

雅迪控股(01585.HK)

深度报告

公司研究——所属行业——多业态零售

价格战历练出的王，智能化与出海再启航

——智能短交通龙头研究（一）：雅迪控股覆盖报告

✎ : 马莉 执业证书号: S1230520070002 陈腾曦 执业证书号: S1230520080010
☎ : 021-80105934 021-80105934
✉ : mali@stocke.com.cn chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

雅迪控股是智能短交通赛道龙头，短期受益“新国标”驱动行业集中度提升红利，长期在行业智能化与出海趋势中望更进一竿。

投资要点

□ 短期受益“新国标”，需求仍在加速释放中

根据前瞻产业研究院数据，预计2020-2024年，“新国标”驱动的需求增量分别为500/1500/2500/3000/2500万辆。根据新国标各地过渡期及其销量推算，22年-23年新国标对需求的催化将呈现加速。雅迪控股作为业内龙头，将持续受益“新国标”需求红利，22-23年保持高速增长。

□ 借势“智能化”，产品力提升+品牌深化，望成就“更高端的电动车”

随着电机和电池技术发展对人们里程焦虑的缓解，需求端逐步要求短交通核心功能“智能化”——“便捷”“流畅”“安全”。公司在产品和品牌端持续发力，望在行业智能化趋势中成为“更高端的电动车”，单价&毛利率提升可期。产品端，产品力提升+结构升级。雅迪2018年起逐步精简SKU，逐步淘汰“通路”车型，主推自研车型同时配备不同程度智能化功能；同时公司加大研发力度，目前已发布TTFAR系统2.0版本，在性能与智能方面占据优势。

品牌高端化发力，划分系列条线，孵化高端“智能”品牌，“冠能”“冠智”分别主打性能和智能，二者作为中高端主力持续深耕“高线”城市；全新子品牌“VFLY”定位城市出行，依托品牌专营店发力一线。品牌势能积聚，从公益到国潮到综艺/明星代言，19年签“硬汉”范·迪塞尔为代言人，21年冠名《极限挑战》。

□ 海外“电气化”进程加码+RCEP助力东南亚，公司出海征程值得期待

欧美对电动两轮车补贴持续加码，助力电动两轮车市场渗透率提升；②印度+东南亚陆续出台禁摩限摩政策和电气化补贴，此外RCEP签订削减电动两轮车出口至东南亚的关税，或助推电动两轮车逐步替代东南亚市场燃油摩托车。雅迪自07年布局出海，19年投产首个海外生产基地越南北江，年产量达20万台/年，并计划在未来3年内提升至50万台/年。截止2021年雅迪在越南共有306家门店，公司出海征程值得期待，望开启第二成长曲线。

□ 盈利预测及估值：给予“买入”评级

公司为智能短交通品牌龙头，小牛电动、爱玛科技、新日股份、九号公司等同为短交通品牌企业；可比公司2023年平均估值为PE 19.0X。预计2021-2023年公司营收264.69/342.17/421.08亿元，同增36.72%/29.27%/23.06%，归母净利润13.77/19.35/25.28亿元，同增43.83%/40.51%/30.64%，当前市值对应PE为17.87/12.71/9.73X。按照雅迪控股智能短交通品牌龙头定位，目标估值中枢PE 20X，当前存在低估，给予“买入”评级。

□ 催化剂：原材料价格下降、智能化需求超预期。

□ 风险提示：下游产品需求不及预期；海外市场开拓不及预期。

评级

买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥10.10

单季度业绩

元/股

1H/2021	0.21
2H/2020	0.20
1H/2020	0.13
2H/2019	0.11



公司简介

雅迪控股是中国领先的电动两轮车品牌。公司自2009年起连年获中国轻工业联合会评为「中国轻工业电动自行车行业十强企业」第一位。

相关报告

报告撰写人：陈腾曦

联系人：陈腾曦

证券研究报告

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	19,360	26,469	34,217	42,108
(+/-)	62%	37%	29%	23%
净利润	957	1,377	1,935	2,528
(+/-)	85%	44%	41%	31%
每股收益 (元)	0.32	0.46	0.65	0.84
P/E	40.76	17.87	12.71	9.73

正文目录

1. 雅迪控股：电动自行车行业领航者.....	6
1.1. 发展历程：聚焦电动两轮车，二十五年铸一剑.....	6
1.2. 产品逐步“高端化”与“智能化”.....	7
1.3. 公司股权结构集中，高管团队稳定.....	9
2. 电动两轮车行业：上半场困于价格战，下半场“智能化”与“出海”再起航.....	11
2.1. 上半场（“新国标”前）：受益于禁摩、催化于非典、困于价格战.....	11
2.2. 下半场：新国标助电动两轮车再起航，“智能化”与“出海”放光芒.....	12
2.2.1. 短期看点：“新国标”提高标准，大量需求释放持续中.....	12
2.2.2. 长期看点一：“智能化”致产品分化，价格战困境望破局.....	14
2.2.3. 长期看点二：海外新能源补贴政策，“出海”拥抱新赛场.....	17
3. 下半场转型智能化&加码出海，冲击“更高端的电动车”.....	21
3.1. 产品端：“智能化”升级，车型往中高端集中.....	21
3.2. 生产端：自主研发加码，黑科技硕果累累.....	23
3.3. 渠道端，国内从高线到低线、海外市场深入开拓.....	24
3.4. 营销端：投身公益+国潮+综艺/明星代言，共创“更高端的电动车”品牌.....	26
4. 投资建议.....	28
4.1. 推荐要点：短期受益“新国标”、长期受益“智能化”+“出海”.....	28
4.2. 估值：公司当前市值对应 23 年 PE 为 9.73 倍，给予“买入”评级.....	29
5. 风险提示.....	30

图表目录

图 1：2013-2021 收入及增速（单位：百万元，%）.....	6
图 2：公司 2013-2021 扣非归母净利润（单位：百万元，%）.....	6
图 3：雅迪控股发展历程.....	7
图 4：雅迪控股主要产品（2020 年）.....	8
图 5：2013-2020 公司毛利率和净利率情况（单位，%）.....	8
图 6：2013-2020 公司期间费用率情况（单位，%）.....	8
图 7：雅迪控股股权结构（招股说明书，2016 年）.....	9
图 8：电动两轮车行业发展历程：上半场（“新国标”前）受益于禁摩、催化于非典、困于价格战.....	11
图 9：电动自行车行业销量（单位：万辆）.....	12
图 10：电动两轮车企业数量不断减少，集中度提升（单位：家）.....	12
图 11：电动两轮车行业价格（出厂价）.....	12
图 12：2010-2020 年中国电动两轮车保有量.....	14
图 13：2016-2020 中国电动两轮车头部品牌市场份额.....	14
图 14：电动两轮车智能化概念图.....	15

图 15: 基于需求端看智能化.....	15
图 16: 2000 年起城镇交通发展情况.....	15
图 17: 2016 年起网约车在快速发展.....	15
图 18: 电动两轮车出行场景 TOP 5.....	16
图 19: 最近 1 月两轮电动车使用频率和日均骑行距离.....	16
图 20: 2009-2019 欧洲电踏车销量 (万辆)	17
图 21: 2015-2024 美国电动两轮车销量预期 (万辆)	17
图 22: 2010-2018 全球摩托车需求各地区占比 (%)	18
图 23: 2010-2018 全球主要国家摩托车销量 (单位: 万辆)	18
图 24: 2000-2020 年国内电气化进程.....	19
图 25: 2017-2021 中国电动两轮车出口量 (万辆)	20
图 26: 2019 年中国电动两轮车不同国家出口比例.....	20
图 27: 2018-2020 年雅迪 SKU 变化.....	21
图 28: VFLY 智能化: 支持 OTA 空中升级、云端功能上新、汽车级 Canbus 通讯.....	23
图 29: 2016-2020 雅迪/小牛/爱玛/新日研发费用 (百万元)	23
图 30: 2016-2020 雅迪/小牛/爱玛/新日研发费用率.....	23
图 31: 截止 2015 年 12 月 31 日经销商分布.....	25
图 32: 2016-2020 年雅迪经销商和门店情况.....	25
图 33: 2018-2020 雅迪和爱玛经销商数量和增速.....	25
图 34: VFLY 系列“生而自由”.....	26
图 35: VFLY 单独门店, 目前主要布局一线城市.....	26
图 36: 成为 2018 俄罗斯 FIFA 世界杯亚洲官方区域赞助商.....	26
图 37: 2019 年签约“硬汉”范·迪塞尔为品牌形象大使.....	26
图 38: 雅迪冠能《焕能之旅》宫灯篇.....	27
图 39: 雅迪冠能《惊奇之旅》说书篇.....	27
图 40: 21 年与《极限挑战》合作.....	27
图 41: 16 年胡歌出任品牌形象大使.....	27
表 1: 公司董事及管理层 (年龄根据 2020 年报推算)	10
表 2: 2018-2020 年回购用于股份激励的股份情况.....	10
表 3: 公司股权激励计划 (截止 2020 年)	11
表 4: 新、旧国标对比 (新国标还需 3C 认证且为强制性)	13
表 5: 各地新国标实施进度情况 (标红为还在进行中, 销量为 2021 年预估数据, 合计 4400 万台)	13
表 6: 电动两轮车各品牌智能化对比.....	16
表 7: 欧美摩托车需求量较为平稳 (单位: 万辆)	17
表 8: 欧美部分国家补贴政策.....	18
表 9: 东南亚部分国家“油换电”政策.....	18
表 10: 印度+东南亚电摩市场空间测算, 参考中国电气化进程 (单位: 万辆)	19
表 11: 雅迪控股电动两轮车产品矩阵.....	21
表 12: 公司电动两轮车与竞品对比 (低端产品) (价格数据截止报告日)	22
表 13: 公司电动两轮车与竞品对比 (中高端产品)	22
表 14: 电池和电机供应情况.....	24
表 15: 雅迪控股细分业务盈利预测 (单位: 百万元)	29
表 16: 智能交通类公司估值参考 (截止本报告发行日)	29

