

# 雅迪控股 (01585)

## 雅迪控股公司深度:

### 国内领航, 迈向国际

#### ► 雅迪国内领航, 稳步迈向国际

雅迪控股是电动两轮车行业的领航者, 主营电动自行车、电动踏板车、电池等业务。2017-2023年公司收入、业绩复合增速分别达到28%、37%, 成绩傲人; 收入快速增长的同时, 公司盈利中枢在2020年后明显提升, 2023年净利率达到7.6%。行业层面, 当下中国占全球电动两轮车消费的绝大部分, 但海外市场近年来迎来新的发展机遇, 预计未来空间广阔; 雅迪收入仍以内销为主, 随着公司开始积极布局海外开拓新增长力, 后续发展可期。

#### ► 国内: 行业格局优化, 走向集中

我们预计电动两轮车当前正处于格局加速集中的黄金阶段: 一方面, 以雅迪为代表的龙头自身实力大幅增强, 龙头积极在渠道质量提升、供应链垂直整合、产品研发等层面大幅投入, 巩固经营壁垒, 优势逐渐扩大; 另一方面, 2024年行业有望迎来政策大年, 全国大范围设备“以旧换新”提振更新需求, 且行业已出台新规范文件, 叠加后续新国标落地, 企业经营标准趋严背景下, 中小企业预计进一步出清, 雅迪等龙头份额有望加速提升。

#### ► 海外: 政策驱动, 市场空间广阔

海外市场在政策驱动下, 两轮车开始电动化; 油摩是东南亚及印度市场主要的交通工具, 存量规模较大, 自2017年开始陆续提出“禁摩”、油改电等政策; 而欧美市场则陆续出台较多电动自行车购买的补贴政策; 在此背景下, 海外市场红利突出。同时海外市场目前无突出的龙头品牌, 正值较优的竞争窗口期, 国内龙头出海成为大势所趋; 积极布局海外的雅迪有望凭借领先的产品、较大的制造规模以及完备的供应链, 打造第二增长曲线。

#### ► 看好长期增长, 首次覆盖给予“买入”评级

雅迪控股综合竞争实力突出, 在研发、供应链、新技术等方面持续强化布局, 公司份额或持续提升, 基于目前产品策略和竞争态势, 产品均价也有望持续提升; 且雅迪积极布局海外, 打造第二增长曲线。综上我们预计公司2024-2026年营业总收入分别367/460/527亿元, 同比+6%/+25%/+14%; 归属净利润分别29/38/46亿元, 同比+9%/+34%/+19%, 对应PE分别为10/8/6倍; 考虑其成长性, 当前估值存在明显低估, 首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 1、海外贸易环境大幅变化; 2、行业技术超预期迭代。

行业: 汽车/摩托车及其他  
投资评级: 买入(首次)  
当前价格: 10.38 港元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,063.80/3,063.80
流通市值(百万港元)	31,802.24
每股净资产(元)	2.48
资产负债率(%)	72.60
一年内最高/最低(港元)	19.28/10.20

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师: 管泉森  
执业证书编号: S0590523100007  
邮箱: guanqs@glsc.com.cn  
分析师: 高登  
执业证书编号: S0590523110004  
邮箱: gaodeng@glsc.com.cn  
分析师: 崔甜甜  
执业证书编号: S0590523110009  
邮箱: cuitt@glsc.com.cn

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	31059	34763	36695	46049	52699
增长率(%)	15.2%	11.9%	5.6%	25.5%	14.4%
EBITDA	3087	3509	4181	5462	6452
归属母公司股东净利润	2161	2640	2868	3842	4566
增长率(%)	57.8%	22.2%	8.6%	34.0%	18.8%
销售净利率	7.03%	7.59%	7.82%	8.34%	8.66%
每股收益EPS(元)	0.71	0.86	0.94	1.25	1.49
市盈率(P/E)	13.43	10.99	10.12	7.55	6.35
市净率(P/B)	4.37	3.45	2.88	2.35	1.93

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年06月25日收盘价

## 正文目录

1. 国内领航者雅迪，稳步迈向国际.....	5
1.1 雅迪控股：电动两轮车行业引领者.....	5
1.2 行业：内销需求维稳，出口潜力大.....	6
2. 国内：行业格局优化，走向集中.....	11
2.1 2017年后，格局迎来两轮优化.....	11
2.2 雅迪全方位布局，综合实力增强.....	14
2.3 进入“严管”时代，长期格局整合.....	20
3. 海外：政策驱动，市场空间广阔.....	26
3.1 东南亚及印度：油摩规模大，或迎来改电潮.....	26
3.2 欧美市场：环保&健身需求驱动 E-bike 增长.....	30
3.3 雅迪等龙头优势突出，迎来第二增长曲线.....	32
4. 估值与投资评级.....	35
4.1 盈利预测.....	35
4.2 估值与投资建议.....	35
5. 风险提示.....	36

## 图表目录

图表 1：雅迪控股的发展历程.....	5
图表 2：雅迪控股整体的收入构成（单位：亿元）.....	6
图表 3：2017 年至今，雅迪收入维持较快增长.....	6
图表 4：2021 年至今，公司归属净利率中枢得以提升.....	6
图表 5：2020 年后归属净利润呈现快速增长态势.....	6
图表 6：2023 年中国、海外销量分别 5470、1230 万台.....	7
图表 7：2018-2023 年中国及海外销量增速分别 9%、6%.....	7
图表 8：2023 年中国出口电动两轮车销量 270 万台.....	7
图表 9：2023 年中国出口量占海外需求比重仅 22%.....	7
图表 10：2022 年城镇电动助力车保有量每百户 70.5 辆.....	8
图表 11：2022 年农村电动助力车保有量每百户 82.5 辆.....	8
图表 12：全国、城镇及农村分区域的百户保有量.....	8
图表 13：预测 2023 年中国共享电单车投放达到 550 万辆.....	9
图表 14：中国即时配送订单量持续实现较优增长.....	9
图表 15：2022 年美团骑手数量达到 624 万人.....	9
图表 16：即时配送-骑手端月活跃用户规模（单位：万人）.....	9
图表 17：电动两轮车的未来销售量测算.....	10
图表 18：中国电动两轮车的销量份额.....	11
图表 19：中国电动两轮车的 CR3\CR5.....	11
图表 20：营业成本中直接材料占比在 90%-95%之间.....	12
图表 21：直接材料中电池、电机占比较多.....	12
图表 22：电动两轮车主要上游原材料在 2017-2018 年、2021-2022 年迎来大涨.....	12
图表 23：一线龙头与中小企业销售量差距大幅拉开.....	12
图表 24：一线大幅扩张，中小龙头销量维持 2000 万台.....	12
图表 25：龙头收入规模的差距近年来加速拉大（单位：亿元）.....	13
图表 26：白电在 2000-2007 年也呈现这一特征（单位：亿元）.....	13
图表 27：白电产业在 2000-2007 年是格局加速集中的黄金期.....	13
图表 28：雅迪控股对未来国内业务的战略规划.....	14
图表 29：电动两轮车龙头的渠道情况.....	14
图表 30：公司线下的网点数量（单位：个）.....	15
图表 31：品牌线下网点收入（单位：万元/个/年）.....	15
图表 32：2023 年雅迪后服务市场开拓情况.....	15

图表 33:	可对比的数据来看, 龙头规模效应突出, 盈利能力较优.....	16
图表 34:	雅迪单车毛利额及毛利率水平.....	16
图表 35:	雅迪单车净利润及净利率水平.....	16
图表 36:	雅迪电池及充电器收入持续增长.....	17
图表 37:	华宇的钠离子电池.....	17
图表 38:	凌博电子的智能软件/硬件产品.....	17
图表 39:	凌博智能电动车解决方案.....	17
图表 40:	23 年京东销量前 10 的电动自行车品牌均价.....	18
图表 41:	23 年京东销量前 10 的电动摩托车品牌均价.....	18
图表 42:	各两轮车智能化评测得分.....	18
图表 43:	雅迪等传统龙头的两轮车出厂均价持续提升.....	18
图表 44:	雅迪研发费用的绝对水平领先(单位: 亿元).....	19
图表 45:	雅迪研发费用率高于爱玛、新日, 低于九号.....	19
图表 46:	雅迪的产品性能领先.....	19
图表 47:	雅迪的产品结构持续优化, 高端占比提升.....	20
图表 48:	2023H2 雅迪单车价格重回增长.....	20
图表 49:	南京大火事件使得行业监管进一步趋严, 全国开展“安全隐患全链条”整治工作.....	21
图表 50:	“安全隐患全链条”整治工作的另一个重要维度: 行业标准及规范密集调整.....	21
图表 51:	爱玛、新日一季度收入均有下滑.....	22
图表 52:	核心原材料均价日度走势: 铝、铅价格环比增长.....	22
图表 53:	电动两轮车相关标准的全部梳理, 强制性国家标准今年发生较多变化.....	23
图表 54:	锂电池产量渗透率在 2022 年达到 19%.....	24
图表 55:	锂电池销量渗透率在 2023 年达到 15%.....	24
图表 56:	《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》将于 11 月 1 日正式实施, 核心项目整理如下.....	24
图表 57:	《电动自行车行业规范条件》《电动自行车行业规范公告管理办法》的部分核心要求.....	25
图表 58:	电动两轮车行业前 10 品牌销量占比达到 85%.....	25
图表 59:	电动两轮车行业中百万台以上的品牌有 12 个.....	25
图表 60:	2023 年电动两轮车的存量保有量达到 4.2 亿量.....	26
图表 61:	印度等国的摩托车销量数据(单位: 万辆).....	27
图表 62:	2022 年东盟区域摩托车总登记注册数量(万辆).....	27
图表 63:	东南亚各国的“油摩改电摩”的政策驱动.....	27
图表 64:	越南第一大摩托车品牌 HONDA 前十大机型.....	28
图表 65:	雅迪在越南的前十大机型.....	28
图表 66:	本田与雅迪在越南的典型产品对比.....	28
图表 67:	油摩厂商积极转型, 基础设施补齐保障运营.....	29
图表 68:	印度等国的摩托车电动化比例比较低.....	29
图表 69:	中国内地按价格划分的电动两轮车销量(单位: 万辆).....	30
图表 70:	Honda 前 10 大 SKU 的均价(单位: 人民币元).....	30
图表 71:	E-bike、自行车及电动车的区别.....	30
图表 72:	欧美主要国家对 E-bike 环保出行补贴.....	31
图表 73:	2022 年 E-Bike 在欧盟的销售量达到 532 万辆.....	31
图表 74:	2022 年欧洲分国家的 E-Bike 的销售量情况.....	31
图表 75:	美国电动自行车及非电动自行车的比例.....	31
图表 76:	2022 年欧洲关于使用 E-Bike 的动机调查.....	31
图表 77:	2022 年欧洲各国 E-Bike 使用者的大致类型.....	31
图表 78:	欧洲 CAGR (18-22) 30%, 预测 CAGR (22-27) 20%.....	32
图表 79:	美国 CAGR (18-22) 37%, 预测 CAGR (22-27) 26%.....	32
图表 80:	新国标进一步强化产品质量.....	33
图表 81:	传统 VS 智能两轮车的使用痛点.....	33
图表 82:	全球的摩托车产量情况, 印度及中国领先.....	34

图表 83: 东南亚及印度的电摩规模尚处于较低水平 .....	34
图表 84: 美国亚马逊平台排序靠前的畅销 E-Bike 型号 .....	34
图表 85: 德国亚马逊平台排序靠前的 E-Bike 型号 .....	34
图表 86: 印度及东盟市场的电动摩托车及全部摩托车的市场格局.....	35

## 1. 国内领航者雅迪，稳步迈向国际

### 1.1 雅迪控股：电动两轮车行业引领者

雅迪控股成立于 2001 年，是较早经营电动两轮车的企业之一，综合实力领先。历经 20 余年发展，公司在产销规模、品牌维度持续引领行业。2012 年，公司成为行业内首家获得电动摩托车的生产牌照的企业，且较早推出物联网电动两轮车。近年来，公司在核心零部件电池层面积极布局，同时加速扩张国际市场。

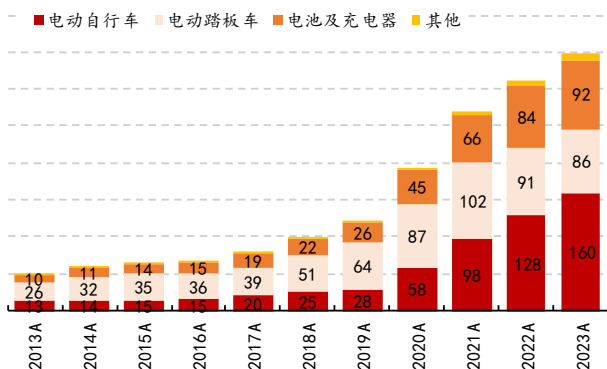
图表1：雅迪控股的发展历程

时间	进展
2001 年	集团首家中国附属公司江苏雅迪 <b>成立</b>
2007 年	4 月雅迪 <b>进出口成立</b> ，扩张国际市场 江苏雅迪获得[江苏省电动车工程技术研究中心]
2008 年	江苏雅迪成为[全国自行车标准化委员会电动自行车分技术委员会单位]
2009 年	集团收购浙江雅迪
2012 年	<b>取得电动摩托车的执照</b> ，为行业中第一家
2013 年	推出 <b>物联网电动两轮车</b>
2014 年	<b>扩建无锡基地</b> <b>扩充天津基地</b>
2015 年	与美国公司 LightningMotors 签订合作协议，研发高端产品 收购 LightningMotors 约 11.1% 的股权
2016 年	<b>上市港交所</b>
2017 年	全球年产量 <b>突破 400 万台</b>
2018 年	全球产销量 <b>突破 503 万台</b>
2019 年	成功研制出寿命长、续航远、充电快的雅迪 <b>石墨烯电池</b>
2020 年	全球产销量 <b>突破 1000 万台</b>
2021 年	<b>重庆永川</b> 年产百万电动车生产基地投产； <b>换电系列</b> 新品发布、VFLY 发布、冠能 2.0 发布
2022 年	冠能 3 发布
2023 年	再登央视春晚，在央视举办发布会

资料来源：公司招股说明书，公司官网，国联证券研究所

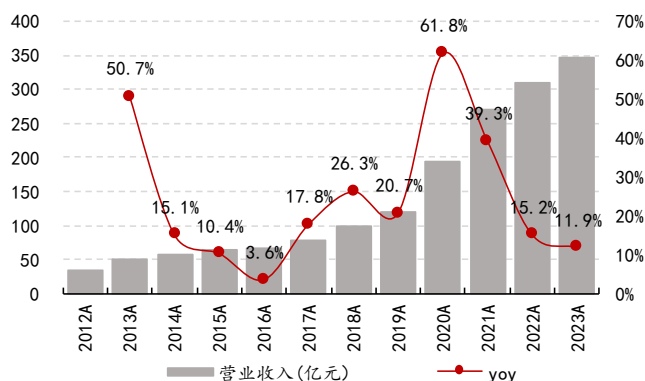
2023 年雅迪收入达到 347 亿元，同比+12%，规模领先于其他企业；2017-2023 年公司收入、业绩复合增速分别达到 28%、37%，成绩傲人。结构来看，整车收入为 246 亿元，位居第一，占比 71%；其中自行车/踏板车分别 160/86 亿元，分别占整体收入 46%/25%；同时公司对上游核心零部件的布局也十分领先，期内电池及充电器收入规模达到 92 亿，占比为 27%。公司收入中内销占据绝对主导地位，海外规模目前尚小，但海外收入处于快速增长的阶段。

图表2：雅迪控股整体的收入构成（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

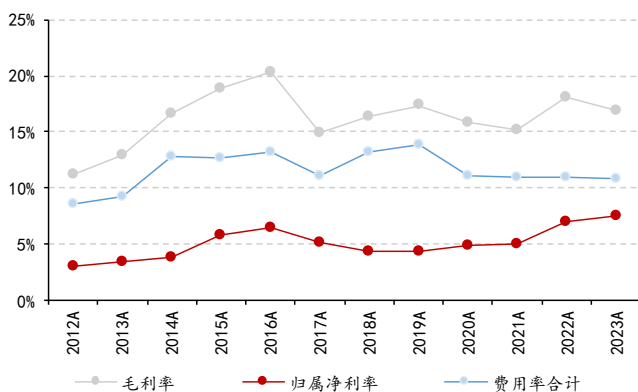
图表3：2017年至今，雅迪收入维持较快增长



资料来源：iFinD，国联证券研究所

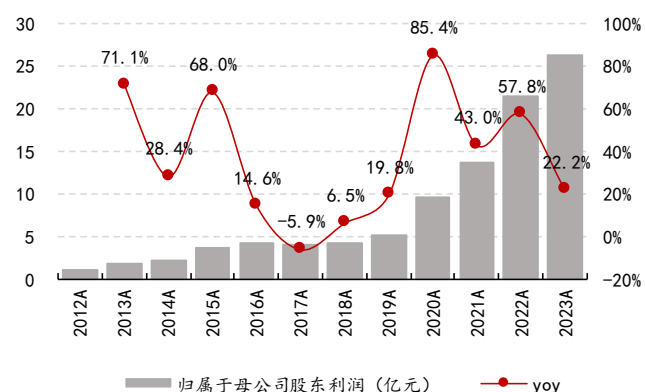
近年来公司盈利中枢持续提升，2020年前净利率居于3%-6%间，而后逐渐提升至7-8%，驱动业绩增长持续优于收入。一方面，公司产品均价显著提升，同时原材料成本迎来下行周期，毛利率提升；另一方面，收入扩张背景下，期间费用率中枢也有下移。总的来说，公司2017年以来表现出了优秀的成长性，收入快速增长的同时，盈利中枢在2020年后得以提升，驱动业绩增长更优。

