



买入（首次）

所属行业：非必需性消费/汽车
当前价格(港币)：9.89元

证券分析师

毕先磊

资格编号：S0120524030001

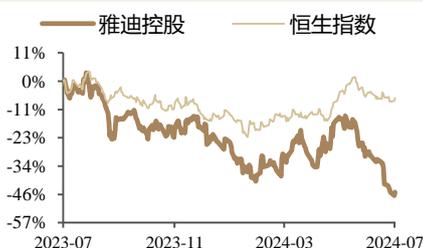
邮箱：bixl3@tebon.com.cn

研究助理

李陌凡

邮箱：limf3@tebon.com.cn

市场表现



恒生指数对

比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.34	-32.58	-15.17
相对涨幅(%)	-16.79	-31.32	-21.35

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

雅迪控股 (01585.HK)：政策+市场驱动行业加速集中，全球龙头持续成长

投资要点

- 二轮车行业仍存在预期差，合规龙头有望加速突围。**
 - 1) 行业增长空间：**市场担心行业后续有下滑风险，我们认为二轮车行业偏刚性，需求较为稳定，需求群体扩大背景下，人均保有量仍有提升空间，B端需求提供增量，我们预计行业仍将保持稳定增长，新规落地后，短期行业增长有望迎催化，同时海外市场看，东南亚的电轻摩、欧美市场的电踏板车均有望打开成长空间；
 - 2) 份额集中速度：**市场担心龙头份额提升速度偏慢，中小企业出清较慢，我们认为，两轮车涉及民生，监管有望逐步趋严，合规成本持续提升，新规落地后，龙头份额提升有望加速；
 - 3) 利润率提升：**随着行业份额不断集中，行业竞争维度将从“价格”转向“产品”，产品力成未来角逐重点，行业利润率将呈现螺旋上升趋势，产业链延伸、进军海外市场等有望明显增厚企业利润，企业利润率仍有明显提升空间。
- 深耕行业多年，全球龙头地位稳固。**公司成立于2001年，深耕电动二轮车行业20多年，于2016年在港交所上市，成为中国电动车行业首家上市公司。公司专注设计、研究、开发、制造及销售电动踏板车、电动自行车、电池及相关配件，自2017年起连续7年全球销量第一，稳居行业龙头地位。公司的收入和利润稳健增长，2013-2023年营业收入CAGR为21.26%，归母净利润CAGR达31.25%，产品组合拓展、营销网络扩大等持续推动公司营收及利润稳步提升。
- 需求整体偏刚性，需求群体仍在扩大，行业增长仍稳健。**电动车行业严监管有效推动行业加速出清，市场集中度持续提高，行业“马太效应”愈发显著。作为中短途出行的优选工具，电动二轮车凭借环保、便捷等诸多优势，其应用场景不断更新和拓展，有望为行业带来巨大的增长空间。在上述背景下，雅迪不断完善产品布局，聚焦中高端产品发力，2023年实现销量1652万台。同时，公司单车平均售价和单车平均净利整体呈现攀升态势，产能、研发、销售网络等核心优势进一步凸显，有望推动公司实现量价齐升的良性循环。
- 全产业链布局优势凸显，利润空间进一步打开。**公司持续开展供应链垂直整合工作，不断向前整合电动二轮车电池、电机、控制器等的关键技术和制造能力，实现上下游协同。
 - 1) 电池：**收购华宇，持续完善电池布局，现已构筑起石墨烯电池、碳纤维锂电池、钠电池“三架马车”并驾齐驱的全新出行生态，带领行业走向科技赋能高端制造的高质量发展之路。
 - 2) 电机：**公司布局电机领域，逐步掌握电机核心技术。
 - 3) 控制器：**收购四电系统最核心的BSM控制器制造商——凌博电子，有助于公司强化供应链垂直整合，降低生产成本、掌握核心技术、推动海外扩张，巩固公司的领先地位。
- 全面进军高增长潜力的海外市场，逐步打开成长空间。**海外政策红利为行业带来增量需求，电动二轮车有望替代东南亚渗透率较高的燃油摩托车，成为东南亚地区的重要交通工具。基于此，公司加速海外市场开拓，截至2023年底，公司的分销版图扩展至欧洲、东南亚、南美及中美洲等90多个国家，海外市场布局逐步完善。同时，公司全面推进海外基地建设，加速产能扩张，海外市场的占有率有望升高。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年分别实现营业总收入376/422/482亿元，分别同比+7.95%/+12.24%/+14.25%；分别实现归母净利润29/32/37亿元，分别同比+8.35%/+12.72%/+15.50%；对应2024-2026年PE分

别为 9.85/8.74/7.57 倍，首次覆盖给予“买入”投资评级。

- **风险提示：**海外市场拓展不及预期风险；终端需求不及预期风险；行业竞争加剧风险

股票数据		主要财务数据及预测					
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	3,063.80	营业总收入(百万元)	31086	34801	37566	42166	48173
流通港股(百万股):	3,063.80	(+/-)YOY(%)	15.19%	11.95%	7.95%	12.24%	14.25%
52 周内股价区间(港元):	9.640-18.520	净利润(百万元)	2161	2640	2861	3224	3724
总市值(百万港元):	30,300.98	(+/-)YOY(%)	57.80%	22.17%	8.35%	12.72%	15.50%
总资产(百万港元):	28,315.53	全面摊薄 EPS(元)	0.71	0.86	0.93	1.05	1.22
每股净资产(港元):	3.03	毛利率(%)	18.08%	16.93%	17.01%	17.16%	17.23%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	32.53%	31.43%	25.36%	22.20%	20.39%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润; 所使用汇率: 1 港币=0.93 人民币 (2024 年 7 月 3 日)

内容目录

1. 全球电动车龙头，护城河深厚	6
1.1. 深耕行业多年，份额持续提升	6
1.2. 股权结构集中，股权激励彰显信心	6
1.3. 收入利润稳健增长，运营效率稳步提升	7
1.3.1. 收入利润稳健增长，电自占比逐步提升	7
1.3.2. 盈利水平保持稳健，费用管控能力显著提升	9
1.3.3. ROE 逐步回升，运营效率稳步提升	9
2. 国内市场有望实现量价齐升，海外市场打开成长空间	10
2.1. 新应用场景持续释放需求，行业马太效应显著，有望实现量价齐升	10
2.2. 垂直整合供应链，持续发力电池售后市场	18
2.3. 全面进军高增长潜力的海外市场，逐步打开成长空间	20
3. 盈利预测与投资建议	22
4. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构集中 (截至 2024 年 1 月 10 日)	6
图 3: 公司营业收入规模 (亿元) 及增速 (% , 右轴)	8
图 4: 公司归母净利润规模 (亿元) 及增速 (% , 右轴)	8
图 5: 公司分产品收入增速 (%)	8
图 6: 公司分产品收入占比 (%)	8
图 7: 公司毛利率及净利率情况 (%)	9
图 8: 公司期间费用率情况 (%)	9
图 9: 公司 ROE (摊薄) 及资产负债率 (%)	10
图 10: 公司应收账款周转率及存货周转率 (次)	10
图 11: 公司经营性现金流 (亿元) 增长明显	10
图 12: 中国电动二轮车行业加快出清	11
图 13: 电动二轮车行业各品牌市场份额	11
图 14: 居民人均交通通信支出不断增加	12
图 15: 电动二轮车出行便捷、省力是车主购车的主要原因	12
图 16: 中国即时配送行业规模及增速	12
图 17: 公司在售产品价格带 (元/台) 分布情况	13
图 18: 公司分产品销量 (万台) 及总销量增速 (% , 右轴)	15
图 19: 单车平均售价及单车平均净利 (单位: 元/台)	15
图 20: 年产能情况对比 (单位: 万台)	15
图 21: 产能利用率对比	15
图 22: 公司历年研发费用率 (%)	16
图 23: 主要电动二轮车公司研发支出对比 (单位: 亿元)	16
图 24: 雅迪与爱玛经销商数量对比 (单位: 个)	16
图 25: 2022 年主要电动二轮车公司经销商及门店数 (单位: 个)	16
图 26: 公司销售费用及增速情况	17
图 27: 公司营销方式一览	17
图 28: 电动二轮车行业供应链一览	18
图 29: 华宇新能源项目签约仪式	18
图 30: TTFAR 石墨烯 3 代 Plus 电池	19
图 31: TTFAR 常青藤石墨烯铅酸电池	19
图 32: 华宇钠电公司成立	19

