策略，大力推行共享单车

资料来源: 户外探子, 贸通资讯, 国盛证券研究所

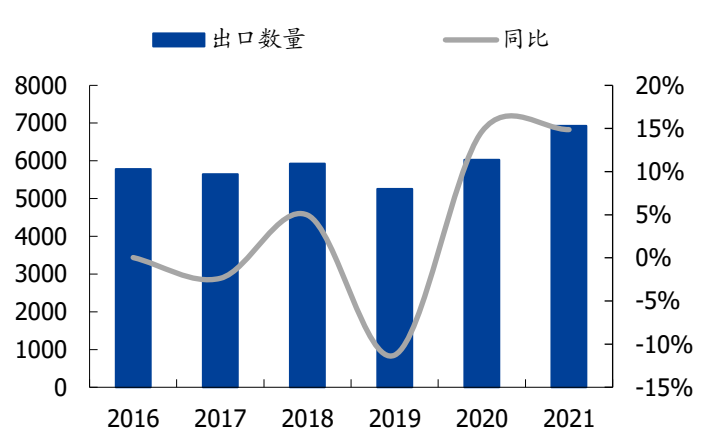
供给端：中国制造优势明确，有望持续抢占市场份额。我国自行车产业集中，拥有从原料加工到零部件生产，再到整车量产的完整产业链。产量/出口量常年为全球总量60%/50%左右。早年自行车产业发达的美国、日本在实现工业结构调整之后，已无产业基础，中东、东盟自行车基础薄弱，因此我国自行车产业优势显著。即使2021年国外产能相对恢复，我国全年自行车出口金额仍延续高增(+40.2%)。我们认为未来中国车企凭借完善供应链以及低成本等优势，将持续扩大全球市场份额。

图表 23: 自行车出口金额 (单位: 百万美元)



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 24: 自行车出口数量 (单位: 万辆)

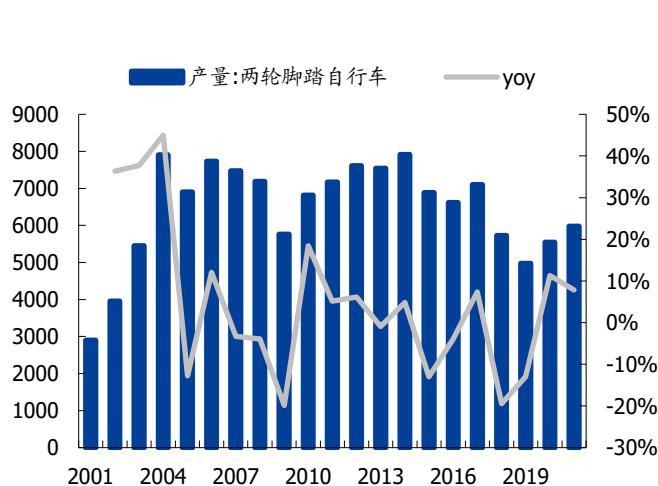


资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

2.1.2 全球中高端化趋势显著，购物需求向品牌商集中

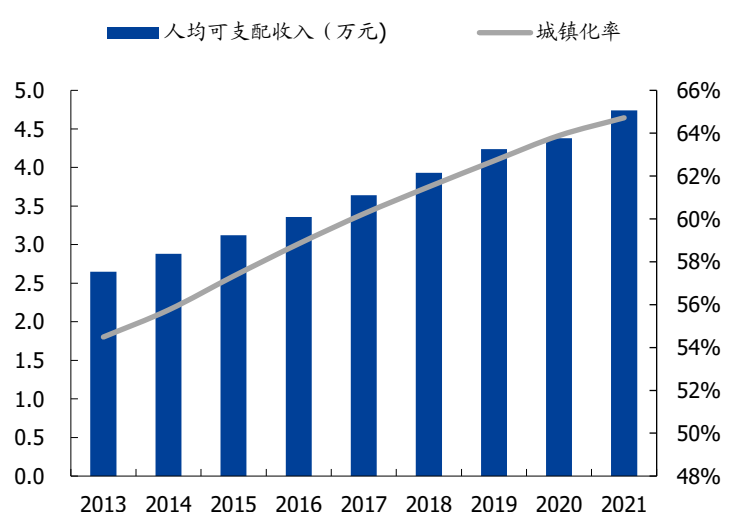
中国：自行车中高端产品占比持续提升。2014年我国自行车产量达到顶峰7910万辆后持续下跌，保有量常年维持在4亿量左右。但随着中国城镇化率以及人均可支配收入提升，以健身&娱乐为首的中高端车型占比出现提升。2019年我国自行车产量下滑13%，但根据自行车协会，高端运动型自行车销量增长20%、千元以上自行车产量增长5.9%，占总产量比重已达13.7%(+2.2pct)，自行车中高端化趋势明显。

图表 25: 中国自行车产量 (单位: 万辆)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 城镇化率及人均可支配收入变化 (单位: 万元)

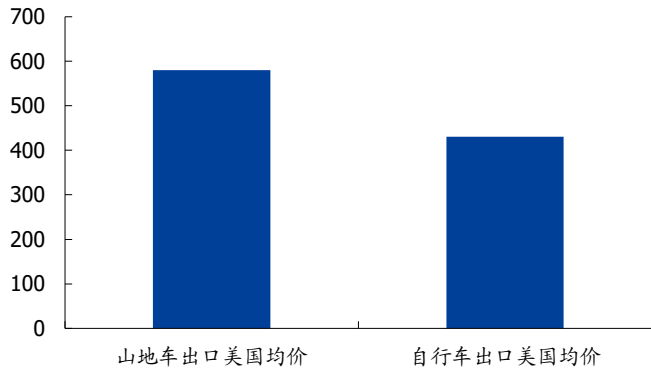


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

美国：自行车大国，消费集中于品牌专卖店。美国为自行车消费大国，销量每年稳定在1500万辆-2000万辆之间，市场规模高达90亿美元左右。受大环境影响，2019-2021年从我国进口量从1204.5万辆提升至1792.2万辆(CAGR为22.0%)。根据美国运输交通局数据，超过60%的美国骑车族使用自行车目的为休闲与健身，超过70%的

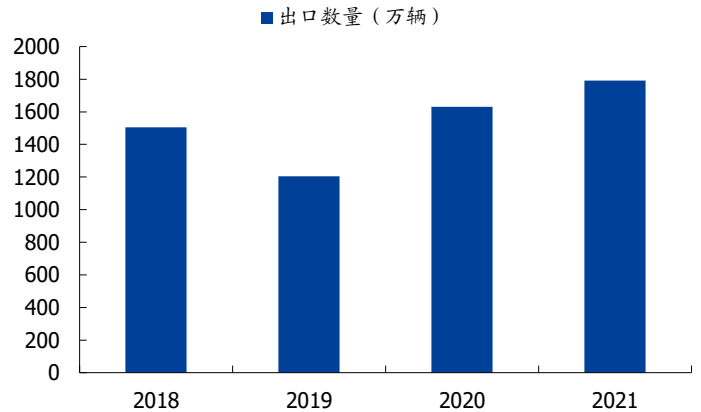
销售车型为山地车和公路车等高端车型，两者平均价格分别为 488 美元/970 美元，远高于整体均价。主要销售渠道为自行车专卖店（根据美国自行车经销商协会数据，2015 年自行车专卖店市场份额已达 49%），以销售中高端自行车为主，其主流客户为中高收入人群，并提供一系列售后服务，如零部件更换、修理和整车调试、保养等。

图表 27: 山地车出口均价和自行车出口均价对比 (单位: 元)



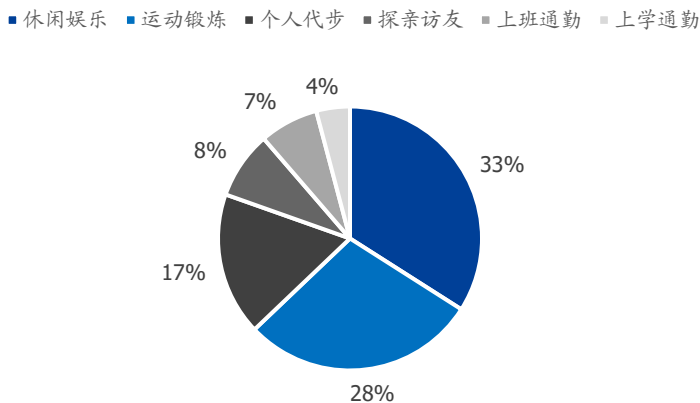
资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

图表 28: 中国出口美国自行车数量纵比 (单位: 万辆)



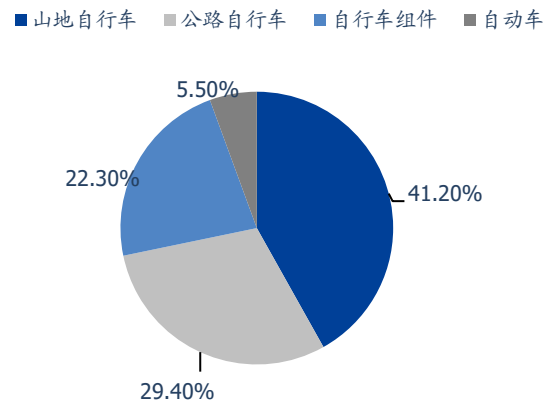
资料来源: 公司年报, 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 29: 美国自行车需求占比



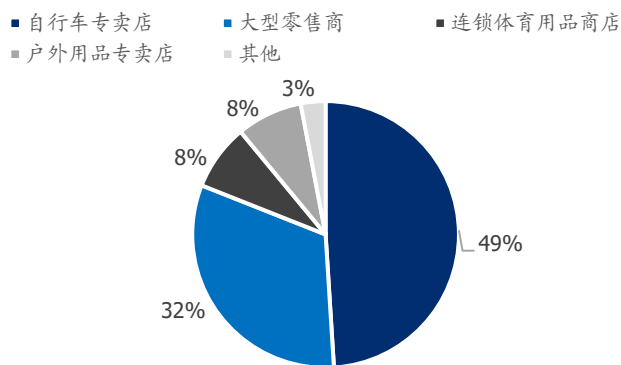
资料来源: 商务部自行车出口指南, 国盛证券研究所

图表 30: 各类车型需求占比



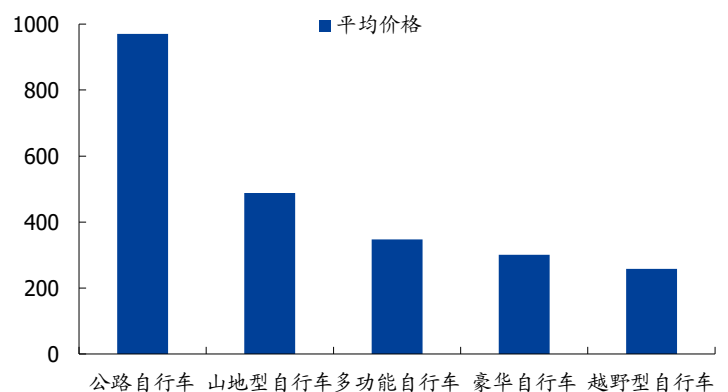
资料来源: 立鼎产业研究院, 国盛证券研究所

图表 31: 美国自行车销售渠道占比



资料来源: 美国自行车经销商协会, 国盛证券研究所

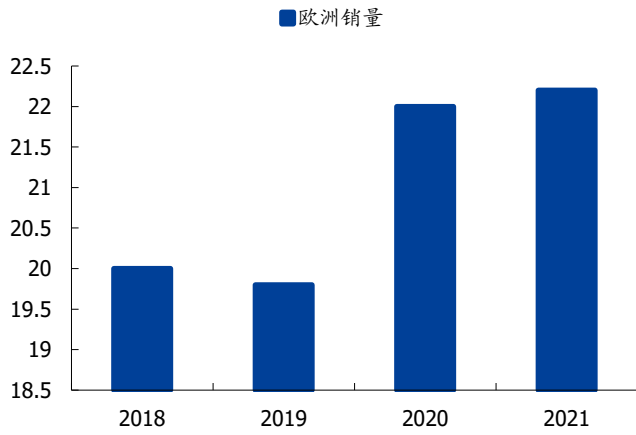
图表 32: 美国各类自行车均价 (单位: 美元)



