

电动两轮车的重新认知：披着制造业外衣的消费品

雅迪控股（01585.HK）跟踪报告 | 2021.1.26

中信证券研究部

核心观点



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001



尹欣驰
首席汽车行业
分析师
S1010519040002



李景涛
汽车分析师
S1010520120003



联系人：李子俊

雅迪控股	01585.HK
评级	买入（维持）
当前价	20.35 港元
目标价	40 港元
总股本	2,995 百万股
港股流通股本	2,995 百万股
52 周最高/最低价	20.35/1.72 港元
近 1 月绝对涨幅	37.50%
近 6 月绝对涨幅	236.51%
近 12 月绝对涨幅	841.60%

电动两轮车格局正加速集中、超标车替换将接力 2021 年行业景气，行业正发生从“低质低价”竞争到“优秀供给吸引需求”的明显转向，公司作为行业龙头将优先受益、份额有望提升至 40% 以上，远期单车利润料达 200 元。公司现金流充裕，盈利模式仰赖突出的品牌、渠道及产品优势，生意本质是披着制造业外衣的消费品，估值体系正实现 OEM 制造商向品牌商切换。我们认为公司将在 2025 年实现 40 亿业绩，按两轮车品牌商 2020 年 25 倍估值水平，对应约 1000 亿人民币市值。上调目标价至 40 港币，对应 2022 年 52 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **电动两轮车头部加速集中，超标车替换接力 2021 行业景气。**根据工信部数据，2020 年 1-11 月国内电动两轮车累计产量达到 2,892 万辆，同比增长 26.7%，行业景气明确。“新国标”一方面提高行业门槛、破除地方保护，使得低端产能加速出清、行业格局趋向集中，预计 4 家上市公司份额已由 2016 年 27.5% 提升至 2020 年超过 50%，已明显由以往的“低质低价”竞争逐渐转向“优秀供给吸引需求”；另一方面，随着各地新国标过渡期迎来节点，2021 年开始超标车替换高潮来临，预计未来 3 年行业仍将保持较快增长。我们预计国内电动两轮车销量将继续保持增长，此后随着产品升级吸引更多新用户，2025 年行业规模有望达到 6,000 万辆。

■ **产品线丰富+渠道赋能，公司份额加速提升。**2020 年 12 月，公司发布搭载无线充电系统并配备语音播报、智能保护等功能的 G6S 和搭配多项智能功能的冠智系列新产品，产品矩阵丰富度保持领先。自 2015 年以来公司研发费率不断提升，2019 年达到 3.23%，高强度的研发投入是公司产品领先性的保证，对不同层次消费者实现差异化全覆盖。通过赋能经销商和供应商，公司进一步推进精细化管理经销商运营，渠道裂变加速，网点密度的提升提高消费者触达和售后效率，店数、店效双升。由于行业马太效应日益显著，我们认为公司份额已进入加速增长期，预计将由 2013 年的 7.6% 提升到 2023 年 40% 以上。

■ **远期成长方向明确，ASP 及估值提升值得期待。**电动两轮车在多个东南亚国家禁摩令催化下加速渗透燃油摩托车市场，RCEP 签订投射的贸易方向明确了国内企业出海的长期可行性，公司越南生产基地的产能提升将助力其占领东南亚市场高地。电踏车已在欧美风靡、目前国内市场仍未打开，我们认为随着国内电踏车行业新规 2021 年下半年如期落地，届时电踏车将有望借助共享 2B 模式在国内市场推广，公司的电踏车产品前瞻布局有望抢占先机。此外，电动两轮车产品本身仍存在巨大升级空间，产品升级将驱动 ASP 提升、单车盈利水平亦有望达 200 元；凭借强大的渠道管控能力和正在成长的品牌溢价能力，我们认为公司估值体系将实现 OEM 制造商（10-15 倍）向品牌商（20-30 倍）的切换。

■ **风险因素：**海外疫情严重恶化；新进入者引发恶性价格战；“新国标”实施力度不及预期。

■ **投资建议：**公司是国内电动两轮车行业的龙头企业，强品牌、优秀产品力、高效的渠道管理能力都是其市场份额不断提升的重要保障。超标车替换、共享电单车等新业态的快速发展带来国内市场新增量；欧美日电踏车替换脚踏自行车+东南亚摩托车“油换电”等海外市场的巨大长期空间，预计也将持续拓宽国内电动两轮车企业发展空间；“新国标”催化行业格局不断优化，公司作为业内龙头预计将首先受益。鉴于行业集中度加速、公司产品线丰富度超预期，提高公司 2020/21/22 年 EPS 预测至 0.31/0.45/0.63 元（原预测为 0.30/0.39/0.50 元），当前价对应 PE 为 56/39/28 倍。我们认为公司估值体系将实现 OEM 制造商向品牌商的切换，近年的高业绩成长料将快速消化估值，按照 2000 万销量、200 元单车净利润水平，公司有望在 2025 年锁定约 40 亿元业绩水平，按 2020 年 25 倍 PE 对应市值 1000 亿人民币，上调目标价至 40 元港币，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,916.65	11,968.24	20,906.39	28,907.11	37,157.36
营业收入增长率	26.32%	20.69%	74.68%	38.27%	28.54%
净利润(百万元)	428.57	519.84	933.81	1,345.91	1,891.61
净利润增长率	5.90%	21.30%	79.64%	44.13%	40.55%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.14	0.17	0.31	0.45	0.63
毛利率%	16.33%	17.36%	17.74%	17.95%	18.50%
净资产收益率 ROE%	15.24%	16.60%	23.59%	26.54%	28.55%
每股净资产	1	1	1	2	2
PE	118	102	56	39	28
PB	18	17	13	10	8
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.17	0.20	0.36	0.52	0.73
每股净资产 (港元)	1.13	1.20	1.53	1.98	2.56

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 22 日收盘价

目录

行业：头部加速集中，超标车替换接力 2021 高景气	1
产品线丰富+渠道赋能，公司份额加速提升	3
发布冠智系列，产品矩阵持续丰富	3
加码研发投入，保障产品领先性	4
赋能经销商和供应商，份额、盈利能力有望双提升	6
远期成长方向明确，ASP 及估值提升值得期待	7
东南亚市场增长明确，越南基地助力海外发展	7
电踏车标准逐步成型，国内市场有望迎来扩张	9
远期：产品升级驱动 ASP 提升，估值体系有望重估	11

