

# 信隆健康 (002105.SZ)

## 健康出行赛道隐形龙头，业绩进入加速期

**前言：**信隆健康卡位健康出行赛道，新冠疫情助推全球健康出行趋势兴起；国内共享出行亦进入秩序期，规范政策出台，共享出行龙头整合完毕，新产品投放或近在咫尺；与此同时，轻便电气化自行车及滑板车进入加速投放期，健康出行行业迎来产品升级机遇。我们判断，作为该行业的隐形龙头企业，公司业绩有望进入加速上扬窗口期。

**我们认为，行业大势造就出众公司，坚守主业、深耕经营的信隆健康或将在当前行业大势下，迎来重大发展机遇。**

信隆健康主营自行车配件、运动健身器材（如电动滑板车）和康复器材（如电动轮椅）的生产与销售，是全球自行车配件市场龙头。信隆健康所在健康出行赛道目前正处于红利期，一方面是全球微出行大势拉动了自行车和滑板车的需求增长，另一方面是国内共享出行步入2.0时代，秩序期的新投放或将开始。同时交通工具的轻便电气化趋势推动需求结构改善，行业迎来产品升级机遇。

**新冠疫情对全球健康出行趋势起到催化作用，促进自行车行业需求加速增长。**这一推动来自两个方向，一是民众自身选择改变，骑行外出意愿上升；二是政府出台政策倡导，助推出行习惯改变。出行选择或可延续至后疫情时代，持续利好自行车市场。

**信隆健康经营稳定，抗风险能力强，业务含金量高。**公司营收结构升级持续，毛利率具备上升空间。海外消费习惯变更与国内共享经济稳定共助信隆健康自行车配件业务规模增长。强创新能力有利于公司的未来成长。同时公司直面海外政策风险，成立越南新生产基地，积极应对中美贸易战和欧洲愈加严苛的反倾销政策。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司2020-2022年总收入为22.28/25.56/29.80亿元，同比增长13.3%/14.7%/16.6%；2020-2022年归母净利润分别为1.72/2.31/2.85亿元，分别增长310.1%/34.1%/23.5%；同期EPS为0.47/0.63/0.77元，当前股价对应PE为20.0X/14.9X/12.1X，行业红利、疫情催化与公司自身不断升级的营收结构、强大的研发能力、卓越的风险应对能力共同作用，我们认为信隆健康或将迎来重大发展机遇，公司估值在行业内横向比较偏低，首次覆盖给予“买入”评级。公司2020年归母净利润1.72亿元，给予目标价16.4元/股，对应60.2亿元目标市值，对应35X目标PE。

**风险提示：**研发能力不及预期，市场需求延续性不及预期，共享滑板车订单量不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,503	1,967	2,228	2,556	2,980
增长率 yoy (%)	-13.9	30.8	13.3	14.7	16.6
归母净利润（百万元）	11	42	172	231	285
增长率 yoy (%)	-76.1	283.9	310.1	34.1	23.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.03	0.11	0.47	0.63	0.77
净资产收益率 (%)	-1.4	4.0	21.3	22.7	22.4
P/E（倍）	314.4	81.9	20.0	14.9	12.1
P/B（倍）	6.7	6.3	5.0	3.8	2.9

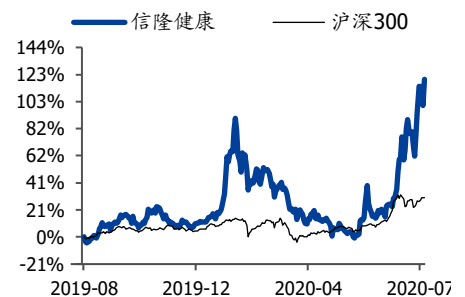
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	其他交运设备
最新收盘价	9.56
总市值(百万元)	3,522.86
总股本(百万股)	368.50
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	18.00

#### 股价走势



#### 作者

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

研究助理 马远方

邮箱：mayuanfang@gszq.com

研究助理 黄莎

邮箱：huangsha@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	972	1008	1307	1355	1728
现金	201	283	347	399	465
应收票据及应收账款	449	441	567	589	759
其他应收款	4	6	5	8	7
预付账款	13	14	16	19	22
存货	279	220	328	297	432
其他流动资产	26	43	43	43	43
<b>非流动资产</b>	685	634	666	707	764
长期投资	20	30	41	52	63
固定资产	536	481	505	538	585
无形资产	84	82	77	74	71
其他非流动资产	45	41	42	43	45
<b>资产总计</b>	1657	1642	1972	2061	2492
<b>流动负债</b>	964	915	1147	1062	1271
短期借款	508	401	582	443	543
应付票据及应付账款	356	354	426	464	574
其他流动负债	100	159	138	154	154
<b>非流动负债</b>	124	131	116	101	87
长期借款	80	88	72	57	43
其他非流动负债	43	44	44	44	44
<b>负债合计</b>	1087	1046	1263	1162	1357
少数股东权益	60	47	26	-1	-31
股本	369	369	369	369	369
资本公积	52	52	52	52	52
留存收益	89	131	230	347	497
归属母公司股东权益	509	548	684	899	1166
<b>负债和股东权益</b>	1657	1642	1972	2061	2492

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	108	269	67	348	152
净利润	-8	24	151	204	254
折旧摊销	71	75	63	72	84
财务费用	20	27	23	22	19
投资损失	4	5	0	0	0
营运资金变动	6	89	-168	56	-199
其他经营现金流	15	50	-2	-6	-6
<b>投资活动现金流</b>	-70	-67	-93	-107	-136
资本支出	60	50	21	30	47
长期投资	-34	-21	-11	-10	-11
其他投资现金流	-44	-37	-83	-86	-100
<b>筹资活动现金流</b>	-2	-122	-91	-51	-50
短期借款	87	-107	0	0	0
长期借款	13	7	-16	-15	-14
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-9	0	0	0	0
其他筹资现金流	-94	-23	-75	-36	-36
<b>现金净增加额</b>	39	83	-117	190	-34

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1503	1967	2228	2556	2980
营业成本	1298	1622	1783	2033	2370
营业税金及附加	15	18	20	23	27
营业费用	59	57	63	66	74
管理费用	92	131	136	151	164
研发费用	20	30	22	24	27
财务费用	20	27	23	22	19
资产减值损失	10	-34	0	0	0
其他收益	5	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	6	2	6	6
投资净收益	-4	-5	0	0	0
资产处置收益	-1	-4	0	0	0
<b>营业利润</b>	-9	46	183	242	305
营业外收入	12	12	15	15	15
营业外支出	3	15	9	2	2
<b>利润总额</b>	-0	43	189	255	318
所得税	8	19	38	51	64
<b>净利润</b>	-8	24	151	204	254
少数股东损益	-19	-18	-21	-27	-31
<b>归属母公司净利润</b>	11	42	172	231	285
EBITDA	101	139	275	349	420
EPS (元/股)	0.03	0.11	0.47	0.63	0.77

