

为雅迪、台铃贴牌生产零部件，安乃达：吃着政策红利上市，核心业务毛利率不到 10%，要是风停了昵？

导语：“新国标”实施满五年，置换潮已接近尾声。

作者：市值风云 App：塔山

安乃达（603350.SH，“公司”）成立于 2011 年，2016 年挂牌新三板后又于 2018 年摘牌，2024 年 7 月 3 日，公司成功登陆上交所主板，保荐人和主承销商均为中泰证券。

公司发行价为 20.56 元/股，上市当日股价涨幅达 100%。不过，目前股价已较高点大幅回落，截至 7 月 26 日，收盘价为 31.45 元/股。



(来源：市值风云 APP)

一、贴牌为主，自主品牌存短板

安乃达主要从事电动两轮车电驱动系统的研发、生产及销售，产品包括电机及相关的控制器、传感器、仪表等部件，按应用领域可大致分为两类：

1、直驱轮毂电机：主要为电动自行车、电动摩托车、电动滑板车等车型配套，以境内市场为主，客户包括雅迪、爱玛、台铃、新日、纳恩博等电动两轮车整车厂商。

2、中置电机、减速轮毂电机及控制器等：主要配套各类电助力自行车（电踏车），以外销为主，客户包括MFC、Accell等欧洲知名电助力自行车整车厂商。

2023年，公司营收为14.3亿元，其中电动自行车相关产品收入占比73%，电踏车相关产品收入占比27%。

项目		2023年			2022年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电动自行车相关产品	直驱轮毂电机	103,588.21	73.06%	9.08%	91,393.48	65.94%	8.41%
电助力自行车相关产品	中置电机	23,744.58	16.75%	56.40%	23,149.52	16.70%	54.32%
	减速轮毂电机	5,569.60	3.93%	32.26%	8,953.38	6.46%	35.45%
	控制器	1,651.89	1.16%	39.41%	5,272.45	3.80%	33.98%
	其他	7,240.01	5.11%	45.95%	9,833.45	7.09%	42.00%
小计		38,206.08	26.94%	50.17%	47,208.80	34.06%	45.90%
主营业务收入合计		141,794.29	100.00%	20.15%	138,602.27	100.00%	21.18%

(来源：招股书)

公司的产品类型与2019年上市的八方股份（603489.SH）较为类似，但收入结构有明显区别。

2023年八方股份电踏车相关产品收入占比为61%，电动自行车产品（直驱轮毂电机）收入占比30%。

公司名称	主营业务	主要产品构成 (2023年)	用于对比的 产品	销售模式
八方股份	主要从事电助力自行车电机及配套电气系统的研发、生产、销售和技术服务，产品主要应用于电助力自行车；2020年起开始拓展国内传统电动自行车市场	直驱轮毂电机：30.44% 中置电机及减速轮毂电机：45.25% 套件（含控制器）：16.43%	直驱轮毂电机、中置电机、减速轮毂电机、控制器	直销为主，经销为辅
协昌科技	主要从事运动控制产品、功率芯片的研发、生产和销售，主要为面向电动车辆领域的运动控制器	控制器：83.24%	控制器	直销为主，经销为辅
本公司	电动两轮车电驱动系统研发、生产及销售	直驱轮毂电机：73.06% 中置电机：16.75% 减速轮毂电机：3.93% 控制器：1.16% 其他：5.11%	-	直销为主，少量贸易商模式

(来源：招股书)

据披露，公司两类产品的客户基本以品牌商为主，销售占比在 90%左右。此外还包括部分装配商和贸易商。

客户类型	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
品牌商	128,054.55	90.31%	118,770.95	85.69%	103,165.62	88.40%
装配商	7,694.66	5.43%	6,571.09	4.74%	6,068.96	5.20%
贸易商	5,478.47	3.86%	13,038.96	9.41%	7,424.93	6.36%
其他	566.61	0.40%	221.27	0.16%	46.97	0.04%
合计	141,794.29	100.00%	138,602.27	100.00%	116,706.48	100.00%

(来源：招股书)

按照公司的说法，销售给品牌商的产品，均根据客户要求标上客户商标，而销售给装配商或贸易商的产品，在客户没要求的情况下才标上公司商标。

公司在招股书中未提及代工模式，涉及品牌的内容也较少，结合相关表述来看，应该是以 ODM 模式为主。

控制器等。公司对于销售给上述品牌商的产品，均根据客户要求标上客户商标；公司对于销售给整车装配商或贸易商的产品，根据部分客户要求标上客户商标，若客户无特别要求则标上公司商标。

(来源：招股书)