资料来源: 商务部《自行车出口商品指南》, 国盛证券研究所

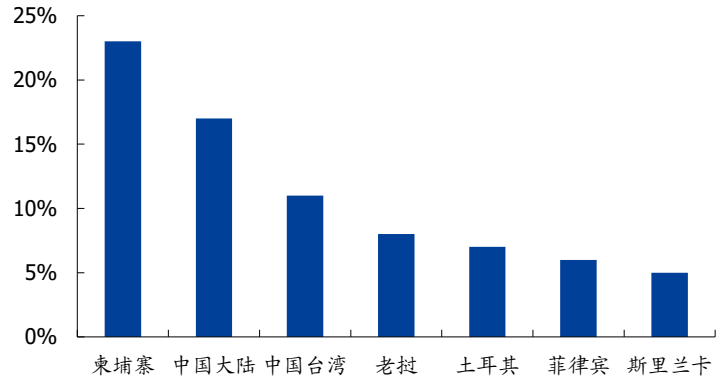
欧洲：自行车产业发展稳定，长期对我国实行反倾销政策。欧洲自行车产业在绿色经济、公共交通建设中担任重要地位。销量常年稳定在 2000 万辆左右，平均售价为 500 美元，其中 2020 年销量为 2200 万辆，市场规模达 110 亿美元。欧盟出于贸易保护主义，自 1993 年 9 月起便对产自中国的自行车整车产品征收 30.6% 的反倾销税，并于 2005 年将反倾销税率提高至 48.5%，且额外对中国助力电动自行车征收最高 79.3% 的反倾销税。因此从中国大陆进口的自行车仅占据欧盟进口总量的 17%。

图表 33: 欧洲自行车销量纵比 (单位: 百万辆)



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

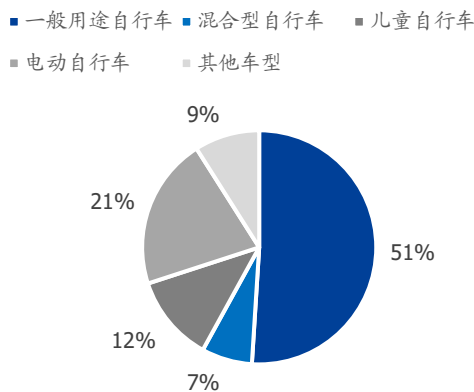
图表 34: 2020 年欧洲自行车进口国占比



资料来源: EUROSTAT, 国盛证券研究所

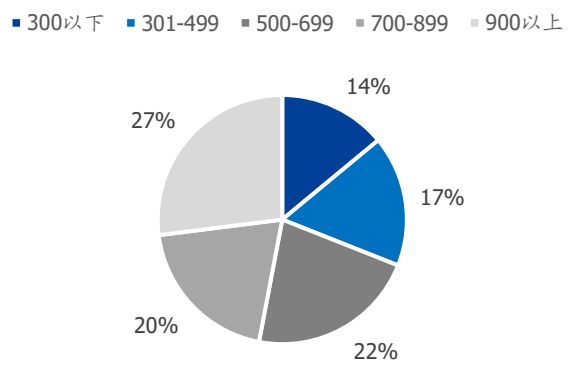
通勤需求占据主导地位，消费者对耐用性和安全性关注较高。根据商务部《自行车出口商品指南》，在欧洲拥有市内短距离通勤功能的城市自行车、电动自行车以及旅游型自行车最受欢迎，以自行车文化最浓厚的荷兰举例，一般用途自行车（城市自行车）销售占比常年高达 50% 以上，并且消费者对耐用性和安全性关注较高，因此更愿意承受一定溢价，在拥有品牌背书的专门店消费意愿较强，专卖店销售额在所有渠道中占比通常超 70%，价格带在 900 欧元以上的高端自行车占比高达 27%。

图表 35: 荷兰不同种类自行车消费占比



资料来源: 商务部《自行车出口商品指南》，国盛证券研究所

图表 36: 荷兰自行车不同价格带占比 (单位: 欧元)



资料来源: 商务部《自行车出口商品指南》，国盛证券研究所

产品升级背后，品牌力为企业核心竞争力。纵观欧洲、美国等市场的成熟经验，当自行车使用场景扩宽至健身、娱乐、通勤等生活各层面，消费者对安全性及耐用性关注度随即增加，更愿意选择有知名品牌作为背书的产品，也更愿意承受一定品牌溢价，行业也可随之顺利完成产品升级。因此欧美各国均有一批根植于本土，信誉度对当地消费者较高的品牌，如美国的 Trek、Cannondale 和荷兰的 BatabusS、Sparta。此类品牌在当地占有较高的市场份额，构成了一定的行业壁垒，外来品牌通常较难进入。

图表 37: 海外主要自行车品牌



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.2 助力电动自行车蓬勃发展, 渗透率不断提高

2.2.1 优势明确, 欧洲、日本、美国为全球主要市场

助力电动自行车长坡厚雪, 相较传统自行车与电动车优势明确。助力电动自行车又称“电踏车”, 外形类似自行车, 以小容量安全电池作为辅助动力, 用脚踏传感的方式驱动电机产生助力来辅助骑行。

➤ 相较传统自行车:

- 1) 可无视地形阻碍。在多山多坡地区, 电踏车可实现人力骑行和电机助动一体化, 极大节省体力、减轻地形阻碍。
- 2) 可减少距离压力。电踏车骑行运动量较小, 长距离通勤不会消耗上班族过多体能, 因此距离困扰较小。
- 3) 可减少通勤时间。传统自行车平均时速为 11 公里/小时, 但电踏车在安全前提下, 平均时速可达 20 公里/时, 城市内速度与汽车相当, 可大量缩短通行时间。

➤ 相较电动自行车:

- 1) 可显著改善身体状况。电踏车虽然有电机辅助, 但运动量仍然达到改善健康状况所必需水平。
- 2) 可保障出行安全。电踏车以力矩传感器采集骑行者的踩踏力度, 当踩踏停止时电机可迅速停止供能; 电动车通过转把调节动力大小, 对危险预判时间较短, 风险系数更高。
- 3) 可降低排放污染。行驶相同距离的情况下, 电动车的能耗是电踏车的 8 倍, 因此电踏车二氧化碳排放量(以电力消耗换算)远小于电动车。

图表 38: 电踏车和传统电动车主要差别

	传统电动车	电踏车
驱动方式	通过手把转动来驱动电机	通过力矩传感器或速度传感器控制电流输出的大小, 用脚踏传感的方式驱动电机产生助力来辅助骑行, 以人力踩踏为主, 电池助力为辅
骑行姿态	骑行姿态更类似于摩托车, 车辆的操控难度较大	骑行姿态基本接近于自行车, 骑行者对其具有更强的操控把握
制动方式	制动时需要松开转把, 并捏紧手刹, 遇紧急情况时容易导致误操作, 不能及时制动	只要停止踩踏, 传感器会马上断开电力, 可以有效避免人为误操作
能耗差异	能耗较大	动力来源主要依靠踩踏, 电力作为辅助能源消耗只有电动车的八分之一

资料来源: 九三学社中央参政议政部, 国盛证券研究所

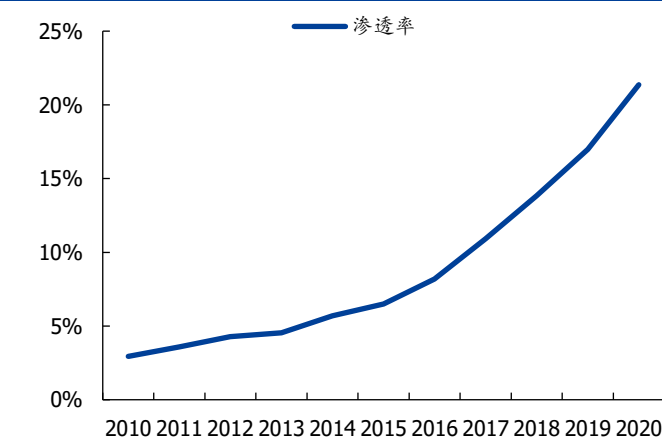
欧洲: 全球第一大消费市场, 本土企业占据主导地位。目前欧洲已成为全球电踏车第一大市场, 2010-2020 年销量从 59 万辆增长至 454 万辆, CAGR 高达 22.7%, 渗透率从 2.9% 提升至 20.6%, 其中 2020 年销量同比增长超 38.4%。常年高增主要系骑行文化浓厚, 在荷兰、德国等地区骑行代表健康的生活方式, 加之地形崎岖及老龄化严重, 电踏车完美解决体力不支等难题。目前荷兰公司 Accell group 与 Pon Holdings BV 集团在欧洲长期居于领头地位, 2020 年按销量计算两者合计在欧洲市占率为 20%。

图表 39: 欧洲电塔车销量及增速 (单位: 万辆)



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

图表 40: 电踏车欧洲渗透率

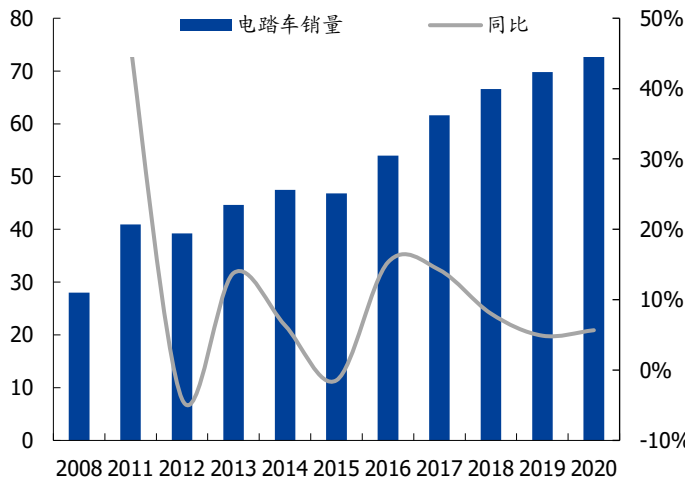


资料来源: Statista, 国盛证券研究所

日本: 渗透率全球第一, 产销缺口释放发展机遇。2008-2020 年日本电踏车销量从 28.03 万辆增长至 73.77 万辆, CAGR 为 8.4%, 2020 年市场规模达到 5.44 亿美元, 渗透率为 45.3%。日本渗透率较高原因与欧洲类似, 主要由于高老龄化并且山地崎岖。此

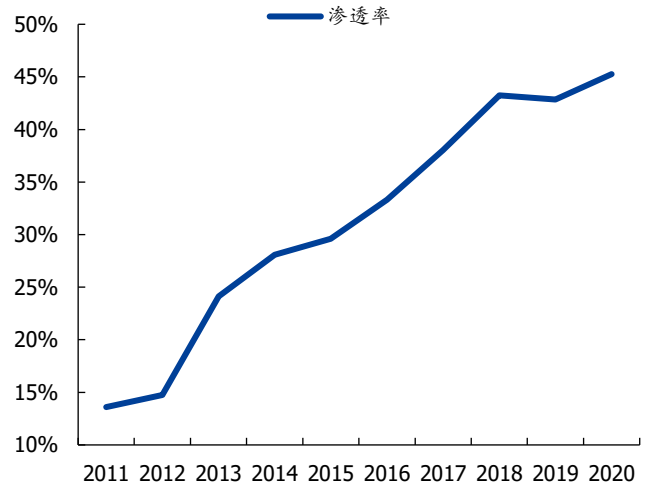
外，日本政府要求75岁以上老人在更新驾照时需要做认知障碍测试，并允许16岁以上人群可以骑行携带不超过两名儿童，极大促进了电踏车需求增长。目前日本电踏车主要由松下、雅马哈、禧玛诺三家供应，但2017年后出现产销缺口，因此政府对电踏车进口态度温和，只征收5%消费税。进口空间逐步释放，预计将为国内企业提供更多发展机遇。

图表 41: 日本电塔车销量及增速 (单位: 万辆)



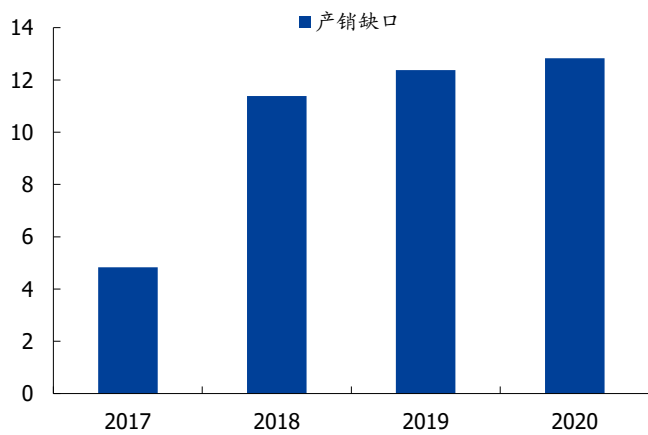
资料来源: Statista, 国盛证券研究所 (2011 增速为同比 2008 年数据)