图表4：2021年至今，公司归属净利率中枢得以提升



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表5：2020年后归属净利润呈现快速增长态势



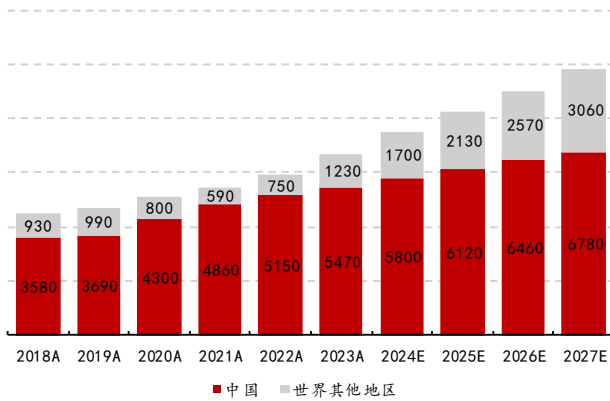
资料来源：iFinD，国联证券研究所

## 1.2 行业：内销需求维稳，出口潜力大

电动两轮车，是解决短途出行需求的产品之一，一般分为电动自行车、电动轻型摩托车及电动摩托车；其中，电动摩托车一般拥有最大的动力及装载能力，以及相对强大的制动系统；电动轻型摩托车居中，比电动自行车有更大的电机功率、更长的续航里程及更大的装载能力；电动自行车则具备价格优势。

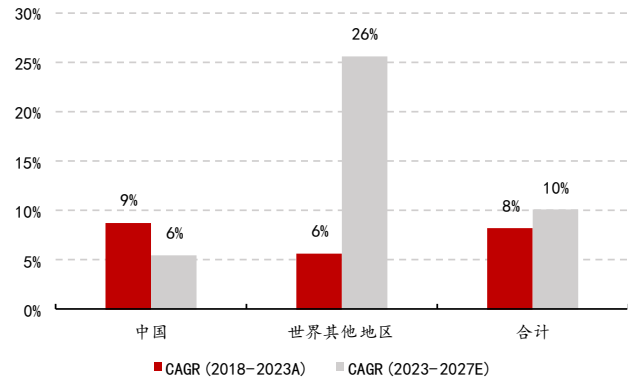
全球电动两轮车市场中，2023年中国、海外销量分别5470、1230万台；中国区消费占比超过82%，海外消费量仍相对较小。根据沙利文研究，中国及海外在2018-2023年两轮车销量复合增速分别9%、6%；且其预测2023-2027年中国及海外的销量复合增速分别为6%、26%；海外市场增速预期明显快于中国。

图表6：2023年中国、海外销量分别5470、1230万台



资料来源：沙利文研究，国联证券研究所

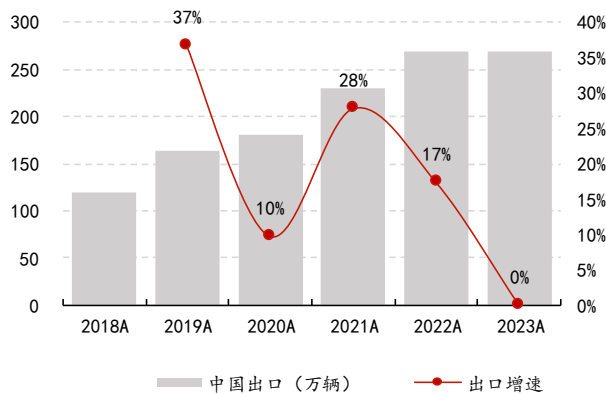
图表7：2018-2023年中国及海外销量增速分别9%、6%



资料来源：沙利文研究，国联证券研究所

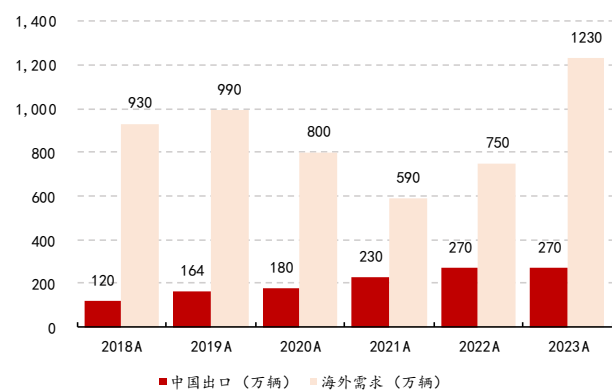
中国电动两轮车行业仍以内销为主，出口规模尚小。全球电动车网数据显示，2023年中国电动两轮车出口量270万台，但近年来呈现快速增长趋势，2018-2023年复合增速为18%。2023年中国出口量占海外需求比重仅22%，份额提升可期。

图表8：2023年中国出口电动两轮车销量270万台



资料来源：全球电动车网，国联证券研究所

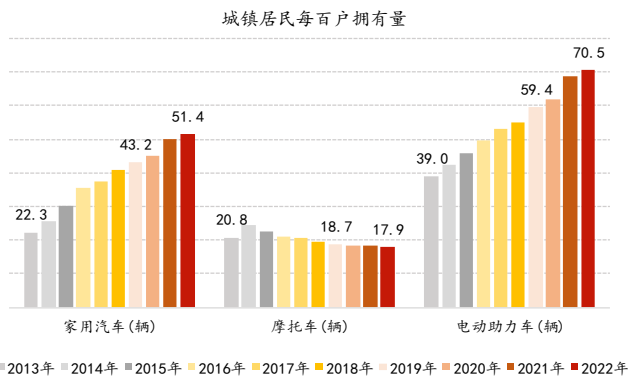
图表9：2023年中国出口量占海外需求比重仅22%



资料来源：全球电动车网，沙利文研究，国联证券研究所

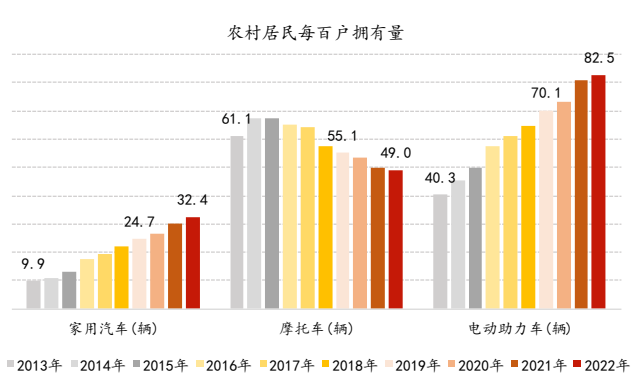
内销市场来看，出行产品渗透率达到高位，预计后续表现平稳。国内大部分家庭基本满足了电动两轮车、摩托车、汽车中的某一类出行需求，每百户已分别拥有电动两轮车、摩托车、汽车75.5、30.8、43.5辆。在此背景下，电动两轮车后续的保有量预计小幅提升，增长平稳；其需求增长驱动一方面在于，一二线城市由于交通容量有限，汽车保有量提升会使得交通负荷无法承载，大家或需要更经济、便捷的交通工具；另一方面，三四线及农村市场，摩托车保有量明显偏高，仍有较大的摩托车切换电动助力车的空间；根据国家统计局数据，31个区域的农村市场中，有12个区域摩托车保有量仍大于电动助力车，广东、西藏、云南、青海及贵州差异显著较大，整体替换需求仍存在。

图表10: 2022年城镇电动助力车保有量每百户70.5辆



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表11: 2022年农村电动助力车保有量每百户82.5辆



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表12: 全国、城镇及农村分区域的百户保有量



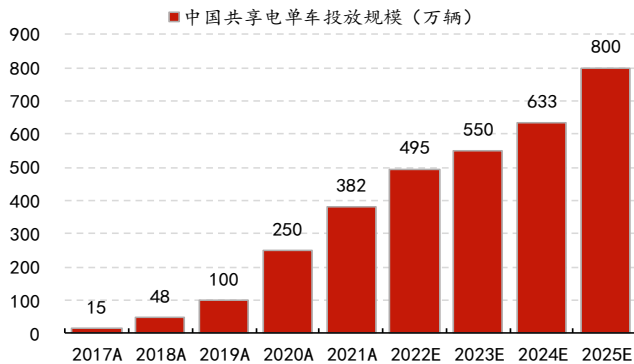
资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

此外, 电动两轮车由于性价比高、不塞车、无停车困扰且学习门槛低, 被广泛应用于即时配送、共享出行等商用领域。根据艾媒数据, 中国共享电单车在2021年的投放规模达到382万辆, 预测2023年达到550万辆。即时配送方面, 包含本地餐饮、



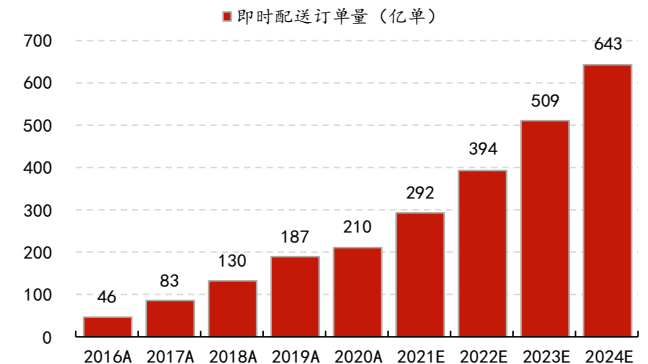
同城零售、近场电商及近场服务在内的即时配送行业订单持续增长；对应美团、饿了么、达达等骑手数量持续增长，2023年9月 Quest Mobile 口径下的骑手 APP 去重用用户总量达到 758 万人；考虑到骑手普遍配置为电动两轮车，保守预计这部分骑手预计带动 500 万以上的电动两轮车需求，且后续可持续增长。

图表13：预测 2023 年中国共享电单车投放达到 550 万辆



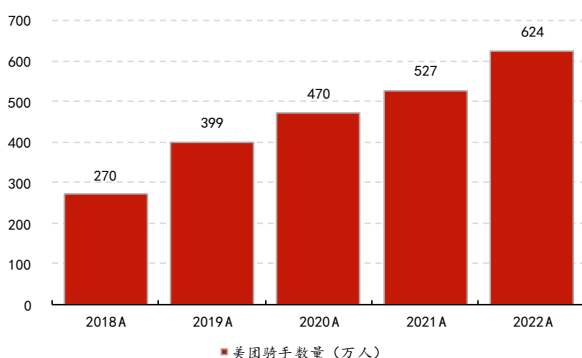
资料来源：艾媒数据中心，国联证券研究所

图表14：中国即时配送订单量持续实现较优增长



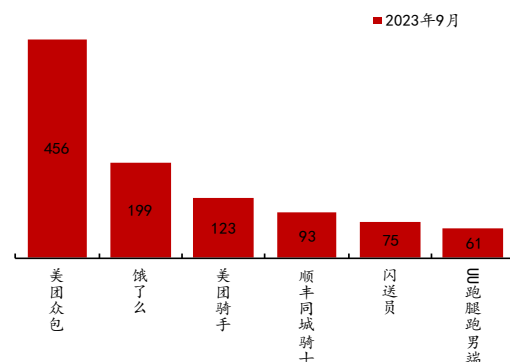
资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表15：2022 年美团骑手数量达到 624 万人



资料来源：美团点评企业社会责任报告，国联证券研究所

图表16：即时配送-骑手端月活跃用户规模 (单位：万人)



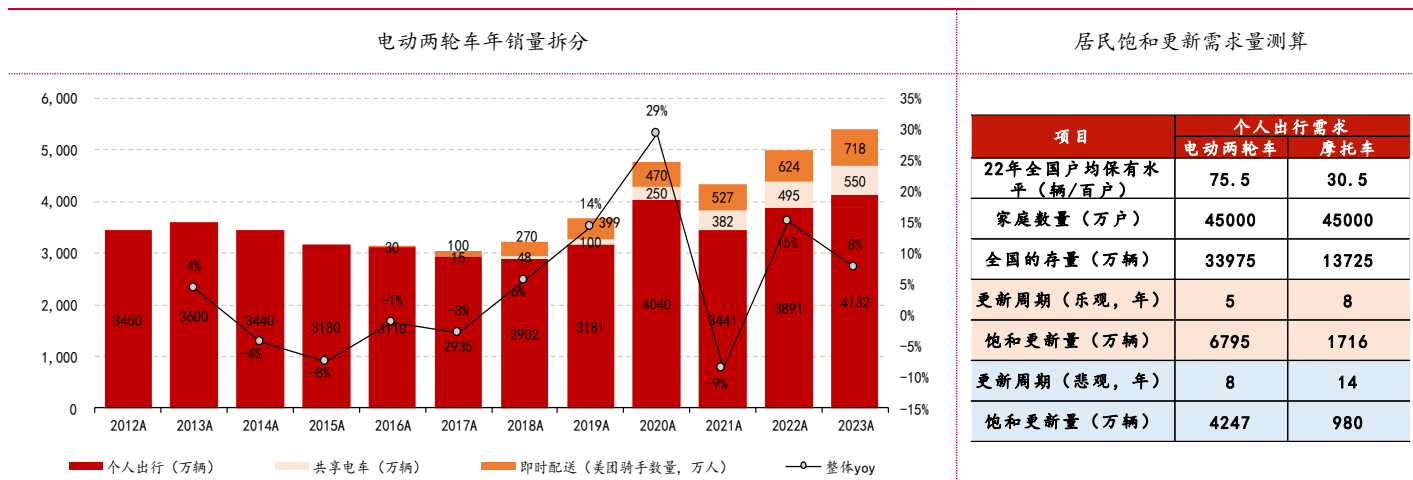
资料来源：QuestMobile，国联证券研究所

后续展望，综合个人出行、共享电单车及即时配送骑手的用车需求，我们认为未来电动两轮车的行业总销量维持在各位数的平稳增长区间，具体来看：

首先，居民需求以更新为主，新增需求为辅。(1) 不同均价水平的电动两轮车使用年限不同，一般建议使用周期在 3-5 年；但综合考虑到 (a) 一般建议更新周期、理论更新周期会小于居民实际使用周期；(b) 各类换电池、换零件的服务较多；我们假设平均更新周期乐观为 5 年，悲观为 8 年；上述假设下，电动两轮车的饱和年均更新需求在 4200-6800 万辆之间；(2) 摩托车的更新周期更长，一般建议使用年限是 8 年，我们假设的平均更新周期乐观为 8 年，悲观为 14 年；则每年由摩托车消费转向电动两轮车消费的需求在 1000-1700 万辆之间。假设居民需求未来 5 年悲观、中性、乐观复合增速分别 0%、5%、8%。

其次，商用需求维度，未来共享电单车规模、即时配送市场需求均有望进一步维持较快增长。假设这部分需求未来5年悲观、中性、乐观复合增速分别3%、8%、12%。综合来看，行业未来5年悲观、中性、乐观的复合增速分别为1%、6%、9%。

图表17：电动两轮车的未来销售量测算



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所（注：考虑到更新周期等现实情况的复杂性，此处的测算结果仅供参考）

总的来说，雅迪控股是电动两轮车行业的领航者，2023年电动自行车、电动踏板车、电池等部件收入占比分别46%、25%、27%。2017-2023年公司表现出了优秀的成长性，收入快速增长的同时，盈利中枢在2020年后得以提升，驱动业绩增长更优。行业层面，当下中国占全球电动两轮车消费的绝大部分，但海外市场近年来迎来新的发展机遇，且预计未来空间广阔；雅迪收入当前仍以内销为主，但已开始积极布局海外，开拓新增长力，未来可期。