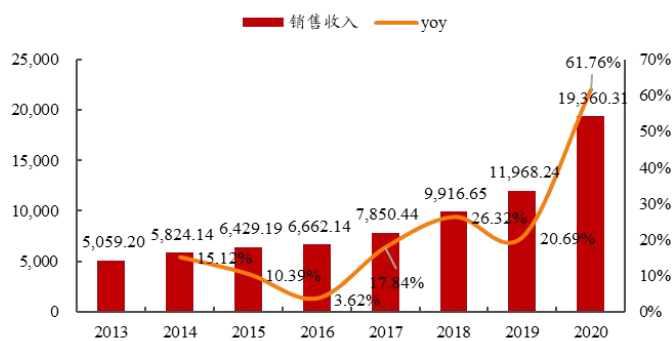
表附录：三大报表预测值..... 31

1. 雅迪控股：电动自行车行业领航者

1.1. 发展历程：聚焦电动两轮车，二十五年铸一剑

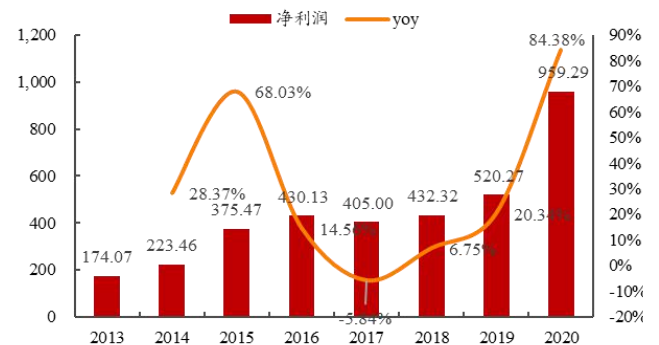
雅迪是国内领先电动两轮车品牌，主营业务为产、研、销电动两轮车及相关配件。技术端，公司掌握了石墨烯电池、凸极电机等领先技术，产品兼具续航里程优势与动力优势；渠道端，布局广泛，截至2020年，公司在国内拥有2,955家分销商和子分销商，销售点超过17,000个，同时向超过80个国家出口销售。目前，公司在电动两轮车行业具有较高的市场占有率，稳居电动两轮车行业龙头。截至2021H1，公司收入维持高速增长，达123.75亿，yoy+63.92%；扣非归母净利润达5.86亿，yoy+47.82%。

图 1：2013-2021 收入及增速（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 2：公司 2013-2021 扣非归母净利润（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司成立至今 20 多年间始终聚焦电动两轮车。公司自 2009 年起连年获中国轻工业联合会评为“中国轻工业电动自行车行业十强企业”第一位；2021 年获评“CCTV 民族匠心品牌——电动车行业领航者”，公司发展历程可以分为四大阶段：

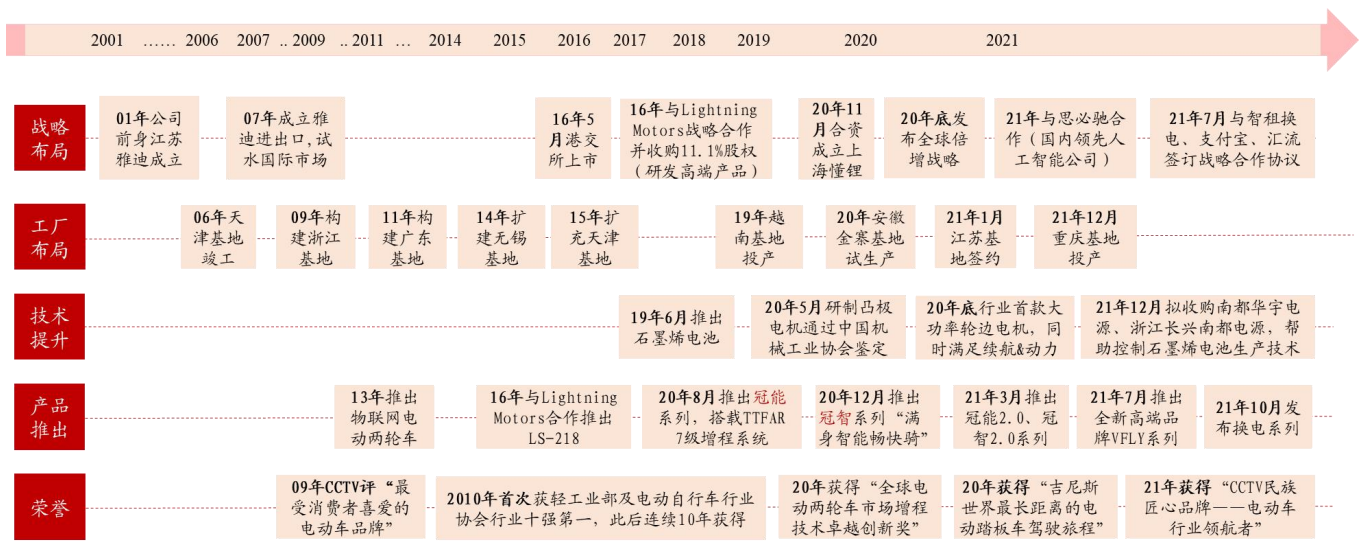
(1) 初期筹备阶段（97-03 年），最初为 1997 年组成工作小组，来加深了解电动车行业，同时常出席相关的研讨会及会议，以拓展行业资源。工作小组逐步成熟后，2001 年成立了公司前身。

(2) 迅速扩产阶段（03-15 年），这一阶段伴随行业快速发展，公司先后拓展了天津、浙江、广东等生产基地，扩建无锡生产基地。

(3) 品牌初打造阶段（16-19 年），公司于 16 年 5 月港交所上市，为中国电动两轮车行业首家上市；在品牌打造方面，16 年与 Lighting Motors（专门研发尖端电动两轮车）进行战略合作，并收购其 11.1% 股权，以共同研发更长寿命的高端产品。

(4) 纵深产业链&高端化发展（19 年-至今），产业端，19 年推出石墨烯电池、20 年发布凸极电机，攻克上游两大关键配件；随后 20 年合资成立上海懂锂，发力安全快充。产品端，陆续推出冠能、冠智系列，并逐步升级，此外，21 年发布 VFLY 系列、换换系列等，“更高端的电动车”战略凸显。

图 3：雅迪控股发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、浙商证券研究所

1.2. 产品逐步“高端化”与“智能化”

公司目前产品矩阵全覆盖，可划分为大众经典系列（偏低端）、冠能和冠智系列（中端）以及VFLY系列（高端），此外还有布局换电业务。

- **大众经典系列：**性价比之选，价格便宜的同时可续航40km+，配备人体工学座椅。
- **冠能和冠智系列：**（1）冠能主打性能，配备自主研发的TTFAR 8级增程系统，增强续航能力，兼顾续航与动力。（2）冠智主打智能，具备重力感应坐垫、边撑断电，搭载全场景智能音控系统，支持APP远程控车，开创智能生态系统。
- **VFLY系列：**主打城市系列，外型由保时捷设计工作室以及顶尖设计团队联合打造，采用V-PO 8.0中置动力、全场景智能AI、LTM三方蓝牙、TTFAR碳纤维锂电等高端技术，为用户带来城市自由出行新体验。
- **换电系列：**20年决定在国内首创锂电化两轮车全国快充网络+后服务模式，21年成立爱换换构建智能换电生态圈，解决电动车充电慢和充电不方便的痛点，同时推出可换电车型换电系列，采用全球先进的Gogoro Network电池交换技术。

图 4：雅迪控股主要产品（2020 年）

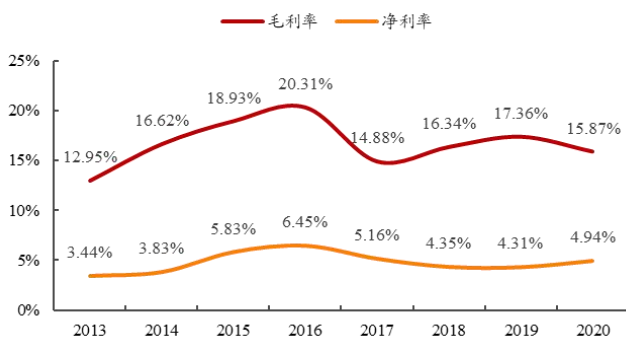


资料来源：公司官网、京东、淘宝旗舰店、浙商证券研究所

毛利率和净利率受价格战影响存在波动。毛利率前期受快速扩张的规模效应影响，存在一定波动，13-15 年毛利率增加，主要由原材料价格下降和规模效应所致，并抵消了产品平均出厂价下降的负面影响；因此当 16 年宣布涨价，毛利率显著提升；17 年陷于价格战纷争，毛利率回落，随后两年毛利率又伴随提价逐步抬升。净利率整体稳定 4.2% 左右，2020 年小幅上升至 4.95%。

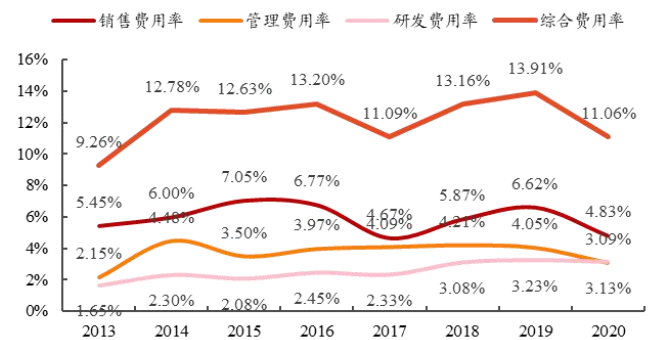
费用端几乎与毛利率同步波动，主要受销售费用影响。销售费用率在 5%-7% 区间波动，与毛利率存在较强的相关性，符合公司销售模式，即产品出厂价逐步抬升时、公司在销售端或存在更多让利和广告投放。管理费用率和研发费用率相对比较平稳，财务费用率在极低水平，表明公司费用控制水平较强。

图 5：2013-2020 公司毛利率和净利率情况（单位，%）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 6：2013-2020 公司期间费用率情况（单位，%）

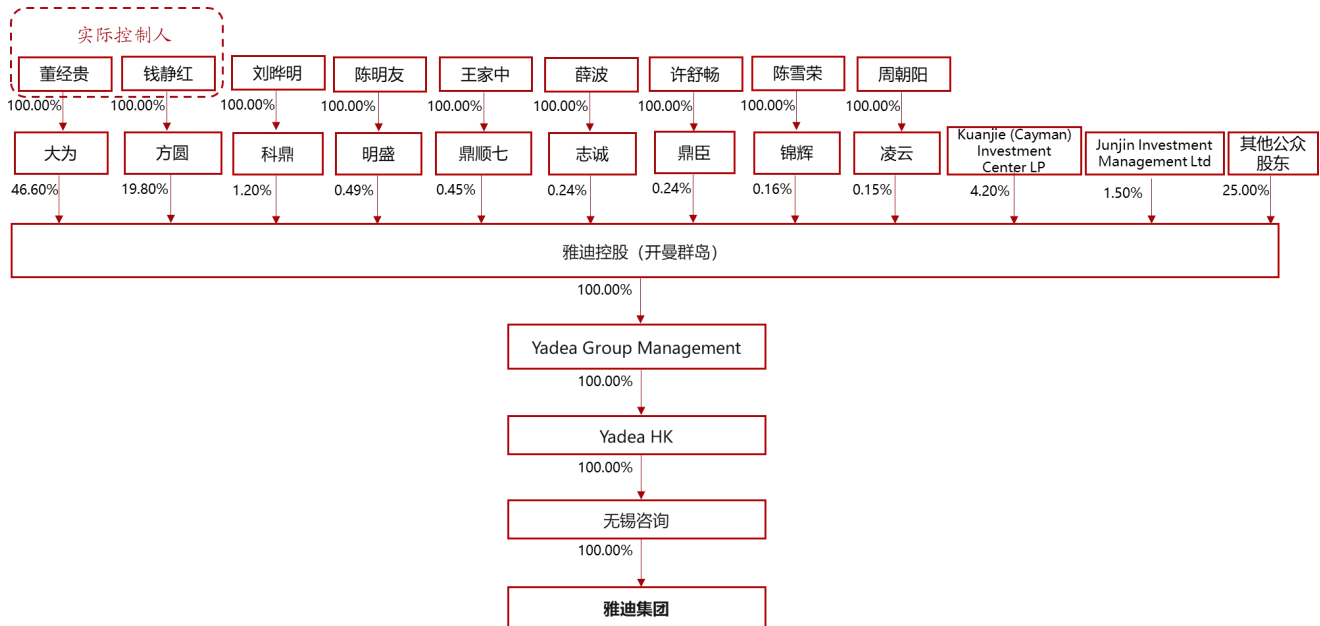


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3. 公司股权结构集中，高管团队稳定

公司实控人为董经贵及其妻子钱静红，合计持有公司股份 63.57%（截止 2021H1），股权结构集中。董经贵与钱静红夫妇在 97 年初期筹备阶段之前均在机车工厂工作，积累了丰富的行业知识和经验，二人至今已经经营电动两轮车行业 20+年，对电动两轮车行业有深刻认知。