插图目录

图 1: 2020 年 1-11 月国内电动两轮车单月及累计产量 (万辆) 和同比增长率	1
图 2: 2016-2020E 年 4 家上市公司总销量情况 (万辆)	1
图 3: 2013-2020E 年主要头部公司市场占有率	1
图 4: 全国各地过渡期截至时间	2
图 5: 2019-2025E 年国内电动两轮车销量 (万辆) 预测	2
图 6: 雅迪各款式电动两轮车价格分布情况 (单位: 款)	3
图 7: 雅迪电动车产品金字塔	3
图 8: 支持无线充电的雅迪 G6S	4
图 9: 雅迪发布冠智系列电动车	4
图 10: 雅迪科技用户&媒体开放日活动上展出的冠智系列电动车	4
图 11: 小迪出行 APP 主要功能	4
图 12: 智能无线充电技术	5
图 13: 超级快充充电桩技术	5
图 14: 锂电前沿技术	5
图 15: 大功率轮边电机技术	5
图 16: 2015-2021E 年雅迪控股研发费用 (亿元) 及研发费用率	6
图 17: 雅迪销售分公司的渠道结构图	6
图 18: 2013-2022E 年雅迪控股电动车销量 (万辆) 及市场占有率	7
图 19: 主要东南亚国家每千人两/三轮车保有量 (辆)	8
图 20: 雅迪越南生产基地落成	9
图 21: 雅迪越南生产基地投产	9
图 22: 哈啰共享电单车	10
图 23: 青桔共享电单车	10
图 24: 美团共享电单车	10
图 25: 2020 年 11 月 27 日雅迪电踏车全球首家门店开幕	11
图 26: 现场用户试骑高端通勤款雅迪电踏车	11
图 27: 国内外主要两轮车品牌 ASP-销量矩阵	11
图 28: 2014-2020E 公司经营指标	12
图 29: 雅迪及同业部分车型产业链价值分配	12
图 30: 雅迪控股与其他两轮车品牌的历史 PE 估值	13

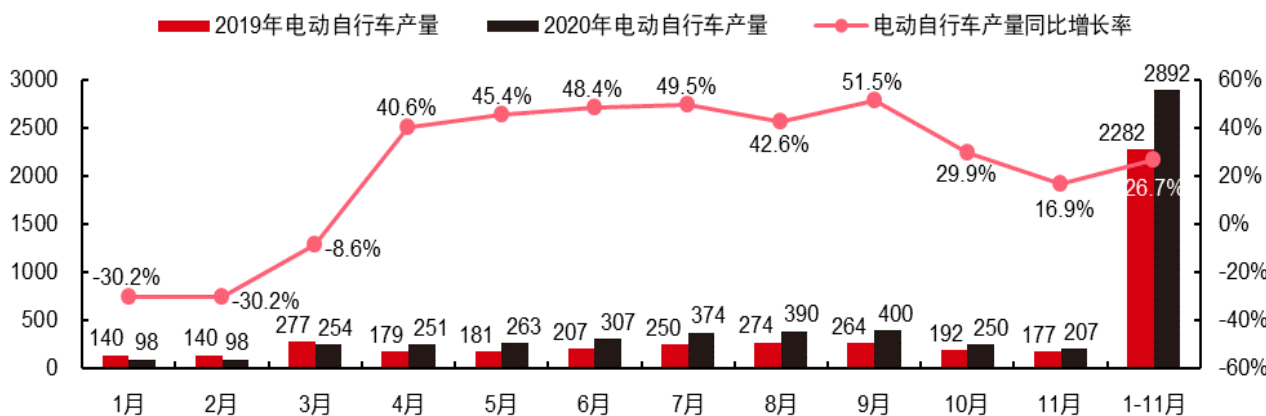
表格目录

表 1: 东南亚国家以及印度限制摩托车/刺激电动车的相关政策	8
表 2: 中国两轮车出口关税政策变化	9
表 3: 美国电动两轮车三级分类法案	10

行业：头部加速集中，超标车替换接力 2021 高景气

电动两轮车行业持续景气。2020 年国内规模以上电动两轮车生产企业产量整体增长态势良好，除 1-3 月受到疫情影响产量不及 2019 年同期之外，4 月全面复工复产后单月产量一直保持着高于 40.0% 的同比增长率，10 月进入电动两轮车行业淡季后，受“冷冬”及终端价格战短暂休战影响，产量增速有所下滑，但 1-11 月累计产量达到 2,892 万辆，同比增长高达 26.7%。

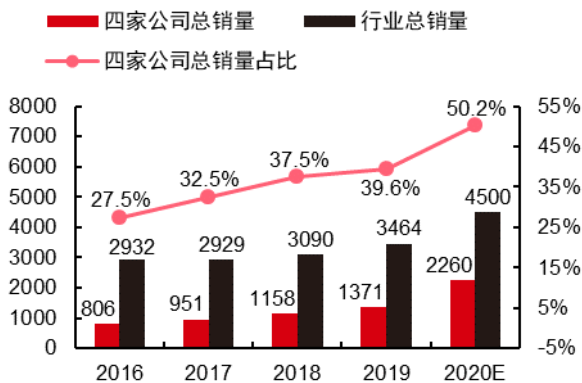
图 1：2020 年 1-11 月国内电动两轮车单月及累计产量（万辆）和同比增长率



资料来源：工信部公告，中国产业信息网，中信证券研究部

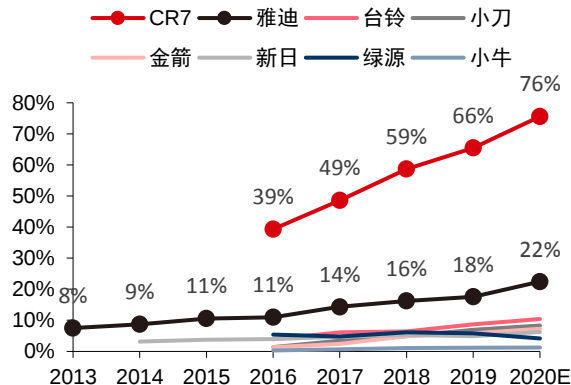
头部份额逐年提高，新国标催化行业格局加速集中。近年来，电动两轮车行业头部公司的销量占比稳步提高，雅迪控股、新日股份、小牛电动等电动两轮车头部企业的销量占比在 2016-2019 年间提升了 12.1pcts，我们预计在 2020 年集中度超过 50%。其中，雅迪作为龙头企业表现亦最为抢眼，市占率从 2013 年 7.6% 快速提升至 2020 年预计 22.5%。随着“新国标”政策的落地，行业准入门槛提升、地方保护加速破除，行业已明显由以往的“低质低价”竞争逐渐转向“优秀供给吸引需求”，市场格局将由分散走向进一步集中。

图 2：2016-2020E 年 4 家上市公司总销量情况（万辆）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部（含预测）