图表 42: 电踏车日本渗透率



资料来源: 日本自行车协会, 国盛证券研究所

图表 43: 日本电踏车产销缺口 (单位: 万辆)



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

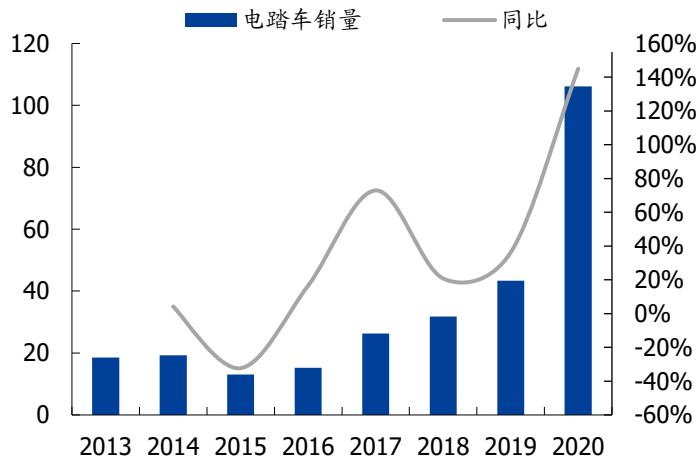
图表 44: 松下推出一带二电踏车图例



资料来源: KYODO News, 国盛证券研究所

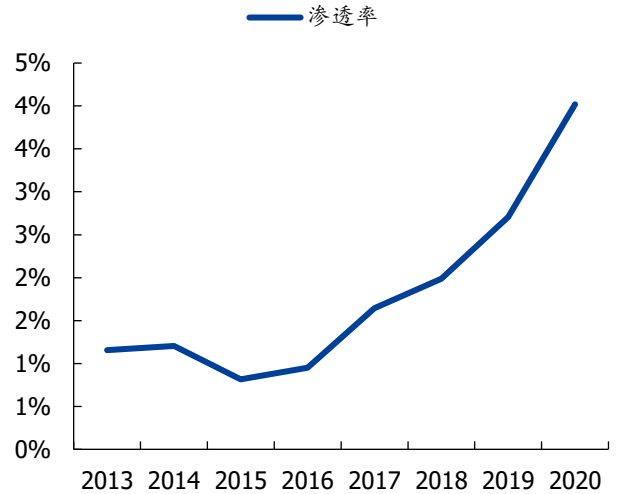
美国: 电踏车新兴市场, 共享概念扩容促销量高增。2013-2020 年美国电踏车销量从 18.5 万辆增至 106 万辆, CAGR 为 28.4%, 其中 2020 年同比增长 145%, 渗透率为 4.0%。美国出行工具通常为汽车, 电踏车多用于公租租赁, 2020 年共享单车中电踏车比列已从 2019 年的 28% 升至 44%, 并且两大网约车公司 Uber (2 亿美元收购共享单车公司 JUMP) 和 Lyft (2.5 亿收购共享单车公司 Motivate) 通过收购纷纷入局。

图表 45: 美国电踏板销量 (单位: 万辆)



资料来源: Juiced Bikes, World Economic Forum, QYR Research, 国盛证券研究所

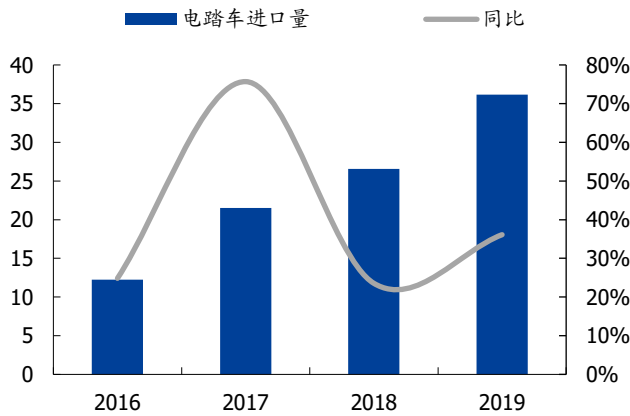
图表 46: 美国电踏板渗透率



资料来源: Juiced Bikes, World Economic Forum, QYR Research, 国盛证券研究所(测算数据, 存在误差风险)

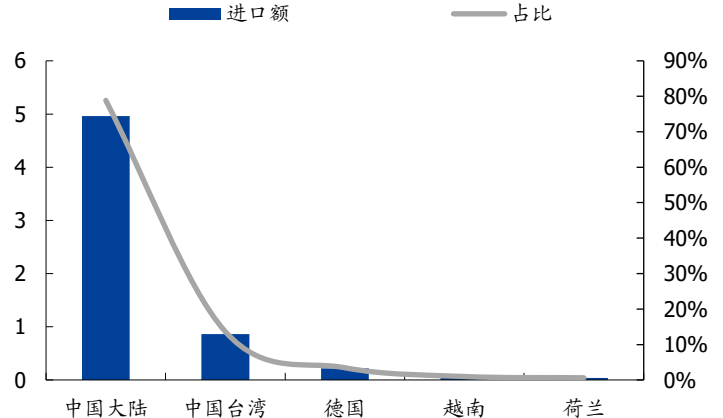
品牌商集中度较高, 对中国制造依赖性强。美国目前有 120-150 个活跃品牌在推广和销售电踏板, 行业 CR10 为 44.7%, 竞争较为激烈。主要玩家包括大型自行车品牌 Trek、Specialized、Raleigh 和电踏板品牌 Pedego、Red Power 等。美国本土暂无成熟电踏板制造产业, 因此品牌商习惯进口海外零部件继而在当地安装出货, 并且大部分品牌制造商均来自中国。根据 QYR Research 数据, 2016-2019 年, 美国电踏板进口量从 12.24 万辆增至 36.16 万辆, CAGR 高达 43.5%。其中 2018 年美国从中国进口电踏板规模达 5.82 亿美元, 占总电踏板进口规模 90% 以上。

图表 47: 美国历年电踏板进口量 (单位: 万辆)



资料来源: QYR Research, 国盛证券研究所

图表 48: 2018 年美国分进口国电踏板规模及占比 (单位: 亿美元)



资料来源: QYR Research, 国盛证券研究所

图表 49: 美国主要电踏车品牌

品牌名称	品牌简介	市占率 (销量口径)	图例
Trek	1975 年在美国威斯康辛州 Waterloo 成立，陆续收购了瑞士知名自行车品牌 Villiger、德国历史最悠久的自行车企业 Diamant、城市车品牌 Electra 和零部件生产商 Bontrager。	8.08%	
Pedego	2008 年成立于美国加州，是美国第一大电动自行车品牌，起售价为 2,300 美元左右，目前在全世界约有近百家 Pedego 经销商网络。	7.23%	
Giant	是世界上最大的自行车生产商，1972 年开始生产包括碳纤维自行车在内的产品，为包括 Trek、Specialized、Schwinn、Bianchi 在内的多个著名品牌代工自行车。	8.93%	
Merida	全球知名自行车制造商，于中国大陆、日本、欧洲等多个国家和地区设有子公司及工厂。2018 台湾品牌价值 3.28 亿美元。	7.10%	
Specialized	成立于 1974 年加州，产品主要由 Merida 代工。现也积极开拓电动自行车市场领域。	3.26%	
Accell Group	AccellGroup 为荷兰公司，成立于 1904 年，为欧洲电动自行车市场的领导者。旗下的 Haibike 被 E-Mountain-bike 杂志评选为最佳品牌。知名品牌除了 Haibike，尚有 Winora、Ghost。	1.59%	
Raleigh Ebike	是英国诺丁汉郡伊士活的一家自行车制造商，始建于 1885 年，是世界上最老的自行车品牌之一。	1.83%	
Prodecotech	2007 年成立于佛罗里达州。直接于美国组装成车，并提供全美服务网络、24 小时库存零件更换政策及两年组件维修（包括电池和电机）。	1.60%	
Easymotion (BH)	BH Bikes 总部位于西班牙，创建于 1909 年，最初是一家军火制造商，在第一次世界大战后转型生产自行车，2008 年推出了首款电动自行车。现在该公司有 60 多款产品，售价从大约 1300 美元到 5200 美元不等。	0.89%	

资料来源: QYR Research, 国盛证券研究所

中国：电踏车价格高昂，有望通过共享概念破局。电踏车在中国发展较为滞后，其渗透率不足 1%，主要系价格和传统电动车相比过高。根据目前淘宝数据，电踏车价格最低在 3000 元左右，大部分产品价格都在 5000 元以上，传统电动车由于发展历程较长，参与者众多，平均价格仅在 500-2500 元之间。展望未来，国内单车巨头哈啰，摩拜（美团）纷纷入局共享电踏车市场。目前哈啰电踏车已在全国 400 个城市布局，累计骑行超 56 亿公里。对标美国共享电踏车在共享单车中占比短时间内超 44%，我们认为，随着宣传普及力度加大及相关行业标准逐步完善，国内电踏车或可通过共享出行模式迎来稳定增长。

图表 50: “助力电动自行车”和“电动车”在淘宝价格对比



资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

2.2.2 助力电动自行车方兴未艾, 未来有望维系高增

欧洲渗透率提升核心驱动: 政府补助叠加政策支持。 欧盟鼓励民众使用自行车出行的良好态势仍在持续, 欧洲各国计划新建自行车道总长 2328 公里, 目前已建成或在建车道长度总计 1095 公里。电踏车在拥有较快速度的同时, 在欧洲各国无需机动车类别认证, 因此无需购买保险和安全设备就可以在自行车车道中安全行驶。此外, 欧洲各国政府积极出台相关政策刺激电踏车消费, 其中意大利所有人口大于 5 万的城市, 市民购买电动自行车可享受车价 70% 的补贴, 政策出台后意大利消费者对电动自行车购买意愿提升了整整 9 倍。

渗透率预测: 根据欧洲三大自行车协会 (CIE/CONEBI/ECF) 联合预测, 最快 2024 年欧洲电踏车销量将达 1000 万辆, 2030 年将达到 1700 万辆, 同时自行车销量将为 3000 万辆。假设 2021-2025 年欧洲自行车销量年均增长 50 万辆, 电踏车渗透率从 25% 提升至 43%, 2025 年欧洲电踏车销量有望提升至 1118 万辆, CAGR 高达 18.1%。

图表 51: 欧洲各国鼓励自电踏车措施

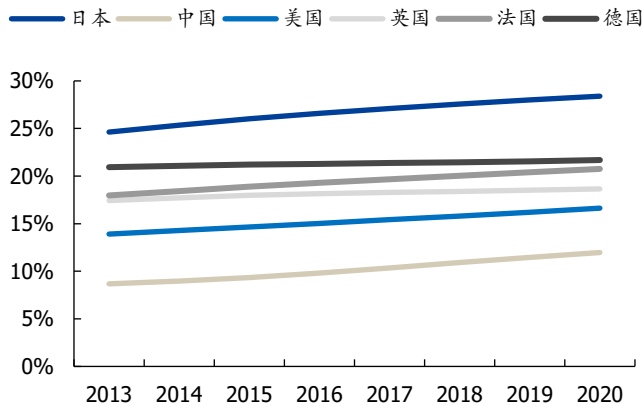
国家	政策
法国	全年龄段开放, 不需办理牌照, 骑行者不需戴头盔。法国萨瓦省省会城市尚贝里启动了对每一户购买电动自行车的居民发放 500 欧元补贴。整个法国电动自行车的平均补贴额为 400 欧元。
瑞士	电机功率不受限制, 14 周岁以上即可驾车, 不需办理牌照, 驾照不征税, 且骑行者不需戴头盔。
德国	慕尼黑等城市, 任意公司、慈善机构或自由职业者都可以获得政府补贴用以购买电动自行车。其中, 电动自行车最高可获补贴 1000 欧元; 电动自行车最高可获补贴 500 欧元。
意大利	所有人口大于 5 万的城市, 市民只要购买电动自行车或是电动滑板车, 就可享受最高达车辆售价 70% 的补贴 (限额 500 欧元)。
荷兰	直接给每款电动自行车发放相当于售价 30% 的补贴。
瑞典	政府提供购买补贴, 授予的补贴相当于购买价格的 25% (最高可达每辆电动自行车 1000 欧元)。