图 7：雅迪控股股权结构（招股说明书，2016 年）



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

注：16 年至今股权结构没有巨大变化，因此采用招股说明书数据

表 1：公司董事及管理层（年龄根据 2020 年报推算）

姓名	职务	年龄	2020 年薪酬(万元)	简介
董经贵	董事长	1968 年	283.1	1992-1997 年，就职于机车工厂。1997 年筹备成立江苏雅迪。2013 年 7 月起任江苏省自行车电动车协会副理事长。
钱静红	副董事长、行政总裁	1971 年	91.4	1994-1997 年，就职于机车工厂。1997 年筹备成立江苏雅迪。2019 年任雅迪控股行政总裁。亦任锡山区青商会副会长。
沈喻	执行董事、董事长助理、联席公司秘书、总裁办公室总监	1974 年	81.1	2005 年 5 月加入雅迪控股，任董事长助理兼总裁办公室总监。1995 年西安交大毕业，工业自动化大专；2013 年东南大学毕业，工商管理硕士学位。1995-1996 年，任仪征化纤集团有限公司电气工程师；1997-2000 年，任无锡矿山机械厂电气工程师；2000-2001 年，任无锡村田电子有限公司品质管理工程师。
周超	副总裁	1979 年		2014 年任雅迪控股广东公司总经理，负责广东基地营运。2007 年南京大学毕业，法律本科。2002-2007 年任钱江摩托集团销售主管。
周朝阳	副总裁	1982 年	有股权	2010 年任广东雅迪总经理，2014 年任无锡基地总经理，2016 年担任雅迪销售总经理，2020 年任副总裁。2009 年武汉理工大学毕业。
王家中	副总裁	1977 年	有股权	2011 年 11 月起任天津市北辰区人民代表大会常务委员会委员。2014 年南开大学毕业，工商企业管理大专学历；2018 年天津大学 EMBA。
薛波	副总裁、产品总监	1973 年	有股权	1997 年重庆渝州大学毕业，汽车制造大专。1997-2006 年就职于隆鑫摩托有限公司；2006-2010 年，就职于江苏天爵机车科技有限公司。
石锐	财务总监	1976 年		2001-2006 年、2008-2014 年就职于北京中昌会计师事务所。1999 年陕西财经学院毕业，国际会计大专。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司目前已实施 3 次股权回购用以股权激励，1 次具体股权激励计划(截止 2020 年)。

(1) 2018-2020 年公司共实施 3 次股权回购，共计 1.06 亿股，回购总花费 2.87 亿元，平均每股成本 2.71 元。(2) 2020 年 1 月 9 日，公司实施 1 次股权激励，授予员工 7,520 万股，平均授予价 1.13 元/股，所有权分三年移交，30%在 2021 年 3 月 29 日、30%在第二周年、40%在第三周年。截止 2020 年底，公司已授予的受限制股票开支为 4,948.3 万元。

表 2：2018-2020 年回购用于股份激励的股份情况

购买时间	普通股数目 (万股)	支付金额 (百万元)
2018 年	678.0	17.61
2019 年	4,760.0	99.14
2020 年	5,158.2	170.17
合计	10,596.2	286.92

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 3：公司股权激励计划（截止 2020 年）

采纳时间	激励方式	人员	计划	实施情况
2018/12/26	首个股份奖励计划	雇员、董事、顾问、委托人、附属公司或聊管公司	(1) 董事会不作任何进一步奖励使激励股数超过采纳日已发行股份 10% (2) 任何一个经甄选的参与人数奖励数目最高 ≤ 奖励日期已发行股份 1% (3) 任何一个经甄选的独董奖励股数最高 ≤ 奖励日期已发行 0.1%	2020 年 1 月 9 日, 授予 7,520 万股, 授予价 1.13 元/股。 所有权分三年移交, 30% 在 2021 年 3 月 29 日, 30% 在第二周年, 40% 在第三周年。
2019/6/6	第二个&第三个股份奖励计划（第一个计划的补充）	为公司做出重大贡献的参与人士	董事会不作任何进一步奖励使激励股数超过采纳日已发行股份 10%	具体计划筹备中
2019/7/23	第四个股份奖励计划	公司或成员公司的雇员及非执行董事	(1) 董事会不作任何进一步奖励使激励股数超过采纳日已发行股份 5% (2) 获选雇员得到的奖励股数上限 ≤ 采纳日已发行 1%	暂无

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 电动两轮车行业：上半场困于价格战，下半场“智能化”与“出海”再起航

2.1. 上半场（“新国标”前）：受益于禁摩、催化于非典、困于价格战

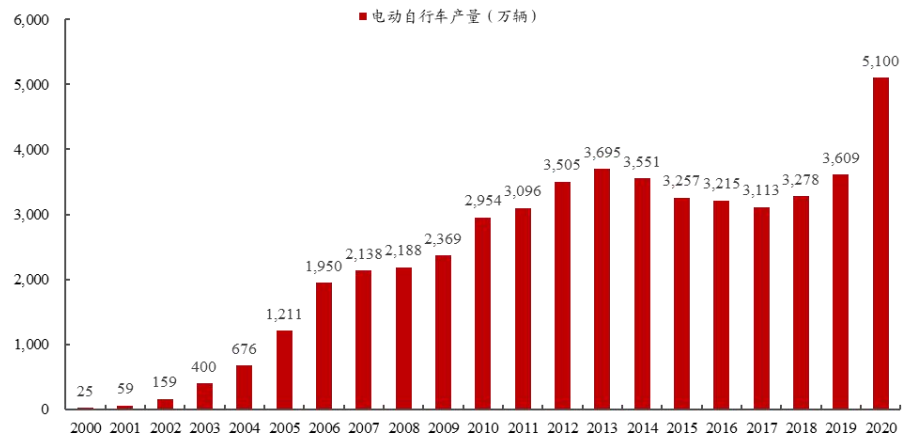
电动两轮车行业可以大体分为五个发展阶段，（1）1995-2000 年为起步阶段，彼时电动自行车刚刚完成四电（电机、电控、电池和充电器）技术探索，1999 年由国家标准化管理委员会颁布实施的关于电动自行车第一个标准指南出台——《电动自行车通用技术条件》。（2）2000-2003 年初具规模，标准已立，加之当时各城市禁摩令持续接连推出，电动自行车初步发展。（3）2003-2013 年高速发展，先是 03 年“非典”疫情激发人们对非公共交通的需求，04 年《道路交通安全法》改变了电动自行车属于机动车的错误划分，首次以法律的形式明确了电动自行车属于非机动车的身份，按非机动车进行管理。（4）2013-2019 年成熟阶段，行业增速逐步放缓，步入价格争夺战，大量电动车厂家逐步出局，电动自行车行业家数不断减少，市场集中度不断提升。（5）2019 年-至今，2019 年 4 月出台《电动自行车安全技术规范》即“新国标”，目的是整治过去不规范电动车。

图 8：电动两轮车行业发展历程：上半场（“新国标”前）受益于禁摩、催化于非典、困于价格战

	1995-2000年起步	2000-2003年初具规模	2003-2013年高速发展	2013-2019年成熟	2019-2024年新国标
阶段催化剂	关键技术完成探索（电机、电池、充电器、电控），“旧”国标出台	禁摩	1. 非典疫情03年 2. 《道路交通安全法》04年，规定电动自行车为合法非机动车		《新国标》提升行业产品标准，产品质量整体有望逐步提升
行业格局	企业小批量生产	江苏、天津、浙江三大产业集群，“南豪华、北简易”格局。产量CAGR 12.0%	逐渐普及，出现全国性品牌，大量小品牌凭借低价优势获取区域市场	行业阶段放缓，产能出清	一线企业具备更强的品牌效应，研发视力、生产效率更高，符合新国标的车型有望更快投向市场
产品水平	充电一次仅行驶30公里，电池寿命短，电机最大输出矩仅14-18N·m，爬坡能力较差		电动自行车爬坡、载重、续航能力显著增强	行业内卷加剧，产品多元、要求售后服务	

资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

图 9：电动自行车行业销量（单位：万辆）



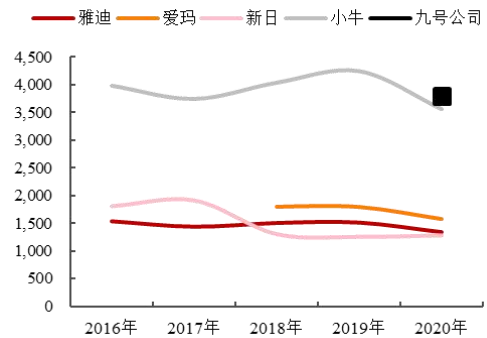
资料来源：前瞻产业研究院、中国自行车行业协会、工信部、浙商证券研究所

图 10：电动两轮车企业数量不断减少，集中度提升（单位：家）



资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

图 11：电动两轮车行业价格（出厂价）



资料来源：各公司公告、浙商证券研究所

2.2. 下半场：新国标助电动两轮车再起航，“智能化”与“出海”放光芒

2.2.1. 短期看点：“新国标”提高标准，大量需求释放持续中

“新国标”落地释放需求，预计5年间驱动增量1亿辆。2018年5月15日《电动自行车安全技术规范》(GB17761-2018)强制性国家标准发布，2019年4月15日起实施。新政策对车辆结构、配置、零部件、电器安全和无线电骚扰特性等要求增加；此外新政策针对过去超标电动自行车的淘汰，还设立过渡期(各地时间不同，21-24年陆续截止)。根据前瞻产业研究院数据，预计2020-2024年，“新国标”驱动的增量分别为500/1500/2500/3000/2500万辆（合计1亿辆）。根据新国标各地过渡期及当地销量推算，22年/23年新国标对需求的催化将呈现加速。

表 4：新、旧国标对比（新国标还需 3C 认证且为强制性）

	新国标	旧国标
最大车速	25 km/h	20 km/h
最大整车重量	55 kg	40 kg
续航里程	-	25 km
额定连续输出功率	400 w	240 w
电池电压	48 V	48 V
脚踏骑行能力	有	有