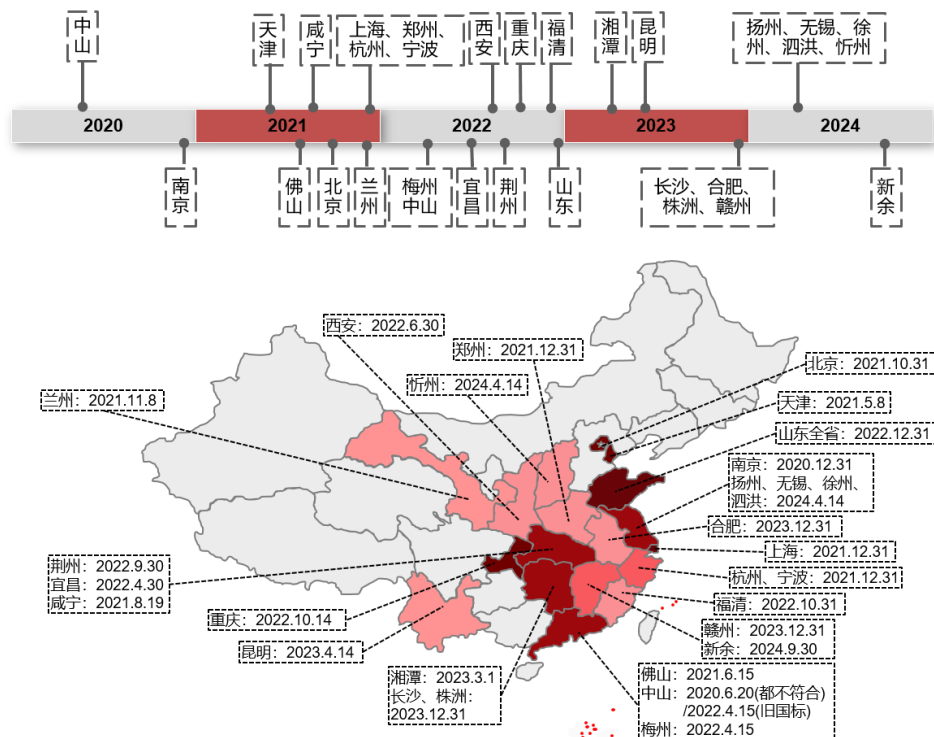
图 3：2013-2020E 年主要头部公司市场占有率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部（含预测）

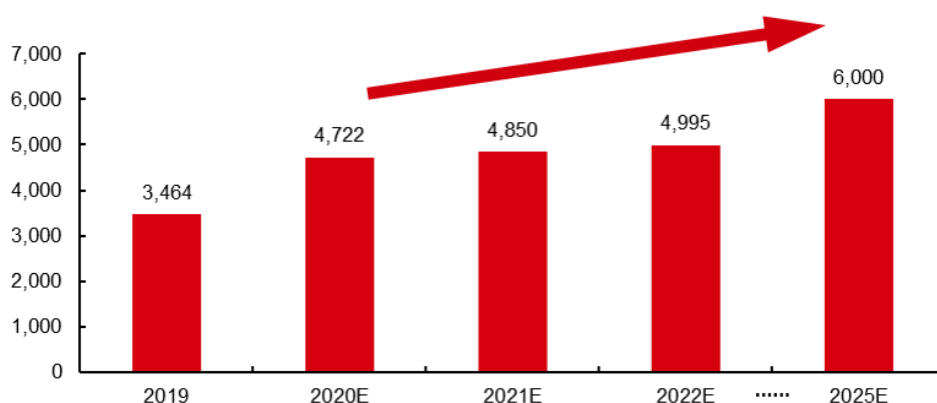
超标车替换高潮将至，接力行业销量再上新台阶。在“新国标”实施后，以高线城市为主的部分地方政府纷纷设置过渡期逐步清退存量超标车，2021 年开始即将迎来超标车替换高潮。在新国标带来的电动车更替需求之外，共享单车的投放、外卖行业的增长和疫情对于人们出行的限制也将刺激电动车需求进一步提升。因此我们预计未来 3 年电动两轮车行业仍将保持较快的增长。我们预计国内电动两轮车销量将继续保持增长，此后随着产品升级吸引更多新用户，2025 年行业规模有望达到 6,000 万辆。

图 4：全国各地过渡期截至时间



资料来源：各地政府公告，中信证券研究部

图 5：2019-2025E 年国内电动两轮车销量（万辆）预测



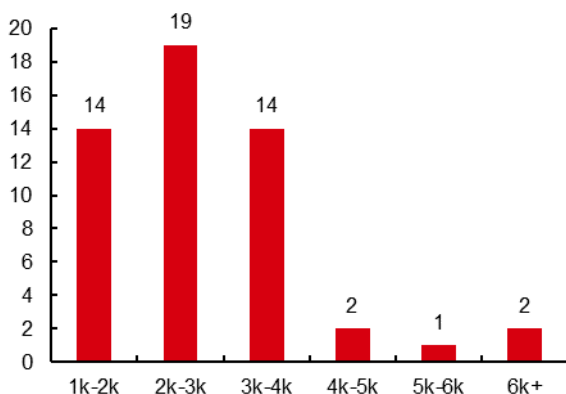
资料来源：国家统计局，中国自行车协会，Trustdata，美团研究院，中信证券研究部预测

■ 产品线丰富+渠道赋能，公司份额加速提升

发布冠智系列，产品矩阵持续丰富

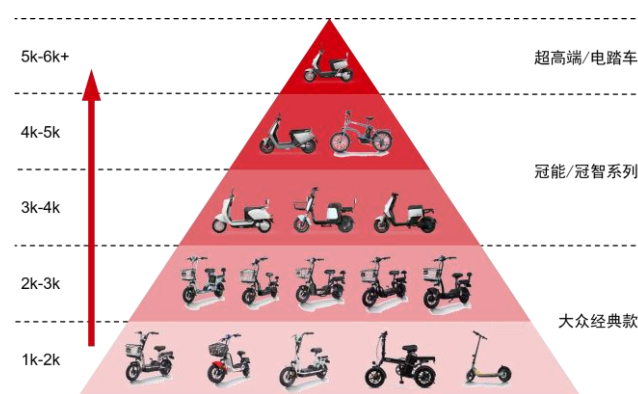
产品线日益丰富，巩固下沉市场、发力中高端产品。公司电动两轮车产品线丰富，尤其在传统中低端市场具有较大产品及渠道优势，大部分产品的价格处于 1k-4k 价格带之间。公司产品矩阵日益完善，在新国标电动自行车、电动轻便摩托车、电踏车、折叠车、滑板车等多种电动两轮车品类均有多款车型。目前，公司已形成价格 1k-4k 的经典系列全面下沉中低端市场、价格 3k-5k 的冠能系列基本全面覆盖中高端市场的产品金字塔；随着价格 4k-6k+ 的冠智系列和前瞻电踏车产品面世，公司高端市场渗透加速，将进一步丰富产品线。

图 6：雅迪各款式电动两轮车价格分布情况（单位：款）



资料来源：天猫、京东官方旗舰店，中信证券研究部。注：统计日期为 2021 年 1 月 2 日，价格均为活动后该款最基础 SKU 的实际到手价，不同颜色、基础款选配等均视为同一款

