

雅迪控股 (01585.HK)

顺应趋势，继往开来

公司在过往十余年竞争中顺应行业趋势，成为两轮车领军企业，如 03-14 年行业扩张期积极增产抢占市场以及 19 年新国标后大力拓渠道扩产能承接出清份额等。未来新国标修订版落地后，行业竞争中研发与生产能力重要性将逐步提升，公司有望凭借领先于同业的向后一体化能力与研发能力进一步塑造竞争优势，提升市场份额。

□ 回顾自 2001 年公司前身成立以来的发展历史，公司顺应不同阶段行业特征，逐步成长为销量持续领先的行业龙头，可以看出公司是一家顺应行业趋势，具备行业深度洞察力的公司。回顾公司发展历史，自 2001 年创立公司便踩准行业节奏，顺应行业趋势发展：1) 2003-2013 年，行业高速发展，公司扩产适应需求提升市占；2) 2014-2018 年，行业存量竞争，公司多维度发力成为龙一；3) 2019-2023 年，新国标与新冠疫情带来行业二次发展，公司及时拓店扩产并配合一定价格策略，承接市场份额，维持行业第一。

□ 密集开店、价格战、广场活动等传统竞争手段为厂商份额提升带来的边际效用递减，行业竞争中生产与研发创新能力重要性将逐步提升，看好公司在 2024 版新国标发展新阶段下，凭借领先于同业的向后一体化能力与研发能力进一步塑造竞争优势，提升市场份额。

➤ 生产端看，本轮监管拔高生产门槛，公司作为优质厂商将深度受益。本轮以新国标修订为核心的电动自行车监管活动，针对电动两轮车生产端进入门槛低、存在不合规组装厂的情况，监管端通过行业强制标准方式设置生产要求，拉高行业门槛。从对生产要求较高的白名单看，公司国内生产基地在 2024 年全部进入白名单，通过速度行业领先，并且较早发力供应链垂直整合，布局电池、电机等上游关键技术，提升一体化生产供应能力。

➤ 产品端看，公司自研钠电池是国内安全与限重要求下的更优解，也是打开国外油改电市场的破局点。钠电池相较锂电池具备安全不易燃与原材料价格波动小的特点，相较铅酸电池具备性能更优的特点，是国内强化火灾监管与严控整车重量的条件下，满足消费者续航与性能要求的更优解，也是国外电摩品牌出海的破局点。公司前瞻布局钠电自研，在 2023 年发布第一代钠离子电池及配套车型，2025 年 1 月 6 日，雅迪钠电电动车及华宇极钠超充生态正式发布，钠电有望迎来收获期。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。公司作为两轮车行业龙头，经过 2024 年养精蓄锐，2024 年末渠道库存低、新品储备充裕，我们看好公司 2025 年受益格局优化与换新需求带来的供需双向利好，并在 2024 年低基数下呈现更大表观弹性。展望中长期，公司战略眼光领先，在市场端，积极布局东南亚、非洲各国，看好钠电落地后公司海外市场打开，公司收入规模再上台阶；在生产研发端，率先通过收购南都华宇、凌博电子布局核心三电环节，实现核心部件自供率提升，看好供应链垂直整合后产品竞争力与盈利能力进一步提升。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 12.78/27.83/31.83 亿元人民币，对应 PE 为 29.28/13.44/11.75 x。

□ 风险提示：突发安全事件、以旧换新效果不及预期、新国标新品产品力不及预期、消费力下降，公司店效提升不及预期。

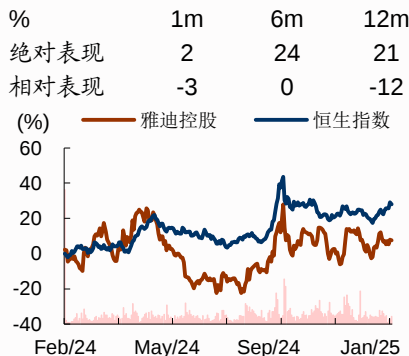
强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：12.92 港元

基础数据

总股本（百万股）	3113
香港股（百万股）	3113
总市值（十亿港元）	40.2
香港股市值（十亿港元）	40.2
每股净资产（港元）	2.8
ROE（TTM）	30.6
资产负债率	68.4%
主要股东	大为投资有限公司
主要股东持股比例	62.5%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《雅迪控股 (01585) — 产品结构优化，经营改善在望》2024-08-26
- 2、《雅迪控股 (01585) — 23 年价格战收官，销量表现突出，龙头地位稳固》2024-03-20
- 3、《雅迪控股 (01585) — H1 业绩表现靓丽，份额显著提升》2023-08-29

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	31086	34801	28317	36375	41015
同比增长	15%	12%	-19%	28%	13%
营业利润(百万元)	2280	2190	1286	2952	3369
同比增长	94%	-4%	-41%	130%	14%
归母净利润(百万元)	2161	2640	1278	2783	3183
同比增长	58%	22%	-52%	118%	14%
每股收益(元)	0.76	0.92	0.41	0.89	1.02
PE	15.9	13.0	29.28	13.44	11.75
PB	5.2	4.1	4.52	3.55	3.04

资料来源：公司数据、招商证券；注：货币单位为人民币

正文目录

一、公司发展回顾：行业洞察精准，顺势筑就龙头	5
二、受益监管生产能力的提高要求，产业链一体化布局增强竞争力	6
1、本轮监管强化生产要求，提高行业进入门槛	6
2、公司重视生产能力的建设，受益本轮生产端监管强化	7
3、率先整合产业链，向后一体化保障生产降本和质量控制	8
4、产品结构完善，加强年轻女性群体覆盖	10
三、钠电池：国内更优解，海外破局之道	11
1、钠电池平衡成本与性能，较锂电铅酸更具相对优势	11
2、兼顾性能成本安全，钠电池针对性解决国内外市场痛点	13
3、公司钠电池布局引领行业，率先面向 C 端发布量产车型	14
四、盈利预测	16
五、风险提示	18

图表目录

图 1：公司踩准行业节奏，顺应行业趋势发展	5
图 2：白名单对工艺设备和产品质量提出可量化要求	7
图 3：公司国内生产基地在 2024 年第一批白名单独占 3 席	8
图 4：截至 2024 年第二批白名单，公司国内生产基地已经全部进入白名单	8
图 5：公司研发费用投入领先同业（2023，亿元）	8
图 6：公司经销商数量领先同业（个）	9
图 7：公司门店数量维持 4 万+，门店网络完善（家）	9
图 8：爱玛科技电动两轮车成本拆分（2019）	9
图 9：雅迪产业链整合主要环节	9
图 10：公司自主研发的石墨烯电池相对于普品铅酸具备更强性能更长质保 ...	10
图 11：公司石墨烯电池相较于普通铅酸电池性能更加优越	10
图 12：雅迪 TTFAR 电机	10
图 13：公司电动踏板车、电动自行车 SKU 情况（款）	11
图 14：雅迪京东商城在售产品价格区间分布情况（款）	11
图 15：公司全球代言人王鹤棣	11