资料来源：全球电动车网、中国政府网、浙商证券研究所

表 5：各地新国标实施进度情况（标红为还在进行中，销量为 2021 年预估数据，合计 4400 万台）

省/市	新国标政策实施情况	销量（万台）
广东省	2019 年 4 月实施，过渡时间有差异（中山：2022 年 4 月 15 日；韶关：2021 年 4 月 30 日；茂名：2020 年 9 月 30 日；佛山：2021 年 6 月 15 日；梅州：2022 年 4 月 15 日；深圳：2021 年 12 月 31 日）	560
江苏省	2019 年 4 月 15 日开始实施新国标，5 年过渡期后对未上牌依法处罚。	500
山东省	对在用不达标电动自行车设置不超过 3 年过渡期（2022 年 12 月 31 日）	460
河南省	2019 年 4 月 1 日开始，2021 年 12 月 31 日超标车将被强制报废。	430
浙江省	2019 年 4 月 15 日开始实施新国标，2021 年 12 月 31 日备案车辆停止使用	300
河北省	2022 年 5 月 1 日前购买需上牌；对临时号牌设置三年过渡期（2025）	290
安徽省	2020 年 6-12 月开始登记发证，2023 年 12 月后开始处罚	260
四川省	2019 年 10 月 15 日前办理注册登记，过渡期为 3 年（2022 年 10 月 14 日）	150
北京市	2019 年 5 月 1 日禁止无牌电动车上路行驶，2021 年 10 月 31 日超标电动车不得再上路	140
福建省	2019 年 4 月 15 日实施，过渡期为 3 年，2022 年 10 月 31 日截止	120
广西省	2022 年 2 月 1 日实施，2025 年过渡期满不得上道路行驶	120
江西省	2022 年开始市场上只能销售新国标，2023 年 12 月 31 日过渡期截止	110
湖南省	2019 年 4 月实施，4 年过渡期（2023 年 12 月 31 日截止）	110
上海	2019 年 4 月 30 日起非新国标车型不许上牌，过渡期 3 年，2021 年 12 月 31 日截止	100
陕西省	2019 年 4 月 15 日起生产、销售必须符合新国标，2022 年 6 月 30 日后超标不许上路	100
湖北省	2019 年 4 月实施，3 年过渡期（荆州：2022 年 9 月 30 日；宜昌：2022 年 4 月 30 日；咸宁：2021 年 8 月 19 日截止）	100
山西省	2019 年 5 月 1 日起，无牌电动车禁止上路，没有过渡期	80
云南省	2019 年 4 月 15 日开始实施新国标，过渡期至 2023 年 4 月 15 日	70
海南省	2022 年 3 月 1 日，未登记挂牌，禁止在市中心城区行驶	60
贵州省	2019 年 4 月 15 日开始实施，过渡期（贵阳：2023 年 12 月 31 日）	50
天津	2019 年 3 月 20 日起禁止无牌电动自行车上路，2019 年 4 月 15 日前非标电动车登记临时牌照，3 年（2022）后禁止上路	50
重庆	2019 年 4 月 15 日起实施，2022 年 10 月 14 日后超标电动车不得上道路行驶	40
辽宁	2019 年开始实施，过渡期为 3 年（2022）	40
新疆	2021 年 7 月 15 日开始实施	35
甘肃	超标车辆 2019 年 5 月 1 日之前登记，3 年过渡期（2022 年 4 月 30 日）	30
内蒙古	2019 年 4 月 15 日实施	30
吉林	2019 年 4 月 15 日实施	20
黑龙江	2019 年 4 月 15 日起实施，2018 年 5 月 15 日至 2019 年 4 月 14 日为过渡期	20

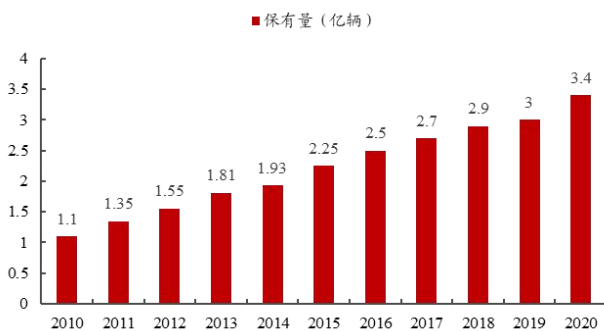
宁夏	从即日起至 2022 年 4 月 15 日过渡期	10
青海	2020 年 1 月 1 日开始挂牌, 过渡期为 2020 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日	10
西藏	过渡期 2024 年 1 月 10 日-2024 年 12 月 31 日。	5

资料来源:《全球电动车联盟》、《电动车联盟网》、《电动车 007》、各地政府网、浙商证券研究所

注:按照各地销量对过渡期截止时间进行加权平均,得到平均截止时间为 2022 年 11 月 14 日。

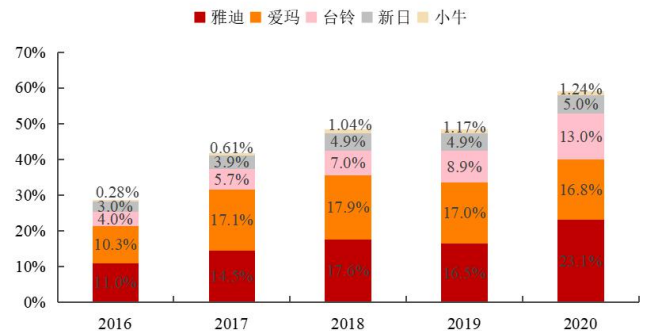
“新国标”落地改善了行业竞争格局: ① “新国标”推动行业集中度不断提升,不达标企业难以生存,具备核心技术的龙头公司会凭借其产品力脱颖而出。根据艾瑞咨询数据,2020 年,中国两轮电动车 CR3 从 2016 年的 25.3%提升至 52.9%。其中,雅迪占比 23.1%、爱玛占比 16.8%、台铃占比 13.0%。② “新国标”有望改善过去以价格战为主导的竞争格局,“新国标”对参与门槛的提升有望使得市场逐步转为对产品力打磨和对消费者诉求挖掘的竞争。

图 12: 2010-2020 年中国电动两轮车保有量



资料来源:智研咨询、浙商证券研究所

图 13: 2016-2020 中国电动两轮车头部品牌市场份额



资料来源:艾瑞咨询、浙商证券研究所

我们认为,“新国标”政策出台对 19-24 年行业销量存在一定扰动,待新国标对需求端的影响消除后,行业整体,在国内销量端可能会回归正常更替周期;而规模端不止于此,电动两轮车行业长期受益于“智能化”产品结构升级和海外蓝海市场两大红利。

2.2.2. 长期看点一: “智能化”致产品分化, 价格战困境望破局

从技术角度看电动车智能化, 1) 电动两轮车天然具备智能化基础。类比汽车智能化, 高度集成的电子电气架构是其基础, 而电动两轮车从最初就是电动化, 天然的具备智能化的基础。2) 智能化的基础技术已相对比较成熟, 其中以电机和电池技术最为重要, 逐步解决续航和动力的基本需求。电机端, 主要使用更为优化的永磁无刷电机技术, 续行里程和起步加速有明显提升。此外, 控制器控制方式由方波逐渐过渡到正弦波, 进一步释放电机性能, 扭矩增加、运行噪音及抖动降低。电池端, 行业发展之初普遍采用铅酸电池 (24V 7Ah), 后来逐步出现更高性能电池 (36V 10Ah、48V 12Ah、48V 15Ah), 至今胶体蓄电池、铅酸蓄电池、含石墨烯电池、锂电池等技术水平逐步提升, 应用成本逐步下降, 为产品续航和动力提供稳定保障。3) 智能化的进阶技术具备大规模应用可能, 表现在技术端为硬件智能化整合、软件智能化交互。硬件端, 显示屏、传感器、NFC 和蓝牙等, 电控 ECU、电池 BMS 等均技术业已具备相对低成本应用可能; 软件端, 手机 App、多媒体交互系统、防盗系统等业已比较成熟。

图 14：电动两轮车智能化概念图



资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

图 15：基于需求端看智能化

[驾驶智能]

- 安全性：防摔、防碰撞、推行辅助、电池安全等；
- 流畅性：开锁方便、导航、语音交互、姿态调整，基于骑行数据分析的个性化支持等。

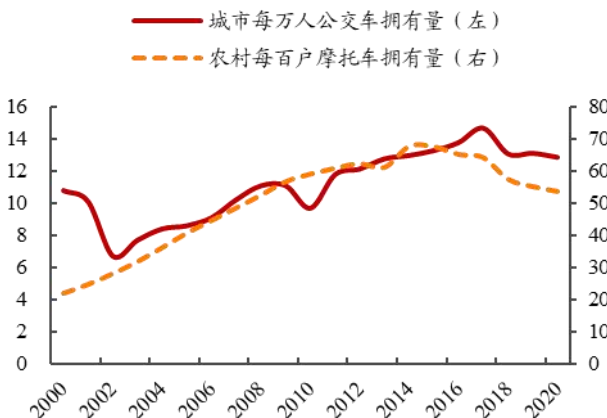
[车况智能]

- 防盗管理：车辆定位、GPS追踪、智能报警等；
- 电池管理：电池养护、充放电提示、快充等；
- 车辆监测：硬件损耗检测、软件OTA升级等。

资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

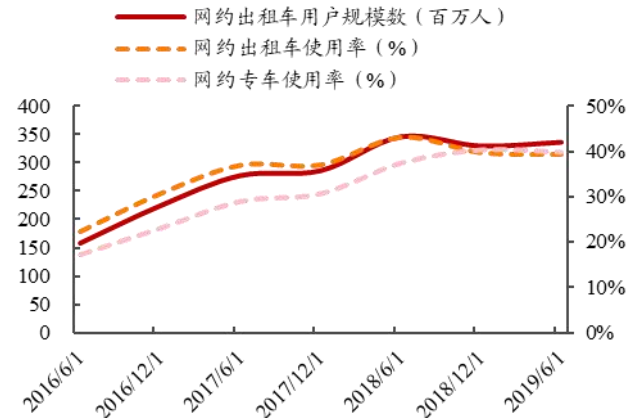
从需求角度看电动两轮车智能化，（1）电动两轮车本身聚焦于短交通（<10km），过去人们受限于交通发展，多注重续航。过去由于续航等技术发展不足、城乡交通尚有待发展，电动两轮车作为一种交通工具选择，用户在选购时多存在里程焦虑，因此在电动两轮车的上半场竞赛中，无论是厂家还是消费者，均多以续航为重心，较少关注其他功能。（2）短交通的核心诉求永远是“便捷”“流畅”“安全”。过去 20 年，不光电动两轮车有较大发展，城市里公共交通、农村里摩托车人均拥有量以及整体网约车使用率均在不断提升，而电动两轮车作为个人短交通的核心载体，艾瑞咨询调查报告显示，电动两轮车的最常用场景是上下班，常用场景是买菜和去超市；同时发现 36%的参与者最近一周使用电动车的频率可达 9 次，98%的参与者最近一周使用频率为 2 次，40%的参与者最近一周的日均骑行距离在 5-10km。电动两轮车的下半场竞赛中将回归短交通本质“便捷”“流畅”“安全”。（3）基于此，电动两轮车智能化重点围绕两大角度“驾驶智能”“车况智能”，其中“驾驶智能”是指基于驾驶过程中的安全性和流畅性考虑。“车况智能”是指在非驾驶过程中，防盗管理、电池管理以及车辆整体监测等。