图 7：雅迪电动车产品金字塔



资料来源：雅迪官方商城，天猫、京东官方旗舰店，中信证券研究部

发布冠智系列电动车，充分挖掘差异化需求。2020 年 12 月 9 日，“领航者 征新境”——2021 雅迪科技全球倍增战略峰会在海南三亚召开。会上公司正式发布雅迪 G6S 和雅迪冠智系列电动车。其中，G6S 搭载无线充电系统，配备智能语音播报功能，同时具备过电压、过电流、过温度及异物检测等智能保护功能，我们预计将于 2021 年 3 月正式发售；雅迪冠智系列电动车主打“满身智能 畅快骑”，搭配中控大脑、GPS 系统、CAN+4G 通讯、小迪出行 APP 管家等智能科技以及和冠能系列同级的电机，具备重力感应座垫、边撑断电等智能功能，未来还将搭载 ATL/CATL 超级快充生态系统。小迪出行 APP 管具有车辆状态查询、车辆健康自检、车辆行为设置、车辆位置查询等功能，通过智能化应用构筑更流畅的人机交互体验。我们认为全新智能化系列产品的快速推出证明了公司强大的研发和战略自我革新能力，将助力公司在新竞争格局下持续推出爆品、充分挖掘差异化需求。

图 8：支持无线充电的雅迪 G6S



资料来源：搜狐网

图 9：雅迪发布冠智系列电动车



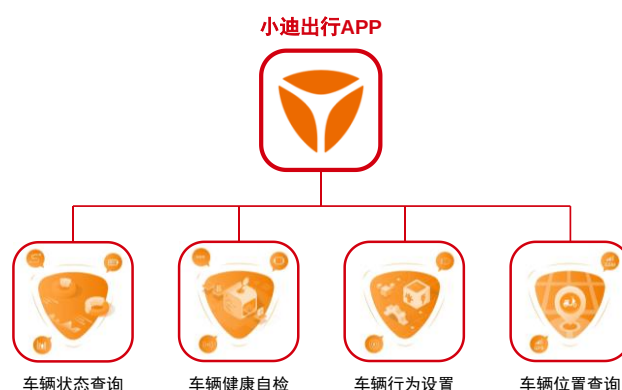
资料来源：澎湃新闻

图 10：雅迪科技用户&媒体开放日活动上展出的冠智系列电动车



资料来源：腾讯网

图 11：小迪出行 APP 主要功能



资料来源：小迪出行 APP，中信证券研究部

加码研发投入，保障产品领先性

推出六大超级核心技术，电池革新提升产品便利性。除了电动车新品之外，公司在峰会上还发布了包括智能无线充电、超级快充生态系统、长寿命安全锂电、超级快充锂电、锂电智能检测仪，以及助力提升驾驶体验的大功率轮边电机等 6 项核心技术。其中，无线充电系统最大充电功率可达 350W，充电距离最远 15cm，充电效率最高达 89%，并且在无线充电之外还具有语音播报、电量显示、状态灯效、智能保护等功能；超级快充充电桩采用高低压隔离、绝缘漏电监测保护等一系列汽车级技术，可以做到 20 分钟充电至 80%，未来还将支持 10C 快充，做到 5 分钟充满。无线充电技术的优化和超级快充生态系统的构建将使得电动车的充电更为便捷，充电时间的不断压缩将使得电动车的优势愈发凸显、利用率持续提高。

图 12: 智能无线充电技术



资料来源: 机锋网

图 13: 超级快充充电桩技术



资料来源: 机锋网

锂电技术和轮边电机, 优化驾乘体验。在锂电前沿技术方面, 雅迪 CATL 长寿命安全锂电、ATL 超级快充锂电、锂电智能检测仪在本次峰会上全新发布。CATL 长寿命安全锂电由雅迪联合宁德时代发布, 具备真安全、宽温域、长寿命 3 大特点, 采用安全性能最高的磷酸铁锂材料, 可支持 -10°C ~ 65°C 充电和 -20°C ~ 65°C 放电, 常温 and 高温循环寿命分别高达 2000 和 1200 次以上。第四代锂电池智能检测仪由雅迪与星恒共同发布, 基于云端的服务模式, 实现一键检测、三分钟快速出结果, 支持电量检测、充放电次数记录、生产日期读取、MOS 故障、前端采集故障、传感器故障检测等多项检测内容, 并集合了体积小、重量轻、功能多、操作简单等多种特点。在大功率轮边电机方面, 公司将电机、控制器、减速箱集成为一体, 使得电机的最大功率达到 6000W 并且动力输出平顺, 电动车的最高速度也因此提高到 80km/h, 着重优化驾乘体验。

图 14: 锂电前沿技术



资料来源: 搜狐网

图 15: 大功率轮边电机技术

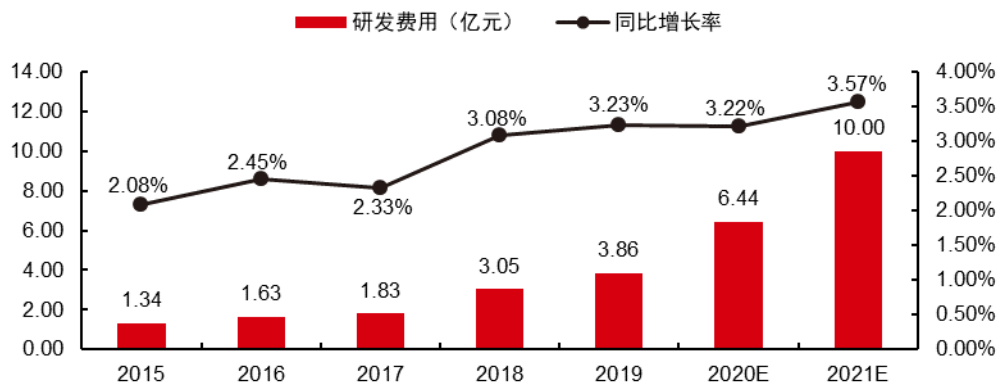


资料来源: 快科技网

持续加大研发费用投入, 保持产品领先性。2015 年至今, 公司收入增速保持高增长的同时, 研发费率亦持续走高: 若以 3.5%研发投入强度测算, 预计 2021 年研发投入将接近 10 亿元; 同时公司目标 2021 年研发人员规模扩容到 1200 人, 为公司持续孵化爆品做足准备。目前行业正处于类似手机“由功能机向智能机迭代”的智能化浪潮中, 恰逢两轮车行业在“新国标”实施后出现了庞大的超标车换购需求, 因此两轮车行业的企业亟需以

产品领先性抢占更多的市场份额。公司作为电动两轮车行业龙头，在消费者最关心的品牌形象价值、产品外观价值、产品使用价值、店面形象价值、服务价值、营销活动价值、大数据价值等“七大价值”做足功课，通过多品牌、多品类的全球战略，全方位满足消费者需求、引领行业发展。