## 2. 国内：行业格局优化，走向集中

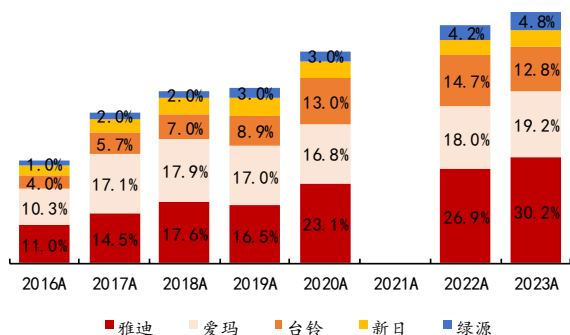
### 2.1 2017 年后，格局迎来两轮优化

2017 年至今，电动两轮车行业加速集中，其中尤以 2017-2018 年、2020-2022 年的龙头份额提升速度最快。2016 年行业 CR3 只有 25%，龙头份额普遍不高且互相之间差距不大；2023 年 CR3 已达到 62%，其中雅迪、爱玛、台铃份额分别 30%、19%、13%；新日、绿源份额均为 5%左右。具体来看：

(1) 2017-2018 年，行业需求偏弱且成本压力增加，头部企业抗压能力得以突出，行业走向集中；一方面，行业需求偏弱，销量在 3000-3200 万辆之间震荡；另一方面，成本环境恶化，部分中小企业主动退出竞争。

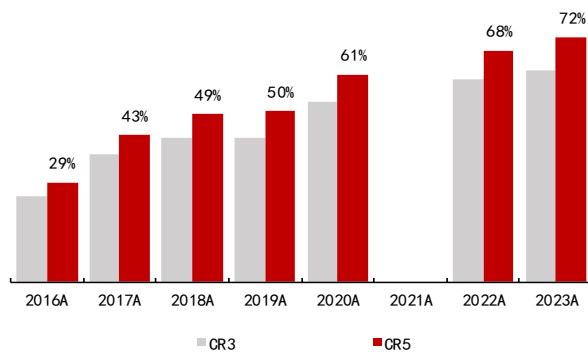
(2) 2020 年至今，格局集中主要在于“新国标”抬高行业门槛；此外，原材料价格大涨、疫情干扰供应链及线下门店运营也使得经营环境变差，中小企业退出。2020 年以来行业需求大幅上行，行业销量自 2019 年 3700 万辆增长到 2023 年 5470 万辆，需求景气；但新国标加强了对厂商经营要求、产品质量要求，不符合要求的小工厂大幅出清。

图表18：中国电动两轮车的销量份额



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

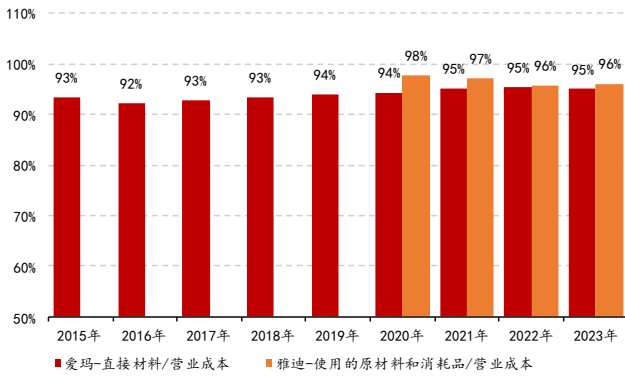
图表19：中国电动两轮车的 CR3\CR5



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

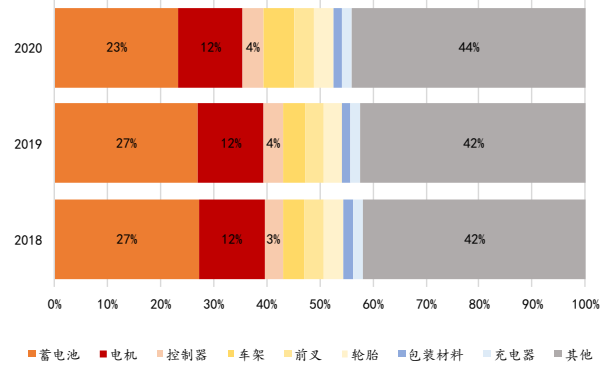
其中成本在两轮格局集中均起到了重要作用，拆分来看：电动两轮车的营业成本中原材料占比普遍较高，雅迪与爱玛均达 95%及以上；其中爱玛招股说明书披露了更详细的零部件拆分，2018-2020 年三年平均来看，电池、电机成本占比分别为 26%、12%。而进一步的，铅酸电池、锂电电池的核心材料是铅、碳酸锂，分别占电池成本的 30%、40%；此外，铝也是电动两轮车的主要原材料之一。回溯三种原材料的历史价格，2017-2018 年铅价、铝价均有大幅提升；2020 年以来，碳酸锂、铝价又大幅上行，使得成本高涨。

图表20: 营业成本中直接材料占比在 90%-95%之间



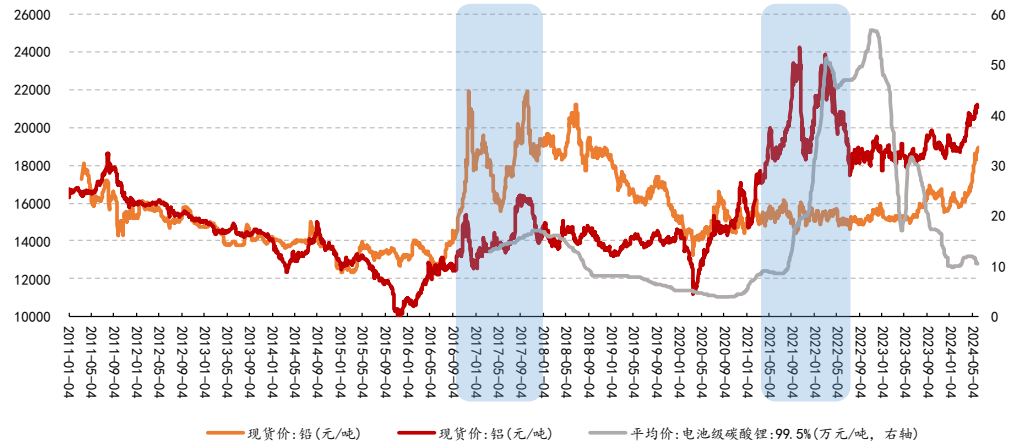
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表21: 直接材料中电池、电机占比较多



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

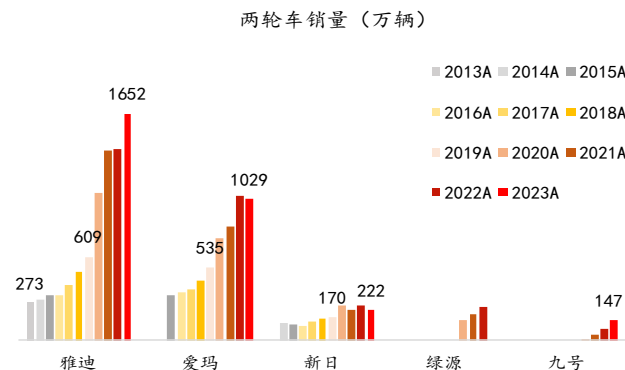
图表22: 电动两轮车主要上游原材料在 2017-2018 年、2021-2022 年迎来大涨



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

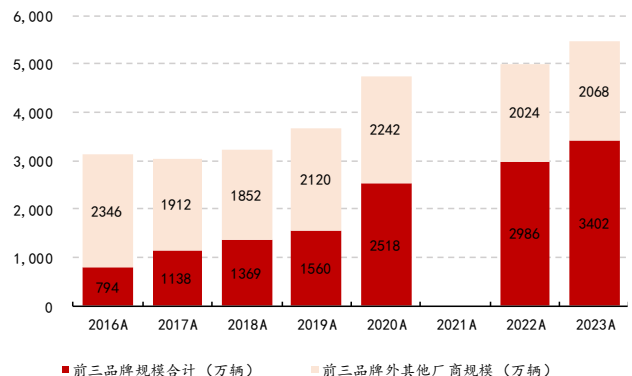
两轮份额集中后, 龙头与中小品牌规模差距大幅拉开。第一轮格局集中前的 2015-2016 年, 龙头雅迪、爱玛销量是新日/绿源的 3 倍。第二轮格局集中前的 2019 年, 龙头雅迪、爱玛销量是新日/绿源的 3-4 倍。而 2023 年, 龙头雅迪销量接近新日的 7-8 倍, 龙头与中小企业销售量差距大幅拉开。

图表23: 一线龙头与中小企业销售量差距大幅拉开



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

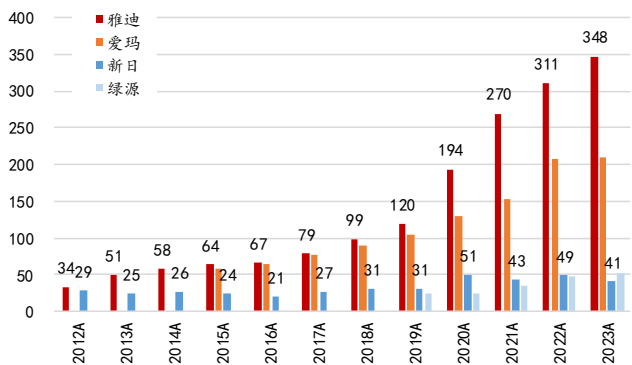
图表24: 一线大幅扩张, 中小龙头销量维持 2000 万台



资料来源: 艾瑞咨询, 国联证券研究所

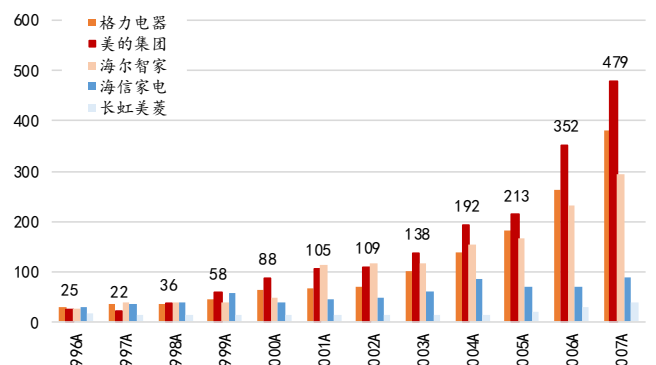
雅迪/爱玛 2017 年收入尚不足百亿，2023 年收入分别 348、210 亿，6 年分别增长至 4.4 倍、2.7 倍；与此同时，中小龙头规模徘徊在 20-50 亿以内。横向对比看，类似的情形出现也出现在 2007 年之前的白电产业中，两大产业均具备制造属性、耐用消费属性。白电龙头在 2007 年前后完成了格局的大洗牌，一线龙头规模大幅跃升且远远甩开了二线龙头；格力/美的等在这个阶段加速了上游供应链的整合进度，同时建立品牌知名度，护城河得以建立；此后龙头份额维持稳中有升趋势，行业毛利率、净利率持续提升。以白电为镜，两轮车行业同属于制造+消费属性，龙头在下游建设自有渠道、上游逐步建立核心零部件产能，且几年内与二线拉开了绝对的规模差距，未来龙头份额进一步增加，盈利能力持续提升的趋势应将顺利演绎。

图表25：龙头收入规模的差距近年来加速拉大（单位：亿元）



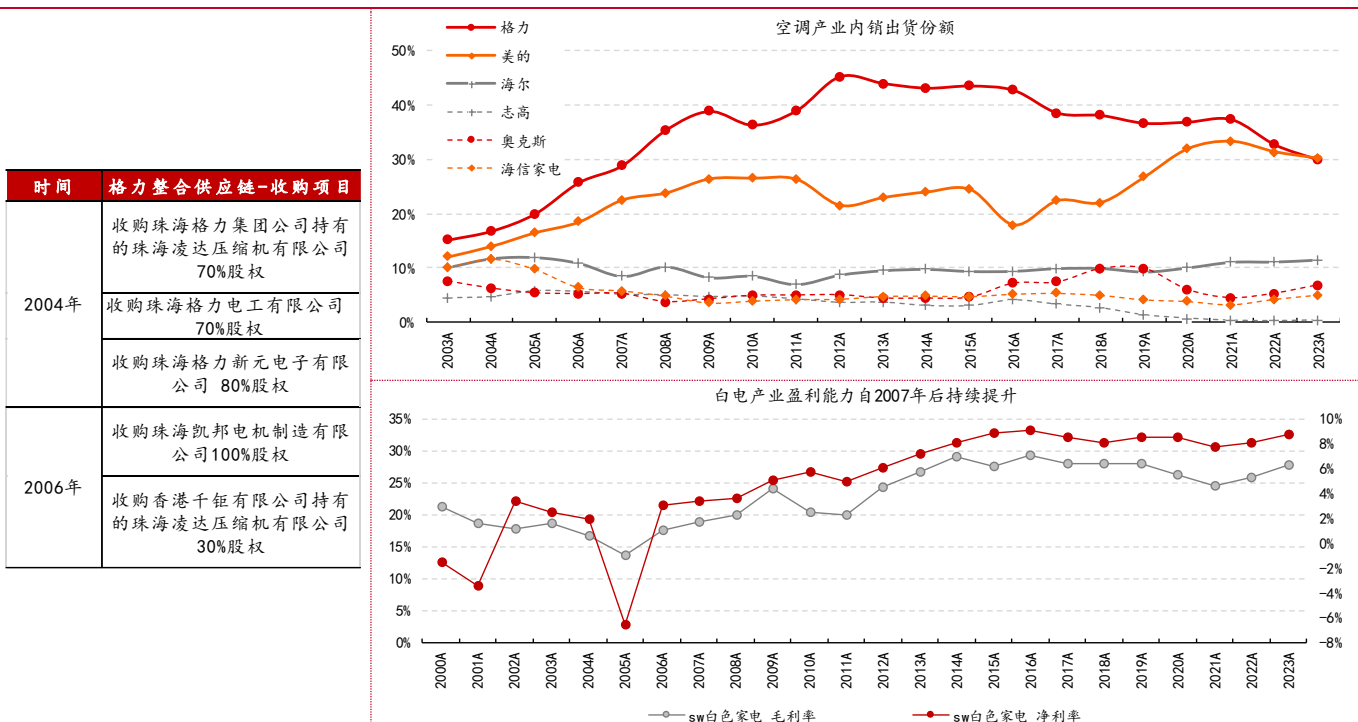
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表26：白电在 2000-2007 年也呈现这一特征（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表27：白电产业在 2000-2007 年是格局加速集中的黄金期

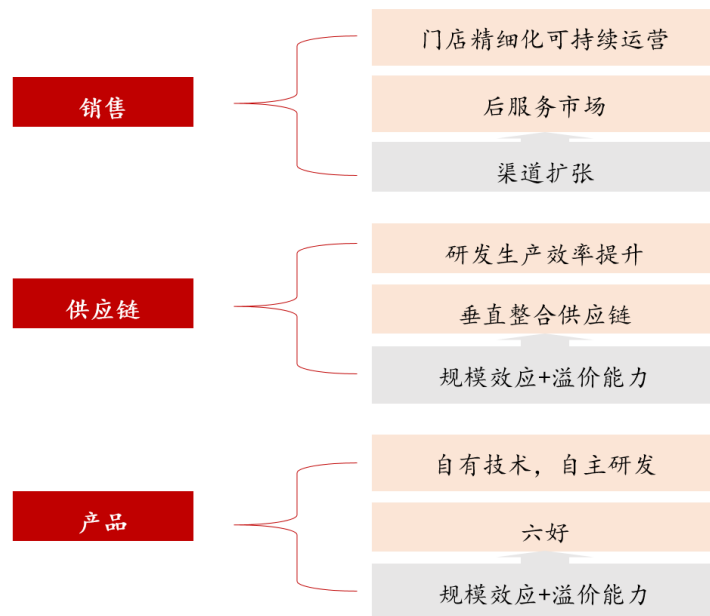


资料来源：iFinD，国联证券研究所

## 2.2 雅迪全方位布局，综合实力增强

从龙头企业的布局来看，我们也看到了与白电诸多类似的地方，譬如 2024 年开始，雅迪在渠道实力强化、产品研发创新、供应链整合等维度开始了更强的投入布局，随着其规模跃升、实力差距拉大后，雅迪积极投入、加速经营壁垒构筑。

