

# 电动两轮车：格局优化，走向全球

华泰研究

2023年9月09日 | 中国内地

深度研究

## 两轮车行业景气度高，上下游共同发展

在新国标替换需求后，我们认为智能化以及新型业态的兴起将成为国内市场新的增长动能。海外市场增长潜力大，东南亚面临摩托车油改电的新机遇。考虑消费升级趋势，电摩需求或增长。另外，下游行业的高景气对上游供应链（电池及零部件）亦有助力。首次覆盖爱玛科技（603529 CH，买入，目标价 38.15 元）、天能股份（688819 CH，买入，目标价 41.69 元）、小牛电动（NIU US，买入，目标价 3.75 美元）、春风动力（603129 CH，买入，目标价 175.92 元）、钱江摩托（000913 CH，买入，目标价 19.95 元）、八方股份（603489 CH，增持，目标价 61.76 元）、雅迪控股（1585 HK，买入，目标价 19.39 港元）。

## 国内市场趋于稳定增长，东南亚市场潜力大

新国标过渡期基本结束，受替换需求前置影响，国内电动两轮车销量将先回落，再进入稳定增长长期。根据我们的测算，23、24 年国内电动两轮车销量为 5338/5119 万辆。随着产品智能化、高端化的发展，以及配送服务、共享骑行等新型业态的助推，电动两轮车行业有望稳步增长。根据 ASEANstats 数据，目前东南亚摩托车保有量达 2.5 亿辆，在电动化利好政策加持下，摩托车油改电增长潜力较大。随着摩托车电动化渗透率快速提升，根据我们的测算，东南亚五国 23 年由摩托车电动化带来的电动两轮车增量需求预计达到 71 万辆。根据 Statista，欧美电踏车 2021 年销量约 561 万辆，随着电动渗透率的提高，预计销量稳步增长。

## 推进产品差异化、布局出海，企业盈利能力有望改善

头部厂商积极推动电动两轮车智能化、高端化发展，消费者对产品差异化的认知逐步提高。根据沙利文的预测，我国高端车型 22-26 年销量 CAGR 有望达 32.5%，或拉高行业均价和盈利水平。雅迪 22H1 冠能和 VFLY 系列销量占比达 40%，22 年毛利率同比+2.9pct；爱玛 22 年 7 月推出新品电摩造梦师，22 年毛利率同比+4.6pct。产品结构的优化带动两轮车企毛利率显著提高。另外考虑海外电动两轮车单价高，雅迪在越南产品价格约为国内价格的两倍左右，国内两轮车企积极布局海外市场或可凭借规模化生产的成本优势、品牌渠道壁垒和优秀的供应链管理能力的进一步提高 ASP 和毛利率。

## 竞争加剧淘汰出清，行业集中度或持续提升

2016-2021 年，行业 CR3 从 26%提升至 55%，2022 年前九大制造商占据 80%以上份额，雅迪和爱玛双寡头格局逐渐形成。新国标实施提高了企业准入门槛，推动市场集中度提升。两轮车行业渠道和品牌壁垒高，龙头在国内外渠道布局有先发优势，同时营销投入大强化品牌优势。此外，龙头企业具备零部件供应链管理优势，以及打造爆款产品的能力，更容易实现规模化降本。我们认为未来行业格局有望继续优化，龙头强者恒强。

风险提示：行业竞争加剧导致盈利低于预期；技术快速迭代导致行业长期发展空间以及竞争格局变化；原材料价格大幅波动导致盈利不及预期；海外市场需求不及预期。

其他交运设备 **增持 (维持)**  
电力设备与新能源 **增持 (维持)**

研究员 **宋亭亭**  
SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com  
SFC No. BTK945 +(86) 10 6321 1166

研究员 **申建国**  
SAC No. S0570522020002 shenjianguo@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

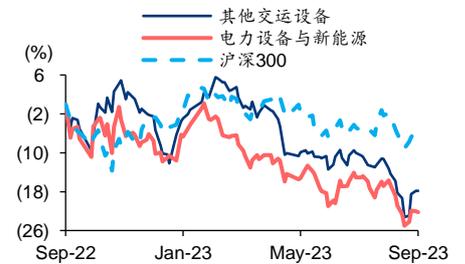
研究员 **边文斌**  
SAC No. S0570518110004 bianwenjian@htsc.com  
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

联系人 **陈诗慧**  
SAC No. S0570122070128 chenshihui@htsc.com  
SFC No. BTK466 +(86) 21 2897 2228

## 华泰证券研究所分析师名录



## 行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

## 重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
爱玛科技	603529 CH	38.15	买入
天能股份	688819 CH	41.69	买入
小牛电动	NIU US	3.75	买入
春风动力	603129 CH	175.92	买入
钱江摩托	000913 CH	19.95	买入
八方股份	603489 CH	61.76	增持
雅迪控股	1585 HK	19.39	买入

资料来源：华泰研究预测

## 正文目录

<b>核心观点</b> .....	<b>3</b>
与市场不同的观点 .....	3
<b>国内市场进入稳步增长期，东南亚摩托车油改电增长潜力大</b> .....	<b>4</b>
政策是行业早期新国标发展主要驱动力，国内需求趋于稳定增长 .....	4
东南亚行业潜力大，海外市场为国内企业带来新机遇 .....	7
<b>产品差异化、高端化助力企业盈利能力改善</b> .....	<b>12</b>
目前产品同质化程度高+消费者对价格敏感，行业价格竞争激烈 .....	12
智能化需求及产品认知培养或可打造产品溢价 .....	13
电摩的高端应用场景有望承接消费升级需求 .....	15
国内产品有竞争力，出海提升单价 .....	16
<b>龙头优势逐渐扩大，看好格局优化</b> .....	<b>18</b>
线下渠道及品牌是行业核心竞争要素，龙头企业均具备先发优势 .....	18
龙头企业在供应链管理和产品开发能力上领先 .....	20
看好格局持续优化，龙头强者恒强 .....	23
<b>首次覆盖重点推荐标的</b> .....	<b>25</b>
重点推荐个股 .....	25
风险提示 .....	27
<b>首次覆盖公司</b> .....	<b>28</b>
爱玛科技（603529 CH，买入，目标价 38.15 元） .....	28
天能股份（688819 CH，买入，目标价 41.69 元） .....	38
小牛电动（NIU US，买入，目标价 3.75 美元） .....	50
春风动力（603129 CH，买入，目标价 175.92 元） .....	63
钱江摩托（000913 CH，买入，目标价 19.95 元） .....	77
八方股份（603489 CH，增持，目标价 61.76 元） .....	89
雅迪控股（1585 HK，买入，目标价 19.39 港元） .....	99

## 核心观点

### 两轮车行业景气度高，上下游共同发展：

**市场空间方面**，新国标过渡期基本结束，受替换需求前置影响，国内电动两轮车销量将先回落，再进入稳定增长期。根据我们的测算，23、24 年国内电动两轮车销量为 5338/5119 万辆。随着产品智能化、高端化的发展，以及配送服务、共享骑行等新型业态的助推，电动两轮车行业有望稳步增长；海外市场增长潜力大，东南亚面临摩托车油改电的新机遇。

**企业盈利能力方面**，头部厂商积极推动电动两轮车智能化、高端化发展，消费者对产品差异化的认知逐步提高，产品结构的优化带动两轮车企毛利率显著提高；另外考虑海外电动两轮车单价高，国内两轮车企积极布局海外市场或可凭借规模化生产的成本优势、品牌渠道壁垒和优秀的供应链管理能力的进一步提高 ASP 和毛利率。

**竞争格局方面**，2022 年前九大制造商占据 80% 以上份额，雅迪和爱玛双寡头格局逐渐形成。两轮车行业渠道和品牌壁垒高，龙头在国内外渠道布局有先发优势，同时营销投入大强化品牌优势，此外龙头企业具备零部件供应链管理优势，以及打造爆款产品的能力，更容易实现规模化降本，我们认为未来行业格局有望继续优化，龙头强者恒强。另外，下游行业的高景气对上游供应链（电池及零部件）亦有助力。

### 与市场不同的观点

市场有担忧认为新国标替换需求释放后，行业成长空间不足。我们认为智能化以及新型业态的兴起将成为国内市场新的增长动能；海外市场增长潜力大，东南亚面临摩托车油改电的新机遇，国内企业可寻求增量。

部分市场观点认为行业激烈竞争下，电动两轮车盈利能力难以提升。我们认为虽然现阶段价格竞争激烈，展望后续，龙头可凭借渠道和品牌优势进一步扩大市场份额，在此基础上可凭借产品智能化高端化升级、供应链管理优势、打造爆款实现规模化降本，实现盈利能力改善。

## 国内市场进入稳步增长期，东南亚摩托车油改电增长潜力大

### 政策是行业早期新国标发展主要驱动力，国内需求趋于稳定增长

成熟期后再现阶段性较高增长，19-22年新国标是主要驱动因素。05-13年中国城镇化进程加快、城镇居民收入高速增长，城镇短途出行需求快速增长，带动电动两轮车需求高增。13-19年中国电动两轮车市场步入发展稳定的成熟期，年产销量维持在3500万辆上下。19-22年，新国标带来的替换需求是主要驱动力，2018年发布（2019实施）新国标对电动两轮车进行了明确的分类并对其规格进行了严格规定，过渡期后不符合相关标准的电动两轮车将不允许上路，并给予3-6年过渡期，多个省市过渡期在2022年结束，部分省市过渡期延长至2025年。据弗若斯特沙利文，2022年中国电动两轮车的销量达到6.1千万辆，19-22年CAGR达到18%。