图 16：2015-2021E 年雅迪控股研发费用（亿元）及研发费用率

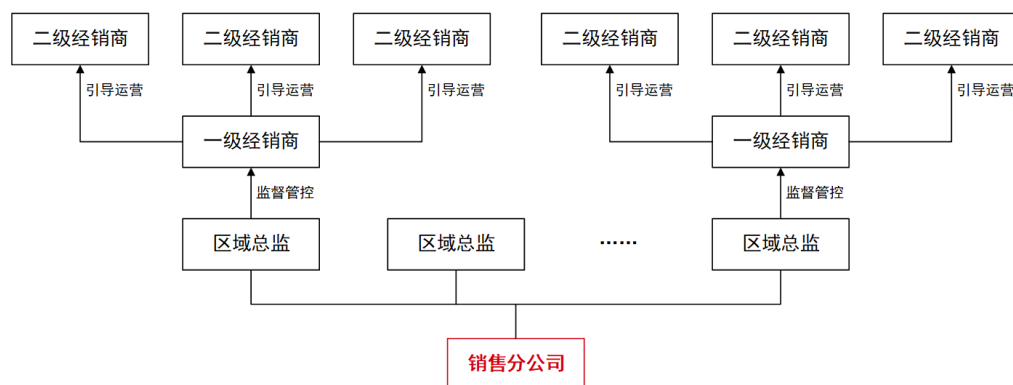


资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

赋能经销商和供应商，份额、盈利能力有望双提升

精细化管理经销商运营，加速渠道裂变。除了技术创新，公司将进一步对销售和供应渠道进行革新，为未来 2-3 年内可预期的高速增长奠定基础。公司计划组建多个销售分公司、完善全国中转仓布局、建立子品牌专营网络以增强渠道保障；同时计划将销售代表数量从 2019 年的 300 人增加至 2021 年的超过 800 人，以充分实现“七大价值”的落地，并以良好的服务态度增强消费者的体验，从而推动零售变革、实现店效的提高。另外，针对目前存在的对经销商管理监督的系统性和标准化不强、主要依赖经验的缺陷，公司将继续着手完善运营的精细化管理，注重销售团队建设的年轻化和销售人员培训的职业化，并实现网络下沉，鼓励一级经销商以咨询顾问的身份引导二级经销商运营升级。目前，公司有效网点数量约 2 万个，考虑国内乡镇一级行政区数量超过 4 万个，网点密度仍有至少翻倍的提升潜力；通过一网向二网赋能、有效的经销商管控，单店店效也有挖掘空间。

图 17：雅迪销售分公司的渠道结构图

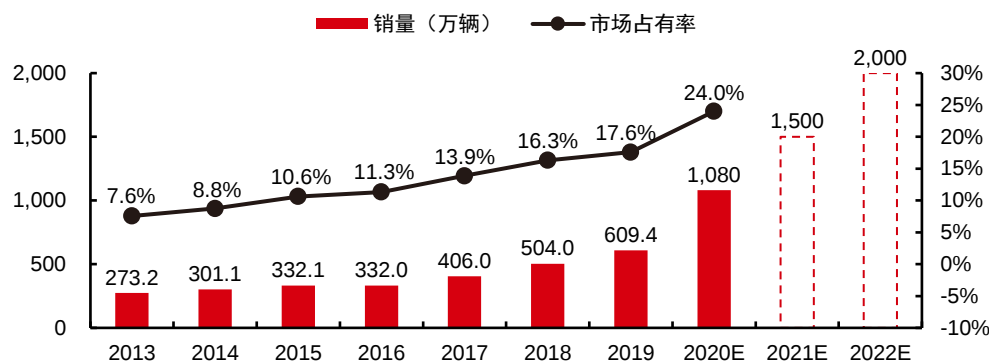


资料来源：中信证券研究部

变革供应链体系，毛利率提升空间可期。在供应商端，公司将构建“经典系列供应链—冠智、冠能系列供应链—高端供应链体系”的三级供应链体系以实现供应链的效率提升。另外，考虑到供应商融资难度大、融资成本高、融资风险高的难题，公司将专门成立金融公司服务于供应商，从而实现更稳定的供应商体系保障公司高速发展。我们认为，随着供应商体系升级、采购平台化管理，公司长期毛利率提升的确定性高。

马太效应显著，公司份额已进入加速增长期。2020 年 11 月，雅迪控股发布公告称 2020 年电动两轮车的销量已突破 1000 万台，由此公司成为全球首家年销破千万的电动两轮车品牌，市占率亦接近 1/4。我们认为：随着新国标带来的进入门槛提升、地方保护破除，行业已明显由以往的“低质低价”竞争逐渐转向“优秀供给吸引需求”，以雅迪为代表的头部企业 1) 倾向于拥有更大研发资源，产品供给质量显著优于尾部企业，利于吸引新增电动两轮车产品用户；2) 网点密度、广宣、采购、售后服务等享受规模优势，单车成本相对降低的同时、消费者触达和使用体验提升，助于提高复购率、吸收原尾部品牌消费者；3) 存量客户累积速率加快，单一门店模型中修车收入占比加速提升，将大幅提高经销商收入水平，进一步吸引新经销商、提高品牌忠诚度。

图 18：2013-2022E 年雅迪控股电动车销量（万辆）及市场占有率



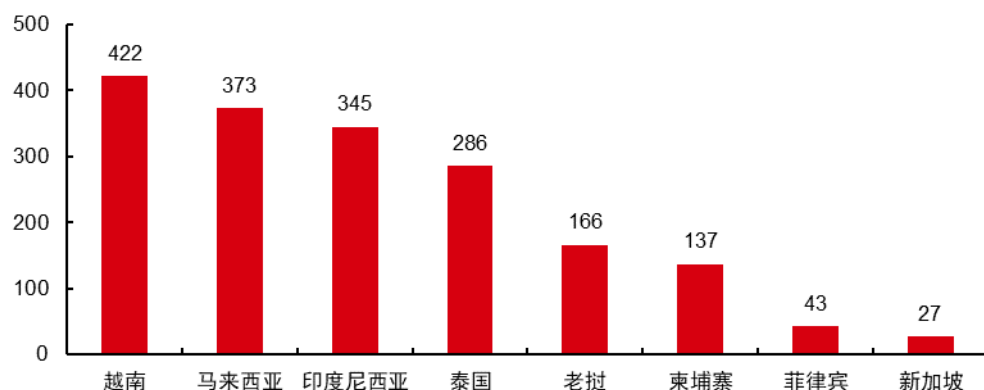
资料来源：中国自行车协会，公司公告，中信证券研究部（含预测）

■ 远期成长方向明确，ASP 及估值提升值得期待

东南亚市场增长明确，越南基地助力海外发展

东南亚燃油摩托车保有量大，市场需求增量可观。由于人群整体收入水平偏低和城市道路状况落后等原因，东南亚摩托车市场的渗透率极高，人均摩托车保有量大，而且增速十分可观。2019 年摩托车保有量前三的印尼、越南、泰国分别保有约 6000、4500、3000 万辆，每千人两/三轮车保有量分别为 345、422、286 辆，摩托车销量分别达到 649、326、172 万辆。