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-13.9	30.8	13.3	14.7	16.6
营业利润 (%)	-118.4	590.1	298.4	32.4	26.0
归属母公司净利润 (%)	-76.1	283.9	310.1	34.1	23.5
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	13.6	17.5	20.0	20.4	20.5
净利率 (%)	0.7	2.1	7.7	9.0	9.6
ROE (%)	-1.4	4.0	21.3	22.7	22.4
ROIC (%)	599.9	3.2	12.2	15.2	14.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	65.6	63.7	64.0	56.4	54.5
净负债比率 (%)	78.5	46.4	51.0	17.5	15.7
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	3.4	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	3.9	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.11	0.47	0.63	0.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.29	0.73	0.18	0.94	0.41
每股净资产 (最新摊薄)	1.38	1.49	1.86	2.44	3.16
<b>估值比率</b>					
P/E	314.4	81.9	20.0	14.9	12.1
P/B	6.7	6.3	5.0	3.8	2.9
EV/EBITDA	39.0	27.0	13.9	10.3	8.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、	行业红利期，龙头乘风起.....	5
1.1	信隆健康是全球自行车配件市场龙头.....	6
1.2	“共享”“微出行”为行业带来全新增长动能.....	7
1.2.1	“小习惯，大趋势”——微出行拉动自行车、滑板车需求.....	7
1.2.2	共享单车 2.0 时代来临，国内市场步入秩序期.....	8
1.2.3	轻便电气化为微出行提供成长新空间.....	8
1.3	轮椅行业发展向好，运动康复器材市场持续增长.....	9
二、	疫情催化全球健康出行趋势兴起.....	9
2.1	行业大势与疫情东风共振，信隆二季度业绩加速.....	9
2.2	新冠疫情促全球自行车行业需求端加速增长.....	9
2.2.1	疫情期间出于安全考量民众出行习惯改变，自行车相关需求上升.....	9
2.2.2	为避免疫情蔓延，多国政府出台政策倡导骑行，助推出行习惯改变.....	11
2.2.3	后疫情时代出行选择延续，持续利好自行车市场.....	11
三、	深耕经营，公司业务维持健康稳定增长.....	12
3.1	财务指标显示公司抗风险能力强，业务含金量高.....	12
3.1.1	公司自身经营稳定.....	12
3.1.2	公司收入含“金”量高.....	13
3.2	业务结构升级推动业绩提升.....	14
3.2.1	营收结构升级持续，毛利率具备上升空间.....	14
3.2.2	海内外市场双驱动，助自行车零配件规模效应显现.....	15
3.3	创新是公司永恒的增长动力.....	15
四、	未雨绸缪，直面海外政策风险.....	16
4.1	成立新生产基地以应对海外政策变动.....	16
五、	盈利预测、估值分析和投资建议.....	17
	风险提示.....	19

## 图表目录

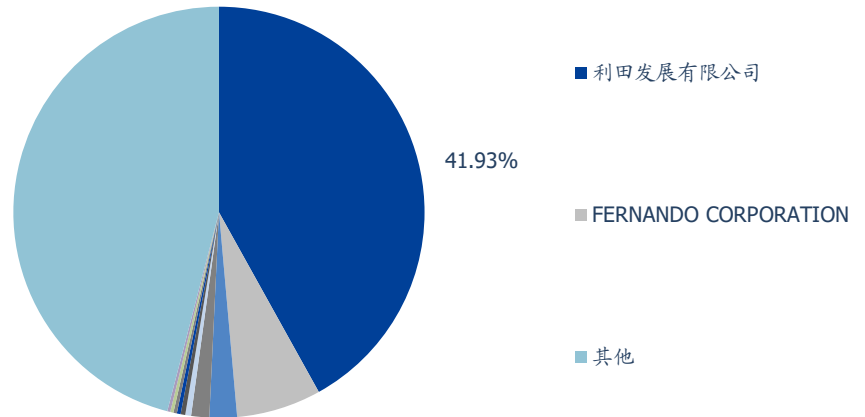
图表 1:	信隆健康股权结构 (2020 年一季度末).....	5
图表 2:	主营业务分拆 (2019).....	5
图表 3:	自行车配件主要产品示意图.....	6
图表 4:	运动健身器材主要产品示意图.....	6
图表 5:	康复器材主要产品示意图.....	6
图表 6:	2011-2022 年全球自行车市场规模预测.....	7
图表 7:	中国自行车出口情况.....	7
图表 8:	美国自行车销售额按产品来源划分 (2016).....	7
图表 9:	信隆健康分地区主营业务收入情况 (2019).....	7
图表 10:	2030 年微出行各地区市场规模估计.....	8
图表 11:	信隆健康分季度业绩表现.....	9
图表 12:	美国居民自行车购买种类意愿 (2019).....	10
图表 13:	疫情扩散假设下美国居民地铁或城铁使用意愿调查.....	10
图表 14:	2020 年 3 月美国自行车及相关服务销售额增速 (Yoy).....	11
图表 15:	意大利疫情解封后骑行通勤意愿调查.....	12

图表 16: 意大利疫情解封后骑行出行(日常需求)意愿调查	12
图表 17: 法国居民疫情后购买意愿调查	12
图表 18: 信隆健康营业总收入与增速	13
图表 19: 信隆健康毛利率与净利率情况	13
图表 20: 信隆健康三费比例	13
图表 21: 信隆健康收现比	14
图表 22: 信隆健康净利润与经营活动现金流净额对比	14
图表 23: 经营性现金流净额与净利润差异主要来源(万元)	14
图表 24: 各主营业务销售额占比	15
图表 25: 各主营业务毛利率	15
图表 26: 信隆健康研发人员数量与占比	16
图表 27: 信隆健康研发投入金额与占比	16
图表 28: 信隆健康报告期内获得专利情况	16
图表 29: 信隆健康 2019 年研发立项情况	16
图表 30: 主要产品营收增速假设	17
图表 31: 主要产品毛利率假设	17
图表 32: 可比上市公司估值	18

## 一、行业红利期，龙头乘风起

信隆健康创立于1991年10月，2003年12月15日经中华人民共和国商务部批准改制为外商投资股份有限公司，公司第一大股东是具有台资背景的利田发展有限公司，持股41.93%，第二大股东是Fernando Corporation，持股比例6.66%。

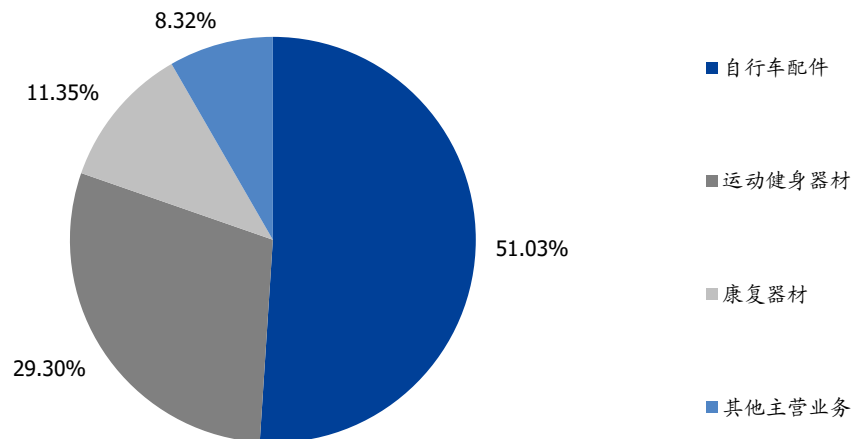
图表1：信隆健康股权结构（2020年一季度末）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

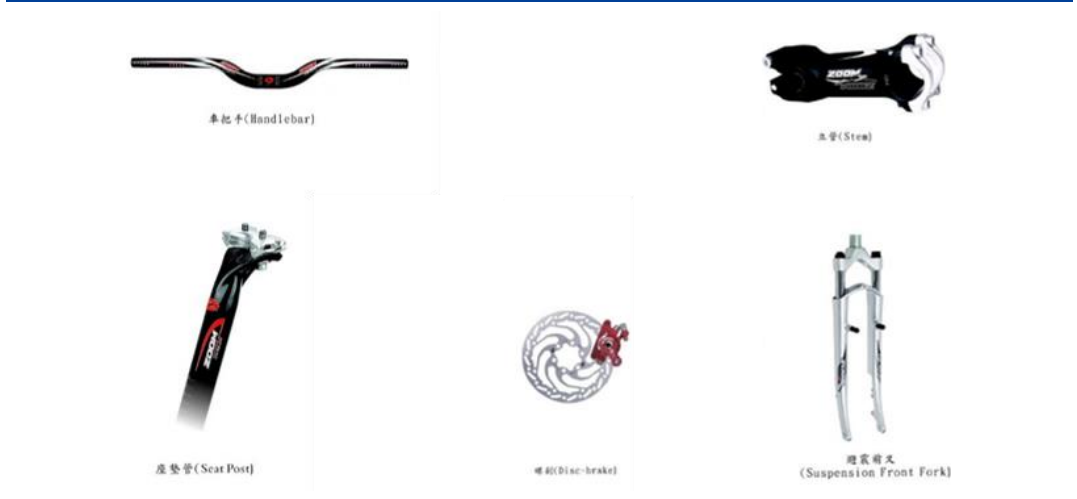
信隆健康主营自行车配件和运动健身康复器材的生产与销售。2019年公司自行车配件销售收入占业务收入的51.03%，包括前叉、车把、立管、座管、碟刹、小把手及其他产品；运动健身器材（主要为滑板车）销售收入占比为29.30%，康复器材（主要为电动轮椅）销售收入占比为11.35%。

