

证券研究报告

2023年05月12日

行业报告 | 行业深度研究

电力设备

东南亚两轮车：供给与需求的共振，企业加速出口步伐

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

为什么研究东南亚市场？ - 国内未来可能的行业增长乏力+东南亚大市场（空间超过4000万辆）+盈利能力好（ASP远高于国内）。今年年初以来国内两轮车增速再次超预期，但远期看每年销量难以大幅增长，大概率每年新增销量约6000万辆+。

虽然雅迪、爱玛等电动两轮车企业足够优秀，近几年利润增长也受到市场认可，但行业层面仍担心国内销量天花板&市占率的问题。明年起未看到更明晰的增长点，企业业绩的增长主要来自于修炼内功，因此开拓新的增长市场非常重要，东南亚市场被电动两轮车企业关注到。

行业空间&分地区特点

从行业空间看，我们认为东南亚市场可分为【电动摩托车市场】和【电动自行车市场】，电动两轮车年销量空间可达4000万辆以上，其中电摩2000万辆+电动自行车2000万辆以上。

1) 电动摩托车市场：东南亚2022年燃油摩托车销量1200多万辆，考虑2020-2022年受到疫情影响消费者经济能力受到影响，摩托空间年销量预计可达1500万辆。此外，电摩使用成本低于燃油摩托车，且降本潜力更大，我们预计带来约500万辆摩托车新增需求。

2) 电动自行车市场：雅迪等国内企业在东南亚引入类似于国内电动自行车产品，在速度、功率、续航等性能上低于摩托车，且不需要驾照。这部分在东南亚属于新增市场，用户人群为学生、家庭主妇等短途需求人群，参考国内电动两轮车企业产品结构，东南亚电动自行车年销量空间有望达2000万辆以上。

分地区看，越南电动两轮车渗透率远高于泰国、印尼等其它东南亚国家。2020年越南、菲律宾、印尼、泰国电动两轮车渗透率分别为8.54%、1.34%、1.1%、0.1%。越南电动两轮车渗透率远高于其它国家，我们认为主要原因系：1) 越南经济发展快于印尼、泰国等国家，学生、老人等出行方式更多样化；2) 基础设施建设加快，水电及道路状况改善，为电动两轮车骑行创造条件；3) 地理位置与广西、云南接壤，或受到国内出行方式影响。

泰国、印尼等东南亚国家目前仍以摩托车为主，而非摩托车部分的新增市场空间仍有待开发。因此在产品类型方面，越南主要以小型电动自行车为主，泰国、印尼以磷酸铁锂版本的两轮车为主。在越南，学生和老年人是使用电动两轮车的两大主要群体，车型较小且多数为铅酸电池车型，而泰国、印尼在电摩补贴催化下，较为大型的电摩产品预计在未来几年成为主流。

竞争格局

越南市场电动两轮车企业有VinFast、Pega、Dibao、雅迪等,传统摩托车企业本田、雅马哈等暂未发力。2020年越南电动两轮车销量23.7万辆，前五名为VinFast、Pega、Dibao、Yadea、Anbico，市占率分别为43.4%、15.7%、11.8%、8.6%、8.3%，CR5 达88%。

摘要

雅迪2022年海外两轮车销量约14万辆，我们预计2022年雅迪在越南市占率大幅提升。根据VinFast公告，2021、2022年电动两轮车销量4.19、6.03万辆，而雅迪2022年海外销量在14万辆左右，因此我们认为2022年雅迪在东南亚份额相比2020年提升明显。

从海外优秀摩托车企业的电动化进展看，本田2025年电动化预计加速。目前本田电动摩托车产品主要在商用领域，采用换电模式。2021年本田电动两轮车销量仅15万辆左右，本田计划2030年将全球销量提高到2021年20倍以上，达到350万辆。2025年之前，本田目标推出“10款或更多”电动摩托车。

供给端催化

1) 电动自行车产品：与50CC燃油车型相比，经济性明显。购入一辆50cc汽油摩托车的5年综合成本为购车约2,000万+燃料成本7,000万+维护成本1,050万=10,050万越南盾。购入一辆雅迪电动车5年综合成本为购车约1700万+充电成本265万+换电池成本385万=2,350万越南盾。

2) 电动摩托车：越南2030年禁摩令，印尼、泰国补贴3000元+人民币/车。泰国2022年8月内阁决议批准29.23亿泰铢(约5.85亿人民币)对电摩、电动车进行补贴，电动摩托车单车补贴1.8万泰铢(约3600元人民币)并享有1%的消费税优惠；印尼政府2023年将拨款1.7亿印尼盾，自3月起每辆电动摩托车补贴700万印尼盾(约3165元人民币)。

3) 产业链政策：越南、泰国、印尼等国积极推动电动两轮车产业链本地化。其中泰国对散件进口国内组装免征/减征税，引导两轮车企业泰国当地建厂；印尼要求可获得补贴的摩托车零部件自制化率从2019年40%提升至2026年80%

投资建议

东南亚摩托车电动化加速，看好率先在东南亚布局的国内两轮车企业。在国内两轮车企业中，雅迪在东南亚布局较为领先，在东南亚设厂、渠道已有一定的基础。雅迪2022年海外电动两轮车销量约14万辆，随着产品、渠道不断扩张，叠加印尼、泰国补贴支持，雅迪东南亚销量有望快速增长。

盈利方面，东南亚两轮车售价高于国内电动自行车售价，单车利润预计超过国内水平。在越南，雅迪终端售价约6000元，远高于国内ASP。东南亚雨水多，产品质量要求高，ASP几乎为国内的2倍，假设利润率和国内市场一致，单车净利也有望是国内车型的2倍。

重点推荐在东南亚电动两轮车市场具有先发优势的【雅迪控股】(和汽车组联合覆盖)，也看好后续有望在东南亚布局的国内两轮车企业【爱玛科技】(和汽车、家电联合覆盖)、【九号公司】(和电子组联合覆盖)，建议关注【新日股份】、【小牛电动】等。

风险提示：销量不及预期、贸易摩擦、厂房建设不及预期、东南亚电动化不及预期、测算主观性。

引言

开拓东南亚市场，打开成长天花板

▣ 为什么研究东南亚市场？- 国内未来可能的行业增长乏力+东南亚大市场（空间超4000万辆）+盈利能力好（ASP远高于国内）。今年年初以来爱玛、新日一季报业绩均大幅增长，但远期看国内电动两轮车销量逐渐稳定，我们预计每年新增销量约6000万辆+。企业的增长主要来自：

1) 格局优化，市占率提升。我们预计22年国内电动两轮车市场CR2 47%、23年52%，未来CR2有望达到60%；

2) 单车ASP提升。雅迪2022年单车ASP 2217元，YOY+14%，仍有向上空间；爱玛对标雅迪，2022年单车ASP预计1900元，我们认为第一步或对标雅迪的2200元+；