图 19：主要东南亚国家每千人两/三轮车保有量（辆）



资料来源：WHO，中信证券研究部

禁摩令的限制和城市化的加速推动两轮车“油换电”。随着燃油摩托车带来的环境污染问题日趋严峻，东南亚国家纷纷推行“禁摩令”并通过调节税率等方式刺激电动车发展。另一方面，东南亚国家推动城市化进程，使得道路环境不断优化，电动两轮车充换电更为便捷。由此，东南亚市场的两轮车“油换电”趋势愈演愈烈。考虑到电动摩托车、电动两轮车使用性价比高于汽油摩托车，电动两轮车将加速渗透，迎来广阔的市场空间。

表 1：东南亚国家以及印度限制摩托车/刺激电动车的相关政策

发布时间	国家	政策
2017	越南	2017-2030 年，逐步在河内市某些区域或时间段禁摩，到 2030 年在河内市中心城区实行禁摩
2019		胡志明市将在 2025 年起禁止摩托车行驶市中心，并针对汽车收取过路费
2019	印尼	2026 年之前，制造电动摩托车所需零部件中要有 80% 以上能够在印尼国内生产
2019	泰国	2020 年 1 月 1 日起实行摩托车征税新规，从原来的根据摩托车引擎大小征税，调整为根据二氧化碳（CO ₂ ）排放量征税，税率分为 3%、5%、9%、18%，对于排放量不超过 150CC 的摩托车税率从原来的 2.5% 调整为 3%
2020	缅甸	将摩托车最低废气排放标准规定为欧洲 3 号标准
2020	印度	为包括电动两轮车、四轮车在内的各类电动车提供 14 亿美元的补贴，组装进口的乘用车和三轮车的关税将增至 30%，刺激本国企业生产电动车

资料来源：新华网，搜狐网，缅甸网，泰国头条新闻，中信证券研究部

越南基地产能规划提升，关税减免明确出海可行性。雅迪控股已经拥有越南的高端产业基地，该基地是中国两轮电动车品牌首个海外生产基地。雅迪控股官网资料显示，该基地目前的年产能 20 万台，计划在未来 3 年内，增加至 4 条生产线，产能提升到 50 万台/年。2020 年 11 月 15 日，东盟十国以及中国、韩国、日本、澳大利亚、新西兰正式签署了“区域全面经济伙伴关系协定”（RCEP）。根据该协定，东南亚两轮车销量较高的越南和印尼两国调整了对于中国出口两轮车的关税政策。越南对多种摩托车的关税税率将在 20 年内匀速降至零税率；印尼对全散件组装（CKD）的摩托车和电动摩托车的关税税率将立即降至零税率，对其他的摩托车和电动摩托车的关税税率将在 15 年内匀速降至零税率。因此，越南生产基地的产能规划提升和中国与东南亚国家之间贸易环境的改善将使得雅迪有能力响应越南等东南亚国家庞大的电动摩托车需求，迅速占领海外市场的高地。

图 20: 雅迪越南生产基地落成



资料来源: DoNews

图 21: 雅迪越南生产基地投产



资料来源: DoNews

表 2: 中国两轮车出口关税政策变化

国家	摩托车排量/电动摩托车	分类	基础税率	年下降税率	降为零税率所需年份
越南	250 cc < 排量 ≤ 800 cc	全部	75.0%	3.7%或 3.8%	20 年
	排量 > 800 cc	全散件组装 (CKD)	75.0%	3.7%或 3.8%	20 年
		其他	47.0%	2.3%或 2.4%	20 年
印尼	排量 ≤ 250 cc	全散件组装 (CKD)	10.0%	10.0%	1 年
		其他	20.0%	1.3%或 1.4%	15 年
	250 cc < 排量 ≤ 500 cc	全散件组装 (CKD)	10.0%	10.0%	1 年
		其他	30.0%	2.0%	15 年
	500 cc < 排量 ≤ 800 cc	全散件组装 (CKD)	10.0%	10.0%	1 年
	排量 > 800 cc	全散件组装 (CKD)	10.0%	10.0%	1 年
		其他	30.0%	2.0%	15 年
	电动摩托车	全散件组装 (CKD)	10.0%	10.0%	1 年
		其他	30.0%	2.0%	15 年

资料来源: 澳大利亚外交贸易部网站, 中信证券研究部

电踏车标准逐步成型, 国内市场有望迎来扩张

参考美国市场路径, 电踏车可望通过 2B 模式渗透。目前, 国内的电踏车以共享电单车 (助力车) 的 2B 运营模式为主, 哈啰、青桔、美团在该领域呈现三足鼎立的竞争格局。2017 年 9 月, 哈啰出行推出哈啰助力车, 截至目前已经入驻 400 余个城市, 累计骑行达 80 亿公里。2018 年滴滴出行旗下的青桔和收购摩拜单车的美团也先后入局, 开始投放共享助力车。然而, 共享电单车的业务对于法律法规的变化高度敏感, 需要及时顺应法律法规的变化而进行调整。例如, 中国加大了对城市共享电单车的监管力度, 11 月 23 日, 长沙市交通运输局等机关要求多家共享电单车企业限期清理回收无牌照电动两轮车, 从而使得长沙市内的共享电单车数量在一周内由 46 万辆锐减至 7 万辆; 美国在 2020 年中通过了联邦层面的电动两轮车三级分类法案, 法规的实施结合疫情的影响使得美国电踏车出货量从 2019 年约 25 万辆跃升至 2020 年的预计 55 万辆。目前, 国内的共享电单车发展势头强劲: 2020 年 6 月, 哈啰电单车平均日单量约为 400 万, 而青桔和美团电单车日单量也分别约达到 300 万和 100 万。未来随着相关法律法规的完善, 电踏车有望借助共享电单车的经验通过 2B 模式加速渗透。

图 22: 哈啰共享电单车



资料来源: 搜狐网

图 23: 青桔共享电单车



资料来源: 腾讯网

图 24: 美团共享电单车



资料来源: 搜狐网

表 3: 美国电动两轮车三级分类法案

分类	分类标准
1 类电动两轮车	配备有电动机的电动两轮车, 该电动机仅在骑车者踩踏板时提供助力, 而在自行车达到 20mph 的速度时停止提供助力
2 类电动两轮车	配备有电动机的电动两轮车, 该电动机只能用于推动自行车, 而在自行车达到 20mph 的速度时停止提供助力
3 类电动两轮车	配备有电动机的电动两轮车, 该电动机仅在骑车者踩踏板时提供助力, 而在自行车达到 28mph 的速度时停止提供助力