新国标对电动自行车、电动摩托车进行了重新分类，并且提升安全性等要求。2018年新发布的《电动自行车安全技术规范》（GB17761-2018）、《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》（GB/T 24158-2018）明确界定了电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车的分类，自2019年4月起实施。新国标相对旧国标技术要求提升，从确保安全性能、道路交通参与方共同利益、广大消费者出行需求出发，对整车尺寸与质量、最高车速、蓄电池标称电压和电机额定功率等方面设定了新要求，并新增车速提示音、淋水涉水性能、防火性能、阻燃性能、无线电骚扰特性等要求，且所有技术要求为强制性，2019年4月15日起不符合技术规范的产品，不得生产、销售、进口。

图表1：新国标下电动两轮车分类

分类	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
整车质量	≤55kg	无要求	无要求
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	可载一名成人
类型	非机动车	机动车	机动车
脚踏骑行	必须具有	不具有	不具有
驾驶证	不需要	D/E/F 驾驶证	E/F 驾驶证
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	

资料来源：《电动自行车安全技术规范》（GB17761-2018）、《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》（GB/T 24158-2018）、华泰研究

各地过渡期先后结束，替换需求逐步释放。于2019年4月15日之前购买且不符合新国标的电动两轮车获约3-6年的过渡期，过渡期后将禁止上路。各地推出电动自行车管理办法的时间和过渡期截止日期各异，目前部分地区因电动自行车保有量大、听取民意、避免提前报废而造成不必要的资源浪费等原因而延长过渡期。我们预计新国标带来的超标电动车替换需求将在23-24年持续贡献部分增量，但年增量有限，原因主要为：（1）我国电动两轮车保有量前十的省份中过半数过渡期截止日在23年及之前；（2）部分地区过渡期有延迟，我们预计其换购量先高后低，22年后新国标替换进程趋缓；（3）过渡期与自然使用寿命有重合，电动自行车整车置换周期普遍为3-5年，普遍使用的铅酸电池更换周期为2-3年，若按电动自行车置换的使用周期天花板（5年）计算，并假设19年后供给端新生产的电动两轮车均满足新国标，则新国标驱动的电动两轮车置换需求均会在25年前释放，即25年基本不存在新国标替换需求。

**图表2：电动自行车新旧国标对比**

技术要求	新国标	旧国标
强制性与否	全部技术内容为强制性	除最高车速、制动性能、车架/前叉组合件强度为强制性条款，其余各技术要求均为推荐性条款
最高车速	≤25km/h	≤20km/h
蓄电池标称电压	≤48V	≤48V
电动机额定功率	≤400W	≤240W
整车质量	≤55kg	≤40kg
脚踏骑行功能	30 min 的脚踏骑行距离大于或等于 5 km	30min 的脚踏行驶距离应不小于 7 km
制动性能	干态：同时使用前后车闸/单用后闸制动距离≤7/15m，干态制动距离≤4m，湿态制动距离应≤15m 湿态：同时使用前后车闸/单用后闸制动距离为≤9/19m	
尺寸要求	整车高度≤1100 mm，车体宽度(除车把、脚踏部分外)≤450 mm，前、后轮中心距≤1250 mm，鞍座高度≥635 mm，鞍座长度≤350 mm，后轮上方的衣架平坦部分最大宽度≤175 mm	无
车速提示音	当行驶车速达到 15 km/h 时持续发出提示音	无
淋水涉水性能	淋水涉水试验后应当可以正常骑行,各电器部件功能正常,绝缘电阻值应当≥1 MΩ	无
防火性能	电池组盒、保护装置、仪表、灯具、电源线缆及单芯导线接插件的绝缘材料部件能承受灼热丝试验	无
阻燃性能	固体非金属材料能承受电工电子产品着火危险试验	无
无线电骚扰特性	符合车辆、船和内燃机 无线电骚扰特性	无

资料来源：《电动自行车安全技术规范》(GB17761-2018)、《电动自行车通用技术条件》(GB17761-1999)、华泰研究

**图表3：部分地区电动自行车新旧国标过渡期政策**

地区	过渡期	过渡期止	期满后是否禁止上路行驶 (万辆)	2021 年省电动两轮车保有量	
北京	3 年	2021/10/31	√		
重庆	3 年	2022/10/14	√		
浙江	延长 1 年	2022/12/31	√	2500	
山东	3 年	2022/12/31	电动自行车临时号牌过渡期满后，暂不禁止上路行驶	3900	
广东	深圳	延长 1 年	2022/8/1	√	
广东	佛山	延长 1 年/9 个月	蓝色过渡期号牌 2022/12/31，黄色过渡期 号牌 2022/9/30	√	
广东	广州	延长 1 年	2023/11/30	√	2500
安徽	合肥	2 年	2023/12/31	√	2500
河南	郑州	延长 2 年	2023/12/31	√	3800
湖南		3 年	2024/3/1	√	1500
江苏		5 年	2024/4/15	√	3600
天津		延长 1 年+延长 2 年	2024/5/8	√	
广西		3 年	2025/1/31	√	2000
河北		3 年	2025/4/30	√	2500
陕西		延长 3 年	2025/6/30	√	

资料来源：各政府官网、电动车观察员、华泰研究

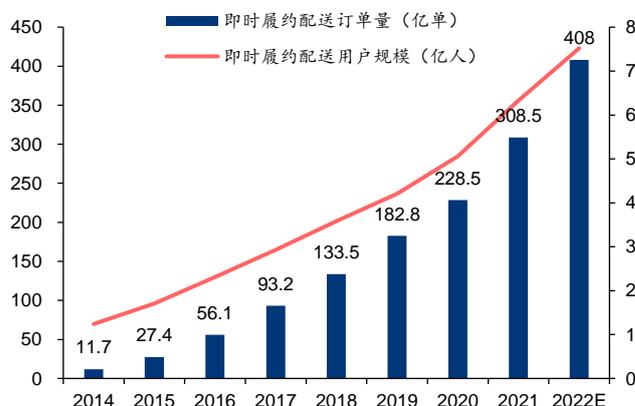
23年后新增需求将主要来自新经济业态和智能化带来的新需求。居民出行方式改变、新经济业态发展、智能技术初步兴起催生新需求：(1) 餐饮外卖、电商、即时零售以及共享电动单车等新经济业态带来新需求。近年来外卖经济、即时零售蓬勃发展，带动相关配送市场规模成长迅速。据达达快送《2022 即时零售履约配送服务白皮书》，2021 年即时履约配送订单量为 308.5 亿单，用户规模超过 6 亿人。即时配送市场扩大带动骑手人数增长，以美团外卖为例，2022 年超过 624 万名骑手在其平台获得收入，同比增长约 18%。若不考虑骑手跨平台配送带来的重合，2022 年美团外卖、蜂鸟配送、达达快送、顺丰同城几大主流即时配送平台活跃骑手人数超过 392 万。一方面，部分原无二轮车的骑手贡献增量；另一方面，外卖用电动二轮车日均使用时间长、充电频繁、换电周期短、整车置换频率更高，亦能贡献部分增量。近年来共享电单车投放规模逐步扩大，据艾媒咨询，2021 年投放量为 382 万辆，预计 2022 年投放量达到 495 万辆。(2) 电动两轮车智能化初步发展，实时定位、导航、智能电池管理等功能增加对年轻一代用户的吸引力。

图表4：2022 年主要配送平台活跃骑手数量

平台	活跃骑手数量	骑手数量
美团外卖	超过 100 万	超过 624 万
蜂鸟配送	114 万	300 万
达达快送	100 万	
顺丰同城	78 万	
合计	超过 392 万	