3) 净利率提升来自CR2足够高，二三线出清，头部企业开始追求盈利。

▣ 虽然雅迪、爱玛等电动两轮车企业足够优秀，近几年利润增长也受到市场认可，但行业层面仍担心国内销量天花板&市占率的问题。2024年起未看到更明晰的增长点，企业业绩的增长主要来自于修炼内功，因此开拓新的增长市场非常重要，东南亚市场被电动两轮车企业关注到。

行业空间&分地区特点：

东南亚市场可分为【电动摩托车】和【电动自行车市场】，稳态市场空间或达4000万辆以上，其中电摩2000万辆+电动自行车2000万辆以上。

越南电动两轮车渗透率远高于其它国家，我们认为原因系：

- 1) 越南经济发展快于印尼、泰国等国家，学生、老人等出行方式更多样化；
- 2) 基础设施建设加快，水电及道路状况改善，为电动两轮车骑行创造条件；
- 3) 地理位置与广西、云南接壤，受到国内出行方式影响。

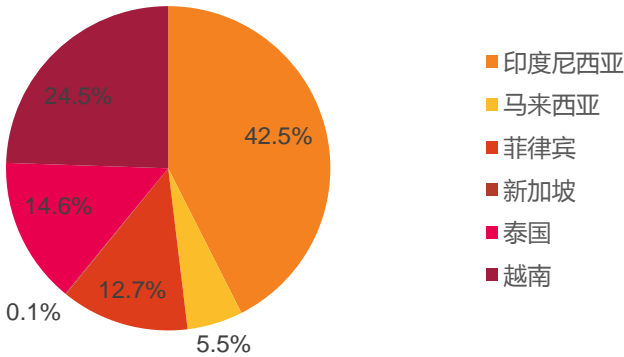
东南亚六国摩托车2022年销量1227万辆，销量大国为印尼、越南、泰国

□ 东南亚六国2022年摩托车销量1227万辆，同增10.6%，销量大国主要为印尼、越南、泰国。东南亚六国（印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南）2022年销量1227万辆，同比增长10.6%。东南亚摩托车销量主要集中在越南、泰国、印尼，2022年销量分别为300、179、522万辆，在东南亚销量占比分别为24%、15%、43%。在东南亚，摩托车是最基本的交通工具，越南、泰国、印尼摩托车保有量分别为4500、3000、6000万辆。

表：东南亚各国摩托车销量（万辆）

国家	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
印度尼西亚	621.5	588.6	638.3	648.7	366.1	505.8	522.1
马来西亚	39.6	43.5	47.2	54.7	49.8	49.7	68.1
菲律宾	114.0	131.9	159.0	170.5	120.6	143.6	156.5
新加坡	0.8	1.0	1.2	1.9	1.1	1.1	1.2
泰国	173.8	181.1	178.8	171.9	151.6	160.6	179.2
越南	312.1	327.2	338.6	325.5	271.3	249.2	300.3
合计	1262.0	1273.3	1363.2	1373.2	960.5	1110.1	1227.4
yoy		0.9%	7.1%	0.7%	-30.1%	15.6%	10.6%

图：2022年东南亚国家摩托车销量占比（%）



行业空间：东南亚年销量空间超4000万辆，电摩2000万辆+电自2000万辆以上

- 从行业空间看，我们认为东南亚市场可分为【电动摩托车】和【电动自行车市场】。市场空间可达4000万辆以上，其中电摩2000万辆+电动自行车2000万辆以上。
- ✓ **电动摩托车市场：**2022年东南亚燃油摩托车销量1200多万辆，考虑2020-2022年受到疫情之下消费者经济能力受到影响，摩托车年销量空间预计可达1500万辆。此外，电摩使用成本低于燃油摩托车，且降本潜力更大，预计消费需求进一步扩容，我们预计带来约500万辆电动摩托车新增需求。摩托车市场电摩可替代空间为1500+500=2000万辆。
- ✓ **电动自行车市场：**雅迪等国内企业在东南亚引入类似于国内电动自行车产品，在速度、功率、续航等性能上低于摩托车，且不需要驾照。以Vinfast EV0200为例，摩托车续航可达203km，最高时速70km/h，1500W电机。电动自行车产品以雅迪XMEN NEO为例，续航80km，最高时速43km/h，1000W电机。这部分在东南亚属于新增市场，用户人群为学生、家庭主妇等短途需求人群。

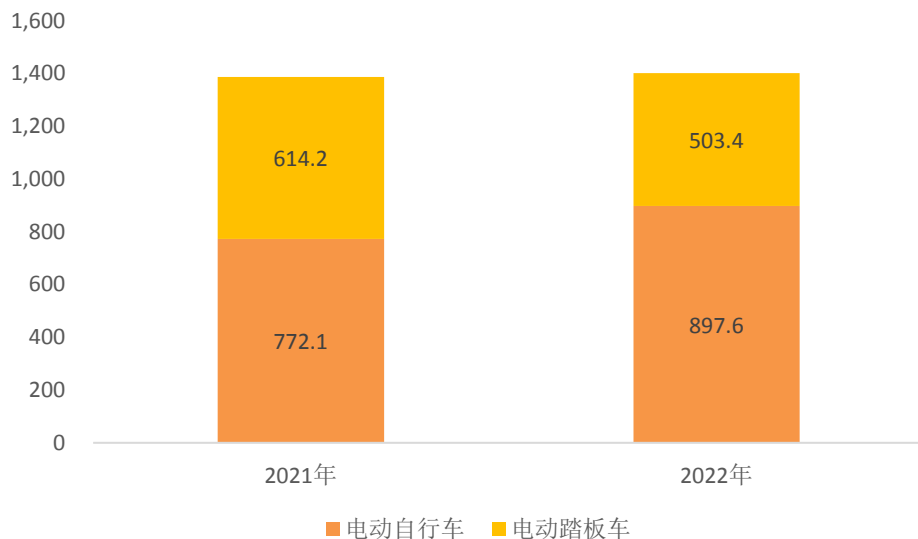
表：雅迪、VinFast电摩产品比较

产品	图片	最大速度	连续运行的距离	功率	是否需要驾照	越南价格	人民币价格
YADEA XMEN NEO	 YADEA XMEN NEO	43km/h	80Km	1000W	否	16, 590, 000	4811. 1
VINFAST EV0200		70km/h	203km	1500W	是	41, 900, 000	12151