图 16: 公司 25 年初即推出更为女性化的新品 C18..... 11

图 17: 电动两轮车用户理想续航里程（2024.4） 12

图 18: 电池是车主购车的关键关注因素（2024） 12

图 19: 2023 年锂电两轮车在行业销售占比回调 12

图 20: 碳酸锂价格波动较大 12

图 21: 钠离子电池及锂离子电池材料成本对比 13

图 22: 三种类型电池性能对比 13

图 23: 碳酸钠价格低且相对稳定（元/吨） 13

图 24: 电动摩托车仍与燃油摩托车在性能上存在差距 14

图 25: 雅迪极钠 S9 搭载极钠 1 号钠电池..... 15

图 26: 雅迪极钠超充充电桩&超充服务..... 15

图 27: 雅迪极钠智慧平台 15

图 28: 雅迪打造钠电池安全生态 16

图 29: 雅迪钠电商业化项目多点开花 16

表 1: 新国标征求意见稿修订要点 6

表 2: 新国标征求意见稿中针对生产四大工艺的要求 7

表 3: 三项配套子标准主要内容围绕防火阻燃、增强可溯源性展开 14

表 4: 雅迪控股收入拆分及预测 16

表 5: 雅迪控股盈利预测 17

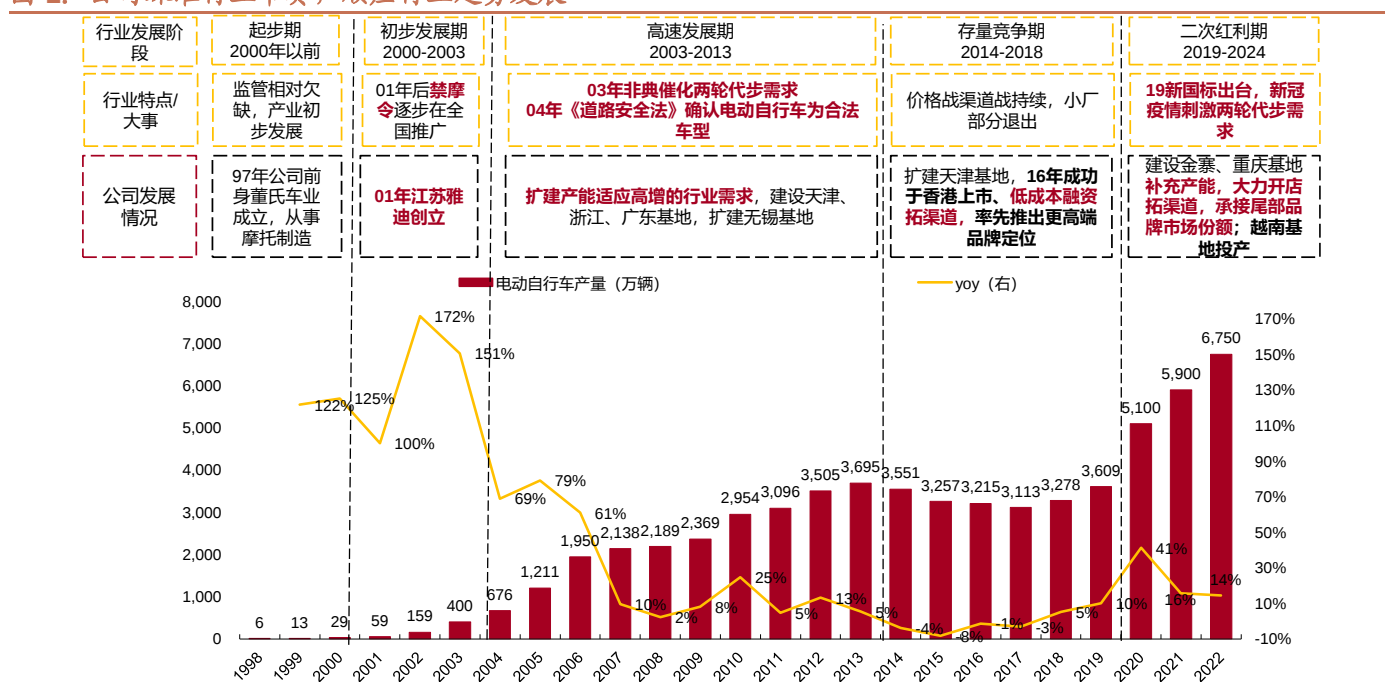
附: 财务预测表..... 19

一、公司发展回顾：行业洞察精准，顺势筑就龙头

公司行业洞察精准，在过往十余年竞争中顺应行业趋势，成为两轮车领军企业。未来新国标修订版落地后，行业竞争中研发与生产能力重要性将逐步提升，公司有望凭借领先于同业的向后一体化能力与研发能力进一步塑造竞争优势，提升市场份额。

回顾自 2001 年公司前身成立以来的发展历史，公司顺应不同阶段行业特征，逐步成长为销量持续领先的行业龙头，可以看出公司是一家行业洞察精确、顺应趋势发展的公司。

图 1：公司踩准行业节奏，顺应行业趋势发展



资料来源：公司公告、爱玛科技招股书、工信部、Wind、招商证券

公司顺应行业不同发展阶段特征，逐步成为销量领先的行业龙头：

- 2003 年及以前-行业萌芽公司创立：**97 年公司前身无锡董氏车业成立，01 年江苏雅迪成立，公司从摩托车制造转向电动两轮车领域
- 2003-2013 年-行业高速发展，公司扩产适应需求：**2001 年以来禁摩令逐步在全国实施，但彼时公共交通欠发达，电动自行车管理相对油摩宽松，创始人董经贵与钱静红发现电动自行车在居民短途出行中对油摩的替代空间，开展电动两轮车生产及销售业务。2003 年非典与 2004 年电动自行车合法化后带来的发展红利期，公司在 06-13 年相继投建天津、浙江、广东基地，补充产能承接高速增长的市场需求，逐步成为全国品牌。
- 2014-2018 年-行业存量竞争，公司多维度发力成为龙一：**经过近 10 年的高速发展后，2014 年后行业进入存量竞争阶段，公司从渠道、品牌、产能多个维度参与市场竞争，并成为行业销量第一品牌。渠道上，借助上市时的低成本融资进行价格竞争并进行门店翻新、协助经销商出货，提升市场份额；品牌上，公司

2015 年率先提出“更高端电动车”策略以高打低，较早尝试跳出旧竞争模式；签约李敏镐、胡歌、范迪塞尔等高国民度明星，提升品牌形象，打造品牌声量。产能上，扩充天津基地产能，强化华北市场竞争优势。多维发力下公司在 2017 年成为行业销量第一品牌，并持续至今。

3) 2019-2023 年：新国标与新冠疫情带来行业二次红利期，公司及时拓店扩产承接市场份额，维持行业第一。19 年新国标推出，强制 3C 认证直接抬高行业门槛，同时电摩电轻摩也需要生产资质，门店对品牌产品完整性要求下进一步提高小厂进入门槛，政策带来出清空间。同时，疫情期间公共交通不畅带来电动自行车需求旺盛，疫情期间前瞻性地补充安徽、苏州、重庆基地产能、加大开店力度并配合一定的低价策略充分享受了 19 年新国标落地带来的出清份额，巩固了 17 年上市以来的领先地位，维持行业第一位置。同时，公司也在向外探索海外市场，19 年在越南建成首个生产基地，**向后探索产业链一体化空间**，19 年推出石墨烯电池、20 年发布凸级电机。

进入 2025 年，新国标修订版将落地，新国标对于生产一致性与产品质量要求强化，同时行业也经历了前端价格战与渠道战的多年淘洗，集中度逐年提升。密集开店、价格战、广场活动等传统竞争手段为厂商份额提升带来的边际效用递减，行业竞争中生产与研发创新能力重要性将逐步提升，公司有望凭借领先于同业的向后一体化能力与研发能力进一步塑造竞争优势，提升市场份额。本文接下来两章将从生产与创新两个方面论证公司竞争优势。