资料来源：各公司官网、各公司公告、华泰研究

图表5：即时履约配送订单量与用户规模



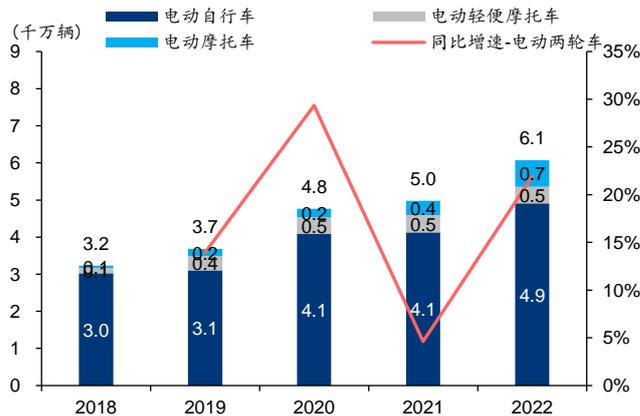
资料来源：《2022 即时零售履约配送服务白皮书》、罗戈研究、华泰研究

图表6：中国两轮电动车产量

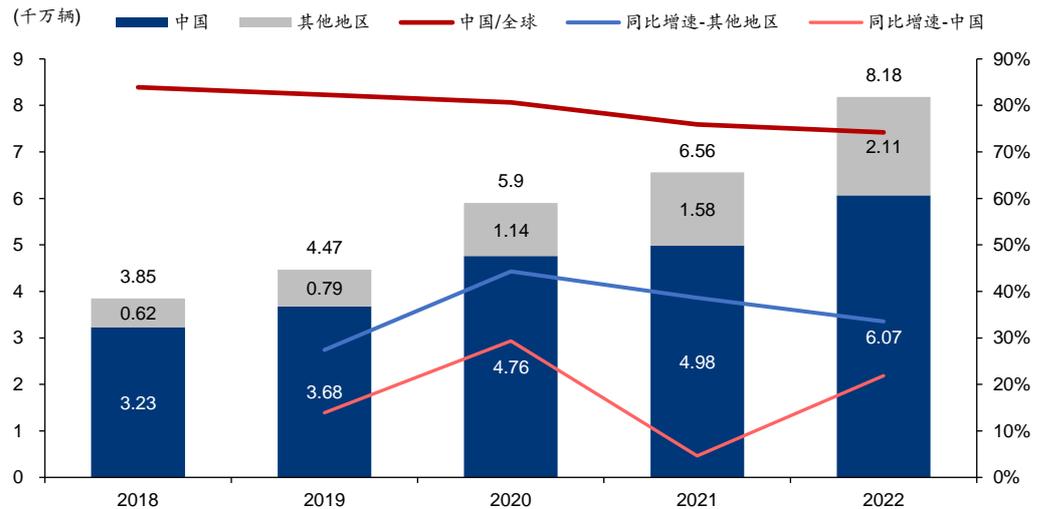


资料来源：中国自行车协会、头豹研究院、华泰研究

图表7：中国电动两轮车销量



资料来源：弗若斯特沙利文、绿源招股书、华泰研究

**图表8：全球电动两轮车销量**

资料来源：弗若斯特沙利文、绿源招股书、华泰研究

综上我们预计国内电动两轮车需求自 24 年以后平稳增长。基于以下假设：(1) 考虑到各省市新国标执行情况，假设新国标替换需求在 2022 年达到高峰，后续由于各地政策执行节奏差异（部分省市过渡期延长，延长前已有替换需求释放，我们预计过渡期内换购量先高后低，22 年后新国标替换进程趋缓），以及新国标过渡期与整车自然置换周期重合，我们预计新国标替换需求影响将减弱；(2) 2020 年及 2022 年疫情带来增量电动两轮车需求后，新增需求维持低速增长；(3) 普通用户整车置换周期一般为 3-5 年，即时配送所需电动两轮车替换频率更高，据智租换电，即时配送骑手平均每日行驶里程高达 120km，使用时间长达 12.5h，日充电次数 2 至 3 次，据此假设用于即时配送的电动两轮车的整车置换周期为 2 年；(4) 假设共享单车需求增长驱动 23 年共享单车投放仍呈现增长，考虑到共享单车相对共享单车采购成本更高，且存在交通安全和城市管理问题，地方政策存在差异，尚缺乏行业规范管理，我们假设 24 年起共享单车投放趋缓，进入存量管理与行业规范发展阶段。我们测算 23、24 年我国电动两轮车行业销量为 5338/5199 万辆，主要由于新国标替换需求将部分替换需求前置，25 年后稳步回升，行业总量整体较为稳定。

**图表9：国内电动两轮车市场规模预测**

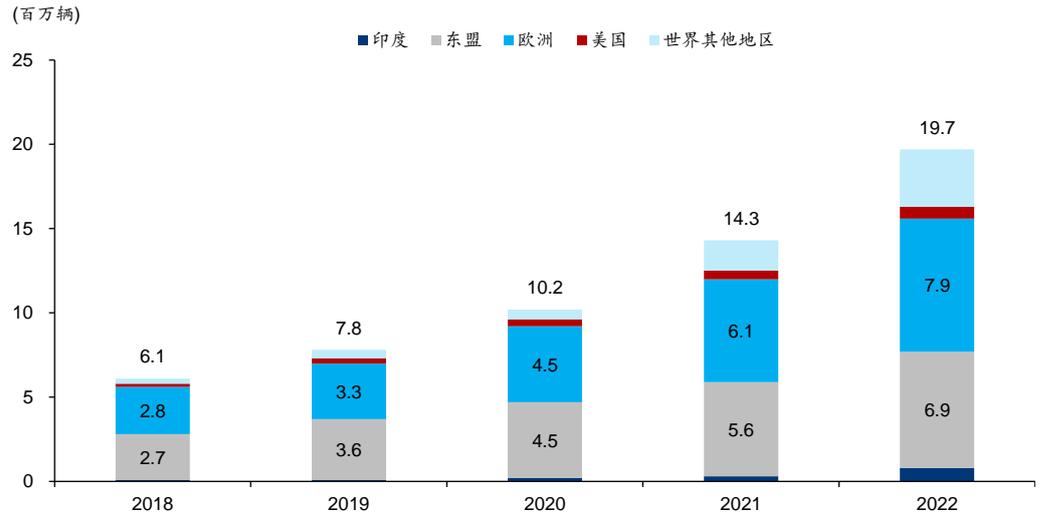
单位：万辆	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
中国电动两轮车行业销量	4760	4980	6070	5338	5199	5708	5740	5789
销量增速		4.6%	21.9%	-12.1%	-2.6%	9.8%	0.5%	0.9%
自然替换需求	3367	3405	3137	3461	3811	4358	4339	4343
新国标替换需求	400	600	1500	400	100	0	0	0
新增需求	300	50	314	150	158	165	174	182
即时配送需求	443	543	624	777	831	885	927	964
共享单车需求	250	382	495	550	300	300	300	300

注：自 2020 年起各需求的拆分为预测值

资料来源：弗若斯特沙利文、中国自行车协会、艾媒咨询、头豹研究院、德勤、华泰研究预测

### 东南亚行业潜力大，海外市场为国内企业带来新机遇

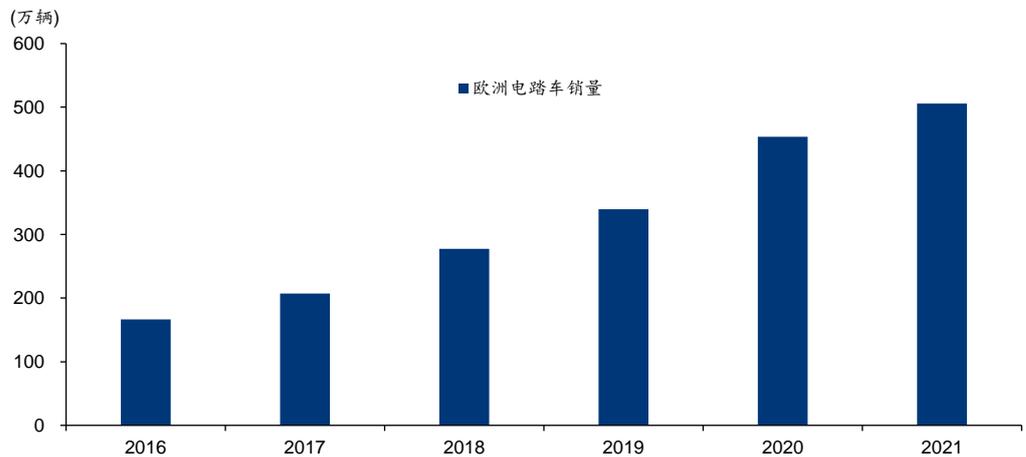
海外市场蕴含增长潜力，欧美与东南亚、印度需求有异。据弗若斯特沙利文，2022 年印度、东盟、欧洲、美国电动两轮车销量分别为 0.8/6.9/7.9/0.7 百万辆，占海外总销量 4%/35%/40%/4%，18-22 年销量 CAGR 分别为 100%/26%/30%/38%。电踏车主导欧美电动两轮车市场，而东南亚、印度摩托车保有量大，电动化趋势初步显现，电动两轮车增长潜力大。

**图表10：海外分地区电动两轮车销量**


注：欧美地区销量包含电踏车

资料来源：弗若斯特沙利文、绿源招股书、华泰研究

**欧美电踏车销量稳步增长。**欧美地区骑行文化与环保理念盛行，电动两轮车需求衍生于自行车骑行。欧洲城市较小，自行车文化历史悠久，电踏车发展趋于成熟，电动两轮车市场由电踏车主导。据欧洲自行车产业协会，2021年欧洲自行车及电踏车销量超过2.2千万辆，其中电踏车销量达到506万辆，同比增长12.3%，相对自行车的渗透率提升至约23.2%。美国汽车出行为主流，自行车年销量在1500-2000万辆之间，相比日本和欧洲，电踏车在美国起步较晚，消费者群体偏向自行车运动爱好者和极限运动发烧友，2020年以来疫情和电动自行车三级分类法案等政策驱动增长，根据华经产业研究院数据，2021年美国电踏车销量达55万辆，同比增长26%，2017-2021年销量CAGR达25.7%。