资料来源: 界面新闻, 中国日报, 招股说明书, 国盛证券研究所

日本渗透率提升核心驱动: 人口结构重度老龄化。 日本是世界上老龄化程度最严重的国家, 65 岁以上老人占比已接近 30%。根据其最新《改正高年龄者雇佣安全法》, 日本最高退休年龄已提至 70 岁。因此未来将有更多老年人加入劳动市场且需要日常通勤, 预计对电踏车将有巨大需求。日本各地政府已在出台政策鼓励居民使用电踏车, 其中熊本市政府规定两人以上购买电踏车可享受消费补助 (3 万日元上限)。

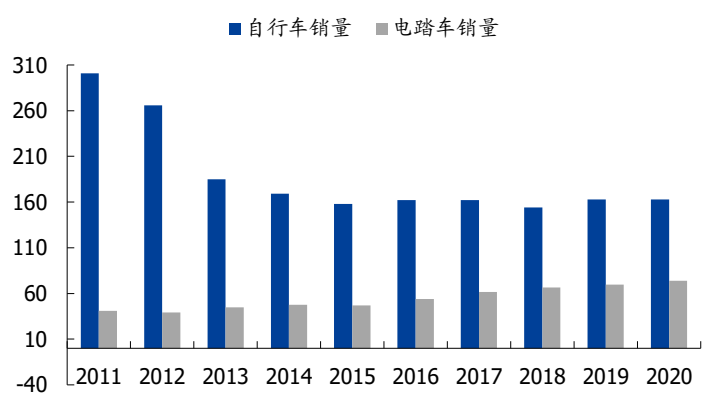
渗透率预测：结合日本自行车自身销量增速近年趋于平稳，以及日本老龄化愈发严重和政府补贴力度加大，日本电踏车渗透率有望持续提升。假设日本未来自行车总销量维持现有水平，2021-2025年电踏车渗透率逐步提升，从49%增至59%，2025年电踏车销量预计为96.17万辆，CAGR为4.8%。

图表 52: 各国 65 岁人群占比



资料来源：世界银行，国盛证券研究所

图表 53: 日本自行车和电踏车销量对比 (单位: 万辆)



资料来源：日本自行车协会，国盛证券研究所

图表 54: 日本各地鼓励电踏车骑行具体政策

国家	政策
熊谷市	二人以上购车者可享受费用补助，3 万日元上限。
足利市	65 岁以上老年人，如无私家车，可享受电踏车购买费用 1/4 补助，最高 1.5 万日元。
鹿儿岛	有汽车驾驶证且室内有住所的购车者（本地居民或外国人均可）可享受购买费用 1/3 补助，上限 3 万日元。

资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

美国渗透率提升核心驱动：政策支持以及使用场景扩宽。美国自行车产业供应商协会 BPSA 和自行车组织 People For Bike 在各州积极推动电踏车认证法规，现已有 25 洲采取此法规，并且在实施新规后，各州电踏车销量皆成长一倍。美国电踏车使用场景以及消费需求正不断发生改变，根据 QYR Research 数据，2014-2025 年美国购买电踏车用于通勤人群占比预计从 14.5% 升至 27.5%。除此之外，美国部分城市警察局也开始使用电踏车用于日常巡逻，并且根据国会最新预算协议，政府计划大力鼓励居民使用电踏车出行，将为电踏车购买者提供 30% 的税收抵免（上限 1500 美元）。

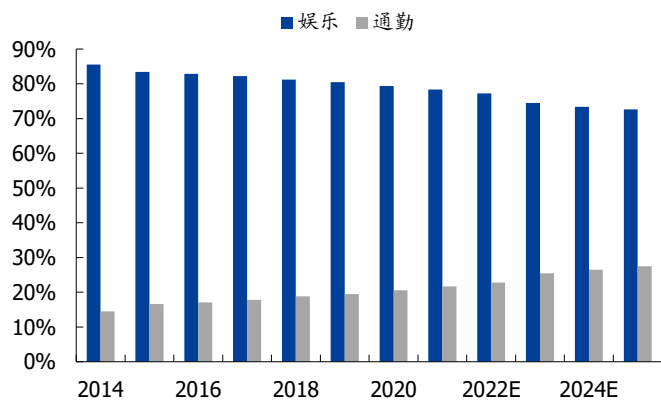
渗透率预测：随着电踏车在美国使用场景不断丰富以及相关政策出台，美国最大自行车品牌 Trek 的总裁表示电踏车在美国渗透率有望达到 30% 或更高。美国自行车销量常年稳定在 1500-2000 万辆，合理假设 2021-2025 年自行车销量平均稳定在 2000 万辆，且渗透率从 8.1% 提升至 30%，美国电踏车销量预计在 2025 年达 600 万辆，CAGR 高达 38.7%。

图表 55: 美国电踏车分级定义

国家	定义
第一层级	电机仅在使用者踩踏骑车板是供能，并且在时速 20mph 后自动停止供能。
第二层级	电机在使用者不踩踏骑车板时亦可，但在时速 20mph 后自动停止供能。
第三层级	电机仅在使用者踩踏骑车板是供能，并且在时速 28mph 后自动停止供能。

资料来源：美国州议会联合会，国盛证券研究所

图表 56: 美国电踏板娱乐使用与通勤使用占比



资料来源: QYR Research, 国盛证券研究所

图表 57: 警用电踏板



资料来源: Samson 官网, 国盛证券研究所

助力电动自行车（电踏板）方兴未艾，未来有望维系高增。全球范围内，我们认为未来助力电动自行车增量依旧来自于以欧洲、美国、日本为首的发达国家，预计三地 2021-2025 年电踏板销量合计将从 817 万辆增长至 1814 万辆，CAGR 为 22.1%。

图表 58: 全球电踏板市场规模测算

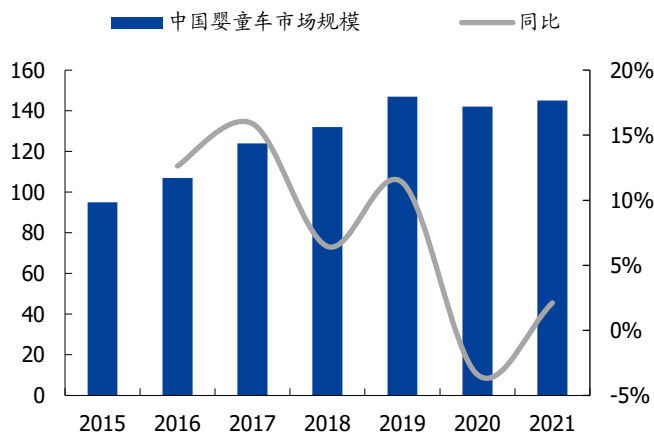
		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
欧洲	自行车销量 (万辆)	2200	2300	2350	2400	2500	2600
	电踏板渗透率	21.36%	25.00%	30.00%	35.00%	40.00%	43.00%
	电踏板销量 (万辆)	469.92	575	705	840	1000	1118
	日本	自行车销量 (万辆)	163	163	163	163	163
	电踏板渗透率	45.26%	49.00%	51.00%	53.00%	57.00%	59.00%
		电踏板销量 (万辆)	73.77	79.87	83.13	86.39	92.91
美国	自行车销量 (万辆)	2640	2000	2000	2000	2000	2000
	电踏板渗透率	4.02%	8.10%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%
	电踏板销量 (万辆)	106.11	162.00	300.00	400.00	500.00	600.00
全球主要市场	电踏板销量 (万辆)	649.80	816.87	1088.13	1326.39	1592.91	1814.17

资料来源: 欧洲三大自行车协会 (CIE/CONEBI/ECF), Statista, 国盛证券研究所

2.3 消费结构转变提振童车销售，国产公司出海建立品牌优势

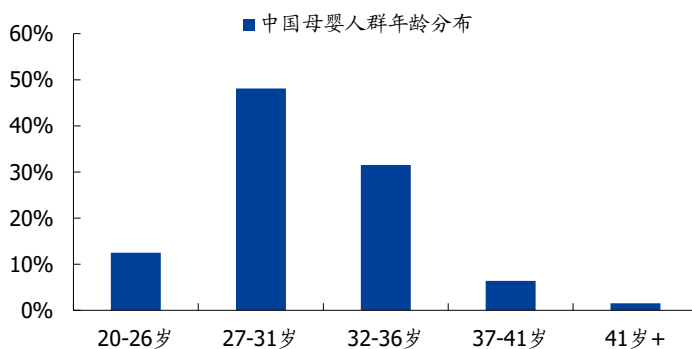
“85 后”父母成消费主流，观念改变助力童车规模增长。童车产品主要包括婴儿手推车、学步车、自行车、三轮车等品类。仅从出生后到学前，每个孩子就需要 3-4 辆童车，有较强消费属性，在婴童产品中市场份额高达 20%。2015-2021 年，我国童车市场规模从 95 亿元增长至 145 亿元，CAGR 达 7.3%。主要系人均可支配收入不断提高，以及现阶段 89% 以上父母均 85 后，为孩子成长付费的支付意愿更强，根据《2020 年玩具和婴童用品发展白皮书》，50% 的父母表示会加大婴童用品方面的支出。

图表 59: 中国童车市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

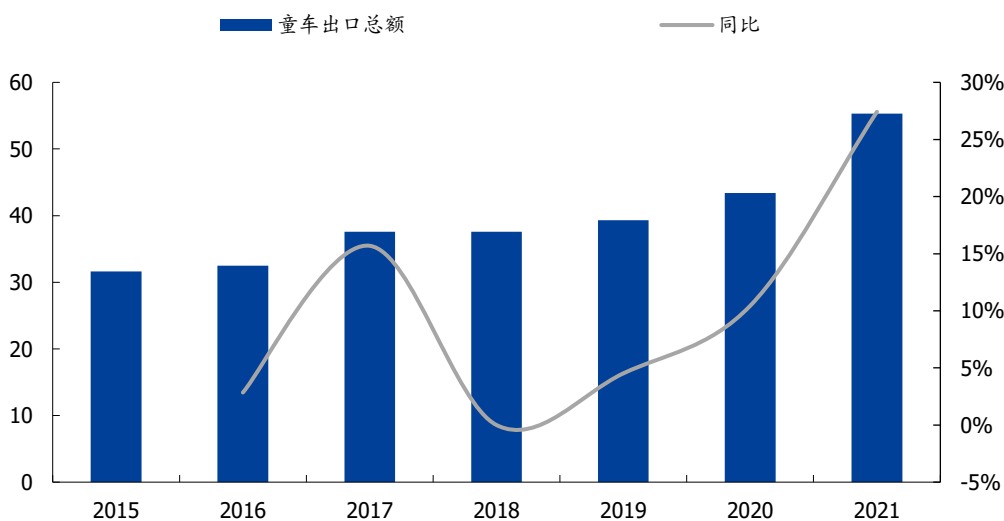
图表 60: 中国母婴人群年龄分布 (单位: 万人)



资料来源: 36kr, 国盛证券研究所

出口需求激增, 童车使用习惯有望延续。2015-2021 中国童车出口总额从 31.6 亿美元增长至 55.3 亿美元, CAGR 达 9.8%。2021 年同比增速高达 27.4%, 主要系海外大环境扰动下, 骑行成为家庭休闲娱乐首选。根据 NPD 数据, 2020 年 3 月美国儿童自行车销售增长 59%; 英国儿童自行车市场 2020 年同比增长 35%。我们认为童车出口需求将持续增长, 英国政府已宣布斥资 1800 万英镑在开展儿童、家庭自行车培训, 鼓励人们继续将自行车作为积极运动方式的首选。并且根据 People For Bikes 数据, 重拾骑车运动的人将会在之后继续保持骑车习惯, 其中受访者中 42% 为儿童。

图表 61: 童车出口纵比 (单位: 亿美元)



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

品牌优势为核心壁垒, 海外品牌在国内占据主导地位。童车直接使用者为儿童, 属于母婴品类, 因此安全为消费者购买前的主要考量。国际大品牌由于知名度高, 消费者对其产品安全方面信任度高, 在竞争中通常具有先发优势。根据盖得排行榜 2020 年数据, 从安全性、设计、性能和款式四个维度考量后, 中国地区前五童车品牌有四个来自国外, 国产品牌仅“优贝”摘得榜眼。