二、受益监管生产能力提高要求，产业链一体化布局增强竞争力

1、本轮监管强化生产要求，提高行业进入门槛

本次电动自行车监管活动，针对电动两轮车生产端进入门槛低、存在不合规组装厂的情况，监管端通过行业强制标准方式设置生产要求，拉高行业门槛。

9 月工信部公布《电动自行车安全技术规范》修订稿（新国标）征求意见稿，对产品端做出修订，新增企业质量保障和产品一致性条款。

围绕防火阻燃、防篡改等方面，新国标征求意见稿做了限制车辆塑料件使用比例不超过整车质量 5.5%、放宽铅酸车整车限制重量到 63kg、从电池组、控制器、限速器三个方面提出防篡改要求，并维持最高设计车速 25km/h 不变。

表 1：新国标征求意见稿修订要点

目的	内容	潜在影响
减少交通安全事故	最高设计车速维持在 25km/h	
防火阻燃与安全监测	限制车辆塑料件使用比例不超过整车质量 5.5%	小包车被淘汰，整车设计需大幅调整
防火阻燃与安全监测	对非金属材料的阻燃性能作出明确规定	降低整车燃烧可能
防火阻燃与安全监测	增加北斗定位与动态安全监测功能	提供智能化空间，利于消费者更好了解车况
防篡改	不应预留扩展车载电池的接口或线路，具有充电和放电互认协同功能，与充电器、整车匹配后方可骑行	后装市场选择原厂产品可能性更大、利好产业链一体化的
防篡改	具有过压锁定功能，限流装置不应留后门，且不应通过解码器、物联网技术等进行改装	头部企业份额提升
防篡改	不应具备修改限速值功能	超速改装难度增加
提升产品实用性	提升铅蓄电池车型整车重量限值到 63kg	合规范围内搭载电池块数增加，更好满足消费者续航需求
提升产品实用性	不强制要求脚踏骑行功能	更好顺应消费者需求，提高实用性

提升产品实用性 利于事故溯源调查	允许加装后视镜 安装永久性耐高温识别代码标识	更好顺应消费者需求，提高实用性 违法成本提高，利于挤出低劣产品
---------------------	---------------------------	------------------------------------

资料来源：工信部、招商证券

新国标首次专门提出针对企业的生产能力要求。新增企业质量保障和产品一致性条款，明确要求企业应具有与电自产能相匹配的整车及车架等关键部件的生产能力、检测能力和质量控制能力，以解决行业集中度偏低、企业质量保障能力不足、产品抽检合格率不高等问题。

表 2：新国标征求意见稿中针对生产四大工艺的要求

生产环节	具体能力要求
切割、弯曲	具有与整车生产能力相匹配的管材等原材料切割、弯曲设备
焊接	具有与整车生产能力相匹配的气体保护焊接设备，焊接机器人在所有焊接设备中占比超过 70%，焊接机器人复位精度小于 0.1mm
电泳工艺	具有与整车生产能力相匹配的车架、前叉、后平叉、车把等主要零部件电泳工艺设备，电泳工艺悬挂链轨道承载力不低于 60kg，阴极电泳电源功率不低于 200kW，电泳槽容积不低于 40m3，电泳线体长度不低于 300m
工件传送	具有与整车生产能力相匹配的工件自动化传送带或吊挂输送系统

资料来源：工信部、招商证券

行业首次推出针对生产厂商资质的《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》（白名单）。白名单对电动自行车企业工艺装备和产品质量提出较高可量化标准，如检测设备原值不低于 100 万元，企业每年自主开发车型不少于 10 款，研发费用率不低于 2%，从生产端引导，抑制中小企业抄袭与共模问题，提高前置成本。

图 2：白名单对工艺设备和产品质量提出可量化要求

方向	具体内容
工艺设备	重要的工序流程均需配备与整车产能相匹配的生产线及设备，并满足焊接自动化率达到 70%以上 电动或气动装配工具达到流水线上产品工艺设计总工位的 70%等关键指标要求 需配备底盘测功机等必要检验检测设备，且具有充电器电池等关键零部件的检测能力，设备原值不少于100万元
产品质量与管理	强化标准在产品质量保障方面的引领作用，要求电动自行车整车及充电器、锂离子蓄电池、铅蓄电池、电动机、控制器、电线束等关键零部件均应符合相关国家或行业标准 企业所属集团每年自主开发车型>10款 上一年研发投入/主营业务收入>2% 主要电动自行车产品具有技术发明专利

资料来源：工信部、招商证券

2、公司重视生产能力建设，受益本轮生产端监管强化

从对生产要求较高的白名单看，公司国内生产基地在 2024 年全部进入白名单，通过速度行业领先。2024 年 9 月，工信部公示第一批电动自行车白名单，首批白名单名额有限，仅 4 家品牌 6 个基地入围，公司入选 3 家生产基地，数量领先，2024 年 11 月，第二批白名单公布，公司再度入选 3 家生产基地，截至 2024 年第二批白名单，公司国内生产基地已经全部进入白名单，通过速度行业领先，侧

面印证公司生产能力领先同业。

图 3: 公司国内生产基地在 2024 年第一批白名单独占 3 席

符合《电动自行车行业规范条件》企业名单（第一批）			
序号	企业名称	省份	地址
1	天津爱玛车业科技有限公司	天津	天津市静海经济开发区南区爱玛路5号
2	台铃科技股份有限公司	江苏	江苏省无锡市锡山区安镇街道东盛路3-1号
3	雅迪科技集团有限公司	江苏	江苏省无锡市锡山区锡山大道515号
4	浙江绿源电动车有限公司	浙江	浙江省金华市开发区工业园石城街168号
5	浙江雅迪机车有限公司	浙江	浙江省宁波市惠溪市滨海大道288号
6	重庆雅迪科技有限公司	重庆	重庆市永川区卫星湖街道兴龙大道2999号

资料来源：工信部，招商证券

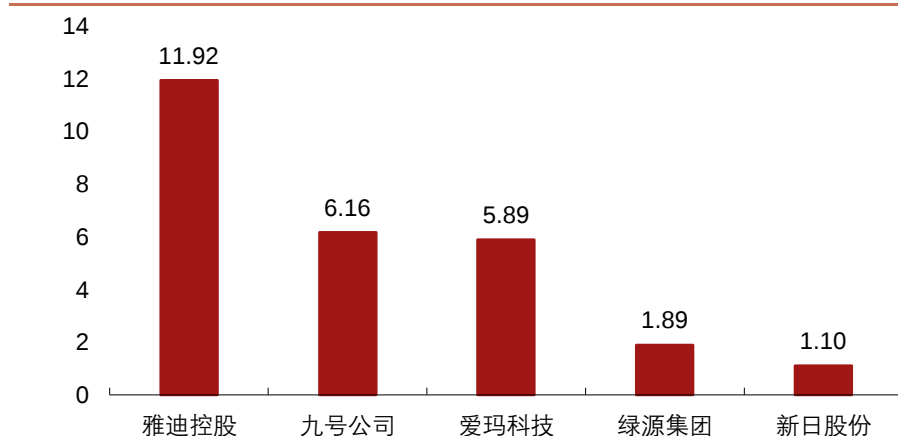
图 4: 截至 2024 年第二批白名单，公司国内生产基地已经全部进入白名单

雅迪控股符合第二批白名单的三家国内生产基地			
序号	企业名称	省份	地址
1	天津雅迪实业有限公司	天津	天津市北辰区天津医药医疗器械工业园
2	安徽雅迪机车有限公司	安徽	安徽省六安市金寨经济开发区天水涧路以南
3	广东雅迪机车有限公司	广东	广东省清远市佛冈县龙山镇官路唇村