图表2：主营业务分拆（2019）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3: 自行车配件主要产品示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 运动健身器材主要产品示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 5: 康复器材主要产品示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 1.1 信隆健康是全球自行车配件市场龙头

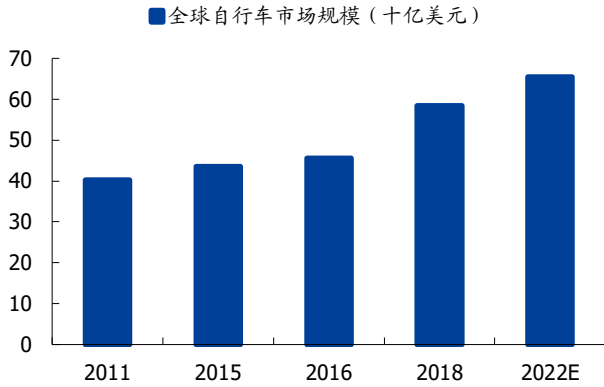
据咨询公司科尔尼预测, 全球自行车市场持续增长并将在 2022 年达到 654 亿美元。中国是摩托车与自行车零配件的出口大国, 也是最大的自行车生产基地, 占比超过 60%。据海关统计, 中国 2019 年自行车整车出口数量为 5251 万辆。以美国自行车市场为例, “中国制造”在其中占有重要地位, 2016 年的统计数据显示, 来自中国大陆和台湾地区的产品的占比为 93.5%。

信隆健康在全球自行车配件市场中位列第一。公司 2019 年生产自行车零配件 5424.56 万支, 折合成自行车大约 1356 万辆, 当年全国生产自行车 6669 万辆, 估算得到全球自行车生产量约为 11115 万辆, 因此, 我们估计信隆健康当年的市场份额约为 12%。

2019 年信隆健康约 62% 的收入来自于海外市场, 其中美洲市场贡献了 27.67% 的营收, 欧洲市场贡献了 23.29% 的营收。

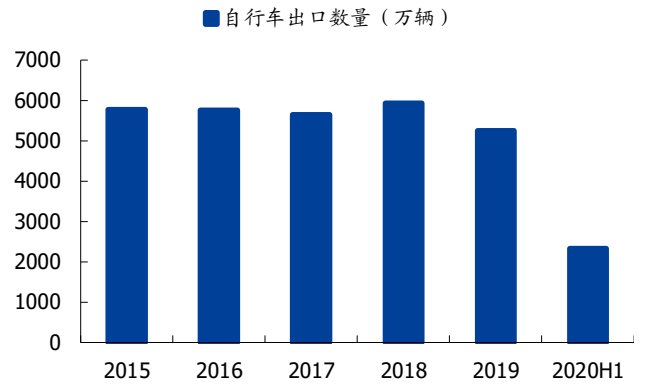


图表6: 2011-2022年全球自行车市场规模预测



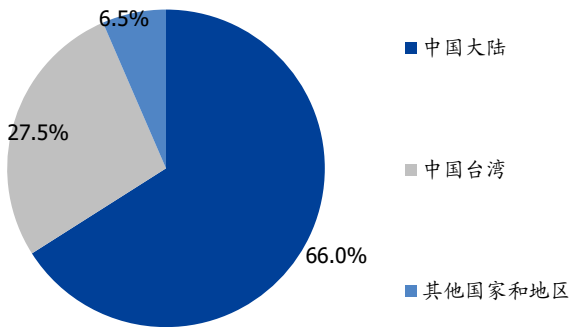
资料来源: A.T. Kearney, License! Global, NPD Group, 国盛证券研究所

图表7: 中国自行车出口情况



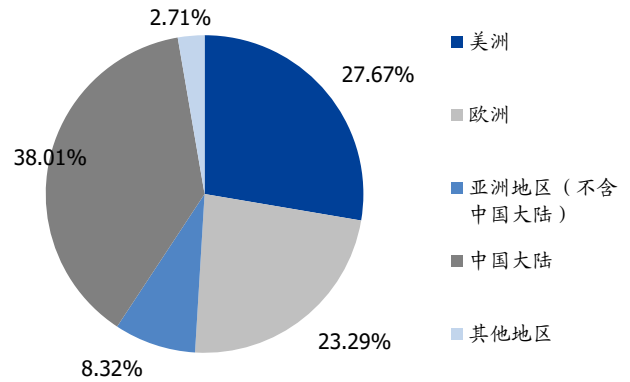
资料来源: 中国海关, 国盛证券研究所

图表8: 美国自行车销售额按产品来源划分 (2016)



资料来源: Cyclingindustry, 国盛证券研究所

图表9: 信隆健康分地区主营业务收入情况 (2019)



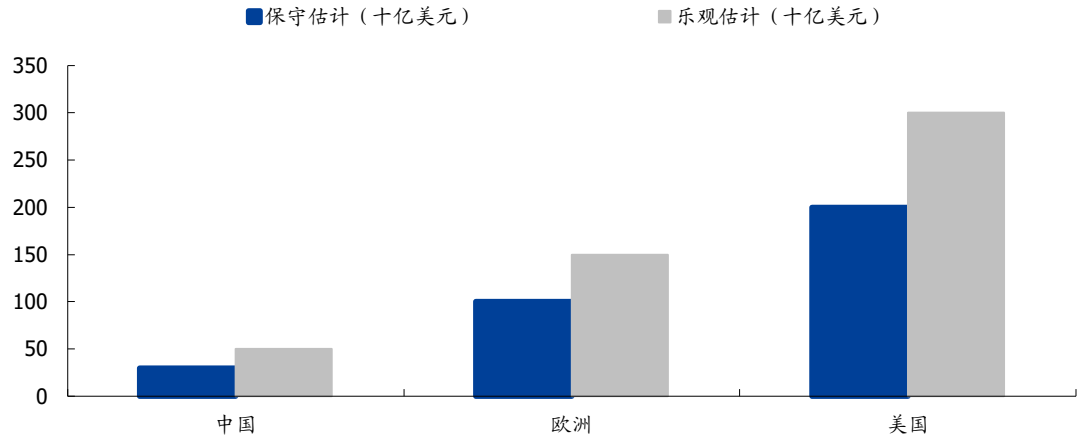
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 “共享”“微出行”为行业带来全新增长动能

### 1.2.1 “小习惯，大趋势”——微出行拉动自行车、滑板车需求

微出行是指由人或电动马达推动的、速度在50公里/小时以下的小型运输模式，使用自行车、电单车、电动滑板车出行都可被纳入这一范畴。在美国，大约60%的城市出行单程距离都在5英里或以内。麦肯锡在2019年对2030年微出行市场规模做了预估，在保守情境下，中国、欧洲和美国的微出行市场规模分别为300、1000与2000亿美元，而在乐观情境下，这一数值将达到500、1500和3000亿美元。

图表 10: 2030 年微出行各地区市场规模估计



资料来源: 麦肯锡, 国盛证券研究所

微出行常常与共享经济挂钩, 据麦肯锡统计, 从 2015 年开始, 共享微出行领域的累计投资额已超过 57 亿美元。

### 1.2.2 共享单车 2.0 时代来临, 国内市场步入秩序期

从 2015 年开始的以“高调铺车”与“资本竞赛”为特征的共享单车 1.0 时代在监管介入的 2017 年中, 逐渐步入尾声。接续其出现的是与互联网头部企业绑定的管理更加精细化的共享单车 2.0 时代。