图表28：雅迪控股对未来国内业务的战略规划

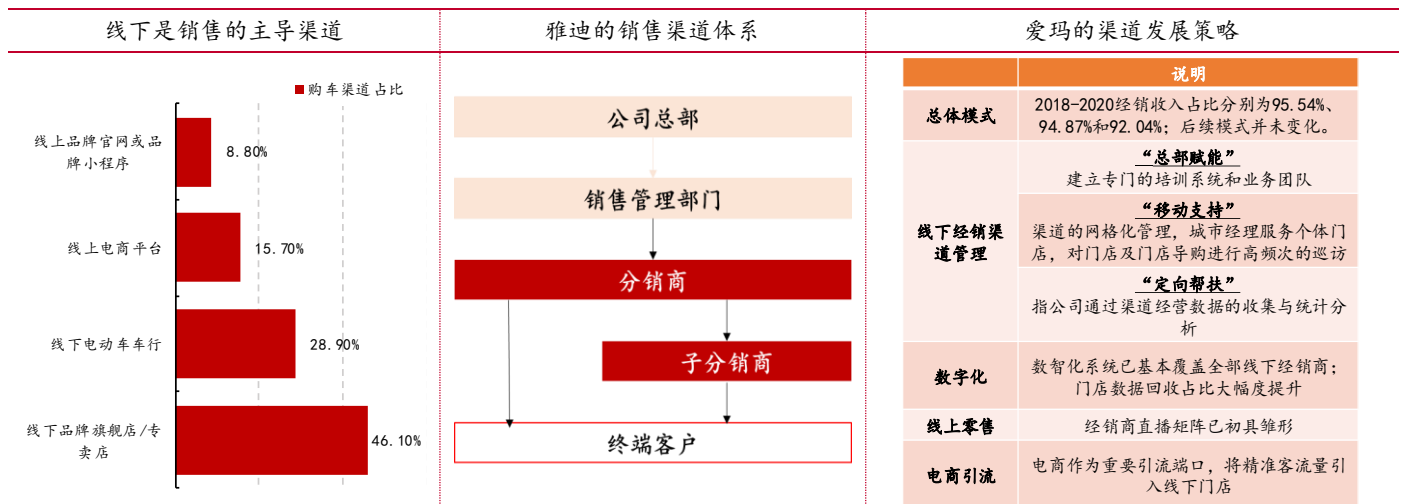


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 2.2.1 门店规模大幅领先，运营质量优异

电动两轮车销售更依赖于线下渠道，相较于传统家电、线下销售比例更高。主因在于电动两轮车需要体验，电池更换较为频繁，且产品装配、售后等服务不可或缺。在此背景下，线下渠道变化对格局的影响更大。

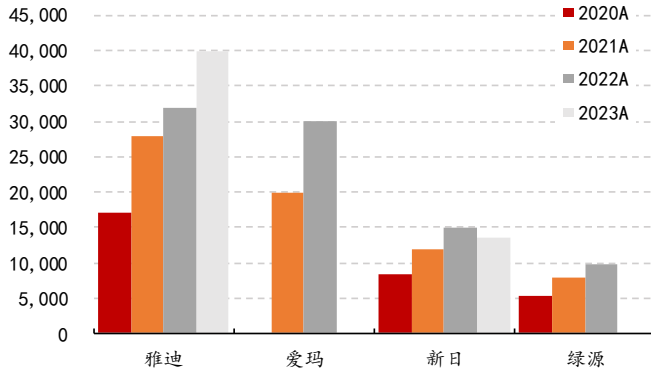
图表29：电动两轮车龙头的渠道情况



资料来源：iFinD，公司公告，久谦数据，国联证券研究所

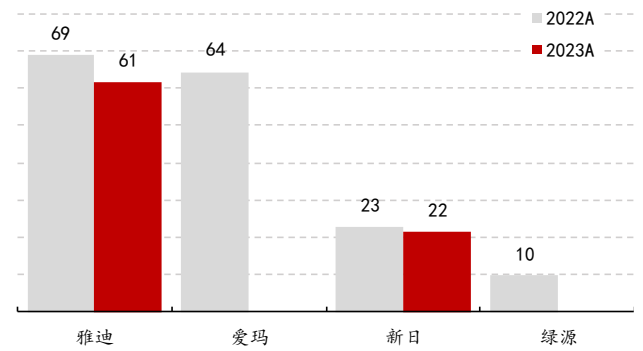
而当前，龙头的线下渠道有望达到“门店数量&单店规模&经营效率”的全面领先。一方面，经历了格局集中后，龙头的门店数量已经实现大幅领先。龙头披露的最近数据来看，雅迪、爱玛、新日、绿源及九号的网点官方数量分别约 40000、30000、13500、9800、5000 家。庞大的门店数量将带来了更高的品牌曝光度、消费者触达。

图表30：公司线下的网点数量（单位：个）



资料来源：iFind，公司公告，国联证券研究所  
(注：爱玛、绿源 2023 年数据暂无披露)

图表31：品牌线下网点收入（单位：万元/个/年）



资料来源：iFind，公司公告，国联证券研究所  
(注：爱玛、绿源 2023 年数据暂无披露)

另一方面，龙头门店经营质量更优。结合各公司电动两轮车的收入，龙头单一网点的平均收入更大、销量更多、经济效益更优，因此费用投入能力、抗风险能力也更强。进一步的，由于过去几年龙头渠道扩张的速度也很快，门店管理难度有所提升。在此背景下，雅迪一方面希望门店精细化管理，提升网点可持续经营能力，从建议零售价、专营权、产品结构和营销陈列、店务管理四个方面提升渠道运营质量；另一方面加强后服务市场建设。

图表32：2023 年雅迪后服务市场开拓情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 2.2.2 成本优势之外，加速核心部件整合

制造行业，具备规模优势的企业更有可能具备成本优势，两轮车也不例外，以历史已披露的可对比数据来看，2015-2016 年的爱玛与新日，彼时因为规模差异带来的成本效应已然存在。2015-2016 年，爱玛销量是新日销量的 3 倍，产品出厂均价爱玛

更低，而由于更便宜的零部件采购价，爱玛毛利率仍高于新日 3-5pct。后续来看，随着规模差异进一步拉大，龙头在成本端持续获得优势可期。

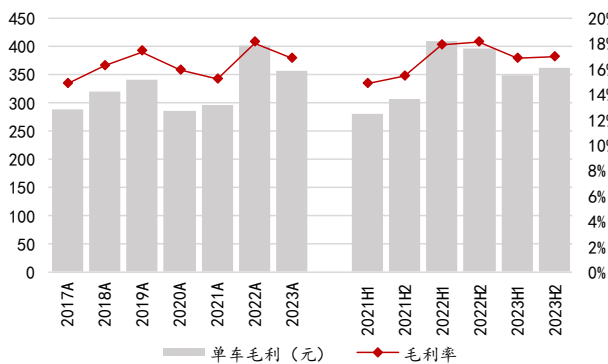
图表33：可对比的数据来看，龙头规模效应突出，盈利能力较优

项目	新日		爱玛	
	2016A	2015A	2016A	2015A
简易款-电动自行车				
收入 (万元)	7.5	7.4	25.7	23.3
<b>毛利率 (%)</b>	<b>19.2%</b>	<b>18.4%</b>	<b>24.3%</b>	<b>21.4%</b>
<b>销量 (万辆)</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>182</b>	<b>169</b>
<b>平均单价 (元)</b>	<b>1,454</b>	<b>1,480</b>	<b>1,414</b>	<b>1,382</b>
零部件采购均价 (元)				
蓄电池 (组)	428	412	380	377
电机 (套)	192	207	199	199
控制器 (只)	51	57	53	52

资料来源：iFind，爱玛科技及新日股份公司公告，国联证券研究所

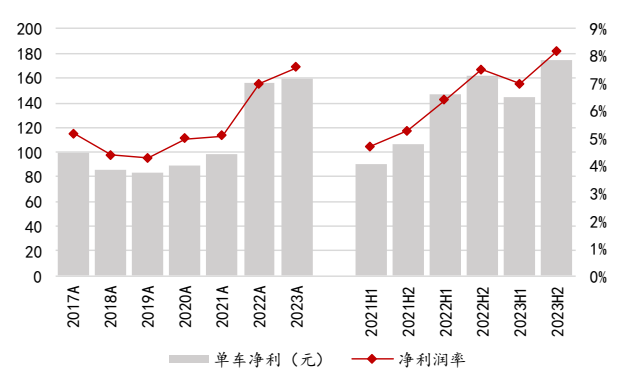
除了规模端优势外，提高零部件通用性和制造平台通用化，同样有利于利润率改善，目前雅迪致力于精简 SKU，加大单个 SKU 产出，且积极推进造车平台的建设，更大程度的发挥规模效应，在此背景下，预计未来单车毛利率及单车净利均将持续提升。

图表34：雅迪单车毛利额及毛利率水平



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表35：雅迪单车净利润及净利率水平



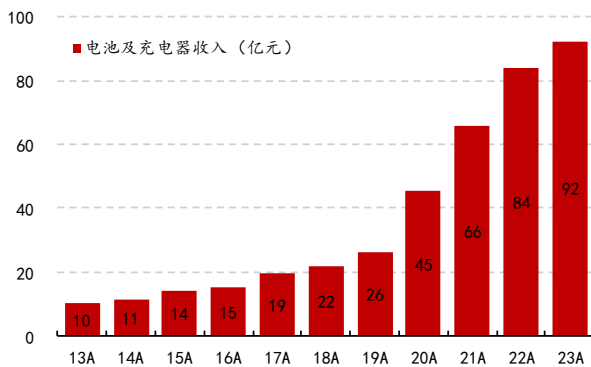
资料来源：iFind，国联证券研究所

此外，三大核心零部件的自产自供、核心技术自主研发层面，雅迪也积极投入。雅迪于 2022 年 1 月以 3.1 亿元收购了电池第一大供应商“华宇”70%股权，于当年 8 月以 1.3 亿元收购余下 30%股权，自此华宇成为公司全资新能源子公司。华宇目前的核心产品是石墨烯铅酸电池，应用于雅迪 TTFAR 系统；此外华宇也研发成功行业首个批量化装车的钠离子电池，极钠 1 号，持续引领两轮车/三轮车高端动力电池智造。

2024 年 3 月，公司以 3.5 亿元收购凌博电子，主营电机控制器、锂电池管理系统、智能中央控制模块及其他智能控制器。收购凌博电子将加强三大重要零部件之一的电子控制系统的技术布局，加强供应链垂直整合，降低生产成本。



图表36: 雅迪电池及充电器收入持续增长



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表37: 华宇的钠离子电池



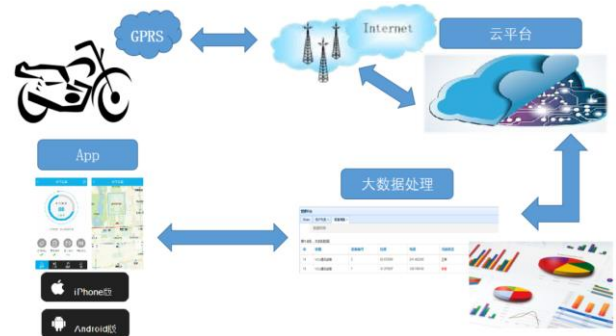
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表38: 凌博电子的智能软件/硬件产品



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

图表39: 凌博智能电动车解决方案



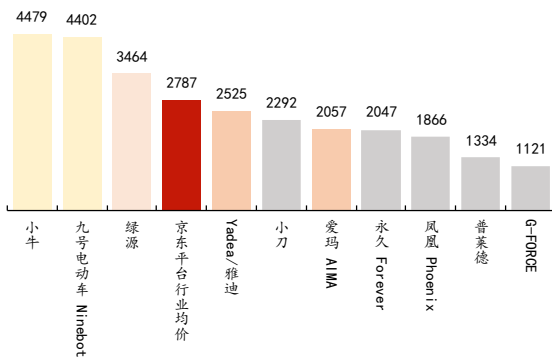
资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

### 2.2.3 龙头提价空间充分, 坚定高端升级

产品端方面, 由于早期龙头实力差距不大, 创新技术、供应链体系难以拉开差距, 行业产品偏向中低端且同质化明显。但随着行业智能技术突破, 两轮车开始应用智能技术、高端四轮车技术; 在此背景下, 龙头基于更强的资金实力, 在创新技术、供应链布局等方面均开始领先, 且经历行业价格战的短期尝试后, 产品策略上更加坚定走向中高端。

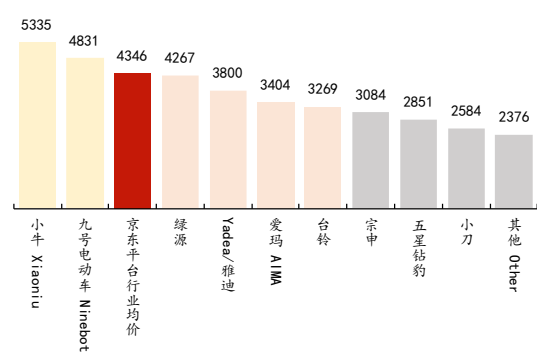
智能化水平领先的新兴品牌如九号、小牛等均价领先于雅迪、爱玛等传统品牌。参考久谦数据, 2023 年京东平台的电动自行车、电动摩托车行业均价分别为 2787、4346 元, 而销量前 10 的品牌中小牛及九号的产品均价明显领先, 分别达到 4000 元及 5000 元以上; 传统品牌雅迪、爱玛则均低于行业销售均价。

图表40: 23年京东销量前10的电动自行车品牌均价



资料来源: 久谦数据, 国联证券研究所

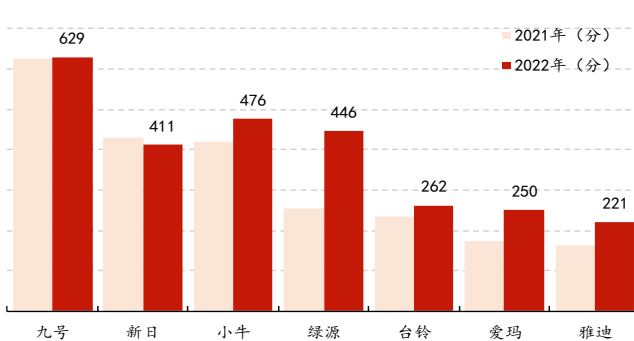
图表41: 23年京东销量前10的电动摩托车品牌均价



资料来源: 久谦数据, 国联证券研究所

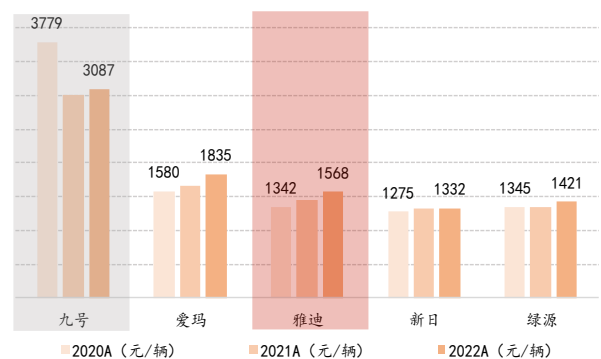
传统龙头发展历史较长, 品牌受众为普通大众, 重视基本需求、功能的满足, 因此当前产品体系中仍以性价比、基础款较多。但受益于九号、小牛等新参与者对智能技术、高端技术的积极创新, 电动两轮车高端细分消费市场也迎来发展。在此背景下, 传统龙头雅迪爱玛等积极转型, 提升产品技术、智能化水平, 均价中枢呈现上行趋势。

图表42: 各两轮车智能化评测得分



资料来源: 鲁大师数据实验室, 国联证券研究所

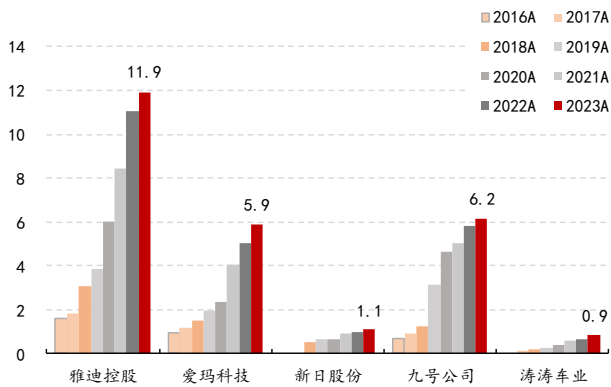
图表43: 雅迪等传统龙头的两轮车出厂均价持续提升



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

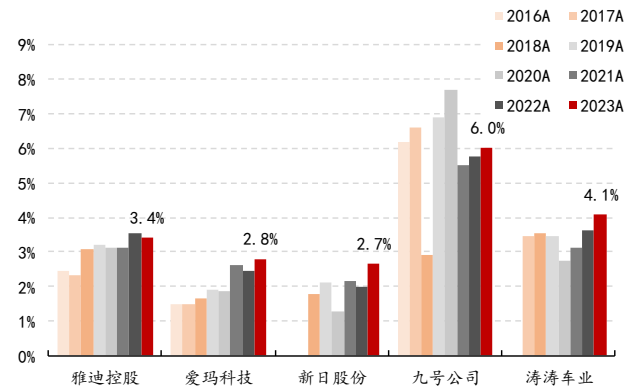
近两年, 雅迪一方面强调技术自主研发, 2023年公司自主车型销量占比达到77%; 而基于规模优势, 公司研发费用绝对规模遥遥领先, 2023年达到11.9亿元, 研发费用率高于爱玛、新日, 低于九号。结合公司技术的持续积累及供应链逐步自有化, 其长续航系统、智能安控系统、智行智能系统在行业中处于领先水平; 其中, TTFAR6.0长续航系统, 实现了六大部件持续升级; 电池使用常青藤石墨烯铅酸电池, 24个月换新, 可以达到200次充放电无衰减。骑车安全性能方面, 针对颠簸、湿滑、陡坡、夜间等特殊场景配置对应的系统控制, 提升安全性。此外解锁、电池、gps定位等配置公司智行智能系统, 提高智能化水平; 总的来说, 公司产品性能与技术储备全面提升。