资料来源：工信部，招商证券

注重研发，研发费用大幅领先同业。公司研发费用主要投向高价值量的车型及电池、电机等核心零部件，2020 年自主研发凸级电机技术增加续航里程，自研石墨烯电池迭代至第四代，同等体积下容量更大，强研发投入使得公司产品整车性能更强、安全性和智能化更优，强化产品定价与市场竞争优势。

图 5: 公司研发费用投入领先同业（2023，亿元）

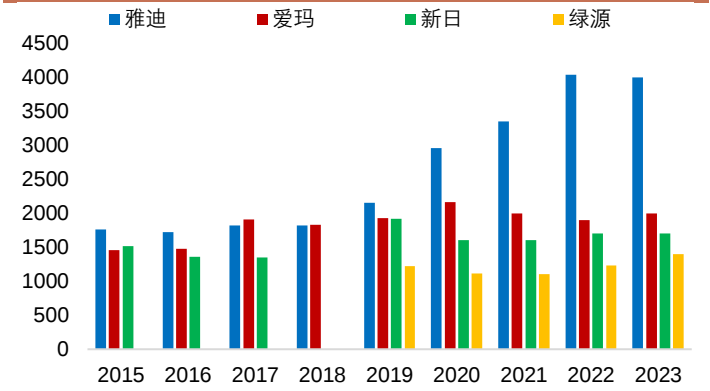


资料来源：wind，招商证券

3、率先整合产业链，向后一体化保障生产降本和质量控制

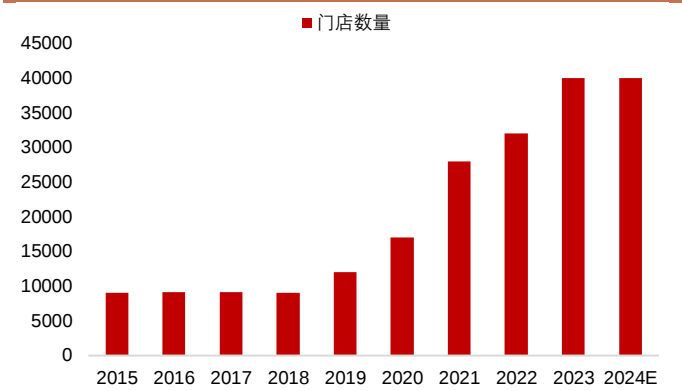
公司前端建立的渠道壁垒是向后一体化的保障。完善丰富的门店网络是公司的核心竞争优势，也是公司向向后一体化的保障。消费者购车注重线下体验与售后维修，消费者触达与服务依赖线下门店。截至 2023 年底，公司在全国拥有网点超 4 万个，经销商数量 4041 家，充分下沉至乡镇和农村市场。在门店效率上，自 2023H2 起公司加大精细化管理、数字化管理以加强对终端的价格管控和库存管理，引导经销商加强售后服务，巩固渠道优势。

图 6：公司经销商数量领先同业（个）



资料来源：公司公告，招商证券

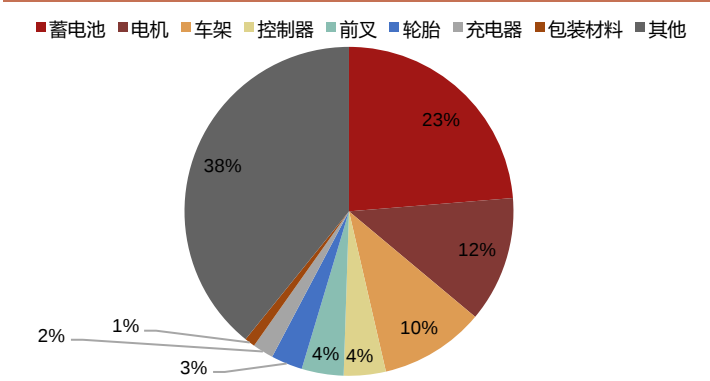
图 7：公司门店数量维持 4 万+，门店网络完善（家）



资料来源：公司公告，招商证券；注：2023 年为 4 万+

率先发力产业链整合，布局上游电机、电池、控制器等关键部件，提升一体化生产供应能力，保障生产降本和质量控制。据爱玛科技招股书，电池、电机、控制器占电动两轮车成本比重较高。公司在三大核心零部件上布局较早，早在 2016 年便开始电池革新，寻找改善电池性能的方案，2019 年 6 月发布自研的石墨烯电池，同时公司还通过收购方式加快一体化进程，2021 年收购电池企业南都华宇（现华宇新能源）与长兴南都 70% 股权，2022 年收购两家公司剩余 30% 股权。2024 年以 3.52 亿元收购无锡凌博电子的全部股权，补强公司电控制技术。公司加强供应链垂直整合，有望提升一体化生产供应能力，保障生产降本和质量控制，同时支持公司海外扩张。

图 8：爱玛科技电动两轮车成本拆分（2019）



资料来源：爱玛科技招股说明书，招商证券

图 9：雅迪产业链整合主要环节

时间	零部件	事件
2016	电池	开始探索电池性能改善
2019	石墨烯电池	公司自研石墨烯电池发布
2021	电池	收购南都华宇（现华宇新能源）、长兴南都70%股权
2022	电池	收购华宇新能源剩余30%股权
2024	电控	收购无锡凌博电子

资料来源：公司公告，公司官网，招商证券

1) 电池：传统铅酸电池行业已呈现寡头竞争格局，公司开创性地研发出石墨烯铅酸电池，以及研发钠离子电池来错位切入上游电池行业。2022 年 8 月公司 100% 控股南都华宇布局上游电池产业，自主研发第三代 TTFAR 石墨烯电池产品，相对普通铅酸容量提升约 30%，电池寿命是普通铅酸电池的 3 倍，提升电动单车的续航里程及产品全生命周期，减缓了电池的更换频次。2025 年 1 月，钠电电动车暨华宇极钠超充生态正式发布，公司钠电业务有望进入收获期（后文详细阐述）。

图 10：公司自主研发的石墨烯电池相对于普品铅酸具备更强性能更长质保



资料来源：雅迪电动车公众号，招商证券

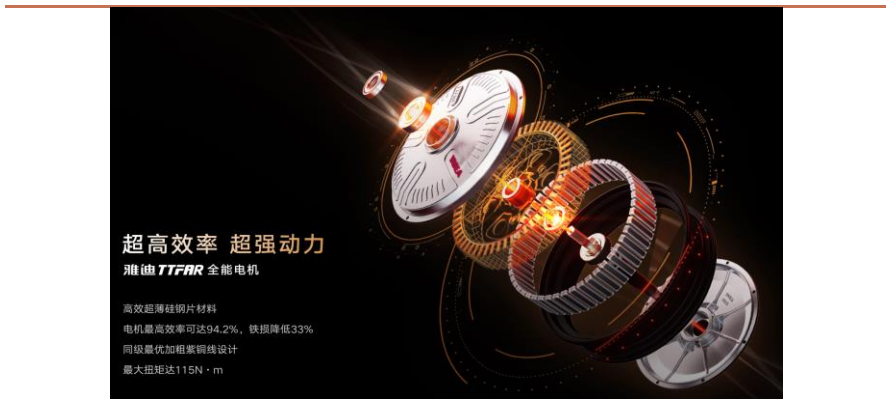
图 11：公司石墨烯电池相较于普通铅酸电池性能更加优越

对比项目	普通电池	石墨烯电池
重量	6.1kg±0.2kg	6.9kg±0.1kg
塑壳	普通ABS/二次回收料	高分子纳米复合耐高温ABS材料
快充	易充鼓	性能稳定，不易变形
大电流充电	最高6A	最高20A
循环寿命	300-400次（3A）	1000次以上（20A）
质保期	6个月换新	24个月换新
续航里程	受气温影响较大	比普通电池提升10%
添加物	普通炭黑	石墨烯复合导电浆料
低温特性（-18℃）	15.6Ah	19.5Ah（提升约25%）