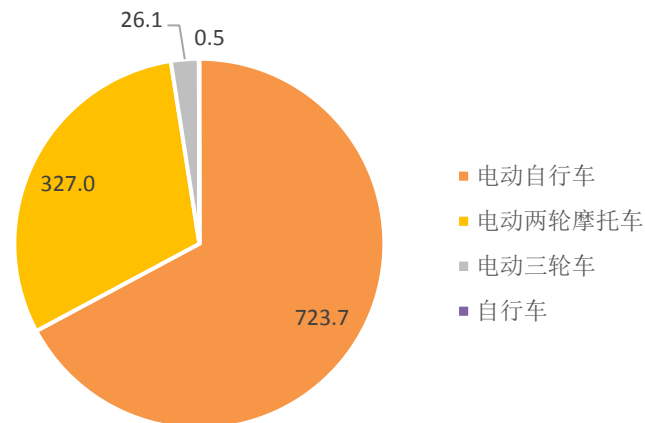
行业空间：东南亚年销量空间超4000万辆，电摩2000万辆+电自2000万辆以上

- 参考国内电动两轮车企业产品结构，电动自行车销量远多于电摩/电动踏板车数量。因此我们认为东南亚电动自行车市场空间超过电摩，有望达到2000万辆以上。
- ✓ 雅迪：2022年电动两轮车销量共1041万台，其中电动踏板车（类似于电摩）销量503.4万台，占比36%；电动自行车销量897.6万台，占比64%。
- ✓ 爱玛：2022年电动两轮车+少量电动三轮车、自行车产品销量共1077.3万台，其中电动摩托车销量327万辆，占比30%；电动自行车销量723.7万辆，占比67%。

图：雅迪控股电动两轮车销量结构（万辆）



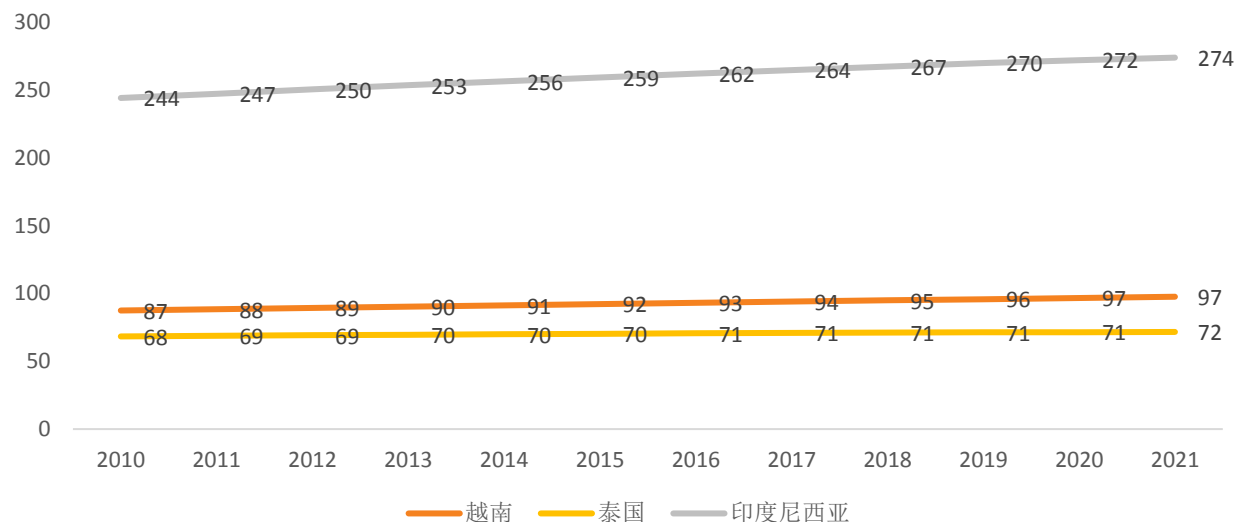
图：爱玛科技2022年产品销量结构（万辆）



行业空间：考虑人口数量、公共交通基础设施，东南亚电动两轮车年销量空间预计在3000万辆以上

- 仅考虑人口数量，东南亚人口约为中国的一半，电动两轮车年需求量有望达3000万辆。中国2022年末14.1亿人口，东南亚约6.7亿人口，东南亚人口数量约为中国的一半，且仍在增长。假设中国稳定在14亿人口，电动两轮车年销量6000万辆，东南亚人口约为国内的一半，若仅考虑人口因素东南亚六国电动车年销量有望达到约3000万辆。
- 考虑东南亚多地区公共交通设施较为缺乏，电动两轮车年需求量有望达3000万辆以上。由于多数东南亚国家公共交通基础设施较为缺乏，人口密集的城市非常多，骑两轮车是受欢迎的出行方式。越南2021年11月第一条地铁在首都河内运行，印尼第一条地铁在2019年3月正式运营，公共交通建设节奏慢于国内。东南亚平均可支配收入不高，对于一般家庭轿车过于昂贵。考虑人口、公共基础设施，我们预计东南亚六国年销量空间有望超过3000万辆。

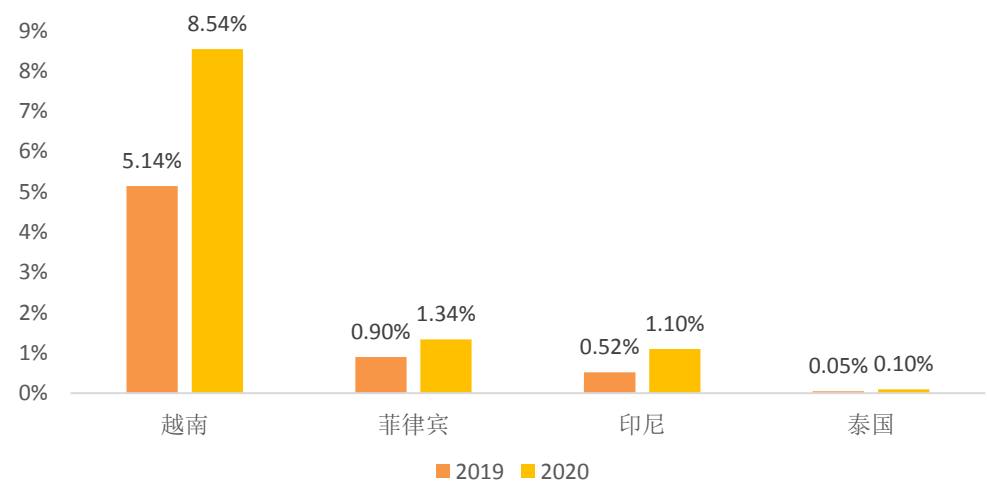
图：印尼、越南、泰国人口数量（百万人）



电动化率：2020年越南两轮车电动化率8.5%，远高于菲律宾、印尼、泰国等其它东南亚国家

- 从东南亚各国家电动两轮车渗透率看，越南电动化率明显高于菲律宾、印尼、泰国。2020年，越南、菲律宾、印尼、泰国电动两轮车渗透率分别为8.54%、1.34%、1.1%、0.1%，其中越南在2020年电动化率同比提升3.4pct。
- 从法律法规看，东南亚地区（除新加坡）对于电动自行车的使用没有明确规定。在越南，学生被允许使用电动自行车且不需要注册驾照，年轻人使用带脚蹬的电动自行车也不需要驾照。学生从六年级开始（11岁）就可骑行电动自行车。在泰国，若骑行的摩托车小于110cc，那么达到15岁就可以申请骑行驾照，达到18岁时可申请临时摩托车驾照。在印尼，12-15岁骑自行车者必须有成人陪同，至少17岁可申请摩托车驾照。但整体而言，东南亚多个国家对于电动两轮车的使用没有明确界定。