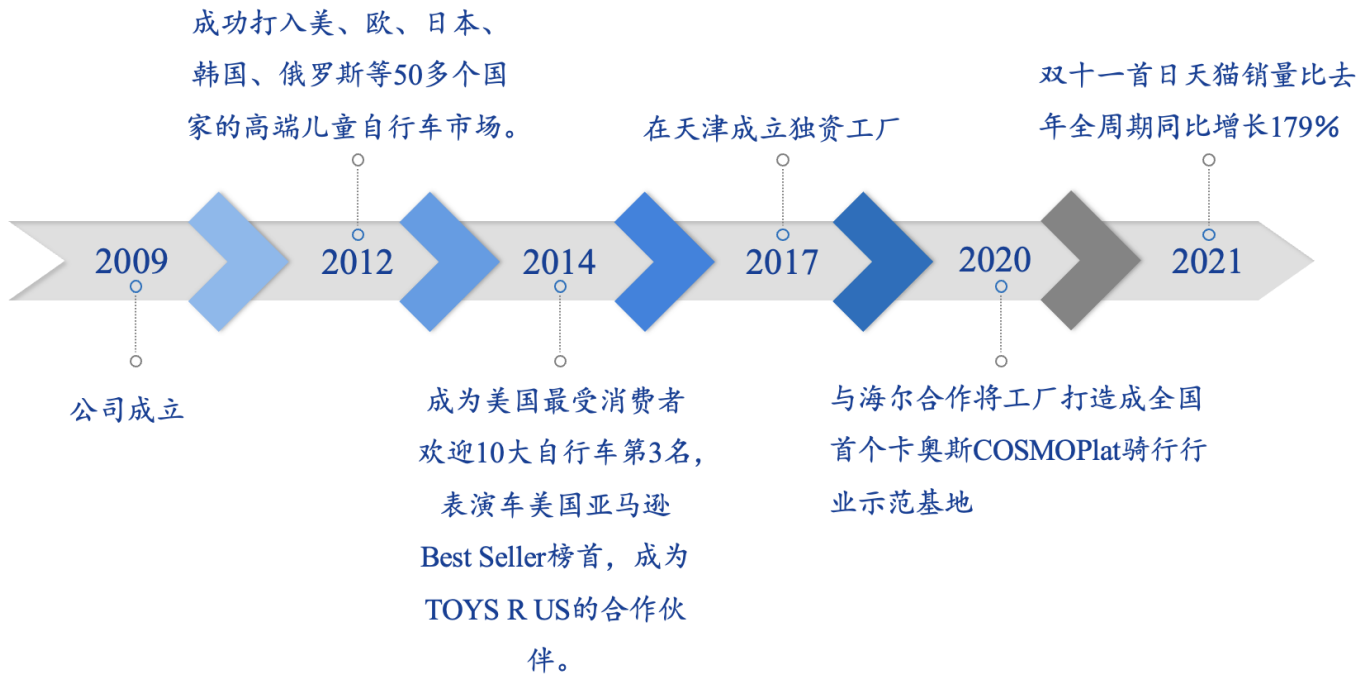
图表 62: 中国童车品牌排名

排名	名称	简介	图例
1	Puky (德国)	成立于 1949 年, 是专注于童车的德国品牌, 产品享誉欧洲, 获得过红点设计大奖、德国设计大奖、优秀玩具奖等众多专业奖项。通过中国 CCC、德国 GS、欧盟 CE 等多重安全认证。其产品出口到全球四十多个国家和地区, 2014 年 12 月 16 日, PUKY 品牌正式进入中国。	
2	Royalbaby 优贝 (中国)	优贝是一家 2009 年才成立的童车制造企业, 产品远销欧美日等 60 多个国家, 在 2017 年美亚销量前十的儿童自行车单品中, 有四款来自优贝, 其中名为“表演车”的型号摘得桂冠, 目前该型号在天猫上单品销量超 7 万, 是当之无愧的国际爆款。	
3	TREK (美国)	TREK 品牌创立于 1976 年, 是美国第一大自行车品牌, 世界自行车龙头企业, 在专业级公路车、山地车等领域皆有极高造诣。拥有全球最大的经销商网络, 其童车产品符合世界主要国家的安全标准, 更继承了其性能车的血统。	
4	Specialized (美国)	Specialized 在国内被称为闪电, 是美国顶级自行车品牌, 于 2007 年正式进入中国市场, 其儿童自行车以高性能著称。闪电的童车产品售价在 1100-3300 元之间, 比同级别的 Trek 童车贵 100-200 元, 大体都在一个级别。	
5	Decathlon (法国)	1976 年创立于法国, 是全球最大的体育用品零售商, 迪卡侬自 2003 年进入中国, 截至 2015 年底入驻 60 逾个城市, 开设 166 家线下门店。与此同时, 线上业务为超过 370 个城市的用户提供产品和服务。	
6	Segway- Ninebot (中 国)	Ninebot (九号机器人) 是 2012 年创立的平衡车品牌, 总部在北京, 2014 年成为小米生态链成员, 2015 年全资收购了美国平衡车创始品牌 Segway 赛格威, 并改名为 Segway-Ninebot, 在全球拥有亚太、欧洲、美洲三大业务区域, 产品遍布全球 100 多个国家和地区。	 Segway-Ninebot
7	Giant (中国)	创立于 1972 年台湾, 在大陆已发展有 12 家直营店和 28 家经销商, 700 余家专卖店, 合计 1500 余家经销网点, 年产销量超过 600 万台。	
8	Goodbaby (中国)	好孩子国际控股有限公司, 是全球领先的儿童用品公司及中国最大的母婴产品品牌商、分销和零售平台, 于 1989 年在昆山创立, 专业从事儿童及母婴产品的研发、制造及全渠道分销和零售。在 11 个国家建立了销售、市场营销和分销办事处。	
9	Phoenix (中国)	上海凤凰企业(集团)股份有限公司源于 1897 年, 并于 1993 年成功上市, 是中国历史最悠久的自行车品牌, 专业从事生产自行车、电动车、童车以及轮椅车等产品的大型产业化企业。	
10	FOREVER (中国)	上海永久股份有限公司创始于 1940 年, 曾以生产全国闻名的“永久牌”自行车而誉满全球。其前身上海自行车厂是中国最早的自行车生产厂家之一。	

资料来源: 盖得排行榜, 国盛证券研究所

国产品牌通过出海深造, 继而强势回归。优贝成立于 2009 年, 作为优秀国产出海品牌, 产品远销全球 70 余国, 较早切入跨境电商赛道, 2014 年至今稳居美国亚马逊童车品牌推荐榜榜首, 并且重视产品设计, 世界三大设计奖(德国红点奖、德国 IF 奖、中国红星奖)均已收入囊中。品牌知名度提升之后, 国内消费者对优贝认知度上升, 国内业绩迅速增长, 2021 年双十一在天猫平台销售首日比去年全周期同比增长 179%, 其高端超轻车型火星车日销环比增长 10 倍。我们认为, 久祺自主童车品牌 JoyStar 在 2017 年进军跨境电商后, 凭借技术积累以及设计领先, 迅速晋升亚马逊童车品类销量前列。品牌知名度提升之后, 亦可强势回归, 成长为今日优贝。

图表 63: 优贝成长历程



资料来源：公司官网，爱企查，中华网，方日排行，今日头条，搜狐新闻，国盛证券研究所

2.4 竞争格局层次分明，久祺有望步入第一梯队

国内竞争层级分明，集中度有望提升。我国自行车行业已从初期的高速发展进入整合阶段，龙头企业在产品品质、技术创新、渠道运营能力、供应链整合能力，以及政策应变能力等方面更具优势，有望淘汰或兼并中小企业加速行业集中度提升。目前国内主要分四个竞争层级：

- 1) 大型自行车企业：自主品牌拥有较高知名度，注重产品质量和技术创新，代表企业有捷安特和美利达。
- 2) ODM/OEM 型出口企业：研发能力较强，销售渠道广泛并且产业整合能力优秀，有强有力的供应链实力做支撑。代表企业有富士达、久祺股份和喜德盛。
- 3) 以内销为主的老牌自行车企：历史悠久，但因经营决策等原因，规模增长缓慢；主打中低端市场，盈利能力较差，代表企业有上海凤凰（凤凰牌自行车），中路股份（永久牌自行车）。
- 4) 行业众多中小型企业：主要生产低档次、低附加值产品，依靠价格竞争巩固周边市场。代表企业有天津聚友。

图表 64: 国内主要自行车企业



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

他山之石：第一梯队建品牌&扩品类，尽享高 ASP。2021 年捷安特与美利达收入规模高达 187.92/67.49 亿元，远高于久祺 37.10 亿元，主要系其 ASP 较高（分别为久祺 5.7 倍/8.9 倍）。我们认为，高 ASP 受益于 1) 品牌力强劲：两者旗下“捷安特”与“美利达”品牌价值分别为 6.7/4.5 亿美元。2) 电踏车占比较高，由于其增加电机、电池等高附加值产品因此售价较高，推动整体单价提升。目前美利达电踏车收入占比已高达 41%。

可以攻玉：引进电踏车，发力品牌&渠道扩展。公司汲取捷安特与美利达成功经验：1) 品牌方面，积极发力自主品牌建设，2021 年营销费用率为 4.16%（2022Q1-Q3 为 5.79%），有望中枢上行。2) 品类方面，公司横向扩展至电踏车。2017-2021 年电踏车 CAGR 高达 61.9%，且已于 2022 年计划新增电踏车产能，预计占比将逐步提升。未来通过 OBM 与电踏车业务占比提升，久祺 ASP 有望增加，推动整体规模成长，跨入第一梯队。此外，由于捷安特与美利达受制于复杂经销网络，主攻线下渠道，久祺成功在跨境电商中取得卡位优势。

图表 65: 不同企业核心竞争力比较

	捷安特	美利达	久祺股份	富士达	喜德盛	上海凤凰	中路股份
成立时间	1981	1972	2000	1992	1995	1897	1940
上市时间	1994	1992	2021	未上市	未上市	1993	1994
收入(亿元)	187.92	67.49	37.10	-	-	20.58	7.22
增速	16.90%	8.57%	62.31%	-	-	49.59%	-1.67%
毛利率	24.15%	13.91%	12.63%	-	-	16.10%	13.82%
产能(万辆)	620	194	120	2000	1000	-	-
销量(万辆)	493.6	113.59	554.56	-	-	800.57	412.78
单价(元)	3807.15	5941.56	669.00	-	-	257.07	160.86
电踏车销售额占比	-	41.22%	9.63%	-	-	-	-
外销占比	95.63%	99.19%	97.73%	-	-	-	1.45%
销售费用率	9.15%	3.69%	4.16%	-	-	2.39%	4.42%
管理费用率	3.08%	4.17%	0.80%	-	-	6.73%	7.79%
研发费用率	1.27%	-	0.49%	-	-	1.08%	4.89%

资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

3. 上下游后台整合为盾, 品牌渠道扩张为矛

公司以产品研发、客户渠道以及供应链为竞争优势, 开拓新品类、布局新渠道、建立自主品牌。我们认为, 凭借公司设计研发积累深厚以及覆盖全球的客户渠道, 公司可紧跟全球时代发展趋势, 不断推陈出新; 并通过积攒多年的供应链优势, 可持续在跨境电商领域输送高性价比产品, 稳固现有品牌优势。继而通过加大对线上渠道以及营销方面的投入, 不断扩大品牌知名度与影响力, 最终实现自主品牌成为公司核心竞争壁垒。

3.1 技术与研发积累深厚, 上游与下游渠道贯通

一、技术研发:

积累深厚研发经验, 满足全球各地产品需求。公司深耕自行车领域多年, 研发部门根据全球客户需求不断设计新产品, 目前已积累上万设计版型, 针对不同国家/地区的质量标准、消费者喜好可以迅速开发新产品并实现规模生产。公司累计获得 66 项专利, 其中运用于童车领域的六项创新型技术专利在业内具有领先优势, 极大保证儿童安全性和趣味性。除此之外, 公司设计开发的小趣一代儿童自行车和滑步车, 采用自润滑转动设计, 改变了传统童车传动及转动方式, 提高了童车使用寿命, 并且已采用全封闭系统设计童车, 使整车全包覆无尖锐突出物, 自行车变得更简洁美观的同时, 更保障了儿童的骑行安全。

