

凯路仕 (430759)

业绩略超预期，关注未来产能扩张

增持 (维持)

2016年4月7日

市场数据

报告日期	2016.4.7
收盘价(元)	7.73
总股本(百万股)	242.30
流通股本(百万股)	168.30
总市值(百万元)	1872.95
流通市值(百万元)	1300.93
净资产(百万元)	400.60
总资产(百万元)	695.56
每股净资产	3.31

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	483	802	1135	1445
同比增长(%)	32.1%	66.2%	41.5%	27.3%
净利润(百万元)	74	122	179	241
同比增长(%)	70.6%	64.2%	47.2%	34.6%
毛利率(%)	26.9%	26.1%	26.1%	27.5%
净利润率(%)	15.4%	15.2%	15.8%	16.7%
净资产收益率(%)	18.5%	23.3%	25.6%	25.6%
每股收益(元)	0.31	0.50	0.74	1.00
每股经营现金流(元)	-0.52	0.16	0.02	0.06

相关报告

凯路仕(430759): 中报如期高速增长
凯路仕(430759): 双品牌双渠道, 打造骑行运动综合服务商

分析师:

纪云涛

jiyt@xyzq.com.cn

S0190511020003

研究助理:

代云龙

daiyunlong@xyzq.com.cn

邢军亮

xingjl@xyzq.com.cn

投资要点

- 事件: 公司公布 2015 年年报: 2015 年全年公司共实现营业收入 4.82 亿元, 同比增长 32.08%, 实现归属挂牌公司股东的净利润为 7422.37 万元, 同比增长 70.63%, 实现扣非后净利润为 7176.83 万元, 同比增长 69.25%, 实现基本每股收益 0.65 元(最新股本摊薄后为 0.31 元)。
- 点评: (1) 15 年业绩略超预期, 数据验证公司战略正顺利实施。(2) 毛利率提升是公司全球供应链整合的良好表现。(3) 公司营业费用增速大幅下降, 反应经营效率提升和借助互联网实现烈风品牌渠道去中间化的成果。(4) 体育产业高速发展背景下, 凯路仕顺应行业结构升级, 看好未来产能扩展带来的高速增长。
- 盈利预测和评级: 我们看好公司未来发展, 预计公司 16-18 年的 EPS 分别为 0.50、0.74 和 1.00 元, 对应当前股价的 PE 分别为 15.4、10.4 和 7.8 倍, 维持增持评级。
- 风险提示: 产能利用率不达预期, 市场竞争加剧, 欧盟反倾销政策扩围
- 注: 凯路仕为兴业证券做市股票。

报告正文

事件

- **公司公布 2015 年年报：**2015 年全年公司共实现营业收入 4.82 亿元，同比增长 32.08%，实现归属挂牌公司股东的净利润为 7422.37 万元，同比增长 70.63%，实现扣非后净利润为 7176.83 万元，同比增长 69.25%，实现基本每股收益 0.65 元（最新股本摊薄后为 0.31 元）。

