

本报告的主要看点:

1. 我们注意到疫情后国内外无论是电商平台还是上市公司营收，户外品类都表现出高增态势。人们对休闲娱乐的需求很大一部分转移到了户外休闲与运动上。无论从海外消费品类变迁还是国内外消费者实际变化角度，运动健康都是我们未来长期看好的方向。
2. 本文从自行车这个品牌出发，解构中国自行车产业链现状、中国自行车在全球产业链中的位置以及中国企业目前阶段的发展新机遇，并对产业链重点上市公司进行梳理与研究。

老树发新枝，出海、电踏车助自行车行业焕新

基本结论

- **全球自行车行业发展成熟，生产集中于中国及东南亚。**自行车整车制造环节集中于中国和东南亚等具备成本优势的国家地区。中国已成为全球最大的自行车生产和出口国，产业集群完备，已形成以天津渤海湾、江浙沪、珠三角三大自行车集群产业带。长期看，考虑到人力成本上升，制造环节向东南亚等地转移是大概率事件，单纯的整车代工制造成长空间预计会持续萎缩。
- **自行车品牌集中度较低，渠道相对强势。**全球来看，自行车品牌集中度较低，高端市场以欧美大型品牌商为主，同时各个地区存在众多区域性品牌。国外本土企业掌握了大量销售渠道，在当地占有较高市场份额，外来品牌较难进入。海外自行车传统主要销售渠道是商超，渠道端话语权非常强势。
- **全球不同市场对自行车行业需求迥异。**欧洲是全球最大的自行车消费市场，出行与运动兼顾，进口车型以电踏车、城市自行车、山地自行车、表演自行车和儿童自行车为主。有赖于电机、电池等相关技术的进步与政府补贴计划的出台，欧洲电踏车市场快速发展。根据 Bike Europe 数据，德国近两年电踏车销量每年都以高于 30% 的速度增长，荷兰电踏车已占据 40% 的自行车市场份额。美国是中国自行车最大的出口国，运动为主，山地车销售额占比最高。中国共享单车冲击基本结束，但仍以低端出行为主。
- **疫情加速线下消费向线上转变，中国供应链助力自主品牌成功切入海外市场。**疫情后得益于中国疫情率先得到有效控制，国内自行车产业链迅速恢复生产，满足全球旺盛的市场需求，自行车出口数量 (+14.83%) 和出口金额 (+28.59%) 皆实现同比较快增长。同时疫情在一定程度上加速了欧美消费习惯由线下切换为线上，弱化了这类品牌多年积淀的渠道优势，为国内自主品牌企业带来机会。
- **创新需求、电踏车等新品类促自行车行业扩容。**自行车功能拓展，市场重心向山地车、公路车、电踏车等产品转移，新兴产品逐渐增多。电踏车具有更高的技术门槛和售价，单车价值量远大于传统自行车和电动两轮车。对于整车制造企业而言，虽设计、精度要求更高，但工艺本身没有质的变化；而品牌方面还没有具备全球竞争力的品牌，这为中国电踏车整车制造、品牌企业提供契机。
- **中国产业链上公司来看，久祺股份是国内 ODM 龙头，主抓设计开发和销售渠道，产品出口为主，2020 年借跨境电商成功推出自主品牌，同时电踏车助力其空间扩容；八方股份是国内电踏车用电机制造龙头，海外市占率高，拥有较为完善的海外营销售后体系；巨大机械、美利达是国际知名自行车领导品牌商，中国台湾上市，发展势头强劲；信隆健康作为自行车零配件领域龙头，订单持续满产中，根据公司口径 2022 年订单已排至 2022 年底。**
- **投资建议：**我们看好紧抓研发与销售两端，具备较强的供应链整合能力，在此轮国内自行车出海中成功推出自主品牌并提高中高端产品结构，实现高增长和高毛利率的久祺股份；同时建议关注自行车出口生产配套高增，康复器材等业务有望随疫情可控后迎来较大发展的信隆健康等。
- **风险提示：**国际贸易政策风险、国际宏观经济与市场环境变化的风险、汇率波动风险、上游原材料价格持续上涨的风险、海运运力持续紧张以及运价维持高位上涨的风险以及国内新冠疫情加重导致产能限制的风险。

张敏敏 分析师 SAC 执业编号: S1130521080001
zhangminmin@gjzq.com.cn

内容目录

一、自行车行业发展成熟，全球产业链分布相对稳定	4
(一) 全球自行车生产主要集中在中国和东南亚	4
(二) 全球自行车品牌众多，高端市场以欧美大型品牌商为主	5
二、全球不同市场对自行车需求有所差异	5
(一) 欧洲：全球自行车最大市场，出行与运动兼顾	5
(二) 美国：中国自行车最大的出口国，运动为主	6
(三) 中国：共享单车冲击基本结束，但仍以低端出行为主	7
三、疫情加速线下消费向线上转变，中国供应链助力自主品牌成功切入海外市场	7
(一) 全球疫情后户外运动高增	7
(二) 疫情下中国供应链助力自主品牌成功切入海外市场	8
四、创新需求、电踏车等新品类促自行车行业扩容	8
(一) 电踏车具有更高的技术门槛和售价	9
(二) 欧洲是全球电踏车最大市场，其他市场正在发展中	9
(三) 电踏车对现有自行车产业链公司的影响	10
五、各环节重点公司梳理	10
(一) 久祺股份 (300994.SZ)：ODM 龙头，自主品牌顺利出海，电踏车助力空间扩容	10
(二) 八方股份 (603489.SH)：国内电踏车用电机制造龙头，海外市占率高	14
(三) 信隆健康 (002105.SZ)：自行车零配件领域龙头，订单持续满产中	15
(四) 巨大机械 (9921.TW) & 美利达 (9914.TW)：国际知名自行车领导品牌商	15
六、投资建议	16
七、风险提示	16

图表目录

图表 1：全球主要国家/地区自行车出口额（亿美元）及占比	4
图表 2：中国 2011-2020 年度两轮脚踏自行车产量（万辆）	5
图表 3：中国 2020 年度在欧洲主要市场的自行车出口情况	5
图表 4：中国 2018-2020 年度在美国市场的自行车出口情况	6
图表 5：中国 2015-2020 年度在全球主要市场的山地自行车出口情况（万辆）	6
图表 6：中国 2011-2020 年度自行车销量（万辆）	7
图表 7：2020 年各国户外运动渗透率	7