据交通运输部科学研究院发布的报告显示, 2017 年我国共享单车总投放量已超过 2000 万辆, 其中 2017 年单年度投放量超 1000 万辆。为减轻城市空间压力, 从 2017 年中开始, 各城市纷纷出台政策控制共享单车数量, 禁止再投放新单车。

“限投令”虽然有效控制了共享单车数量, 但由于行业格局的变化, 大批企业被淘汰出局, 出现了“人没车骑, 车没人骑”的新情况。因此, 监管部门对以往政策再审视, 逐步以考核或招标的方式解禁, 对共享单车采取“政府与企业联合、多元化管理”的策略, 市场进入秩序期。

### 1.2.3 轻便电气化为微出行提供成长新空间

微出行大趋势与交通工具轻便电气化是相辅相成的。选择微出行人群的核心诉求是用更便宜快捷的方式解决拥挤城市中的最后一公里, 而轻便电气化的交通工具为微出行开辟了发展的可能。

为微出行服务的电气化交通工具包含两个品类, 一是电动滑板车, 一是电动自行车。电动滑板车在欧美地区深受民众喜爱且没有上路限制。目前国内尚未出台关于电动滑板车的统一标准, 按现有道路交通安全法界定, 电动滑板车既不属于机动车, 也不属于非机动车, 性质和“玩具”、“运动器械”类似, 不具备路权。北京、上海、广州等地也出台有地方政策限制电动滑板车上路。但电动滑板车、平衡车等代步工具在国内有一定的群众基础, 若政策放开, 内销市场将十分广阔。

电动自行车是装配有充电电池和马达的传统自行车, 于 1993 年最先在日本获得商业成功, 中国大陆市场后来居上, 欧洲和北美则更晚引入电动自行车, 但增长迅速。据自行车生产巨头捷安特披露, 2018 年上半年欧洲之所以成为增长最快的市场, 是得益于电动自行车销售的拉动。Navigant Consulting 与 Bloomberg 预测全球电动自行车市场的规模在 2025 年有望达到 243 亿美元, 而这一数值在 2016 年只有 157 亿美元。

在“微出行”转向轻便电气化后, 共享电动自行车和共享电动滑板车在美国兴起并高速发展, 成为微出行供货商的首选。有资料显示美国自 2018 年起共享电动滑板车骑行量已经超过共享自行车。预计未来几年增长还将持续增加, 并且会带动共享消费者购买个



人版的电动滑板车。

轻便电气化的趋势为自行车零配件厂家提供了新的成长空间。电动自行车与电动滑板车的零配件附加值更高，厂家可以由此实现更高的毛利率。

### 1.3 轮椅行业发展向好，运动康复器材市场持续增长

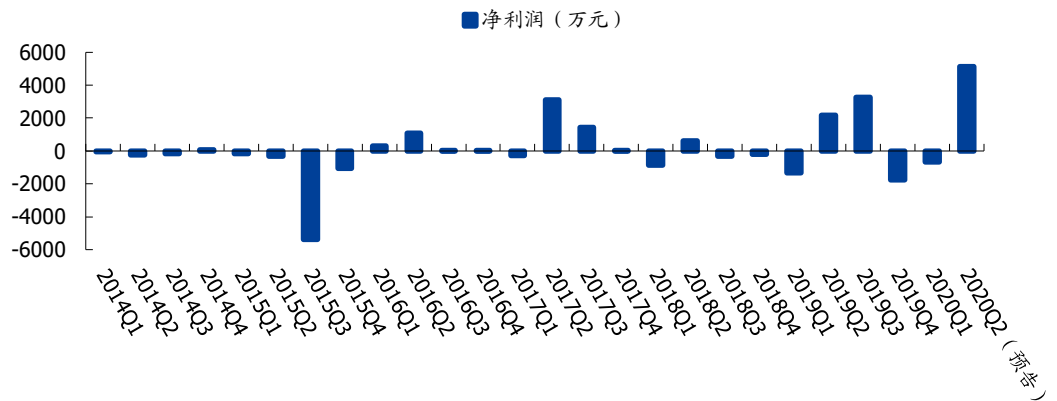
近年来，中国轮椅行业发展趋势向好，而电动轮椅作为轮椅的升级产品，得到了迅速发展，市场需求也在进一步扩大。2014年电动轮椅市场规模仅为14.7亿元，至2019年，中国电动轮椅市场规模高达98.2亿元，同比2018年增长了37.5%。随着全球老龄化进程的不断加快，以及伤残人士对轮椅需求的持续增加，全球轮椅市场发展持续向好，而电动轮椅作为轮椅的细分领域，受益于消费升级，近年来也得到了迅速发展。电动轮椅对于传统轮椅的替代率仍有很大空间，并且电动轮椅的使用率提升将大幅提高轮椅的市场规模。

## 二、 疫情催化全球健康出行趋势兴起

### 2.1 行业大势与疫情东风共振，信隆二季度业绩加速

信隆健康2020年中期业绩预告在4000万元到5000万元之间，预计二季度单季度业绩可达4650万元到5650万元之间，取中值计算同比增长为104%。优异的业绩表现主要得益于疫情影响下，二季度欧美市场自行车销量大幅增加，公司的自行车配件订单相应增加。

图表 11: 信隆健康分季度业绩表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.2 新冠疫情促全球自行车行业需求端加速增长

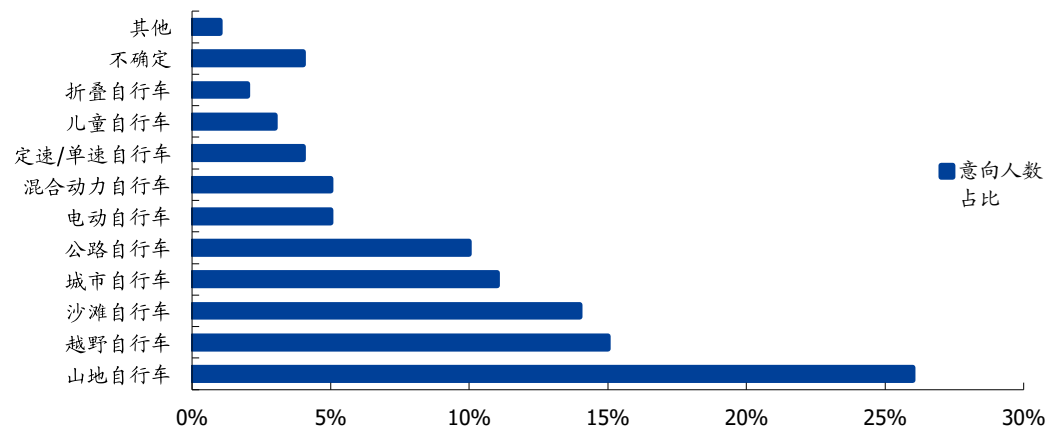
#### 2.2.1 疫情期间出于安全考量民众出行习惯改变，自行车相关需求上升

民众选择骑行外出的意愿上升，自行车(含电动自行车)取代其他交通方式成为短距离出行的优先选择。

在欧美市场中，消费者原先更看重的是其健康与健身功效，而非出行这一基本功能。在

Statista 2019 年的一份调研中我们可以看出，美国居民偏爱专业的山地自行车与越野自行车，二者相加占比达到 41%，通勤用的沙滩与城市自行车占比相加不过 25%。

图表 12: 美国居民自行车购买种类意愿 (2019)