图表 66: 无尖锐物设计图



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 67: 久祺六项创新型核心技术

核心技术名称	创新性及其具体表征	技术来源	应用情况
健身与骑行结合技术	采用新传动原理，踏板上下摆动驱动主动齿盘旋转实现自行车驱动，在踏板与大齿轮之间设置长度适中的传动连接件，提升使用舒适性，并在后轮两侧加装两个辅助轮，增强平衡性，提供防护。	自主研发	应用于平衡健身自行车产品
二级传动技术	结合自行车和滑板车款式设计，以站立踩踏踏板，通过二级传动传递驱动力，实现健身和骑行的功能；采用二级力学传动方式，加大了传动比，使该产品更具有健身效果。	自主研发	应用于二级传动健身自行车产品
漂移力学运用技术	采用新型的花鼓设计和轴承装置，传动更轻便、顺畅，方形的轴心直接装配曲柄，能升级碟刹功能。一体式后轮设计，提升车轮强度，配有轴承装置，使玩家骑行时快速稳定且舒适。	自主研发	应用于极限漂移车产品
无珠自润滑传动技术	无珠自润滑传动结构在行业内属于技术型功能突破，减少儿童骑行阻力。表面无尖锐突出物，最大程度的避免了儿童受到意外伤害。	自主研发	应用于小趣系列儿童自行车产品
快速转向技术	在童车鞍座上采用 360° 可旋转装置，在鞍座固定扣与鞍座架固定好后，拉下拉手螺母，在拉扣弹簧和拉扣的作用下拉扣上下伸缩活动，用外力推动鞍座支撑架即可 360° 旋转和方向固定功能。	自主研发	应用于儿童三轮车产品
避震脚刹连动技术	采用新型的带弹簧的减震装置，起到避震、减震的作用；刹车方式采用连动脚刹，可有效保护儿童的人身安全。	自主研发	应用于避震脚刹连动车产品

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

二、销售网络&客户资源：

销售网络紧密连接海外下游资源，客户粘性较强。公司坚持“走出去”发展战略，形成了一支可以快速洞察不同地区消费需求的销售团队，在此过程中凭借供应链稳定和强交付能力，培养了一批联系紧密、实力较强的客户群体。2018-2020 年 ODM 前五大客户占比始终稳定在 27%左右，均在 21 世纪初就通过展会形式与公司达成合作意向，周期跨越 20 年之久，客户粘性极强。并且主要大客户在当地均为龙头企业，本土市占率高达 30%-50%，为公司发展提供了有力的市场保证，降低了市场风险。

图表 68: 公司前五大客户情况 (单位: 万元)

客户名称	国家	合作历史	获取方式	类型	销售金额	占 ODM 比例	市占率	年数
LIDER-96 EOOD	保加利亚	2001	行业展会	助力电动自行车等	12,423.32	9.50%	30%	20
EXPRESS UNION	乌克兰	2000	行业展会	成人车、童车等	6,846.22	5.24%	34%	21
HA BICICLETAS SA	哥伦比亚	2001	行业展会	童车、成人车等	6,180.49	4.73%	53%	20
DISTRIBUIDORA DE BICICLETAS	墨西哥	2015	行业展会	成人车、童车等	6,086.34	4.66%	35%	6
P.T. INDONESIA TUNGGAL CITRA	印度尼西亚	2008	行业展会	童车等	4,973.30	3.80%	6%	13

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

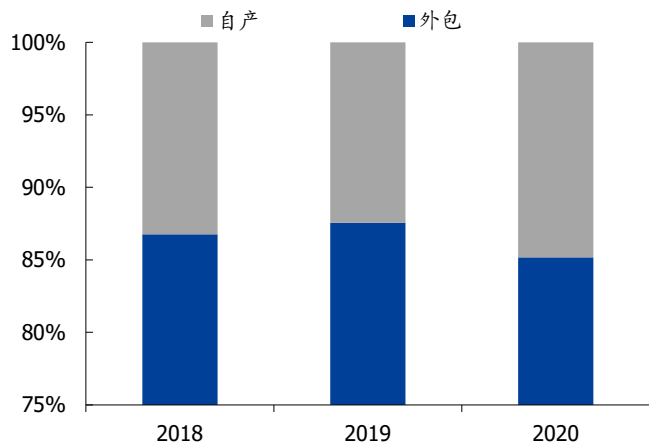
三、供应链整合：

轻资产运营，积攒稳定供应商资源。2018-2020 年公司外包销售占比均为 86%左右，自产销售占比仅为 14%左右。由于生产端主要以外包为主，自产为辅，公司多年来已积攒较强供应商资源。与全球 80 多个主要国家和地区的采购商建立了良好的合作关系，与 50 多家供应商拥有深度合作关系，大部分合作历史长达 5-10 年，可以根据产能、工艺、质量等方面的要求，建立合格供应商目录并定期进行考核。

掌控能力强，议价能力优。公司采购金额可以占到一些供应商收入 50%以上，因此对供应商的掌控较强，一方面可以进行集中式比价与批量式采购，有效控制采购成本，提

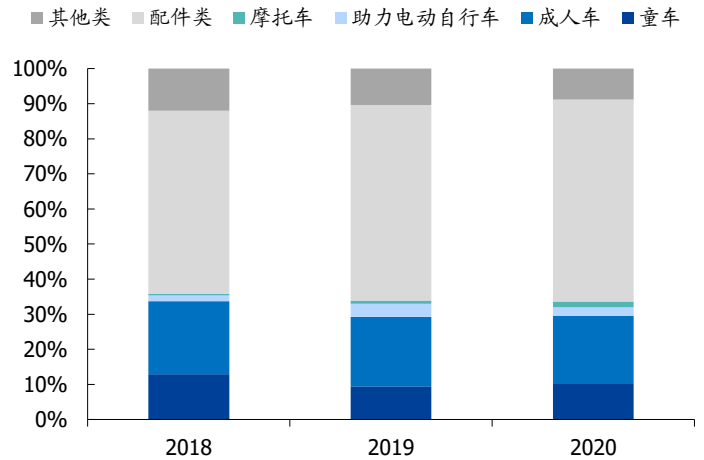
升产品的价格优势；另一方面能为客户提供定制化的选型、设计及试产试样等服务，根据客户特定要求快速响应，缩短交货周期，从而不断提高客户的满意程度，维持良好的客户关系，持续获取订单。

图表 69: 外包销售 VS 自产销售



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 70: 各项目占采购总额比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

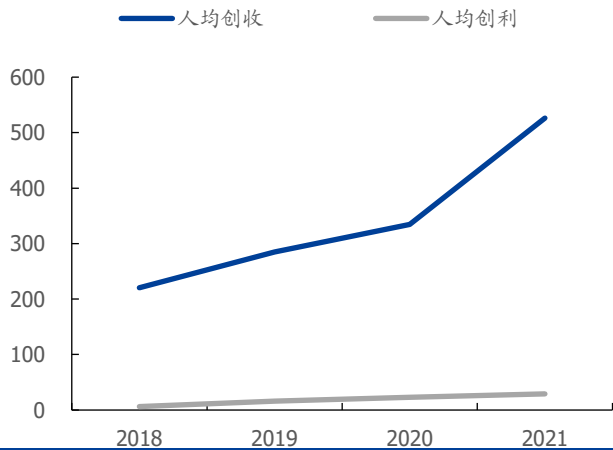
图表 71: 公司主要供应商合作历史

公司名称	采购金额占供应厂商的收入比例	合作历史
金轮体系内企业	2017 至 2019 各年约为 50%左右	十年以上
浙江永福车业有限公司	2017 至 2019 各年约为 80%左右	五年以上
宁波豪星车业有限公司		
慈溪市银驰车业有限公司	2017 至 2019 各年约为 60%至 70%	十年以上
宁波钟赢车业有限公司		
天津市聚友自行车有限公司	2017 至 2019 各年约为 30%左右	四至五年
汕头市澄海区艳阳春贸易有限公司	2019 年占比 14%左右	一至两年
山东常美机械制造有限公司	2017 至 2019 各年约为 30%至 40%	三至四年
山东鲁潍农业装备有限公司	2018 年为 29%左右, 2019 年为 10%左右	三至四年
浙江杭依自行车制造有限公司		
杭州袁氏实业有限公司	2017 至 2019 各年约为 30%至 40%	十年以上
杭州依洁实业有限公司		
天津福盛达运动器材有限公司	2019 年占比为 10%左右	一至两年
天津市捷创自行车有限公司	2017 至 2019 各年约为 15%至 30%	四至五年
江苏飞跃橡胶有限公司		十年以上
杭州巍越机械有限公司		五年以上
杭州公润机械有限公司		
德清县久龙包装有限公司		四至五年
天津市万达轮胎集团有限公司		十年以上
天津市顺宏达工贸发展有限公司		
宁波晟路车业有限公司		五年以上
杭州临安锐拓车业有限公司		五年以上
浙江恩泽车业有限公司		二至三年

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

创新 ODM 操作模式，率先引入智能制造：公司通过 3D 技术、虚拟设计等，将传统营销模式和互联网技术融合，在收到客户的产品需求后，系统直接同已设定好的设计资料库串联，高效实现零部件配置、产品设计，快速形成整车产品样式，可取代目前产品线下确认、调整设计的过程。此外，公司在生产端率先引入数十条自动化焊接机器人，提高生产效率，实现产品质量的稳定性和一致性，2018-2020 年在总收入增多的基础上，员工人数从 826 人减少至 683 人，人均创收、创利三年 CAGR 分别为 54.5%、115.8%。未来待至德清新工厂（技改后可实现 160 万台成人车、童车产能；40 万台电踏车产能）改造完成，生产自动化程度将会大幅提升，预计员工人数可减少 1/3。

图表 72: 人均创收/创利 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 73: 下单系统设计图

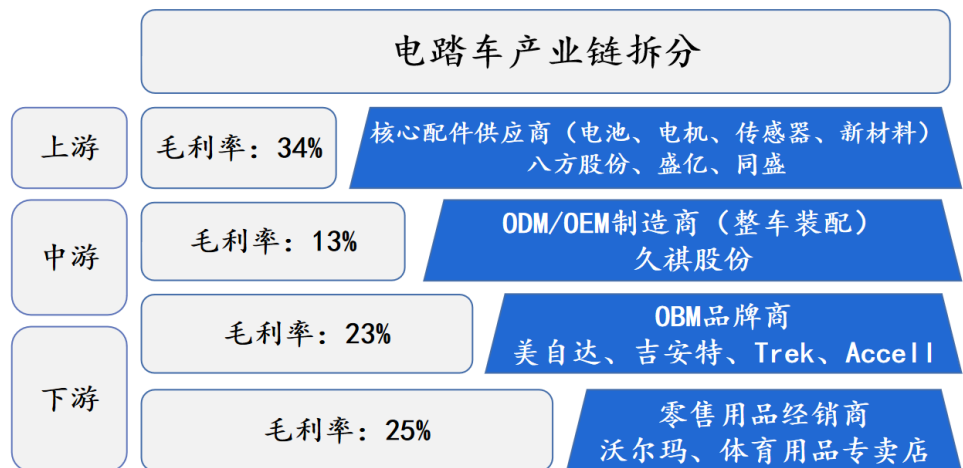


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2 自主品牌成功切入电踏车市场，量价齐升逻辑顺畅

上游&下游占主导地位，技术&品牌壁垒决定核心利润。在电踏车产业链中，上游核心零件供应商主要生产电机、电池和传感器等可实现自行车电气化的主要装置，技术壁垒较高，因此议价能力强并且拥有较高毛利率，以国内电机龙头八方股份为例，其综合毛利率为 34%。中游 ODM/OEM 企业通过加工各零部件实现整车生产或直接通过外包生产，盈利能力较差，毛利率通常在 15% 之下。下游 OBM 品牌商与经销商通常掌握主要附加价值，两者毛利率通常均能达到 25% 左右。

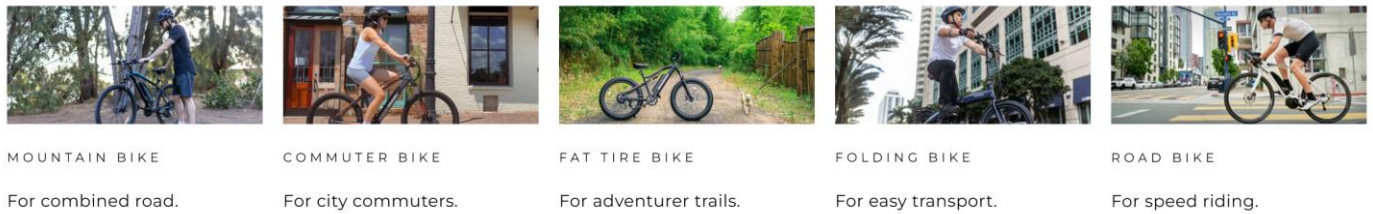
图表 74: 电踏车产业链拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 分别采取八方股份、久祺股份、吉安特、沃尔玛等代表公司 2021 年毛利率)