资料来源：猴子救兵公众号，招商证券

2) 电机：与铅酸电池寡头格局相比，两轮车电机格局相对分散，安乃达、金宇、八方市占率为 7%、20%、7%，格局较为分散更易一体化。2020 年，公司成功研发凸极电机（轮毂式永磁同步电机），通过提升凸极率、铜满率、转矩，降低铜损、转子重量等新方法提升电机性能表现并不断迭代，TTFAR 长续航系统的 1000W TTFAR 动力电机，峰值扭矩达到 180N·m，动力输出更顺畅。2024 年 3 月，公司以 3.52 亿元收购凌博电子加强电控制技术，强化无刷直流电机（BLDCM）和永磁同步电机（PMSM）控制系统布局。

图 12：雅迪 TTFAR 电机

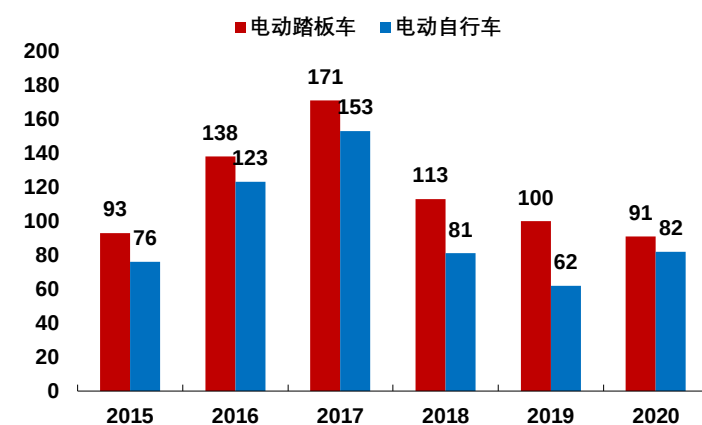


资料来源：雅迪控股官网，招商证券

4、产品结构完善，加强年轻女性群体覆盖

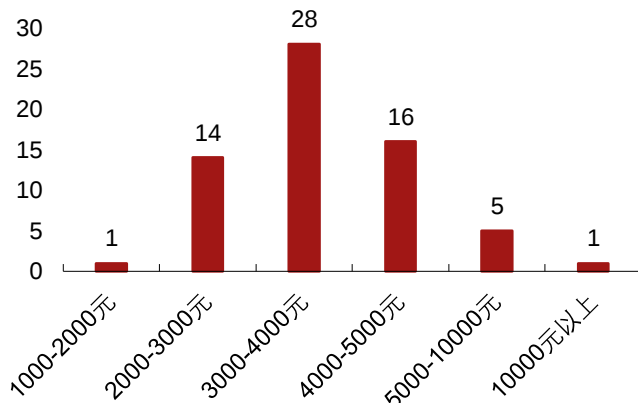
产品价格带覆盖完整，持续精简 SKU 发力中高端爆品。2018 年至今公司都在进行 SKU 的精简，精简掉部分较低端款式，更加重视冠能系列为主的中高端车型，以提高单车毛利，而在产品布局上，形成高端 VFLY、中高端冠能系列、中低端经典、摩登的产品矩阵，实现了覆盖各个价格带的产品结构。统计雅迪京东商城在售电动两轮车商品发现，在售品类主要集中在 3000-4000 元这一价格带，其次是 4000-5000 元，公司正不断朝更高端发力。

图 13: 公司电动踏板车、电动自行车 SKU 情况 (款)



资料来源：公司公告，招商证券

图 14: 雅迪京东商城在售产品价格区间分布情况 (款)



资料来源：京东，招商证券

在人群覆盖上，公司在 2025 年进一步针对年轻女性群体进行品牌营销与产品推新，加强公司在年轻女性群体中的影响力。2024 年 12 月 28 日，公司正式官宣知名年轻艺人王鹤棣成为全球代言人，1 月在门店开展粉丝专属应援派对，推出王鹤棣同款车限时抢活动，借助代言人影响力提升公司在年轻女性中的知名度。2025 年 1 月公司即推出更为女性化的简易款新品 C18，配色及装饰件更丰富可爱，拓展女性消费者产品选择面。

图 15: 公司全球代言人王鹤棣



资料来源：雅迪官方微博，招商证券

图 16: 公司 25 年初即推出更为女性化的新品 C18



资料来源：雅迪电动车公众号，招商证券

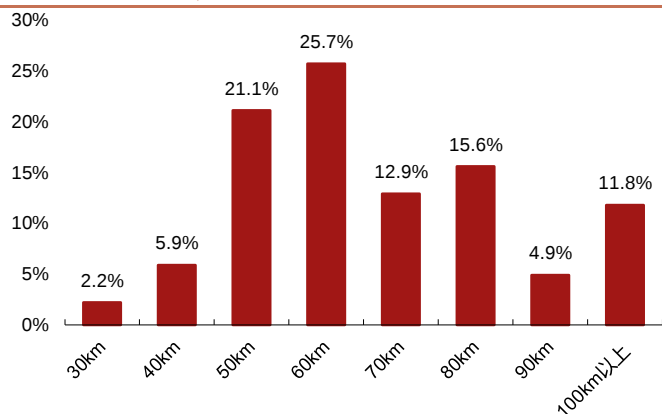
三、钠电池：国内更优解，海外破局之道

1、钠电池平衡成本与性能，较锂电铅酸更具相对优势

成本端看，电池占材料成本比重高，成为打造成本优势的关键因素。据上文图 8，蓄电池约占电动两轮车成本的 23%，为占比最高的原材料，两轮车厂商有望通过布局电池环节提升自供率，实现成本节降，形成市场竞争关键优势。

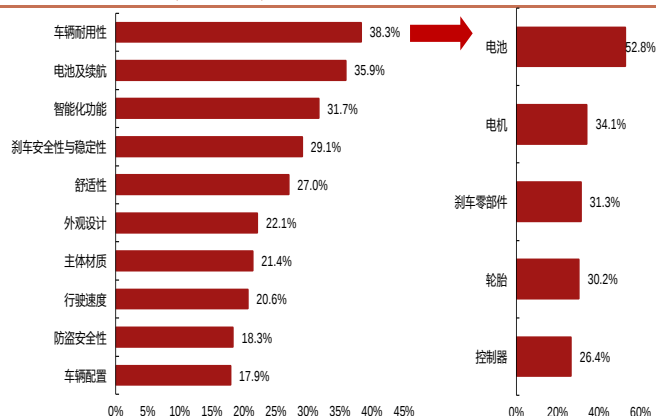
需求端看，消费者依旧存在续航焦虑，限重制约下亟待更高能量密度产品，电池环节是打造产品优势的关键因素。据艾瑞咨询数据，消费者购车时最为关注的因素是电池及续航，而在物理性能制约下，铅酸电池续航较短，无法满足大多数消费者需求，市场期待更高密度电池产品。

图 17: 电动两轮车用户理想续航里程 (2024.4)



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 18: 电池是车主购车的关键关注因素 (2024)