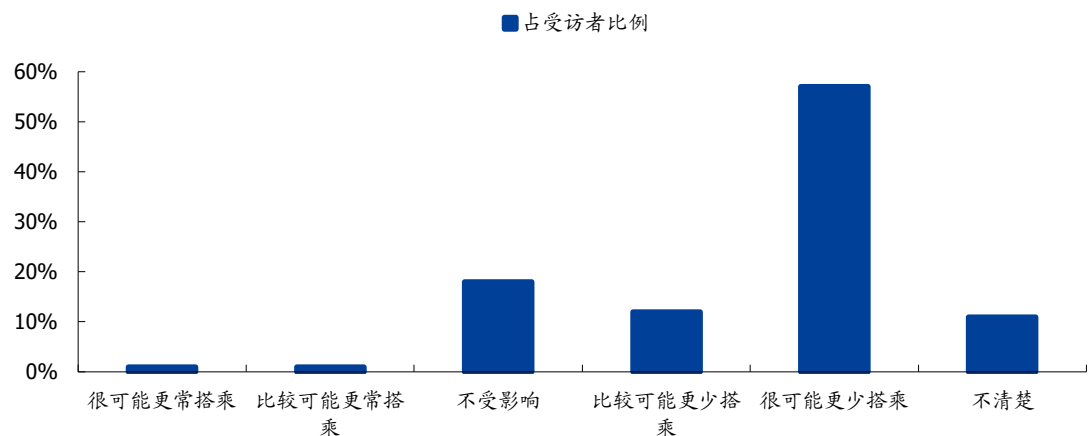


资料来源: Statista, 国盛证券研究所

但新冠肺炎疫情的爆发使多地公共交通被迫停运或减少运行，控制社交距离成为生活必需，出行方式选择受限，而自行车（含电动自行车）由于具备灵活性与天然的开放性，在疫情期重新进入了大众视野。

据 Morning Consult 的调研结果显示，在美国疫情扩散的假设下，有 69% 的居民表示他们比较可能或很可能更少搭乘地铁或城铁出行。85% 的美国人认为在疫情期，骑自行车出行比搭乘其他公共交通工具更安全。

图表 13: 疫情扩散假设下美国居民地铁或城铁使用意愿调查



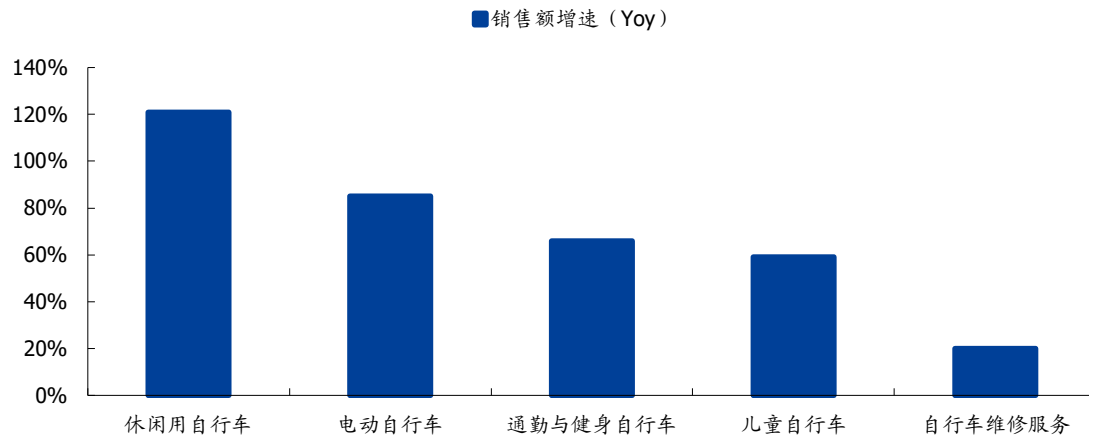
资料来源: Morning Consult, 国盛证券研究所

消费者出行习惯的变动直接推高了美国自行车及相关服务市场的表现。2020 年 3 月美国自行车及相关服务市场的总销售额在疫情催化下同比增长较快，休闲用自行车销售额同比增长 121%，电动自行车增长 85%，通勤与健身用车增长 66%，儿童自行车增长 59%，自行车服务和维修增长 20%。

这一轮市场的增长在 4 月得到了延续。调研机构 NPD Group 表示，美国自行车市场 4 月的销售规模原先预计会落在 5.50 亿美元到 5.75 亿美元之间，但实际则达到了 10 亿美元，实现了 75% 的同比增长，是历史上单月销售额的最高点。品类中增速最大的是基本款成人用自行车，单价相对较低，这也从侧面证实了此番增长的主要驱动力来自于广泛

的、家庭需要的增长，而非专业运动员和骑行爱好者的需求提升。

图表 14: 2020 年 3 月美国自行车及相关服务销售额增速 (Yoy)



资料来源: The NPD Group, Trek, Engine Insights, 国盛证券研究所

### 2.2.2 为避免疫情蔓延，多国政府出台政策倡导骑行，助推出行习惯改变

为加强复工复产阶段的疫情防控，避免聚集传播，已有多个国家出台多项政策倡导民众骑自行车出行，在促进自行车销售的同时，也加快了民众出行习惯改变的步伐。

在美洲，政府采取的方式是提供更多可用的自行车道来鼓励自行车出行。

美国费城关闭了 7 公里的机动车路段，明尼阿波利斯、丹佛、路易斯维尔采取了安装临时自行车道的措施，纽约市则在曼哈顿区和布鲁克林区增加了近 1.6 公里的临时性有隔离的自行车道，并尝试关闭相关道路的机动车交通。哥伦比亚首都波哥大尝试全天候开放其 35 公里长的自行车路网，墨西哥首都墨西哥城提出了 120 多公里的临时自行车基础设施计划，加拿大温哥华和卡尔加里也有安装临时自行车道的计划。

在欧洲，政府更多采取补贴的形式来引导民众使用自行车替代公共交通。

2020 年 5 月，意大利政府宣布，在复工复产阶段，为了鼓励城市绿色出行，将会对购买自行车、滑板车、电动自行车的民众提供高达售价 60% 的补贴，最高补贴限额为 500 欧元，此政策从 2020 年 5 月 4 日开始实施，至 2020 年 12 月 31 日结束。

法国政府则于 2020 年 4 月底设立了“自行车基金”，用以负担骑行者的自行车修理费报销、雇主付给骑自行车通勤员工的交通补贴、地方政府的自行车临时车位安装费用补贴，以及自行车临时车道的建设费用。该项基金初始金额为 2000 万欧元，6 月底提升至 6000 万欧元。

德国政府选择重画道路标识，扩充临时自行车道，以满足民众安全骑车的需求。

英国政府 2020 年 6 月 4 日宣布将推出每张价值 50 英镑的自行车代金券，并实施免税购买自行车计划，通过节省费用鼓励更多人骑行上班。

### 2.2.3 后疫情时代出行选择延续，持续利好自行车市场

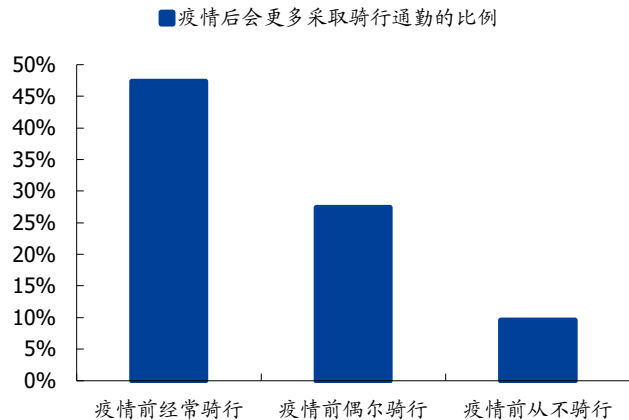
出行习惯变动的影响并非瞬时的，一般具有延续性，后疫情时代的自行车市场仍会因此受益。2020 年 5 月市场调研机构 YouGov 在意大利的一份调查报告显示，意大利民众在城市解封后骑行意愿比解封前有所上升。

这一调查在三个群体内进行，一组在疫情前即有经常骑行的习惯，一组是疫情前偶尔骑行的群体，一组是疫情前从不骑行的受访者，调查问题是“你在疫情解封后会更多使用自行车进行通勤/日常出行？”在良好骑行习惯的人群中，疫情解封后会更多采取骑行通勤的比例在 47% 左右，接近半数，这一组中表示会更多选择骑行出行以满足日常需求的也最多，达到 80%。在疫情前偶尔骑行的人群中，会更多选择骑行通勤的占比为 27%，更多以骑行满足日常需要的占比为 50%。疫情前从不骑行的人群中二者占比分别