图 16：2000 年起城镇交通发展情况



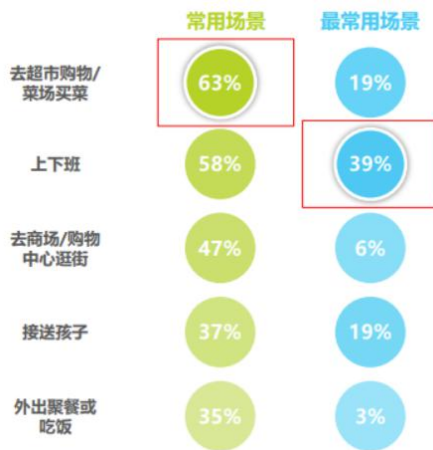
资料来源：wind、浙商证券研究所

图 17：2016 年起网约车在快速发展



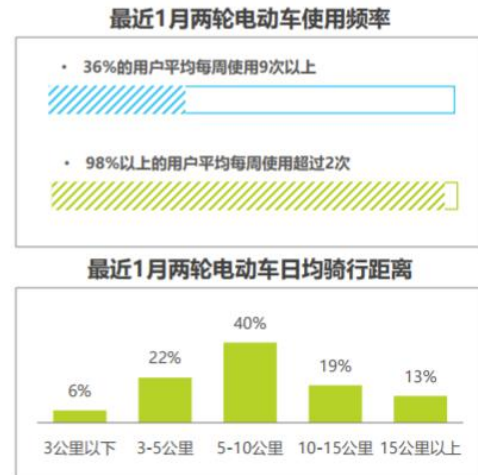
资料来源：wind、浙商证券研究所

图 18: 电动两轮车出行场景 TOP 5



资料来源: 艾瑞咨询 (网络调研 N=1026)、浙商证券研究所

图 19: 最近 1 月两轮电动车使用频率和日均骑行距离



资料来源: 艾瑞咨询 (网络调研 N=1026)、浙商证券研究所

从供给角度看电动两轮车智能化, 目前主流智能电动两轮车配置中, 智能系统、智能车锁、辅助驾驶和远程 APP 操控基本为标配, 整体续航在 70-100km (按照上述需求 40% 落在 5-10km, 充电周期在 7-20 天/次)。

表 6: 电动两轮车各品牌智能化对比

	雅迪 VFLY	九号 E 系列	小牛 NQi	哈啰	爱玛 A500	台铃 N9	新日
智能系统	全场景 AI 智能、LTM 三方蓝牙技术	RideyGo 2.0	Cloud ECU 3.0	VVSMART 超连网车机系统	Aimos 车载智行系统	车机互联系统	华为 HiLink
语音交互	AI 语音助手				语音交互	语音交互	
智能车锁	PKE 解锁、声纹解锁、手机 APP 解锁	NFC、手机感应解锁、智能龙头锁	手机感应解锁、智能龙头锁	手机 APP 解锁	NFC、手机感应解锁	NFC、自动双撑锁、手机 APP 解锁	指纹解锁、手机感应解锁、45 秒自动锁车
辅助驾驶	仪表导航投屏、智能蓝牙头盔、驻车感应、坐垫感应	乘车感应、驻车感应	智能灯、边撑感应、坐垫感应				智能大灯、智能一键倒车
远程操控	APP 远程控车、车况检测、异动报警	APP 远程控车、车况检测、异动报警	APP 远程控车、车况检测、异动报警	APP 远程控车、车况检测、异动报警	APP 远程控车、车况检测、异动报警	APP 远程控车、车况检测、异动报警	APP 远程控车、车况检测、异动报警
其他功能	整车 OTA、电子围栏	整车 OTA、黑匣子、事故主动报警	整车 OTA、失窃黑名单			电子围栏	整车 OTA
续航	80-100km	75km-200km	70km-180km		91-110km		
价格	4,990-19,800	4,599-18,999	5,999-20,299		4,999 起		

资料来源: 公开资料整理、艾瑞咨询、浙商证券研究所

2.2.3. 长期看点二：海外新能源补贴政策，“出海”拥抱新赛场

1、海外需求端：欧美“补贴”加码、印度+东南亚“油换电”势不可挡

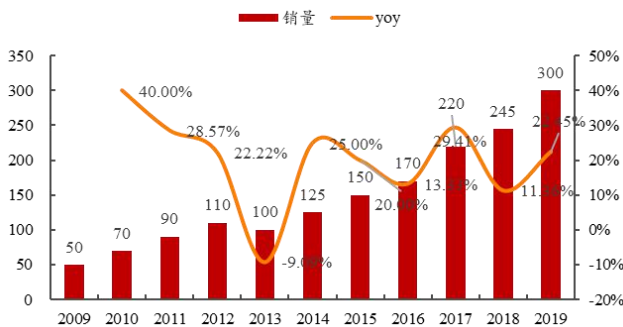
(1) 欧美电动两轮车以电踏车为主，增量受益于品类蓝海红利和“电气”补贴

电踏车在欧美等发达国家备受欢迎，补贴政策助力市场规模进一步增长。欧美等发达国家经济水平、交通基础设施发达，汽车保有量高，消费者更注重两轮出行的体验感，对终端价格的敏感度较低，兼具运动与休闲属性的电踏车比较受欢迎，09-19年间欧洲电踏车快速增长，此间摩托车需求一直较为平稳，并未对摩托车呈现出较明显的替代效应；预计受疫情影响消费者转向私人交通以及补贴影响，电踏车市场规模有望进一步增长。

欧洲：电动两轮车主要为电踏车（E-bike），电摩占比较小。根据 statista 数据，09-19 年欧洲电踏车销量自 50 万辆增长至 300 万辆，2019 年市场规模在 65.34 亿美元，并预计在 25 年市场规模达到 118.36 亿美元，我们据此测算至 2025 年，电踏车销量会达到 543+ 万辆；此外根据 ACEM 数据，2020 年欧洲电摩注册量为 7.72 万辆，相比电踏车销量规模相对较小。

北美：电动两轮车以电动自行车（含电踏车）为主，整体市场规模小于欧洲。根据 statista 数据，2019 年北美电踏车市场规模 8.18 亿美元，我们据此推算销量约在 38 万台；statista 预测至 2025 年北美电踏车市场规模约为 14.06 亿美元，销量约为 65 万辆（销量数据为浙商测算）。此外据 statista，美国 2015 年电动两轮车合计（电动自行车/滑板车/摩托车）17.95 万辆，至 2024 年合计约为 33.84 万台。

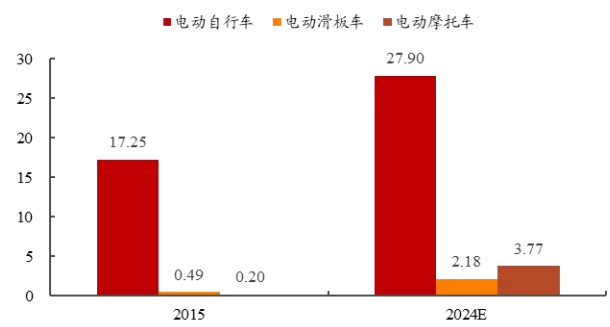
图 20：2009-2019 欧洲电踏车销量（万辆）



资料来源：Statista、浙商证券研究所

备注：欧洲电摩在 2020 年注册量仅 7.72 万辆（ACEM 数据）

图 21：2015-2024 美国电动两轮车销量预期（万辆）



资料来源：Statista、浙商证券研究所

表 7：欧美摩托车需求量较为平稳（单位：万辆）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
欧洲	204.0	197.6	174.4	164.9	151.5	152.5	157.6	150.1	153.9
北美	49.7	49.0	50.2	52.0	53.9	55.9	54.7	53.5	51.9

资料来源：MarkLines、浙商证券研究所

表 8：欧美部分国家补贴政策

国家	时间	政策内容
意大利	2020 年	为购买微型机动车（包括电动自行车、踏板车和滑板车）的公民提供最高 500 欧元补贴。
英国	2021 年	电动摩托车将获得 35% 的折扣，最高可达 500 英镑； 电动轻便摩托车也将提供 35% 的折扣，最高可达 150 英镑。
法国	2020 年	国家给予不超过 200 欧元每辆的电动自行车补贴； 巴黎及其周边地区的居民可以获得高达 500 欧元的财政援助用于购买电动自行车。
美国	2021 年	消费者购买某些电动两轮车可以获得 30% 的税收抵免。

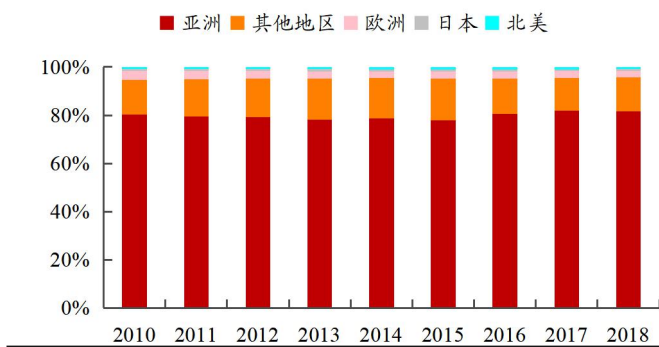
资料来源：各国政府官网、浙商证券研究所

（2）印度+东南亚“油换电”势不可挡

亚太地区对于摩托车需求量一直较大，近年各国相继出台禁摩限摩政策，“油换电”或助推电动两轮车在印度+东南亚市场逐步替代燃油摩托车。东南亚各国受制于经济水平/基建水平+缺少国产廉价汽车品牌，燃油摩托车是主要的交通工具。在全球摩托车市场中，亚洲市场规模稳占 80%，且绝大部分由东南亚国家贡献。近年，禁摩限摩政策相继出台，如马来西亚对电动车充电设施的安装、租赁、购买或订购最高减免个人所得税 2500 令吉（接近 600 美元）。

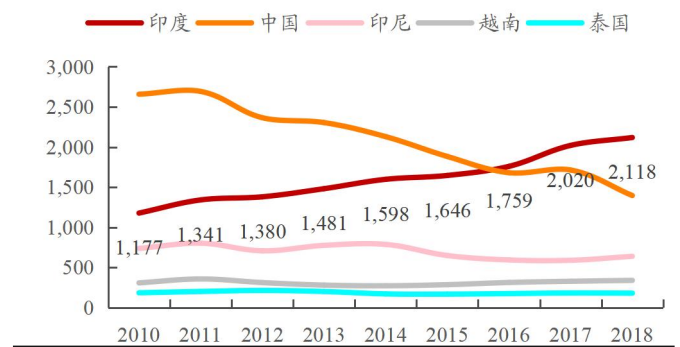
叠加针对电动两轮车的各类补贴政策，东南亚各国有望重现中国“禁摩令”后电动两轮车的火爆情景。目前印度+东南亚各国电动两轮车还处于起步阶段，我们参考国内机动两轮车电气化进程，预测未来五年印度+东南亚主要国家的市场规模在 72.40/173.44/339.89/461.49/648.86 亿元，市场空间广阔。