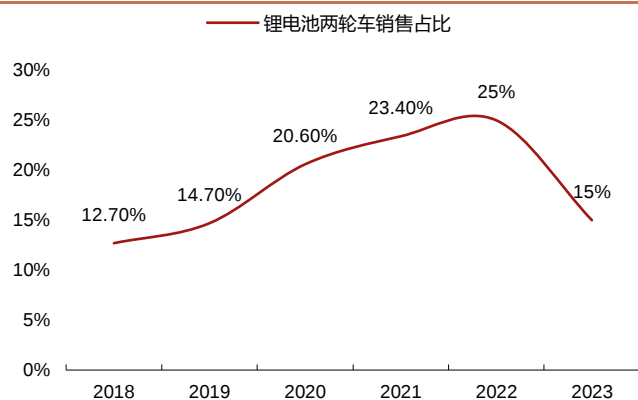
资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

钠电能够克服锂电与铅酸的主要应用短板:

铅酸: 新国标修订版虽然将铅酸电池车型限重放宽至 63kg, 但受限于电池性能与续航等因素以及智能化潜力, 铅酸电池未来应用仍受到限制

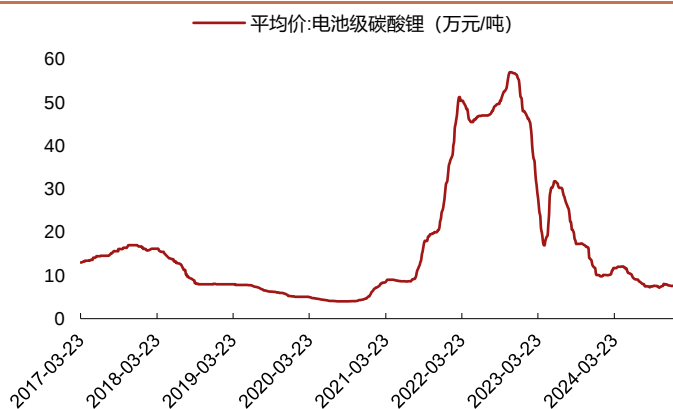
锂电: 能量密度优于铅酸, 18 年新国标限重后迅速渗透, 但受制于安全性与资源依赖问题, 目前锂电渗透率下滑: 1) 锂电能量密度高、自重小、循环寿命高, 放电性能好, 克服新国标限重下铅酸电池续航问题, 2019-2022 年加速渗透; 2) 中国锂矿资源依赖进口, 锂资源全球化产业链放大价格波动, 成本大幅波动下, 厂商成本控制难度大; 3) 锂电电解液介质属于可燃物, 由于电动两轮车工况较差, 隔膜穿刺易引起短路起火, 据 SPIR, 23 年全球锂价回调下, 全球电动两轮车锂电池出货量同比仍下滑 38%

图 19: 2023 年锂电两轮车在行业销售占比回调



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 20: 碳酸锂价格波动较大

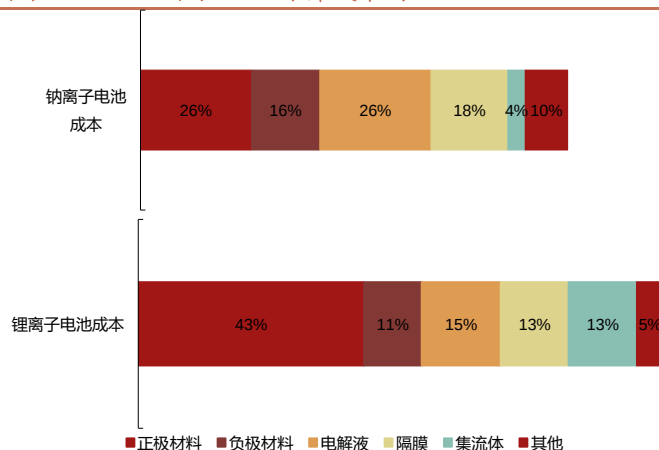


资料来源: wind, 招商证券

钠离子电池材料成本低于较锂电池低 30-40%, 在正极材料和集流体上有明显成本优势。据中科海纳测算, 较磷酸铁锂/石墨体系的锂离子电池, 以 NaCuFeMnO₄/软碳体系的钠离子电池材料成本更低, 可较前者降低 30-40%。

钠资源在地壳中的丰度为 2.75%, 且分布较均匀。而锂资源在地壳中的丰度仅为 0.0065%, 且 75% 集中在南美洲, 国内可经济开采的锂资源贫乏。此外, 钠离子电池正极材料其他主要元素铜、铁、锰等均属于价格低廉、来源广泛的大宗元素, 较锂离子电池镍、钴等元素成本优势明显。

图 21: 钠离子电池及锂离子电池材料成本对比



资料来源：中科海纳，招商证券

钠电性能同样适配国内外电动两轮车市场，有望在行业内广泛应用。钠电池能量密度虽低于锂电池，但同样能够满足电动两轮车更高性能需求。与锂电相比，钠电池成本、使用安全性、稳定性、低温快充性能更优异：

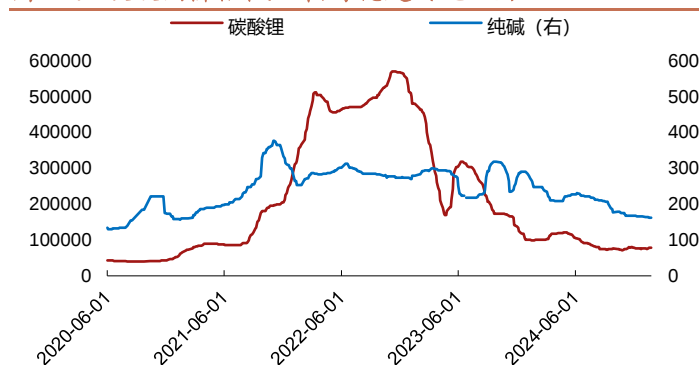
- 1) 成本：**原材料丰富，价格周期波动小，下游应用场景广泛，规模化后每 Wh 成本低于锂电
- 2) 安全：**针刺、过放过充测速表现更好，-40℃-80℃超宽工作温度区间
- 3) 便捷：**具备快充能力，如雅迪极钠电池可实现 10 分钟充满 80%电量，更为适配充电基础设施不完善的地区。

图 22: 三种类型电池性能对比

	铅酸电池	钠离子电池	锂离子电池
能量密度 (Wh/kg)	30-50	100-160	120-180
循环寿命 (次)	300-500	2000次以上	3000次以上
工作电压 (V)	2	3.2	3.2
零下20℃容量保持率	小于60%	88%以上	小于70%
耐过放电	差	可放电至0V	差
安全性	优	有潜力达到最优	优
环保性	差	最优	优
自放电率 (每月)	5%	5%	30%

资料来源：中科海纳、中商产业研究，招商证券

图 23: 碳酸钠价格低且相对稳定 (元/吨)



资料来源：Wind，招商证券

2、兼顾性能成本安全，钠电池针对性解决国内外市场痛点

对于国内市场，钠电池相较锂电池具备安全不易燃与原材料价格波动小的特点，相较铅酸电池具备性能更优的特点，是国内强化火灾监管与严控整车重量的条件下，满足消费者续航与性能要求的更优解。

锂电池起火及线路故障成为两轮车火灾主因，锂电池两轮车已成监管重点。本次以新国标修订为核心的监管侧强化，核心诉求为降低火灾及交通事故发生率。由于电动两轮车工况较差、电池运行环境不佳，再加上流通端梯次利用、暴力改装存在，使得锂电池失火成为电动两轮车主要安全隐患。据国家消防总局数据，我国 70%电动车火灾事故来自于锂电池起火及线路故障，故而一方面在供给端强化