**图表11：欧洲电踏车销量情况**


资料来源：Statista、华泰研究

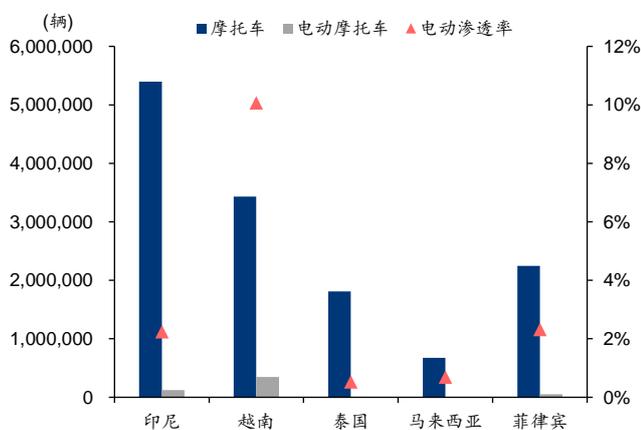
东南亚的电动两轮车市场处于发展初期，潜力大。因为人口密集、消费水平较低、极端天气少等原因，两轮出行成为了东南亚地区主要的交通方式，其也是全球摩托车保有量最高的区域之一。根据 ASEANstats 数据，东南亚目前约有 2.5 亿辆的摩托车保有量。在能源和环保的压力下，电动化转型成为了东南亚两轮车市场的大趋势，但目前电动化渗透率仍然偏低。日系品牌在东南亚传统摩托车市场占主导地位。2022 年本田在印尼、越南、泰国摩托车市占率均超过 70%，本田和雅马哈合计在印尼、越南、泰国、马来西亚市占率超过 80%。目前东南亚摩托车电动化尚处于起步阶段，5 大主要市场（印尼、越南、泰国、马来西亚、菲律宾）中除越南外，电动渗透率均低于 3%。从油摩销量上看，2022 年东南亚六国（印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南）共销售 1227 万辆。但是根据 Marklines，雅迪和 Vinfast 在东南亚 5 大主要市场电动摩托车 22 年的销量仅分别为 8.2 万辆和 8.8 万辆，和油摩销量存在显著的差距，电动化未来发展空间大。

图表12：东南亚国家摩托车销量（万辆）

国家	2017	2018	2019	2020	2021	2022
印度尼西亚	588.6	638.3	648.7	366.1	505.8	522.1
马来西亚	43.5	47.2	54.7	49.8	49.7	68.1
菲律宾	131.9	159	170.5	120.6	143.6	156.5
新加坡	1	1.2	1.9	1.1	1.1	1.2
泰国	181.1	178.8	171.9	151.6	160.6	179.2
越南	327.2	338.6	325.5	271.3	249.2	300.3
合计	1273.3	1363.2	1373.2	960.5	1110.1	1227.4
yoy	0.90%	7.10%	0.70%	-30.10%	15.60%	10.60%

资料来源：Asean Automotive Federation、华泰研究

图表13：2022年东南亚主要摩托车市场销量与电动化情况



资料来源：Marklines、华泰研究

图表14：2022年东南亚主要摩托车市场竞争格局

	印尼	越南	泰国	菲律宾	马来西亚
本田	73.37%	70.60%	76.1%	32.5%	37.9%
雅马哈	21.4%	14.6%	15.7%	21.3%	44.2%
铃木	0.9%	0.7%	0.5%	7.1%	2.9%
川崎	1.1%	0.0%	0.3%	6.7%	0.6%
比亚乔	0.5%	0.8%	2.7%		
GESITS	1.2%				
VIAR	0.4%				
PEGA		3.0%			
VinFast		2.6%			
DIBAO		1.4%			
SYM		1.3%			1.3%
雅迪		1.8%			
GPX				2.1%	
RUSI				15.4%	
EUROMOTOR				6.8%	
SKYGO				3.3%	
MOTORSTAR				2.2%	
MOTOPOSH				1.2%	
MODENAS					6.7%
AVETA					1.4%
KYMCO					0.6%
其他	1.2%	3.3%	2.6%	3.6%	4.4%

资料来源：Marklines、华泰研究

东南亚政府支持电动化，推出利好政策助力发展。对于电动两轮车渗透率较低的印尼和泰国，政府对电动摩托车进行直接补贴有助于本地电动两轮车产业的起步和发展。对于电动两轮车渗透率较高的越南，政府释放电动化趋势预期，并且进行关税优惠吸引外商投资。

图表15：东南亚各国政策

国家	时间	政策	要点
越南	2019年2月	越南政府要求2030年后，5个中央直辖市要在部分地区限行或禁止摩托车（类似于“禁摩令”） 越南吸引外资政策：4年免税、9年减税或者2年免税、4年减税。	2030年后“禁摩令” 外资税收减免（4免9减少或2免4减）
印尼	2021年4月	印尼海事与投资统筹部长称将努力实现印尼政府2025年生产200万辆电动两轮车的目标。	25年目标生产200万辆电动两轮车
	2023年3月	印尼政府2023年将拨款1.7万亿印尼盾，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）。方案规定，可获得补贴的电动摩托车的国产化率必须达到40%以上。印尼对电摩进行补贴。印尼能源部部长表示，从2023年3月起，每辆电动摩托车将获得700万印尼盾（约3165元人民币）的补贴。2019至2023年，所用零部件至少40%在国内生产。2024年至2025年，当局规定的本地化率将提高至60%，而从2026年起则为80%。	1、补贴总量：1.7万亿印尼盾（约8.2亿元） 2、每辆电摩700万印尼盾（约3200元）补贴。 3、补贴条件：国产化率达40%（2019-2023）、60%（2024-2025）、80%（2026-）。
泰国	2022年8月	2022年8月，总理府秘书长兼总理府发言人宣布内阁决议批准29.23亿泰铢（约5.85亿人民币）的预算，对电摩、电动车进行补贴。	补贴总量29.23亿泰铢（约5.85亿元）
	2022年3月	2022年3月税务局颁布补贴标准和条件，电动摩托车（售价不超过15万泰铢，3万RMB）包括全散件进口组装（CKD）和整车进口（CBU），补贴1.8万泰铢/辆（约3600RMB，2022-2025年）。整车进口（CBU）免征关税的条件：1）须在泰国设有工厂的制造商；2）2024年必须在泰国生产数量与2022-2023年整车进口量相等的电动摩托车作为补偿。必要时可延长补偿车辆生产时间至2025年，但须按1:1.5的比例生产（每进口1辆，须在泰国生产1.5辆）；3）内阁还批准减征或免征9类全散件进口国内组装（CKD）的电动车进口关税。	1、整车进口补贴1.8万泰铢/辆（约3600元，2022-2025）。 2、整车进口免征条件：须在泰国设有工厂，且在2024年（2025年）须生产与2022-2023进口量相等（1.5倍）数量的电动摩托车。 3、减免散件进口组装电动车关税。

资料来源：中国商务部、越南交通部、印尼海洋和投资事务统筹部、泰国头条新闻、华泰研究

从需求端看，电动化产品经济性更强。伴随电池技术的提升，目前的电动车已经可以在续航里程、最高时速、动力等性能上媲美110cc油摩。同时，电动摩托的维护成本和使用成本都低于油摩，叠加政府给予的购买补贴，电动化产品的经济性显著更强，对东南亚消费者有较强的吸引力。另外，电动自行车在东南亚不需要驾照，可以适配有短距离的交通需求但驾驶水平不足以使用摩托车的群体，如学生、老人等。考虑电动摩托车的替代趋势、电动自行车的增量市场、叠加疫情后的消费需求自然修复，我们认为东南亚的电动两轮车需求端可以为市场发展提供充足激励。

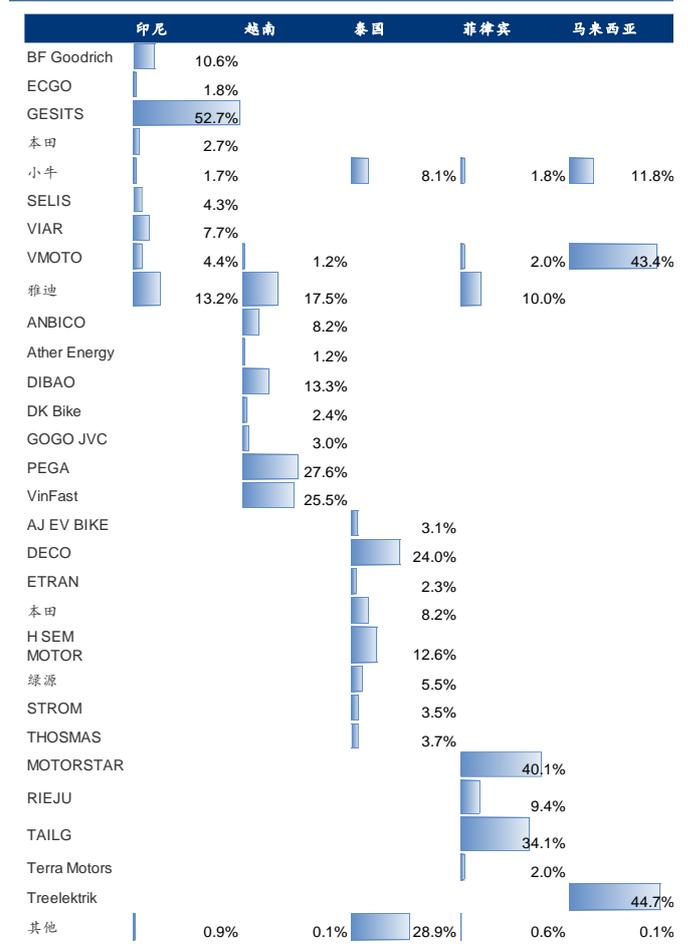
从供应端看，东南亚电动摩托车市场竞争格局较为分散，尚未出现东南亚范围内的领导品牌。传统摩托车豪强电动转型较慢，部分国家本土品牌快速发展，例如印尼本土品牌Gesits，越南本土品牌VinFast、Pega，但产业链建设仍需完善。中国电动两轮车产业链成熟，具备成本优势，尽管中国厂商海外定价比国内高，但依然低于海外当地产品价格，扩大对东南亚出海的机遇显现。雅迪、小牛等中国品牌电动两轮车出海东南亚初见成果，例如2022年雅迪在印尼、越南、菲律宾三国电动摩托车市场市占率或达到10%。