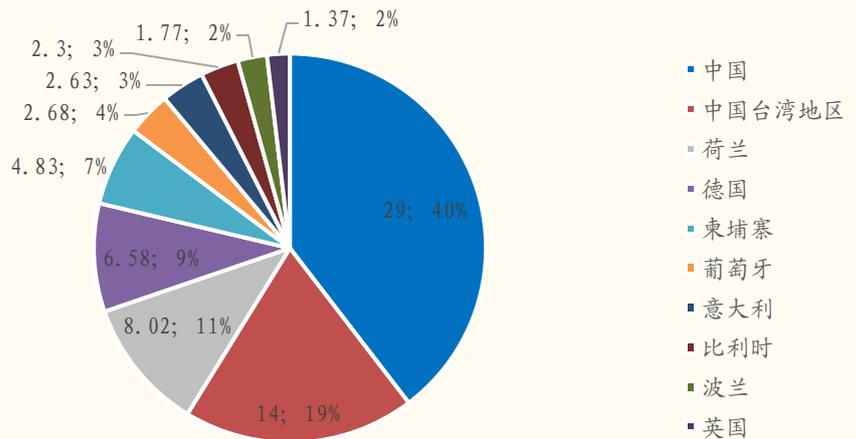
图表 8: 美国全民户外运动参与情况.....	7
图表 9: 全球户外用品市场营收规模稳步增长.....	8
图表 10: 2015 至今中国自行车出口数量 (万辆)	8
图表 11: 2015 至今中国自行车出口金额 (亿元人民币)	8
图表 12: 电踏车结构分解.....	9
图表 13: 久祺股份主要自行车车型.....	11
图表 14: 久祺股份主营业务收入构成 (按模式)	11
图表 15: 久祺股份主营业务收入构成 (按产品)	11
图表 16: 久祺股份在欧洲、美国地区销售产品具体情况.....	12
图表 17: 久祺股份自定义设计系统样例.....	13
图表 18: 久祺股份营收及净利情况 (亿元、%)	14
图表 19: 久祺股份毛利率、净利率情况 (%)	14
图表 20: 八方股份营收净利情况 (亿元、%)	14
图表 21: 八方股份毛利率、净利率情况 (%)	14
图表 22: 信隆健康营收净利情况 (亿元、%)	15
图表 23: 信隆健康毛利率、净利率情况 (%)	15
图表 24: 巨大机械和美利达营收净利同比情况.....	16
图表 25: 巨大机械和美利达毛利率、净利率情况.....	16

一、自行车行业发展成熟，全球产业链分布相对稳定

(一) 全球自行车生产主要集中在中国和东南亚

- 自行车车型主要包括儿童自行车、成人自行车、电助力自行车等，其中儿童自行车包括平衡车、学骑车、脚踏车等，成人自行车包括城市车、山地车、公路车、表演车等，车型种类繁多，制造端是典型的劳动密集型产业。
- 知名品牌主要集中于欧美等发达国家，整车制造环节集中于中国和东南亚等具备成本优势的国家地区。亚洲发展中国家主要为国外知名品牌自行车提供 ODM/OEM 生产加工服务。这些厂商基本承包了世界上主要的自行车生产能力，以低成本统治生产环节。

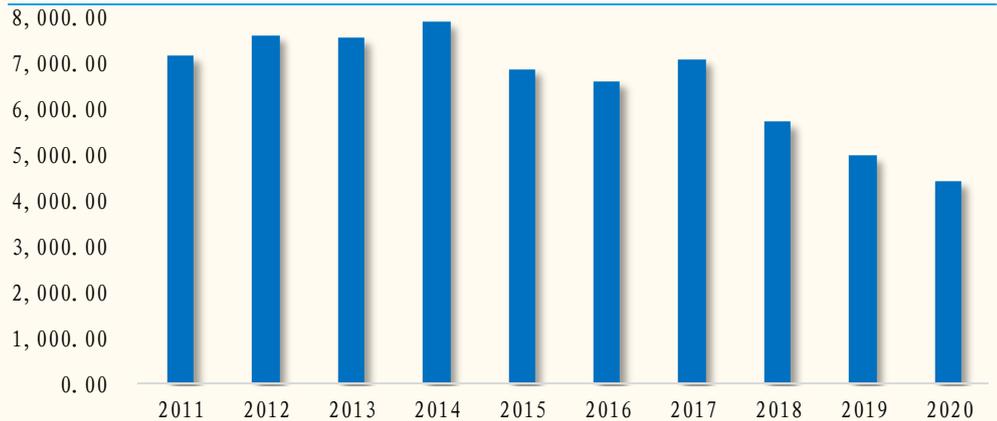
图表 1: 全球主要国家/地区自行车出口额 (亿美元) 及占比



来源: Word's Top Exports, 久祺股份招股书, 国金证券研究所

- 中国已成为全球最大的自行车生产和出口国，拥有全球一半以上的生产能力。国内自行车产业集群完备，整车制造 OEM/ODM 模式显著。中国已形成以天津渤海湾、江浙沪、珠三角三大自行车集群产业带。拥有从自行车原料加工到各种零部件生产，再到整车大规模、专业化生产的成熟、完整的产业链。
- 国内自行车企业可分为三类：1、拥有雄厚资金和规模优势的大型自行车企业，注重产品质量、技术创新，具有较高的品牌知名度，如捷安特、美利达等；2、研发设计能力强、销售渠道广泛、产业链整合能力强，以 ODM/OEM 等形式出口的企业，如天津富士达、深圳喜德盛、金轮、久盛、久祺股份等。其中天津富士达年产销约 2000 万辆，占中国自行车出口数的 30% 以上，是全球最大的自行车制造商。富士达为 Cannondale、Specialized、Scott、Bianchi、GT、Raleigh 英国兰令、Avanti 阿凡提、崔克、迪卡侬、梅花、闪电等国际知名自行车品牌代工，其合作伙伴覆盖全球 50 多个国家和地区。同时，富士达也在打造自有品牌“BATTLE”。3、行业内的众多中小企业，主要生产低档次、低附加值的产品，依靠价格竞争拓展周边区域市场。
- 我国自行车产值短期虽受益于全球尤其是东南亚疫情影响而占比提升，但长期来看，考虑到人力成本上升，制造环节向东南亚等地转移是大概率事件。国内单纯的整车代工制造，成长空间预计会持续萎缩。

图表 2: 中国 2011-2020 年度两轮脚踏自行车产量 (万辆)



来源: 国家统计局, 中国工信部, 国金证券研究所

(二) 全球自行车品牌众多, 高端市场以欧美大型品牌商为主

- 全球来看, 自行车品牌集中度较低。高端市场以欧美大型品牌商为主, 同时各个地区存在众多区域性品牌。
- 国外德国、荷兰、意大利、美国和日本等国发展较为成熟, 本土品牌如德国的 Focus、Cube, 荷兰的 BatabusS、Sparta, 意大利的 Bianci、Java, 美国的 Trek、Cannondale, 以及日本的 Shimano、Bridgestone 等, 掌握了大量销售渠道, 在当地占有较高市场份额, 外来品牌较难进入。
- 国内自行车品牌众多, 集中度很低。台湾品牌如捷安特、美利达等, 具备较高市场认知度; 大陆传统品牌如凤凰、永久等, 定位国内通勤市场, 中低端为主; 富士达、喜德盛、久祺等出口 OEM/ODM 企业逐步培育的自主品牌, 以出口为主, 竞争对手为海外品牌。