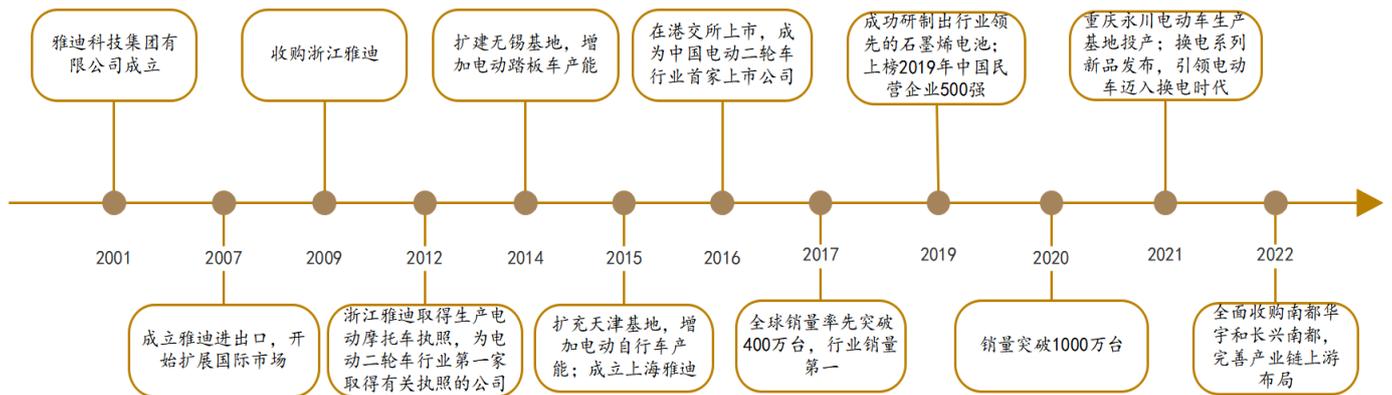
图 33: 第一代钠离子电池——极钠 1 号	19
图 34: TTFAR 凸极电机	20
图 35: TTFAR 全域控制器	20
图 36: 东南亚地区国家 2022 年人口数量及摩托车人均保有量 (右轴)	21
图 37: 越南第二工厂奠基仪式	22
图 38: 摩洛哥首家雅迪官方旗舰店	22
表 1: 公司股权激励计划	7
表 2: 公司分产品收入 (亿元)、增速及占比情况	8
表 3: 电动二轮车分类及技术参数情况	11
表 4: 公司在售产品总览	13
表 5: 公司部分产品智能功能一览	14
表 6: 东南亚地区各国电动车扶持政策	21
表 7: 公司分产品盈利预测 (单位: 百万元)	22
表 8: 可比公司估值	23

1. 全球电动车龙头，护城河深厚

1.1. 深耕行业多年，份额持续提升

深耕电动二轮车行业多年，为行业龙头企业。雅迪控股成立于 2001 年，深耕电动二轮车行业 20 多年，是中国领先的电动两轮车品牌。公司专注于设计、研究、开发、制造及销售电动踏板车、电动自行车、电池及相关配件，自 2017 年起连续 7 年蝉联全球电动车销量第一。公司拥有无锡、天津、越南、印尼等八个生产基地，截至 2023 年底，公司国内的分销网络由逾 4000 家分销商及其子分销商组成，销售点超过 40000 个，国内分销网络覆盖中国接近全部行政区域。同时公司深耕海外市场，已于欧洲、东南亚、南美及中美超过 90 个国家建立分销渠道。过去 20 多年来，公司成功将“雅迪”树立为中国电动两轮车顶级品牌，稳居电动二轮车市场领军者的地位，持续引领着行业的发展潮流。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股书、公司 2022 年年报、公司官网、华夏致富网、德邦研究所

1.2. 股权结构集中，股权激励彰显信心

公司股权结构高度集中，管理层行业经验丰富。公司股权集中，创始人董经贵、钱静红夫妇合计持有公司 62.50% 的股份，为公司实际控制人，其中董经贵通过大为投资集团有限公司持股 45.68%，钱静红通过方圆投资有限公司持股 16.82%，根据一致行动安排，二人的一致行动人士。董经贵、钱静红夫妇为电动二轮车行业的资深从业者，二人在 1997 年江苏雅迪筹备阶段之前曾于一间摩托车工厂分别工作六年及四年，并在该工厂获得相关行业知识及经验，后期亦经常出席行业相关的研讨会及会议以获取最新的行业知识及资源，积累了丰富的行业经验。

图 2：公司股权结构集中（截至 2024 年 1 月 10 日）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

股权激励目标合理，彰显发展信心。2023年1月公司发布股权激励计划，向雅迪及其附属公司 263 名雇员授出合共 3355 万份购股权。购股权将在 2023/2024/2025 年分为 30%/30%/40%的比例解禁，绩效考核目标分为公司层面和个人层面，公司层面：以 2022 年为基准，2023/2024/2025 年营业收入及净利润增长率不低于 20%/44%/73%，即复合增速 20%，对应收入要求分别为 373/447/537 亿元，对应净利润要求分别为 26/31/37 亿元；个人层面：制定了雇员绩效考核制度，全面评估个人表现。考核目标将公司业绩与员工个人绩效紧密绑定，有助于激发员工的工作热情，同时也充分展现公司对未来发展的坚定信心，有效减少市场对于公司近年来业绩持续高增长后能否继续增长的忧虑。2023 年面临宏观经济挑战及行业竞争加剧等问题，公司营业收入增长 12%至 348 亿元，净利润增长 22%至 26 亿元，净利润增长目标顺利完成，而营业收入增长目标未实现，公司层面的绩效考核目标没有达成，未来，随宏观经济态势好转，公司有望凭借敏锐的行业洞见及丰富的行业经验实现设定的增长目标。

表 1：公司股权激励计划

归属期	首个归属期	第二个归属期	第三个归属期
相应考核年份	2023 年	2024 年	2025 年
购股权比例	30%	30%	40%
绩效考核目标	公司层面	以 2022 年为基准，综合收入及纯利增长率均不得低于 20%	以 2022 年为基准，综合收入及纯利增长率均不得低于 44%
	个人层面	以 2022 年为基准，综合收入及纯利增长率均不得低于 73%	
	制定雇员绩效考核制度，全面评估个人表现		

资料来源：公司公告、德邦研究所

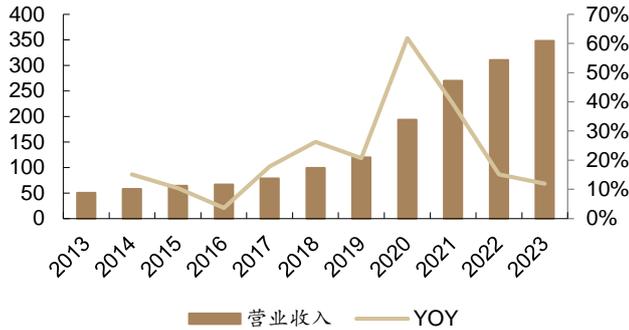
1.3. 收入利润稳健增长，运营效率稳步提升

1.3.1. 收入利润稳健增长，电自占比逐步提升

近年来公司营收稳健增长，利润规模稳步提升。公司主营业务收入由 2013 年 50.59 亿元增长至 2023 年 347.63 亿元，CAGR 达 21.26%；归母净利润由 2013 年 1.74 亿元增长至 2023 年 26.40 亿元，CAGR 达 31.25%。2017 年归母净利润出

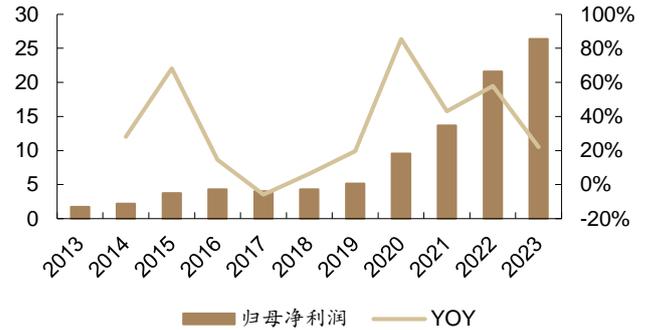
现下滑，主要是公司为推高销量及抢占市场份额而调整定价策略，导致电动踏板车及电动自行车的平均售价下降以及销售成本增加所致；2020 年营业收入增长 61.76%至 193.60 亿元、归母净利润增长 85.47%至 9.57 亿元，主要原因是个性化短途出行需求激增、考虑到 COVID-19 疫情期间的安全而改变城市交通方式及公司拓展分销网络所带来的需求激增。2023 年实现营业收入 347.63 亿元，同比+11.93%，实现归母净利润 26.40 亿元，同比+22.17%，收入增长主要得益于公司积极拓展产品组合以满足不同客户群及需求，同时增加营销活动并扩大销售网络，从而有效推动电动自行车、电池及充电器的销量实现显著提升。

图 3：公司营业收入规模（亿元）及增速（%，右轴）



资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

图 4：公司归母净利润规模（亿元）及增速（%，右轴）



资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

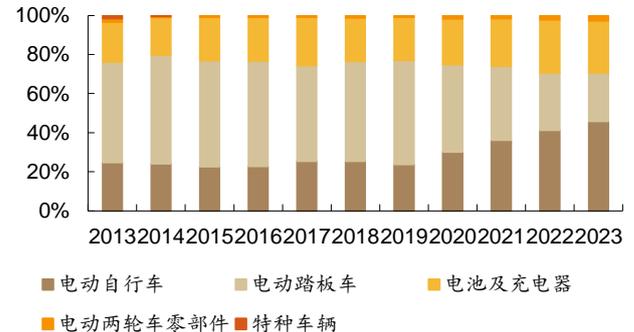
电动二轮车贡献公司主要收入，电动自行车成为公司核心产品。公司主要产品包括电动自行车、电动踏板车、电池及充电器以及电动二轮车零部件，2023 年分别实现销售收入 159.52/86.35/92.50/9.26 亿元，占营业收入的比重分别为 45.89%/24.84%/26.61%/2.66%，由此可见，电动二轮车营收占比高达 70%+，为公司的主要收入来源，同时电池及充电器收入占比较为稳定，维持在 20%+的水平。此外，自 2017 年来，电动自行车销售规模维持两位数增长，2020 年更是实现 105.80%的高速增长，主要是客户偏好的变化及公司调整产品结构所致，2022 年电动自行车销售规模反超电动踏板车，电动自行车成为公司核心产品。

图 5：公司分产品收入增速（%）



资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

图 6：公司分产品收入占比（%）



资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

表 2：公司分产品收入（亿元）、增速及占比情况

分产品	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
电动自行车	15.24	19.98	25.14	28.38	58.40	97.68	128.27	159.52