图表16: 2022年东南亚主要摩托车市场电动摩托车分厂商销量(辆)

	印尼	越南	泰国	菲律宾	马来西亚
BF Goodrich	12,851				
ECGO	2,133				
GESITS	63,812				
本田	3,306				
小牛	2,024		775	964	556
SELIS	5,242				
VIAR	9,332				
VMOTO	5,346	4,263		1,046	2,036
雅迪	16,020	60,590		5,245	
ANBICO		28,181			
Ather Energy		4,084			
DIBAO		46,107			
DK Bike		8,216			
GOGO JVC		10,249			
PEGA		95,220			
VinFast		88,051			
AJ EV BIKE			302		
DECO			2,303		
ETRAN			217		
本田			787		
H SEM MOTOR			1,213		
绿源			532		
STROM			340		
THOSMAS			357		
MOTORSTAR				20,926	
RIEJU				4,899	
TAILG				17,794	
Terra Motors				1,033	
Treelektrik					2,096
其他	1,081	452	2,769	304	5
合计	121,147	345,413	9,595	52,211	4,693

资料来源: Marklines、华泰研究

图表17: 2022年东南亚主要摩托车市场电动摩托车竞争格局



资料来源: Marklines、华泰研究

我们认为东南亚市场摩托油转电进程是关键变量, 23年预计71万辆增量需求。我们基于东南亚主要摩托车市场为存量市场的中性假设, 以18-22年摩托车销量的平均值作为稳态销量, 对电动渗透率进行估计, 从而测算东南亚主要摩托车市场油转电带来的电动两轮车市场空间。东南亚对电动两轮车的政策支持有望驱动电动渗透率持续提升, 我们测算23年摩托油转电将带来71万辆电动两轮车增量, 27年将增长至187万辆。

图表18: 东南亚摩托车市场油转电规模测算

国家	18-22年摩托车销量平均值	摩托车电动化渗透率					
		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
印尼	5,362,034	2.2%	3.7%	5.2%	7.2%	8.7%	10.2%
越南	2,969,842	10.1%	13.1%	17.1%	22.0%	26.0%	30.0%
泰国	1,684,301	0.5%	2.5%	5.0%	7.5%	10.0%	12.5%
菲律宾	1,500,366	2.3%	4.5%	6.5%	8.5%	10.5%	12.5%
马来西亚	539,247	0.7%	1.7%	3.0%	4.3%	5.6%	6.9%

	摩托车电动化带来的电动两轮车增量(辆)				
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
印尼	200,000	280,431	387,671	468,102	548,532
越南	388,285	507,079	653,365	772,159	890,953
泰国	42,108	84,215	126,323	168,430	210,538
菲律宾	67,516	97,524	127,531	157,538	187,546
马来西亚	9,167	16,177	23,188	30,198	37,208
合计	707,076	985,425	1,318,078	1,596,427	1,874,776

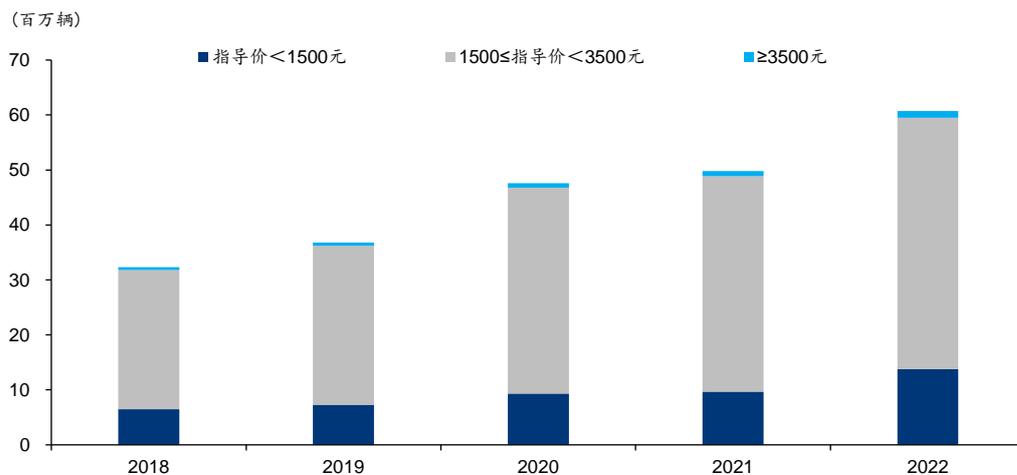
资料来源: FAMI、SIAM、Marklines、华泰研究预测

## 产品差异化、高端化助力企业盈利能力改善

### 目前产品同质化程度高+消费者对价格敏感，行业价格竞争激烈

国内消费者价格敏感，中低端产品为市场主流。根据艾瑞调研，短途通勤和生活场景是电动两轮车最常见的用车场景，超6成车主使用两轮电动车上下班和买菜/逛超市。这部分消费者价格敏感性高，且国内主要厂商在中低端产品布局数量多，因此国内电动两轮车市场均价较低。据弗若斯特沙利文，2022年指导价低于1500元的入门级产品和1500~3500元的中端产品分别占比23%/75%。以雅迪、爱玛、新日、绿源、九号、小牛为样本，近3年来行业均价未突破2000元。分车企来看，雅迪、爱玛为传统电动两轮车企代表，产品矩阵丰富，低中高端皆有布局，主要瞄准中低端大众市场，均价处于主流水平；小牛、九号主打智能化、高端化、科技化，产品定价较高带动其毛利率水平高于传统两轮车企。

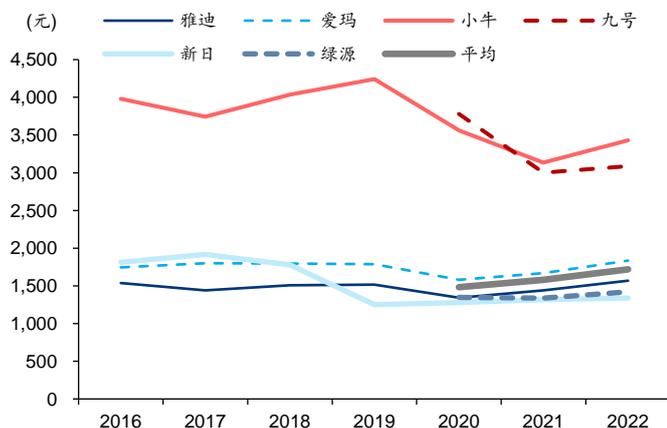
图表19：中国市场按价格带电动两轮车销量分布



资料来源：弗若斯特沙利文、绿源招股书、华泰研究

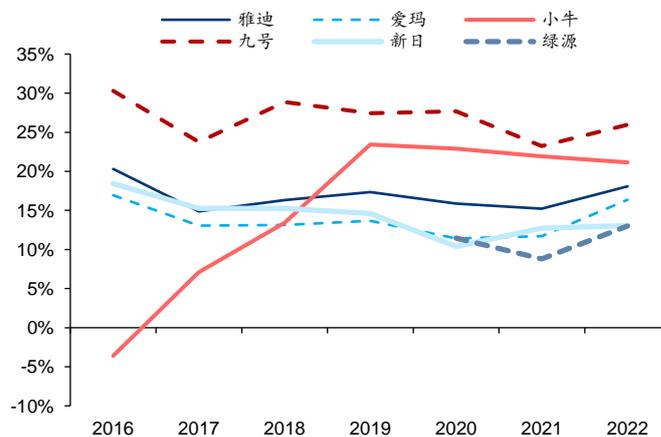
目前仍处价格竞争阶段，车企以价换量。电动两轮车产品同质化水平较高，且消费者价格敏感，在行业增速放缓、存量替换为主的阶段，车企面对销量与库存的压力，主动以价换量提升市占，价格战时有发生。2023年以来，在新国标替换量前期释放、消费者换车意愿低迷的背景下，2月至6月电动两轮车厂商价格竞争激烈，高中低端车型均有降价。根据电动车小行家等数据，3000元以上车型降价幅度在800~1900元不等。进入三季度后，行业价格竞争仍在持续，爱玛的破冰A505和雅迪的欧曼3.0降价幅度均在1000元。但是，我们认为，价格战非可持续竞争态势，未来行业整体利润率下滑到一定程度后，或回归产品力竞争轨道。