二、全球不同市场对自行车需求有所差异

(一) 欧洲: 全球自行车最大市场, 出行与运动兼顾

- 欧洲是全球最大的自行车消费市场, 主要包括德国、意大利、荷兰、法国、瑞典等。因产业结构已不再适合大批量生产劳动密集型产品, 欧洲需进口自行车来满足其国内需求。进口车型以助力电动自行车、城市自行车、山地自行车、表演自行车和儿童自行车为主。但欧洲对中国企业征收高额的惩罚性关税, 所以欧洲并不是中国传统自行车的主要市场。

图表 3: 中国 2020 年度在欧洲主要市场的自行车出口情况

国家	出口数量 (万辆)	出口金额 (万元)
德国	19.60	13,524.42
荷兰	39.63	43,339.10
法国	1.00	1,026.11
意大利	3.28	900.31
瑞典	5.28	4,391.44

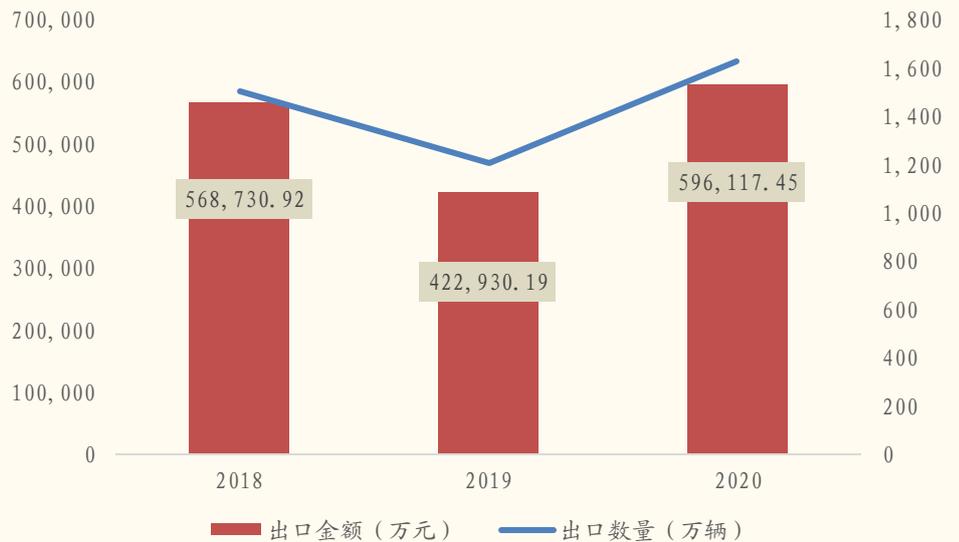
来源: 中国海关总署, 国金证券研究所

- 欧洲助力电动自行车市场快速发展。欧洲大量多山国家, 路面各种坡道, 助力电动自行车的出现很好解决了普通自行车“身体负担”的使用障碍。有赖于电机、电池等相关技术的进步与政府补贴计划的出台, 欧洲助力电动自行车市场快速发展, 法国、意大利、德国和荷兰等自行车消费大国的助力电动自行车销量在近年均实现强劲增长。根据 Bike Europe 数据, 德国近两年助力电动自行车销量每年都以高于 30% 的速度增长, 荷兰助力电动自行车已占据 40% 的自行车市场份额。

(二) 美国：中国自行车最大的出口国，运动为主

- 美国是全球自行车消费大国和最大的自行车进口国，也是我国自行车出口的第一大市场。自行车在美国被普遍用于通勤代步、运动健身和休闲娱乐，市场上主要销售的车型包括山地自行车、公路自行车、越野自行车、儿童自行车和助力电动自行车等，其中销售金额占比最高是山地自行车。
- 根据海关总署的统计数据，2020年1-12月我国累计向美国出口1,630.79万辆自行车，出口金额为596,117.45万元，平均出口单价为365.54元/辆，较2019年有所上升。

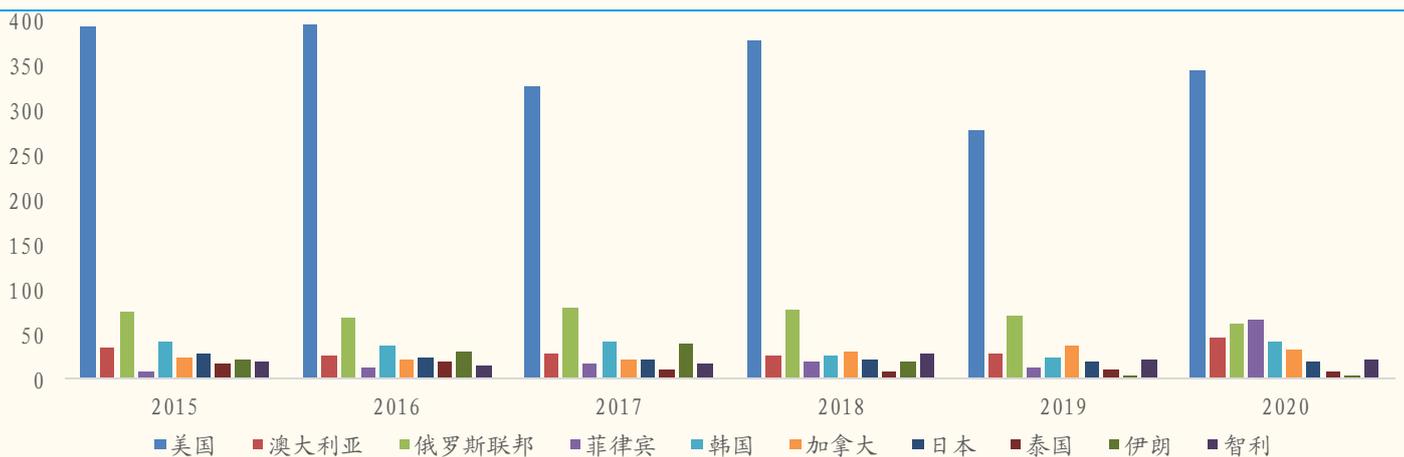
图表 4：中国 2018-2020 年度在美国市场的自行车出口情况



来源：中国海关总署，国金证券研究所

- 美国也是我国山地自行车最大的进口国。2020年我国出口至美国344.57万辆山地自行车，占我国山地自行车出口总量的36.19%；出口金额183,391.94万元，占我国山地自行车出口总额的29.17%。

图表 5：中国 2015-2020 年度在全球主要市场的山地自行车出口情况 (万辆)