YOY	4.69%	31.14%	25.84%	12.86%	105.80%	67.25%	31.33%	24.36%
占比	22.87%	25.45%	25.36%	23.71%	30.17%	36.22%	41.30%	45.89%
电动踏板车	35.84	38.50	50.84	63.93	86.60	102.09	91.45	86.35
YOY	2.90%	7.43%	32.04%	25.76%	35.45%	17.89%	-10.42%	-5.58%
占比	53.80%	49.05%	51.27%	53.42%	44.73%	37.86%	29.44%	24.84%
电池及充电器	14.98	19.36	21.95	26.24	45.33	65.84	83.98	92.50
YOY	4.93%	29.21%	13.40%	19.52%	72.76%	45.24%	27.55%	10.14%
占比	22.49%	24.66%	22.14%	21.92%	23.41%	24.41%	27.04%	26.61%
电动两轮车零部件	0.56	0.66	1.23	1.13	3.28	4.08	6.89	9.26
YOY	-10.50%	17.80%	86.45%	-7.89%	188.96%	24.34%	69.08%	34.35%
占比	0.84%	0.84%	1.24%	0.95%	1.69%	1.51%	2.22%	2.66%
主营业务收入	66.62	78.50	99.17	119.68	193.60	269.68	310.59	347.63
YOY	3.62%	17.83%	26.33%	20.68%	61.76%	39.30%	15.17%	11.93%

资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

1.3.2. 盈利水平保持稳健，费用管控能力显著提升

盈利水平保持稳健，净利率达历史最高。2013-2023年，公司毛利率维持在15%左右，处于波动平稳状态。2013-2016年毛利率持续提升，2016年毛利率达到历史最高——20.31%，2017年公司毛利率同比下降5.43pct，系电动踏板车及电动自行车的平均售价下降以及销售成本增加所致，2023年毛利率同比下降1.15pct达到16.93%，主要是由于拓展产品组合以满足不同客户群及需求所致。2019-2023年，公司净利率持续走高，2023年达到历史最高——7.59%。

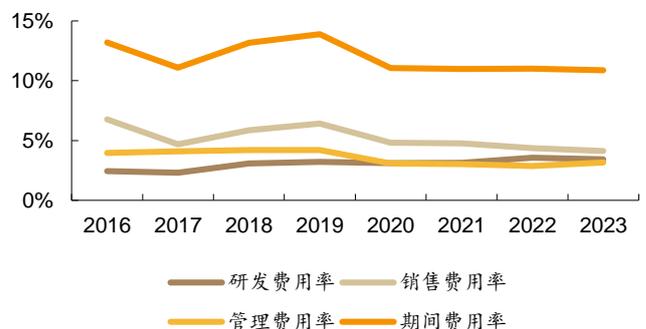
期间费用率表现稳定，费用管控能力显著提升。近几年来公司期间费用率保持稳定，费用管控能力显著提升。其中研发费用率整体呈缓慢的波动上升趋势，2023年研发费用率为3.43%，研发费用较2022年增长7.79%达11.92亿元，公司重视技术研发，研发投入持续提升。销售费用率近几年维持在5%左右，2023年达4.13%。此外，2019-2022年，公司管理费用率呈下降趋势，2022年达历年最低——2.89%，说明公司在内部运营控制上持续优化，管理效率不断提升，2023年管理费用率有所升高，为3.18%，主要是由于雇员福利开支、差旅开支以及咨询及专业服务开支增加所致。

图7：公司毛利率及净利率情况（%）



资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

图8：公司期间费用率情况（%）



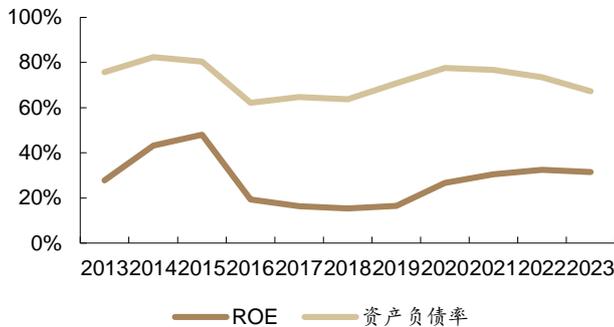
资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

1.3.3. ROE 逐步回升，运营效率稳步提升

ROE 逐步回升，运营效率稳步提升。2015年ROE为48.02%，达到历史最高水平，后持续下滑至2018年的15.33%，自2019年起，公司的ROE逐步回

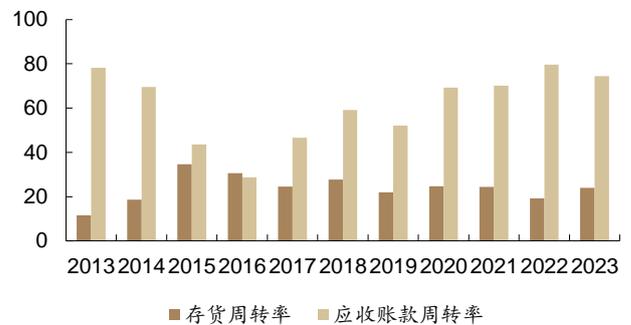
升，2023年ROE达到31.43%。公司运营能力保持稳健，2023年存货周转率为23.93次，平均存货周转日数由2022年的18.8日降至2023年的15.04日，主要由于公司原材料及电池的库存减少所致。自2017年起，公司的应收账款周转率呈波动上升趋势，2023年为74.42次。

图9：公司ROE（摊薄）及资产负债率（%）



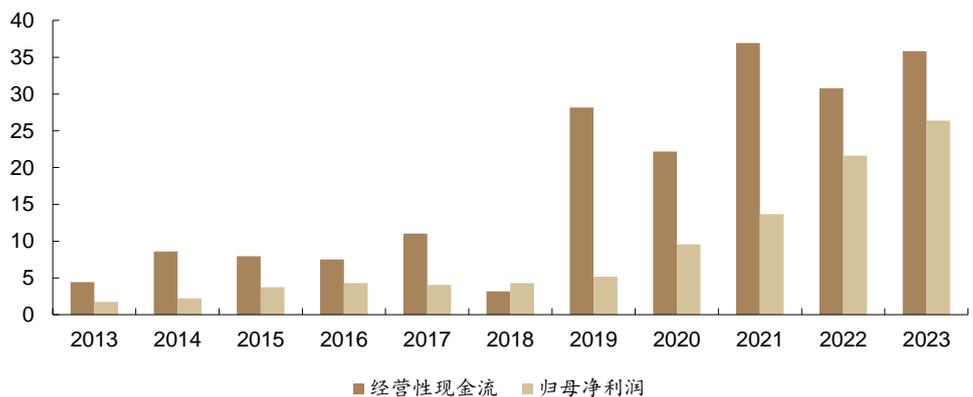
资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

图10：公司应收账款周转率及存货周转率（次）



资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

图11：公司经营性现金流（亿元）增长明显



资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

2. 国内市场有望实现量价齐升，海外市场打开成长空间

2.1. 新应用场景持续释放需求，行业马太效应显著，有望实现量价齐升

电动两轮车是指以蓄电池作为辅助能源，在两轮车的基础上安装了电机、控制器、显示仪表系统等部件的机电一体化个人交通工具。电动两轮车按整车质量、最高车速、电机功率等一系列指标可划分为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车三大类。

- **电动自行车**：电动自行车是电动二轮车中最常见的一类，通常指符合GB17761-2018《电动自行车安全技术规范》的两轮自行车。它具备脚踏骑行能力，并可通过电力辅助驱动。电动自行车以其轻便、灵活、易操作的特点，成为城市短途出行的理想选择。

- **电动轻便摩托车**：电动轻便摩托车是指由电力驱动，最高设计车速不大于50km/h，且电机最大连续额定功率总和不大于4kW的摩托车。与电动自行车

车相比，电动轻便摩托车在动力性能和载重能力上有所提升，适用于较长距离的出行和货物运输。

• **电动摩托车：**电动摩托车是指由电力驱动，最高设计车速大于 50km/h，且电机最大连续额定功率总和大于 4kW 的摩托车。电动摩托车在动力性能、载重能力和行驶速度上均优于电动自行车和电动轻便摩托车，适用于需要快速、高效出行的场合。然而，其需要一定的驾驶技能，因此主要面向有一定驾驶经验的消费者。

表 3：电动二轮车分类及技术参数情况

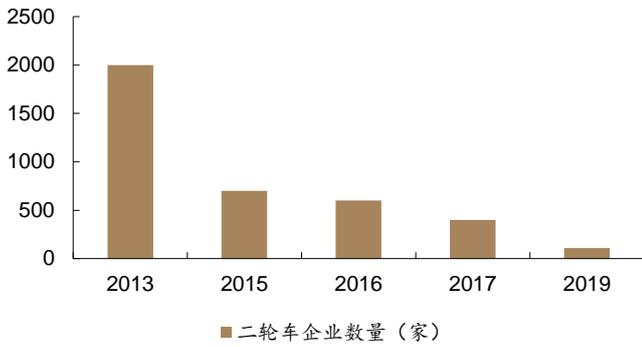
技术参数	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
整车质量	≤55kg	可以≥55kg	可以≥55kg
最高车速	≤25km/h	≤50km/h	>50km/h
电池电压	≤48V	无限制	无限制
电机功率	≤400W	≤4KW	>4KW
是否载人	部分城市允许载 12 岁以下儿童	不能载人	可载一名成年人
产品属性	非机动车	机动车	机动车
脚踏骑行	必须具有	不具有	不具有
产品管理	3C 认证	3C 认证及工信部的目录公告	3C 认证及工信部的目录公告
执行标准	《电动自行车安全技术规范》强制性标准	《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准	《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准