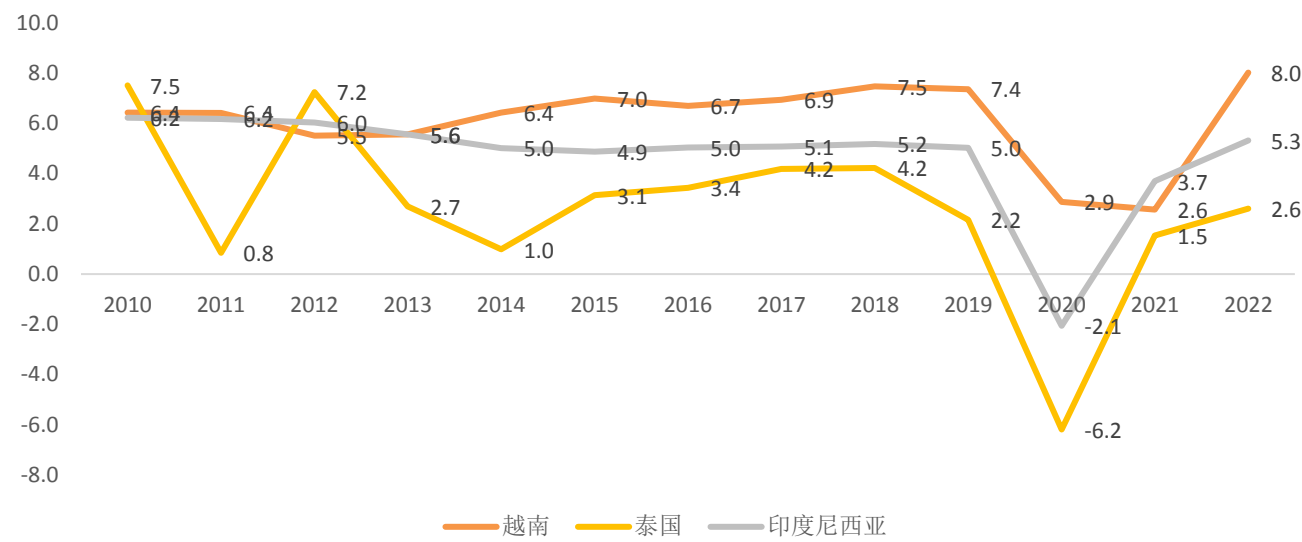
图：2019、2020年越南、菲律宾、印尼、泰国两轮车电动化率（%）



经济增长方面，越南2014-2020年GDP增长率显著高于印尼、泰国，出行方式更多样化

- 越南电动两轮车渗透率远高于其它国家，我们认为主要原因系经济发展快于印尼、泰国等国家，基础设施不断跟进，且地理位置与广西、云南接壤，受到国内出行方式影响。
- ✓ 在经济增长方面，越南2014-2022年GDP增长率显著高于印尼、泰国，学生、老人等出行方式更多样化。例如2022年，越南GDP增速达8%，印尼、泰国分别为5.3%、2.6%。越南北部各省市近年来加大招商引资，在2014年越南工商部颁发关于批准2020年北部重点经济区工业发展总体规划及2030年愿景的决定。北部重点区域覆盖河内、海防、广宁等省（市），是越南最具活力的经济中心之一。

图：越南、泰国、印度尼西亚GDP增长率（%）



资料来源：世界银行、越南政府新闻网、中国新闻网、TRADING ECONOMICS、天风证券研究所

基础设施建设为电动两轮车创造骑行条件，且越南北部与中国接壤或受到国内出行方式影响

- ✓ 在经济发展带动下，越南的基础设施也不断跟进，为两轮车骑行创造好的道路条件。越南大力发展制造业，但港口、道路逐渐变的拥堵。为减少拥堵及令不同地区发展更均衡，越南政府大力推动基础设施建设，北部地区许多关键基础设施已完工，包括海防深水港、云屯国际机场等，市区内的道路网和水电供应也大为改善。基础设施升级为电动两轮车使用创造好的条件。
- ✓ 在地理位置方面，越南北部与中国的广西、云南接壤，或受到国内出行方式影响。广西东兴市与越南北部城市芒街仅一河之隔，近年来在一系列对外开放政策下，跨境旅游、贸易、金融方面都有明显突破。在跨境劳务合作方面，中国与越南的合作也较为密切。2017年开始，中国与越南在东兴试点中越跨境劳务合作，越南工人可通过合法途径进入中国边境区指定区域。随着两国在贸易、劳务等方面合作加深，越南北部出行方式或受到国内影响。

图：南宁街头两轮车



图：越南街头两轮车



电动两轮车在越南部分城市广泛使用，泰国、印尼等国家电动自行车应用场景有待开发

- 在越南，电动自行车作为新型交通工具已在河内、胡志明等地区广泛使用。在越南，70%的电动自行车&电动摩托车为14岁及以上的青少年/学生使用，电动自行车&电动摩托车在几个拥挤的城市广泛使用，比如河内、胡志明市、海防、岘港、清化、下龙等。在高峰时间段，越南首都的街道上到处都是电动自行车，这是一种新型的替代自行车和摩托车的交通工具。
- 泰国、印尼等东南亚国家电动自行车应用场景仍有待开发。由于不需要驾照，在越南学生和老年人是使用电动两轮车的两大主要群体，并且铅酸电池车型在价格上显著低于锂电池车型。但在其它东南亚国家包括泰国、印尼，目前主要是磷酸铁锂电池两轮车产品，铅酸版本电动自行车部分的新增市场空间仍有待开发。