点评

- **15 年业绩略超预期，数据验证公司战略正顺利实施。**公司 15 年收入和利润增长略微超过我们在深度报告中做出的判断，很好的验证了公司正努力践行“双品牌双渠道”、“互联网去中间化”、“全球整合供应链”三大战略。
- **毛利率提升是公司全球供应链整合的良好表现。**公司 2015 年毛利率为 26.86%，较 2014 年提高了 3.25 个百分点。为了争取海外市场、规避贸易壁垒，同时进一步降低生产成本，公司开始了全球供应链整合之路，在香港设立了销售公司，在柬埔寨投资设立了生产基地，并在葡萄牙设立了欧洲装配、销售基地。借助柬埔寨和葡萄牙的人力成本优势和关税优惠，公司很好的降低了生产成本。公司产品因此可以通过更高的性价比优势，来应对其他品牌的竞争。
- **公司营业费用增速大幅下降，反应经营效率提升和借助互联网实现烈风品牌渠道去中间化的成果。**公司 2015 年销售费用同比增长了 28.40%，增速大幅下降（2014 年销售费用同比增长了 116.65%），正是公司实施“双品牌双渠道”战略的结果。一方面针对原有线下渠道，国内市场经销门店不再增加投入，同时将经销门店转变为服务点，另一方面针对线上渠道，借助互联网，以烈风品牌直接切入专业运动市场，控费和降费相结合，旨在让利给渠道和消费者。之后，借助升级为服务点的经销门店，实现线上线下业务的协同。此外，公司管理费用和财务费用分别同比增长 32.82% 和 10.08%，14 年同比增速则为 30.37% 和 46.74%，也显示出公司对管理成本的控制和成功融资对公司资产结构的优化。
- **体育产业高速发展背景下，凯路仕顺应行业结构升级，看好未来产能扩展带来的高速成长。**全民健身的国家战略下，体育等产业需求增长，骑行运动和跑步等运动一样开始展现出勃勃生机。庞大的群众基础和赛事的逐渐增多，培育出了更多的骑行爱好者，带来自行车市场的结构性机会。受益于全球中高端休闲运动自行车市场的高速增长，凯路仕借助强大且多元化的研发设计团队、全球供应链整合带来的成本优势和“双品牌双渠道”战略下商业模式的变革，通过持续的产能扩张，必然能在全球中高端休闲运动自行车市场占据一席之地。

- 盈利预测和评级：我们看好公司未来发展，预计公司 16-18 年的 EPS 分别为 0.50、0.74 和 1.00 元，对应当前股价的 PE 分别为 15.4、10.4 和 7.8 倍，维持增持评级。
- 风险提示：产能扩张不达预期，市场竞争加剧，欧盟反倾销政策扩围
- 注：凯路仕为兴业证券做市股票

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	679	905	1181	1512
货币资金	56	78	78	84
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	254	300	400	550
其他应收款	5	6	10	12
存货	202	240	300	380
非流动资产	16	28	16	15
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	12	11	10	8
在建工程	2	1	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
资产总计	696	933	1197	1528
流动负债	293	411	495	584
短期借款	135	125	128	127
应付票据	9	17	23	30
应付账款	108	158	235	289
其他	41	111	108	138
非流动负债	2	0	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	2	0	1	1
负债合计	295	411	495	584
股本	121	242	242	242
资本公积	155	34	34	34
未分配利润	115	225	387	604
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	401	522	702	943
负债及权益合计	696	933	1197	1528

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	74	122	179	241
折旧和摊销	2	2	2	2
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	9	7	6	6
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	213	76	194	235
经营活动产生现金流量	-127	40	4	13
投资活动产生现金流量	-4	-0	-0	-0
融资活动产生现金流量	176	-17	-3	-7
现金净变动	45	22	1	6
现金的期初余额	12	56	78	78
现金的期末余额	57	78	78	84

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	483	802	1135	1445
营业成本	353	593	839	1047
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	9	24	36	48
管理费用	24	38	50	70
财务费用	9	7	6	6
资产减值损失	8	5	6	6
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	79	133	196	265
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	81	135	198	267
所得税	7	13	19	26
净利润	74	122	179	241
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	74	122	179	241
BPS(元)	0.31	0.50	0.74	1.00

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性(%)				
营业收入增长率	32.1%	66.2%	41.5%	27.3%
营业利润增长率	63.2%	69.7%	47.1%	35.1%
净利润增长率	70.6%	64.2%	47.2%	34.6%
盈利能力(%)				
毛利率	26.9%	26.1%	26.1%	27.5%
净利率	15.4%	15.2%	15.8%	16.7%
ROE	18.5%	23.3%	25.6%	25.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	42.4%	44.0%	41.4%	38.2%
流动比率	2.31	2.20	2.39	2.59
速动比率	1.63	1.62	1.78	1.94
营运能力(次)				
资产周转率	89.7%	98.5%	106.6%	106.1%
应收帐款周转率	262.5%	289.7%	324.3%	304.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.31	0.50	0.74	1.00
每股经营现金	-0.52	0.16	0.02	0.06
每股净资产	1.65	2.16	2.90	3.89
估值比率(倍)				
PE	25.2	15.4	10.4	7.8
PB	4.7	3.6	2.7	2.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于15% ;
- 增持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
- 中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
- 减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyuan@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaopingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。