锂电池与整车电气供应质量与溯源监管，另一方面，在需求端，通过以旧换新给予锂电池车型更多补贴，引导消费者更替存量锂电池电动车。

表 3：三项配套子标准主要内容围绕防火阻燃、增强可溯源性展开

征求意见/修订时间	实施时间	针对部件	标准名称	标准主要内容	标准效力
2024.4.25	2024.11.01	锂电池	《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》(GB 43854-2024)	安全性测试更严格、电池组应具有唯一性溯源编码，并且编码标识需要采用耐高温(950° C)	推荐标准改为强制性标准
2024.5.30	2024.11.01	整车	《电动自行车电气安全要求》(GB 42295-2022)第 1 号修改单	加强电气线路安全、强化电池短路保护、新增温度异常报警功能（除铅酸电池）	强制性标准
2024.7.24	2024.11.01	充电器	《电动自行车用充电器安全技术要求》(GB 42296-2022)第 1 号修改单	禁用车载形式充电器、增加充电器唯一性溯源编码，同样要求耐高温(950° C)	推荐标准改为强制性标准

资料来源：工信部，招商证券

对于国外以油摩为主的市场，铅酸电池囿于性能差异悬殊难以对油摩进行替代，锂电车型在人口更为密集、较为炎热的东南亚存在的潜在火灾风险更大，钠电可以作为电摩品牌出海的破局点。

东南亚并非完全低价竞争的市场，对于高价值量的家庭生产工具的更替，新进产品首先要本地化，满足必要功能需求，其次经济性适配当地市场的消费力情况。电摩对油摩的替代需要满足性能参数相似，尤其是续航，其次价格适中。

东南亚、南亚等新兴市场，两轮车工况更为恶劣，日常通勤距离长，载多人及拉货的场景普遍，对于两轮车的续航、扭矩都有更高要求，也对电池提出“更大更轻”的要求。目前电摩产品在性能上略弱于主流 110cc-125cc 油摩，钠电车型有望凭借高能量密度、更稳定物理性质以及成本优势攻克现有产品痛点。

图 24：电动摩托车仍与燃油摩托车在性能上存在差距

	燃油摩托车		电动摩托车		
型号	本田 Vario 125	本田 Wave RSX	雅迪 Voltguard VC181 E	雅马哈 NEO	本田 EM1 e
质量 (均含电池)	113	97	98	98	95
排量/带电量	125	110	72V/27Ah	55V/23.2Ah	50.3V/26.1Ah
最大功率 (kW)	8.19	6.46	5	2.3	1.7
最大扭矩 (Nm)	10.79	8.7	109.3	138.3	90
最高时速 (km/h)			80	40	45
最长续航	255	256	100	72	48
价格 (万越南盾)	4074	2203	2799	4909	5000
充电时间 (h)	-	-		9	6

资料来源：本田官网、雅迪官网、雅马哈官网，招商证券

3、公司钠电池布局引领行业，率先面向 C 端发布量产车型

前瞻布局钠电研发，2024 年实现量产。2023 年公司发布第一代钠离子电池及其配套车型极钠 G25，在能量密度、使用寿命、安全性、低温耐受等方面表现优异。2024 年配套极钠 1 号电池的 S9 车型实现量产，2025 年 1 月 6 日公司召开“华宇极钠超充生态”发布会，3 款钠电池车型开始在京东平台上架销售，公司钠电池业务有望迎来收获期。

图 25: 雅迪极钠 S9 搭载极钠 1 号钠电池



资料来源：钠电知家公众号，招商证券

“华宇极钠超充生态”涵盖极钠超充服务、极钠钠电池、极钠智慧平台三大核心部分，打造闭环生态紧密协同：

- 1) **极钠超充服务**：充电速度最快 15 分钟可充至 80%(也兼容家用 220V 电压)
- 2) **极钠钠电池**：电芯采用专利钠离子材料与配方，具有更大的能量密度，通过了针刺、过充、热滥用、短路等超 20 项严苛安全测试，并且可在 -40℃-55℃ 高低温条件下正常工作，-20℃放电保持率超 92%，可以做到 1.5C-3C 高倍率充放电，支持超级快充，常温循环寿命超过 1500 次，性能优势突出的同时支持 3 年换新
- 3) **极钠智慧平台**：能够实时监测超充站状态，如有异常可立即锁定问题电池，也可以通过绑定小程序查询超充站位置与营业时间，降低火灾风险同时更方便用户便捷充电

图 26: 雅迪极钠超充充电桩&超充服务



资料来源：雅迪官方公众号，招商证券

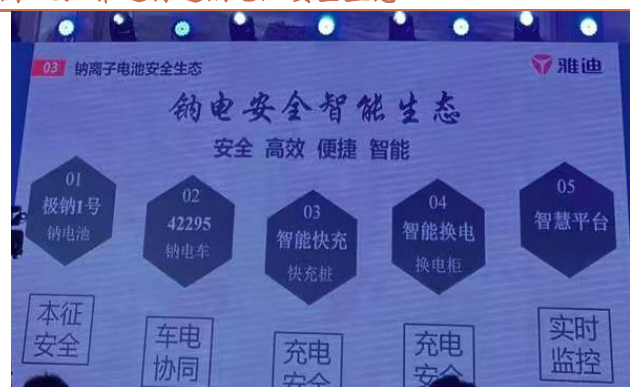
图 27: 雅迪极钠智慧平台



资料来源：雅迪官方公众号，招商证券

B 端商业化项目多点开花，获得高校及公务单位合作认可。公司 2023 年发布第一代钠离子电池“极钠 1 号”及其配套车型“极钠 S9”，并且相关的电动车已经在深圳、重庆等多地提前试点投放。2024 年至今，公司在多地与高校、公务单位合作钠电换电项目，打造商业标杆试点。

图 28：雅迪打造钠电池安全生态



资料来源：电动自行车标准研究院，招商证券

图 29：雅迪钠电商业化项目多点开花



资料来源：电动自行车标准研究院，招商证券

四、盈利预测

公司 2024 年公司受经销商去库、监管力度加大以及切标去库影响，2024 年收入整体承压，分业务看，1) 其中电动自行车受到 2024 年监管加强以及行业标准、政策切换影响更大，从而销量下滑幅度更大；2) 电动踏板车主要受公司推新节奏放缓影响导致销量下滑；单价方面，2024 年行业价格战烈度放缓，以及公司主动调整产品结构，加大中高端产品销售，电动自行车与电动踏板车整车均价同比增长；3) 电池及充电器以及电动两轮车零部件增速部分跟随整车业务，同时维修带来的后装业务占比进一步提高，电池、充电器及其他零部件在后装市场销售情况较好，预计两项零部件业务收入同比下滑幅度小于电动踏板车、电动自行车两项整车业务。

2025 年有望受益行业端补库以及以旧换新影响，公司端产品优化与提升店效影响，预计收入保持较快增长，2026 年公司有望凭借产品质量、创新优势持续获取市场份额，故我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 283.17/363.75/410.15 亿元，同比分别-19%/+28%/+13%。