为10%与15%。

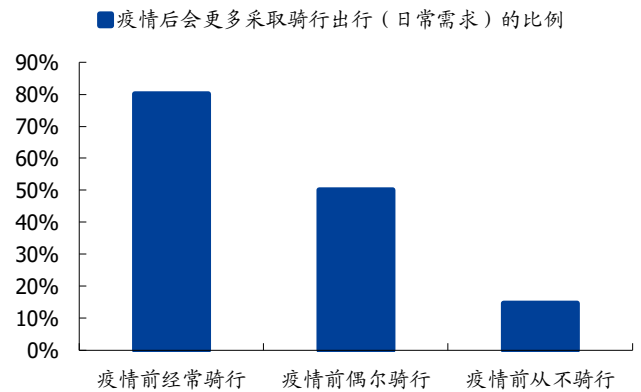
与骑行相似的是，滑板使用者中有19%的人表示在疫情解封后他们会更经常使用滑板，34%的滑板使用者表示他们使用滑板的频率将和以前保持一致，只有17%的滑板使用者表示他们会更不经常使用滑板。

图表 15: 意大利疫情解封后骑行通勤意愿调查



资料来源: YouGov Italy, 国盛证券研究所

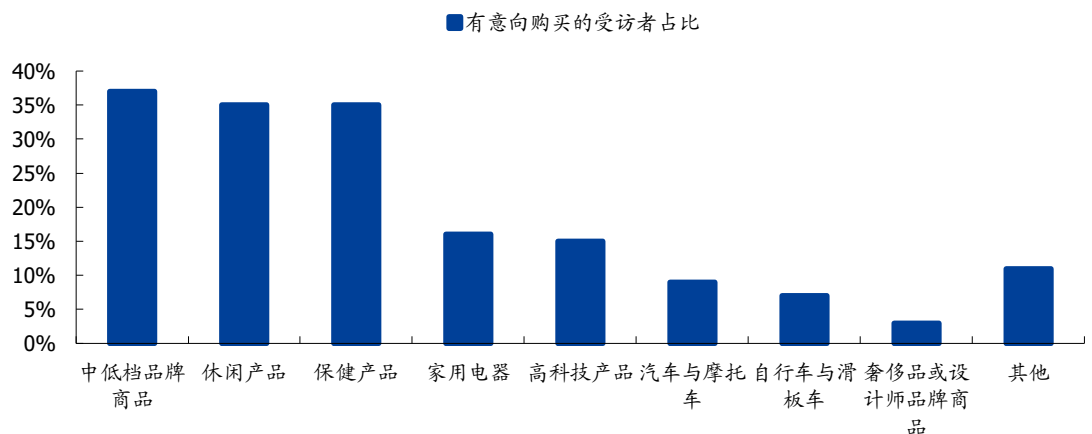
图表 16: 意大利疫情解封后骑行出行(日常需求)意愿调查



资料来源: YouGov Italy, 国盛证券研究所

疫情后自行车与滑板车相关商品的意向购买者在法国的一项调研中占到了总受访者的7%，表明出行习惯同时也会影响疫情后民众的消费习惯。

图表 17: 法国居民疫情后购买意愿调查



资料来源: OpinionWay, 国盛证券研究所

### 三、深耕经营，公司业务维持健康稳定增长

#### 3.1 财务指标显示公司抗风险能力强，业务含金量高

##### 3.1.1 公司自身经营稳定

信隆健康的营收除2015及2018年特殊情况外，维持平稳增长。

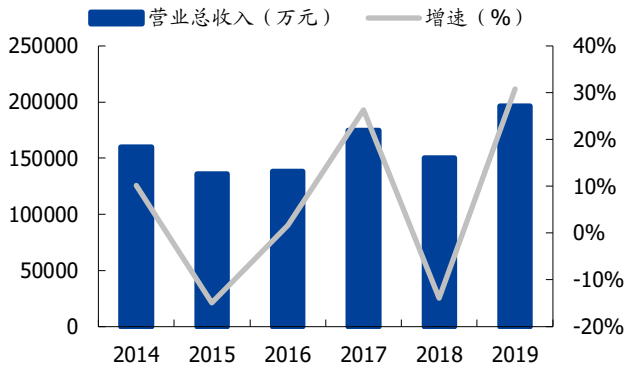
2015年收入下滑主因是持续呈现的经济下行压力使得全球市场需求持续低迷，整车厂的

备货意愿下降。净利率受管理费用中的一次性补偿金拖累，表现欠佳。去除一次性补偿金影响后，当年的净利率为-1.1%。

2018年营收下降是由于共享单车市场在政策介入后出现衰退，公司共享单车营收比上年同期下降48.57%，但总营收仅下降13.88%，这是因为2018年下半年公司开拓了共享滑板车业务，获取了小米、LimeBike等公司的订单，说明信隆健康具备较强的抗风险能力，能在市场动荡中迅速开拓新业务。

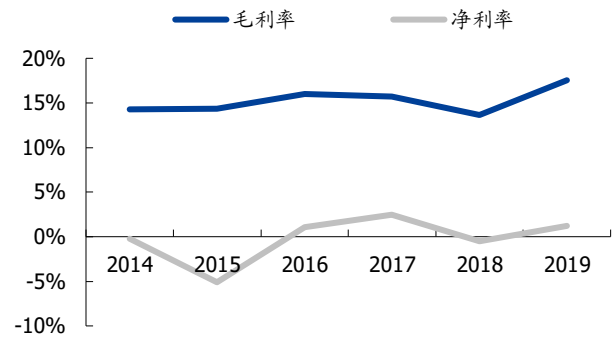
信隆健康2019年的毛利率为17.5%，历年毛利率稳中有升。

图表 18: 信隆健康营业总收入与增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

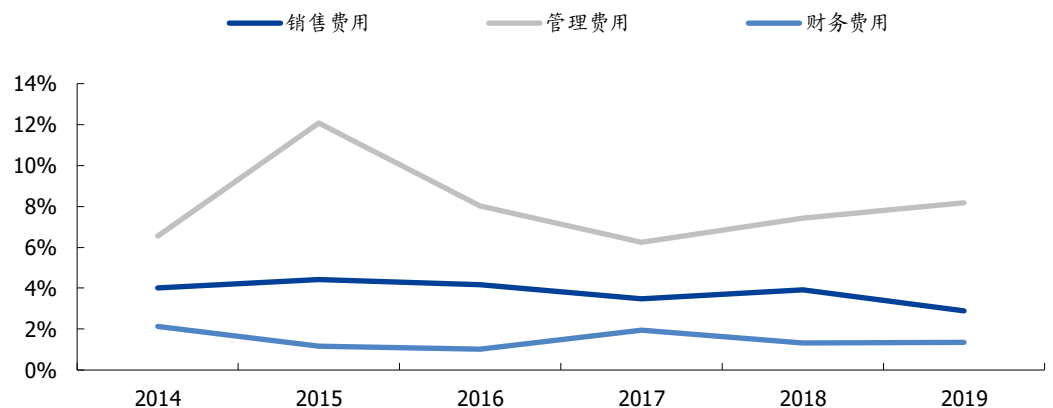
图表 19: 信隆健康毛利率与净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

信隆健康三费中占收入比最高的是管理费用，其管理费用率在6.0%-8.5%之间波动，销售费用率近年有所下降，从4%左右下降至3%左右，财务费用率低于2%。2015年管理费用率远高于其他年份的原因是2015年龙华厂搬迁，公司支付员工一次性经济补偿金5400.39万元，全部计入了当期管理费用，刨除这一部分后，管理费用率为8.1%，和其他年份相仿。