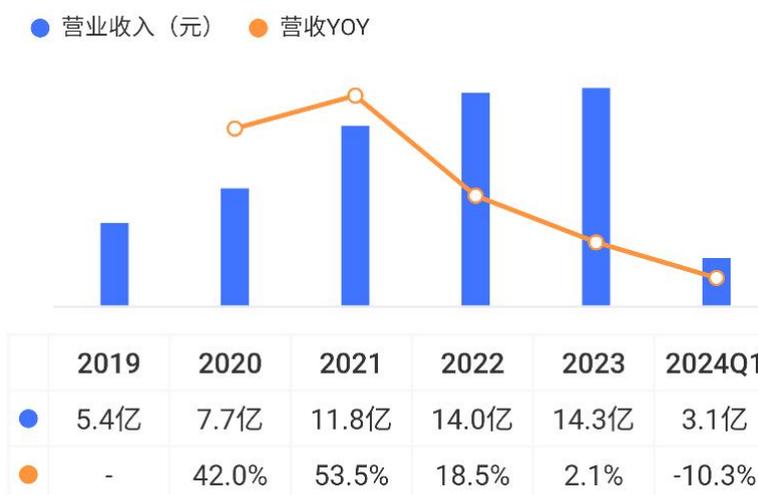
为了向客户提供优质的定制化产品，公司与主要客户通过定制化合作开发设计的方式参与其前期整车开发过程中。公司为主要客户定制化开发设计后形成的知识产权，若无特别约定，则属于公司所有。

(来源：招股书)

八方股份也有部分 ODM 业务，但自主品牌占比较高，以 2018 年为例，其自主品牌收入占比达 73%。国外竞争对手 BOSCH、禧玛诺、雅马哈也基本上以自主品牌为主。

可见，相比于主要竞争对手，公司在品牌方面还存在明显的短板。

整体来看，近几年公司营收虽维持增长，但增速逐年放缓，2024 年一季度，营收同比下滑 10.3%。



(来源：市值风云 APP)

2019 年以来，扣非归母净利润也有显著增长。2023 年扣非归母净利润为 1.3 亿元，同比小幅下滑；2024 年一季度，扣非归母净利润同比增长 6%。



公司预计 2024 年上半年，营收同比变动-6.61%至 8.98%；扣非归母净利润同比变动-1.71%至 14.67%。

(三) 2024 年 1-6 月业绩预计情况

基于公司目前的经营状况、市场环境及在手订单等情况，经初步测算，预计公司 2024 年 1-6 月可实现营业收入 67,089.38 万元至 78,289.38 万元，与上年同期相比变动-6.61%至 8.98%；预计 2024 年 1-6 月可实现归属于母公司所有者的净利润 7,090.94 万元至 8,323.22 万元，与上年同期相比变动-4.30%至 12.33%；预计 2024 年 1-6 月可实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 6,883.90 万元至 8,031.18 万元，与上年同期相比变动-1.71%至 14.67%。上述业绩预计中的相关财务数据为公司初步测算结果，未经审计或审阅，不构成公司盈利预测或业绩承诺。

(来源: 招股书)

二、基本盘业务依赖大客户，政策红利难持续

1、基本盘业务绑定大客户，毛利率不到 10%

从公司收入结构看，历史上电动两轮车相关产品（直驱轮毂电机）收入占比基本在 70%左右，算得上基本盘业务。



(来源: 招股书)

这块业务的客户以雅迪控股（1585.HK，雅迪）、东莞台铃为主，2023 年对两大客户销售金额占直驱轮毂电机收入比重高达 92%，占总营收比重达 66%，可见依赖度之高。

年度	序号	公司名称	主要销售内容	销售金额	占当期营业收入比例
2023 年	1	雅迪集团 ^{注1}	直驱轮毂电机	61,731.72	43.25%
	2	东莞台铃 ^{注2}	直驱轮毂电机	33,151.06	23.22%
	3	MFC	中置电机	17,314.23	12.13%
	4	纳恩博 ^{注3}	直驱轮毂电机	4,862.93	3.41%
	5	久祥进出口 ^{注5}	中置电机、减速轮毂电机、控制器	4,666.54	3.27%
	合计			121,726.48	85.27%
2022 年	1	东莞台铃	直驱轮毂电机	34,205.15	24.47%
	2	雅迪集团	直驱轮毂电机	29,534.64	21.13%
	3	MFC	中置电机	16,607.12	11.88%
	4	纳恩博	直驱轮毂电机	11,983.85	8.57%
	5	久祥进出口	中置电机、减速轮毂电机、控制器	10,784.04	7.71%
	合计			103,114.80	73.76%