来源：Wind，国金证券研究所

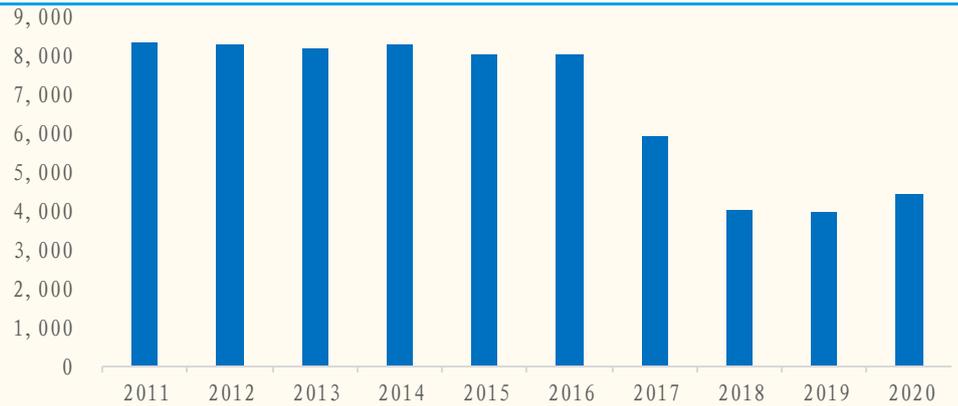
- 美国消费者购买自行车会着重考量自行车的安全性和耐用性，这使得品牌商和上游制造企业优选性能更佳、质量可靠的产品进行推广销售。销售渠道包括自行车专卖店、大型零售连锁商店、运动用品商店和批发销售商店等，其中最主要的是自行车专卖店，以销售中高端自行车为主，并提供一系列售后服务，拥有相对稳定的客户资源。

- 我们判断未来美国市场对自行车的需求仍以中高端为主，且随着助力电动自行车相关技术的完善，省力、省时的助力电动自行车将受到更多消费者青睐，整体呈现出由山地自行车、公路自行车和助力电动自行车三类车型主导的局面。

（三）中国：共享单车冲击基本结束，但仍以低端出行为主

- 中国自行车行业拥有广泛的用户基础，受 2017 年开始的共享单车热潮影响，我国自行车销量急剧下降。目前共享单车领域趋于理性，国内自行车市场逐渐开始调整，自行车销量有所回升，但仍以低端出行为主。

图表 6：中国 2011-2020 年度自行车销量（万辆）



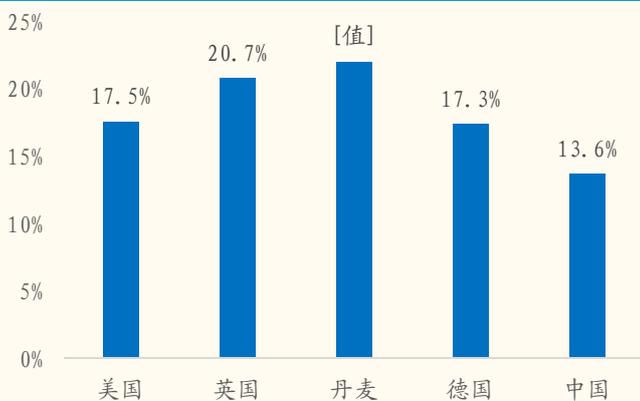
来源：Wind，国金证券研究所

三、疫情加速线下消费向线上转变，中国供应链助力自主品牌成功切入海外市场

（一）全球疫情后户外运动高增

- 2020 年新冠疫情在全球各国间爆发后，多个国家颁布相关封锁政策，限制人们出游活动。随着疫情的持续，人们对休闲娱乐的需求愈发强烈，参与户外运动的人群开始扩增，户外运动市场规模得到进一步扩大。以美国为例，2020 年美国户外运动的参与率达到了 53%，参与人数增长至 1.6 亿，比 2019 年户外运动的参与人数增长了 710 万人。根据这一发展趋势，户外运动有望成为人们的主流休闲娱乐方式，其市场仍有一定的拓展空间。

图表 7：2020 年各国户外运动渗透率



来源：Statista，国金证券研究所

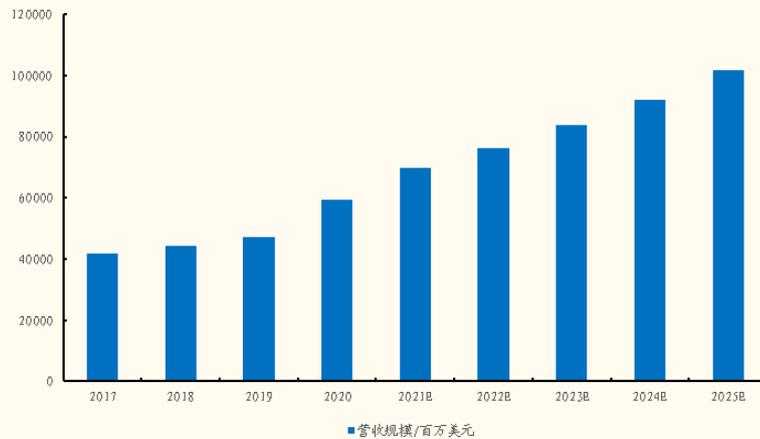
图表 8：美国全民户外运动参与情况



来源：Outdoor Industry Association，国金证券研究所

- 户外运动的高增也带来户外运动用品市场的扩容。2020 年全球户外用品市场营收规模已达到 1599.54 亿美元，同比增长 28.33%。随着人们户外运动热情保持高涨，户外用品市场仍具有较大增长空间。

图表 9: 全球户外用品市场营收规模稳步增长

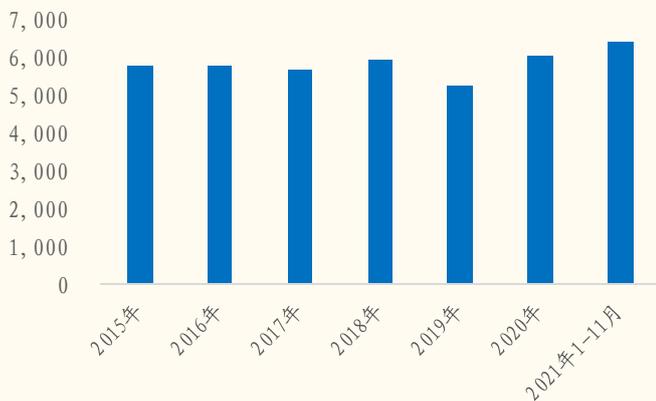


来源: Statista, 国金证券研究所

(二) 疫情下中国供应链助力自主品牌成功切入海外市场

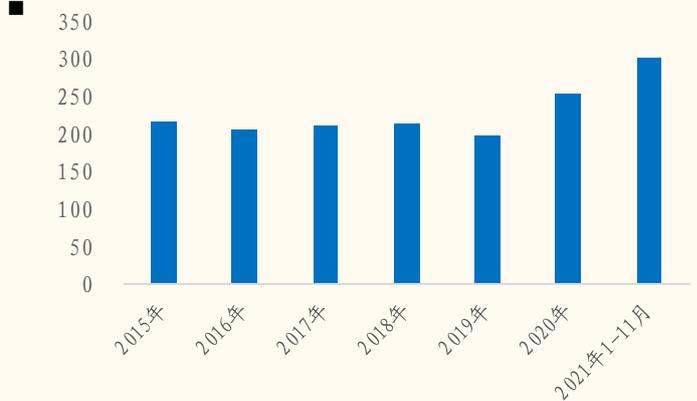
- 疫情期间，更为安全的个人短途出行交通工具需求旺盛，中国作为世界自行车出口大国，国内疫情率先得到有效控制，产业链企业迅速恢复生产，满足全球市场需求。因此，2020 年中国自行车出口数量和出口金额不降反升，皆实现较快增长。2020 年中国自行车出口数量为 6,029.70 万辆，同比增长 14.83%；出口金额为 252.47 亿元人民币，同比增长 28.59%。