图表20：各车企电动两轮车单车收入变化情况



资料来源：各公司公告、华泰研究

图表21：各车企电动两轮车毛利率水平



资料来源：各公司公告、华泰研究

## 智能化需求及产品认知培养或可打造产品溢价

**两轮车智能化程度较此前升级。**早期的两轮车智能化主要关注产品搭载的技术丰富性，很多智能功能并没有具体对应到应用场景上。但伴随市场逐渐发展，智能化发展开始围绕用户体验感迭代。入门的智能化仅为车辆信息的可视化（车辆定位、电量提醒、报警显示等），后期逐渐发展为人车交互（远程控制、语音助手等），到目前的数据赋能阶段（BMS 智能电池保护、预测性维护、大数据分析）。根据艾瑞咨询，如今移动通信、人工智能、云计算、大数据等技术在两轮电动车中的应用较此前更为成熟，两轮电动车智能化功能表现也因此更加稳定和优越，在车辆状态采集与硬件管理、车辆交互传输系统、驾驶辅助系统、能源系统、防盗系统等方面有较大提升。

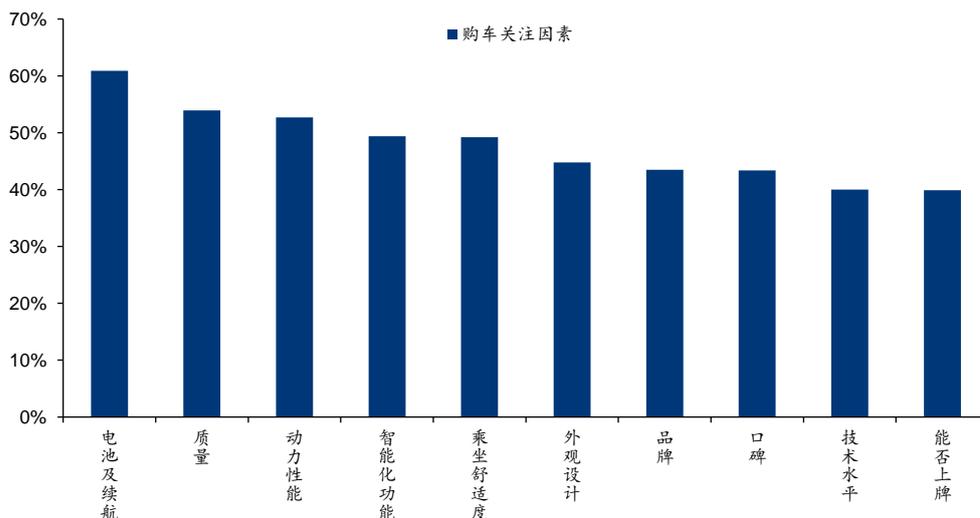
**图表22：两轮车智能化级别与技术应用特征**

智能水平	智能设备与技术应用	智能化功能	成本
简单智能	NFC、蓝牙	便捷：NFC 卡取代钥匙解锁 安防：防盗报警	低
高级智能	指纹锁、遥控钥匙 陀螺仪、GPS/GPRS	便捷性、安全性提升	较高
深度智能	4G/5G、CAN 通信 语音交互	升级：支持 OTA 交互：支持多端多形态控制	高

资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

**消费者对智能化的需求提升。**此前购买电动两轮车时，消费者大多只考虑续航、电池性能这类的硬件因素，但伴随智能化技术的提升，消费者对其关注度也有了较显著的提升。另外，目前电池技术已经发展到较为成熟的时期，各家产品在电池性能上很难有显著差异，此时智能化便成为了产品力竞争的关键。根据艾瑞咨询的调研，2022 年车主购买两轮车的关注因素 TOP10 中，虽然前三名仍是电池及续航、质量和动力性能，但智能化功能的关注度环比 2021 年提升了 28.4pct 达到了 49.4%，排名第四；另外，23 年来 83.9% 的车主在购车时更偏好购买有智能化功能的两轮电动车。我们认为，购车者关注度的大幅提升说明了智能化是两轮车发展的重要趋势。

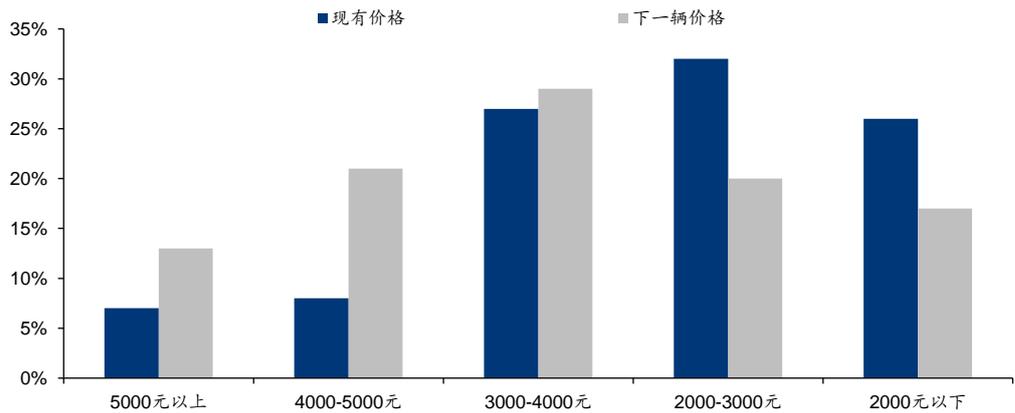
**图表23：2022 年车主购买两轮电动车关注因素 TOP10**



注：样本：N=1554，艾瑞咨询通过艾客帮网上调研

资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

**两轮车消费者对产品差异化的认知处于提升阶段。**从普遍的消费习惯来看，一般购买新领域产品时消费者会更愿意选择低价型号，以最大程度降低试错成本，且此时消费者对产品不同功能/性能的应用场景还没有深刻的了解。随着消费者对产品差异化改善用户体验的认知提升，对差异化的溢价接受度或将相应提升。根据鲁大师数据实验室，消费者对电动车心理价位在 4000 元以上的占比在购买第二辆车时有显著的提升。

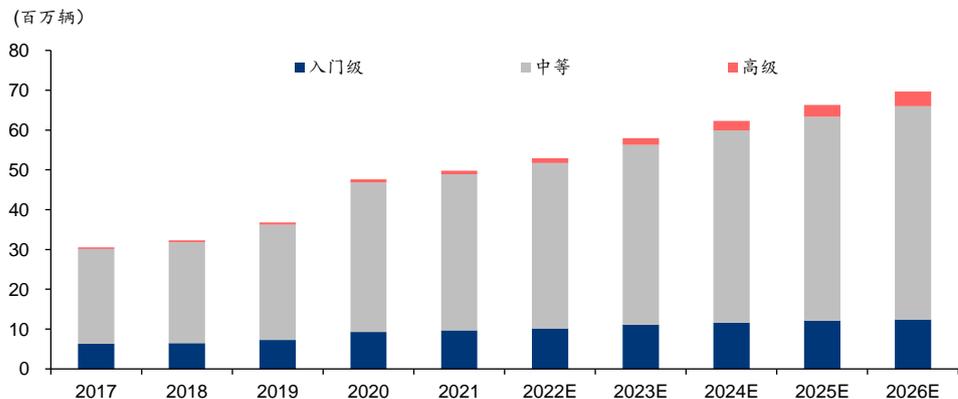
**图表24：消费者对两轮电动车的心理价位变化**


资料来源：鲁大师数据实验室、华泰研究

**两轮车智能化有望加速规模化普及。**虽然需求端释放了对智能化偏好的明显信号，但是碍于早期智能化产业链不完善带来的成本控制问题，叠加两轮车消费者价格敏感度高，智能化的高价车辆难以普及到所有市场。根据 OneLink 连接慧洞察，22 年带联网功能的两轮电动车销量不足 200 万辆，占整个行业销售量不到 5%。但经过近几年的发展，智能化功能的生产已经开始进入成熟期，且今年开始行业龙头已经开始在低价车型上应用智能技术。我们认为，电动两轮车高端化路径与电动汽车高端化路径有相似之处：国内造车新势力通过“智能电动”的发展，实现了均价的提升。

**未来中高端产品占比或将提升从而带来产品均价提高。**中高端两轮车和入门车型的主要差异在于性能、智能化和外观的提升。随着用户对智能化的重视程度提升、智能化的普及带动消费习惯的培养（对自身使用体验的需求认知更清晰及价格接受度提高），我们认为中高端产品未来的市场接受度会有所提高。根据沙利文在绿源股份招股书数据，高端车型的销量虽然不及低端车型，但其复合增速显著超过低端车型。且根据沙利文的预测，2022-2026 年高端车型（3500 元以上）的 CAGR 有望达到 32.5%。结合龙头企业纷纷落地高端化布局，高端产品相较中低端产品价格提升，未来产品均价有望提升。