表 1：雅迪控股收入拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	31086	34801	28317	36375	41015
YOY	15%	12%	-19%	28%	13%
电动踏板车					
收入（百万元）	9145	8635	7046	8138	8718
YOY	-10%	-6%	-18%	16%	7%
占比	29%	25%	25%	22%	21%
销量（千辆）	5034	4960	3968	4365	4496
YOY	-18%	-1%	-20%	10%	3%
均价（元）	1817	1741	1776	1864	1939
YOY	9.29%	-4.18%	2.00%	5.00%	4.00%
电动自行车					
收入（百万元）	12827	15952	12505	16486	18679
YOY	31%	24%	-22%	32%	13%
占比	41%	46%	44%	45%	46%
销量（千辆）	8976	11561	9018	11543	12697
YOY	16%	29%	-22%	28%	10%
均价（元）	1429	1380	1387	1428	1471
YOY	13%	-3%	1%	3%	3%

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电池及充电器					
收入（百万元）	8398	9249	8324	10655	12360
YOY	28%	10%	-10%	28%	16%
占比	27%	27%	29%	29%	30%
电动两轮车零部件					
收入（百万元）	689	925	851	1089	1253
YOY	69%	34%	-8%	28%	15%
占比	2%	3%	3%	3%	3%

资料来源：公司公告、招商证券

利润端，根据公司公告，2024 年公司受到经销商去库存以及加快对部分型号存货清售影响，故 2024 年利润端存在一定下滑。预计公司 2025 年收入与利润均回归增长轨道，产品中高端升级与向后一体化降本将带来更好利润表现。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 12.78/27.83/31.83 亿元人民币，对应 PE 为 29.28/13.44/11.75 x。

公司作为两轮车行业龙头，经过 2024 年养精蓄锐，2024 年末渠道库存低、新品储备充裕，我们看好公司 2025 年受益格局优化与换新需求带来的供需双向利好，并在 2024 年低基数下呈现更大表观弹性。展望中长期，公司战略眼光领先，在市场端，积极布局东南亚、非洲各国，看好钠电落地后公司海外市场打开，公司收入规模再上台阶；在生产研发端，率先通过收购南都华宇、凌博电子布局核心三电环节，实现核心部件自供率提升，看好供应链垂直整合后产品竞争力与盈利能力进一步提升。

表 5：雅迪控股盈利预测

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	31086	34801	28317	36375	41015
同比增长	15%	12%	-19%	28%	13%
归母净利润(百万元)	2161	2640	1278	2783	3183
同比增长	58%	22%	-52%	118%	14%
PE	15.9	13.0	29.28	13.44	11.75
PB	5.2	4.1	4.52	3.55	3.04

资料来源：公司数据、招商证券；注：货币单位为人民币

五、风险提示

- 1、突发安全事件：如冬季发生类似南京 223 大火的安全事故，将触发监管力度陡然加大，影响终端正常经营时间与节奏
- 2、以旧换新效果不及预期：地级市政策落地节奏、垫资回款速度都影响以旧换新效果
- 3、新国标新品产品力不及预期：消费者对于新国标修订稿约束下新的产品存在观望态度，如新产品市场接受度不及预期，预计将影响动销结果
- 4、消费力下降：如终端消费力下降，消费者可能存在降低换车频率可能
- 5、公司店效提升不及预期：如公司在 2025 年门店定位梳理、产品补缺等影响店效的措施效果不及预期，将影响终端销售，进而扰动公司业绩

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	17395	16842	14096	19309	22872
现金及现金等价物	6783	7914	5959	9951	12806
交易性金融资产	4209	2790	3499	3499	3499
其他短期投资	20	805	304	304	304
应收账款及票据	388	546	444	570	643
其它应收款	668	546	444	570	643
存货	1458	955	772	980	1103
其他流动资产	3870	3286	2674	3434	3873
非流动资产	7558	8818	8430	8171	7900
长期投资	302	472	436	486	486
固定资产	3291	3940	3588	3279	3009
无形资产	1934	2045	2045	2045	2045
其他	2031	2361	2361	2361	2361
资产总计	24953	25660	22526	27480	30772
流动负债	17520	16396	13386	16095	17595
应付账款	13593	13672	11044	13916	15505
应交税金	112	133	133	133	133
短期借款	1282	267	332	269	289
其他	2534	2324	1877	1776	1667
长期负债	790	863	863	863	863
长期借款	0	0	0	0	0
其他	790	863	863	863	863
负债合计	18310	17259	14249	16957	18457
股本	0.19	0.20	0.19	0.19	0.19
储备	4500	6642	8401	8277	10523
少数股东权益	0.22	0.20	0.20	0.20	0.20
归属于母公司所有者权益	6642	8401	8277	10523	12314
负债及权益合计	24953	25660	22526	27480	30772

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3078	3580	(323)	4748	4294
净利润	2161	2640	1278	2783	3183
折旧与摊销	412	445	485	442	404
营运资本变动	417	779	(2075)	1549	773
其他非现金调整	88	(284)	(10)	(26)	(65)
投资活动现金流	(2056)	(430)	(277)	(139)	(51)
资本性支出	(665)	(1336)	(150)	(150)	(150)
出售资产及现金	77	17	17	17	17
投资增减	(1624)	612	(172)	(50)	0
其它	157	276	28	44	82
筹资活动现金流	(379)	(2037)	(1355)	(618)	(1388)
债务增减	(243)	(1013)	65	(63)	20
股本增减	744	81	0	0	0
股利支付	705	1095	1402	537	1391
其它筹资	(175)	(11)	(18)	(18)	(17)
其它调整	(1411)	(2189)	(2803)	(1073)	(2783)
现金净增加额	710	1131	(1955)	3991	2855

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	31086	34801	28317	36375	41015
主营收入	31059	34763	28275	36329	40964
营业成本	25445	28878	23327	29608	33345
毛利	5614	5885	4948	6721	7619
营业支出	3360	3733	3704	3815	4301
营业利润	2280	2190	1286	2952	3369
利息支出	59	44	18	18	17
利息收入	180	306	55	64	91
权益性投资损益	(33)	(68)	(31)	(23)	(12)
其他非经营性损益	21	28	3	3	3
非经常项目损益	227	609	309	300	313
除税前利润	2615	3020	1605	3278	3746
所得税	432	380	327	495	564
少数股东损益	22	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	2161	2640	1278	2783	3183
EPS(元)	0.76	0.92	0.41	0.89	1.02

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	15%	12%	-19%	28%	13%
营业利润	94%	-4%	-41%	130%	14%
净利润	58%	22%	-52%	118%	14%
获利能力					
毛利率	18.1%	16.9%	17.5%	18.5%	18.6%
净利率	7.0%	7.6%	4.5%	7.6%	7.8%
ROE	32.5%	31.4%	15.4%	26.4%	25.8%
ROIC	25.8%	24.8%	12.2%	23.6%	23.3%
偿债能力					
资产负债率	73.4%	67.3%	63.3%	61.7%	60.0%
净负债比率	5.1%	1.0%	1.5%	1.0%	0.9%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3
存货周转率	19.2	23.9	27.0	33.8	32.0
应收帐款周转率	33.6	32.4	28.6	35.9	33.8
应付帐款周转率	1.9	2.1	1.9	2.4	2.3
每股资料(元)					
每股收益	0.76	0.92	0.41	0.89	1.02
每股经营现金	1.08	1.25	-0.10	1.53	1.38
每股净资产	2.32	2.94	2.66	3.38	3.96
每股股利	0.36	0.49	0.17	0.45	0.51
估值比率					
PE	15.9	13.0	29.28	13.44	11.75
PB	5.2	4.1	4.52	3.55	3.04
EV/EBITDA	15.3	15.1	24.3	12.7	11.3

资料来源：公司数据、招商证券；注：货币单位为人民币

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。