图表 10: 2015 至今中国自行车出口数量 (万辆)



来源: 中国海关总署, 国金证券研究所

图表 11: 2015 至今中国自行车出口金额 (亿元人民币)



来源: 中国海关总署, 国金证券研究所

- 疫情给国内企业自主品牌带来机会。海外自行车传统主要销售渠道是商超，渠道端话语权非常强势。得益于各自行车企业网络销售链的布局，物流和支付等出海链路的持续优化，以及疫情提升海外消费的线上化使得传统销售渠道多年积累的强势地位有所弱化，中国自行车企业借线上渠道成功推出自主品牌，销量高增。

四、创新需求、电踏车等新品类促自行车行业扩容

- 自行车功能从通勤代步发展到竞赛、休闲等领域，消费者对自行车个性化提出了更高的要求。产业结构在潜移默化地改变，传统自行车市场规模持

续缩减，市场重心在向山地车、公路车、电踏车等产品转移，新兴产品逐渐增多。

（一）电踏车具有更高的技术门槛和售价

- 电踏车，又叫电动助力自行车，是以电机、电池作为辅助动力，搭载智能传感器系统，根据骑行者脚踏力的大小，给予动力辅助，实现人力骑行、电机助力一体化的新型交通工具，近年来流行于欧美市场。电踏车与国内常见的电动两轮车不同，是使用动力辅助系统对传统自行车实现助力的升级版自行车，无法独立为自行车提供动力，是传统自行车的升级版。相对于传统自行车售价更高，骑行体验更好，兼具出行和运动功能。
- 从产品价值量来看，电踏车的单车价值量远大于传统自行车和电动两轮车。欧洲电踏车售价普遍在 1500-5000 欧元之间。假设电踏车的单车价值量较传统人力自行车提高五倍，同时在未来稳态下能够达到 20%左右的渗透率，则有望为自行车行业带来一个翻倍的市场空间。

图表 12：电踏车结构分解



来源：八方股份招股说明书，国金证券研究所

（二）欧洲是全球电踏车最大市场，其他市场正在发展中

- 欧洲市场是全球电踏车最大的市场，且仍处于快速增长通道。根据欧洲自行车协会数据，2006 年至 2019 年欧洲电踏车销量由 9.8 万辆增长至约 340 万辆，年化增速 30%以上；2020 年受益于疫情催化，电踏车的普及率进一步加速，销量达到了约 510 万辆，从数量上看渗透率超过 20%。考虑到欧洲自行车产品本身需要具备代步与运动健身的双重功能，且本身售价就较昂贵，加上电踏车可以获得政策补贴，乐观来看，我们认为欧洲的电踏车渗透率提升过程仍将进一步持续，2025 年有望达到千万辆、50%渗透率水平。
- 美国是电踏车的新兴市场。美国电踏车市场起步较晚，且美国本土自行车产品对运动健身的属性要求较高而对代步的属性要求较低，各州立法及联邦立法之间不统一，对电踏车态度差别较大，因此前几年发展较慢。2020 年美国明确电助力自行车不属于机动车辆，并通过了联邦层面的电动自行车三级分类法案。法规的实施及疫情影响，电助力自行车在美国市场快速增长。据 INSG 数据，2020 年美国电助力自行车销量已达 81 万台，渗透率提升至 4%。考虑到美国市场是我国最大的自行车出口市场，这一变化将为国内自行车厂商带来很大的机会。
- 其他国家来看，日本是全球最早研发和生产电踏车的国家，但本土供应链实力较强，外国企业进入空间有限；中国刚刚处于电踏车的导入阶段，考虑到国内电动两轮车在代步方面很强的优势，电踏车未来在中国能否形成有效市场尚需观察。

（三）电踏车对现有自行车产业链公司的影响

- 从产品形态上看，电踏车除了动力电池和电机电控系统之外整体上延续了传统自行车的整车-品牌-渠道的产业分工，其产品属性决定了电踏车是传统自行车的升级版。在全球自行车市场销量稳定的背景下，消费者从传统自行车升级为电踏车不会带来销量层面的扩容。
- 电踏车与电动两轮车是两种完全不同的产品，互相间不存在强的替代关系；相对的，电动两轮车、滑板车等产品和整个自行车大类的替代关系可能更强一些。
- 动力电池系统和电机控制系统是电踏车产品区别于传统自行车的核心零部件。A 股上市公司博力威主营业务为电踏车动力电池系统，八方股份主营业务为电踏车电机系统。其中电机系统技术要求较高，龙头企业包括禧玛诺、博世、八方股份等。前期电踏车电机系统这三家市场份额较高，近年来随着行业的快速增长，万家、安乃达等新入局者也开始出现。
- 对于整车制造企业而言，对整车重新设计、精度要求等方面提出了更高的要求，但工艺本身没有质的变化；而品牌方面的竞争格局与传统自行车行业是类似的，至今没有出现具备全球竞争力的电踏车品牌。这也为中国的整车制造、品牌企业提供了契机。