**但是电动两轮车行业或受到宏观经济周期的影响。**我们认为，如果国内经济增速较缓，一方面价格敏感型的消费者会倾向于选择更低端的产品；另一方面，伴随两轮车的产品形象提升，去标签化/高端化逐步发展，有望吸引消费能力较强且有短途通勤需求的新用户。因此如经济增速不及预期，我们预计市场上的产品结构或发生调整，腰部产品占比有所下降，而两端产品占比有所上升。

**图表25：中国两轮车按价格带划分销量预测**


注：级别划分见下图

资料来源：沙利文、中国自行车协会、中国摩托车商会、中国汽车工业协会、华泰研究

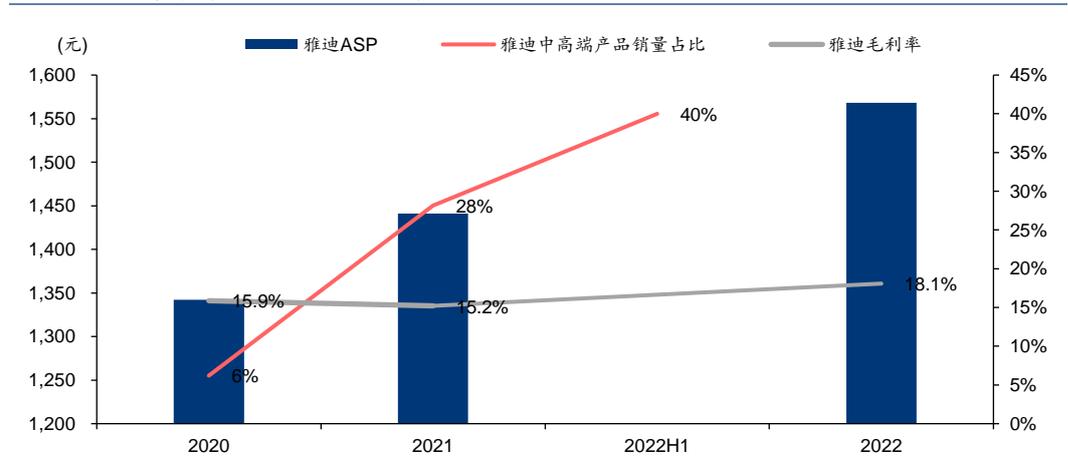
图表26：中国两轮车按价格带划分销量 CAGR

		2017-2021 年 CAGR	2022-2026 年 CAGR
入门级	制造商零售价<1500 元	11.40%	5%
中等	1500 元<制造商零售价<3500 元	13.30%	6.60%
高级	制造商零售价>3500 元	22.50%	32.50%
	总计	13%	7.10%

资料来源：沙利文、华泰研究

头部两轮车企将通过产品结构改善提升 ASP 和毛利率。1H22 雅迪中高端定位冠能系列与高端定位 VFLY 系列销量占比达到 40%，有效提升 2022 年 ASP 与毛利率水平。根据公司公告，2021 年爱玛新推出的高端系列引擎 MAX 销售 185 万辆，销量占比达到 21.3%，2022 年 7 月爱玛推出为年轻消费者打造的赛车级潮酷电摩造梦师，产品结构改善带动 2022 年爱玛毛利率同比+4.6pct 至 16.4%。

图表27：雅迪中高端产品销量占比逐渐提升



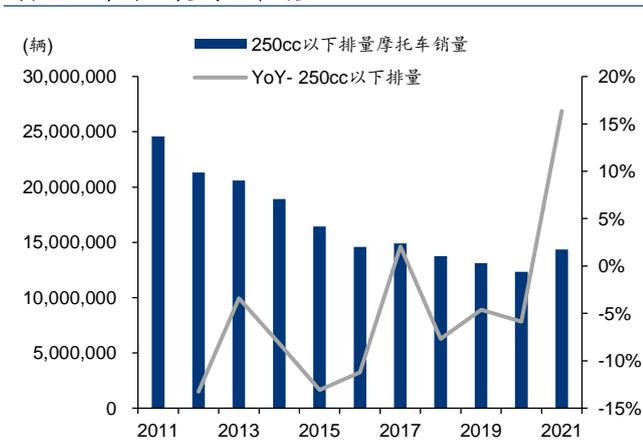
注：2022、2021 年雅迪中高端销量统计冠能系列，2022H1 中高端销量包括冠能系列和 VFLY 系列

资料来源：公司公告、华泰研究

### 电摩的高端应用场景有望承接消费升级需求

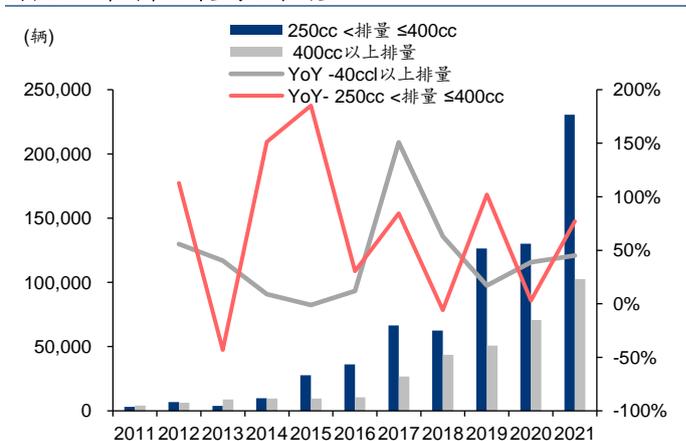
大排量摩托车销量增长。近年来短距通勤需求场景中，性价比更高、驾驶门槛更低的电动两轮车逐渐替代小排量摩托车（250cc 以下），摩托车产销总量呈现下行趋势。而在我国消费升级驱动下，中大排量摩托车逐渐兴起，在社交媒体、活动赛事推动国内摩托文化圈形成的背景下，消费升级带来的玩乐、休闲娱乐需求驱动中大排量（250cc 以上）的摩托车销量逆势上升，11-21 年 250~400cc 排量、400cc 排量以上摩托销量 CAGR 分别为 53%/38%。

图表28：中国小排量摩托车销量



资料来源：Wind、华泰研究

图表29：中国中大排量摩托车销量



资料来源：Wind、华泰研究

电摩可通过承接消费升级需求、挖掘玩乐属性，实现差异化竞争和价值跃升。目前电动两轮车主要使用场景是生活、通勤，代步和工具属性强，针对年轻用户群体，开发具有玩乐属性的新产品，可以实现和传统电动两轮车的差异化竞争，单车价值提升幅度大。目前已有部分品牌推出高端电摩，性能与传统电动二轮车有较大差距，针对追求高性能与骑行体验的细分用户群体，价位显著高于传统电动二轮车产品。

图表30：部分电动二轮车细分赛道高端产品



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

图表31：部分电动摩托车性能参数

	QJMOTOR OAO	九号 E200P MK2	达芬奇 DC 100
车型	跑车	踏板	街车
指导价(元)	24,999	20,999	177,700
电机最大马力(Ps)	13.6	20.4	136
电机最大功率/转速(kw/rpm)	10/-	15/-	100/-
电机最大扭矩/转速(N·m/rpm)	650/-	305/-	850/-
最高车速(km/h)	105	100	200
续航里程(km)	120	150 (NEDC)	400.75 (NEDC)
官方 0-100km/h 加速(s)		11	3.X

资料来源：各公司官网、汽车之家、华泰研究

### 国内产品有竞争力，出海提升单价

海外产品单价更高，有助提升盈利能力。从越南市场来看，雅迪产品的价格在 4000-6000 元，远远高于国内的 ASP2200 元。8 月 26 日，在雅迪 Z3 全球发售会上，雅迪公布了雅迪 Z3 价格：海外零售价为 3388 美元 (22630 元)；中国大陆为 8588 元，海外产品单价优势十分明显。即使单价相比国内提高了不止一倍，其产品在当地仍具有价格竞争力，以 Vinfast 为例，其 22 年平均单价为 6750 元，其电摩产品价格在一万元以上。企业出海后产品价格可较国内有提升，盈利空间增加。

图表32：Vinfast 电摩产品

产品	最大速度	续航	越南价格	人民币价格
Evo 200	70km/h	203km	22000000d	6820 元
Evo Lite	49km/h	205km	19400000d	6014 元
Vento S	89km/h	160km	56000000d	17360 元
Klara S	78km/h	194km	36900000d	11439 元
Theon S	99km/h	150km	69900000d	21669 元