图表 20: 信隆健康三费比例

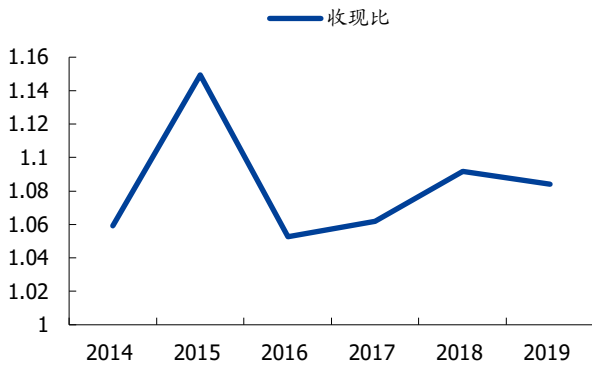


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.1.2 公司收入含“金”量高

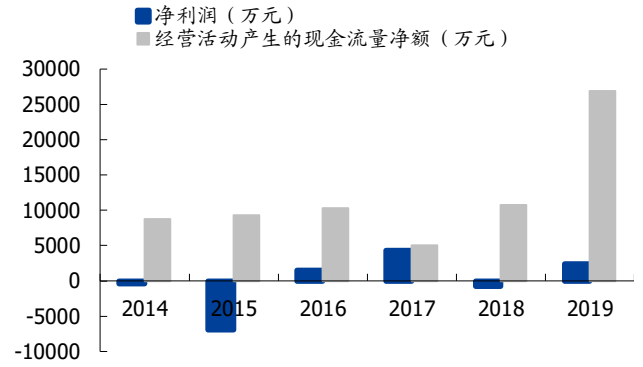
信隆健康收现比高于1，近年来仍有提升。公司经营性现金流净额常年高于净利润，体现出公司业务质量高的特点，其真实盈利能力或强于利润表体现。

图表 21: 信隆健康收现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 信隆健康净利润与经营活动现金流净额对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 经营性现金流净额与净利润差异主要来源 (万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净利润	-391.29	-6,942.29	1,461.71	4,300.27	-778.19	2,383.17
资产减值准备	816.71	1,035.96	782.44	652.26	963.35	4,154.77
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,771.81	5,955.78	5,994.45	5,952.64	6,587.06	7,105.21
无形资产摊销	396.38	423.69	391.29	381.38	394.70	256.73
长期待摊费用摊销	273.09	231.68	290.35	292.86	118.35	108.66

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

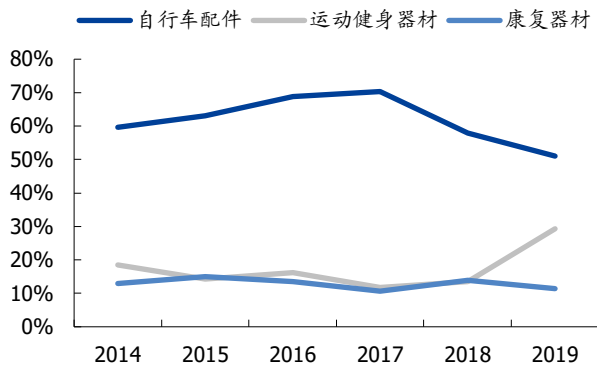
## 3.2 业务结构升级推动业绩提升

### 3.2.1 营收结构升级持续, 毛利率具备上升空间

信隆健康毛利率较高的运动健身康复器材产品销售额占比逐步提升, 这是公司毛利率提升的核心原因。信隆健康运动健身康复器材业务收入占比从 2014 年的 31.42% 增长到 2019 年的 40.65%, 符合公司近年的经营目标, 也即将运动健身康复器材营收占比提高至 50%。

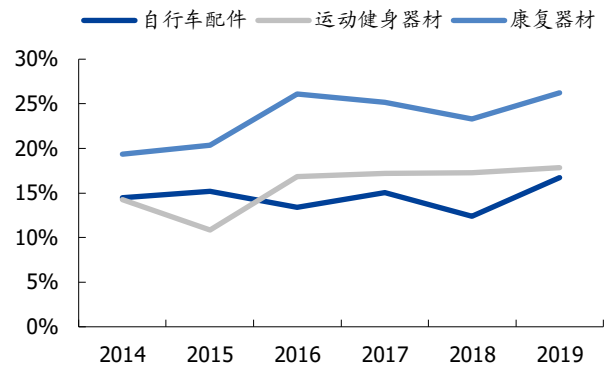


图表 24: 各主营业务销售额占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 各主营业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分产品来看, 运动健身康复器材的毛利率从2014年的16.34%到2019年的20.18%, 两项产品毛利率近年来均稳定提升。其中毛利率较高的是康复器材(以电动轮椅为主), 从2014年的19.35%提升到2019年的26.23%, 运动健身器材(以滑板车为主)的毛利率略低, 从2014年的14.24%增长到2019年的17.84%。

运动健身康复器材中产品销售结构也有变化。受益于微出行趋势, 2019年电动滑板车迅猛崛起, 带动运动健身器材销量大幅上涨。微出行趋势有望延续, 因此运动健身康复器材占总营收的比例仍有提高可能。

除此之外, 自行车配件的毛利率从2014年的15.19%提高到2019年的16.72%, 仍然低于运动健身康复器材的毛利率, 但二者之间的差值有收窄的趋势。这是由于附加值较高的电动自行车配件在自行车配件业务中占比有所提升, 目前约为15%。轻便电气化趋势表明电动自行车将是未来自行车发展的主要方向, 因此自行车配件业务的毛利仍可上行。

### 3.2.2 海内外市场双驱动, 助自行车零配件规模效应显现

海外消费习惯变更与国内共享经济稳定, 共助自行车配件业务增长。

海外市场中, 新冠肺炎疫情期间民众的避险心理与政府的政策扶持共同催化了大众出行习惯的改变, 这不仅在短时间内直接拉高了自行车市场的表现, 后疫情时代仍将延续。国内市场中, 共享单车进入秩序期, 2.0时代来临。目前与信隆健康合作的共享单车品牌主要是摩拜、滴滴等, 与哈啰出行的合作正在商谈中。2019年信隆健康共享业务营收50,239.62万元, 相比上年度共享营收17,067.18万元, 增长了194.36%。

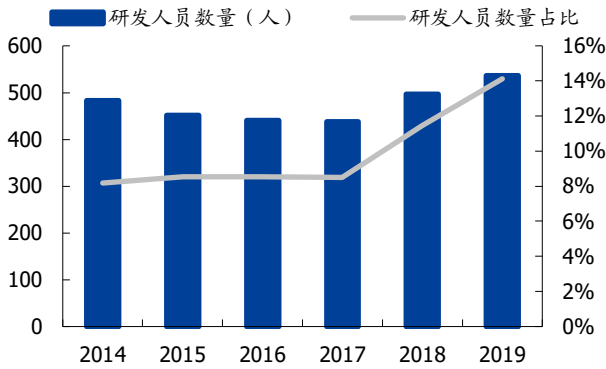
自行车零配件业务营收提升, 将使该业务规模效应显现, 毛利率提升。

### 3.3 创新是公司永恒的增长动力

信隆健康拥有强大的创新能力, 公司近年研发人员占比不断提升, 创新能力存在内源驱动。信隆健康2019年共立项31项研发项目, 其中17项是自行车配件项目, 9项是运动健身器材项目, 5项是康复器材。

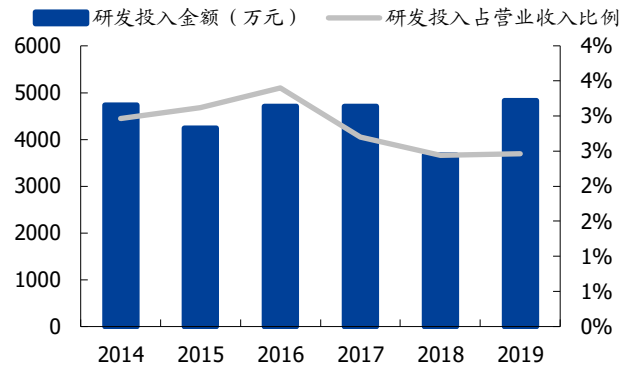
创新有利于信隆健康未来成长。对自行车配件的研发投入有利于公司所售单品单价的提升, 从而带来更高的毛利。对运动健身器材的研发投入能帮助信隆健康紧跟电动滑板车市场的新趋势, 更好适应市场, 取得更多订单。