图 22：2010-2018 全球摩托车需求各地区占比（%）



资料来源：MarkLines、浙商证券研究所

图 23：2010-2018 全球主要国家摩托车销量（单位：万辆）



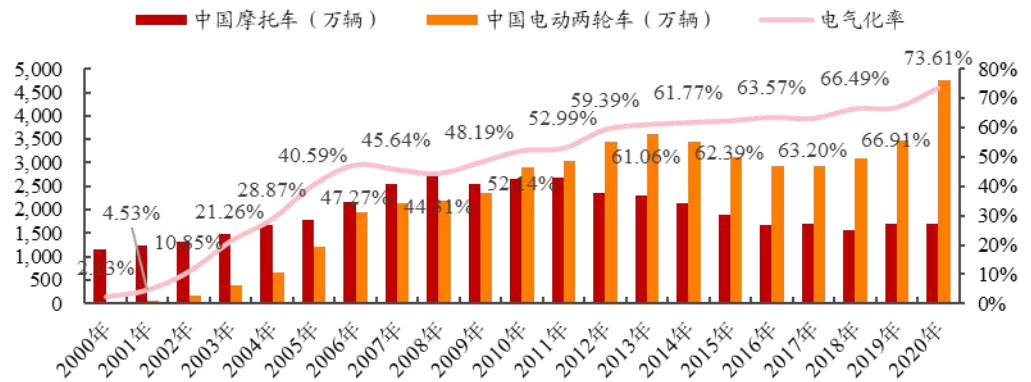
资料来源：MarkLines、浙商证券研究所

表 9：东南亚部分国家“油换电”政策

国家	时间	政策内容
印度	2019 年	电动车税率从 12% 下调至 5%； 电动两轮车每千瓦时电池容量 15,000 卢比（最高 40% 的车辆成本）直接激励措施； 此外印度各州也对电动两轮车购买者提供补贴、税收、费用、维修方面的优惠政策。
越南	2017 年	河内 2025 年之前三环内禁摩，2030 年后禁令扩大到四环； 胡志明市在 2025 之年前实现禁摩。
泰国	2020 年	对摩托车依照二氧化碳排放量征税； 降低新能源车消费税。

资料来源：各国政府官网、浙商证券研究所

图 24：2000-2020 年国内电气化进程



资料来源：中国汽车工业协会、中国汽车工业协会摩托车分会、浙商证券研究所

注：电气化率为电动两轮车占非自行两轮车比重

表 10：印度+东南亚电摩市场空间测算，参考中国电气化进程（单位：万辆）

		未来五年参考国内电气化率				
17-19 年摩托车	平均销量	t	t+1	t+2	t+3	t+4
		4.53%	10.85%	21.26%	28.87%	40.59%
印度	2,016.05	91.30	218.71	428.61	581.96	818.24
印尼	625.22	28.31	67.83	132.92	180.48	253.76
越南	330.45	14.96	35.85	70.25	95.39	134.12
泰国	177.26	8.03	19.23	37.69	51.17	71.95
马来西亚	48.45	2.19	5.26	10.30	13.99	19.66
合计	3,197.43	144.80	346.87	679.78	922.98	1,297.73
市场规模预计		72.40	173.44	339.89	461.49	648.86

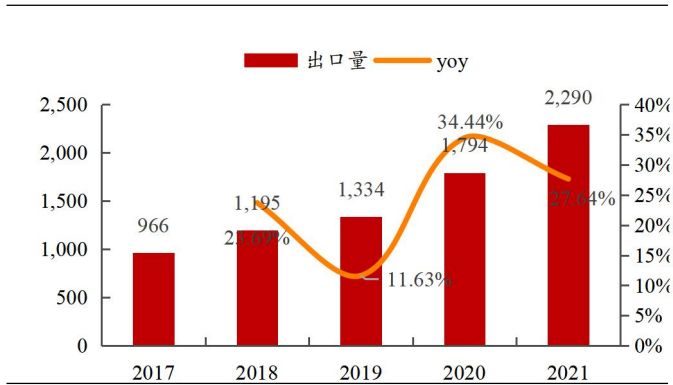
资料来源：MarkLines、FAMI、智研咨询、浙商证券研究所

注：假设当前印度+东南亚电动化率还处于较低水平；参考国内摩托车平均销售均价约 6000RMB（智研咨询），假设东南亚电摩平均 5000 人民币。

（2）供给端：RCEP 助力开拓东南亚电动两轮车市场

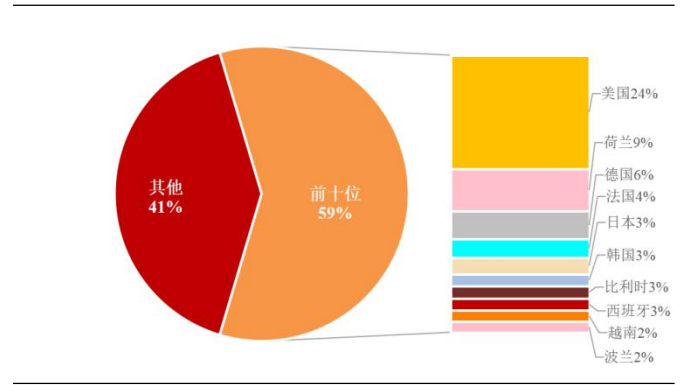
目前电动两轮车出口以欧美国家为主，RCEP 助力开拓东南亚市场。目前，我国电动两轮车主要销往美国、荷兰、德国等欧美国家。2020 年 11 月 15 日，包括东盟十国、中日韩、澳新在内十五个国家签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）。如印尼，2022 年中国电动摩托车出口印尼的关税将下降 2%；马来西亚，本地组装的电动车组件可获全面进口关税豁免，CKD 全散进口完全免征消费税和销售税（也无进口税），CBU 整车进口完全免征进口关税和消费税（只有 5% 销售税）。结合东南亚市场摩托车年销量近 4000 万辆和“油换电”加速的背景，RCEP 签订削减了向主要东南亚国家出口电动两轮车关税，利好电动两轮车生产企业出口。

图 25: 2017-2021 中国电动两轮车出口量 (万辆)



资料来源: 中国海关总署、浙商证券研究所

图 26: 2019 年中国电动两轮车不同国家出口比例



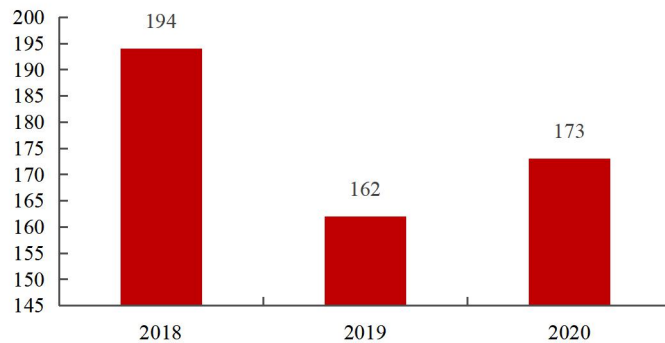
资料来源: CHINAMOTOR、浙商证券研究所

3. 下半场转型智能化&加码出海，冲击“更高端的电动车”

3.1. 产品端：“智能化”升级，车型往中高端集中

SKU 删繁就简，产品体系更清晰。自 2018 年开始，公司逐步精简 SKU，减少通路车型，逐步上新自主研发车型。SKU 由 2018 年的 194 下降为 2020 年 173，21 年预计更低，目前 VFLY 系列 SKU 数量为 3、冠能系列为 10、经典系列为 5、换换系列位为 1（根据公司官网最新数据）。各系列车型均为公司自主研发，如 VFLY 系列搭载公司自研 TTFAR 碳纤维锂电池、冠能系列配备自研 TTFAR 增程系统、换换系列采用全球现金 Gogoro Network 电池交换技术并搭配智能化技术。当前产品体系更清晰，并逐渐向中高端集中。2020 年 8 月推出的冠能系列在 2020 年销量达到 67 万辆，2021H1 销量达到 157 万辆，占比 24.02%。

图 27：2018-2020 年雅迪 SKU 变化



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 11：雅迪控股电动两轮车产品矩阵

分类	系列	低端	中端	高端	产品定价（元）	目标需求
电动自行车	大众经典	✓			1,799~2,299	代步、日常通勤需求
	冠能		✓	✓	4,399~5,890	代步、性能强
	VFLY L			✓	5,790~6,389	高端、智能化需求
	换换		✓	✓	3,699~4,299	代步、快速充电需求
电动摩托车	冠能		✓	✓	4,299~6,499	代步、性能强
	VFLY G			✓	19,800	高端娱乐、摩托车替代

资料来源：京东雅迪旗舰店、雅迪官方商城、浙商证券研究所

雅迪控股的电动两轮车与竞品对比：低端产品价格相近，防盗效果更优。在防盗方面采用 AQ 智能防盗，防盗效果优于爱玛和台铃。高端产品性能更强，智能化程度同样处于行业前列。公司高端的产品续航 80 公里，配备自研的 GTR 电机，同时还有三重卫星定位、AI 语音助手、NFC 解锁等加持，其中 VFLY 系列基于 LTM 三方蓝牙技术，实现手机、车机、头盔蓝牙相互连接，打造行业首个非概念的移动“个人空间”，并辅以 V-SMART 智显大屏及全场景 AI 智能语音助手，保障用户骑行的安全便捷。

表 12: 公司电动两轮车与竞品对比 (低端产品) (价格数据截止报告日)

性能指标	雅迪小芒果	爱玛比奇	Ninebot A30C	小牛 GOVA G0 40	台铃小金刚 2.0
最大速度 (km/h)	25	25	25	25	25
电池种类/容量 (Ah)	铅酸电池 48V 12Ah	铅酸电池 48V 12Ah	铅酸电池 48V 12Ah	18650 锂电池 48V 12Ah	铅酸电池 48V 12Ah
最大续航 (km)	40	40	40	40	45
电机额定功率 (W)	350	350	400	400	350
减震	后置双减震	后置双减震	前后双减震	前后双减震	前后双减震
产品价格 (元)	1799	1699	2499	2499	1699
智能化功能	AQ 智能防盗、 智能遥控钥匙	遥控电子锁、 智能遥控	RideyGo!、三模定位、 整车 OTA、异动提醒	“天眼”系统、整车 OTA、异动提醒	无
产品图片					

资料来源: 京东雅迪、爱玛、九号、小牛、台铃官方旗舰店, 浙商证券研究所

表 13: 公司电动两轮车与竞品对比 (中高端产品)

