

凯路仕 (430759) 2015 年年报点评

供应链优化提升竞争优势，双品牌双渠道带动业绩腾飞

2016 年 4 月 20 日

投资要点

- ❖ **业绩增长约 71%。**公司 2015 年收入和归母净利润分别为 4.83 亿和 0.74 亿元，同比增长 32%和 71%。2015 年公司以 16.26 元的价格定增 965 万股，并进行了两轮转增，按当前股本 2.42 亿加权平均后 EPS 为 0.65 元。
- ❖ **收入方面：销量增加推动公司营收快速增长。**2015 年凯路仕运动休闲型自行车、自行车零配件、品牌使用及设计费业务的收入分别为 4.3 亿元、3109 万元、2143 万元，同比分别上升 29.9%、20.7%和 154.6%，收入占比分别为 89.11%、6.44%和 4.44%。2015 年公司柬埔寨工厂投产极大的提升了公司产能，最大年产能可达 50 万辆。随着产能和订单的增加，公司销售额快速增长，营业收入同比增长 32%。2015 年凯路仕品牌在国内销量约 7 万辆，烈风品牌于 9 月底上线全年销量约 1 万辆，国外销量共计 13 万辆，总销量同比实现翻番。其中内销车均价约为 2500 元左右，毛利率约为 29%；而外销车由于型号差异大，单价整体不超过 2000 元，毛利率约为 24%。
- ❖ **盈利方面：毛利率小幅提升和费用率微幅下降驱动公司盈利快速增长。**2015 年公司整体毛利率为 26.86%，较 2014 年 23.61%提升了 3.25pct。公司 2015 年销售费用和财务费用分别为 946 万元和 935 万元，同比分别增长 28.4%和 10.1%；销售费用率和财务费用率分别为 1.96%和 1.94%，较 2014 年的 2.02%和 2.33%分别下降约 0.06pct 和 0.39pct。得益于收入快速增长、毛利率小幅提升和费用率微幅下降，公司盈利能力大幅提升，2015 年营业利润和净利润分别为 7854 万元和 7422 万元，同比分别增长 63%和 71%；营业利润率和净利润率分别为 16.28%和 15.38%，较 2014 年分别提升 3.11pct 和 3.47pct。
- ❖ **供应链优化提升公司海外价格优势。**公司凭借在柬埔寨设立车架及零配件生产基地，实现供应链的优化。利用相对低廉的劳工成本，有效地节约了 5%的生产成本。此外，借助柬埔寨销往欧洲的零关税优势，其关税成本也下降约 5%。同时，公司 2016H1 在葡萄牙的装配工厂计划投产，最大年产能有望达 100 万辆，地理优势也料将帮助公司在欧洲市场降低约 40%~55%的物流成本。海外布局带来的产业链优化有望使公司在欧洲市场上形成巨大的价格优势，海外业务收入占比从 2014 年的 23%增加到 2015 年的 54%。我们预计 2016 年公司在海外市场将持续扩张，销量预计将达到 40 万辆，占总销量的 57%。
- ❖ **双品牌、双渠道战略带动公司业绩腾飞。**公司旗下凯路仕品牌以非专业爱好者为目标群体，依靠线下经销商渠道进行销售；烈风品牌则以专业骑行爱好者为主，采取去中间化的线上直销模式有效节约成本 35%~40%，并以市场同类产品的一半价格销售，快速获得市场和用户口碑。公司已成功举办四届的“凯路仕·烈风”杯全国山地自行车联赛大力推广公司产品，并聘请悉尼奥运冠军米格·马丁内兹为烈风品牌代言，强化烈风品牌影响力。为更好的控制成本，2016 年公司计划将暂停线下经销商渠道扩张，预计凯路仕品牌的国内销量将维持在 7 万辆左右，而烈风将凭借其价格优势成为未来业绩的主要增长点。2016 年烈风的国内销量目标为突破 20 万辆，我们预计全年营收增速有望达到 50%。
- ❖ **风险因素。**库存和流动资金管理的风险，原材料涨价风险，汇率变动风险
- ❖ **投资建议。**凯路仕依靠供应链优化，单价仅为同类产品的一半左右，未来还有望以价格优势加速抢占海内外运动休闲自行车市场份额，公司 2016 年总销量目标为 70 万辆。根据 2015 年年报，公司满足创新层所有标准。当前 7.18 元的股价和 17.4 亿元市值对应 2015 年 PE 为 11X，建议关注。

项目/年度	2013	2014	2015
营业收入 (百万元)	215.39	365.32	482.53
增长率 YOY%	N/A	69.61	32.08
净利润 (百万元)	18.99	43.50	74.22
增长率 YOY%	N/A	129.06	70.63
每股收益 (元)	1.13	2.43	0.65
PE (倍)	6	3	11

资料来源：中信数量化投资分析系统注：股价为 2016 年 4 月 19 日收盘价



当前价：7.18 元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

联系人：汤彦新

电话：021-20262146

邮件：tangyanxin@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

新三板做市指数	1248.13
总股本/流通股本	242.3/187.7 百万股
近 12 月最高/最低价	10.05 元/3.4 元
近 1 月绝对涨幅	-5.54%
近 6 月绝对涨幅	-12.79%
今年以来绝对涨幅	62.63%
12 个月日均成交额	2.54 百万元

相关研究

1. 凯路仕 (430759) 新三板公司投资价值分析报告—“双品牌双渠道”战略带动凯路仕业绩腾飞(2015-10-9)

表 1：凯路仕符合新三板创新层全部标准

分层标准	标准细则	凯路仕情况	符合情况	符合情况
标准一	1 最近两年连续盈利,且平均净利润不少于 2000 万元	2014 年净利润为 4350 万元,2015 年净利润为 7422 万元,2014-2015 两年平均净利润约 5886 万元	符合	符合
	2 最近两年平均净资产收益率不低于 10%.	2014 年扣非 ROE 为 24.66%,2015 年 ROE 为 17.92%,2014-2015 两年平均扣非 ROE 约 21.29%	符合	
	3 最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人	截止 2015 年底, 股东户数为 502 户	符合	
标准二	1 最近两年营业收入连续增长,且复合增长率不低于 50%.	2014 年营业收入为 3.65 亿元,2015 年收入为 4.83 亿元,复合增长率为 50%	符合	符合
	2 最近两年平均营业收入不低于 4000 万元	2014-2015 两年平均营业收入为 4.24 亿元	符合	
	3 股本不少于 2000 万股	截止 2015 年底, 股本为 1.21 亿股	符合	
标准三	1 最近 3 个月日均市值不少于 6 亿元	最近 3 个月日均市值为 18.5 亿元	符合	符合
	2 最近一年年末股东权益不少于 5000 万元	截止 2015 年底, 股东权益为 4.01 亿元	符合	
	3 做市商家数不少于 6 家	做市商共 17 家	符合	

资料来源: Wind, 中信证券研究部

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标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联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。