资料来源：智研咨询、德邦研究所

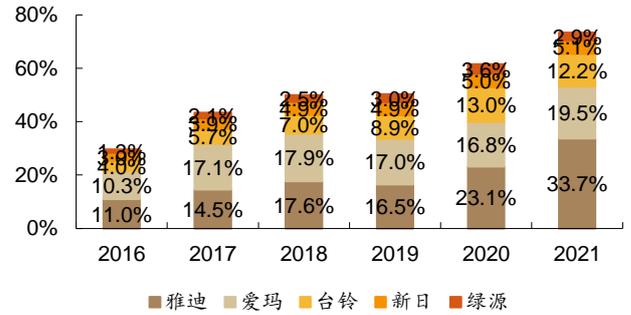
电动车规范落地利好龙头企业，行业出清或加快，市场集中度有望提高。 2018 年 5 月，GB17761-2018《电动自行车安全技术规范》（《新国标》）强制性国家标准由工信部正式发布，并于 2019 年 4 月 15 日正式实施，成为电动自行车行业新的国家标准；2024 年 4 月市场监管总局（国家标准委）发布《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》（GB 43854—2024）强制性国家标准，《技术规范》将于 2024 年 11 月 1 日正式实施；此外，2024 年 5 月 8 日，工信部、国家市场监督管理总局和国家消防救援局联合出台《电动自行车行业规范条件》和《电动自行车行业规范公告管理办法》，对电动自行车行业的生产端和使用端进行了强监管。电动车行业严监管进一步规范了电动自行车的生产、销售和使用管理，有利于龙头企业依托高规范化水平、技术优势充分受益，实力较弱的中小企业或被迫退出市场，导致行业呈现强者愈强、弱者愈弱的“马太效应”，加速市场分化，龙头企业的市场地位有望更加稳固。中国二轮车企业数量从 2013 年的 2000 家下降至 2019 年的 110 家，电动二轮车行业出清加快。此外，随着一部分不合规的企业淘汰出局和新技术的采用，产业集中度将进一步提升，行业 CR3 从 2016 年的 25.3%提升至 2021 年的 65.4%。

图 12：中国电动二轮车行业加快出清

图 13：电动二轮车行业各品牌市场份额



资料来源: 艾瑞咨询、德邦研究所



资料来源: 艾瑞咨询、德邦研究所

电动二轮车应用场景不断更新、拓展。作为现代交通方式的重要组成部分,电动二轮车以其环保、便捷和经济性受到广大消费者的青睐。电动二轮车应用场景不断更新和拓展,通勤和生活场景成为较为常见的用车情景,此外随着居民消费意识不断提升和我国互联网+的服务模式不断成熟,外卖服务成为电动二轮车行业增长的驱动力之一。

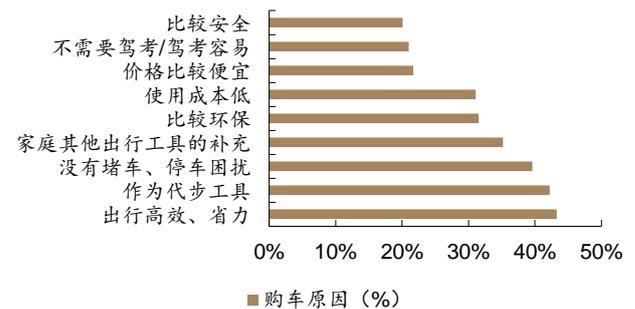
• **生活和通勤:** 不同城市形态下中短途出行工具的结构调整是国内市场增长的主要驱动因素之一。在不同城市形态下,人们对于出行工具结构和调整的需求不同:在一二线城市,由于整体城市交通容量有限,私家车数量增加导致交通拥堵,居民的出行时间成本和费用成本不断上升;而在三四线及以下城市中,人们主要依赖公交解决出行需求,但公交车运营线路、发车时间以及停运时间较为固定,这导致人们可到地点和可选的出行时间受限,因此这无法完全满足出行需求。随着这些社会现象的加剧,对于不同城市形态下中短途出行工具的结构调整需求变得更加迫切,电动二轮车因具有经济、便捷、目标人群广泛的优点而深受大众欢迎,成为目前阶段人们解决出行需求的较优选择。

图 14: 居民人均交通通信支出不断增加



资料来源: 国家统计局、德邦研究所

图 15: 电动二轮车出行便捷、省力是车主购车的主要原因

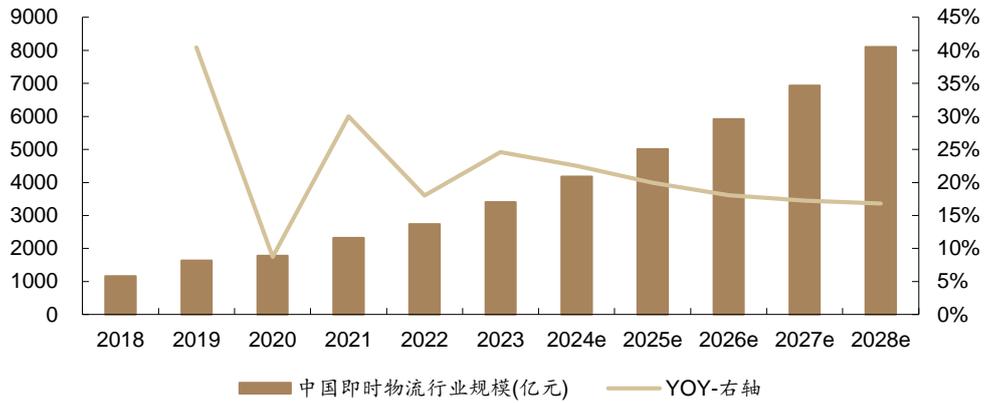


资料来源: 艾瑞咨询、德邦研究所

注: 样本为 1516, 于 2024 年 4 月通过艾瑞智研平台-消费洞察数据库调研获得

• **外卖:** 外卖配送最主要的交通工具即为电动二轮车,此行业对两轮电动车的依赖度较高。根据艾瑞咨询测算,2023 年即时配送行业规模约为 3410 亿元,相较 2018 年 1168 亿元增长显著,五年间复合增速高达 23.9%,预计 2023-2028 年将保持高速增长,复合增速约 18.9%,2028 年即时配送行业规模预计将超 8100 亿元。作为外卖配送行业的重要依赖,电动二轮车的市场规模有望随着即时配送服务行业市场规模的增长而不断扩大。

图 16: 中国即时配送行业规模及增速



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

产品矩阵布局完善，中高端持续发力。公司现有产品覆盖低中高端市场，可满足不同用户的需求。雅迪不断投资开发具有先进性能特点的电动两轮车及电动自行车新车型，并对核心零部件采用新技术。2023 年公司推出 33 款新型电动自行车及 16 款新型电动踏板车，其均具有增强外观设计、智能功能及先进性能特点，截至 2022 年底，公司拥有 58 款电动踏板车型号及 88 款电动自行车型号。目前公司在售产品系列主要有冠能系列、VFLY 系列（中文名：飞越系列）、经典系列和电动滑板四类。截至 2024 年 6 月 27 日，雅迪天猫官方旗舰店显示，公司在售产品的价格主要集中在 3000-5000 元的区间，3000 元以上产品占比达 89%，在售产品中中高端产品占比最高，公司向中高端品类持续发力。

- **冠能系列：**2020 年雅迪推出更高端的长续航电动车——冠能 1 代，实现续航和动力的双重突破；2024 年公司推出冠能 6 代，其搭载全新升级的雅迪 TTFAR 6.0 长续航系统、方舟智能安控系统和雅迪智行系统，实现了续航、安全、智能方面的技术再突破。截至 2023 年 6 月，冠能系列全球累计销量突破 1500 万辆，再创行业单系列销量纪录。

- **VFLY 系列：**2021 年 7 月 8 日公司发布全新高端品牌 VFLY，作为雅迪旗下的全新智能高端产品，VFLY 源自顶尖设计团队，融入全新科技，演绎两轮电动的自由出行。同时采用 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，为用户带来自由的城市高端移动出行新体验。

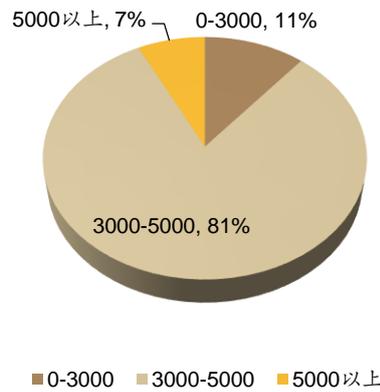
表 4：公司在售产品总览

产品系列	产品型号	特点
冠能系列	摩登、C60-D、B60-D、Q9、Q50-M、Q50-D、E10 lite-D、T60-M、M85-D、T60-D、M85-M、A90、E10	长续航、强动力
VFLY 系列	VFG、VFL、FN5、FX5	智能化、高端
电动滑板	都市艺术家、都市领航家	便携、时尚
经典系列	C10-D	高性价比