图表44：雅迪研发费用的绝对水平领先（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表45：雅迪研发费用率高于爱玛、新日，低于九号



资料来源：iFinD，国联证券研究所

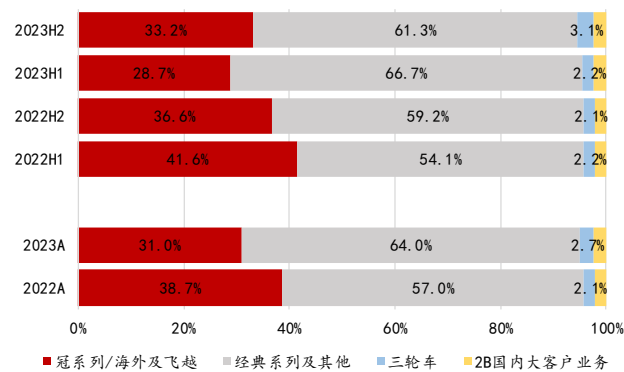
图表46：雅迪的产品性能领先

- 超长寿命**  
雅迪 TTFAR 常青藤 石墨烯铅酸电池
- 全新自研**  
雅迪 TTFAR 全能电机  
最高效率94.2% | 最大扭矩115N·m
- 全新升级**  
雅迪 TTFAR 全域控制器  
算法优 | 显示优
- 全新升级**  
雅迪 TTFAR 低电阻电缆  
低内阻电缆设计 | 线束过电面积提升33%
- 全新升级**  
雅迪 TTFAR 智能温感充电器  
优化充电策略 充得满 跑得远
- 全新升级**  
雅迪 TTFAR 高抓地力防滑轮胎  
全新升级材料 滚阻降低23%  
超强6PR轮胎 支撑性提升16%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

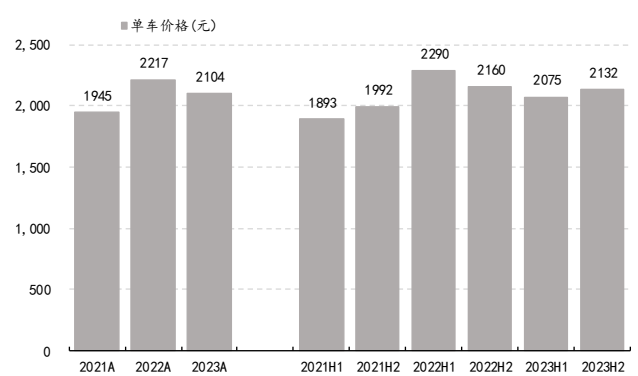
价格策略上，2023年公司基于“扩张产品SKU、补充不同的价格段的产品”的策略，2023年上半年加大了对中低端产品的布局，但盈利能力偏弱，随即公司迅速在2023年三季度修正价格策略，重新将重心放回到中高端产品。冠能系列作为公司高端产品系列，自上市至今的2023年，多年累计销量突破了1500万台；2023年公司冠系列/三轮/海外及飞越系列销量占比合计达到34%。

图表47：雅迪的产品结构持续优化，高端占比提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表48：2023H2 雅迪单车价格重回增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

后续来看，行业格局维稳逐步集中，两大龙头雅迪、爱玛均将产品结构升级作为主要的发展方向；同时，行业新进入者九号、小牛等致力于智能化创新，拉高了产品的价格上限，九号优异的增长表现，反映了消费者对更高品质产品的认同；在此背景下，我们预计以雅迪为代表的龙头，中高端产品结构升级方向不变，公司及行业产品均价有望持续提升。

### 2.3 进入“严管”时代，长期格局整合

2024年，电动两轮车行业的关键词是“管理趋严、标准调整”。3月南京大火事件，再度暴露了电动两轮车的安全隐患。4月12日由国务院会议部署开展“安全隐患全链条”整治工作，一方面围绕行业各环节开展整治工作，另一方面加速了行业标准、规范的调整。具体来看：

- 针对销售、使用环节分别开展了“国抽”、“夜查行动”。今年“国抽”提前且整治力度加大，为应对检查，部分电动两轮车终端门店关门整改。“夜查行动”针对严查居民违规停放、违规充电、非法改装等行为，且将对相关非法改装行为进行溯源处理，终端改装的销售行为也将收紧。
- 行业规范和标准的进一步细化和调整。(1)公开征集新国标修订计划项目的意见，由于行业规范的修改预期，部分标准悬而未决，产品推新节奏也有所放缓。(2)4月底出台了行业规范，符合要求的厂商将进入白名单，对生产、制造等维度提出了更高要求。(3)5月以来新增了电动自行车蓄电池的国标；且拟对电气安全等国标进行修订，开始公开意见征求。(4)配合“安全隐患全链条”整治工作，各地区推出了非机动车管理新规，规范电动自行车的使用；此外部分地区也强化三轮、四轮车的管理，加速淘汰非标产品。

**图表49：南京大火事件使得行业监管进一步趋严，全国开展“安全隐患全链条”整治工作**

4月12日，由国务院会议部署开展“安全隐患全链条”整治工作 全面提升电动自行车生产、销售、使用、停放、充电、报废、回收各环节的安全管理水平			
主要的行动	国家市场监管总局开展“国抽”		国家消防救援局开展“夜查行动”
针对的环节	销售		使用
执行的时间	3月底至4月		5月底开始至6月中旬
目的	整治非标车、改装车等，防范风险		为了消除火灾隐患
监管内容	①检查店内销售电动自行车的3C认证情况、标签标识情况是否符合法定要求，检查产品是否都具有产品合格证； ②将产品合格证上的参数与实车进行比对，检查店内是否存在拼装、加装、改装电动自行车的行为；对相关配件如控制器、电池、充电器等进行现场检查，看是否有合格证、3C认证以是否符合相关产品标准和技术要求。	重点严查是否存在违规停放、违规充电、非法改装等行为，相关场所是否具备完善的消防安全条件等，此外还将对相关非法改装行为进行溯源处理；	
相关文件	《关于发布电动自行车、电动自行车电池2种产品质量监督抽查实施细则》		...

资料来源：电动车头条网，全球电动车网，国联证券研究所整理

**图表50：“安全隐患全链条”整治工作的另一个重要维度：行业标准及规范密集调整**

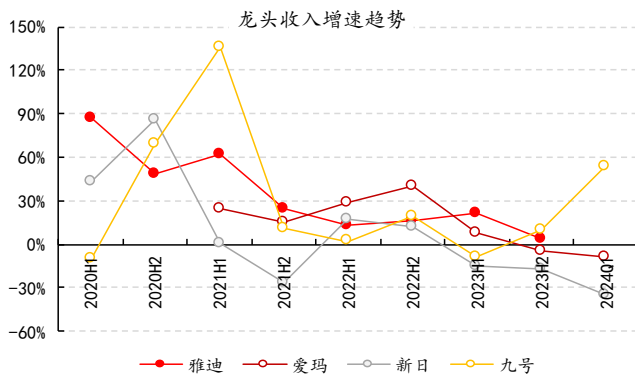
时间	总结	详情
2024年4月7日	新国标修订	工信部科技司公开征集对《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准修订计划项目的意见
2024年4月30日	规范运营的厂商进入白名单	工信部等三部门联合于4月30日印发《电动自行车行业规范条件》、《电动自行车行业规范公告管理办法》，5月1日开始执行
2024年5月6日	出台子标准：单体电池和电池组，保障电动自行车用锂离子蓄电池安全	市场监管总局（国家标准委）发布《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》（GB 43854—2024）强制性国家标准，该标准由工业和信息化部归口，将于2024年11月1日正式实施。
2024年5月30日	修订子标准：电气安全要求	工业和信息化部公开征集对《电动自行车电气安全要求》强制性国家标准第1号修改单（征求意见稿）的意见，截止日期2024年6月28日。 2022年12月29日，《电动自行车电气安全要求》发布。 2024年1月1日，《电动自行车电气安全要求》开始实施。
2024年6月以来	配合“安全隐患全链条”整治工作，上海/成都等推出的非机动车管理新规，规范电动自行车的使用；此外安徽/宁夏等也强化三轮、四轮车的管理，加速淘汰非标产品。	

资料来源：工信部官网，全球电动车网，国联证券研究所整理

进入2024年，居民需求边际上缺乏新的驱动，需求景气进入平稳阶段；而行业管理趋严使得部分需求滞后释放，行业标准正在调整、规定悬而未决，也使企业推新节奏暂缓，在此背景下行业销售表现平淡。上市公司表现来看，披露一季报的龙头爱玛、新日收入均存下滑压力，新兴参与者九号公司的两轮车收入保持较优增长趋势，一方面是销售规模尚小，另一方面公司主打中高端产品受影响不大。

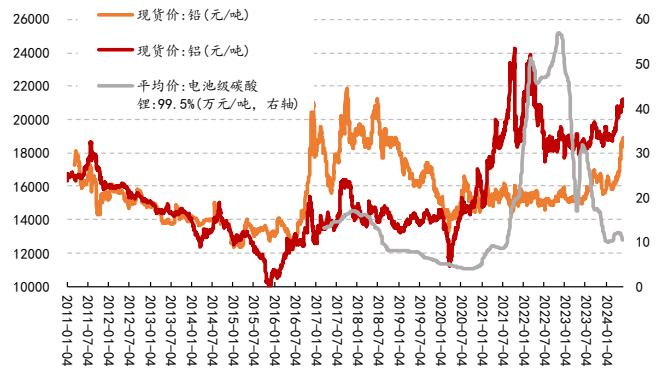
价格层面，2024 年整车企业共同发力产品结构升级，且短期大宗原材料价格快速上行也驱动终端涨价。2023 年上半年品牌企业对量增有较高的要求，且拟拓宽产品 SKU 价格带，发起了价格竞争；由于中低端产品盈利能力较弱，于 2023 年下半年恢复常态的产品结构升级方向。2024 年，品牌企业共同发力产品结构升级，行业中高端新品推出节奏恢复。成本侧，4 月以来上游核心原材料铅、铝价格快速上涨，5 月、6 月及 Q2 现货铅价分别同比+20%、+24%、+18%，铝价分别+14%、+14%、+12%。在此背景下，下游电池企业、整车企业也于近期纷纷调整电池及整车的价格。

图表51：爱玛、新日一季度收入均有下滑



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表52：核心原材料均价日度走势：铝、铅价格环比增长



资料来源：iFinD，国联证券研究所

行业管理趋严、标准调整短期影响行业需求释放，且近期均价上行预计也对需求短期抑制，行业上半年销售相对平淡。但我们认为这些波动是短期的，长期标准趋严将对格局集中产生较大的正向驱动。2024 年行业强制性国家标准已经丰富至 4 个，除了我们熟悉的“2019 年新国标”正在修订之外，比较重要的还有锂电池相关的国标，今年 4 月已发布，将于 11 月实施；此外就是关于电气安全、充电器安全的国标修订。

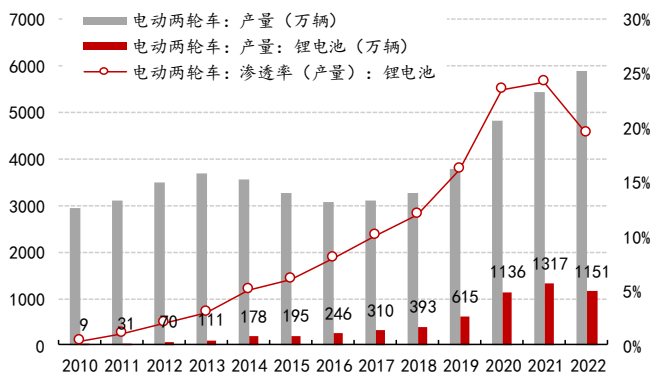
**图表53：电动两轮车相关标准的全部梳理，强制性国家标准今年发生较多变化**

标准类型	标准文件	说明	最新变化
强制性国家标准	GB 17761—2018《电动自行车安全技术规范》	<b>即新国标 正在征集修订意见</b>	2018年5月发布 2019年4月实施； 2024年4月7日，公开征集修订意见
	GB 43854—2024《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》	<b>新发布 电自锂离子蓄电池相关</b>	2024年4月发布 2024年11月1日正式实施
	GB 42295-2022《电动自行车电气安全要求》	<b>已实施正在修订 关于电气安全</b>	2022年12月发布 2024年1月实施； 2024年5月30日，公开征集对第1号修改单的意见。
	GB 42296-2022《电动自行车用充电器安全技术要求》	<b>已实施正在修订 关于充电器安全</b>	2022年12月发布 2023年7月实施； 2024年5月30日，公开征集对第1号修改单的意见。
推荐性国家标准	GB/T 32504-2016《民用铅酸蓄电池安全技术规范》	-	2016年2月、2018年13月发布
	GB/T 36972-2018《电动自行车用锂离子蓄电池》	-	2016年9月、2019年8月实施
推荐性行业标准	QB/T 1715-2023《自行车车把》 QB/T 4428-2023《电动自行车用锂离子蓄电池产品规格尺寸》 QB/T 5869-2023《电动自行车总线通用技术规范》 QB/T 5870-2023《电动车电子控制单元（ECU）通用技术规范》 QB/T 5887-2023《电动自行车型号编制方法》	-	-

资料来源：工信部官网，全球电动车网，国联证券研究所整理

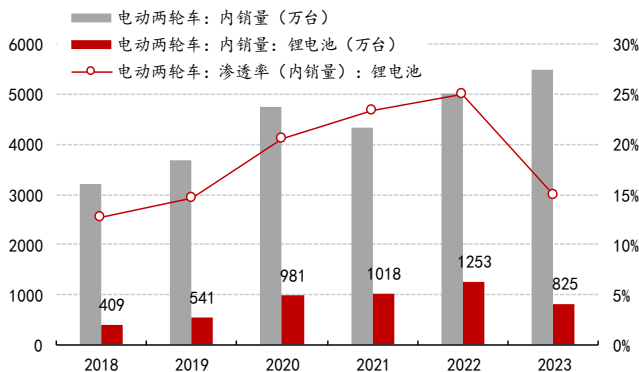
锂电池国标是除“2019年新国标修订”外，对行业影响最大的，其针对性解决起火风险，实施后将引发锂电池电动两轮车存量换新。2019年新国标对电动自行车整车限重（≤55KG），使得能量密度高（意味着续航更久重量更轻）的锂电池成为优选；此外部分铅酸电池的车型，也被消费者改装换成了适配度欠缺、价格更低的低质量锂电池。2019年后锂电池装配比例提升，累计2019-2023年，锂电池两轮车销量存量达到4617万辆，若考虑电池改装，预计存量规模更大。考虑到锂电池的安全性不及铅酸电池且用的时间越久风险越高，叠加低质量换装电池不稳定，爆炸风险近年来逐步暴露。这批存量锂电池产品将成为锂电池新国标实施后的主要替换对象。

图表54：锂电池产量渗透率在2022年达到19%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表55：锂电池销量渗透率在2023年达到15%



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

另外，锂电池国标有了更高的要求，能够更大程度地保障锂电池电动两轮车的安全性，且将提升研发、制造成本；在此背景下，钠电池相对优势或将凸显。锂电池新国标的核心要求如下：(1) 整车需要与锂电池一车一配，互相识别，避免电池改装；且配有唯一性编码，可对事故追溯；(2) 对锂电池及电池组增加高要求的安全检测项目，制造成本变高；(3) 电池组需要设置过温报警、管理系统（BMS）等。在此背景下，锂电池电动两轮车的研发、制造成本将提升。对比锂电池，钠电池更高的安全性、快充性能、低温性能；且在原材料获取方面的成本优势等或将进一步凸显，产业发展布局有望加速。