图表 26: 信隆健康研发人员数量与占比



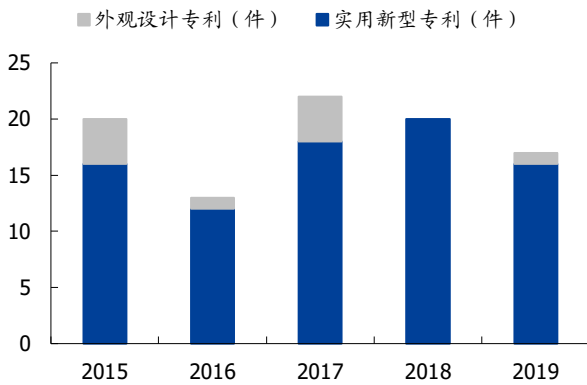
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 信隆健康研发投入金额与占比



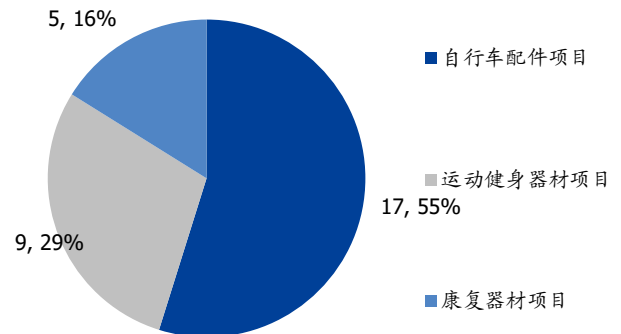
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 信隆健康报告期内获得专利情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 信隆健康 2019 年研发立项情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 四、未雨绸缪，直面海外政策风险

### 4.1 成立新生产基地以应对海外政策变动

信隆健康既受到欧盟对自中国进口的自行车征收反倾销关税影响，也会受到美国 2000 亿惩罚性关税的影响。

欧盟自 1993 年开始对进口的中国普通自行车征收反倾销关税，2019 年 8 月决定将反倾销关税延长五年。2013 年开始这一反倾销关税也适用于印度尼西亚、马来西亚、斯里兰卡和突尼斯，2015 年扩展至柬埔寨、巴基斯坦和菲律宾。欧盟 2019 年 1 月开始对从中国进口的电动自行车征收 18.8% 到 79.3% 的关税。

2019 年 5 月，美国宣布对自行车包含自行车配件在内的 2000 亿美元中国商品加征惩罚性关税。但美国自行车行业对中国制造依赖性强，关税带来的额外成本多数被转嫁给终端消费者，对自行车零配件业务的毛利率影响不大。

为了应对中美贸易战以及欧洲越来越严苛的反倾销政策，公司于 2018 年下半年在越南成立第四个生产基地。公司为了实现在中国华南、华东和华北这几个重要自行车产业基地的战略布局，先后设立了深圳信隆、太仓信隆和天津信隆三个主要生产基地，其中太仓信隆因为华东市场订单量巨幅下滑所以经营策略进行了调整，决定停产并转型为经营

自有资产出租业务。这从侧面说明公司的产能充足，即使未来市场提量仍然能够从容应对。

## 五、盈利预测、估值分析和投资建议

“共享”和“微出行”概念发展带来的行业红利、疫情催化下民众出行习惯的改变与自行车行业需求端的加速增长，共同构筑起信隆健康所处的平坦赛道。

我们对信隆健康 2020-2022 年盈利预测做出如下假设：

**主营业务收入：**我们预计自行车配件业务 2020-2022 年收入同比分别增长 12.9%/6.2%/6.8%至 13.18/13.99/14.95 亿元，运动健身康复器材收入同比分别增长 13.9%/27.1%/28.4%至 9.10/11.57/14.85 亿元。

图表 30：主要产品营收增速假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
自行车配件	15.0%	12.9%	6.2%	6.8%
运动健身康复器材	95.0%	13.9%	27.1%	28.4%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**毛利率：**由于自行车零配件业务在海内外市场双驱动下规模效应或将显现，运动健身康复器材销售占比有所提升，我们预测 2020-2022 年综合毛利率分别提升至 20.0%/20.4%/20.5%。

图表 31：主要产品毛利率假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
自行车配件	15.7%	18.2%	18.7%	18.3%
运动健身康复器材	20.2%	22.6%	22.6%	22.6%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 32: 信隆健康盈利拆分

1、自行车配件	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	<b>1,167.12</b>	<b>1,317.54</b>	<b>1,398.83</b>	<b>1,494.61</b>
yoy	15.0%	12.9%	6.2%	6.8%
成本(百万元)	983.55	1,078.00	1,137.62	1,220.70
毛利率(%)	15.7%	18.2%	18.7%	18.3%
销量(万支)	5,428.08	5728.08	5828.08	5978.08
增长(万支)	125.01	300.00	100.00	150.00
单价(元)	21.50	23.00	24.00	25.00
单价变动(元)	2.37	1.50	1.00	1.00
单成本(元)	18.12	18.82	19.52	20.42
单成本变动(元)	1.23	0.70	0.70	0.90
2、运动健身康复器材	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	<b>799.48</b>	<b>910.28</b>	<b>1,156.74</b>	<b>1,485.37</b>
yoy	95.0%	13.9%	27.1%	28.4%
成本(百万元)	638.14	704.62	895.40	1,149.77
毛利率(%)	20.2%	22.6%	22.6%	22.6%
销量(万支)	110.80	110.80	140.80	180.80
增长(万支)	-14.40	-	30.00	40.00
单价(元)	721.55	821.55	821.55	821.55
单价变动(元)	394.07	100.00	-	-
单成本(元)	575.94	635.94	635.94	635.94
单成本变动(元)	314.96	60.00	-	-
汇总	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	<b>1,966.59</b>	<b>2,227.82</b>	<b>2,555.57</b>	<b>2,979.97</b>
yoy	30.8%	13.3%	14.7%	16.6%
成本	1,621.68	1,782.62	2,033.01	2,370.47
毛利率	17.5%	20.0%	20.4%	20.5%
归母净利润(百万元)	<b>42</b>	<b>172</b>	<b>231</b>	<b>285</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**可比公司比较估值分析:** 我们选择八方股份、春风动力、乐歌股份作为信隆健康的可比公司, 得到其 2020 年平均 PE 为 52.5X。这三家公司均为行业内龙头企业, 信隆健康业务处在起步状态, 相较于龙头企业估值上存在一定折价。公司 2020 年归母净利润 1.72 亿元, 给予信隆健康目标价 16.4 元/股, 对应 60.2 亿元目标市值, 对应 35X 目标 PE。

图表 33: 可比上市公司估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
信隆健康	<b>81.9</b>	<b>20.0</b>	<b>14.9</b>	<b>12.1</b>
八方股份	60.4	53.1	37.9	28.5
春风动力	70.8	58.3	41.4	30.6
乐歌股份	86.4	41.2	32.4	26.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年总收入为 22.28/25.56/29.80 亿元，同期 EPS 为 0.47/0.63/0.77 元，当前股价对应 PE 为 20.0X/14.9X/12.1X，公司估值在行业内横向比较偏低，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

**研发能力不及预期。**研发能力不足会影响公司未来毛利率提升。

**市场需求延续性不及预期。**目前欧美自行车热度正高，若增长势头不可持续则会影响公司自行车配件的销售规模。

**共享滑板车订单量不及预期。**共享滑板车订单量不足会影响公司运动健身器材的销售规模，从而影响公司业绩。

### 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所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：021-38934111

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