五、各环节重点公司梳理

（一）久祺股份（300994.SZ）：ODM 龙头，自主品牌顺利出海，电踏车助力空间扩容

1) 产品 SKU 完善，主抓设计开发和销售渠道，产品出口为主

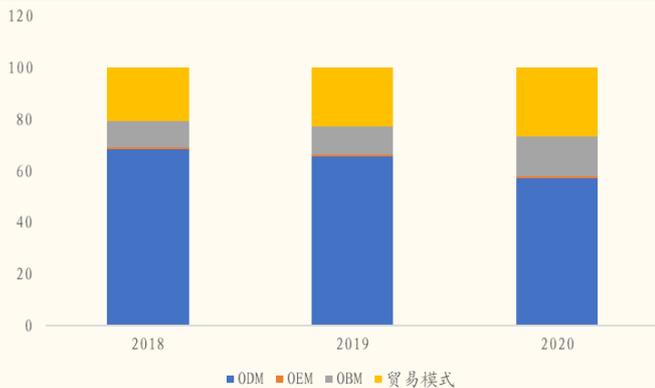
- 久祺股份是国内主要的自行车产品出口商之一，主要从事自行车整车及其零部件和相关衍生产品的设计、研发、生产和销售。按照中国海关总署发布的统计数据估算，公司自行车整车出口市场占有率约为 4.61%（2020 年久祺整车销售收入 11.62 亿元/2020 年我国自行车整车出口金额 252.18 亿元）。
- 公司以设计开发和销售渠道为核心，经营上以 ODM 为主，OBM 为辅，少量 OEM，产品远销全球五大洲 80 多个主要国家和地区。公司产品线丰富，主要产品包括儿童自行车、成人自行车、助力电动自行车等整车及相关配件产品。公司自主生产以儿童自行车为主、成人自行车为辅，由全资子公司德清久胜完成；外包生产以成人自行车、助力电动自行车为主，采用 ODM 模式。

图表 13: 久祺股份主要自行车车型



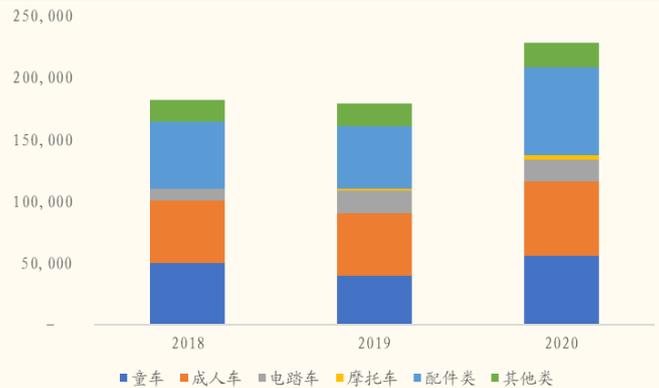
来源: 久祺股份招股书, 国金证券研究所整理

图表 14: 久祺股份主营业务收入构成 (按模式)



来源: 久祺股份招股书, 国金证券研究所

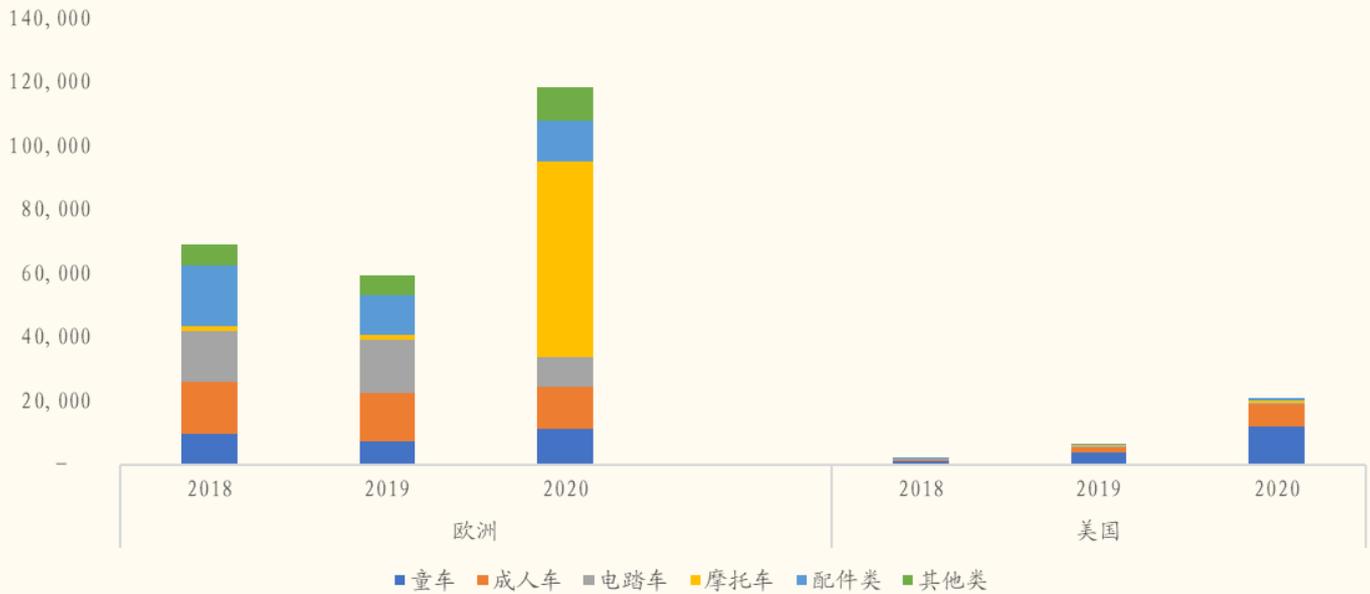
图表 15: 久祺股份主营业务收入构成 (按产品)



来源: 久祺股份招股书, 国金证券研究所

- 公司产品出口为主, 重点发展欧洲、美洲地区。公司专注于自行车产业链前端的设计开发和后端的销售渠道两个环节, 集中力量开拓国际国内市场。公司出口客户多为当地自行车品牌商, 公司主要以 ODM 模式, 根据客户对产品结构与外观、工艺与材质、功能与定位等需求进行开发和设计, 生成相应订单后选择供应商生产或自主生产, 生产完成后贴客户的品牌出售。

图表 16: 久祺股份在欧洲、美国地区销售产品具体情况



来源: 久祺股份招股书, 国金证券研究所

2) 公司拥有优秀的供应链整合能力及产品设计开发能力

- 境外客户采购产品种类、型号多且分散、单类产品采购量较小且频繁，公司在多年经营管理过程中与众多自行车零配件供应商、全球采购商建立了良好合作关系，能高效整合产业链上下游资源，快速响应客户需求。
- 销售端，公司产品销售遍布全球五大洲 80 多个主要国家和地区，熟悉进口国家和地区的贸易及关税政策、技术标准、本土品牌商及消费者的偏好等。公司与海外主要客户合作时间长，建立了良好稳定的合作关系。
- 采购端，公司立足国内自行车产业链，对整车及零部件生产厂家的资质、生产能力、技术能力有良好的理解和掌控能力。可进行集中式比价和批量式采购，有效控制采购成本，提升产品价格优势；同时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，从而不断提高客户满意度，维持良好的客户关系。
- 产品设计开发能力系公司的核心竞争力之一。公司凭借较强的设计开发能力，公司可为客户“一站式”提供全品类的自行车及相关产品，不断满足客户多样化订单需求。