(来源: 招股书)

这也跟下游市场格局有关。近年来电动两轮车的行业集中度持续提升，2016-2022 年，CR3 从 25.3%增至 59.6%。雅迪和台铃的市占率也基本处于提升态势，2022 年分别为 26.9%、14.7%。



(来源: 招股书)

2023 年上半年, 公司分别位列雅迪和台铃同类产品供应商第 2、1 名。

其中雅迪和台铃市场占有率分别为 26.90%、14.70%。根据雅迪和台铃确认, 2023 年上半年, 公司向其销售的直驱轮毂电机占其采购同类产品的比例分别约为 18%-22%、25%-30%, 分别位列其同类产品供应商第 2、1 名。信质集团股

(来源: 招股书)

在此背景下, 抱紧客户大腿的好处显而易见。2019-2023 年, 公司直驱轮毂电机收入 CAGR 达 25%。

但利润空间相当有限。**2019 年以来, 该类业务毛利率均不到 10%, 2024 年一季度更是降至 7.5%。**

直驱轮毂电机业务							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	CAGR19-23
营收 (亿元)	4.2	5.4	7.5	9.1	10.4	1.9	25%
同比增速	--	28.8%	38.0%	21.7%	13.3%	-21.0%	--
毛利率	8.4%	9.8%	9.0%	8.4%	9.1%	7.5%	--

(来源: 同花顺 iFind, 制表: 市值风云 APP)

背后的原因也不难理解, 一方面国内电动两轮车行业高度内卷, 产品价格不断下降, 当然, 压力也给到了包括公司在内的上游供应商; 另一方面, 直驱轮毂电机技术成熟且竞争同样激烈。

据统计，国内直驱轮毂电机厂商合计 50 余家，头部厂商包括金宇机电、安乃达、八方股份、江苏新伟等，CR4 在 40%-50%。

2022 年，金宇机电、安乃达、八方股份市占率分别为 19.8%、7.2%、6.8%。公司市占率远低于金宇机电，较八方股份的优势也不明显。

而且，八方股份从 2020 年才开始拓展国内传统电动自行车市场，2021 年产品批量生产，短短两年，市场份额就已经快追上公司了。

产品	公司名称	销量（万台）			市场占有率		
		2022 年	2021 年	2020 年	2022 年	2021 年	2020 年
直驱轮毂电机	安乃达	439.13	388.21	335.92	7.23%	7.80%	7.06%
	金宇机电 ^{注1}	1,200.00	未披露	1,000.00	19.77%	未披露	21.01%
	八方股份 ^{注2}	413.52	286.05	8.02	6.81%	5.75%	0.17%

(来源：招股书)

受规模及增长情况不同影响，近几年公司毛利率要高于八方股份，两者毛利率走势也有一定差异。

产品类别	项目	公司名称	2023 年	2022 年	2021 年
直驱轮毂电机 ^{注1}	收入	八方股份	49,991.08	78,113.52	47,572.65
		本公司	103,588.21	91,393.48	75,101.23
	毛利率	八方股份	0.72%	5.31%	4.10%
		本公司	9.08%	8.41%	8.98%

(来源：招股书)

2023 年，八方股份直驱轮毂电机产销量下降明显，而公司销量反而出现增长。

报告期内，公司直驱轮毂电机具体销售情况如下：

项目	2023 年		2022 年		2021 年
	数值	变动率	数值	变动率	数值
销售单价（元/台）	183.21	-11.97%	208.12	7.58%	193.46
销售数量（万台）	565.40	28.75%	439.13	13.12%	388.21
销售金额（万元）	103,588.21	13.34%	91,393.48	21.69%	75,101.23

(来源：招股书)

原因是 2023 年公司对雅迪的销售收入出现大幅增长，具体来讲，一是雅迪自身收入增长；二是雅迪对公司采购比例有提升。

用中置电机、减速轮毂电机及控制器等。2023 年，公司向雅迪集团实现销售收入 61,731.72 万元，较 2022 年的 29,534.64 万元提高较多，主要原因系：（1）雅迪集团自身销售收入增加带动其自身电机采购需求增加；（2）雅迪集团向公司采购占其采购同类产品的比例提高。

(来源：招股书)

2、政策红利接近尾声，步入存量时代？

公司直驱轮毂电机业务的增长，除了受益于大客户的市占率提升外，更取决于电动两轮车行业的景气程度。

根据弗若斯特沙利文的统计数据，2018-2022 年，国内电动两轮车销量 CAGR 达 17.1%。



(来源：招股书)