图表56：《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》将于11月1日正式实施，核心项目整理如下

序号	需要关注的重要项目	简单说明
1	单体电池过充电（1.5倍）测试、针刺测试可对电池的安全性作出有效筛选。	加强测试、提高安全性
2	电池组应具有唯一性编码，并且编码标识需要采用耐高温（950℃）材质，即便发生火灾也可以进行追溯。	唯一性编码，出事故后可追溯来源
3	电池组的过充电、外部短路、过流放电试验在正常工作条件和保护元器件单一故障条件下都要进行，因此电池组可能需要采取双重保护设计才能满足要求。	电池组加强测试
4	电池组需要具备互认协同充电功能，以降低充电装置不匹配给电池组充电带来的风险。	车电匹配，防止电池改装
5	电池组在充电、放电过程中应实时采集电池电压、电池组电压/温度/电流，这就要求电池组配备管理系统（智能“大脑”）进行实时监控。	BMS 系统管理
6	制造商在电池组上应清晰地标明“安全使用年限”，以提醒用户及时淘汰老旧电池，这是因为随着锂离子蓄电池使用年限增加，其安全风险也会逐步放大。	标注电池使用年限，加强换新
7	电池组的外壳、印制电路板、导线应使用阻燃性材料，以降低发生火灾后火焰的蔓延速率。	使用阻燃材料
8	电池组的热扩散测试要求当电池组中某一节单体电池起火之后，不得快速扩散至整个电池组。	对热扩散有要求

资料来源：市场监管总局网站，国联证券研究所

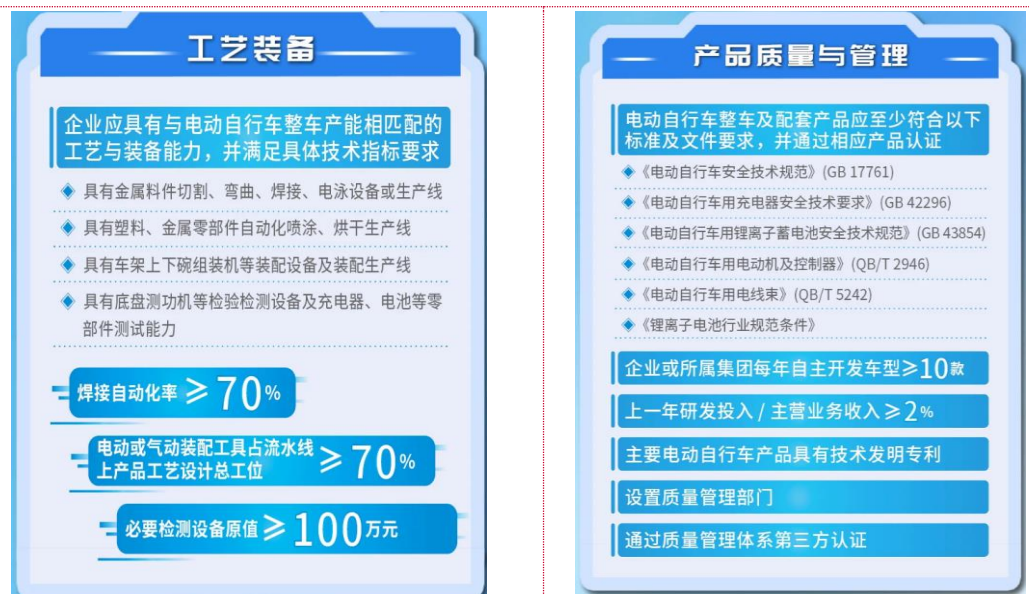
此外，关于充电器和电气安全的国标修改，主要是：(1) 加严关键安全指标，对相关安全指标进行了细化和强化；(2) 强化与其他国标的协调性，注重与锂离子电池、



充电器的协调；(3) 提升标准的可操作性。对应的生产制造要求也有增加。

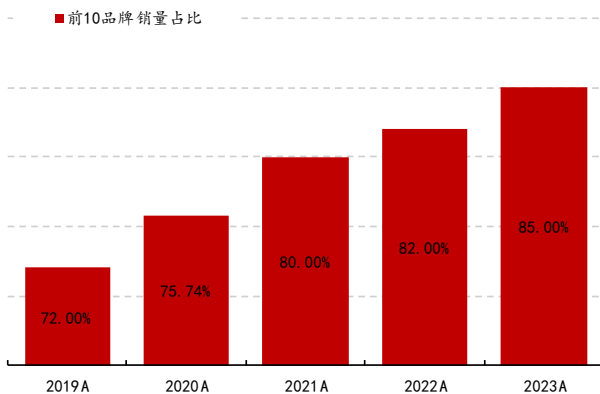
至于大家最关注的“2019年国标修订”暂未落地，对行业具体的规范尚未清晰，但方向上将带动换新需求，且要求趋严进而会加速优化格局。此外，行业4月底新出的行业规范白名单也将对行业形成正向引导，尽管不具备强制性，但将对符合要求的企业进行公告列示，影响消费者的品牌选择。新规范对企业布局、工艺装备、自主研发水平、研发投入均有明确的指标要求，预计中小企业要做到达标，经营成本偏高。2023年行业年度销量百万台以上的品牌仅12个，前10大品牌之外的品牌销量合计占比达到15%。

图表57: 《电动自行车行业规范条件》《电动自行车行业规范公告管理办法》的部分核心要求



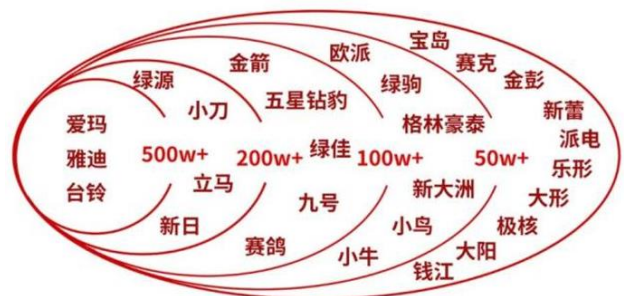
资料来源：工业和信息化部官方政务新媒体账号，国联证券研究所

图表58: 电动两轮车行业前10品牌销量占比达到85%



资料来源：全球电动车网，国联证券研究所

图表59: 电动两轮车行业中百万台以上的品牌有12个

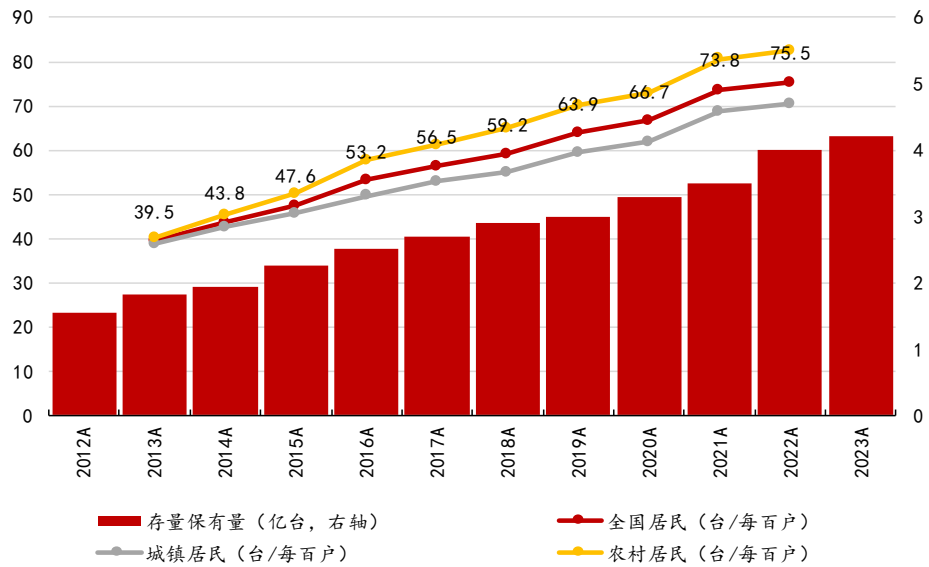


资料来源：全球电动车网，国联证券研究所

展望后续，随着安全整治工作取得成效、逐渐收尾，行业标准及规范清晰化，我们认为产业的供给节奏、渠道销售节奏将恢复常态；且进一步的，非标车淘汰与“以

“以旧换新”能够互相配合（4月12日商务部等14部门印发了《推动消费品以旧换新行动方案》的通知，多个省市也已出台纲要文件），或带来一场新的换购大潮。另一方面，2024年行业全面迎来严监管阶段，各类围绕安全的整治活动频繁开展，锂电池国标、行业白名单制度实施且新国标也将再度修订，行业经营难度提升，龙头优势凸显，集中度有望加速提升。

图表60：2023年电动两轮车的存量保有量达到4.2亿量



资料来源：国家统计局，国联证券研究所整理

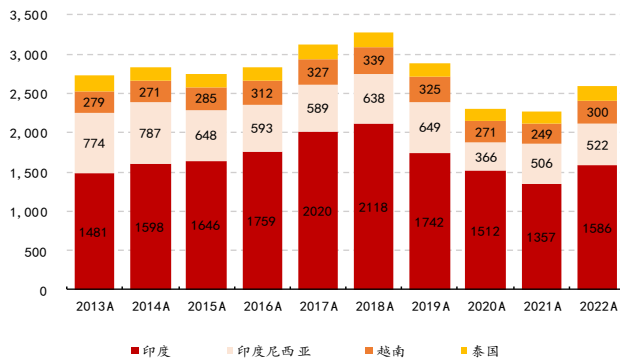
综上，我们预计电动两轮车当前又处于格局加速集中的黄金阶段：一方面，以雅迪为代表的龙头自身实力大幅增强，龙头积极在渠道质量提升、供应链垂直整合、产品研发等层面大幅投入，巩固经营壁垒，优势逐渐扩大；另一方面，2024年行业有望迎来政策大年，全国大范围设备“以旧换新”提振更新需求，而后续若新国标再度落地，行业格局有望继续提升，雅迪等龙头将持续受益。

### 3. 海外：政策驱动，市场空间广阔

#### 3.1 东南亚及印度：油摩规模大，或迎来改电潮

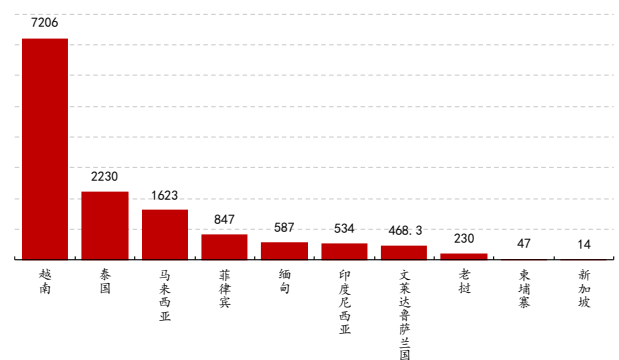
对于海外市场来看，燃油摩托车是东南亚与印度居民出行的主要方式之一，主要是受公共交通系统等基础设施、人均收入等经济水平制约，汽车普及率不高。Marklines 数据显示，2022年全球摩托车需求量达4900万辆，印度及东南亚市场合计销量达到3758万台；其中印度、印尼、越南及泰国分别1586、522、300、179万辆。我们参考东盟区域的摩托车总登记数据，2022年越南、泰国、马来西亚的摩托车存量分别达7206、2230、1623万辆。

图表61: 印度等国的摩托车销量数据 (单位: 万辆)



资料来源: Marklines, 国联证券研究所

图表62: 2022年东盟区域摩托车总登记注册数量 (万辆)



资料来源: ASEAN stats, 国联证券研究所

在全球碳中和、化石燃料向清洁能源的转型过程中, 电动汽车逐渐替代油车, 而在东南亚等区域则体现为“油摩改电摩”。越南、印度、泰国及印尼陆续出台各项“限油换电”政策, 鼓励消费者将摩托车置换成电动两轮车; 其中, 越南在 2025、2030 年设置了核心城市、核心区域的禁摩令; 印尼则是提出在 2050 年前全部完成电动化; 印度及泰国则是通过补贴、关税减免等政策, 鼓励电动摩托车的发展。整体来说, 在利好政策的驱动下, 东南亚与印度市场的部分油摩产品有望逐渐完成向电动摩托车的切换。

图表63: 东南亚各国的“油摩改电摩”的政策驱动

国家	发布时间	补贴政策
越南	2017	立法批准, 到2030年在河内部分区域禁止油摩上路;
	2021	越南要求, 河内和其他四个主要城市, 包括胡志明市等, 在2030年后禁止摩托车, 减少交通拥堵和排放;
	2022	河内市计划在12个市中心区和三条主要道路实行禁摩令; 2025年后, 禁令将扩大至全市30个区(包括18个郊区)和外省摩托车;
印度	2019	印度推出FAME政策, 对摩托车厂商进行补贴; 计划到2025年实现150cc以下摩托车的全面电动化;
	2021年6月	印度重工业和公共企业部宣布对FAME-II进行修订, 将电动摩托车的补贴从每千瓦时电池容量1万卢比提高到1.5万卢比, 并将最高补贴从车辆售价的20%改为40%。电动摩托车获得补贴的条件是单次充电行驶80km以上, 最高时速40km/h以上;
	2023年	电动车普及促进政策FAME-II从2023年6月1日起进行修订, 电动摩托车(e-2W)的补贴金额从电池容量每千瓦时1.5万卢比下调至1万卢比, 补贴上限额度从车辆售价的40%降至15%; 据印度重工业部称, FAME-II政策下售出了740,722辆电动摩托车、83,420辆电动三轮车和8982辆电动汽车(截至2023年7月20日)。FAME-II计划于2024年3月31日结束, 并且不太可能会延长;
泰国	2020年	2020年1月1日起, 将依照二氧化碳的排放量征税, 发动机排量不超过150CC的摩托车, 税率从2.5%提升至3%;
	2022	2022年至2023年, 符合标准的进口电动摩托车的消费税税率为1%; 售价不超过15万泰铢的产品, 2022-2025年每辆车补贴1.8万泰铢;
印尼	2021年6月	2021年6月, 印尼能源部部长宣布, 到2050年在印尼销售的所有汽车和摩托车都将转型为电动车; 预计2040年后销售的所有摩托车和2050年后销售的汽车都将是电动汽车;
	2023年	从2023年3月20日起提供电动车(包括汽车和摩托车)购置补贴的政策; 对于购买电动摩托车或将汽油车改装为电动摩托车的情况, 每辆摩托车可获得700万卢比的补贴; 到2023年12月底, 可能会有20万辆电动摩托车和5万辆改装踏板车符合补贴条件; 补贴车型的零部件本土采购率需要超过40%, 据称目前有三家企业(Volta, Gesits和Selis)的车辆符合这一要求;

资料来源: Marklines, 国联证券研究所

电摩经济性突出, 相比油摩使用成本低、智能化体验更佳, 是驱动消费者自发更换产品的关键。以越南市场为例, 第一大摩托车品牌是 HONDA, 销量份额达到 70%, 前 10 大机型占该品牌销售的 93%, 这 10 大机型的排量基本分布在 110-150cc, 销售价格集中在 19-74 百万越南盾(人民币 5000-22000 元); 而专注做电摩的 YADEA(雅迪), 2023 年前 11 月在越南摩托车的销量份额为 2.2%, 前 10 大机型销售价格集中

在 14-39 百万越南盾（人民币 4000-12000 元）；均价中枢低于 HONDA 油摩产品，性价比优势突出。

图表64：越南第一大摩托车品牌 HONDA 前十大机型

序号	Maker	Model	排气量 (cc)	2023年1-11月 (万辆)	占HONDA比例	占越南整体比例	售价 (百万越南盾)	售价 (人民币, 元)
1	HONDA	Vision	110	44	23%	16%	31	9163
2	HONDA	WaveAlpha110	110	35	19%	13%	18	5260
3	HONDA	SH125	125	25	13%	9%	57	16825
4	HONDA	Airblade125/150	125/150	15	8%	6%	42	12372
5	HONDA	WaveRSXF110	110	13	7%	5%	22	6488
6	HONDA	Future125FI	125	12	6%	4%	31	8989
7	HONDA	Lead125	125	12	6%	4%	40	11650
8	HONDA	WinnerX150	150	10	6%	4%	46	13594
9	HONDA	Blade110	110	6	3%	2%	19	5566
10	HONDA	SH150	150	4	2%	2%	74	21770
合计				177.4	93%	66%	19-74	5000-22000