图表 17: 久祺股份自定义设计系统样例



来源: 久祺股份招股书, 国金证券研究所

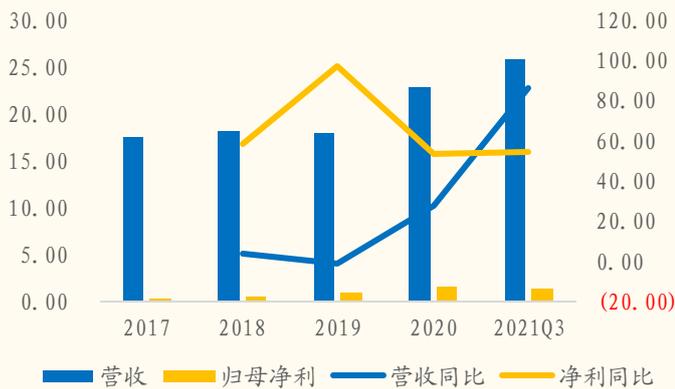
3) 公司具有较强的海外销售渠道, 相对合理有效的应对贸易摩擦措施

- 公司主要客户群体以海外当地自行车品牌商为主, 包括专业自行车批发商、自行车制造商、自行车商店、超市卖场等。公司凭借多年产品综合竞争优势, 与上述主要客户建立了良好稳定的合作关系。公司客户在区域内有较大影响力且信誉良好。
- 同时, 公司大力发展跨境电商销售模式。公司在美国地区销售产品以童车、成人车为主, 2019 年以及 2020 年度, 公司在美国地区的销售收入分别增长 256.27% 以及 232.21%, 主要来源于公司通过美国 AMAZON 平台 B2C 销量增长较多所致。2019 年、2020 年久祺通过 AMAZON 平台在美国实现的销售收入分别为 3,967.62 万元和 15,428.88 万元, 增长趋势明显; 在欧洲地区销量整体也呈增长趋势, 2018-2020 年公司在欧洲地区的销售收入分别增长 6.51%、2.41%、16.81%, 其中助力电动自行车金额分别为 9,281.17 万元、16,938.72 万元、15,843.86 万元。
- 在可能的贸易摩擦应对上, 公司实施合理有效的应对措施: 1、在美国、欧洲设立子公司开展国际贸易业务, 弱化贸易摩擦给客户带来的直接交易阻碍; 2、印尼、印度、捷克等国家的专业自行车制造商通过向公司采购部分零部件或半成品代替整车, 完成生产及装配后销售; 3、完善海外销售布局, 分散贸易风险。

4) 受益海外需求、高附加值产品需求高增, 营收净利大幅增长

- 久祺股份在自行车领域具有较强的竞争优势和市场竞争能力, 随着公司大力提高中高端自行车品类的生产能力、积极拓展海外市场业务, 尤其是需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域, 公司市场份额有望进一步提升。

图表 18: 久祺股份营收及净利情况 (亿元、%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 久祺股份毛利率、净利率情况 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

(二) 八方股份 (603489.SH): 国内电踏车用电机制造龙头, 海外市占率高

1) 国内电踏车用电机制造龙头, 拥有全套适配电器方案

- 公司拥有中置电机、轮毂电机两大电机类型共计 80 余种型号电机产品, 并具备控制器、传感器、仪表、电池等成套电气系统的配套供应能力, 能为山地车、公路车、城市车等不同类型的电踏车提供电气系统适配方案。

2) 海外市占率高, 公司具备较为完善的海外营销售后体系

- 公司产品主要销往欧洲、美国市场, 客户主要为国外电踏车品牌商及国内外从事电踏车组装业务的整车装配商。欧美电踏车市场八方、博世、禧玛诺占据了主要的电踏车电驱动系统市场份额, Brose (欧洲)、雅马哈 (日本)、松下 (日本) 以及中国境内的安乃达、盛亿、同盛等均占据一定市场份额。
- 公司在海外具备较为完善的营销售后体系: 2012 年起在荷兰设立全资子公司八方荷兰; 2017 年 3 月在美国设立全资子公司; 2018 年 7 月, 八方波兰完成设立; 波兰公司将被打造成八方在欧洲市场的制造及维修服务中心, 投资电机装配线, 提高整车设计水平。

3) 设计研发能力过硬, 业绩稳步增长

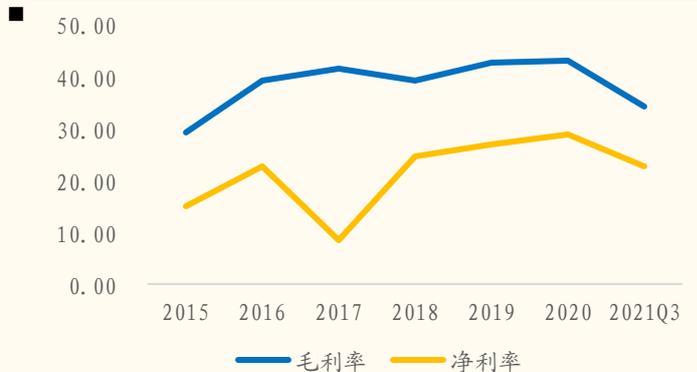
- 公司拥有较强的设计研发能力, 是全球少数掌握力矩传感器核心技术的企业之一, 产品在欧洲、美国可与德国博世、日本禧玛诺等国际顶尖品牌直接竞争。公司终端客户稳定, 单车电踏车可配套零部件价值量增加, 业绩稳步增长。

图表 20: 八方股份营收净利情况 (亿元、%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: 八方股份毛利率、净利率情况 (%)