性能指标	雅迪 VFLY L80 PRO	爱玛 A130	Ninebot C65	小牛 UQi (动力版)	台铃 V30
最大速度 (km/h)	25	25	25	25	25
电池种类/容量 (Ah)	锂电池 48V 20Ah	锂电池 48V 20Ah	锂电池 48V 21Ah	18650 锂电池 48V 21Ah	锂电池 48V 24Ah
最大续航 (km)	80	60	65	60	90
电机额定功率 (W)	自研 GTR 电机 400W	400	400	400	350
扭矩 (N·m)	55	/	/	/	/
产品价格 (元)	5590	5199	5499	5499	5499
智能化功能	全场景 AI 智能、LTM 三方 蓝牙技术、AI 语音助手、解 锁方式 (声纹解锁、蓝牙解 锁、APP 解锁、NFC 解锁)、 智能 APP (导航投屏、车辆 自检、小迪语音、防盗提醒、 三模卫星定位、电子围栏、 账号共享)、整车 OTA、汽 车级 Canbus 通讯	NFC 解锁	解锁方式 (蓝牙、密码、 APP、NFC)、三模卫 星定位、电子围栏、异 动提醒、智能 APP (定 位、骑行轨迹分享、小 程序控车、锁车后防盗 报警、账号共享)	Cloud ECU3.0、解锁 方式 (无钥匙启动)、 智能 APP (实时查看 6 项电池信息及 18 项车况信息)、三模 卫星定位、异动提 醒、电池移动报警、 整车 OTA	APP 互联、 GPS 智能防盗
产品图片					

资料来源: 京东雅迪、爱玛、九号、小牛、台铃官方旗舰店, 浙商证券研究所

图 28：VFLY 智能化：支持 OTA 空中升级、云端功能上新、汽车级 Canbus 通讯



资料来源：招股说明书、公司官网、浙商证券研究所

3.2. 生产端：自主研发加码，黑科技硕果累累

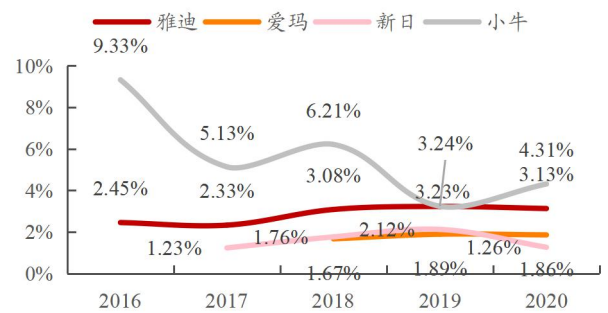
持续加大自主研发力度高筑技术壁垒，研发费用率逐步提升。研发中心由 2016 年无锡、天津、东莞 3 家扩张至 2020 年的 6 家，研发人员由 2016 年的 198 人增加至 2020 年 1000+人。研发费用于 2020 年大幅增加至 605.22 万元，yoy+56.74%。与同行业相比，雅迪的研发费用率远高于爱玛和新日，接近小牛。

图 29：2016-2020 雅迪/小牛/爱玛/新日研发费用（百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 30：2016-2020 雅迪/小牛/爱玛/新日研发费用率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

核心部件主要为自研。公司大力投资研发核心部件，并内部制造部分核心部件。截止 2015 年，电机 45% 为自主生产。“黑科技”研发硕果累累，21 年 TTFAR 增程系统 2.0 发布，包括性能卓越的凸极电机、石墨烯电池、能量回收控制器三种互补核心技术及四项主要硬件创新。凸极 TTFAR 电机，由雅迪自主研发，采用了全新的结构，扭矩、爬坡性能、效率全面提升。石墨烯电池 3 代，相比同体积普通电池，容量提升约 25%（提

升至 24Ah)，低温性能提升约 25%，寿命更是普通电池的 3 倍、百次充电衰减约千分之 7（衰减寿命 800-100 次）。此外还配备了行业首创的 BMS TTFAR 石墨烯电池管家，具备了数字化高精度电路检测，实现对电池容量的精准检测，数字误差在 8% 以内。**能量回收控制系统**，能量回收技术可以达到无论是刹车还是下坡时，都可以转化每一丝能量，从而进一步提升续航里程，同时提速更强劲，启停不卡顿。**此外，雅迪快充技术 20 分钟可充 80%**，采用高低压隔离、绝缘漏电监测保护等一系列汽车级技术，刷卡或扫码即可进行充电，充电情况实时手机屏幕同步。冠能系列专属电池充电器，最快充满仅需 3H，最慢也仅用 6H。

表 14：电池和电机供应情况

部件	公司	自研 or 外购
电池	雅迪	自研石墨烯电池
	小牛	外购
	爱玛	外购
	九号	外购
	新日	自主开发汽车级锂电
电机	雅迪	自研凸极电机
	小牛	外购
	爱玛	外购
	九号	自研
	新日	自研变频动力电机

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

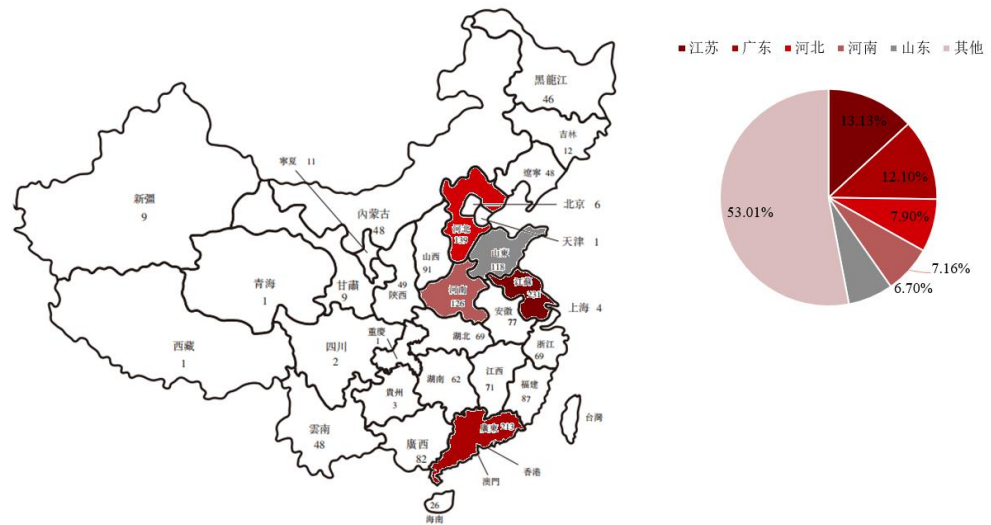
产能端：目前有 7 个生产基地，分别位于无锡、天津、慈溪、清远、安徽、重庆和越南，截止 2020 年底，年产能达到 1500 万辆。2021 年 1 月公司在江苏投资 68 亿元建设高端智能新能源机车研发与生产基地，预计投产后产能达 300 万辆/年。此外，越南工厂 19 年投产，预计未来 3 年增加产能至 50 万辆/年。

3.3. 渠道端，国内从高线到低线、海外市场深入开拓

（1）国内从高线到低线，VFLY “生而自由” 力争城市市场

过去重点布局高线城市，牢牢把握下沉市场渠道。2015 年雅迪共有 1760 家分销商，在非发达省份（除北京、上海、广东、浙江、江苏）的经销商数量占比较大，达到 70.28%，可见雅迪过去重点在高线布局。此外，经销商和门店数量与增速均处于行业领先，16-20 年分销商由 1,719 家扩至 2,955 家、门店数由 9,170 家扩至 17,000 家。**高密度的网点分布，也为雅迪售后体系搭建（“暖橙服务”）提供了强有力保障。**暖橙服务主打“心动服务，优+体验”，为消费者提供 24 小时救援服务，还提供免费/及时/快速上门服务、汽车级洗车服务，以及智能/省时/高效的到店维修服务。

图 31：截止 2015 年 12 月 31 日经销商分布



资料来源：招股说明书、公司官网、浙商证券研究所

图 32：2016-2020 年雅迪经销商和门店情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 33：2018-2020 雅迪和爱玛经销商数量和增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

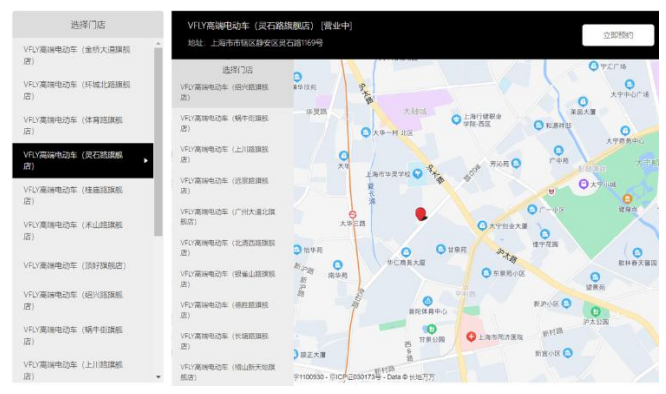
2021 年 7 月 8 日，雅迪在上海保时捷体验中心推出针对城市高端出行的全新子品牌 VFLY。该系列为与保时捷设计工作室达成战略合作设计，设计灵感来源于钻石切面，打造坚韧、高精度、前瞻未来之感，部分产品座椅材质与保时捷为同款。根据公司官网，VFLY 专营门店目前已布局全国 17 个城市，上海、杭州、广州、深圳、武汉、泉州、厦门、长沙、太原、邯郸等一线/省会城市。

图 34: VFLY 系列 “生而自由”



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图 35: VFLY 单独门店, 目前主要布局一线城市



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

(2) 海外拓展: 国际巨星代言+赞助 FIFA+建厂开店层层发力

公司早在 07 年开始就对海外布局, 13-15 年海外市场营收分别为 1.06/1.66/1.07 亿元, 16 年出口海外国家超 50 个, 2021 年出口海外国家 88 个, 其中包括美国、德国等发达国家。海外拓展过程中, 公司一方面通过国际巨星代言+赞助 FIFA 立住品牌形象。2018 年, 雅迪成为俄罗斯 FIFA 世界杯亚洲官方区域赞助商, 是 FIFA 世界杯百年历史上首个亮相的两轮交通工具。2019 年, 雅迪签约国际巨星范·迪塞尔作为品牌形象大使, 加速品牌国际化进程。另一方面越南建厂开店, 重点发力东南亚市场。2019 年雅迪首个海外生产基地越南北江投产, 年产量达 20 万台/年, 并计划在未来 3 年内产能提升至 50 万台/年。截止 2021 年雅迪在越南共有 306 家门店。

图 36: 成为 2018 俄罗斯 FIFA 世界杯亚洲官方区域赞助



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图 37: 2019 年签约“硬汉”范·迪塞尔为品牌形象大使



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

3.4. 营销端: 投身公益+国潮+综艺/明星代言, 共创“更高端的电动车”品牌

投身公益, 从“安全出行”到“脱贫攻坚”。19 年 4 月, 助力公安部“一盔一戴, 安全出行”活动, 累计全国捐赠 80 万个头盔。20 年驰援抗疫一线, 捐赠 1 万辆新国标车, 以帮助前线抗疫同志出行; 同年联合公安部、贵州省黔东南州公安局举办“决战脱贫攻坚, 助力公安工作”捐赠活动, 向黔东南州捐赠 150 万元的冠能系列电动车, 用以改善当地山区的出行环境。2021 年驰援郑州, 首批捐赠 1 千辆电动车, 为受灾市民解决出行困扰。2021 年雅迪连续被央视选定为史上首个“CCTV 民族匠心品牌-电动车行业领航者”以及“春节 CCTV<回家的礼物>合作伙伴”。