竞争格局：

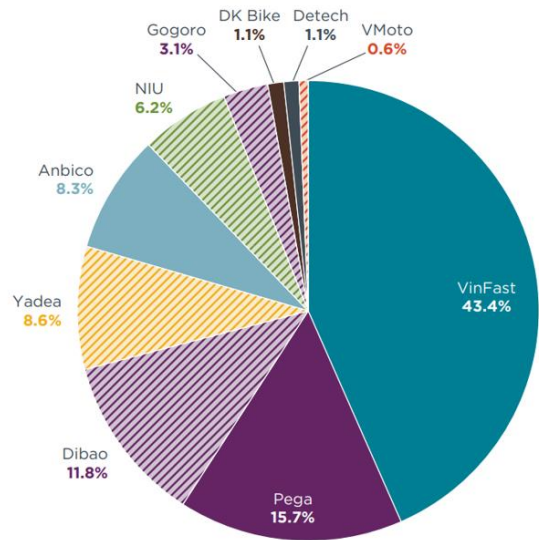
越南市场电动两轮车企业主要有VinFast、Pega、Dibao、雅迪等

雅迪2022年海外两轮车销量约14万辆，我们预计2022年雅迪在越南市占率大幅提升

越南市场电动两轮车企业主要有VinFast、Pega、Dibao、雅迪等

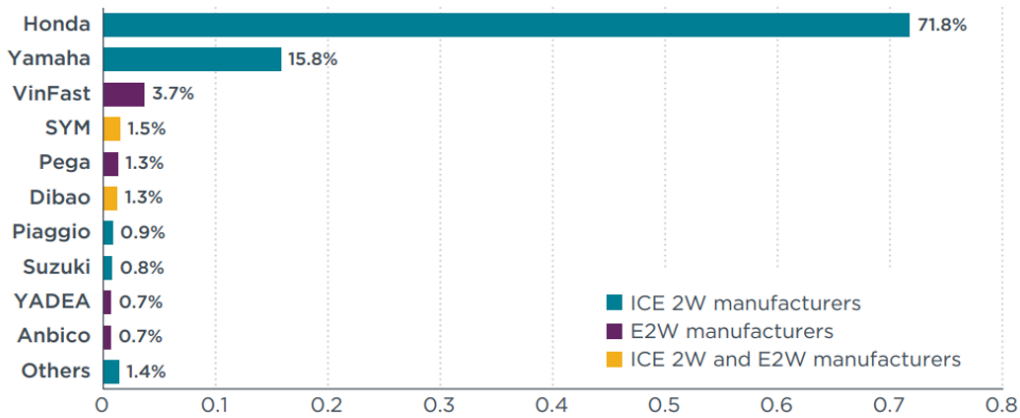
- 越南市场电动两轮车企业有VinFast、Pega、Dibao、雅迪等,传统摩托车企业本田、雅马哈等暂未发力。2020年越南电动两轮车销量23.7万辆,前五名为VinFast、Pega、Dibao、Yadea、Anbico,市占率分别为43.4%、15.7%、11.8%、8.6%、8.3%,CR5 达88%。在排名前五企业中,排名一、二、五的VinFast、Pega、Anbico为越南本土制造商。在越南两轮车市场,2020年本田、雅马哈市占率分别为71.8%、15.8%,主要生产燃油摩托车。
- 雅迪2022年海外两轮车销量约14万辆,我们预计2022年雅迪在越南市占率大幅提升。根据VinFast招股书,2021、2022年电动两轮车销量4.19、6.03万辆,而雅迪2022年海外销量在14万辆左右,因此我们预计2022年雅迪在东南亚份额相比2020年提升明显。

图：2020年越南电动两轮车市场竞争格局（%）



注：虚线部分代表越南境外制造商，实线部分代表越南本地制造商

图：2020年越南两轮车市场竞争格局



雅迪在越南推出多种车型，配合年轻人个性化需求

- 在产品端，我们认为雅迪在国内丰富的车型积累有助于快速打开东南亚市场空间。从雅迪2022年越南布局的产品看，最高时速在37-55km/h，续航里程在65-109km，价格在1449-3999万越南盾（约合4200-11600人民币），多数产品在2000万越南盾附近（约合5800人民币）。
- 越南主要以铅酸车型为主，印尼、泰国主要以锂电车型为主。由于越南市场目前使用电动两轮车的主要人群是学生，且年轻人个性化需求高，雅迪准备了充足的产品型号，终端售价在6000元左右。而泰国、印尼市场在电摩补贴催化下，长续航、大功率的锂电产品有望成为主流。如印尼市场，雅迪推出G6，售价1.4万元，续航100km，功率2000W，最大时速70km/h。采用石墨烯电池，带电量接近3kwh。而另外2款电摩 E8S T9 分别在1.1、1万元左右。

表：雅迪2022年越南产品及参数

OEM	Model name	Vehicle type	Battery type	Vehicle weight (incl. batteries) (kg)	Range (Km)	Maximum speed (km/h)	Price (million VND) (incl. battery, charging cable)
Yadea	Xmen Neo	E-moped	Graphene	101	80	43	17.59
	Xmen	E-moped	Graphene	97	70	43	16.90
	Odora S1	E-moped	Lead acid	94	82	45	18.90
	Odora S1 TTFAR	E-moped	Graphene TTFAR	94	82	45	20.50
	Odora TTFAR	E-moped	Graphene TTFAR	96	101	43	18.99
	M61 TTFAR	E-moped	Graphene TTFAR	94	101	43	17.99
	S3	E-moped	Graphene	118	90	50	22.49
	Ulike	E-moped	Graphene	104	109	47	18.99
	Ulike A1	E-moped	Graphene TTFAR	96	95	42	17.90
	Ulike 2.0	E-moped	Graphene	111	90	50	20.99
	G5 Lite	E-moped	Graphene TTFAR	103	80	50	18.90
	G5	E-motorcycle	Lithium-ion	84	65	55	39.99
	Buye	E-moped	Graphene	113	90	50	21.99
	X5 Lite	E-moped	Graphene TTFAR	103	80	50	18.90
	X5	E-moped	Graphene	115	90	50	21.99
	E3	E-moped	Graphene	94	82	37	16.49
	X-Joy	E-moped	Graphene	78	90	40	14.49

本田：电摩产品目前主要在商用领域，在日本、越南邮政开始使用

□ 本田目前电动摩托车产品主要在商用领域，采用换电模式。本田正在开发商用电动系列以适用于各种场景：

- ✓ **BENLY e**：一种具有高负载能力的两轮紧凑型摩托车，能够执行各种拾取和交付任务。为第二款由本田移动电源组提供动力的电动两轮车，在2020年推出。
- ✓ **GYRO e**：一种三轮摩托车，带有大型低地板货床，不会摆动，适合运送重型或大件货物。是第三款由本田移动电源组提供动力的电动两轮车，之后开发商务电动三轮踏板车GYRO UP，带有大型低地板货床。
- ✓ **GYRO CANOPY e**：一种带有车顶和摆动货床的三轮摩托车，适用于轻装载配送和送餐。

□ 本田Honda e商用摩托系列已在日本邮政和越南邮政开始使用，并与泰国邮政共同启动实证试验“BENLY e”车型，并于2022年9月在泰国开始生产和销售。与未指定目的地的个人使用场景相比，在商业使用中路线较为固定，可在常规路线和距离上行驶，并返回商店进行充电和更换电池。