资料来源: 美国内政部网站, 中信证券研究部

电踏车行业推动新标准制定, 国内市场蓄势待发。与电踏车在海外市场的风靡相比, 电踏车在国内市场的发展前景始终不明朗。电踏车本身价格偏高和“新国标”将电踏车定义为电动两轮车在一定程度上阻碍了电踏车在国内的推广, 因而亟需制定相关标准以划清和两轮脚踏自行车、电动两轮车、电动轻便摩托车之间的界限。2020 年 11 月, 中国自行车协会发布通知征集《电助力自行车用电机和控制器》、《电助力自行车用传感器》等两项团体标准的起草单位和起草人, 并迅速在多家企业的协助下完成立项。这两项团体标准有望在 2021 年下半年审议通过, 从制度层面为电踏车的未来发展铺平道路。与此同时, 雅迪电踏车全球首家门店开幕, 店内有雅迪电踏车折叠车 YF100、电踏车林道越野车 SS1000 等车型供消费者参观试骑。预计雅迪将充分利用品牌渠道优势和电踏车事业部的技术储备, 率先发力国内电踏车整车市场。

图 25: 2020 年 11 月 27 日雅迪电动车全球首家门店开幕



资料来源: 搜狐网

图 26: 现场用户试驾高端通勤款雅迪电动车

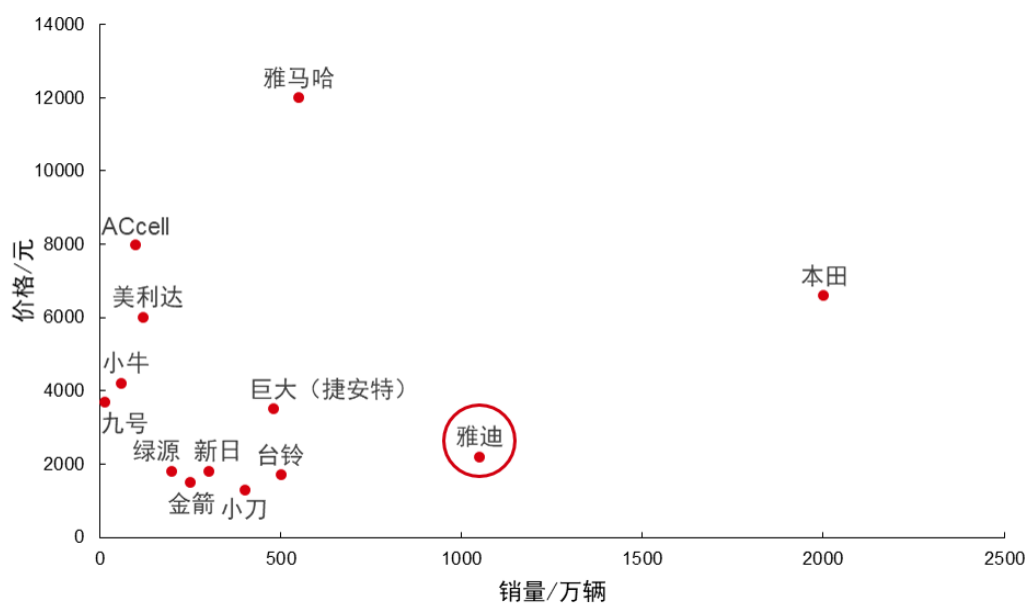


资料来源: 搜狐网

远期: 产品升级驱动 ASP 提升, 估值体系有望重估

产品升级驱动 ASP 提升, 产品结构调整瞄准长期成长。目前以雅迪为代表的国内电动两轮车行业 ASP 整体偏低, 仍处于 2000 元左右。未来电动两轮车产品本身仍有较大升级空间, 在续航里程、产品质量、智能化功能、服务水平等方面的升级将进一步驱动 ASP 提升, 进而带动公司挖掘长期增长空间。除此之外, 参考海外其他的两轮车品牌, 随着电踏车等高端产品结构占比提升以及全球品牌认可度增加, 公司未来在产品结构调整和品牌溢价上带来的整体 ASP 提升也值得期待。

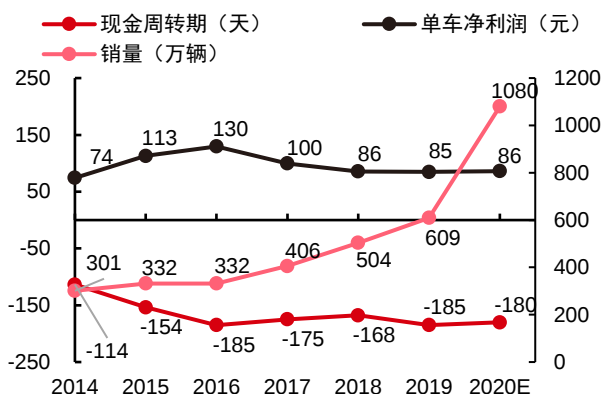
图 27: 国内外主要两轮车品牌 ASP-销量矩阵



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部测算。注: ACcell、美利达、巨大 (捷安特) 两轮车产品主要包括脚踏自行车、电踏车; 本田、雅马哈以燃油摩托车为主, 包括少量电动摩托车; 其它品牌均全部单指电动两轮车产品

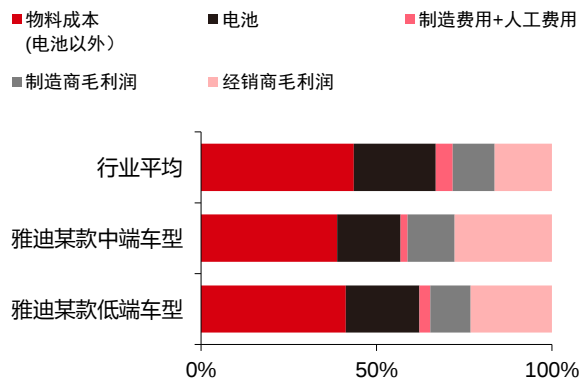
披着制造业外衣的消费品，单车利润水平有翻倍空间。公司生意本质是披着制造业外衣的消费品，现金周转期长期保持在-180 天左右，与传统制造业不同，电动两轮车生意模式的核心在于品牌壁垒、渠道管理能力、产品迭代能力。盈利水平上也有增长空间：纵向看，由于行业通常采用价格战抢占份额，公司和同行单车净利润水平伴随行业景气上升而下行，我们预计 2023 年行业进入平稳期后，伴随尾部玩家出清、价格战趋稳，行业盈利水平将有回升；横向对比，公司的经销商利润水平丰厚、上下游管控效率高，份额的进一步提升、销量的快速增长有望助推深挖盈利水平。我们认为，到 2025 年公司的单车净利润水平有望达到 200 元/辆水平。