玩转国潮，聚焦传统文化。2021年推出5部《雅迪冠能非遗掌潮之旅》系列纪录片，在《逐影之旅》皮影戏篇、《跃然之旅》剪纸篇、《惊奇之旅》说书篇、《焕能之旅》宫灯篇、《炫舞之旅》舞狮篇的探寻过程中，雅迪将非遗文化与现代科技串联，展现了“古今”碰撞带来的新潮魅力，更传达了匠心精神的坚守，全网曝光量超5亿。

图 38：雅迪冠能《焕能之旅》宫灯篇



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

图 39：雅迪冠能《惊奇之旅》说书篇



资料来源：百家号/互联网品味生活、浙商证券研究所

明星代言，李敏镐—>胡歌—>范·迪塞尔。2014年公司和韩国著名演员李敏镐签约，2016年公司与国内著名演员胡歌签约，2019年公司和国际巨星范迪塞尔签约，扩大公司的知名度。公司还联手范·迪塞尔打造国际范行动，将明星产品雅迪 G5 与国际巨星绑定。冠名综艺《元气满满的哥哥》《极限挑战》进行宣传主推冠能系列，2020年为《元气满满的哥哥》官方合作伙伴，通过场景化的应用彰显冠能系列“一次充电，多跑一半”的性能优势；2021年为《极限挑战》官方合作伙伴，大力宣传了冠能 2.0 系列。

图 40：21 年与《极限挑战》合作



资料来源：雅迪官微、浙商证券研究所

图 41：16 年胡歌出任品牌形象大使



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

4. 投资建议

4.1. 推荐要点：短期受益“新国标”、长期受益“智能化”+“出海”

短期受益“新国标”，需求仍在加速释放中。根据前瞻产业研究院数据，预计 2020-2024 年，“新国标”驱动的需求增量分别为 500/1500/2500/3000/2500 万辆。根据新国标各地过渡期及其销量推算，2 年/23 年新国标对需求的催化将呈现加速。雅迪控股作为业内龙头，将持续受益“新国标”需求红利，2022-2023 年保持高速增长。

长期借势“智能化”，产品力提升&结构升级+品牌深化，望成就“更高端的电动车”。随着电机和电池技术发展对人们里程焦虑的缓解，需求端逐步要求短交通核心功能“智能化”——“便捷”“流畅”“安全”。公司在产品和品牌端持续发力，望在行业智能化趋势中成为“更高端的电动车”，单价&毛利率提升可期。**产品力提升&结构升级**，雅迪 2018 年起逐步精简 SKU，逐步淘汰“通路”车型，主推自研车型同时配备不同程度智能化功能；同时公司加大研发力度，目前已发布 TTFAR 系统 2.0 版本，在性能与智能方面占据优势。**品牌高端化深化**，①划分系列条线，孵化高端“智能”品牌，“冠能”“冠智”分别主打性能和智能，二者作为中高端主力持续深耕“高线”城市；全新子品牌“VFLY”定位城市出行，依托品牌专营店发力一线。②品牌势能积聚，从公益到国潮到综艺/明星代言，19 年签“硬汉”范·迪塞尔为代言人，21 年冠名《极限挑战》。

海外“电气化”进程加码+RCEP 助力东南亚，公司出海征程值得期待。①欧美对电动两轮车补贴持续加码，助力电动两轮车市场渗透率提升；②印度+东南亚陆续出台禁摩限摩政策和电气化补贴政策，叠加 RECP 签订削减电动两轮车出口至东南亚的关税，将助推电动两轮车逐步替代东南亚市场燃油摩托车，预计未来 5 年行业规模在 72.40/173.44/339.89/461.49/648.86 亿元。**雅迪自 07 年布局出海，19 年投产首个海外生产基地越南北江**，年产量达 20 万台/年，并计划在未来 3 年内提升至 50 万台/年。截止 2021 年雅迪在越南共有 306 家门店，公司出海征程值得期待，望开启第二成长曲线。

核心假设：行业端，短期来看新国标替换需求仍处于释放期，预计今年国内销量仍有乐观增长；长期来看，持续受益于电动两轮车智能化和出海。**智能化方面**，公司渠道端业已深入高线市场（目前市占率第一），产品端各系列车型均配备不同程度的智能化功能，望凭借强大的销售体系和品牌势能，重塑需求端对智能化的认知，从而逐步提升产品毛利率。**出海方面**，公司早在 19 年布局越南工厂，预计 22 年随着疫情后复工复产，加码对海外市场的投入，拓展新市场。预计 21-23 年总体销量 1380 万/1607 万/1865 万，yoy27.74%/16.45%/16.06%；平均出厂均价分别为 1500/1699/1821 元，yoy 11.76%/13.25%/7.17%；总体毛利率逐步提升至 16.00%/17.00%/17.50%。**预计雅迪控股未来三年营收 CAGR 约 29.56%，归母净利润 CAGR 约 38.21%。**

表 15：雅迪控股细分业务盈利预测（单位：百万元）

收入拆分	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	9,916.65	11,968.24	19,360.32	26,469.42	34,217.26	42,108.37
yoy	26.32%	20.69%	61.76%	36.72%	29.27%	23.06%
毛利率	16.33%	17.36%	15.87%	16.00%	17.00%	17.50%
按产品拆分						
电动两轮车	7,598.33	9,231.07	14,499.66	20,700.00	27,299.65	33,956.02
yoy	29.92%	21.49%	57.07%	42.76%	31.88%	24.38%
收入占比	76.62%	77.13%	74.89%	78.20%	79.78%	80.64%
销量（万辆）	503.99	609.37	1,080.33	1380.00	1607.00	1865.05
单价（元）	1,507.64	1,514.85	1,342.15	1,500.00	1,698.80	1,820.65
电池及充电器	2,195.19	2,623.75	4,532.92	5,474.82	6,536.78	7,683.69
yoy	13.40%	19.52%	72.77%	27.74%	16.45%	16.06%
收入占比	22.14%	21.92%	23.41%	20.68%	19.10%	18.25%
电动两轮车零部件	123.13	113.42	327.74	294.60	380.83	468.66
yoy	86.45%	-7.88%	188.95%	-10.11%	29.27%	23.06%
收入占比	1.24%	0.95%	1.69%	1.11%	1.11%	1.11%

资料来源：浙商证券研究所

4.2. 估值：公司当前市值对应 23 年 PE 为 9.73 倍，给予“买入”评级

可比公司选择：公司为智能短交通品牌龙头，小牛电动、爱玛科技、新日股份、九号公司等均为短交通品牌企业；可比公司 2023 年平均估值为 PE 18.6X。预计 2021-2023 年公司营收 264.69/342.17/421.08 亿元，同增 36.72%/29.27%/23.06%，归母净利润 13.77/19.35/25.28 亿元，同增 43.83%/40.51%/30.64%，当前市值对应 PE 为 17.87/12.71/9.73X。按照雅迪控股智能短交通品牌龙头定位，目标估值中枢 PE 20 X，当前存在低估，给予“买入”评级。

表 16：智能交通类公司估值参考（截止本报告发行日）

	收入增速			利润增速			PE		
	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
小牛电动	51.56%	57.34%	27.79%	33.90%	118.04%	47.44%	34.7	9.7	6.6
爱玛科技	28.54%	27.72%	22.93%	12.94%	28.25%	24.91%	24.7	19.0	15.0
新日股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-
九号公司-WD	52.04%	46.07%	20.27%	464.69%	82.41%	23.54%	77.2	42.3	34.2
行业均值	44.05%	43.71%	23.66%	170.51%	76.23%	31.96%	45.5	23.7	18.6
雅迪控股	36.72%	29.27%	23.06%	43.83%	40.51%	30.64%	17.9	12.7	9.7

资料来源：wind、浙商证券研究所（除九号公司外，其他采用 wind 一致预测）

注：计算市值时，港币兑人民币汇率按 0.8133 计

5. 风险提示

新品销售不及预期。公司推出的智能两轮电动车的市场需求不及预期，进而导致销售不及预期。

新市场拓展不及预期。公司开辟海外新市场进度不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	13,374	18,031	25,437	32,396	营业收入	19,360	26,469	34,217	42,108
现金	3,421	6,868	11,479	15,615	营业成本	16,287	22,234	28,400	34,739
交易性金融资产	45	68	101	129	营业税金及附加	0	0	0	0
应收账款	377	516	667	820	营业费用	935	1,191	1,642	2,021
其它应收款	330	957	982	1,149	管理费用	597	746	965	1,187
预付账款	0	0	0	0	研发费用	605	794	1,027	1,263
存货	680	934	1,348	1,514	财务费用	(16)	(16)	(33)	(55)
其他	8,521	8,689	10,861	13,167	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2,643	2,642	2,624	2,607	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(2)	(3)	(4)	(5)
长期投资	24	66	88	109	其他经营收益	0	0	0	0
固定资产	1,500	1,464	1,430	1,397	营业利润	958	1,512	2,207	2,942
无形资产	134	128	121	115	营业外收支	229	191	191	191
在建工程	0	0	0	0	利润总额	1,187	1,704	2,399	3,133
其他	985	985	985	985	所得税	227	327	460	601
资产总计	16,016	20,673	28,061	35,002	净利润	959	1,377	1,939	2,533
流动负债	12,236	15,506	20,944	25,342	少数股东损益	2	0	4	5
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	957	1,377	1,935	2,528
应付款项	10,786	14,003	18,767	22,601	EBITDA	1,165	1,582	2,260	2,972
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.32	0.46	0.65	0.84
其他	1,450	1,503	2,177	2,741	主要财务比率				
非流动负债	178	178	178	178		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	178	178	178	178	营业收入	61.7%	36.7%	29.3%	23.1%
负债合计	12,414	15,683	21,122	25,520	营业利润	123.2%	58.7%	45.3%	32.8%
少数股东权益	13	13	17	22	归属母公司净利润	85.4%	43.8%	40.5%	30.6%
归属母公司股东权益	3,589	4,977	6,922	9,460	获利能力				
负债和股东权益	16,016	20,673	28,061	35,002	毛利率	15.9%	16.0%	17.0%	17.5%
					净利率	5.0%	5.2%	5.7%	6.0%
					ROE	26.7%	27.7%	28.0%	26.7%
					ROIC	21.2%	24.3%	25.4%	24.7%
					偿债能力				
					资产负债率	77.5%	75.9%	75.3%	72.9%
					净负债比率	-95.0%	-137.6%	-165.4%	-164.7%
					流动比率	1.09	1.16	1.21	1.28
					速动比率	0.70	0.87	0.90	0.94
					营运能力				
					总资产周转率	1.21	1.28	1.22	1.20
					应收帐款周转率	51.33	51.33	51.33	51.33
					应付帐款周转率	1.51	1.59	1.51	1.54
					每股指标(元)				
					每股收益	0.32	0.46	0.65	0.84
					每股经营现金	0.74	1.32	1.72	1.49
					每股净资产	1.20	1.67	2.32	3.17
					估值比率				
					P/E	40.76	17.87	12.71	9.73
					P/B	10.83	4.93	3.55	2.59
					EV/EBITDA	30.55	11.21	8.00	4.69

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>