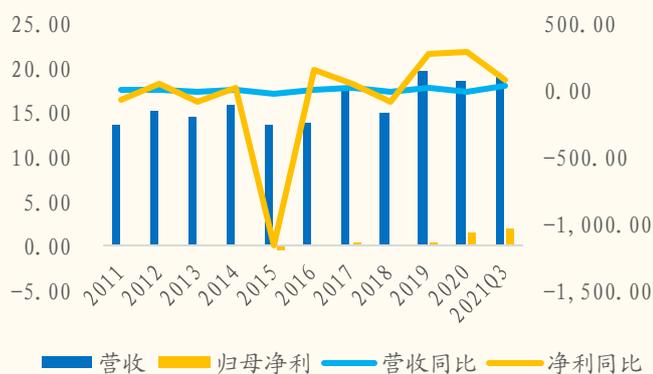


来源: wind, 国金证券研究所

(三) 信隆健康 (002105.SZ): 自行车零配件领域龙头, 订单持续满产中

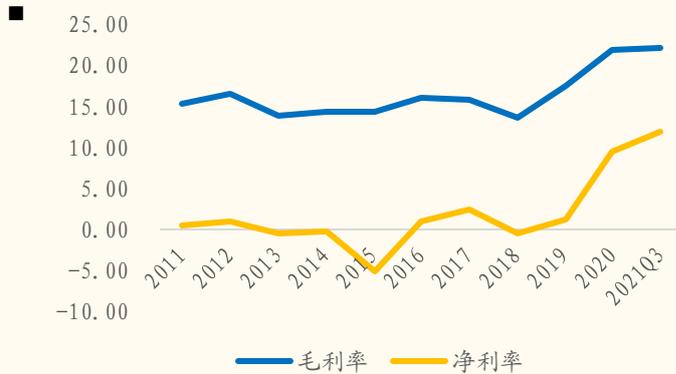
- 信隆健康专业从事自行车车把、立管、坐垫管、避震前叉等自行车零配件及体育运动健身康复器材的研发、生产及销售。公司产品从自行车零配市场, 扩展至整个体育运动健康器材市场, 产品销往欧洲、美洲、中国大陆、亚洲等地区。公司自行车零配件的研发、生产和销售在全球处于行业领先地位。
- 受益于疫情后运动健身及自行车需求持续提升, 公司主营业务之户外运动产品及自行车零配件订单量及出货量均较上年同期大幅增长。根据公司口径, 目前为止公司三大主营业务接单金额占比大约为自行车零部件 72%, 运动器材 16%, 康复器材 12%; 公司四季度订单仍是满产状态, 2022 年订单已排至 2022 年底。
- 我们认为运动健康是未来消费者消费的主力方向之一, 关注信隆健康自行车出口生产配套高增, 以及运动健身及康复器材等业务的改善。

图表 22: 信隆健康营收净利情况 (亿元, %)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 23: 信隆健康毛利率、净利率情况 (%)

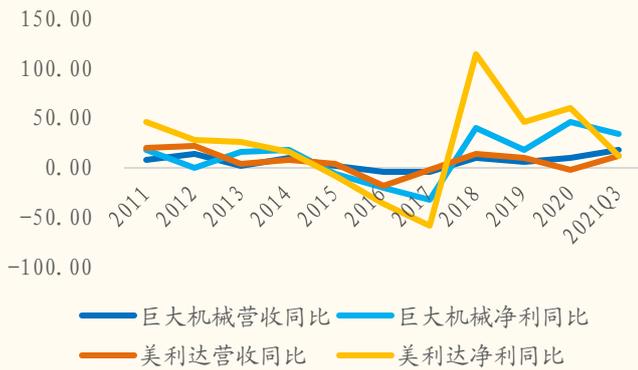


来源: wind, 国金证券研究所

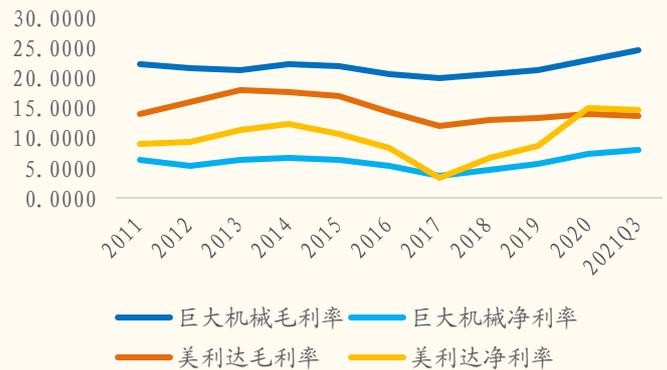
(四) 巨大机械 (9921.TW) & 美利达 (9914.TW): 国际知名自行车领导品牌商

- 巨大机械和美利达是中国台湾上市的两家自行车巨头品牌企业, 以出口导向为主, 发展势头强劲。在早期 OEM 模式为欧美众多品牌代工时, 逐渐形成了从设计研发、原料加工、市场营销等完整产业链条, 深耕生产技术与研发能力, 逐渐成为全球一级品牌商。
- 巨大机械 (9921.TW): 成立于 1972 年, 以“捷安特”品牌自行车闻名全球, 已发展成跨国经营的国际品牌。巨大机械保持自行车年销量 400 万台以上的水平, 是国内领先的自行车品牌。巨大机械自有品牌包括 Giant、Liv、Momentum, 销售收入占营收的 70%左右; 代工关联品牌包括 Trek、Scott。目前除中国台湾总厂外, 已于中国大陆及荷兰设立制造工厂, 每年生产近 500 万台各式自行车; 在渠道方面, 已于西欧各国、美国、日本、澳洲、加拿大、中国大陆及中国台湾地区等地, 建立自有品牌全球销售网络。
- 美利达 (9914.TW): 创立于 1972 年, 自行车销往全球 88 个国家和地区, 是国际知名的高级自行车领导品牌之一。自有品牌是 Merida, 销售收入占营收的 35%左右, 同时为 SBC 代工。

图表 24: 巨大机械和美利达营收净利同比情况



图表 25: 巨大机械和美利达毛利率、净利率情况



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

六、投资建议

- 无论从海外消费品类变迁还是国内外消费者代际变化角度, 运动健康都是我们未来长期看好的方向。国内自行车行业受益于国内疫情率先控制带来的产业链生产率先恢复, 国外对于短途出行、运动健身工具需求的增加, 以及欧洲等对电助力自行车补贴等, 出口量和出口金额双双大增, 同时部分企业抓住时机, 通过线上渠道成功推出自主品牌, 销量增速较快。我们看好紧握研发与销售两端, 具备较强的供应链整合能力, 在此轮国内自行车出海中成功推出自主品牌并提高中高端产品结构, 实现高增长和高毛利率的久祺股份; 同时建议关注自行车出口生产配套高增, 康复器材等业务有望随疫情可控后迎来较大发展的信隆健康等。

七、风险提示

- 国际贸易政策风险。本报告所梳理公司产品以出口为主, 国际贸易存在诸多不确定因素, 如国际贸易摩擦不断或升级, 进口国改变进口关税政策, 或实行更加严厉的贸易保护主义政策, 则影响公司境外的销售, 对公司业绩产生较大不利影响。
- 国际宏观经济与市场环境变化风险。本报告所梳理公司收入主要来源于海外市场, 未来对海外市场依存度依然较高, 若国际宏观经济和市场环境出现大幅度波动, 可能会对产业链公司生成经营产生不利影响。
- 汇率波动风险。产业链公司销售主要集中于境外, 主要以美元进行结算。产品订单从获取、确定供应商、组织生产、货物交付到完成整个销售需要一定的周期。若此期间人民币汇率出现大幅波动, 将对销售公司业绩产生较大影响。
- 上游原材料价格持续上涨的风险。因自行车行业上游制造原材料占据较大成本, 若上游原材料价格持续上涨或高位盘旋, 对于自行车产业链上企业利润带来较大损害。
- 海运运力持续紧张以及运价维持高位上涨的风险。因我国自行车以出口销售为主, 若海运运力持续紧张, 自行车零配件或整车无法顺利出口; 或者运价持续上涨或维持高位, 也将给自行车产业链企业带来损伤。
- 国内新冠疫情加重导致产能限制的风险。若新冠疫情加重, 或新的病毒导致生产、生活受限, 国内自行车零配件及整车产能受到限制, 给产业链公司业绩带来不利影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402