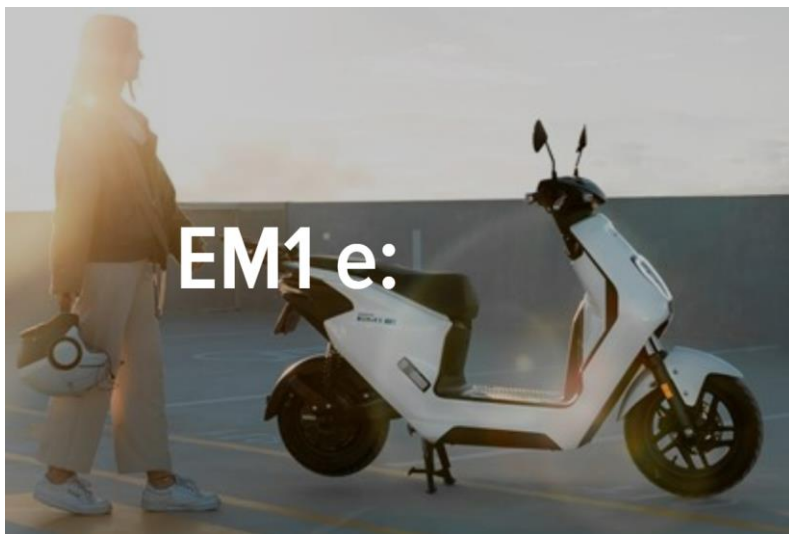
图：本田商用电动摩托车系列



本田：个人客户领域计划到2024年推出5款电轻摩/电自车型，2030年目标年销量350万辆电动车型

- ❑ 在个人客户方面，本田计划到2024年在中国、亚洲、欧洲、日本共计推出5款体型更轻巧、价格更亲民的电动轻便摩托车和电动自行车。在2022年底的米兰车展上，HONDA带来旗下第一款面对全球市场的电动速可达车型EM1 e:，这台小电动车采用了HONDA的换电系统电池，具备40公里的最大续航里程，价格在1000欧左右。
- ❑ 销量目标方面，2021年本田电动两轮车销量仅15万辆左右，本田希望2026年实现100万辆电动车型年销量，占总销量5%，2030年全球销量提高到350万辆。2025 年之前，本田目标推出“10 款或更多”电动摩托车。

图：本田 EM1 e:车型



VinFast：2022年电动两轮车销量6万辆，ASP约6750元

- 2018年开始生产电动摩托车，到2022年末交付超过16.2万辆电动两轮车。Vinfast电动两轮车2021年销量4.19万辆，2022年销量6.03万辆，同增44%。从销售额看，Vinfast 2021、2022年电动两轮车销售额6789亿越南盾（2亿RMB）、13855亿越南盾(4.1亿人民币)，2022年同增104%，2021、2022年销售均价约4749、6750元RMB。
- 在盈利方面，电动仍处于投入期，因此2021、2022年电动两轮车板块都处于亏损状态。VinFast电动摩托车的所有重要部件，包括电动机、LFP 电池系统、车架到管理软件，均由VinFast开发制造，每年可量产50万辆电动摩托车。

表：VinFast电动两轮车收入、利润

	单位	2021	2022
营业收入	亿越南盾	6789	13855
销量	万辆	4.19	6.03
单车收入	万越南盾	1620	2298
营业利润	亿越南盾	-8618	-14990
单车营业利润	万越南盾	-2057	-2486
营业收入	亿元	1.97	4.02
销量	万辆	4.19	6.03
单车收入	元	4699	6663
营业利润	亿元	-2.50	-4.35
单车营业利润	元	-5965	-7209

VinFast：推出个人用户产品Evo 200及Evo Lite，运营端与摩托车网约、租赁等合作

- **2022年9月VinFast开始交付Evo200,并推出Evo Lite。**2022年9月，VinFast在海防工厂举行了第一批Evo200智能电动摩托车交付仪式。Evo200宣布收定金仅48h后，订单突破1.8万辆。Evo最高时速可达70公里/小时，5种颜色可选，黄、红、白、深蓝、黑。Evo Lite版本售价仅2200万越南盾（约956美元），含增值税和400W充电器，最高时速49公里/小时，适合学生使用。
- **在运营车辆方面，VinFast不断与摩托车网约、租赁等合约订单。**2022年9月VinFast 与Ahamove合作推出AhaFast货运电动摩托车网约服务。Vinfast向AhaFast提供电摩产品，以开展越南首个货运摩托车网约服务。Ahamove目标从2025年起将1万辆电动摩托车投入运营，逐步取代燃油车和质量不合格、危害环境的车辆。2023年3月，由VinFast主席Pham Nhat Vuong创立的公司GSM宣布在越南提供电动汽车、电动摩托车租赁和出租车服务。
- 此外，VinFast 计划在越南全国设置15万个电动汽车和电动摩托车充电端口，进一步加速电动化进程。

供给端：

- 1) 电动自行车：相比燃油车型经济性显著
- 2) 电动摩托车：泰国、印尼单车补贴3000元以上
- 3) 产业化政策：各国积极推进电动两轮车产业链本地化

1) 电动自行车产品：与50CC燃油车型相比，经济性明显

□ 摩托车使用成本分为购车成本、燃料成本、维护成本。以越南市场为例，我们将电摩、燃油摩托车使用成本进行比较：

- ✓ **购入成本：**一辆雅迪电动车的售价为1,200–2,200万越南盾之间，一辆50cc的汽油摩托车售价在1,500–2,500万越南盾之间。一辆汽油摩托车的初始购入成本比雅迪电动车高出约300万越南盾。
- ✓ **燃料成本：**1) 以50cc的汽油摩托车为例，平均行驶每100公里将消耗约3.6升汽油。2022年6月的汽油价格单价为32,375越南盾/升，则每行驶100公里需要花费约11.7万越南盾。假设每月行使1000公里，需要花费约117万越南盾，每年费用约1400万越南盾。2) 雅迪电动车采用石墨烯电池，行驶100公里约消耗2.6度电，需要花费约4400越南盾，雅迪已经拥有很多续航能力超过100公里的车型，甚至部分应用了TTFAR技术的车型可以120km充一次电。每月电费需要4.4万越南盾，每年只需53万越南盾。

1) 电动自行车产品：与50CC燃油车型相比，经济性明显

- **维护成本：**汽油摩托车需要定期保养，需要更换机油、防冻液、刹车油等，去商店换一次机油，费用约为10万越南盾/次，每2,000km需要更换一次，一年的成本在60万越南盾，考虑其他保养项目，平均每月更换一次防冻液的费用约为10万越南盾。还有清洗铝材的成本，链条，刹车油的花费。汽油摩托车每年的养护成本为210万越南盾。而雅迪除更换电池外的维护成本几乎为0，就算考虑更换电池，雅迪的石墨烯TTFAR电池可充电1300次，续航长达5年。换一次电池的成本为385万越南盾。平均每年的成本为77万越南盾。同时雅迪为客户提供18个月电池质保服务，为车身其他零部件提供12-26个月不等的质保服务。
- **综合来看，**购入一辆50cc汽油摩托车的5年综合成本为购车2,000万+燃料成本7,000万+维护成本1050万=10,050万越南盾。购入一辆雅迪电动车的5年综合成本为购车1700万+充电成本265万+换电池成本385万=2,350万越南盾。平均每年节省1540万越南盾的开支。越南2021年企业职工平均工资是784万越南盾/月。选择一辆雅迪作为代步工具将为一个越南家庭每年节省约两个月工资的开支。具有较强的经济效益。