资料来源：公司官网、公司天猫旗舰店、雅迪电动车公众号、德邦研究所整理

注：表中仅列示部分产品的型号（如地区专供等产品未列示）；天猫平台数据截止至 2024 年 6 月 27 日

图 17：公司在售产品价格带（元/台）分布情况



资料来源：公司天猫旗舰店、德邦研究所
注：数据截止至 2024 年 6 月 27 日

产品智能化趋势日益显著，引领行业智能化发展潮流。雅迪作为电动二轮车行业的领军品牌，始终坚持“洞悉用户痛点，挖掘用户需求”的理念，致力于打造满足消费者个性化需求的智能化产品。思必驰作为国内专业的对话式人工智能平台公司，拥有全链路的智能语音语言技术，面对两轮出行智能化升级需求，思必驰打造了两轮车智能化解决方案。在此背景下，雅迪携手思必驰在智能车控、智能网联、人机对话等方向达成深度战略合作。雅迪冠能 6 代全面升级雅迪智行系统，丰富了蓝牙、APP、小程序等解锁方式，同时其支持多款智能手表互联控车，可通过微信分享小程序、支付宝链接分享钥匙，相比上一代，蓝牙连接速度加快 50%，整体控车速率加快 60%，为用户带来更流畅顺滑的控车体验，引领着电动二轮车行业的智能化发展潮流。

表 5：公司部分产品智能功能一览

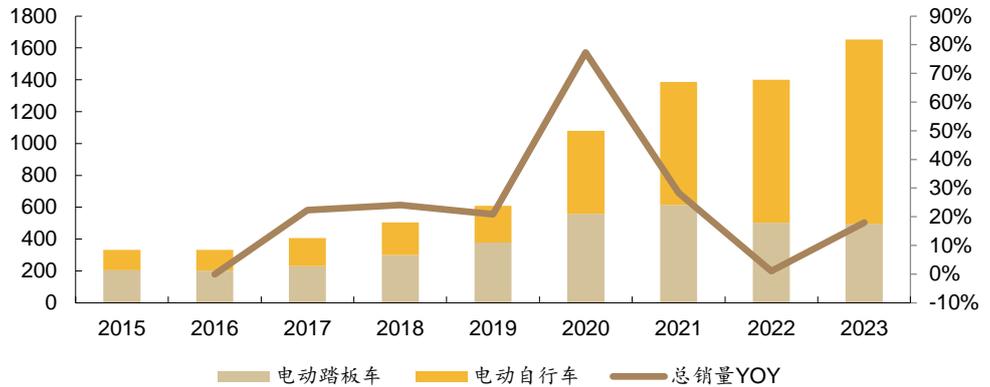
智能功能	冠能 6 代 M85 运动版	冠能 6 代 Q50-M 旗舰版	冠能 6 代 T60 性能版	雅迪冠能探索 E10 旗舰版
小程序解锁	●	●	●	●
蓝牙解锁	●	●	●	●
APP 解锁	●	●	●	●
手表解锁	●	●	●	●
智能语音	●	●	●	—
助力推行	●	●	●	—
单撑断电	—	●	—	—
电子围栏	●	●	●	●
GPS 定位	●	●	●	●
异动报警	●	●	●	●
报失模式	●	●	●	●
骑行统计	●	●	●	●
智能光感大灯	—	●	—	—
智能 APP	●	●	●	●
多主题更换	●	—	●	●
手机小组件	●	●	●	●
OTA 升级	●	●	●	●
电子座桶锁	—	●	—	—

资料来源：公司官网、德邦研究所
注：此表仅列示部分智能功能

公司产品销量增速亮眼。自 2015 年起，公司产品销量呈现出逐年稳步递增的态势，2020 年总销量同比增长 77.29%，2023 年公司整体销量突破 1600 万

台，其中电动自行车销量 1156.11 万台，电动踏板车销量 496.04 万台，电动自行车销量持续攀升，其作为公司最核心产品的地位进一步稳固。

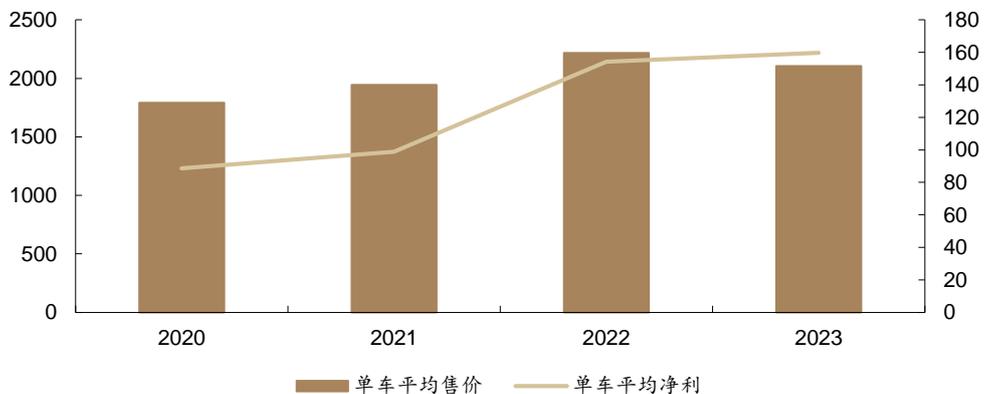
图 18：公司分产品销量（万台）及总销量增速（%，右轴）



资料来源：公司公告、德邦研究所

单车平均售价整体呈攀升态势，单车平均净利稳健增长。据我们测算，2020-2023 年公司单车平均售价分别为 1792/1945/2217/2104 元/台，整体呈现攀升态势。此外，单车平均净利稳健增长，其从 2020 年的 89 元增长至 2023 年的 160 元，增长幅度近一倍。单车平均净利稳健增长，主要是因为公司重点发力中高端产品、产品高端化趋势明显，推动单车平均售价提升的同时实现单车平均净利的稳健增长，在销量提升、新车型不断推出的背景下，公司有望实现量价齐升的佳绩。

图 19：单车平均售价及单车平均净利（单位：元/台）



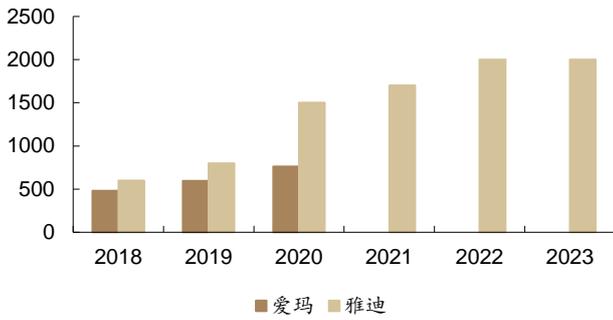
资料来源：iFinD、公司年报、德邦研究所

测算方法：单车平均售价=主营业务收入/二轮车总销量；单车平均净利=归母净利润/二轮车总销量

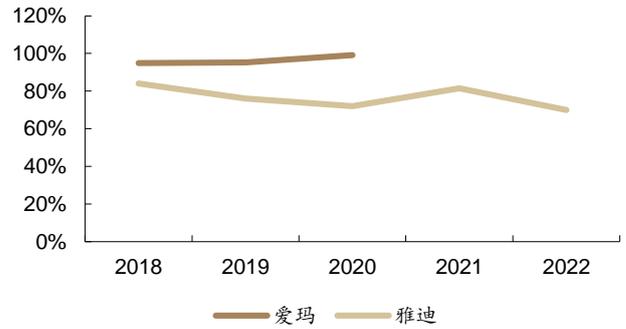
公司持续扩产，产能利用优势显著。凭借八大生产基地的稳固布局，公司电动二轮车年产能稳步攀升，截至 2023 年底，公司电动二轮车年产能为 2000 万台。与主要竞争公司相比，2020 年爱玛产能利用率为 99.08%，存在产能饱和问题，在当时难以应对市场需求的进一步增长，而雅迪则凭借持续扩产的策略，不仅能够充分利用现有生产资源，还能为新的市场需求提供有力保障。

图 20：年产能情况对比（单位：万台）

图 21：产能利用率对比



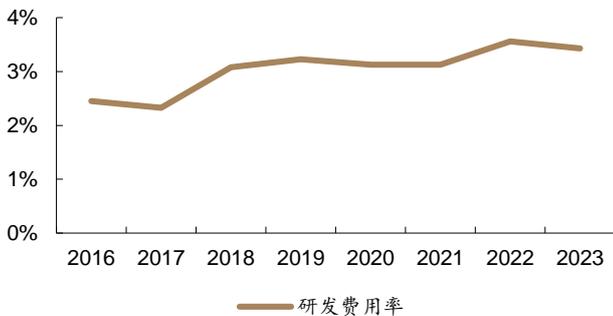
资料来源: 公司年报、爱玛科技招股说明书、德邦研究所



资料来源: 公司年报、爱玛科技招股说明书、德邦研究所

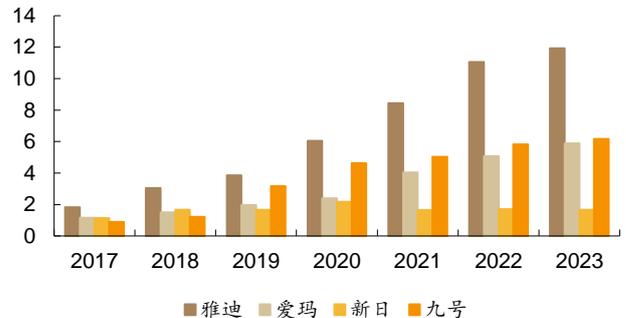
公司持续加大研发投入，致力走在电动两轮车行业的创新前沿。公司重视研发创新，2016-2023 年持续加大研发投入，以开发核心零部件的新产品及新技术，增强产品差异化程度。公司在电动两轮行业智造领域深耕细作，研发投入远高于电动二轮车行业内的可比公司，连续多年科研投入行业第一，2022 年公司研发支出 11.06 亿元，同比增长超 30%，主要是因为新收购华宇的研发中心录得开支以及与电池及充电器的新产品及新技术相关的开发项目所致，2023 年公司研发支出 11.92 亿元，研发费用率 3.43%，公司持续加大研发投入，致力于掌握电动汽车的创新及核心技术，截至 2023 年底，公司拥有六个技术研发中心、一个设计中心及两个 CNAS 实验室。此外，公司围绕电动车性能指标的关键技术进行国内与国际的专利布局，并通过奖励的形式鼓励专利申请及加速专利成果转化，截至 2023 年底，公司有超过 1000 名研发专家及逾 1900 项专利。公司对研发的持续投资使其能够保持领先于行业趋势及技术发展，从而确保其在未来实现更多技术突破。