图 28：2014-2020E 公司经营指标



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

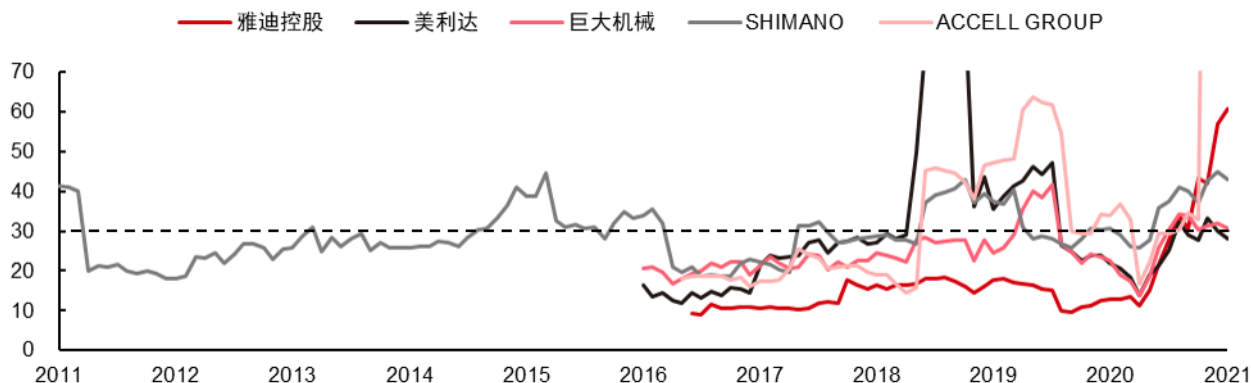
图 29：雅迪及同业部分车型产业链价值分配



资料来源：公司公告，中信证券研究部

参考海外两轮车品牌估值水平，公司估值体系有望重估。长期以来，公司的估值水平处于 10-15 倍 PE，显著低于全球其它两轮车品牌的 20-30 倍 PE 水平。我们认为，这与公司的生意本质有较大关系：中国大陆的电动两轮车行业此前长期处于“低质低价”的恶性循环竞争，生产企业仅充当整车组装制造商角色，对比美利达（中国台湾）、巨大机械（中国台湾）、SHIMANO（日本）、ACcell（荷兰）等较成熟的两轮车行业巨头，缺乏成熟的渠道管控和品牌溢价。但随着行业逐渐进入良性发展——优质供给创造需求吸引新消费者、进一步反哺龙头持续提供优秀产品，加之公司领先的经营能力、前瞻性的产品布局，预计将进入业绩高速增长通道，长期稳态估值体系也有望向两轮车消费品品牌商看齐。

图 30：雅迪控股与其他两轮车品牌的历史 PE 估值



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 相关研究

- 两轮车行业跟踪报告—电动两轮车加速集中，国内电踏车方兴未艾 (2020-12-15)
- 雅迪控股（01585.HK）2020 年中报点评—业绩增长超预期，盈利能力改善 (2020-08-29)
- 雅迪控股（01585.HK）投资价值分析报告—行业需求爆发，短看份额提升，长看盈利弹性 (2020-08-23)
- 两轮车行业自行车产业报告—电动化带动产业升级，把握核心零部件+品牌商 (2020-08-06)
- 两轮车行业跟踪报告—电动两轮车高景气，共享单车放量进行时 (2020-07-17)
- 两轮车行业专题报告—从交通工具到休闲用品，消费升级带来新兴赛道 (2020-06-04)

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,917	11,968	20,906	28,907	37,157
营业成本	(8,297)	(9,890)	(17,198)	(23,718)	(30,283)
毛利率	16.33%	17.36%	17.74%	17.95%	18.50%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(582)	(770)	(1,277)	(1,694)	(2,177)
营业费用率	5.87%	6.43%	6.11%	5.86%	5.86%
管理费用	(723)	(890)	(1,528)	(2,096)	(2,664)
管理费用率	7.29%	7.44%	7.31%	7.25%	7.17%
财务费用	(1)	(2)	9	15	23
财务费用率	0.01%	0.02%	-0.04%	-0.05%	-0.06%
投资收益	(2)	3	0	0	1
营业利润	312	419	912	1,414	2,057
营业利润率	3.14%	3.50%	4.36%	4.89%	5.53%
营业外收入	164	187	178	177	181
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	476	607	1,090	1,591	2,237
所得税	(46)	(83)	(153)	(239)	(336)
所得税率	-9.75%	-13.69%	-14.00%	-15.00%	-15.00%
少数股东损益	1	4	3	6	10
归属于母公司股东的净利润	429	520	934	1,346	1,892
净利率	4.32%	4.34%	4.47%	4.66%	5.09%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	476	607	1,090	1,591	2,237
所得税支出	-46	-83	-153	-239	-336
折旧和摊销	151	158	128	137	147
营运资金的变化	156	2,831	2,971	3,608	4,437
其他经营现金流	-417	-694	-9	-15	-24
经营现金流合计	320	2,819	4,027	5,082	6,462
资本支出	-29,012	-41,739	-100	-100	-100
投资收益	-2	3	0	0	1
其他投资现金流	29,766	39,748	-150	-150	-150
投资现金流合计	751	-1,988	-250	-250	-249
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	-14	0	0	0
股息支出	-107	-107	-107	-233	-336
其他融资现金流	-12	-105	9	15	23
融资现金流合计	-120	-227	-99	-219	-314
现金及现金等价物净增加额	951	604	3,678	4,614	5,899

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,961	3,881	7,559	12,173	18,072
存货	259	639	840	1,144	1,632
应收账款	858	576	1,472	1,976	2,315
其他流动资产	2,047	3,750	3,750	3,750	3,750
流动资产	6,125	8,846	13,621	19,043	25,769
固定资产	1,163	1,242	1,215	1,178	1,131
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	15	18	18	18	18
其他长期资产	456	640	790	940	1,090
非流动资产	1,635	1,900	2,023	2,136	2,239
资产总计	7,759	10,746	15,644	21,179	28,008
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	4,919	7,491	11,588	16,003	21,258
其他流动负债	20	76	46	48	57
流动负债	4,939	7,567	11,635	16,051	21,315
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	35	35	35	35
非流动性负债	0	35	35	35	35
负债合计	4,939	7,603	11,670	16,086	21,351
股本及储备	2,812	3,132	3,959	5,071	6,626
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	2,812	3,132	3,959	5,071	6,626
少数股东权益	8	11	15	21	31
股东权益合计	2,820	3,144	3,974	5,093	6,658
负债股东权益总计	7,759	10,746	15,644	21,179	28,008

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	26.32%	20.69%	74.68%	38.27%	28.54%
营业利润增长率	4.74%	34.48%	117.5%	55.07%	45.41%
净利润增长率	5.90%	21.30%	79.64%	44.13%	40.55%
毛利率	16.33%	17.36%	17.74%	17.95%	18.50%
EBITDA Margin	5.37%	4.95%	4.39%	4.36%	4.64%
净利率	4.32%	4.34%	4.47%	4.66%	5.09%
净资产收益率	15.24%	16.60%	23.59%	26.54%	28.55%
总资产收益率	5.52%	4.84%	5.97%	6.36%	6.75%
资产负债率	0.64	0.71	0.75	0.76	0.76
所得税率	-9.75%	-13.7%	-14.0%	-15.0%	-15.0%
股利支付率	25.03%	20.64%	25.00%	25.00%	25.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。