资料来源：Marklines，本田越南官网，雅迪越南官网，国联证券研究所

图表65：雅迪在越南的前十大机型

序号	Maker	Model	动力类型	2023年1-11月 (万辆)	占YADEA比例	占越南整体比例	售价 (百万越南盾)	售价 (人民币, 元)
1	YADEA	Buye	EV	1	14.6%	0.3%	22	6476
2	YADEA	Ulike	EV	1	13.0%	0.3%	19	5593
3	YADEA	E3	EV	1	12.7%	0.3%	16	4856
4	YADEA	G5	EV	1	11.5%	0.3%	40	11777
5	YADEA	S3	EV	1	9.1%	0.2%	22	6623
6	YADEA	X5	EV	0	8.0%	0.2%	22	6476
7	YADEA	Q5	EV	0	7.3%	0.2%	-	-
8	YADEA	I3	EV	0	7.1%	0.2%	-	-
9	YADEA	M6	EV	0	6.2%	0.1%	18	5298
10	YADEA	X-Joy	EV	0	6.0%	0.1%	14	4267
合计				5.8	95.4%	2.2%	14-39	4000-12000

资料来源：Marklines，本田越南官网，雅迪越南官网，国联证券研究所

我们对比 HONDA 前两大 SKU 和雅迪前两大 SKU 来看，电摩相比油摩：（1）出行成本更低，更为经济；（2）更为环保，电动摩托以动力电池供能，燃油摩托车以内燃机化石燃料功能；（3）噪音小、震动感小；（4）智能化体验更佳，电动摩托目前拥有更多智能化驾驶体验。

图表66：本田与雅迪在越南的典型产品对比

品牌	HONDA (本田)		品牌	YADEA (雅迪)	
	Vision	WaveAlpha110		VoltGuard	ORLA
车型			车型		
售价 (越南盾)	31113818	18742909	售价 (越南盾)	26490000	19990000
售价 (人民币, 元)	9163	5260	售价 (人民币, 元)	7801	5887
出行成本	油价高		出行成本	电价低	
质量	94公斤/95公斤/98公斤		质量	129kg	105kg
环保倾向	对环境不利		环保倾向	减少温室气体排放	
使用感受	有发动机震感及发动机声音		使用感受	智能导航、车机互联网，电子钥匙分享等大量的智能化体验较多	
排气量 (cc)	110	110	电池容量	72V-26AH	60V-26AH
油耗	1.85升/100公里	1.72升/100公里	额定功率	1500W-2500W	800-1800W
油箱容量	4.9升；续航265公里	3.7升；续航215公里	续航	充电一次，100KM	充电一次，100KM
			最高速度	50KM/H	48KM/H
			电池类型	TTFAR石墨烯	TTFAR石墨烯

资料来源：本田越南官网，雅迪越南官网，国联证券研究所

此外，从产业链配套看，核心厂商转型、当地供应链建设、以及产品使用场景中充电基础设施建设的推进，也是影响需求释放的核心因素。随着全球汽车的电动化转型，印度及泰国越南等市场中，核心油摩厂商也加速电动化进程，在产品阵容中增加了电动车型，政企共同推动的电池和充电基础设施项目也取得进展。

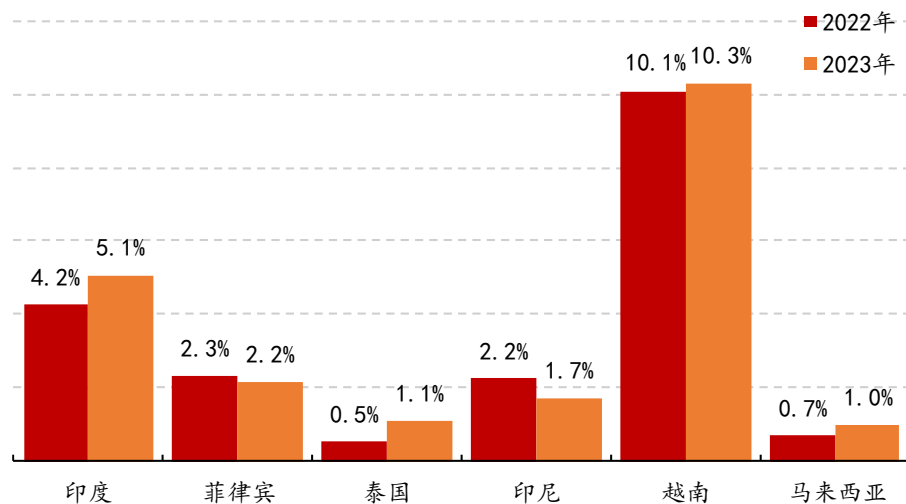
图表67：油摩厂商积极转型，基础设施补齐保障运营

主体	事件
印度	Ather 宣布已在印度80个城市铺设了1000多个快充桩“AtherGrids”；到2023年底，计划总共铺设超过2500个。7月，Ather 宣布与巴拉特石油公司（BPCL）展开合作来加强和扩大充电网络。计划利用BPCL在印度全国2.1万座以上的加油站，到2023年底安装100多个快充桩。
	本田宣布将推动摩托车电动化，以实现摩托车碳中和。本田目标是在2040年代实现全系产品碳中和，计划到2025年推出总计10款以上全新电动车型
泰国	2023年3月底，本田宣布了印度摩托车业务的电动化路线图和业务方针。在HondaMotorcycle&Scooter India（HMSI）的6000多个销售及网点建设充电站外，还将在加油站和车站等地安装换电设施
	为了促进电动化转型，本田将在2023年将电动摩托车的充电站数量增加到100个。生产电动摩托车、高尔夫球车和嘟嘟车（三轮出租车）的HSEMMotor将于2024年停产汽油嘟嘟车。该公司预计2023年电动摩托车销量将达到1万辆，并计划新增30至40个充电网络。
越南	2023年7月，美国电动车充电网络运营商EVLOMO宣布与法国施耐德电气携手在泰国开发电动车充电基础设施。到2024年第二季度，该公司计划在泰国主要城市建成约10个自有品牌EVLOMO充电站，每个充电站配备30个直流充电桩。EVLOMO和施耐德还将合作生产电动摩托车和其他摩托车的动力电池包。工厂年产能为一千兆瓦，计划于2024年7月至8月投入运营。
	VinFast于2022年全面转型为电动汽车制造商，进军欧美市场，并于2023年8月在美国纳斯达克上市。除电动汽车外，VinFast还提供电动踏板车、电动客车和清洁能源解决方案。母公司Vingroup于2023年3月宣布成立新公司GSM（Green-Smart-Mobility），利用VinFast电动汽车和电动摩托车开展汽车租赁和出租车业务。GSM计划引进1万辆电动汽车和10万辆电动摩托车。

资料来源：Marklines，国联证券研究所

东南亚及印度电动化比例仍偏低，油摩改电摩空间可观。根据 Marklines 的数据，印度、印尼、泰国及越南目前摩托车销售中电动摩托的比例依旧偏低，分别为 5%、2%、1%、10%，未来成长空间可观；2022 年上述区域对应的摩托车总体销量分别 1586、522、300、179 万辆。

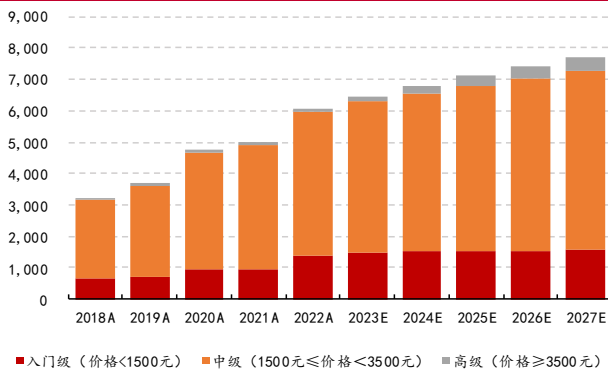
图表68：印度等国的摩托车电动化比例比较低



资料来源：Marklines，国联证券研究所

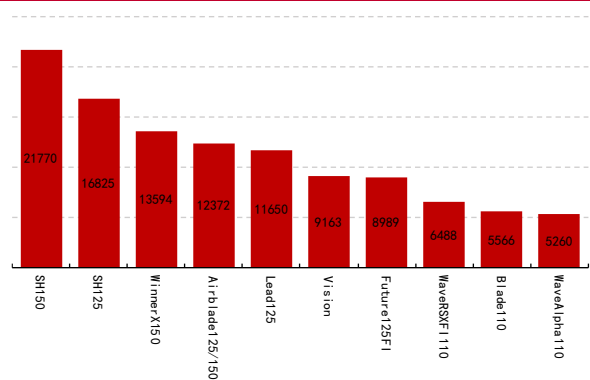
东南亚及印度的油摩价格中枢远高于国内电摩。参考越南第一大品牌 HONDA 的情况，其前 10 大 SKU 占有越南整体市场的 66%的销量份额；前 10 大 SKU 中的最低价是 5260，销售量最大的 VISON 车型，占有整体市场的 23%销量份额，均价为 9163 元。整体来看，东南亚油摩改电摩可展望的成长空间较为可观，同时结合较高的均价水平，长期市场红利较为突出。短期核心品牌厂商积极推进海外适配的产品研发，推动海外产能、渠道拓张，海外市场发展空间正在逐步打开。

图表69：中国内地按价格划分的电动两轮车销量（单位：万辆）



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表70：Honda 前 10 大 SKU 的均价（单位：人民币元）






资料来源：HONDA 越南官网，国联证券研究所

### 3.2 欧美市场：环保&健身需求驱动 E-bike 增长

不同于东南亚及印度市场，欧美市场电动两轮车的增量或主要来自于 E-Bike，E-Bike 全称是 Electric Bike，即电动助力自行车；通过动力辅助，实现自行车人力与电力的混合输出，主要适用于户外运动、休闲娱乐、通勤代步等场景；当前在欧洲、北美及日本市场，E-Bike 较受欢迎。

图表71：E-bike、自行车及电动车的区别

	动力来源	动力调节	轻便度	主要市场	相关政策
E-bike 	人力+电力	传感器自动感应	较为轻便	欧洲、北美、日本	政府给予补贴
自行车 	纯人力	人	轻便	全球	无
电动车 	纯电力	旋转手把	不轻便，偏重	中国	需要审核、牌照并强制购买保险

资料来源：Marklines，国联证券研究所

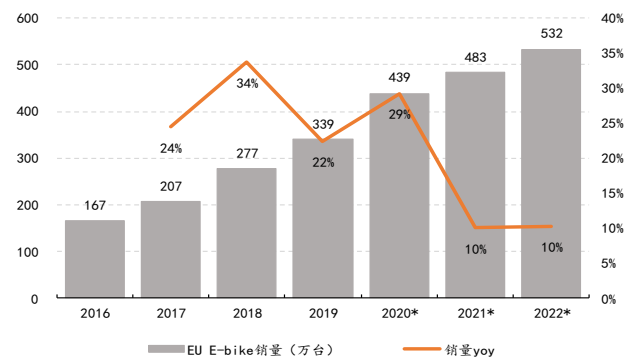
目前欧美市场的部分主流国家已陆续宣布针对电动自行车的购置补贴金和税收优惠，此外受疫情影响欧美群众也趋于降低公共交通的乘坐频率，转而将两轮车作为优先的短中途出行工具。2022 年欧美市场的 E-Bike 规模达到 532 万辆，2016-2022 年维持 21% 的复合增速。其中，德国市场规模最大，2022 年销量达到 220 万辆，其次是法国、荷兰、意大利，分别达到 74、49、34 万辆；美国的自行车中电动化比例在 2022 年达到了 4% 左右。

图表72: 欧美主要国家对 E-bike 环保出行补贴

国家	补贴金额 (上限)
美国	1500美金
意大利	600欧元
法国	200欧元
挪威	1200欧元
瑞典	1000欧元
芬兰	400欧元
葡萄牙	250欧元
德国	500欧元

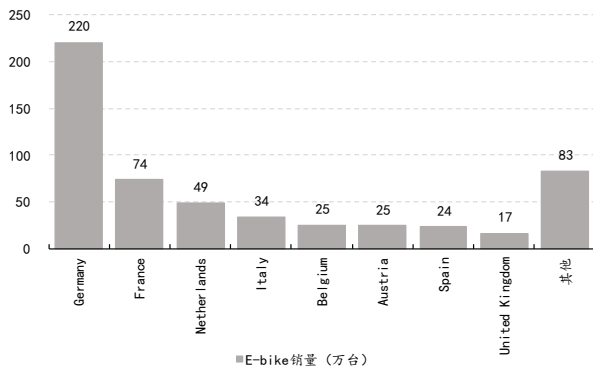
资料来源: Meet Intelligence, 国联证券研究所

图表73: 2022 年 E-Bike 在欧盟的销售量达到 532 万辆



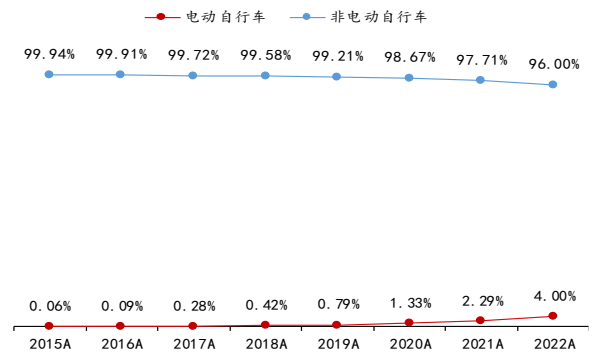
资料来源: Statistic, 国联证券研究所

图表74: 2022 年欧洲分国家的 E-Bike 的销售量情况



资料来源: Statistic, 国联证券研究所

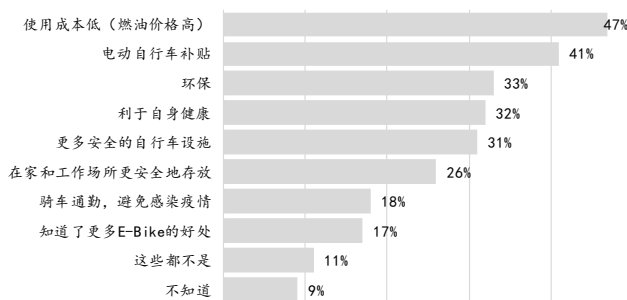
图表75: 美国电动自行车及非电动自行车的比例



资料来源: Statistic, 国联证券研究所

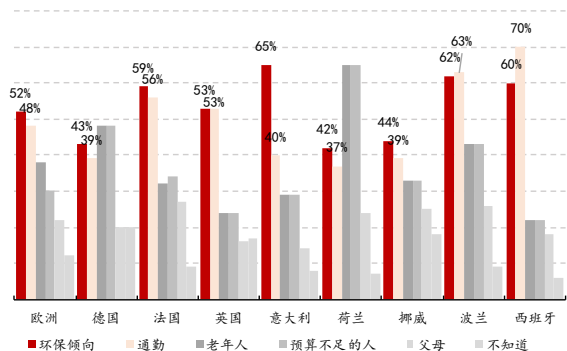
海外也针对 E-Bike 使用人群进行了消费者调查和画像, YouGov 的统计结果显示: 2022 年欧洲人群购买 E-Bike 的前四大原因是, 使用成本低、有购买补贴、环保、健身。而使用者中, 环保、通勤是消费者首要考虑的两大需求。考虑到 E-Bike 符合消费者个人的多种需求, 也属于政府政策当前积极鼓励及补贴的产品, 未来的成长空间依旧可观。

图表76: 2022 年欧洲关于使用 E-Bike 的动机调查



资料来源: YouGov, Statistic, 国联证券研究所

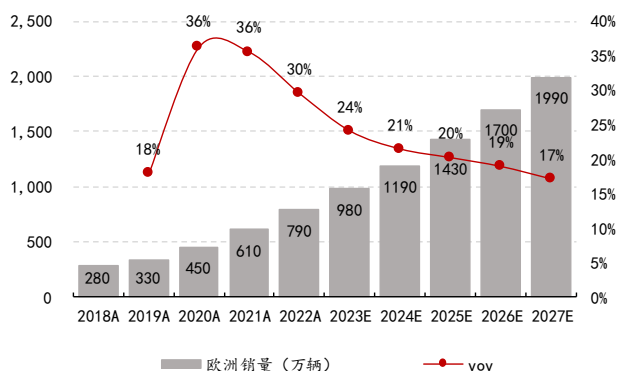
图表77: 2022 年欧洲各国 E-Bike 使用者的大致类型



资料来源: YouGov, Statistic, 国联证券研究所

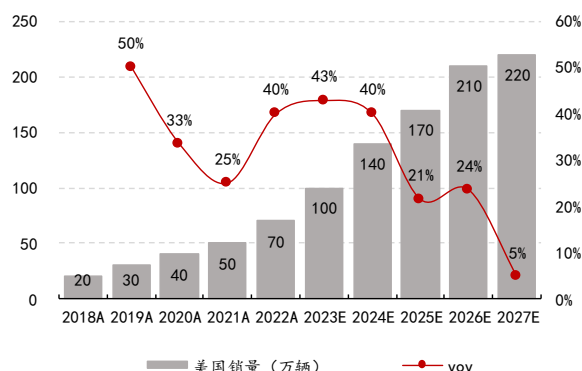
目前，欧洲的电动两轮车市场由电助力自行车主导，其次为电动摩托车。受自行车文化、排放标准升级及人们环保意识提高所推动，欧洲于2022年的电动两轮车总销量达到790万辆，自2018年起的复合年增长率为29.8%，预计于2027年将达到1990万辆，自2023年起的复合年增长率为19.4%。与欧洲相似，美国市场亦由电助力自行车及电动摩托车占据主导。美国于2022年的电动两轮车市场规模达到70万辆，自2018年起的复合年增长率为37.7%，预计于2027年将达到220万辆，自2023年起的复合年增长率为22.9%。