图 22: 公司历年研发费用率 (%)



资料来源: 公司公告、iFinD、德邦研究所

图 23: 主要电动二轮车公司研发支出对比 (单位: 亿元)



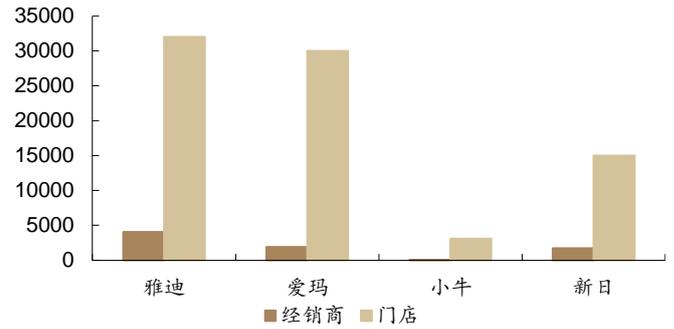
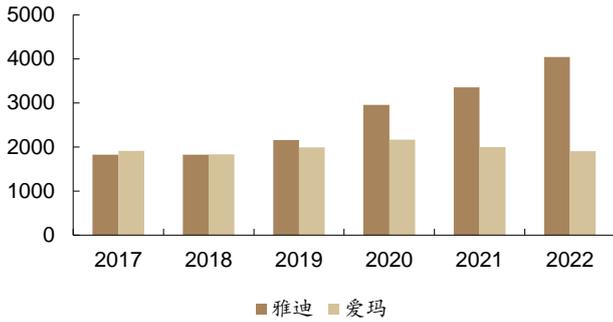
资料来源: 各公司公告、iFinD、德邦研究所

雅迪经销商及门店数量领先行业竞争对手，加速全球市场布局。为持续巩固于中国电动两轮车市场的龙头地位，公司继续着力扩大分销网络，深化市场渗透。截至 2023 年底，公司在中国超 4000 名分销商，其下属于分销商的销售点超过 40000 个，几乎覆盖中国全数行政区。其中，公司经销商及门店数量处于行业领先水平，同时公司与爱玛科技的经销商数量逐渐拉大，2022 年公司经销商数量为爱玛科技的 2 倍有余。此外，在国际分销网络方面，公司的分销版图已扩展至欧洲、东南亚、南美及中美洲等 90 多个国家，进一步巩固其作为全球电动两轮车研发及生产巨擘的领导地位。

图 24: 雅迪与爱玛经销商数量对比 (单位: 个)

图 25: 2022 年主要电动二轮车公司经销商及门店数 (单

位：个)



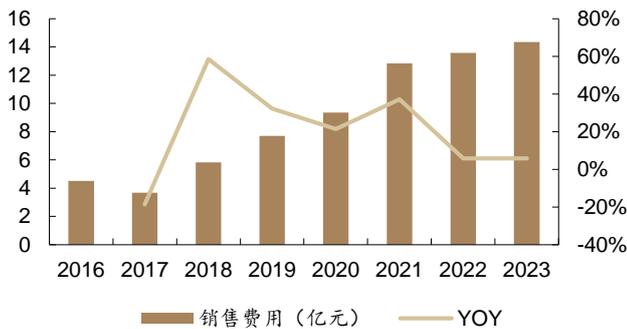
资料来源：各公司年报、爱玛科技招股说明书、德邦研究所

资料来源：各公司年报、德邦研究所

公司积极开展创意营销，广泛提升品牌和产品认可度。为助力雅迪品牌影响力的打造，公司集思广益，积极开展创意营销，以丰富多彩、创意十足的市场推广，广泛提升品牌和产品认可度：2019 年公司签约好莱坞巨星范·迪塞尔作为雅迪品牌形象大使，加快了企业国际化进程；公司与国际知名设计师王兆坤等联名推出雅迪冠能摩登艺术家版、冠能奢享 Q9 艺术家版等定制车型，并跨界合作迪士尼草莓熊 IP 打造草莓熊限量款等，深入俘获年轻用户；雅迪继 2021 年成为行业首家登上央视春晚的两轮品牌后，2023 年 1 月雅迪电动车再登央视春晚，借助这一备受瞩目的国家级平台，雅迪进一步提升其品牌影响力和市场知名度；2023 年雅迪跨界小红书联合打造雅迪 2023 冠能音乐节，雅迪冠能系列在音乐节现场重磅亮相，同时公司发布全新产品定位，为高品质出行持续赋能。公司通过借助春晚、代言人、联名、跨界合作等多种营销方式，构建了一个全方位、多维度的品牌传播体系。

图 26：公司销售费用及增速情况

图 27：公司营销方式一览



资料来源：公司公告、iFinD、德邦研究所

资料来源：公司官网、德邦研究所

公司有望持续量价齐升的良性循环。依托公司强大的研发实力、广泛的渠道布局以及高效的营销策略，并结合当前行业存在增量空间的积极因素，我们预测公司销量将迎来新一轮的增长；此外，随着公司重点发力中高端产品、产品高端化趋势逐渐显著，加之近年来公司致力于产品标准化、流程化及车型平台化工作，供应链采购成本有望下降，公司单车平均售价和单车净利润可能呈现增长态势，因此未来公司有望持续量价齐升的良性循环。

2.2. 垂直整合供应链，持续发力电池售后市场

垂直整合供应链，实现上下游协同。电动二轮车供应链分为上中下游三个环节，上游负责生产车架、电机、蓄电池、控制器等核心原材料；中游主要对电动二轮车整车进行设计规划及将外购或自产的部件进行装配，形成整车产品后向下游经销商或客户进行销售；下游为电动二轮车流通销售环节，主要包括直营、经销及电商平台三个渠道。雅迪等电动二轮车企业处于产业链中游环节，主要负责电动二轮车整车生产制造，近年来雅迪不断垂直整合供应链，向前整合电动二轮车动力电池及电机等的关键技术与制造能力，向上延伸产业链，实现上下游协同。

图 28：电动二轮车行业供应链一览



资料来源：各公司官网、前瞻产业研究院、德邦研究所

(1) 电池：电池是电动两轮车最重要的零部件之一，公司深知电池在电动两轮车生产及性能中的重要性，逐渐布局电池领域。2021 年 12 月，公司收购南都电源从事两轮民用铅酸电池业务的控股子公司华宇新能源和长兴南都各公司 70% 的股权，2022 年 8 月公司收购华宇新能源余下 30% 的股权，实现公司首次对产业链上游企业的全资控股。华宇专门从事电动两轮车电子板及电池生产和销售，2022 年 3 月，华宇新能源项目总投资超 20 亿元，将致力于石墨烯电池的生产以及新能源电池的研发和销售，这标志着雅迪全面加速新能源板块电池业务，首次实现电动二轮品牌对产业链深度整合。

图 29：华宇新能源项目签约仪式

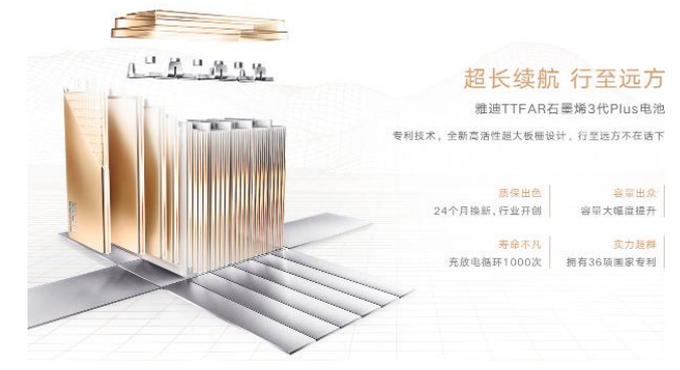


资料来源：雅迪电动车公众号、德邦研究所

• **石墨烯电池：**雅迪率先将石墨烯材料运用于电池，成为石墨烯电池的开创

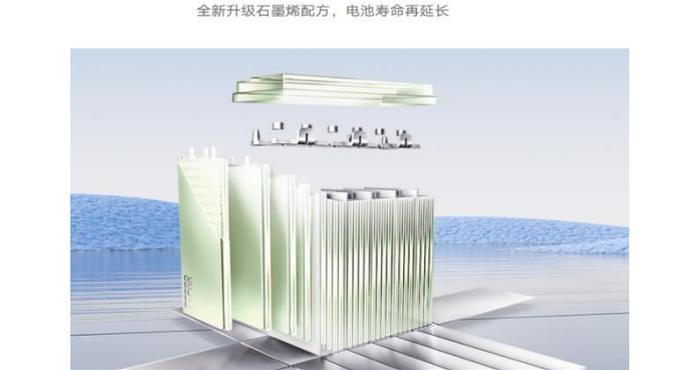
者。雅迪 TTFAR 石墨烯 3 代 Plus 电池采用公司首创的石墨烯电池专利技术，可循环放电次数超 1000 次，寿命远超普通电池的 3 倍，同等体积下电池容量比雅迪普通铅酸电池提升约 30%，且在冬季能够保持长续航状态。雅迪冠能 6 代搭载的 TTFAR 常青藤石墨烯铅酸电池通过升级石墨烯配方和内部空间结构，达到了 200 次充放无衰减和同等体积下的更高电池容量，实现了寿命与容量的双重突破。同时，公司承诺 24 个月内出现容量衰减超过 20%，将直接更换全新电池，而不更换维护电池，提升了电池换新的行业标准。