表：越南50cc汽油摩托车和雅迪电动摩托车成本比较

类型	雅迪电动摩托车	50cc汽油摩托车
价格（万越南盾）	1200-2200	1500-2500
燃料成本（万越南盾/年）	53	1400
维护成本（万越南盾/年）	77	210
5年综合成本（万越南盾）	2350	10050
是否需要驾照	否	是

2) 电动摩托车：越南2030年禁摩令，印尼、泰国补贴3000元+人民币/车

- 政策方面，东南亚摩托车销量前三的印尼、越南、泰国都有相应的政策催化，特别是印尼泰国对电摩有补贴。印尼2023年3月起每辆电摩获得约3200元人民币补贴，泰国2022年8月批准29.23亿泰铢（约5.85亿人民币）的预算，对电摩、电动车进行补贴。2022年3月税务局颁布补贴标准和条件，电摩补贴约3600元人民币。
- ✓ 印尼：2022年1-9月期间共售出2.8万辆电动摩托车。印尼海事与投资统筹部长称将努力实现印尼政府2025年生产200万辆电动两轮车的目标。此外，印尼对电摩进行补贴。印尼能源部部长表示，从2023年3月起，每辆电动摩托车将获得700万印尼盾（约3165元人民币）的补贴。
- ✓ 泰国：2019年，泰国电动摩托车注册数量仅为788辆，2022年新增注册量提升至7300辆，3年增长近十倍。2022年8月，总理府秘书长兼总理府发言人宣布内阁决议批准29.23亿泰铢（约5.85亿人民币）的预算，对电摩、电动车进行补贴。2022年3月税务局颁布补贴标准和条件，建议零售价不超过15万泰铢（约3万人民币）的电动摩托车，将有18,000泰铢/辆（约3600元人民币）的补贴和1%税率的消费税优惠。

2) 电动摩托车：越南2030年禁摩令，印尼、泰国补贴3000元+人民币/车

- ✓ **越南：**越南政府要求2030年后，越南5个中央直辖市要在部分地区限行或禁止摩托车（类似于“禁摩令”）。越南电摩市场快速增长，VinFast是越南电动摩托车市占率第一的品牌。2022年在疫情后摩托车市场缓慢复苏的背景下，VinFast 2022电动摩托车的销量6.03万辆，同比2021年增长44%。

表：越南、泰国、印尼相关禁摩/补贴政策

国家	相关禁摩/补贴政策
越南	政府要求2030年后5个中央直辖市部分地区限行或禁止摩托车("禁摩令")
泰国	2022年8月内阁决议批准29.23亿泰铢(约5.85亿人民币)对电摩、电动车进行补贴，零售价不超过15万泰铢(约3万人民币)的电动摩托车单车补贴1.8万泰铢
印尼	自2023年3月起，每辆电动摩托车补贴700万印尼盾(约3165元人民币)。印尼政府2023年将拨款1.7亿印尼盾，为25万辆电动摩托车提供补贴，其中包括20万辆新电动摩托车和5万辆改装电动摩托车。

3) 产业链政策：越南、泰国、印尼等国积极推动电动两轮车产业链本地化

□ 越南、泰国、印尼都在积极推动电动两轮车产业链本地化：

- ✓ 越南：虽然没有专门针对电动两轮车的优惠，但税收优惠是越南吸引外资的重要原因。越南有廉价的劳动力、经济增长潜力及市场规模大等优势，税收优惠也是吸引外资的重要因素。目前越南的税收优惠政策主要针对新投资和扩大投资项目，具体为4年免税、9年减税或者2年免税、4年减税，以吸引跨国公司前来投资。
- ✓ 泰国：单车补贴3600元人民币，且散件进口国内组装免征/减征税，引导两轮车企业泰国当地建厂。电动摩托车（售价不超过15万泰铢，3万RMB）包括全散件进口组装（CKD）和整车进口（CBU），补贴1.8万泰铢/辆（约3600RMB，2022-2025年）。整车进口减征关税的条件：
 1. 须为在泰国设有工厂的制造商；
 2. 2024年必须在泰国生产数量与2022-2023年整车进口量相等的电动摩托车作为补偿。必要时可延长补偿车辆生产时间至2025年，但须按1：1.5的比例生产（每进口1辆，须在泰国生产1.5辆）。
 3. 此外，内阁还批准减征或免征9类全散件进口国内组装（CKD）的电动车进口关税。

3) 产业链政策：越南、泰国、印尼等国积极推动电动两轮车产业链本地化

- ✓ 印尼：可获得补贴的摩托车零部件在印尼自制化率从2019年40%提升至2026年80%。印尼政府2023年将拨款1.7亿越南盾，为25万辆电动摩托车提供补贴，其中包括20万辆新电动摩托车和5万辆改装电动摩托车。方案规定，可获得补贴的电动摩托车的国产化率必须达到40%以上。
- 1、电动摩托车2019至2023年，所用零部件至少40%在国内生产。2024年至2025年，当局规定的本地化率将提高至60%，而从2026年起则为80%。
- 2、印尼政府定下目标，到2030年印尼共有1300万辆电动两轮车。假设2021-2030年10年完成1300万辆电动两轮车，年均达130万辆，若考虑渗透率逐年提升，2030年当年电动两轮车销量或达300万辆。印尼政府计划到2050年，内燃机引擎的车辆禁止销售。

表：越南、泰国、印尼电动两轮车产业链本土化政策

国家	相关支持政策
越南	虽然没有专门针对电动两轮车的优惠，但税收优惠是越南吸引外资的重要原因。目前越南的税收优惠政策主要针对新投资和扩大投资项目，具体为4年免税、9年减税或者2年免税、4年减税。
泰国	单车补贴3600元人民币，且散件进口国内组装免征/减征税。整车进口减征关税的条件： 1. 在泰国设有工厂的汽车制造商； 2. 2024年必须在泰国生产数量与2022-2023整车进口量相等的电动摩托车，必要时可延长车辆生产时间至2025年，但须按1：1.5倍的比例生产； 3、内阁还批准减征或免征9类全散件进口国内组装（CKD）的电动车进口关税。
印尼	印尼政府2023年将拨款1.7亿越南盾，为25万辆电动摩托车提供补贴。方案规定，可获得补贴的电动摩托车的国产化率必须达到40%以上。 2019至2023年，所用零部件至少40%在国内生产。2024年至2025年，当局规定的本地化率将提高至60%，而从2026年起则为80%。