而销量的增长，很大程度在于政策的刺激。

2018 年工信部发布电动自行车“新国标”及电摩标准，2019 年 4 月正式实施。受此影响，替换需求激增，整车厂也加速去库存，并带来新的采购需求，这也是公司业绩增长的主要驱动因素。

车重、车速等指标，市场上几乎难以找到“国标车”。考虑到电动自行车在生产标准、产品质量、停放充电等方面存在突出问题，2018年5月15日，国家市场监督管理总局、国家标准管理委员会联合发布《电动自行车安全技术规范》（GB 17761-2018），于2019年4月15日起正式实施。另外，2018年9月17日，国家市场监督管理总局、国家标准管理委员会联合发布《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》（GB/T 24158-2018），于2019年4月1日起正式实施。电动自行车、电动轻便摩托车和电动摩托车，三者在水速、车重、生产资质、牌照办理等方面有不同规定。至此，我国现阶段电动自行车、电动轻便摩托车和电动摩托车的电动两轮车全部标准已经发布完成，国内电动

(来源：招股书)

为了让超标车辆有序退出市场，各地也设置了一定的过渡期，以3-5年为主。按照5年来算，也就是到2024年截止，可见现阶段置换潮已接近尾声。

行车行业的市场需求。我国部分省市超标电动自行车过渡期政策情况如下：

省份	城市	过渡期	政策内容
江苏	南京	2年	限2019年4月15日前购买的超标车，过渡期至2020年12月31日截止。
天津	天津	3年	对不符合国家标准的二轮电动自行车统一安装临时牌照，设置3年过渡期。过渡期至2021年5月8日截止。
广东	佛山	2年	佛山市只对符合旧国标且进入《广东省电动自行车生产企业及产品目录》的电动自行车办理临时牌照。过渡期至2021年6月15日截止。
北京	北京	3年	超标电动车购买者需在2018年11月1日至2019年4月30日期间，向公安机关交通管理部门申领临时标识，过渡期内应悬挂标识上路。设置3年过渡期，过渡期自2018年11月1日开始，至2021年10月31日截止。
甘肃	兰州	3年	为过渡期管理办法之前购入，但因未纳入产品目录不能登记上牌的电动自行车和残疾人机动轮椅车设置3过渡期，自2018年11月9日至2021年11月8日。

(部分内容，来源：招股书)

从我国电动自行车市场保有量来看，整体增速呈放缓趋势，2022年末市场保有量已达3.5亿辆。

据工信部披露，2023年全国规模以上企业累计生产电动自行车4228万辆，由此测算，2023年末市场保有量应该在3.9亿辆以上。

按14亿人口计算，差不多每四人拥有一台电动自行车，渗透率接近30%，已然不低。

2011-2022年我国电动自行车保有量及增长率



(来源: 招股书)

政策红利退潮后，增长压力已在部分整车厂的财务数据上有所体现。

2023 年，雅迪、爱玛科技（603529.SH）的营收增速均有明显放缓，新日股份（603787.SH）同比出现下滑。2024 年一季度，爱玛科技和新日股份的营收均较上年同期出现下滑。

具体到公司，2024 年一季度，直驱轮毂电机收入也同比下滑了 21%。

营收增速 (%)							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
雅迪控股	26.3	20.7	61.8	39.3	15.2	11.9	--
爱玛科技	15.3	16.0	23.8	19.3	35.1	1.1	-9.0
新日股份	13.1	0.2	65.9	-15.5	14.6	-16.3	-34.5

(来源: 同花顺 iFind, 制表: 市值风云 APP)

三、赚钱业务增长承压，体量远不及竞争对手

1、电踏车业务毛利率高，但市占率还较低

相比于电动自行车电机业务，电踏车电驱动业务要性感不少。

从产品均价看，中置电机在 1000 元/台以上，而直驱轮毂电机基本在 200 元/台左右，两者不在一个消费档次。

单位：元/台、元/个

主要产品名称	2023 年		2022 年		2021 年
	销售均价	变动率	销售均价	变动率	销售均价
直驱轮毂电机	183.21	-11.97%	208.12	7.58%	193.46
中置电机	1,298.99	2.62%	1,265.86	11.76%	1,132.68
减速轮毂电机	317.92	-7.13%	342.34	2.52%	333.93
控制器	181.03	-4.29%	189.15	9.51%	172.73

(来源：招股书)

中置电机是集电机、速度传感器、力矩传感器、控制器等于一体的电踏车电驱动系统，其中力矩传感器技术壁垒较高。



(来源：招股书)