图 30: TTFAR 石墨烯 3 代 Plus 电池



资料来源：公司官网、德邦研究所

图 31: TTFAR 常青藤石墨烯铅酸电池



资料来源：公司官网、德邦研究所

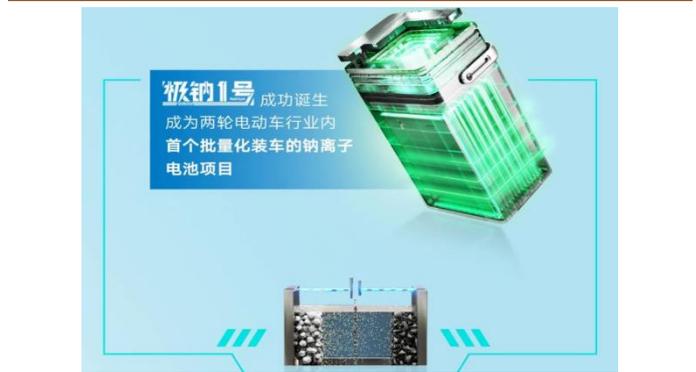
• **钠电池：**公司领先布局钠电领域，开启电动二轮车行业钠电新世代。2023 年 3 月，雅迪携手其子公司华宇新能源联合宣布成立华宇钠电——现阶段以钠离子电池为主要业务的新公司，并发布其第一代钠离子电池‘极钠 1 号’，连同其配套车型雅迪极钠 G25，这一里程碑标志着雅迪向通过电动两轮车行业的技术创新创造绿色通勤生活方式的长期目标迈进了一大步。相较于铅酸和锂离子电池，‘极钠 1 号’具有多项主要性能优势：安全性优异、寿命长、充电速度快、低温耐久性出色及动力超凡，有望在未来成为电池领域的重要组成部分。自此，雅迪构筑起石墨烯电池、碳纤维锂电池、钠电池“三驾马车”并驾齐驱的全新出行生态，带领行业走向科技赋能高端智造的高质量发展之路。

图 32: 华宇钠电公司成立



资料来源：雅迪电动车公众号、德邦研究所

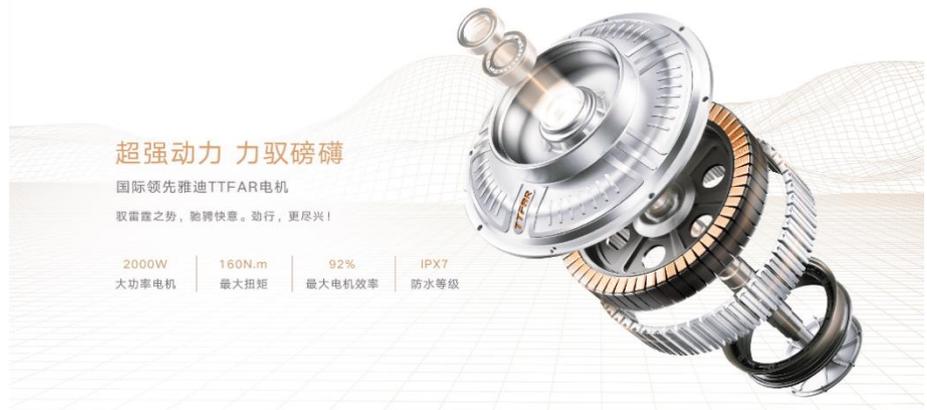
图 33: 第一代钠离子电池——极钠 1 号



资料来源：华宇电池公众号、德邦研究所

(2) **电机：**电机也是电动二轮车的核心部件之一，公司布局电机领域，逐步掌握电机核心技术。雅迪创造性地将汽车和高速电摩中的凸极科技带到电动二轮车中，自制 TTFAR 凸极电机，其输出扭矩提升至约 160N.m，电机最高效率达到 92%，以更高效的运行实现更远续航里程。

图 34: TTFAR 凸极电机



资料来源：公司官网、德邦研究所

(3) 控制器：收购凌博电子，实现供应链的进一步垂直整合。雅迪冠 6 系列搭载的 TTFAR 全域控制器将滑行、下坡过程中的动能转化为电能实现能量回收，实现边骑边充电，此外其内置全新 BMS 智慧电池管理系统，电量显示精度高达 95%。2024 年 3 月 17 日，公司收购四电系统最核心的 BMS 控制器制造商——无锡凌博电子技术股份有限公司，后者是研发、生产及销售中大功率电动摩托车电子控制系统的领先公司，该领域的技术门槛及壁垒较高，其拥有关于综合电子控制系统的知识产权。此次收购将可透过加强公司于电动两轮车三大最重要零部件之一的电子控制系统方面的技术，巩固公司于电动两轮车生产及开发领域的领先地位；此外透过加强公司的供应链垂直整合，支持公司的海外扩张；及透过加强公司于电子控制系统方面的实力，降低其生产成本。华宇和凌博电子收购，有助于公司构造在核心零部件上的核心技术优势，并从硬件的技术优势转向软件的技术优势。

图 35: TTFAR 全域控制器



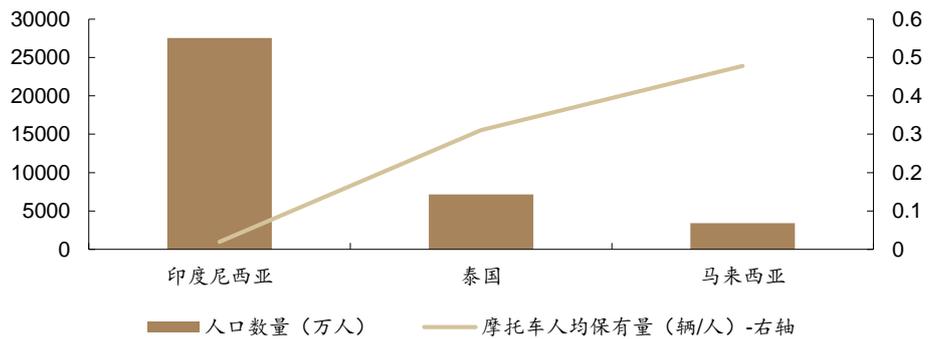
资料来源：公司官网、德邦研究所

2.3. 全面进军高增长潜力的海外市场，逐步打开成长空间

海外市场打开成长空间，成为新的增长点。当前，随着环保政策的强化和产品竞争力的大幅提升，海外市场尤其是东南亚市场正逐步展现出巨大的潜力，并已步入快速发展的轨道。这一转变不仅为电动两轮车行业带来了更广阔的市场空间，或也预示着行业未来的增长动力将更加强劲和多元化。

政策红利带来行业增量，电动二轮车行业发展潜力巨大。由于东南亚地区公共交通基础设施较为缺乏、人口密集城市多，摩托车是该地区较受欢迎的交通工具，2022年印度尼西亚、泰国、马来西亚摩托车人均保有量分别达0.02/0.31/0.48辆/人，摩托车市场规模庞大，两轮车作为出行方式备受欢迎。随着环保意识的提升和能源结构的转型，近年来东南亚国家先后出台电动车扶持政策，逐步实行“油换电”政策并对电动两轮车购买提供补贴，以鼓励消费者转向更为环保、节能的出行方式。在此政策驱动下，电动两轮车有望逐步替代燃油摩托车，成为未来东南亚地区的重要交通工具，为电动二轮车行业带来显著增量。

图 36：东南亚地区国家 2022 年人口数量及摩托车人均保有量（右轴）



资料来源：Wind、德邦研究所

表 6：东南亚地区各国电动车扶持政策

国家	时间	政策内容
印尼	2023	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
越南	2022	要求河内、胡志明市、海防、岘港和芹苴 5 个大城市自 2030 年后在部分辖区郡停止或限制使用摩托车
菲律宾	2023	自 2023 年开始，在未来五年内给予电动摩托车、电动两轮车及其零部件进口关税减免
柬埔寨	2023	电动车关税下调 50%，同时将燃油车进口税调至 120%
泰国	2022	零售价不超过 15 万铢的摩托车，每辆补贴 18000 铢

资料来源：中华人民共和国商务部、观研天下、泛亚生活 PanasiaLife 公众号、德邦研究所

加速海外市场布局，开拓增量新市场。2007 年，雅迪正式成立进出口公司，专注于开拓并深耕国际市场业务，进一步扩展其全球业务版图。近年来，雅迪加速以东南亚为重点市场的海外市场布局，并于越南、印尼等东南亚重点国家及市场进行较为快速的市场开拓，截至 2023 年底，公司拥有德国分公司、美国分公司、越南分公司、印尼分公司四大海外运营中心，同时分销版图扩展至欧洲、东南亚、南美及中美洲等 90 多个国家。

公司全面推进海外基地建设，加速海外产能扩张。公司紧抓海外市场机遇，全面推进海外进程和基地建设，积极拓展海外产能建设。2024 年 1 月公司在越南北江省举行越南第二工厂奠基仪式，该生产厂计划于 2025 年投产，设计年产能为两百万辆电动摩托车，约 30%的产量将出口至东南亚其他国家，包括菲律宾、泰国、马来西亚及老挝。2024 年 3 月，位于勿加泗市奇卡朗的雅迪印尼智能工厂正式投产，标志着雅迪在印尼的第二个东南亚生产基地成立。2024 年 5