投资建议

雅迪控股：产品矩阵丰富，在东南亚具有先发优势

- ❑ 雅迪在越南推出的电摩产品发动机功率小于4KW，时速不超过50km，不需要驾照，或成为学生上学、成人通勤的首选。越南2008年《道路交通法》第59条对驾驶执照的规定如下：允许驾驶电动摩托车的年龄为16岁或以上，时速超过50km/h或发动机功率超过4000W的电动摩托车，参与交通时需持有A1牌照。雅迪越南车型符合限速登记和发动机排量的规定，无需牌照。
- ❑ 雅迪根据当地消费者的偏好，推出多款电动车车型。雅迪拥有丰富的产品矩阵，官网在售多款车型，价格从4500元人民币左右到6500元人民币左右不等，配备雅迪石墨烯电池。从使用场景看，雅迪越南观望产品分为学生电动车、上班电动车，风格可选择城市通勤、运动型，或者与国内电动自行车类似的较小的车型。

表：雅迪越南产品

产品	类型	图片	长x宽x高	轴距	离地间隙	额定容量	最大速度	连续运行的距离	越南价格	人民币价格
YADEA XMEN NEO	运动		1800×800×1075毫米	1250毫米	160毫米	1000瓦	43km/h	载重130kg，速度43km/h，续航80km	17.590.000đ	5101元
YADEA ODORA S1 TTFAR	城市		1810 x 670 x 1120毫米	1300毫米	165毫米	600瓦	1:35km/h； 2:45km/h	1号：载重65Kg，速度30Km/h，续航82Km。2号：载重65kg，速度40km/h，续航68km	20.490.000đ	5942元
YADEA X-Bull	运动		1600×600×1100毫米	1090毫米	150毫米	600瓦	Eco: 28km/h - Power: 40km/h	续航60km，有效载荷60kg，速度30km/h	14.990.000đ	4347元
YADEA ODORA TTFAR	城市		1800x745x1120毫米	1270毫米	180毫米	600瓦	1:35km/h； 2:43 km/h	1号：续航101km，速度：30km/h，有效载荷45kg； 2号：续航86km，速度：40km/h，有效载荷45kg	19.990.000đ	5797元
YADEA M61 TTFAR	城市		1700x700x1090毫米	1220毫米	120毫米	600瓦	Eco: 35km/h; Power: 43km/h	1号:101km；速度：30km/h；载重45kg 1号: 91 km，速度: 30 km/h，载重60kg 2号: 86 km，速度: 40 km/h，载重45kg 2号: 83 km，速度: 40 km/h，载重60kg	17.990.000đ	5217元
YADEA S3	运动		1860×715×1100毫米	1320毫米	150毫米	1200瓦	47km/h	≥109km（速度35 km/h，载重86kg） ≥75km（速度42 km/h，载重86kg）	20.990.000đ	6087元
YADEA ULIKE A1	城市		1730x690x1030毫米	1270毫米	115毫米	1000瓦	42km/h	eco: 95km；速度30 km/h；45kg；eco: 87km，速度29km/h，60kg；power: 74km，速度42km/h，45kg；power: 70km，速度42km/h，60kg	17.990.000đ	5217元
YADEA E3	城市		1670x725x1050毫米	1200毫米	125毫米	500瓦	37km/h	≥82km（速度27km/h，有效载荷86kg） ≥69km（速度38km/h，有效载荷86kg）	16.990.000đ	4927元
YADEA 1G0	E-BIKE		1550×650×1040毫米	1110毫米	132毫米	210瓦	30km/h	续航50km 载重75kg 速度30km/h	14.990.000đ	4347元

资料来源：雅迪越南官网、天风证券研究所

雅迪控股：东南亚主要采取经销模式，在印尼与Indomobil战略合作

□ 渠道方面，目前雅迪在东南亚主要采取经销模式，在印尼与经销商Indomobil形成独家战略合作。

✓ 越南：2019年雅迪正式在越南建厂。2023年2月，雅迪在河内国家会议中心举办新品发布会暨客户大会，雅迪及当地500余家经销商参与此次活动。根据雅迪越南官网，目前在越南有300家门店，我们预计门店还将进一步扩张。

✓ 印尼：2023年2月，雅迪在印尼市场选择与经销商Indomobil形成独家战略合作，Indomobil将成为雅迪在印度尼西亚的独家经销商。Indomobil是印度尼西亚最大和最负盛名的汽车集团之一。该公司还是印尼市场奥迪、日产、铃木、沃尔沃等汽车品牌的独家代理，在印尼当地具有强大的影响力。

□ 产能方面，雅迪在越南加大投资，生产组装能力预计达200万辆。2023年1月，雅迪在北江省开展注册资金1亿美元投资项目，预计年生产组装能力约200万辆。项目从2023年二季度开工，占地面积超过23公顷，并为3500名劳动者创造就业机会。

投资建议：看好率先在东南亚布局的国内两轮车企业

- **东南亚摩托车电动化加速，看好率先在东南亚布局的国内两轮车企业。**在国内两轮车企业中，雅迪在东南亚布局较为领先，在东南亚设厂、渠道已有一定的基础。雅迪2022年海外电动两轮车销量约14万辆，随着产品、渠道不断扩张，叠加印尼、泰国补贴支持，雅迪东南亚两轮车销量有望快速增长。
- **盈利方面，东南亚两轮车售价高于国内电动自行车售价，单车利润预计超过国内水平。**在越南，雅迪终端售价约6000元，远高于国内ASP。东南亚雨水多，产品质量要求高，ASP几乎为国内的2倍，假设利润率和国内市场一致，单车净利也有望是国内车型的2倍。
- **重点推荐在东南亚电动两轮车市场具有先发优势的【雅迪控股】(和汽车组联合覆盖)，也看好后续有望在东南亚布局的国内两轮车企业【爱玛科技】(和汽车、家电联合覆盖)、【九号公司】(和电子组联合覆盖)，建议关注【新日股份】、【小牛电动】等。**

风险提示

- 销量不及预期：若东南亚消费者消费水平受到影响，公司渠道铺设不及预期，可能影响销量。
- 贸易摩擦：若与东南亚国家有贸易摩擦，当地建厂、铺渠道进度或不及预期。
- 厂房建设不及预期：海外投资或存在一定风险，若厂房建设进入不及预期，可能影响公司销量。
- 东南亚电动化不及预期：产品推出到消费者接受需要一定时间，若消费者接受新产品较慢，两轮车电动化进度或放缓。
- 测算主观性风险：对东南亚市场空间以及电摩相较于燃油摩托车经济性的测算存在主观性，可能与实际情况存在一定的偏差。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS