雅迪控股(01585.HK)

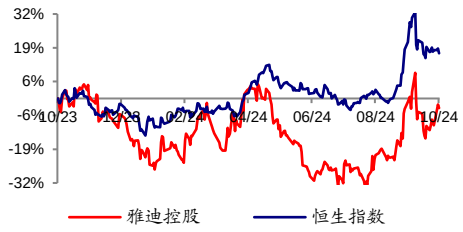
电动两轮车龙头，横纵向布局领先

公司评级	增持
当前价格	13.40 港元
合理价值	17.14 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-02

基本数据

股票代码	01585.HK	01585.HK
总股本（百万股）	3112.65	3112.65
流通股本（百万股）	3112.65	3112.65
总市值 （百万）	41,709 港元	41,709 港元
一年内最高/低价	15.4-9.3 港元	15.4-9.3 港元
30 日日均成交量（百万股）	13.00	13.00
30 日日均成交额（百万）	173 港元	173 港元
近 3 个月涨跌幅（%）	28.11	28.11

相对市场表现



核心观点：

- **雅迪是电动两轮车行业龙头，23 年销量超 1600 万辆。**根据公司财报，公司成立于 2001 年，深耕电动两轮车领域二十多年，2023 年产销量超过 1600 万辆。目前公司业务覆盖电动自行车、踏板车、电池等多个领域，2023 年营收 348 亿元，归母净利润超 26 亿元。
- **行业短期将受益新政与补贴落地，长期需求仍有提升空间。**（1）短期来看：19 年《新国标》修订加速了存量换新，带动行业增长与集中度提升。24 年《新国标》迎来新一轮修订，行业监管更加严格，且配合旧换新补贴，有望带动新一轮存量车加速换新与行业集中度提升。（2）长期来看，国内市场 C 端和 B 端需求均有提升空间。海外市场目前仍是蓝海，在补贴和禁摩政策等因素推动下，市场有望快速发展。根据弗若斯特沙利文数据，27 年电动两轮车海外市场销量有望达 5390 万辆。
- **公司竞争优势明显且海外布局领先，短期业绩有望恢复增长，长期领先优势有望继续扩大。**雅迪作为行业龙头，在成本、供应链、渠道、品牌等方面领先行业。虽然 24H1 业绩有所下滑，但随着行业新规与补贴落地，经销商去库存周期结束，业绩有望恢复增长。长期来看，公司在纵向积极拓展产业链上游，已布局电机、电池环节；在横向快速出海，东南亚产能、渠道逐步完善，有望在海外市场抢占先机。
- **盈利预测与投资建议：**公司是电动两轮车龙头，受益行业新规与补贴落地。预计 24-26 年归母净利润增长-0.1%、21.7%、15.2%。最新收盘价对应 25 年 PE11.7x，参考可比公司估值，给予 25 年 PE 估值 15 倍，对应合理价值 17.14 港元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策风险，产品研发风险，市场竞争加剧风险，材料价格波动风险，渠道管理风险。

盈利预测：

单位:人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	31,059	34,763	34,033	40,381	46,212
增长率（%）	15.2%	11.9%	-2.1%	18.7%	14.4%
EBITDA（百万元）	2,692	2,635	2,956	3,539	4,078
归母净利润（百万元）	2,161	2,640	2,638	3,210	3,698
增长率（%）	57.8%	22.2%	-0.1%	21.7%	15.2%
EPS（元/股）	0.71	0.86	0.86	1.05	1.21
市盈率（P/E）	17.0	14.6	14.3	11.7	10.2
ROE（%）	32.9%	31.4%	23.8%	22.4%	20.5%
EV/EBITDA	11.6	11.7	9.9	7.2	5.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

分析师： 曾婵
SAC 执证号：S0260517050002
SFC CE No. BNV293
0755-82771936
zengchan@gf.com.cn

分析师： 符超然
SAC 执证号：S0260522080007
021-38003645
fuchaoran@gf.com.cn

分析师： 曹倩雯
SAC 执证号：S0260520110002
021-38003621
caoqianwen@gf.com.cn

请注意，符超然,曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、电动两轮车龙头，深耕行业二十余年 4
二、行业短期受益新规与补贴，长期仍有增长空间 6
（一）短期来看，新一轮行业政策修订与补贴有望推动市场增长 6
（二）长期来看， 国内 C 端与 B 端需求均有提升空间，海外仍是蓝海 8
（三）市场格局方面，新一轮政策修订将推动行业集中度进一步提升 10
三、公司国内竞争优势稳固，海外拓展稳步推进 11
（一）护城河不断拓宽，国内市场雅迪龙头地位稳固 11
（二）东南亚布局逐步完善，海外市场雅迪有望占据先机 14
四、公司短期业绩承压，未来有望恢复增长 15
（一）24H1 雅迪收入短期承压，毛利率回升 15
（二）新政即将落地，雅迪业绩有望恢复增长 16
五、模型假设与盈利预测 17
六、风险提示 19

图表索引

图 1：2017-2024H1 公司营业收入及增速（亿元）.....4
图 2：2017-2024H1 公司归母净利润及增速（亿元）.....4
图 3：2017-2024H1 年雅迪主营业务收入占比.....4
图 4：2017-2024H1 年雅迪电动两轮车销量（万台）.....4
图 5：雅迪股权结构（截至 2024.6.30）.....5
图 6：因电动自行车引发的火灾数量逐年提升.....6
图 7：2019 年《新国标》实行后行业销量快速增长.....8
图 8：中国居民平均百户电动助力车及摩托车保有量.....9
图 9：农村、城镇家庭电动助力车保有量.....9
图 10：中国即时配送服务行业订单规模（亿单）.....9
图 11：共享电单车在大县城市场快速渗透.....9
图 12：东盟摩托车分类别销量（2021 年）.....9
图 13：2018-2027 年全球市场电动两轮车销量.....9
图 14：电动两轮车企业产量（万台）.....11
图 15：电动两轮车成本拆分（2020 年）.....11
图 16：电动两轮车核心部件与构成.....11
图 17：铅酸蓄电池行业竞争格局（2021 年）.....12
图 18：电动两轮车企业营销费用（亿元）.....13
图 19：电动两轮车品牌考虑度.....13
图 20：雅迪终端门店数量领先（万家）.....14
图 21：雅迪单店销量较高（辆）.....14
图 22：雅迪海外市场发展历程.....14
图 23：2016-2024H1 雅迪营收、归母净利润及增速.....15
图 24：雅迪 20-24H1 两轮车销量与增速.....15
图 25：雅迪 21-24H1 两轮车均价与增速.....15
图 26：雅迪两轮车与电池业务毛利率.....16
图 27：2016-2024Q1 雅迪控股净利率、毛利率水平.....16
图 28：爱玛、新日分季度收入同比增速（23Q1-24Q2）.....16
图 29：雅迪、爱玛、新日年度收入同比增速（20-24H1）.....16
图 30：符合《电动自行车行业规范条件》的企业数量（第一、二批）.....17

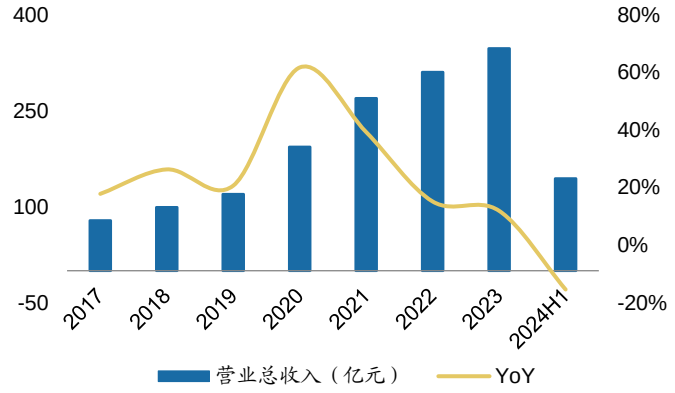
表 1：雅迪控股管理层简介.....5
表 2：公司实施股权激励计划绑定员工利益.....6
表 3：雅迪股权激励行权目标.....6
表 4：2024 电动两轮车主要相关政策.....7
表 5：2019 年电动两轮车新旧国标对比.....7
表 6：《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》主要变化.....10
表 7：电动两轮车电池技术路线对比.....12
表 8：雅迪积极向产业链上游布局.....13
表 9：雅迪控股收入分拆表.....18
表 10：雅迪控股毛利率分拆表.....18
表 11：雅迪控股可比公司估值表.....18

一、电动两轮车龙头，深耕行业二十余年

雅迪控股是全球电动两轮车领域龙头，深耕行业二十余载。根据公司财报，公司成立于2001年，主营电动两轮车及相关配件的研发、生产与销售，旗下产品包括电动踏板车和电动自行车等。2016年5月，公司在香港联交所上市，成为电动两轮车行业的第一家上市公司。经过多年发展，雅迪已拥有八大产研基地，电动两轮车年产能超过2000万台，国内分销商及其子分销商超过4000家，终端专营门店超过4万家，在海外90多个国家建立了分销渠道，产品销售至全球100多个国家。

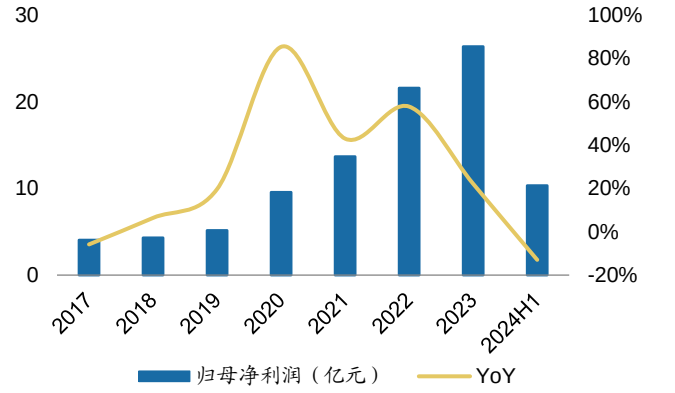
公司收入、利润稳步增长，23年利润规模超26亿元。根据公司财报，2016-2023年，公司营业收入规模稳步提升，CAGR为22.9%；归母净利润持续增长，CAGR为25.5%。其中，2019年电动两轮车《新国标》出台后，随着行业增长与公司份额提升，业绩增速加快，2019-2023年营收及归母净利润CAGR为23.8%/38.6%。2023年公司实现营收347.6亿元，同比增长11.9%，归母净利润26.4亿元，同比增长22.2%。2024H1营业收入144.1亿元，同比下滑15.4%，主要因为行业增速放缓与经销商库存波动。

图1：2017-2024H1公司营业收入及增速（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

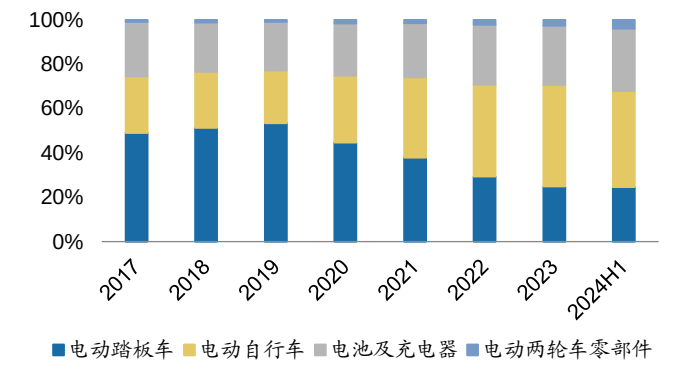
图 2：2017-2024H1 公司归母净利润及增速（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

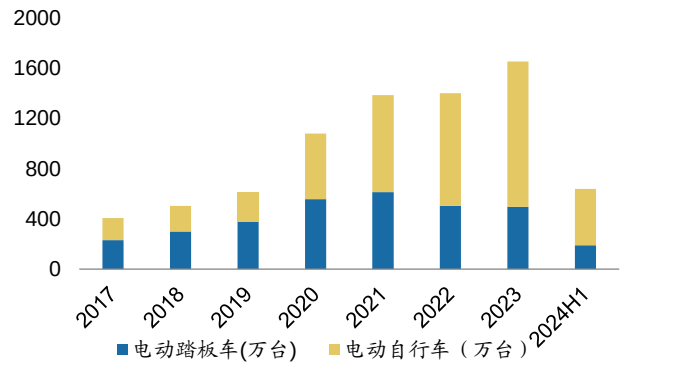
从收入结构来看，公司业务以电动自行车、电动踏板车、电池及充电器为主。根据公司财报，2024H1公司电动自行车营收占比43.3%，电动踏板车为24.6%，电池及充电器为28.2%。从销量方面看，2023年电动两轮车销量约为1652万辆，其中电动自动车销量达到1156万辆，占比70.0%；电动踏板车销量为496万辆，占比30.0%。

图3：2017-2024H1年雅迪主营业务收入占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

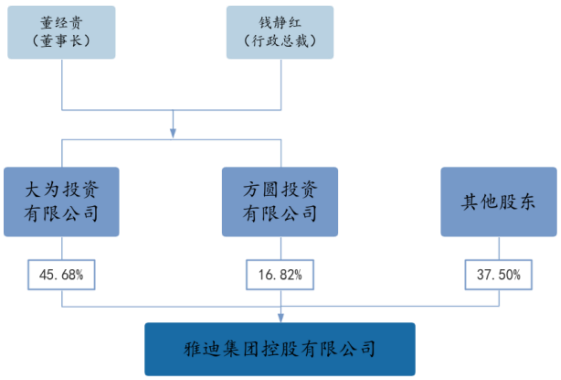
图 4：2017-2024H1 年雅迪电动两轮车销量（万台）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司管理方面，董经贵与钱静红夫妻为主要实控人，股权结构集中。根据公司24年中报，截至2024年6月30日，董经贵与钱静红合计持股62.5%，其余股东持股37.5%。

图5：雅迪股权结构（截至2024.6.30）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司管理层稳定，高管均在集团从业多年。参考公司24年中报，公司高管团队中，董经贵先生和钱静红女士均从机车工厂员工做起，从业20余年，行业经验丰富。高级副总裁周朝阳2000年加入雅迪，曾负责研发、销售等多部门管理，目前负责公司整体运营与管理；高级副总裁王家中于1999年加入雅迪，负责全球销售及服务管理；高级副总裁周超于2007年加入雅迪，负责全球产品研发业务。财务总监石锐2014年加入雅迪，负责集团财务事宜。

表1：雅迪控股管理层简介

姓名	职务	简介
董经贵	联合创办人、董事会主席	55 岁，曾于机车工厂担任员工六年，为钱静红女士配偶，1997 年与钱静红女士开始筹备成立江苏雅迪时开始涉足电动两轮车行业，自 2013 年 7 月起一直担任江苏省自行车电动车协会副理事长。
钱静红	联合创办人、副董事会主席、行政总裁	52 岁，曾于机车工厂担任员工四年，为董经贵先生配偶，1997 年与董经贵先生开始筹备成立江苏雅迪时开始涉足电动两轮车行业。
沈瑜	董事会主席助理、总裁办公室总监、联席公司秘书	49 岁，2005 年 5 月加入雅迪，自此出任董事会主席助理兼总裁办公室总监，负责集团的公共事务管理工作，并协助董事会主席及总裁开展对外事务及公关管理工作，亦为联席公司秘书。
石锐	财务总监	47 岁，2014 年 3 月加入雅迪，负责雅迪的财务事宜。
王家中	高级副总裁	46 岁，1999 年 2 月加入雅迪，2023 年 10 月担任高级副总裁，负责集团全球销售及服务管理。
周朝阳	高级副总裁	41 岁，2000 年 5 月加入雅迪，2023 年 10 月担任高级副总裁，负责集团整体运营与管理。
周超	高级副总裁	44 岁，2007 年 5 月加入雅迪，2023 年 10 月担任高级副总裁，负责集团全球产品研发。
王金龙	印尼生产基地总经理	50 岁，2004 年 4 月首次加入雅迪，2023 年 10 月起担任印尼生产基地总经理。
梁志杰	联席公司秘书	2022 年 6 月 17 日担任联席公司秘书。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

股权激励绑定骨干员工与公司利益，业绩目标设定积极。参考雅迪股权激励公告，公司于2023年1月17日公布股权激励计划，涉及的激励对象为公司及附属公司雇员263人（约占人数比 例2.87%），拟授予股票期权数量为3355万份，约占激励计划草案公布时公司股本总额的1.10%。股权激励目标设定为以2022年营业收入及净利润为基数，2023-2025年营业收入或净利润增长率分别不低于20%/44%/73%，按照

股权激励行权条件最低目标，以2022年为基数，2023-2025年营收及归母净利润逐年增长率均需达到20%。

表2：公司实施股权激励计划绑定员工利益

授予时间	激励方式	股份数（万份）	激励对象	人数	行权价（港元）	行权条件
2023/1/17	股票期权激励	3,355	公司及（或）附属公司雇员	263	16.14	以 2022 年为基数，三期解禁比例3:3:4。（1）2023 年营收增长率及净利润增长率≥20%；（2）2024 年营收增长率及净利润增长率≥44%；（3）2025 年营收增长率及净利润增长率≥73%。个人层面也将进行绩效考核。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表3：雅迪股权激励行权目标

年份	年份 营业收入（亿元）	净利润（亿元）
2023 年	373.03	25.93
2024 年	447.64	31.12
2025 年	537.17	37.34

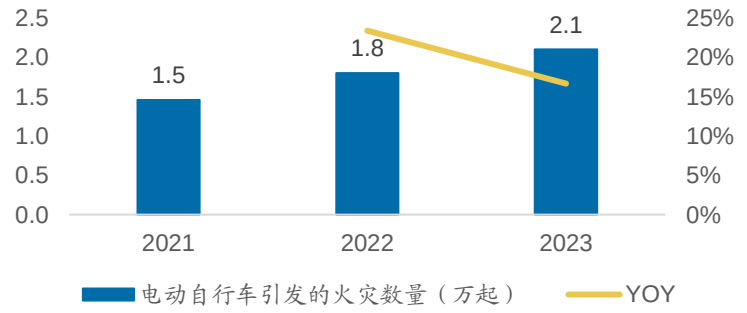
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

二、行业短期受益新规与补贴，长期仍有增长空间

（一）短期来看，新一轮行业政策修订与补贴有望推动市场增长

近年来两轮车火灾、交通安全事故频发推动监管趋严，24年行业迎来新一轮政策修订。根据工信部援引的国家消防救援局数据，电动自行车引发的火灾2021年是1.8万起，2023年就迅速增加到2.5万起，年均增长约20%；电动自行车火灾在全年较大火灾中的占比，从2021年的5.9%上升到2023年的12.7%。另外，由于不少车辆存在违规篡改的情况，导致其最高车速、蓄电池电压、电动机功率等技术指标超标，成为交通安全事故的重要诱因。因此，24年国务院牵头开展全国电动自行车安全隐患全链条整治行动，监管力度加强，并对《电动自行车安全技术规范》进行修订。

图6：因电动自行车引发的火灾数量逐年提升



数据来源：国家消防救援局，广发证券发展研究中心

2024年4月，工信部公开征集“新国标”修订项目的意见，后续多个行业子标准、规范密集发布/修订，9月19日工信部正式发布《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》。

表4：2024电动两轮车主要相关政策

时间	相关政策发布
4月7日	《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准（新国标）修订计划项目公开征集意见
4月25日	《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》强制性国家标准发布
4月25日	《电动自行车用充电器安全技术要求》强制性国家标准第1号修改单（征求意见稿）发布
4月30日	《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》印发
5月30日	《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）发布
9月19日	《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》公布

数据来源：工信部，广发证券发展研究中心

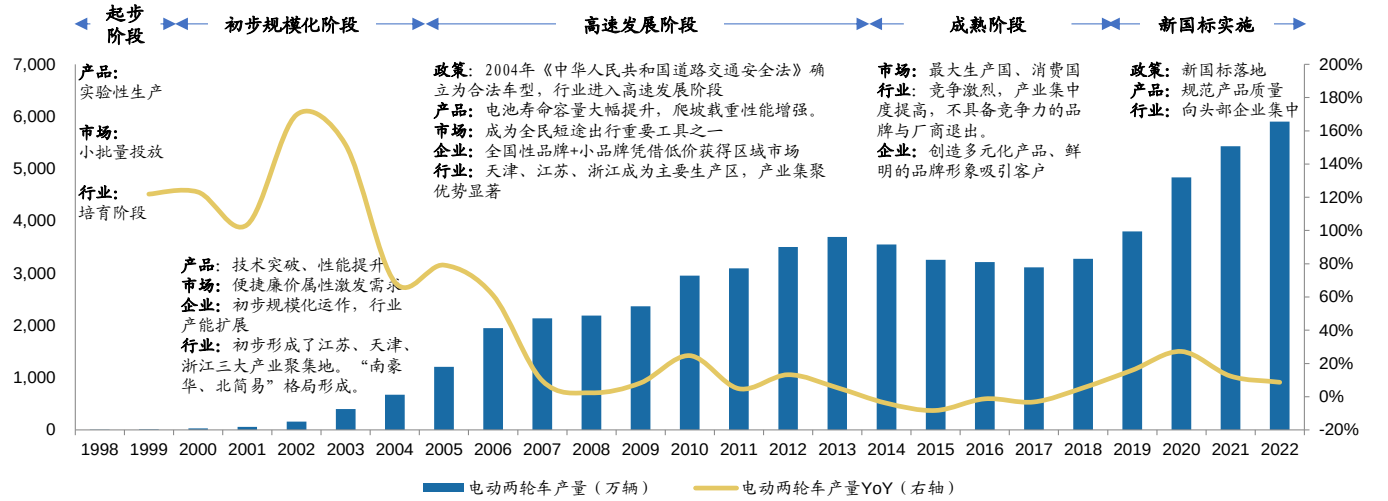
复盘上一轮行业政策变化：19年《新国标》加速存量车换新，带动了行业规模增长。参考爱玛科技首次招股说明书、EVTank数据，2015-2018年，国内电动两轮车市场逐步进入成熟期。根据人民网援引的中国轻工业联合会数据，当时约60%的电动自行车不符合标准。2019年《新国标》开始实行，对车辆标准要求更加严格，超标车、违规车在执行期满后禁止上路，因此推动了行业老车加速换新，带动行业规模增长。艾瑞咨询数据显示，电动两轮车2019-2022年销量CAGR为11%，年均销量达到4450万辆，2022年销量达到5000万辆以上。

表5：2019年电动两轮车新旧国标对比

国标规定		《旧国标》	2019年《新国标》		
产品名称		电动自行车	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
示意图					
产品参数	整车质量	<40kg	<55kg	可≥55kg	可≥55kg
	最高车速	<20km/h	≤25km/h	≤50km/h	>50km/h
	电池电压	≤48V	≤48V	无限制	无限制
	电机功率	≤240W	≤400W	≤4kW	>4kW
	脚踏骑行	必须具备	必须配备	不具有	不具有
	产品属性	非机动车	非机动车	机动车	机动车
生产资质	产品管理	生产许可证	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

数据来源：《电动自行车通用技术条件》（GB177610-1999），雅迪淘宝旗舰店，九号京东旗舰店，广发证券发展研究中心

图7：2019年《新国标》实行后行业销量快速增长



数据来源：爱玛科技首次招股说明书，EVTank，广发证券发展研究中心

2024年新一轮监管趋严与以旧换新补贴配合，有望再次加速存量替换需求，带动行业规模增长。24年来各地对违规、改造车的监管、处罚力度加强，加速了违规两轮车的淘汰换新。另一方面，对于消费者已经购买的不符合最新标准的电动自行车，工信部表示将由各地政府根据有关法律规定，结合当地实际情况制定妥善的解决办法，常见的处理方式包括以旧换新、折价回购、自然报废、发放报废补贴等。

以旧换新补贴已逐步落地，有望推动存量替换需求释放。2024年8月，商务部等五部门发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》，将电动两轮车纳入消费补贴范围。参考方案：（1）补贴资金来源：由各地方政府实施，资金来自中央1500亿特别国债。（2）补贴方案：给予消费者500元或车价15%的以旧换新补贴，锂电车换新为铅酸电池车另有额外300元或车价5%的补贴。（3）补贴方向：鼓励享受补贴的消费者购买符合《电动自行车行业规范条件》企业生产的合格新车”。

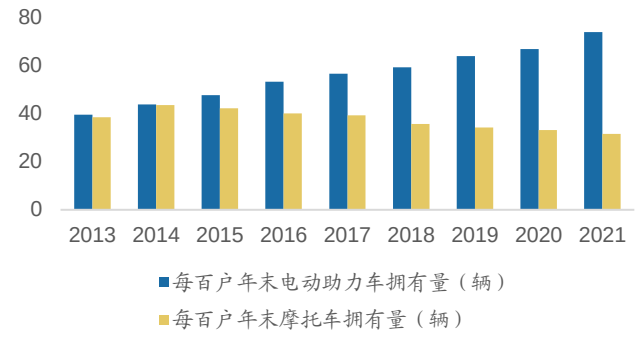
参考工信部数据，目前国内电动车保有量已超过3.5亿台，若按照正常使用寿命5年估算，则每年的自然替换量超过7000万台。目前国内行业销量距离7000万台仍有差距，主要因为仍有大量的两轮车使用寿命超过5年。本轮行业监管加强与以旧换新补贴，有望带来新一轮存量车加速更新，拉动行业规模增长。

（二）长期来看， 国内 C 端与 B 端需求均有提升空间，海外仍是蓝海

国内市场，目前行业规模已超5000万台，但电动两轮车对自行车与摩托车替代率有望继续提高，C端与B端需求有均提升空间。

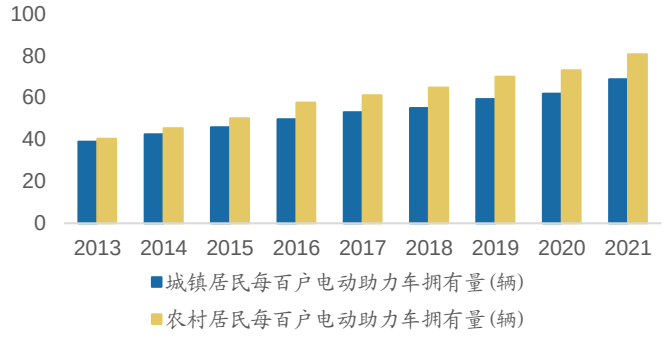
（1）C端：城市道路资源不足叠加环保出行背景下，电动两轮车市场空间广阔。电动两轮车、电动平衡车、电动滑板车及全地形车等短交通工具，因其轻便、灵活的特点，满足了公众短距离出行和公共交通接驳换乘，长期发展空间广阔，对自行车与摩托车替代率有望继续提升。

图8：中国居民平均百户电动助力车及摩托车保有量



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

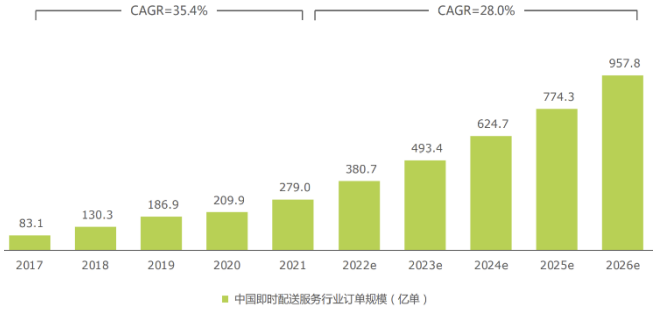
图9：农村、城镇家庭电动助力车保有量



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

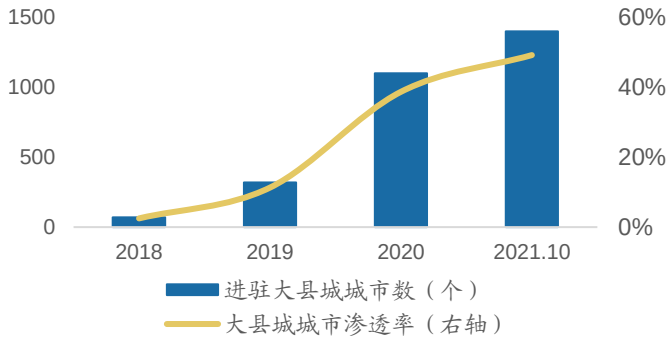
（2）B端：下游即时配送、共享出行等需求保持快速发展有望带动需求。参考艾瑞咨询数据，即时配送方面需求快速发展，带动行业需求，且配送用车使用频繁，更换周期更短。共享电单车针对低线城市与县域市场，参考松果智库数据，2019年行业规范后重新恢复快速增长。

图10：中国即时配送服务行业订单规模（亿单）



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

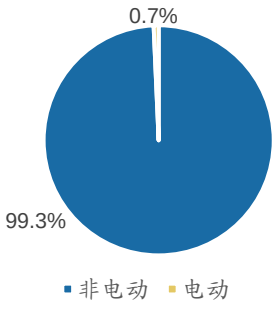
图 11：共享电单车在大县城市场快速渗透



数据来源：松果智库，广发证券发展研究中心

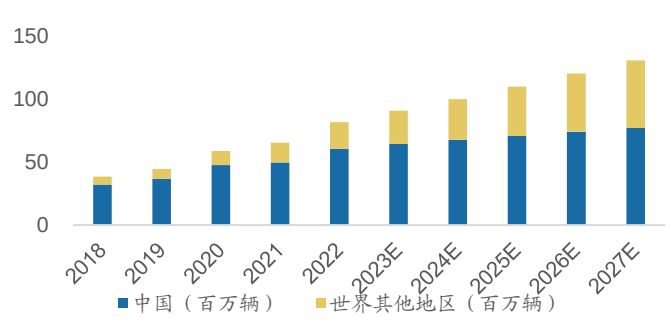
海外市场仍是蓝海，在补贴和禁摩政策等因素推动下，东南亚市场有望快速发展。（1）对于日本、欧洲与北美等发达地区，E-bike是电动两轮车的主要形式，政策补贴、油价上涨、环保、健康理念等共同推动市场发展。（2）印度与东南亚方面，两轮车仍以燃油摩托车为主，但多国已发布补贴和禁油摩政策，市场有望快速发展。根据弗若斯特沙利文数据，2027年海外市场将销量达到5390万辆，出海有望成为电动两轮车企业发展的重要方向。

图12：东盟摩托车分类别销量（2021年）



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图 13：2018-2027 年全球市场电动两轮车销量



数据来源：绿源集团控股首次招股说明书，弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

（三）市场格局方面，新一轮政策修订将推动行业集中度进一步提升

在生产端，《电动自行车行业规范条件》白名单政策的推出，将进一步提高行业的进入和生存门槛。《电动自行车行业规范条件》从企业布局、工艺装备、产品质量与管理、智能制造和绿色制造、安全生产、劳动者权益保障、消费者权益保障七个方面，对生产厂家提出了更高要求，提高了行业门槛。

在消费端，以旧换新补贴政策鼓励消费者购买白名单企业产品与铅酸产品，利好已进入名单的头部企业与铅酸产品为主的企业。参考《推动电动自行车以旧换新实施方案》，政策“鼓励享受补贴的消费者购买符合《电动自行车行业规范条件》企业生产的合格新车”。 截止2024年10月20日，符合《电动自行车行业规范条件》的白名单企业共披露两批，主要包括雅迪、爱玛、台铃、绿源等龙头企业。同时，政策包含“对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，可适当加大补贴力度”，利好雅迪等铅酸电池车产品为主的头部企业。

在产品端，新规下电动两轮车的安全性与续航有望提升，同时违规改装难度加大，将进一步压缩小厂产品空间。2024 年 9 月《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》发布，主要变化包括提高了防火性能的要求，加强了对车速篡改的限制，增加了北斗定位等功能，增加标明建议使用年限的要求，放松了对车重的要求等。整体来看，新标准对生产厂家的研发、设计、生产能力要求更高。

参考工信部对《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》解读，目前行业内不少企业缺乏足够的研发投入和设计能力，产品同质化严重，甚至为降低生产成本使用劣质原材料、缩减检测项目，导致产品质量参差不齐、抽检合格率不高。**在本次新标准修订后，不具备质量控制能力的作坊式企业将被逐步淘汰，行业集中度有望进一步提升。**

表6：《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》主要变化

政策变化	预计对消费者的影响	预计对生产厂商的影响
提升产品一致性和抽检合格率	产品安全性提升	对企业的设计、生产能力要求更高。
铅蓄电池车重量要求由 55 公斤放宽至 63 公斤，且不再强制要求脚踏动力装置	产品的续航里程将提高，充电频次将减少	对企业的设计、生产能力要求更高，但不再强制要求脚踏动力装置，生产成本或有所降低。
增加车速篡改难度，包括增加部件间互认协同功能等	违规改装难度提高，交通事故隐患减少	对企业的研发、设计、生产能力要求更高，成本或有增加。
增加防火阻燃性能要求，新增塑料件占比指标	火灾风险降低	对企业的研发、设计、生产能力要求更高，成本或有增加。
具备北斗定位和安全检测功能	将方便消费者实时了解电动自行车所在经度、维度、蓄电池状态等关键安全信息，并对车辆异常情况进行识别，增强车辆主动安全性能	对企业的研发、设计、生产能力要求更高，成本或有增加。
在产品铭牌上标明建议使用年限	明确产品的正常使用寿命，降低安全风险	对企业的设计、生产能力要求更高。

数据来源：工信部《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》，广发证券发展研究中心

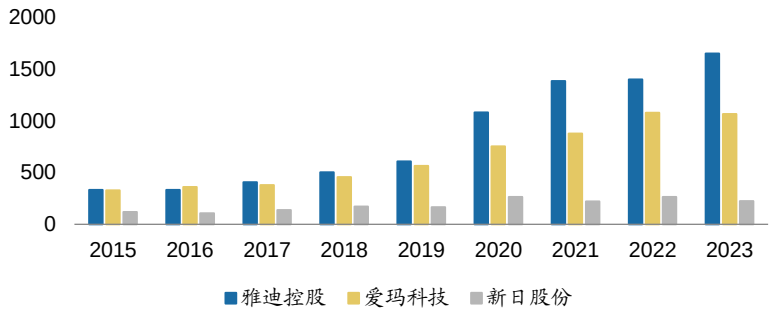
三、公司国内竞争优势稳固，海外拓展稳步推进

（一）护城河不断拓宽，国内市场雅迪龙头地位稳固

雅迪作为国内两轮车行业龙头，在成本、供应链、渠道、品牌等方面均有明显的领先优势。

（1）成本方面：雅迪已建立规模优势，成本优势将逐步体现。根据公司年报，2018年来，雅迪开始快速扩增产能，2023年产量超1600万台，已达行业份额第二的爱玛1.5倍，达到腰部厂商新日的7.3倍。随着产量拉开差距，规模效应下雅迪的成本优势有望逐步体现。

图14：电动两轮车企业产量（万台）

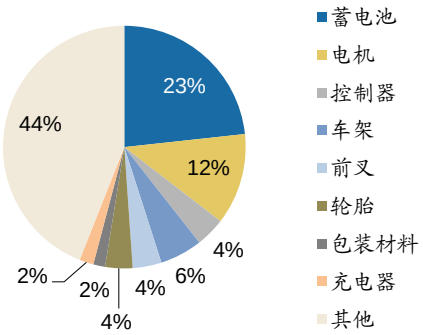


数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

（2）供应链方面：雅迪在产业链关键环节布局领先。参考爱玛科技招股书，纵向来看，对于电动两轮车厂商，电池与电机是核心零部件，也是厂商向产业链上游延伸的关键环节，目前雅迪已通过参控股公司的方式，实现了对电池、电机环节的布局。

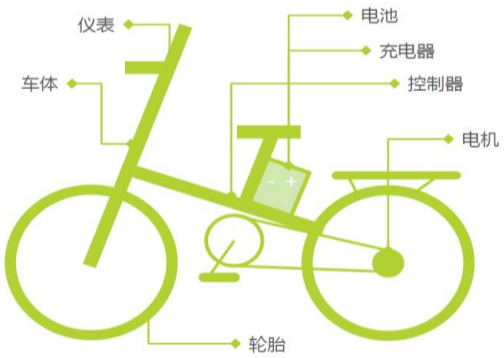
电机在两轮车成本中占比约12%，雅迪通过参股大川电机向上拓展。参考大川电机官网数据，大川电机（Okawa）是面向电踏车市场的整车品牌厂商和核心零部件供应商，由雅迪集团提供战略投资。公司为日本、欧洲、北美和中国的C端消费者提供具有原创设计的电踏车产品，同时为B端的电踏车品牌提供具有自主核心技术的中置电机系统。公司产品大川OKAWA中置电机系统、100%自主研发，能够实时读懂外部环境和骑行者的肢体意图，精度、响应时间和寿命都达到了国际领先水平。雅迪参股大川电机，有望实现电机研发，以及海外Ebike业务的协同。

图15：电动两轮车成本拆分（2020年）



数据来源：爱玛科技招股说明书，广发证券发展研究中心

图16：电动两轮车核心部件与构成

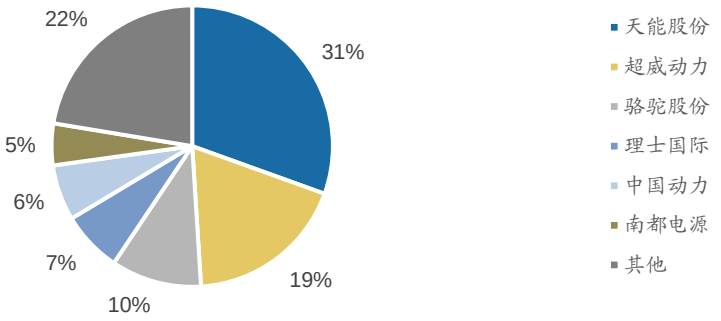


数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

电池是最核心的零部件，成本占比达23%，雅迪积极布局石墨烯电池与钠电池。

在铅酸蓄电池时代，上游格局稳定，整车厂难以向上延伸。铅酸蓄电池的生产制造属于资金密集且污染严重环节，传统电池龙头厂商深耕多年，规模效应强，在技术和成本方面均有优势，行业已形成稳定格局，且政策对新进入者有较高的规模要求。参考EV Tank数据，至2021年，天能股份与超威动力市场占有率合计50%左右，双寡头垄断的行业格局基本形成。

图17：铅酸蓄电池行业竞争格局（2021年）



数据来源：EVTank，华经产业研究院，广发证券发展研究中心

但随着电池行业新技术路线涌现，雅迪资金与技术实力强，已开始快速向上游布局。相比于成熟的铅酸蓄电池与价格较高的锂电池，石墨烯铅酸蓄电池、钠离子电池等新电池路线在寿命、成本方面有优势。面对技术路线的变革，中小厂商没有足够的资金实力与技术团队支撑新电池技术路线的研发，而雅迪正在把握时机向上游延伸。

表7：电动两轮车电池技术路线对比

电池种类	主要优点	主要缺点	应用情况
铅酸电池	成本低、无记忆效应、浮充寿命好、安全稳定性好、大电流放电性能好、高低温放电性能较好，可完全回收	能量密度较低，重量大,充电时间长，循环寿命相对较低，存在一定的排放污染	在两轮电动车中应用成熟
钠离子电池	成本较低、安全性高、能量密度较高、热稳定性优异、低温性能优于锂电池、可高倍率充电	能量密度低于锂离子电池，电池循环寿命低于锂离子电池	技术尚在验证阶段，产业待发展
锂电子电池	重量轻、比能量高、循环寿命长、无记忆效应、充电时间短	成本高、安全性能较差、大电流放电性能较差、大容量制造技术尚待进步、回收经济价值低	在两轮电动车中加速应用

数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

雅迪通过并购等方式布局钠电池，目前已有钠电池与整车产品落地。参考雅迪公司公告，2021-2022年，雅迪通过并购等方式向上游布局，陆续完成了对南都华宇、长兴南都100%股权收购。2023年3月17日，雅迪携手旗下华宇新能源宣布成立新公司华宇钠电，同时发布第一代钠离子电池“极钠 1 号”及可量产配套整车雅迪极钠S9。2024年雅迪联合美团主办“深圳市外卖电动 车钠离子电池换电试点启动会”，首创的“钠电以换代充”的全新模式将钠电与换电相结合。

表8：雅迪积极向产业链上游布局

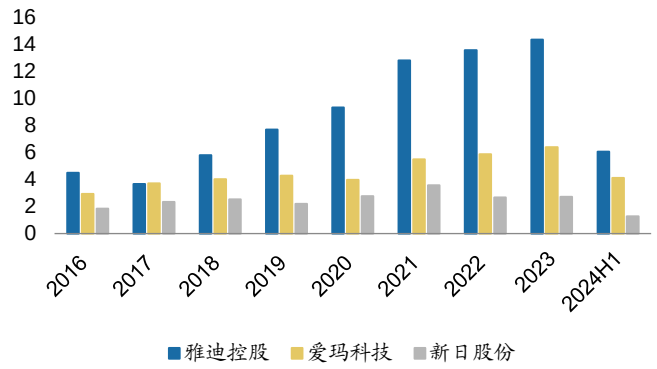
公司名称	并购内容	产业链环节
雅迪	2020 年参股大川电机 40%股权	电机
雅迪	2021 年 12 月收购界首市南都华宇电源有限公司及浙江长兴南都电源有限公司 70%股权； 2022 年 8 月收购界首市南都华宇电源有限公司及浙江长兴南都电源有限公司 30%股权。	电池等核心零部件

数据来源：wind，《雅迪控股：收购界首市南都华宇电源有限公司及浙江长兴南都电源有限公司之 70%股权公告》，《雅迪控股：关连交易收购目标公司之余下 30%股权公告》，广发证券发展研究中心

若电池新技术路线逐步成熟，雅迪望向上游的延伸将进一步发展，成本优势将更加明显。

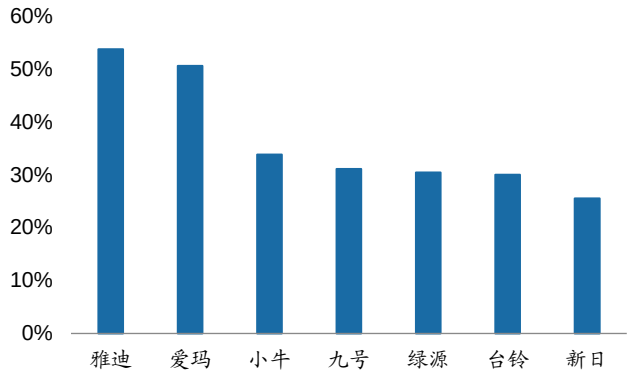
（2）品牌方面：雅迪坚持长期高营销投放，品牌认知度明显领先。根据公司年报、半年报数据，雅迪2016-2023年销售费用增速CAGR达18%，累计投入费用超70亿元。电动两轮车行业已相对成熟，雅迪通过长期的营销投入，已积累了较强的品牌优势。参考艾瑞咨询调研数据（2022年），雅迪在消费者中的品牌考虑度位列第一。

图18：电动两轮车企业营销费用（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 19：电动两轮车品牌考虑度

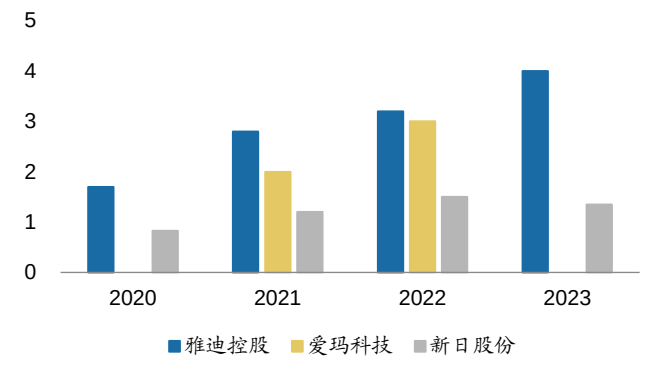


数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

（3）渠道方面：雅迪深耕线下渠道，行业承压期逆势扩张，经销商、门店的数量、质量领先。2020年以来行业经销商整体经营压力加大，门店扩张放缓。同时《新国标》实施促进行业整合，部分中小厂商退出，雅迪经销商凭借较强的资金实力，接收了部分因中小厂商退出而空闲的销售门店，实现逆势扩张。公司年报数据显示，截止2023年，雅迪经销商数量超4000家，线下销售网点数量超40000个。

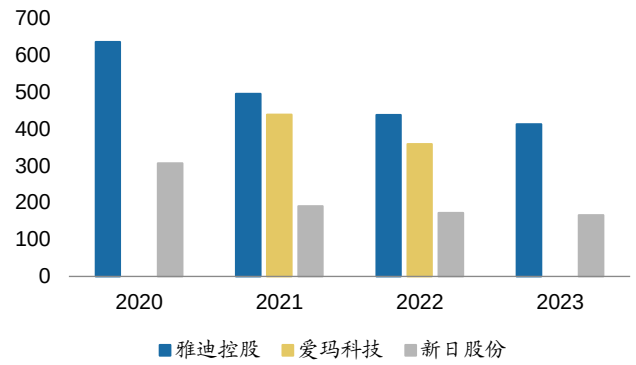
雅迪门店质量同样领先，单店销量超过同行。根据公司年报信息，雅迪2022年单店销量分别为438辆，高于爱玛的359辆（爱玛年报未披露23年门店数量，此处以22年门店数量进行对比分析）。

图20：雅迪终端门店数量领先（万家）



数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

图21：雅迪单店销量较高（辆）



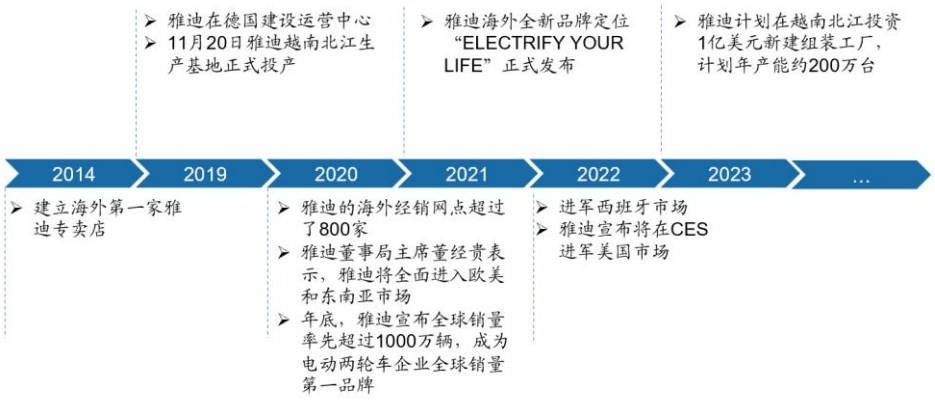
数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

（二）东南亚布局逐步完善，海外市场雅迪有望占据先机

产能方面，雅迪海外布局领先，越南、印尼工厂有望逐步释放产能。根据公司官网信息，目前雅迪已建成8个全球生产基地，其中包括越南北江、印尼等海外基地。根据公司23年年报，24年初越南北江省谭黄工业园工厂已开始建设，占地超23万平米，计划于25年投产，年产能超200万辆，约30%产量将出口至东南亚其他国家（包括马来西亚、菲律宾、泰国、老挝等）。在印尼，根据雅迪官网披露，雅迪智能产研基地投资超过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。

渠道方面，海外销售网点陆续铺开。2014年雅迪建设了海外首家专卖店，2019年建设德国运营中心，以及美国办事处和越南分公司。截至2022年，根据公司年报披露，雅迪已在欧洲、东南亚、南美洲等多个国家和地区建立了销售网点，市场覆盖80余个国家及地区。

图22：雅迪海外市场发展历程



数据来源：中国日报网《十四年风雨出海路，雅迪全球化进程升维大提速》，搜狐网《全球化战略升级|布局越南抢占东南亚市场，雅迪加码全球第一》，雅迪官网《Yadea's push into the US market to begin at Las Vegas' CES》，经济参考报《深入全球化，出海西班牙，世界目光再次聚焦雅迪电动车》，越南之声广播电台《Nearly 1 billion USD registered to invest in Bac Giang》，广发证券发展研究中心

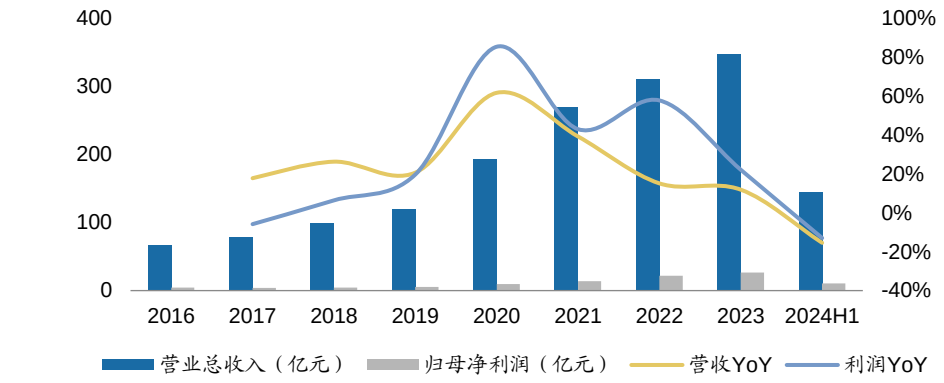
海外市场仍是蓝海，其中东南亚市场在补贴和禁摩政策等因素推动下望快速发展，或将成为电动两轮车企业未来发展的重要方向。雅迪目前在东南亚产能、渠道逐步完善，有望在未来的海外市场竞争中占据先机。

四、公司短期业绩承压，未来有望恢复增长

（一）24H1 雅迪收入短期承压，毛利率回升

根据雅迪24年中报，24H1公司实现营业收入144.1亿元，同比下滑15.4%；实现归母净利润10.3亿元，同比下滑12.95%。

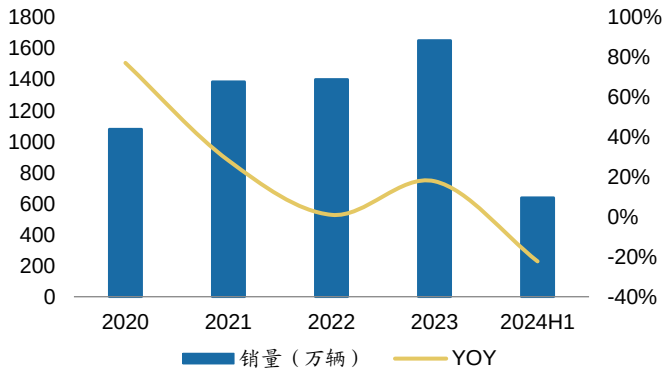
图23：2016-2024H1雅迪营收、归母净利润及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

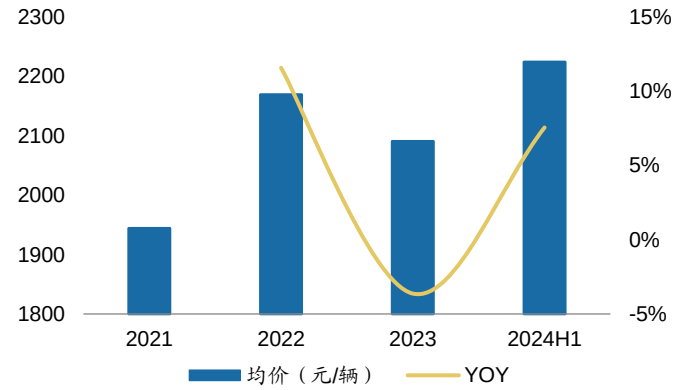
24H1收入承压，主要因为行业政策变化以及分销商进入去库存周期。复盘雅迪销量与均价情况，23年公司两轮车均价有所下滑，出货量增长较快。进入2024年后，行业监管加强、法规更新，以及分销商处于去库存周期，导致电动两轮车的销量下降，拖累公司收入增速。

图24：雅迪20-24H1两轮车销量与增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 25：雅迪 21-24H1 两轮车均价与增速



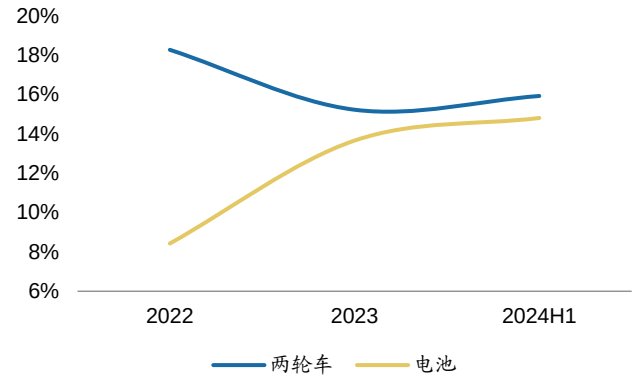
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：两轮车均价计算口径包含随车附带的电池与相关配件，计算方法为电动两轮车及其配件收入/电动两轮车销量。

利润方面，毛利率有所提升。参考公司24年中报，24H1两轮车毛利率提升至15.9%，主要因为行业价格战结束，产品组合优化。电池毛利率提升至14.8%，主要因为电池

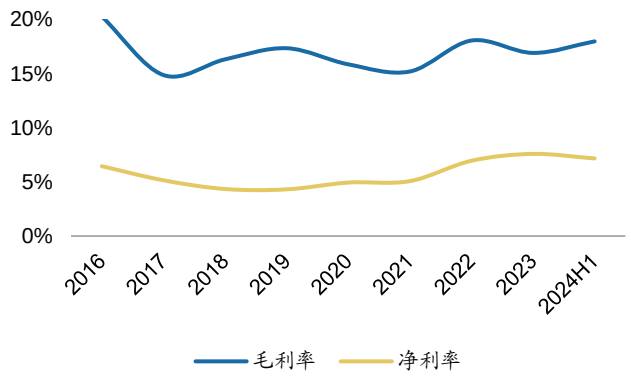
及电驱动产品价格提高。24H1公司毛利率达到18.0%，同比提升1.1pct。

图26：雅迪两轮车与电池业务毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27：2016-2024Q1 雅迪控股净利率、毛利率水平

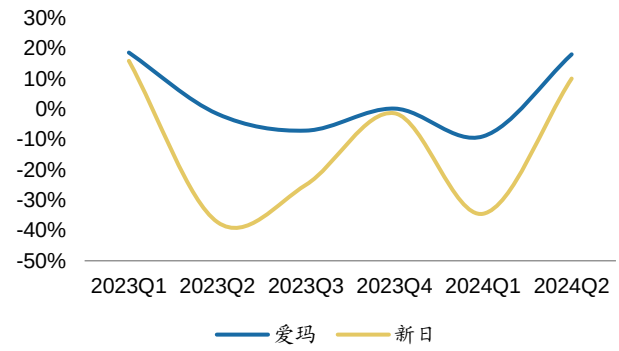


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）新政即将落地，雅迪业绩有望恢复增长

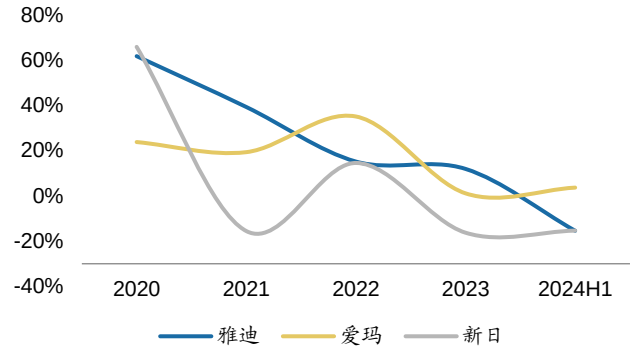
24Q2行业需求已开始回暖，雅迪收入增速仍受到经销商去库存拖累。参考爱玛、新日财报，24Q2两家同业公司收入增速已有明显的复苏，反映了经历过年初的雨雪天气以及监管收紧、国检加强等影响后，行业整体需求有所回暖。但24H1雅迪收入增速明显弱于爱玛，主要因为经销商库存仍在去化，拖累公司产品出货增速。

图28：爱玛、新日分季度收入同比增速（23Q1-24Q2）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

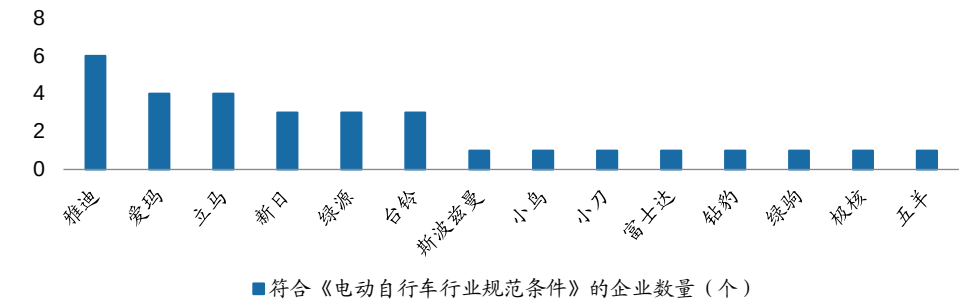
图 29：雅迪、爱玛、新日年度收入同比增速（20-24H1）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

新规逐步落地，雅迪率先进入新规白名单。参考雅迪官网信息，国家相关组织机构从企业布局、工艺装备、产品质量与管理、数字化与绿色制造、安全生产等方面，对两轮车企业进行了极其严苛的审核评估。经过评估，截止24年10月20日，工信部共发布两批符合《电动自行车行业规范条件》的企业名单，合计31家，其中雅迪子公司（工厂）进入名单的数量占比最高，达到6家。

图30：符合《电动自行车行业规范条件》的企业数量（第一、二批）



数据来源：工信部、广发证券发展研究中心

进入24H2，随着雅迪经销商库存去化周期逐步结束，以及补贴带来的需求增加，预计公司出货节奏有望反弹。

长期来看，在国内雅迪作为行业龙头，在成本、渠道、品牌等方面均有明显的领先优势，市占率有望继续提升；在海外，雅迪的海外市场拓展处于行业领先地位，有望在海外蓝海市场的竞争中取得先机。

五、模型假设与盈利预测

假设：

电动两轮车及相关配件：

（1） 销量：随着两轮车行业新规逐步落地，符合新规的产品将逐步出厂。同时公司经销商库存逐步消化，在合规新产品落地后，25年预计将开启新一轮的补库存，提货节奏有望恢复。中长期来看，在政策监管加强的推动下，违规经营的小厂生存空间减小，行业集中度有望进一步提升，雅迪市场份额有望提升，销量有望稳步增长，预计24-26年销量增速为-11%、15%、12%。

（2） 价格：行业价格战已经结束，行业竞争态势有所缓和。公司产品结构逐步优化，新车型将陆续出货，整体出厂价有望稳步提升，预计24-26年均价增速为5%、2%、1%。

（3） 毛利率:新规与补贴落地后，公司两轮车销量规模有望继续稳步增长，规模效应预计将逐步体现；同时公司积极布局上游产业链，核心组件成本预计仍有下降空间。同时，公司产品结构逐步优化，单价提升，毛利率有望继续提高，预计24-26年毛利率为16.0%、16.1%、16.2%。

电池：电池作为两轮车的核心组件，搭配两轮车出售的产品跟随主业增长趋势；另一方面单独售卖的石墨烯电池等产品竞争力较强，市场份额有望继续提升，业务有望保持快速发展，因此电池业务的收入增长节奏整体有望快于两轮车主业，预计24-26年收入增速为35%、25%、20%。盈利能力方面，随着电池产品不断迭代升级，毛利率有望稳步提升，预计24-26年毛利率为15.0%、15.2%、15.3%。

对销：对销部分主要为内部抵销，来自于电动两轮车业务与电池业务的交叉部分，如电动两轮车产品销售时附带的电池，其规模基本跟随两轮车主业的增长趋势。

投资建议：雅迪控股是国内电动两轮车行业龙头，成本、品牌、渠道优势明显，战

略布局领先，业绩有望稳步增长。预计24-26年归母净利润增长-0.1%、21.7%、15.2%。最新收盘价对应25年PE11.7x，参考可比公司估值，给予25年PE估值15倍，对应合理价值17.14港元/股，给予“增持”评级。

表9：雅迪控股收入分拆表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入（百万元）	31059	34763	34033	40381	46212
YoY	15.2%	11.9%	-2.1%	18.7%	14.4%
电动两轮车及相关配件					
收入(百万元)	30409	34544	32281	37866	42834
YoY	12.8%	13.6%	2.8%	17.3%	13.1%
销量(千辆)	14010	16522	14704	16910	18939
YoY	1.1%	17.9%	-11.0%	15.0%	12.0%
均价（元/辆）	2170	2091	2195	2239	2262
YoY	11.6%	-3.7%	5.0%	2.0%	1.0%
电池					
收入(百万元)	3870	4631	6252	7815	9378
YoY		19.7%	35.0%	25.0%	20.0%
对销					
收入(百万元)	-3220	-4412	-4500	-5300	-6000

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：两轮车均价计算口径包含随车附带的电池与相关配件，计算方法为电动两轮车及其配件收入/电动两轮车销量。

表10：雅迪控股毛利率分拆表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入（百万元）	31059	34763	34033	40381	46212
营业成本（百万元）	25445	28878	28000	33167	37898
毛利率	18.1%	16.9%	17.7%	17.9%	18.0%
电动两轮车及相关配件					
毛利率	17.5%	15.2%	16.0%	16.1%	16.2%
电池					
毛利率	8.4%	13.7%	15.0%	15.2%	15.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表11：雅迪控股可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价（元人民币）	每股收益（元人民币）			市盈率（X）		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
689009.SH	九号公司	45.57	8.29	15.55	21.30	35.76	29.30	21.40
300894.SZ	春风动力	162.97	6.70	8.87	11.20	15.27	18.37	14.54
	行业平均					25.52	23.84	17.97

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：股价为2024-11-01收盘价；盈利数据均为 Wind 一致预测。

六、风险提示

（一）行业政策风险

2024年行业迎来新一轮政策与标准修订，若公司不能及时采取有效措施应对行业相关监管政策的变化，将会对公司的经营业绩及未来发展造成不利影 响。

（二）产品研发风险

消费者对电动两轮车的需求更加个性化、时尚化、智能化，要求电动两轮车生产企业不断对销费需求的趋势进行研究和预判，若生产企业预判失误或新车型的市场接受度未达预期，则会对业绩产生不良影响。

（三）市场竞争加剧风险

电动两轮车行业竞争日趋激烈，如果生产企业不能及时根据市场需求持续推出高性价比的产品并提供高品质的服务，很可能会失去原有的竞争优势和行业地位。

（四）材料价格波动风险

行业原材料采购价格受到宏观趋势、产业政策等因素的影响，存在波动的可能性，增加了采购成本的管控难度，可能对生产企业的经营业绩产生一定影响。

（五）渠道管理风险

公司产品以经销为主要销售模式，若经销商的经营方式与服务质量有悖于公司经营宗旨或经销商对公司管理理念的理解产生偏差，可能会对公司经营业绩和品牌形象造成不利影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	**17,395**	**16,842**	**18,442**	**22,407**	**26,188**
现金及现金等价物	6,783	7,914	8,669	12,220	15,499
应收账款及票据	388	546	756	897	963
存货	1,458	955	1,167	1,290	1,526
其他	8,766	7,427	7,850	8,000	8,200
非流动资产合计	**7,558**	**8,818**	**9,302**	**10,702**	**12,502**
固定资产净值	3,291	3,940	4,090	4,690	5,770
长期投资	302	472	600	800	920
商誉及无形资产	1,128	1,112	1,112	1,312	1,512
其他	2,836	3,295	3,500	3,900	4,300
资产总额	**24,953**	**25,660**	**27,744**	**33,109**	**38,690**
流动负债合计	**17,520**	**16,396**	**15,767**	**17,851**	**19,674**
短期借款	1,282	267	200	150	120
应付账款及票据	13,593	13,672	13,067	15,201	17,054
其他	2,646	2,457	2,500	2,500	2,500
非流动负债合计	**790**	**863**	**900**	**950**	**1,000**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	790	863	900	950	1,000
总负债	**18,310**	**17,259**	**16,667**	**18,801**	**20,674**
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	6,844	8,559	11,197	14,407	18,105
其他	-202	-158	-120	-100	-90
归母权益总额	6,642	8,401	11,077	14,307	18,016
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	**6,643**	**8,401**	**11,077**	**14,308**	**18,016**
负债及股东权益合计	**24,953**	**25,660**	**27,744**	**33,109**	**38,690**

现金流量表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	**3,078**	**3,580**	**1,893**	**5,386**	**5,533**
合并净利润	2,183	2,640	2,638	3,210	3,698
折旧与摊销	412	445	450	500	520
营运资本变动	417	779	-1,211	1,720	1,351
其他非经营性调整	88	-284	17	-45	-36
投资活动现金流净额	**-2,056**	**-430**	**-1,102**	**-1,800**	**-2,230**
处置固定资产收益	77	17	30	30	30
资本性支出	-665	-1,336	-600	-1,300	-1,800
投资资产支出	-1,624	612	-391	-500	-320
其他	157	276	-141	-30	-140
融资活动现金流净额	**-379**	**-2,037**	**-36**	**-35**	**-24**
长期债权融资	-243	-1,013	0	0	0
股权融资	744	81	31	20	10
支付股利	705	1,095	0	0	0
其他	-1,586	-2,200	-67	-55	-34
现金净增加额	**710**	**1,131**	**755**	**3,550**	**3,279**
期初现金余额	**6,073**	**6,783**	**7,914**	**8,669**	**12,220**
期末现金余额	**6,783**	**7,914**	**8,669**	**12,220**	**15,499**

利润表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	**31,059**	**34,763**	**34,033**	**40,381**	**46,212**
营业成本	25,445	28,878	28,000	33,167	37,898
毛利	5,614	5,885	6,033	7,214	8,314
其他收入	26	38	40	45	50
营销费用	1,358	1,436	1,395	1,648	1,872
行政管理费用	896	1,105	1,021	1,211	1,386
研发费用	1,106	1,192	1,150	1,361	1,548
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	**2,280**	**2,190**	**2,506**	**3,039**	**3,558**
利息收入	180	306	123	156	207
利息支出	59	44	7	5	4
权益性投资损益	-33	-68	-40	20	10
其他非经营性损益	21	28	30	30	30
除税前利润	2,615	3,020	3,032	3,690	4,251
所得税	432	380	394	480	553
合并净利润	**2,183**	**2,640**	**2,638**	**3,210**	**3,698**
少数股东损益	22	0	0	0	0
归母净利润	**2,161**	**2,640**	**2,638**	**3,210**	**3,698**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	15.2%	11.9%	-2.1%	18.7%	14.4%
营业利润增长率	93.8%	-4.0%	14.4%	21.3%	17.1%
归母净利增长率	57.8%	22.2%	-0.1%	21.7%	15.2%
获利能力					
毛利率	18.1%	16.9%	17.7%	17.9%	18.0%
净利率	7.0%	7.6%	7.7%	7.9%	8.0%
ROE	32.9%	31.4%	23.8%	22.4%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	73.4%	67.3%	60.1%	56.8%	53.4%
有息负债率	5.1%	1.0%	0.7%	0.5%	0.3%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.3	1.3
利息保障倍数	38.4	49.5	357.6	578.9	878.5
营运能力					
应收账款周转天数	4.5	5.7	8.0	8.0	7.5
存货周转天数	20.6	11.9	15.0	14.0	14.5
应付账款周转天数	192.3	170.4	168.0	165.0	162.0
每股指标					
每股收益	0.71	0.86	0.86	1.05	1.21
每股净资产	2.17	2.74	3.62	4.67	5.88
每股经营现金流	1.00	1.17	0.62	1.76	1.81
估值比率					
PE	17.0	14.6	14.3	11.7	10.2
PB	5.5	4.6	3.4	2.6	2.1
EV/EBITDA	11.6	11.7	9.9	7.2	5.5

广发家电行业研究小组

曾　　婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
高 润 鑫：资深分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
符 超 然：资深分析师，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021 年进入广发证券发展研究中心 。
陈　　尧：高级分析师，新加坡国立大学金融工程专业硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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