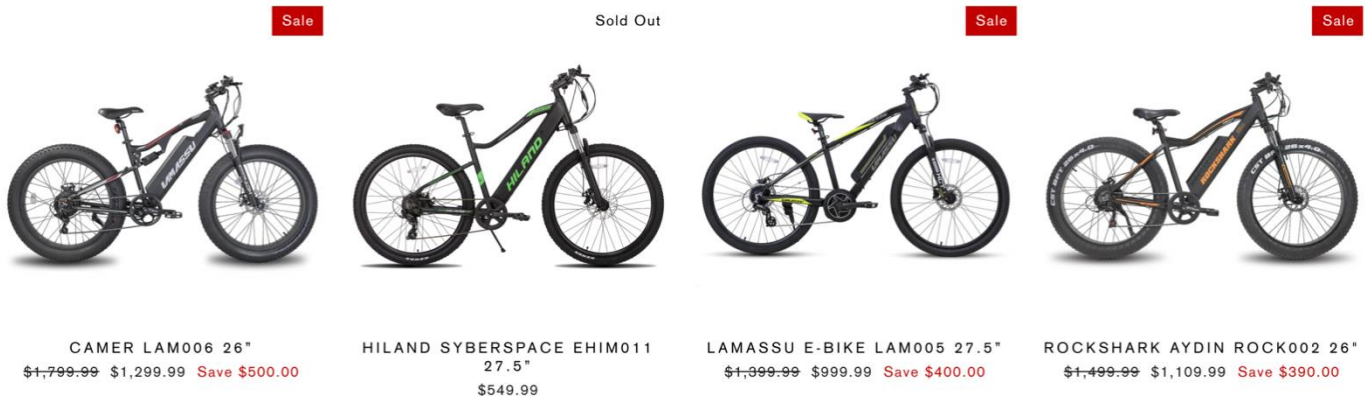
把握历史机遇，进军自主品牌。久祺积极把握电踏车发展机遇，从传统 ODM/OEM 制造企业逐步过渡为 OBM 品牌商，并且通过跨境电商缩短产业链，直面终端客户。2021 年已通过自主品牌 HILAND 在官网开始销售包括山地车、城市车、公路车、折叠车和童车在内的 5 大类、27 款电踏车产品，其中爆款产品 HILAND SYBERSPACE 上线后快速售罄。

图表 75: 官网电踏车五大类别



资料来源: HILAND 官网, 国盛证券研究所

图表 76: HILAND 官网电踏车销售情况



资料来源: HILAND 官网, 国盛证券研究所

延申产业链布局，把握智能制造发展趋势。目前电踏车生产制造逐步向智能化发展，公司稳抓行业变化趋势，于 2022 年 3 月投资设立子公司久翼科技，聚焦电踏车智能模块，包括智能升级、T-BOX、芯片、电动零件（电机、电池）等。预计未来智能模块开发可参照新能源车模式，囊括自动驾驶、自动泊车，导航、自动开锁、健康检测、远程诊断故障、防盗报警功能等功能，重新定义骑行生活。且当前行业仍处于布局阶段，供应链未完全匹配，公司有望引领行业进一步向智能化，高端化延伸，持续巩固竞争优势。

量价齐升逻辑顺畅，市场份额有望不断提升。2017-2021 年，公司助力电动自行车收入从 0.52 亿元增至 3.57 亿元，CAGR 高达 61.9%。根据我们测算，久祺股份电踏车销量目前仅占全球主要市场（欧洲、美国、日本）约 2% 份额，未来受益于自主品牌&跨境电商全面布局，2025 年市占率有望增至约 5%。

- 量：2018-2021 年销量分别为 3.61 万辆、6.33 万辆、11.02 万辆、20.7 万辆。2022 年 3 月公司宣布将原本“100 万辆成人车（含 20 万辆电踏车）”募投项目增资扩产至“100 万辆自行车 100 万辆电踏车”，并增“年产 160 万辆自行车、童车及 40 万辆助力电动车数字化技术改造项目”，建设期分别为 18 个月，12 个月。届时公司电踏车总产能有望增长 140 万辆。受益于电踏车切入自主品牌及发力国内市场，假设 2022 年-2024 年公司电踏车销量增速分别为 52%/60%/53%，之后逐步回归常态，2025 年增速回归 20%，预计 2025 年久祺电踏车销量可达约 92 万辆。

- 按价拆分：2018-2021年久祺电踏车均价分别为2663元、2922元、1613元、1726元。2020年价格下跌主要系大客户LIDER-96 EOOD因信用额度问题未配置锂电池（锂电池价格较高），目前久祺已申请提高其信用额度，预计影响逐步趋弱。此外，目前公司部分电踏车已实现线上销售，对标同类型OBM企业美利达（电踏车平均价格为10937元），价格提升空间巨大。2022年公司电踏车由于切入品牌直达消费者，假设均价提升15%，此后逐步回归常态，2023年-2025年均价每年分别提升7%/7%/2%，2025年均价有望提至2318元。

图表 77: 久祺市占率测算（万辆、元/辆）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球主要市场销量	650	817	1088	1326	1593	1814
久祺单价	1613	1726	1985	2124	2273	2318
久祺销量	11	21	31	50	77	92
市占率	2%	3%	3%	4%	5%	5%

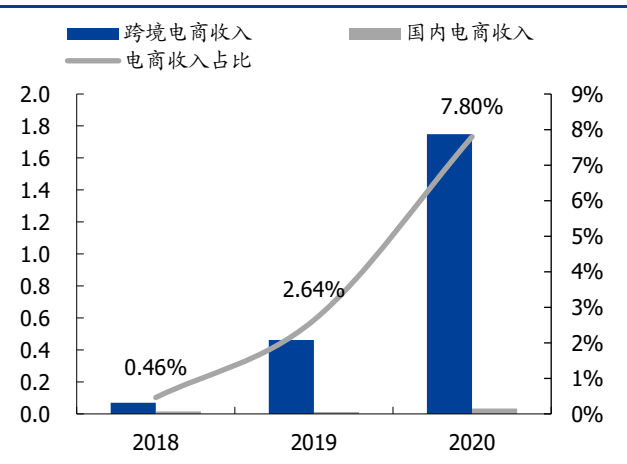
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

3.3 自主品牌依托跨境电商，双轮驱动助力盈收双增

多平台、多品牌同时发力线上，高性价比加速规模扩大。2018-2020年，久祺跨境电商业务收入从0.069亿元增至1.75亿元，CAGR高达402%，并且各品类线上毛利率也均在70%之上。公司在跨境电商方面收入与盈利能力靓丽主要系：

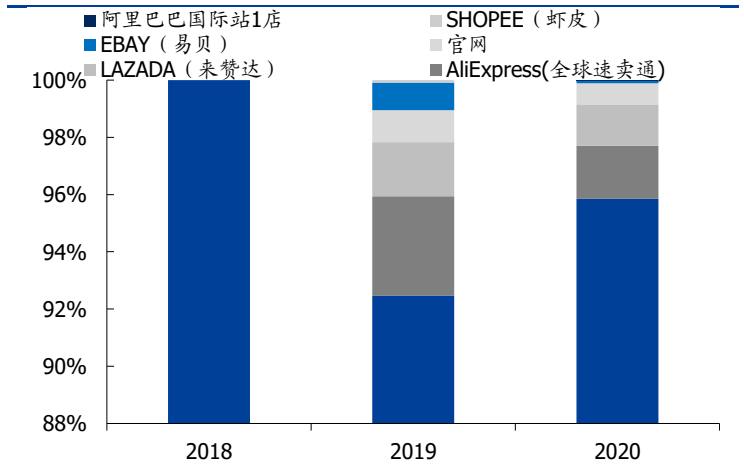
- 1) 产品力强：**公司深耕自行车领域二十余年，已积累上万款设计版型，可满足不同消费需求，并且通过全球客户不断反馈，紧随最新趋势，推出相应产品。
- 2) 性价比高：**久祺凭借中国强大自行车产业基础和自身优秀供应链整合能力可有效控制成本，通过和线上其余玩家比价后，在保持高利润的同时，推出更高性价比产品。
- 3) 运营团队优秀：**公司组建专业电商团队，多品牌、多平台同时推进，多渠道、多方式同时营销。截止2020年，运营团队已在7家跨境电商平台销售旗下多个自主品牌。此外，团队深谙海外文化，熟练运用流行社交软件，在YouTube、Instagram等多个社交平台使用开箱&教学视频、买家合影等营销方式获取流量。

图表 78: 境内外电商收入对比及电商总体占比（单位：亿元）



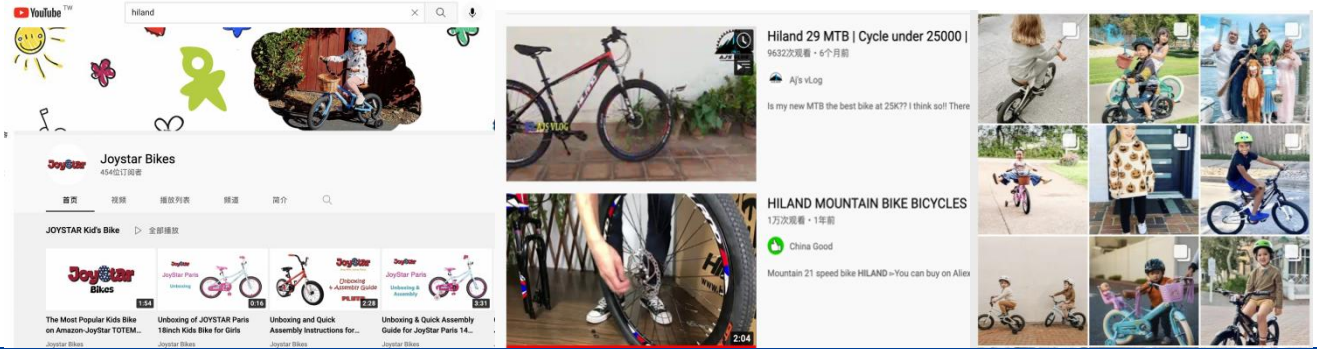
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 79: 电商平台占比



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

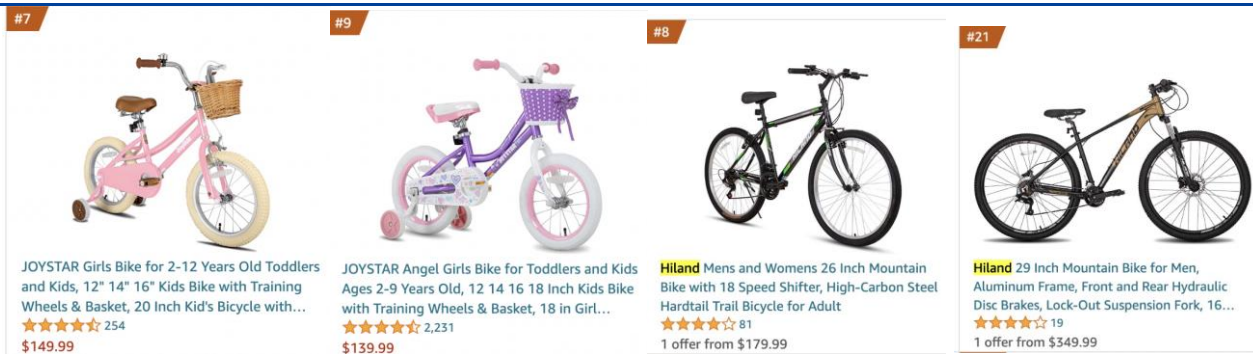
图表 80: 久祺在各平台通过产品测评、教学普及和用户展示等方式进行营销



资料来源: Instagram、Youtube、国盛证券研究所

跨越线下竞争壁垒，自主品牌成功“出圈”。过去美国自行车销售主要为线下自行车专卖店，本土企业掌握了大量的线下销售渠道。但近年来销售份额正逐渐向线上迁移，公司积极把握行业发展红利，凭借高性价比以及在技术和设计方面的提前布局，已成功跨越线下经销壁垒，加速进入美国市场。在亚马逊销量最高的 50 款童车中，有 12 款出自久祺自主品牌“JoyStar”；销量最高的 50 款成人山地车中，有 9 款出自其自主品牌“HILAND”。

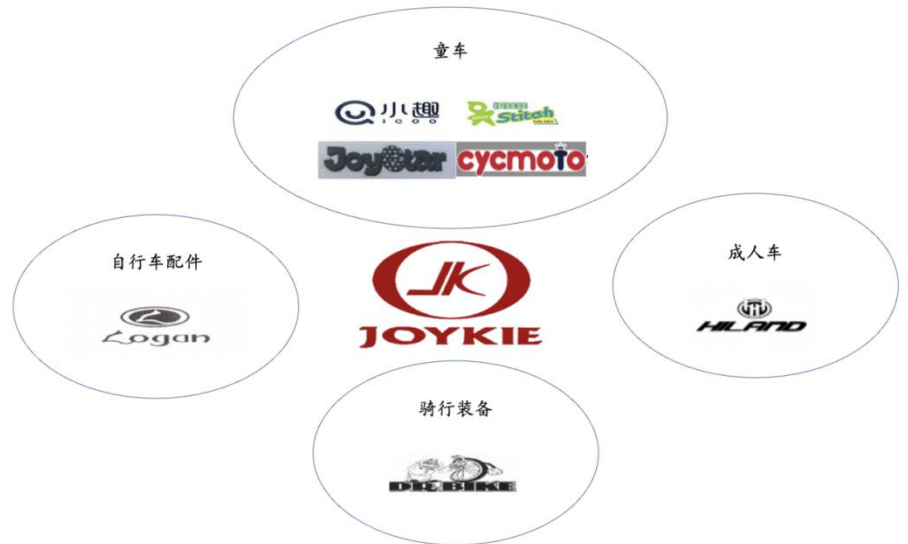
图表 81: 部分童车&成人车销量排名



资料来源: 亚马逊、国盛证券研究所

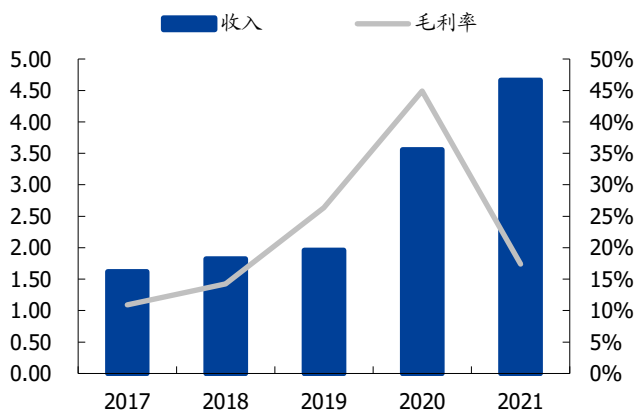
自主品牌借道跨境电商，盈利能力有望持续增强。公司目前拥有 Logan、小趣、HLAND、DR.BIKE、STITCH、JOYSTAR、CYCMOTO、久祺、祺娃娃等多个自主品牌，覆盖童车、成人车、骑行装备等众多品类。自从 2018 年公司正式在跨境电商渠道销售自主品牌产品，2018-2021 年 OBM 收入从 1.82 亿元增长至 4.67 亿元，CAGR 高达 26.5%，毛利率从 14.3% 增至 17.4%（2021 年毛利下滑主要系海运费高涨）。线上渠道使公司直面终端消费者，缩短了产业价值链增厚盈利。目前跨境电商主要以销售童车品牌为主，成人车品牌为辅，2020 年占比分别为 66.6%/21.9%，其中童车线上毛利率高达 74.1%，为线下毛利率 4.4 倍；成人车线上毛利率为 77.1%，是线下 5.1 倍。

图表 82: 自主品牌矩阵



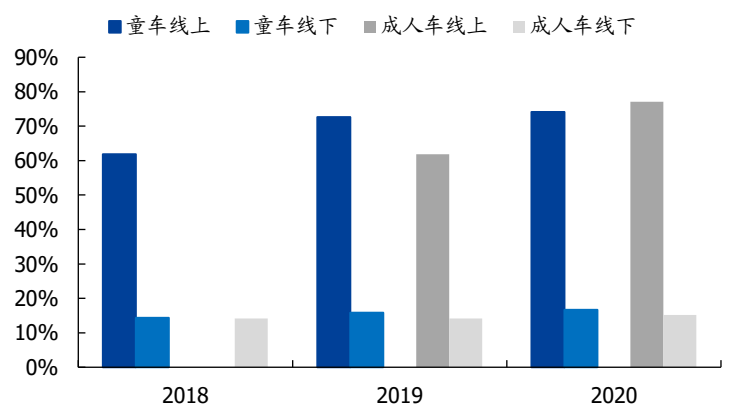
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 83: OBM 收入规模及毛利率纵比 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 84: 童车/成人车线上线下毛利率对比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 (2018年还未在线上销售成人车)

4. 盈利预测与投资评级

4.1 核心假设与盈利预测

儿童自行车：目前久祺童车自主品牌 Joystar 已在亚马逊占据先发优势，品牌影响度逐渐发酵，未来有望以高姿态强势海归。假设 2022 年童车销量由于海外客户高库存、俄乌冲突、海外高通胀等因素短暂承压，增速为-65%，此后 2023 年、2024 年恢复常态后，增速分别为 10%、5%；价格端 2022-2024 年增速分别为 0%、2%、3%。因此 2022-2024 年预计总体收入将分别为 2.60、2.92、3.16 亿元，增速为-45%、12.2%、8.15%，毛利率将分别为 18.7%、21.2%、21.9%。

成人自行车：公司凭借遍布全球的销售网络以及完善的供应链，预计将收获新老客户更多订单，并且自主品牌 Hilland 电商渠道逐步放量。假设 2022 年成人车销量由于海外环境影响，增速为-45%，此后 2023 年、2024 年逐步放量，增速分别为 10%、5%；价格端 2022-2024 年由于自主品牌放量，增速分别为 6%、4%、4%。因此 2022-2024 年预计总收入预计将分别为 7.08、7.96、8.61 亿元，增速分别为-41.7%、12.3%、8.2%，毛利率将分别为 15.6%、17.0%、17.8%。

助力电动自行车：全球助力电动自行车长坡厚雪，公司切入赛道较早，在技术研发等关键领域具备先发优势，并且自主品牌搭建逐渐完善。假设 2022 年-2024 年公司电踏车销量增速分别为 52%/60%/53%；价格端 2022 年公司电踏车由于切入品牌直达消费者，假设均价约提升 15%，此后逐步回归常态，2023 年、2024 年均价分别提升 7%、7%。因此 2022-2024 年预计助力电动自行车收入将分别为 6.25、10.69、17.51 亿元，增速分别为 74.8%、71.2%、63.7%，毛利率伴随均价稳步上行、供应链逐步成熟，将分别为 12.6%、15.0%、17.0%。

费用率假设：由于公司仍积极开拓海内外市场，并持续推动自行车智能化、电气化研究，预计销售/管理/研发费用率 2022-2024 年稳步提升，分别为 5.57%/5.6%/5.9%、0.98%/1.00%/1.00%，0.79%/0.81%/0.90%。伴随美元兑人民币回落，汇兑收益趋于平缓下拉动财务费用率回归常态，预计 2022-2024 年分别为-4.06%/-0.83%/-0.63%。

图表 85: 久祺盈利拆分

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2285.56	3709.75	2417.01	3131.95	4043.80
YOY	27.30%	62.31%	-34.85%	29.58%	29.11%
营业成本	1824.35	3241.14	2089.69	2662.75	3395.16
YOY	22.94%	77.66%	-35.53%	27.42%	27.51%
毛利率	20.18%	12.63%	13.54%	14.98%	16.04%
成人自行车	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
收入	605.99	1214.99	708.34	795.60	860.53
YOY	19.77%	100.50%	-41.70%	12.32%	8.16%
毛利率(%)	19.17	13.06%	15.64%	17.00%	17.83%
业务收入比例(%)	26.51	32.75%	29.31%	25.40%	21.28%
销量(万辆)	133.42	206.00	113.30	122.36	127.26
YOY	11.47%	54.40%	-45.00%	8.00%	4.00%
单价(元)	454.18	589.80	625.19	650.19	676.20
YOY	7.44%	29.86%	6.00%	4.00%	4.00%
儿童自行车	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	555.72	742.97	260.04	291.76	315.54
YOY	39.69%	33.69%	-45.00%	12.20%	8.15%
毛利率(%)	28.95	16.92%	18.65%	21.15%	21.94%
业务收入比例(%)	24.31	20.03%	10.76%	9.32%	7.80%
销量(万辆)	233.05	328.00	114.80	126.28	132.59
YOY	27.43%	40.74%	-65.00%	10.00%	5.00%
单价(元)	238.46	226.51	226.51	231.04	237.98
YOY	9.63%	-5.01%	0.00%	2.00%	3.00%
助力电动自行车	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	177.72	357.32	624.60	1069.32	1750.58
YOY	-3.97%	101.06%	74.80%	71.20%	63.71%
毛利率(%)	16.35	11.95%	12.60%	15.00%	17.00%
业务收入比例(%)	7.78	9.63%	25.84%	34.14%	43.29%
销量(万辆)	11.02	20.70	31.46	50.34	77.02
YOY	74.09%	87.84%	52.00%	60.00%	53.00%
单价(元)	1612.68	1726.20	1985.13	2124.09	2272.78
YOY	-46.11%	7.04%	15.00%	7.00%	7.00%
费用率假设	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	9.48%	4.16%	5.57%	5.60%	5.90%
管理费用率	1.03%	0.80%	0.98%	1.00%	1.00%
研发费用率	0.65%	0.49%	0.79%	0.81%	0.90%
财务费用率	1.48%	0.44%	-4.06%	-0.83%	-0.63%

资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所

预计公司 2022-2024 年收入将分别为 24.17 亿元、31.32 亿元、40.44 亿元，归母净利润为 2.09 亿元、2.23 亿元、3.03 亿元，对应 PE 估值分别为 21.2X、19.8X、14.6X。

图表 86: 盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,286	3,710	2,417	3,132	4,044
增长率 YoY(%)	27.3	62.3	-34.8	29.6	29.1
净利润(百万元)	157	205	209	223	303
增长率 YoY(%)	53.7	30.9	1.7	6.9	35.8
EPS(元)	0.81	1.06	1.07	1.15	1.56
净资产收益率(%)	35.8	19.0	18.1	16.6	18.9
P/E(倍)	28.2	21.5	21.2	19.8	14.6
P/B(倍)	10.1	4.1	3.8	3.3	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 投资评级

公司主要业务为出口外销，并且未来电踏车使主要收入亮点，因此我们选取电动自行车龙头爱玛科技，摩托车、地形车龙头春风动力以及电踏车上游电机龙头八方股份作为可比公司，2023年行业平均估值为16.3X。受益于久祺成功布局自主品牌和跨境电商业务，且积极把握电踏车行业迅速崛起的红利，扩建产能切入千亿蓝海市场，未来有望持续抢占市场份额。我们认为公司可享受部分溢价，首次覆盖，予以“增持”评级。

图表 87: 可比公司估值

证券代码	证券名称	收盘价	EPS				PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603529.SH	爱玛科技	70.28	1.77	1.79	3.24	3.99	4.80	39.26	21.69	17.63	14.64
603129.SH	春风动力	122.23	2.75	2.99	4.80	6.92	9.27	40.88	25.45	17.66	13.18
603489.SH	八方股份	103.76	3.35	5.04	5.47	7.67	10.47	20.59	18.96	13.52	9.91
	行业平均		2.62	3.27	4.51	6.19	8.18	33.58	22.03	16.27	12.58

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (数据取自 2023 年 4 月 7 日 Wind 一致预测)

风险提示

宏观经济及政策风险。如果国际宏观经济和市场环境出现大幅波动，特别是欧洲、美洲国家的政治、经济、社会形势等发生重大不利变化，或与我国的政治、经济、外交合作关系发生不利变化，将对公司的生产经营产生不利影响，进而导致公司业绩下滑的风险。

市场发展低于预期风险。未来如果电踏车产业在全球各地增速不及预期，或之后用户并为养成自行车、电踏车使用习惯，将影响公司整体收入不及预期。

测算存在误差风险。文内美国、欧洲、日本自行车销量规模、电踏车渗透率、久祺各品类量/价增速、期间费用率均为假设数据。因此电踏车市场规模、公司盈利预测部分存在误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com