月，雅迪印尼智能产研基地奠基，雅迪印尼智能产研基地是公司全球的第 8 个智造基地，该工厂预计投资超过 1.5 亿美元，并将于 2026 年建成，届时将拥有 27 公顷的总面积和高达 300 万台的年产能。这一智能工厂将涵盖焊接、涂装、电机等核心生产工艺，标志着雅迪在东南亚地区产能以及海外运营能力的大幅提升，也将强有力地支撑着雅迪产品的科技研发水平走向又一新的高度。

图 37：越南第二工厂奠基仪式



资料来源：公司海外官网、德邦研究所

图 38：摩洛哥首家雅迪官方旗舰店



资料来源：公司海外官网、德邦研究所

3. 盈利预测与投资建议

雅迪行业经验丰富、行业洞见敏锐，预计公司营收稳健增长。公司深耕电动二轮车行业多年，竞争优势显著，同时随着新消费需求释放，公司未来产品市场空间广阔，预计公司收入实现稳健增长。2024-2026 年预计公司营业总收入分别为 376/422/482 亿元，分别同比+7.95%/+12.24%/+14.25%。

分产品看，单车均价方面，随着公司重点发力中高端产品，电动二轮车均价有望持续提升，预计 2024-2026 年电动踏板车每台分别达到 1750/1758/1767 元，分别同比+0.5%/+0.5%/+0.5%，电动自行车每台分别达到 1387/1401/1415 元，分别同比+0.5%/+1.0%/+1.0%；销量方面，依托公司广泛的渠道布局等优势，并考虑到当前行业存在增量空间的积极因素，公司产品整体销量有望持续增长，预计 2024-2026 年电动踏板车分别实现销量 491/496/506 万台，分别同比-1.0%/+1.0%/+2.0%，电动自行车分别实现销量 1272/1475/1741 万台，分别同比+10.0%/+16.0%/+18.0%；产品收入方面，预计 2024-2026 年电动踏板车分别实现收入 86/87/89 亿元，电动自行车分别实现收入 176/207/246 亿元，电池及充电器分别实现收入 102/114/130 亿元，分别同比+10.0%/+12.0%/+14.0%，电动两轮车零部件分别实现收入 11/13/15 亿元，分别同比+20.0%/+18.0%/+15.0%。

盈利能力保持稳健，毛利率有望继续提升。公司持续垂直整合供应链，盈利能力有望稳健提升，预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 17.01%/17.16%/17.23%，归母净利润分别为 29/32/37 亿元，分别同比+8.3%/+12.7%/+15.5%。

表 7：公司分产品盈利预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电动踏板车收入	9145	8635	8592	8721	8940
YOY	-10.4%	-5.6%	-0.5%	1.5%	2.5%

销量 (千辆)	5034	4960	4910	4960	5059
YOY	-18.0%	-1.5%	-1.0%	1.0%	2.0%
均价 (元/辆)	1817	1741	1750	1758	1767
YOY	9.3%	-4.2%	0.5%	0.5%	0.5%
电动自行车收入	12827	15952	17635	20661	24624
YOY	31.3%	24.4%	10.6%	17.2%	19.2%
销量 (千辆)	8976	11561	12717	14752	17407
YOY	16.2%	28.8%	10.0%	16.0%	18.0%
均价 (元/辆)	1429	1380	1387	1401	1415
YOY	13.0%	-3.4%	0.5%	1.0%	1.0%
电池及充电器收入	8398	9250	10175	11396	12991
YOY	27.6%	10.1%	10.0%	12.0%	14.0%
电动两轮车零部件收入	689	926	1111	1311	1507
YOY	69.1%	34.4%	20.0%	18.0%	15.0%
其他业务收入	26	38	54	78	111
YOY	35.3%	43.1%	43.1%	43.1%	43.1%
营业总收入	31086	34801	37566	42166	48173
YOY	15.19%	11.95%	7.95%	12.24%	14.25%
毛利率	18.08%	16.93%	17.01%	17.16%	17.23%

资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所预测

注：表格中红色数据为预测数据

可比公司估值分析及投资建议：我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.93/1.05/1.22 元，以 2024 年 7 月 3 日的收盘价计算，对应的 PE 分别为 9.85/8.74/7.57 倍。根据业务类型，我们选取与公司主营业务类似/存在重叠业务的爱玛科技、九号公司两家电动两轮车企业及钱江摩托、春风动力两家摩托车企业作为可比公司，以 2024 年 7 月 3 日的收盘价计算，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 18.99/15.01/12.18 倍，雅迪 2024-2026 年估值低于行业平均估值水平。公司聚焦中高端产品发力、持续开展供应链垂直整合工作以及积极拓展海外业务，长期有望实现量价齐升的良性循环，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

公司简称	证券代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
爱玛科技	603529.SH	27.67	238.50	2.61	3.14	3.70	10.61	8.82	7.47
九号公司-WD	689009.SH	37.69	270.06	10.86	14.49	18.53	34.70	26.01	20.34
钱江摩托	000913.SZ	15.24	80.28	1.11	1.32	1.54	13.78	11.56	9.88
春风动力	603129.SH	137.03	207.51	8.11	10.03	12.44	16.89	13.66	11.02
可比公司均值							18.99	15.01	12.18
雅迪控股	1585.HK	9.20	281.80	0.93	1.05	1.22	9.85	8.74	7.57

资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所预测

注：2024 年 7 月 3 日汇率：1 港币=0.93 人民币，表格中所使用币种均为人民币；除雅迪控股外，其他盈利预测与估值数据均来自 Wind 一致预测，收盘价日期为 2024 年 7 月 3 日

4. 风险提示

海外市场拓展不及预期风险；终端需求不及预期风险；行业竞争加剧风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.89	0.93	1.05	1.22
每股净资产	2.74	3.68	4.74	5.96
每股经营现金流	1.17	1.35	1.44	1.78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	14.42	9.85	8.74	7.57
P/B	4.65	2.50	1.94	1.54
P/S	1.12	0.75	0.67	0.59
EV/EBITDA	9.82	4.95	3.42	1.81
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.93%	17.01%	17.16%	17.23%
净利润率	7.59%	7.63%	7.66%	7.75%
净资产收益率	31.43%	25.36%	22.20%	20.39%
资产回报率	10.29%	9.10%	8.76%	8.63%
投资回报率	27.82%	22.33%	19.07%	17.04%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.92%	7.91%	12.20%	14.19%
EBIT 增长率	10.56%	8.14%	11.40%	11.13%
净利润增长率	22.17%	8.35%	12.72%	15.50%
偿债能力指标				
资产负债率	67.3%	64.1%	60.6%	57.7%
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.2
现金比率	0.5	0.6	0.7	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	4.8	5.2	4.8	4.9
存货周转天数	15.0	14.1	15.9	14.8
总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.2
固定资产周转率	9.6	9.8	11.8	14.3

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2640	2861	3224	3724
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	445	515	484	455
非经营收益	-284	-575	-563	-556
营运资金变动	779	1333	1258	1824
经营活动现金流	3580	4134	4403	5447
资产	-1336	-200	-200	-200
投资	612	-1294	-517	-276
其他	293	594	589	587
投资活动现金流	-430	-901	-129	111
债权募资	-1013	100	100	100
股权募资	81	0	0	0
其他	-1105	-19	-25	-31
融资活动现金流	-2037	81	75	69
现金净流量	1131	3332	4367	5645

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月3日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34801	37566	42166	48173
营业成本	28878	31130	34866	39782
毛利率%	16.93%	17.01%	17.16%	17.23%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	1436	1549	1738	1985
营业费用率%	4.13%	4.13%	4.13%	4.13%
管理费用	1105	1193	1338	1528
管理费用率%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%
研发费用	1192	1305	1490	1773
研发费用率%	3.43%	3.48%	3.54%	3.69%
EBIT	2759	2983	3323	3693
财务费用	-261	-298	-425	-594
财务费用率%	-0.75%	-0.79%	-1.01%	-1.23%
资产减值损失				
投资收益	-68	-42	-52	-57
营业利润	2190	2390	2735	3106
营业外收支				
利润总额	3020	3281	3748	4287
EBITDA	3203	3498	3807	4148
所得税	380	420	524	562
有效所得税率%	12.58%	12.81%	13.97%	13.12%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	2640	2861	3224	3724

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7914	11246	15614	21259
应收账款及应收票据	546	535	596	707
存货	955	1480	1603	1679
其它流动资产	7427	9653	10767	11521
流动资产合计	16842	22913	28579	35166
长期股权投资	72	88	89	85
固定资产	3940	3689	3462	3259
在建工程				
无形资产	1112	1048	991	939
非流动资产合计	8818	8519	8237	7977
资产总计	25660	31432	36816	43143
短期借款	267	367	467	567
应付票据及应付账款	13672	16246	17776	19959
预收账款				
其它流动负债	2457	2677	3188	3489
流动负债合计	16396	19290	21431	24015
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	863	863	863	863
非流动负债合计	863	863	863	863
负债总计	17259	20152	22293	24878
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	8401	11280	14522	18265
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	25660	31432	36816	43143

信息披露

分析师与研究助理简介

毕先磊：轻工纺服组负责人，曾任职于招商证券，所在团队获得 2023 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 3 名，2022 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 4 名、轻工制造水晶球第 4 名。

李陌凡：轻工组研究助理，曾任职于野村东方国际证券，伦敦大学学院本硕，主要覆盖软体、个护、电子烟、二轮车、造纸、宠物、品牌服饰等板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；	
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。