图表78：欧洲 CAGR（18-22）30%，预测 CAGR（22-27）20%



资料来源：美国国家自行车经销商协会，欧洲自行车产业协会，欧洲摩托车生产商协会，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表79：美国 CAGR（18-22）37%，预测 CAGR（22-27）26%



资料来源：美国国家自行车经销商协会，欧洲自行车产业协会，欧洲摩托车生产商协会，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

### 3.3 雅迪等龙头优势突出，迎来第二增长曲线

中国企业也有望凭借多重优势，受益于海外快速发展。

首先，产品性能领先，智能化体验较优。电动两轮车在中国的发展历程较长，更高效的电池管理系统、锂离子电池及更先进的电机等技术得到不断积累，且在行家里程、安全及节能方面表现更佳，产品性能具备先发优势。此外，2019年新实施的国家标准大幅提升对电动自行车的技术要求，包括防火、阻燃性能及充电器保护，亦对速度、整车重量、动力及电池等制定严格要求。新标准的约束和要求，使得中国厂商的电动两轮车具备更领先的性能和质量。



图表80：新国标进一步强化产品质量

序号	项目	新国标	旧国标
1	最高车速	不大于25km/h，且控制系统内应当具有防速度篡改设计	不大于20km/h
2	提示音	行驶速度超过15km/h时持续发出提示音	-
3	制动性能	以最高车速电动骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应不大于7m，湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于9m	以最高车速电动骑行时，其干态制 动距离应不大于4m，湿态制动距离应不大于15m
4	整车质量	不大于55kg	不大于40kg
5	整车尺寸	整车高度小于或等于1100mm； 车体宽度（除车把、脚蹬部分外）小于或等于450mm； 前、后轮中心距小于或等于1250mm； 鞍座高度大于或等于635mm； 鞍座长度小于或等于350mm	-
6	脚踏行驶能力	30min的脚踏行驶距离应不小于5km	30min7km的脚踏行驶距离应不小于7KM
7	电动机功率	额定连续输出功率应不大于400W	额定连续输出功率应不大于240W
8	蓄电池的标称电压	蓄电池的标称电压应不大于48V	蓄电池的标称电压应不大于48V

资料来源：工信部，国联证券研究所

**智能化领先，提升消费者使用感受。**中国的两轮电动车智能化功能已经越来越丰富，诸如车辆定位、无钥匙启动、自动锁车、电子围栏、边撑感应、乘坐感应、电池电量监测等与骑行安全、驻车与停车安全直接相关的智能化已经成为产品的标配。而传统两轮车，在使用上常面临骑行体验差、电池续航短、充电不方便、钥匙易丢失、报警器噪音强功能性差等痛点。

图表81：传统 VS 智能两轮车的使用痛点

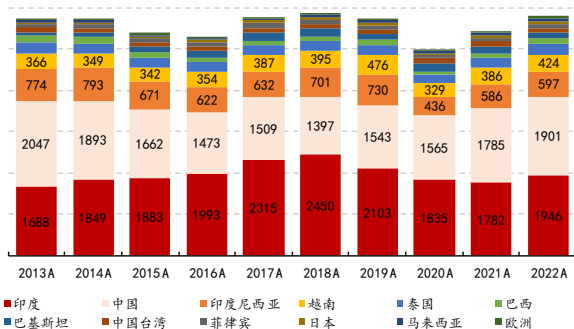


资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

**其次，规模领先保障低成本，供应链完备。**全球来看，中国是电动两轮车制造规模最大的国家。根据弗若斯特沙利文、中国自行车协会等数据，2022年中国电动自行车、电动轻型摩托车、电动摩托车、燃油摩托车分别4910、450、710、620万辆，摩托车整体（含燃油/电动轻型/电动摩托车）销量达到1780万台。对比其他地区产能，Marklines 数据显示，全球印度、东南亚等地区有一定的摩托车产能，但具备到

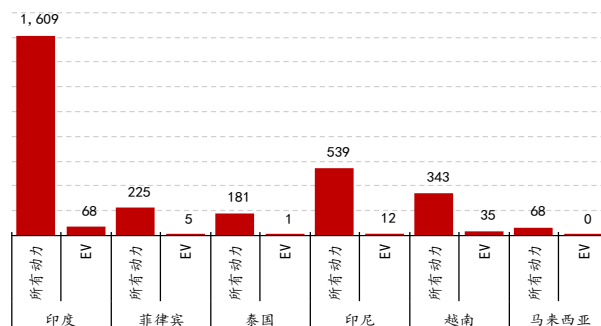
电动摩托车，产能均相对较小。具体到龙头生产规模，国内市场格局相对集中，且龙头份额呈现持续提升趋势。国内电动两轮车 CR2 达到 45%，其中雅迪及爱玛分别达到 27%、18%左右，且龙头份额有进一步提升趋势。

图表82：全球的摩托车产量情况，印度及中国领先



资料来源：Marklines，国联证券研究所

图表83：东南亚及印度的电摩规模尚处于较低水平



资料来源：Marklines，国联证券研究所

相应的国内供应链配套也十分完备。电动两轮车的上游产业链为大宗原材料及零部件制造，核心零部件由蓄电池、电机、控制器组成，其中蓄电池、电机的成本占比合计达到 40%左右。我国是全球最大的铅蓄电池生产国、消费国和出口大国；而锂离子电池产业主要集中在中、日、韩三国，就产业规模而言，中国在 2015 年已经超过韩国、日本跃居至全球首位，并逐步拉大差距。

此外，海外格局分散，中国企业正积极布局。当前东盟、印度及欧美市场，正处于电动化的起步期；存在众多小型制造商，但现阶段无突出的龙头品牌，正值较优的竞争窗口期。近年来，许多中国领先品牌凭借其强大的生产及产品开发能力，积极拓展海外市场。从美国、德国的亚马逊平台来看，中国品牌的 E-Bike 型号销售规模居前，竞争力较强。

图表84：美国亚马逊平台排序靠前的畅销 E-Bike 型号

品牌	国家	产品	单价
HITROAD	中国	350W电动自行车	\$579.99
Heybike	中国	500W电动自行车	\$899.99
Jasion	中国	350W电动自行车	\$379.99
Vivi	中国	500W山地电动自行车	\$599.99
Heybike	中国	750W电动自行车	\$1,499.99
Sai Inovo	中国	350W防水迷你电动自行车	\$369.99
MICLON	亚马逊自营	350W山地电动自行车	\$599.99
TotGuard	中国	350W电动自行车	\$429.99
ANCHEER	中国	350W山地电动自行车	\$469.00

资料来源：Meet Intelligence，国联证券研究所

图表85：德国亚马逊平台排序靠前的 E-Bike 型号

品牌	国家	产品	单价
ESKUTE	中国	电动山地自行车	\$1,399.00
TELEFUNKEN	德国	250W城市电动自行车	\$868.00
ESKUTE	中国	250W电动自行车	\$1,399.00
Bluewheel Electromobility	德国	250W越野电动山地自行车	\$1,299.00
ESKUTE	中国	长续航电动自行车	\$1,399.00
Bluewheel Electromobility	德国	250W越野电动山地自行车	\$1,299.00
HITWAY	中国	250W折叠电动自行车	\$799.99
ZUNDAPP	德国	城市电动自行车	\$979.00

资料来源：Meet Intelligence，国联证券研究所

东盟及印度市场正在加大供应链的转型和建设，但在目前市场起步阶段，仍需要引进领先的外商投资、及产品进口，因此阶段性相关政策补贴积极；中国企业有望抓

住窗口期，通过领先的技术优势、规模优势，获得一定市场份额。未来若东盟及印度区域加大对本地企业的鼓励和保护，龙头也可通过研产销本地化运营。

**图表86：印度及东盟市场的电动摩托车及全部摩托车的市场格局**

越南		菲律宾		印度	
EV份额	全部摩托车份额	EV份额	全部摩托车份额	EV份额	全部摩托车份额
PEGA	24.4%	MOTORSTAR	38.7%	OLA Electric	25.5%
VinFast	22.5%	TAILG	33.1%	TVS	21.4%
YADEA	22.0%	YADEA	12.1%	Ather Energy	11.6%
DIBAO	14.5%	VMOTO	2.1%	BAJAJ	9.7%
ANBICO	7.4%	NIU	2.1%	Hero Electric	7.6%
DK Bike	3.2%	Terra Motors	1.7%	AMPERE	5.3%
GOGO JVC	2.5%			OKINAWA	3.5%
Ather Energy	1.6%			Classic Legends	3.3%
泰国		印尼		马来西亚	
DECO	41.5%	GESITS	39.4%	Treelektrik	42.0%
AJ EV BIKE	11.5%	BF Goodrich	14.8%	VMOTO	32.3%
H SEM MOTOR	8.2%	YADEA	11.3%	NIU	14.5%
STROM	2.7%	VIAR	9.4%		
NIU	2.3%	SELIS	5.4%		
HONDA	2.0%	VMOTO	3.4%		
Luyuan	1.1%	NIU	1.4%		
THOSMAS	0.7%	ECGO	1.4%		
ETRAN	0.1%	HONDA	0.1%		

资料来源：Marklines，国联证券研究所

整体来看，海外市场在政策驱动下，两轮车开始电动化；油摩是东南亚及印度市场主要的交通工具，存量规模较大，自2017年开始陆续提出“禁摩”、油改电等政策；而欧美市场则陆续出台较多电动自行车购买的补贴政策；在此背景下，海外市场红利突出。目前海外并无突出的龙头品牌，正值较优的竞争窗口期；国内龙头出海成为大势所趋；积极布局海外的雅迪有望凭借领先的产品，较大的制造规模，完备的供应链，成就第二增长曲线。

## 4. 估值与投资评级

### 4.1 盈利预测

展望2024-2026年：销量层面，考虑到国内份额提升、海外扩张逐步加速，预计公司2024-2026年电动两轮车销量复合增速为9%；同时价格维度，考虑到国内产品结构升级且海外均价高于国内，预计公司2024-2026年电动两轮车产品均价复合增速为6%；预计整体电动两轮车收入增速达到16%左右；电池及充电器业务收入复合增速达到12%；相应雅迪2024~2026年收入复合增速为15%；盈利层面，随着产品均价提升、公司规模增长及内部降本增效，公司净利率预计有所改善，预计业绩复合三年增速为20%。

### 4.2 估值与投资建议

我们认为，雅迪控股国内综合竞争实力突出，近年来公司在研发、供应链、新技术布局等方面优势进一步强化，公司份额有望持续提升，同时基于智能化等产品升级趋势以及公司价格策略，其产品均价有望持续提升；同时，海外市场在政策驱动下迎

来了需求红利期，雅迪积极布局海外业务，有望迎来第二增长曲线。我们预计公司2024-2026年营业总收入分别367/460/527亿元，同比+6%/+25%/+14%；归属净利润分别29/38/46亿元，同比+9%/+34%/+19%，对应PE分别为10/8/6倍；考虑其成长性，当前估值存在明显低估，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1、**海外贸易政策变化**；目前对于行业参与者而言，海外是重要的增量市场，若海外贸易政策出现超预期的收紧或者波动，会影响中长期的增长逻辑。
- 2、**行业技术出现超预期的变化**；智能化是电动两轮车的发展方向，技术的进步和迭代有望越来越快，若出现跨越式的发展，行业竞争将出现超预期的变化，公司一旦落后将面临份额降低的风险。

**财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10652	11200	14742	20611	25886	营业收入	31059	34763	36695	46049	52699
应收账款	388	546	523	656	751	销售成本	25445	28878	30115	37332	42196
预付款项等	599	376	514	645	739	其他费用	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	1358	1436	1515	1902	2176
存货	1458	955	1432	1775	2006	管理费用	2002	2297	2535	3320	3957
其他流动资产	4297	3764	3244	3360	3443	财务费用	59	44	-35	-51	-71
<b>流动资产总计</b>	<b>17395</b>	<b>16842</b>	<b>20456</b>	<b>27048</b>	<b>32825</b>	其他经营损益	0	0	0	0	0
长期股权投资	100	71	71	71	71	投资收益	-33	-68	0	0	0
固定资产	3291	3940	3492	3180	2806	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	400	400	400	<b>营业利润</b>	<b>2162</b>	<b>2040</b>	<b>2563</b>	<b>3547</b>	<b>4440</b>
无形资产	1250	1361	1301	1374	1381	其他非经营损益	454	980	717	848	783
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	2615	3020	3280	4395	5223
其他非流动资产	2917	3445	3819	4139	4406	所得税	432	380	413	553	657
<b>非流动资产合计</b>	<b>7558</b>	<b>8818</b>	<b>9083</b>	<b>9165</b>	<b>9065</b>	税后利润	2183	2640	2868	3842	4566
<b>资产总计</b>	<b>24953</b>	<b>25660</b>	<b>29539</b>	<b>36213</b>	<b>41889</b>	归属非控股股东利润	22	0	0	0	0
短期借款	1282	267	267	267	267	归属母公司股东利润	2161	2640	2868	3842	4566
应付账款	13593	13672	15716	19482	22021	EBITDA	3087	3509	4181	5462	6452
其他流动负债	2646	2457	2612	3271	3736	NOPLAT	1854	1822	2211	3056	3820
<b>流动负债合计</b>	<b>17520</b>	<b>16396</b>	<b>18596</b>	<b>23021</b>	<b>26024</b>	EPS(元)	0.71	0.86	0.94	1.25	1.49
长期借款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	790	863	863	863	863	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>790</b>	<b>863</b>	<b>863</b>	<b>863</b>	<b>863</b>	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>18310</b>	<b>17259</b>	<b>19459</b>	<b>23884</b>	<b>26887</b>	营业收入增长率	0.15	0.12	0.06	0.25	0.14
股本	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	0.76	0.15	0.06	0.34	0.19
储备	6642	8401	8401	8401	8401	EBITDA 增长率	0.68	0.14	0.19	0.31	0.18
留存收益	0	0	1679	3928	6601	税后利润增长率	0.60	0.21	0.09	0.34	0.19
归属母公司股东权益	6642	8401	10080	12329	15002	<b>盈利能力</b>					
归属非控股股东权益	0	0	0	0	0	毛利率	0.18	0.17	0.18	0.19	0.20
<b>权益合计</b>	<b>6643</b>	<b>8401</b>	<b>10080</b>	<b>12329</b>	<b>15002</b>	净利率	0.07	0.08	0.08	0.08	0.09
<b>负债和权益合计</b>	<b>24953</b>	<b>25660</b>	<b>29539</b>	<b>36213</b>	<b>41889</b>	ROE	0.33	0.31	0.28	0.31	0.30
						ROA	0.09	0.10	0.10	0.11	0.11
						ROIC	-0.61	-2.51	1.35	19.83	-2.40
						<b>估值倍数</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	P/E	13.43	10.99	10.12	7.55	6.35
税后经营利润	1832	1843	2241	3101	3882	P/S	0.93	0.83	0.79	0.63	0.55
折旧与摊销	412	445	935	1118	1300	P/B	4.37	3.45	2.88	2.35	1.93
财务费用	59	44	-35	-51	-71	股息率	0.02	0.04	0.04	0.05	0.07
其他经营资金	775	1248	2128	3702	2502	EV/EBIT	-2.75	-2.21	-3.06	-3.20	-3.47
<b>经营性现金净流量</b>	<b>3078</b>	<b>3580</b>	<b>5270</b>	<b>7869</b>	<b>7613</b>	EV/EBITDA	-2.39	-1.93	-2.37	-2.55	-2.77
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-2056</b>	<b>-430</b>	<b>-573</b>	<b>-458</b>	<b>-516</b>	EV/NOPLAT	-3.97	-3.71	-4.49	-4.56	-4.68
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-379</b>	<b>-2037</b>	<b>-1154</b>	<b>-1542</b>	<b>-1822</b>						
<b>现金流量净额</b>	<b>643</b>	<b>1113</b>	<b>3543</b>	<b>5869</b>	<b>5275</b>						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 06 月 25 日收盘价

## 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。

## 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；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