公司表示，已成功自主开发了力矩传感器技术，是国内少数掌握力矩传感器核心技术的企业之一。

与减速轮毂电机相比，中置电机除集成度更高外，对控制器、力矩传感器的设计和集成也有更高要求。公司经过多年发展，已成功自主开发了力矩传感器技术，成为国内少数掌握力矩传感器核心技术的企业之一。此外，公司凭借

(来源：招股书)

凭借技术优势，公司电踏车电机等产品也具备一定的议价能力。

绩，但是，由于公司中置电机、减速轮毂电机和控制器等产品的技术附加值较高，其在细分领域具有较强的竞争优势，具备一定的议价和成本转嫁能力。报告期内，金属镲钹、钢材、铝材、铜材的市场价格波动未对公司业绩产生重大不利影响。

(来源: 招股书)

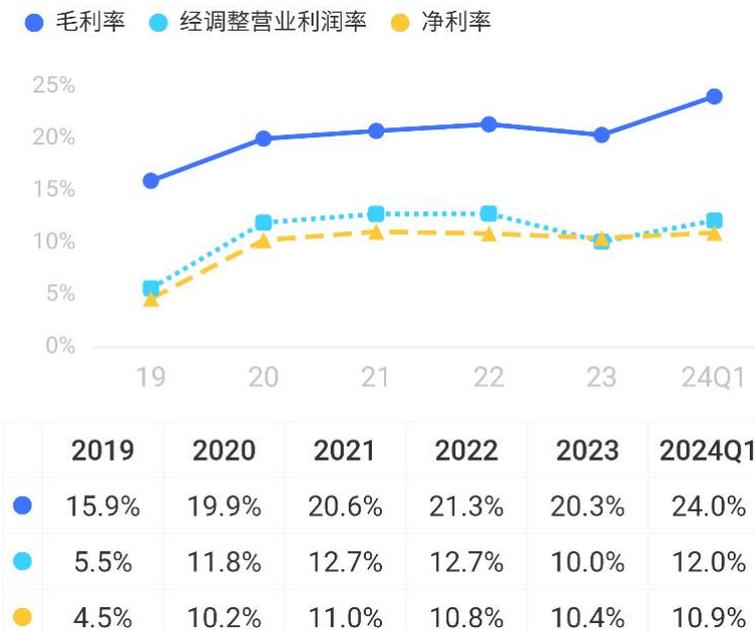
各类产品毛利率均处于较高水平。2023 年, 中置电机、减速轮毂电机、控制器毛利率分别为 56%、32%、39%, 要远高于直驱轮毂电机毛利率。

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
直驱轮毂电机	73.06%	9.08%	65.94%	8.41%	64.35%	8.98%
中置电机	16.75%	56.40%	16.70%	54.32%	15.25%	48.41%
减速轮毂电机	3.93%	32.26%	6.46%	35.45%	8.21%	36.64%
控制器	1.16%	39.41%	3.80%	33.98%	4.91%	33.72%
其他	5.11%	45.95%	7.09%	42.00%	7.28%	35.37%
主营业务	100.00%	20.15%	100.00%	21.18%	100.00%	20.40%

(来源: 招股书)

从毛利角度, 2023 年电踏车电驱动产品合计贡献了 55%的毛利润。

在高毛利率产品的支撑下, 公司综合毛利率得以维持在 20%左右, 净利率在 10%上下。2024 年一季度, 受高毛利率产品占比提升影响, 毛利率提升至 24%, 净利率为 10.9%。



(来源: 市值风云 APP)

尽管电踏车电机产品毛利率高, 但该领域市场格局并不友好。

竞争对手除了博世、禧玛诺、雅马哈等外资巨头，还有八方股份、苏州盛亿等内资厂商。此外，近期大疆也发布了电助力系统产品，欲从中分得一杯羹。

在市占率方面，公司与八方股份还存在较大差距。2022年，公司中置电机和减速轮毂电机产品在欧洲的市占率为8.1%，八方股份市占率为19.4%。

产品	公司名称	销量（万台）			市场占有率		
		2022年	2021年	2020年	2022年	2021年	2020年
中置电机、减速轮毂电机	安乃达	44.44	44.41	22.09	8.08%	8.78%	4.87%
	八方股份 ^{注1}	164.27	212.73	126.06	19.39%	27.31%	20.50%

(来源：招股书)

不过，近两年公司电踏车电机产品毛利率要高于八方股份，主要在于公司中置电机产品占比的提升，此外公司直接出口比重更高，2022年美元升值也对毛利率有正面影响。

产品类别	项目	公司名称	2023年	2022年	2021年
电助力自行车电机 ^{注3}	收入	八方股份	74,304.00	136,748.82	154,231.02
		本公司	29,314.18	32,102.90	27,380.43
	毛利率	八方股份	48.34%	48.80%	47.56%
		本公司	51.81%	49.06%	44.29%

(来源：招股书)

2、海外市场需求不足，同行业绩持续下行

电踏车的主要市场在欧洲，公司客户也以欧洲品牌商为主。

历史上欧洲电助力自行车销量基本保持增长，但近年来增速明显放缓。

特别是2022年下半年以来，受俄乌冲突、通胀等因素影响，欧洲市场消费受到抑制，致使2023年上半年公司相关产品收入同比下降较多。

2011-2022年欧洲电助力自行车销量及增长率



(来源: 招股书)

在招股书中，公司预计未来欧洲终端市场消费需求将稳步复苏，并表示未来电踏车相关产品收入具有可持续性，对市场预期较为乐观。

由上图可见，2022年下半年至2023年初，欧洲主要国家消费者信心指数整体处于较低水平，但2023年以来较前期已有明显的回升，随着欧洲政治环境和通货膨胀等因素的改善，预计未来欧洲终端市场消费需求将稳步复苏。

2023年下半年较上年同期，公司电助力自行车相关产品收入已由2023年上半年的同比较大幅度下降转为略有增长；同时，截至2023年6月30日，公司电助力自行车相关产品在手订单金额为10,541.91万元，截至2023年12月31日，公司电助力自行车相关产品在手订单金额为12,793.87万元，较截至2023年6月30日在手订单增长21.36%，公司在手订单情况已逐步回暖。公司未来电助力自行车相关产品收入具有可持续性。

(来源: 招股书)

而事实上，2023年中置电机的销量已经出现下滑，收入的增长主要在于单价的提升。

报告期内，公司中置电机具体销售情况如下：

项目	2023年		2022年		2021年
	数值	变动率	数值	变动率	数值
销售单价 (元/台)	1,298.99	2.62%	1,265.86	11.76%	1,132.68
销售数量 (万台)	18.28	-0.05%	18.29	16.38%	15.71
销售金额 (万元)	23,743.94	2.57%	23,149.52	30.06%	17,799.11

(来源: 招股书)

减速轮毂电机的销量更是自2022年就开始下滑，2023年同比降低了33%。

项目	2023 年		2022 年		2021 年
	数值	变动率	数值	变动率	数值
销售单价（元/台）	317.92	-7.13%	342.34	2.52%	333.93
销售数量（万台）	17.52	-33.00%	26.15	-8.85%	28.69
销售金额（万元）	5,569.60	-37.79%	8,953.38	-6.55%	9,581.31

(来源: 招股书)

公司在原因中提到，2022 年下半年，减速轮毂电机和控制器客户 Prophete 经营陷入困境，并逐渐暂停向公司采购。

虽然后续 Prophete 业务资产被国内企业收购，且已恢复供货，但订单情况远不如从前。

报告期内，公司与境内外主要客户签订了长期合同，公司与主要客户合作情况稳定。Prophete 客户因已于 2022 年 12 月 21 日向当地法院申请破产保护程序，Prophete 目前暂停向公司采购，因此相应的合作协议未续签。Prophete 相关资产后续被国内企业创斯达科技集团（中国）有限责任公司收购，创斯达科技集团（中国）有限责任公司收购后成立新 Prophete 用以承接原 Prophete 相关业务。公司已与创斯达科技集团（中国）有限责任公司及新 Prophete 达成业务合作意向，在维持 Prophete 原有业务的基础上拓展更多的合作机会，公司已于 2023 年 5 月 9 日和新 Prophete 签订长期合作协议。另外，公司目前已向新 Prophete 少量供货，由于新 Prophete 承接原 Prophete 业务后尚处于整合过程并消化原有剩余库存，导致目前供货较少，随着新 Prophete 业务整合完成，公司将继续与新 Prophete 开展合作，2023 年 8 月，公司已收到新 Prophete 的 1 万套中置系统（主要为中置电机和仪表）的订单，截至 2023 年 12 月 31 日，公司已向新 Prophete 实现销售收入 681.01 万元，未来收入具有可持续性。

(来源: 招股书)

按照之前的采购计划，Prophete 预计每年采购 5 万套产品。受新 Prophete 业务整合及去库存影响，2023 年 8 月公司只收到了 1 万套订单，全年仅贡献营收 681 万元。

Prophete	境外	2015 年	2018 年 1 月 1 日至 2023 年 1 月 1 日	预计每年采购 5 万套电动自行车套件	终止
----------	----	--------	--------------------------------	--------------------	----

(来源: 招股书)

2024 年一季度，公司中置电机营收同比增长 26%，但减速轮毂电机、控制器营收分别下滑 29%、35%。

据八方股份披露，受终端市场需求疲软影响，一季度营收同比下滑 34.5%。

近期八方股份还发布了 2024 年半年度业绩预告，预计扣非归母净利润同比下降 36% 到 49%。原因是海外终端市场需求不足，渠道高库存还在缓慢消化中。

结合同行的情况看，公司的乐观预期还能兑现吗？

三、本期业绩预减的主要原因

地缘政治冲突、通货膨胀等因素的影响持续，海外终端市场需求仍显不足，渠道内高库存缓慢消化中，公司业务情况相应受到负面影响。

(来源：八方股份公告)

四、电动两轮车产能过剩，扩产是福是祸？

公司原计划募资 10.4 亿元，IPO 实际募资大幅缩水，募资净额仅为 5.1 亿元。其中，还准备拿出 1.4 亿用来补流（调整前为 3 亿）。

单位：万元

项目名称	投资总额	调整前拟投入募集资金金额	调整后拟投入募集资金金额
安乃达电动两轮车电驱动系统建设项目	30,118.26	30,118.26	14,000.00
电动两轮车电驱动系统扩产项目	33,511.68	33,511.68	13,098.56
研发中心建设项目	10,269.92	10,269.92	10,269.92
补充流动资金	30,000.00	30,000.00	14,000.00
合计	103,899.86	103,899.86	51,368.48

(来源：招股书)

而公司上市前账上资金充裕，有息负债率也很低，其实并不缺钱。公司还在 2021 年 3 月向全体股东现金分红了 4510 万元。

截至 2024 年一季度末，公司账上货币资金有 4.8 亿元，还有定期存款 1 亿元，带息负债主要为 0.9 亿元的短期借款，货币资金加定存剔除短借后合计为 4.9 亿元。

手握大量现金，还要募资补流？合理吗？



(来源：市值风云 APP)

除补流和研发中心建设项目外，其他募资主要用来扩充产能。从扩产比例看，整体较高，直驱轮毂电机产能接近翻倍，其他产品扩产比例在 1 倍以上。

新增产能及扩产比例				
	直驱轮毂电机	减速轮毂电机	中置电机	控制器
新增产能（万台/年）	400	60	50	90
原有产能（万台/年）	555	30	20	60
扩产比例	72%	200%	250%	150%

(来源：招股书，制表：市值风云 APP)

而近两年，减速轮毂电机和控制器产能利用率下降明显。

主要产品名称	项目	2023 年	2022 年	2021 年
直驱轮毂电机	产能（万台）	555.00	480.00	390.00
	产量（万台）	568.34	447.91	394.11
	销量（万台）	565.40	439.13	388.21
	产能利用率	102.40%	93.31%	101.05%
	产销率	99.48%	98.04%	98.50%
中置电机	产能（万台）	20.00	20.00	12.50
	产量（万台）	19.42	19.25	16.90
	销量（万台）	18.28	18.29	15.71
	产能利用率	97.10%	96.25%	135.20%
	产销率	94.13%	95.01%	92.98%
减速轮毂电机	产能（万台）	30.00	30.00	29.00
	产量（万台）	16.94	23.01	32.80
	销量（万台）	17.52	26.15	28.69
	产能利用率	56.47%	76.70%	113.11%
	产销率	103.42%	113.65%	87.47%
控制器	产能（万个）	60.00	60.00	50.00
	产量（万个）	28.73	46.14	50.01
	销量（万个）	9.13	27.87	33.18
	产能利用率	47.88%	76.90%	100.03%
	产销率 ^注	31.78%	60.40%	66.36%

(来源: 招股书)

除了行业因素外，公司还将原因归于客户 Prophete 的经营恶化。考虑到该类产品对应电踏车细分行业，而海外市场能否恢复，这也是个问题。

2022 年、2023 年，公司减速轮毂电机和控制器产能利用率有所下降，主要原因系公司减速轮毂电机和控制器客户 Prophete 2022 年下半年经营情况恶化，其逐渐暂停向公司采购，加之受 2022 年上半年的外部环境、国际物流紧张等短期阶段性利好因素已消除以及 2022 年下半年以来欧洲市场消费需求短期减少影响，公司减速轮毂电机、控制器等电助力自行车产品产销量有所减少，导致上述产品 2022 年、2023 年产能利用率有所下降。

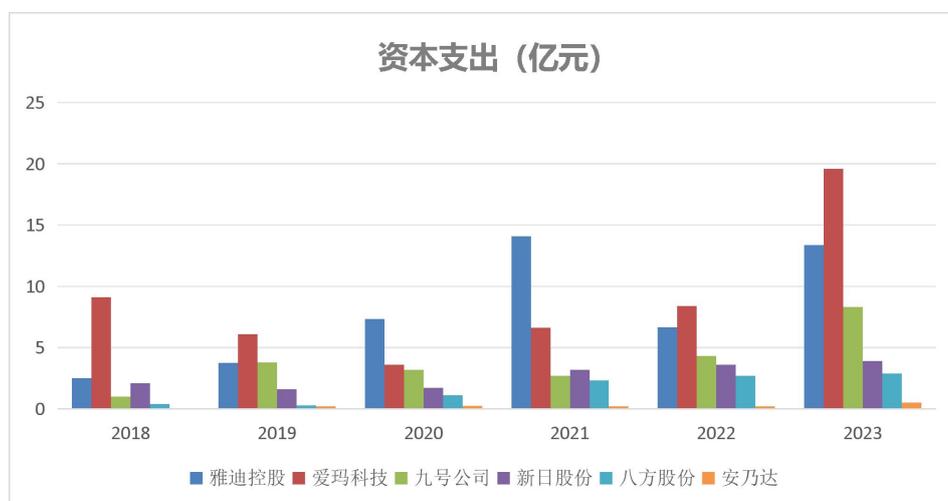
(来源: 招股书)

虽然近几年直驱轮毂电机的产能利用率处在高位，但结合下游电动两轮车行业情况看，仍存在隐忧。

在“新国标”的刺激下，近年来以雅迪为代表的头部整车厂纷纷加大资本支出。2020年以来，九号公司（689009.SH）、爱玛科技、绿源集团控股（2451.HK，绿源集团）相继登陆资本市场，进一步加速了产能扩张。

2018-2023年，雅迪和爱玛科技累计资本支出分别为47.7亿元、53.4亿元。

同期，雅迪的产能从600万台提升至2000万台，增幅达233%；爱玛科技的产能从480万台提升至1060万台，增幅达120%。



(来源：同花顺 iFind, 制图：市值风云 APP)

对应的，近几年国内电动两轮车产量提升明显，产销缺口也在持续缩小，2022年已降至166万台。

考虑到爱玛科技、绿源集团等仍有扩产计划，后续产能释放下，产量还有望继续增长。

	2020	2021	2022
产量	4126	4551	5904
销量	4760	4975	6070
产销缺口	634	424	166

(来源：招股书、头豹研究院、前瞻产业研究院, 制表：市值风云 APP)

那么后续市场需求能跟得上吗？

如果跟不上，那么产能过剩或将无法避免，这对身处上游并准备扩产的安乃达而言可不是件好事。

前文已提到，电动两轮车置换潮基本接近尾声，市场渗透率处于高位，头部整车厂的营收增长已现颓势。

参考八方股份年报中引用的数据，2023 年我国两轮电动车总销量约 5500 万辆，这一数字较 2022 年的 6070 万辆已经出现了下滑。

2023 年，虽行业经济运行承压向前，但电动自行车需求仍然旺盛。据《营商年度报告》数据显示，2023 年，我国两轮电动车总销量约 5500 万辆，其中电动自行车占比达 90%，约 4950 万辆，电动自行车的市场空间广阔。

(来源：八方股份 2023 年报)

绿源集团于 2023 年 10 月上市，其在招股书中提到：在“新国标”全面实施后，大规模汽车换代需求可能会减少，而随著市场的成熟和发展，放缓的迹象也逐步显现。

然而，在新國標全面實施後，大規模汽車換代需求可能會減少，而隨著市場的成熟和發展，放緩的跡象也逐步顯現。隨著商業方面及個人消費者方面的客戶群不斷擴大，預期中國內地電動兩輪車市場的總銷量將於2027年達到77.2百萬輛，惟2023年起的複合年增長率低至4.6%。

(来源：绿源集团控股招股书)

绿源集团预计，2023-2027 年，国内电动两轮车销量复合年增长率将降至 4.6%。

中國內地電動兩輪車銷量(2018年至2027年(估計))

複合年增長率	2018年至 2022年	2023年(估計)至 2027年(估計)
電動自行車	12.8%	3.8%
電動輕型摩托車	33.9%	-3.5%
電動摩托車	85.5%	12.3%
總計	17.1%	4.6%

(来源：绿源集团控股招股书)