资料来源：Vinfast 官网、华泰研究



图表33：雅迪越南产品矩阵

产品	最大速度	续航	越南价格	人民币价格
YADEA XMEN NEO	43km/h	载重 130kg, 速度 43km/h, 续航 80km	17590000d	5101 元
YADEA ODORA S1 TTFAR	1: 35km/h; 2: 45km/h	1 号: 载重 65Kg, 速度 30Km/h, 续航 82Km; 2 号: 载重 65kg, 速度 40km/h, 续航 68km	20490000d	5942 元
YADEA X-Bull	Eco: 28km/h; Power: 40km/h	续航 60km, 有效载荷 60kg, 速度 30km/h	14990000d	4347 元
YADEA ODORA TTFAR	1: 35km/h; 2: 43km/h	1 号: 续航 101km, 速度:30km/h, 有效载荷 45kg; 2 号: 续航 86km, 速度: 40km/h, 有效载荷 45kg	19990000d	5797 元
YADEA M6I TTFAR	Eco: 35km/h; Power: 43km/h	1 号: 101km, 速度: 30km/h, 有效载荷 45kg   1 号: 91km, 速度: 30km/h, 载重 60kg; 2 号: 86km, 速度: 40km/h, 载重 45kg   2 号: 83km, 速度: 40km/h, 载重 60kg	17990000d	5217 元
YADEA S3	47km/h	≥109km (速度 35km/h, 载重 86kg)   ≥75km (速度 42km/h, 载重 86kg)	20990000d	6087 元
YADEA ULIKE A1	42km/h	Eco: 95km, 速度 30km/h, 45kg   Eco: 87km, 速度 29km/h, 60kg; Power: 74km, 速度 42km/h, 45kg   Power: 70km, 速度 42km/h, 60kg	17990000d	5217 元
YADEA E3	37km/h	≥82km (速度 27km/h, 有效载荷 86kg)   ≥69km (速 度 38km/h, 有效载荷 86kg)	16990000d	4927 元
YADEA IGO	30km/h	续航 50km 载重 75kg 速度 30km/h	14990000d	4347 元

资料来源：雅迪官网、华泰研究

**龙头企业出海布局率先落地。**雅迪已抢先出海东南亚，早在 2019 年已在越南建厂，且目前的产能已经从 20 万增长到 40 万辆。根据越通社，雅迪在 2023Q2 计划新建一个 200 万辆产能的工厂，假设建设投产时间为 2 年，我们预计 25 年完工。根据官网，目前其在越南拥有超过 300 家门店，且未来还要进一步扩张。另外，雅迪也计划在泰国和菲律宾建厂，印尼工厂已在选址。

## 龙头优势逐渐扩大，看好格局优化

### 线下渠道及品牌是行业核心竞争要素，龙头企业均具备先发优势

**线下是两轮车市场主流渠道。**尽管两轮车线上购买比例逐步提升，由于具有高价耐用品的属性，线下仍然是主流的渠道，主要是因为：1) 就如汽车购买，消费者希望能在购车前试驾，以更好地体验车辆的性能，且实地查看可以选择更适合的配色、外观等；2) 线下店的售后服务更完善，包括退换货/维修等。据艾瑞咨询，23年两轮车线下购买比例仍高达75%，其中46.1%为品牌专卖店/旗舰店，28.9%为电动车行。

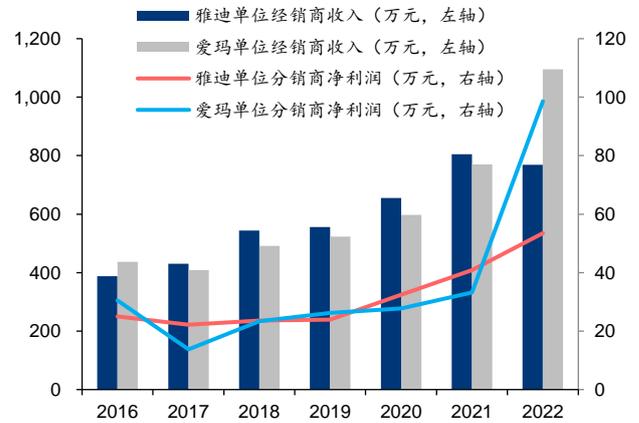
**经销模式是行业主流。**在消费者偏爱线下消费的影响下，考虑国内市场地广人众，经销商模式能更好地为厂商提供当地化的资源。另外，下沉市场是两轮车核心市场，经销商模式可以帮助厂商更高效覆盖市场。业内主要的厂家目前都采用经销模式，根据公司公告，以雅迪爱玛为首的传统企业以两级分销为主，而以小牛九号为代表的新势力高端品牌则多采用授权分销模式。

图表34：雅迪和爱玛经销商数量对比



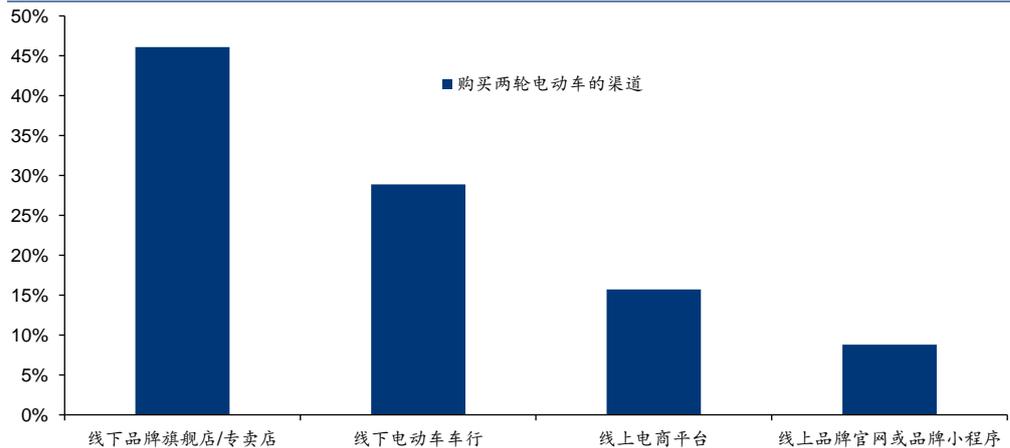
资料来源：公司公告、华泰研究

图表35：雅迪和爱玛单位经销商收入、归母净利润对比



资料来源：公司公告、华泰研究

图表36：购买两轮电动车的渠道



注：样本：N=1476，于2023年2月通过艾瑞智研平台-消费洞察数据库调研获得  
资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

**龙头在国内和海外渠道布局上均有先发优势。**根据 22 年的年报，雅迪国内共有 4041 名分销商及超过 3.2 万家销售点；爱玛的经销商数量超过 1900 家，终端门店也已超过 3 万家。即使是后来入局的新势力，小牛和九号在国内也已有 3102 家和 3000 家专卖店。国内厂商同样重视海外渠道布局。雅迪一方面签约了范·迪塞尔等巨星进行代言；另一方面也积极开店进行本地化扩张。公司公告显示，2022 年雅迪产品出口超过 80 个国家。根据公司公告，2022 年小牛电动已经通过 53 个经销商覆盖了海外 52 个国家及地区。从门店经营效率上看，虽然早期经销商具有较大的话语权，但是后期头部企业也已经加强了渠道的管控，制定了更标准化的运营标准，通过设置考核、规定门店外观、培训门店员工等方式提高客户的进店体验、门店的运营效率、单店模型的可复制性。以规模及效率为基础，头部企业在渠道扩张、展店速度和单店经营上有先发优势。

**图表 37：两轮车企业 2022 年单店运营情况**

	雅迪	爱玛	小牛	九号
门店数量 (家)	32000	30000	3102	3000
店均收入 (万元/家)	68.7	64.3	75.0	88.8
店均销量 (辆/家)	438	350	229	275
销售均价 (元/辆)	1568	1835	3273	3223

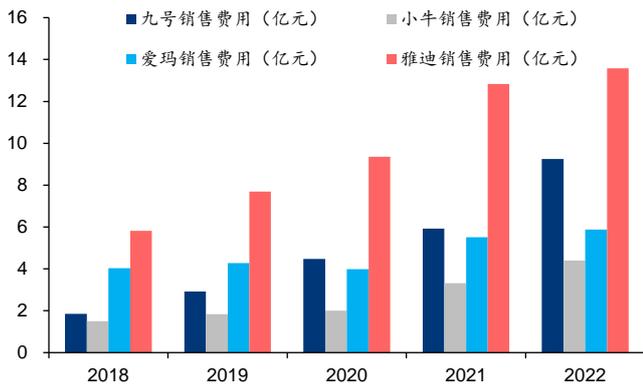
资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

**对龙头来说，经销商管理是未来竞争核心。**对比雅迪和爱玛的经销商政策，雅迪在 2020 年及之后采取了扩大经销商规模的策略（采取“特许经营权”的策略，加盟相对简单，只需支付固定费用即可开店），经销商数量增长趋势显著，与爱玛经销商数量差距逐渐扩大，2022 年雅迪经销商数量达 4041 家，超过爱玛数量的两倍，而爱玛经销商的数量却同比减少约 100 家。但是随着雅迪经销商数量的快速增加，雅迪经销商之间的竞争也开始加剧。2022 年雅迪单位经销商收入同比减少 4.4%，爱玛单位经销商的收入和净利润分别达 1094.85 万元和 98.60 万元，实现了对雅迪的反超。

**品牌是行业的重要竞争要素，品牌打造需要持续营销投入。**基于其高价耐用消费品的属性，消费者对两轮车的质量有较高的期望值，而“大品牌”大多与“高品质”挂钩，好的品牌形象更能赢得消费者信任。根据艾瑞咨询，22 年 43.5% 的购车者认为品牌是其购买时的关注因素。品牌的打造依赖营销，营销方式一般分为 1) 电视/电影/综艺节目软广植入：雅迪通过赞助《速度与激情 9》在海内外市场提升了品牌影响力；2) 与明星签约代言：爱玛在 09 年开始邀请知名歌手周杰伦作为代言人，使品牌与该明星形成了较深的连接；3) 线下广告投放：如在车站、商场、电梯等人流密集处投放广告。

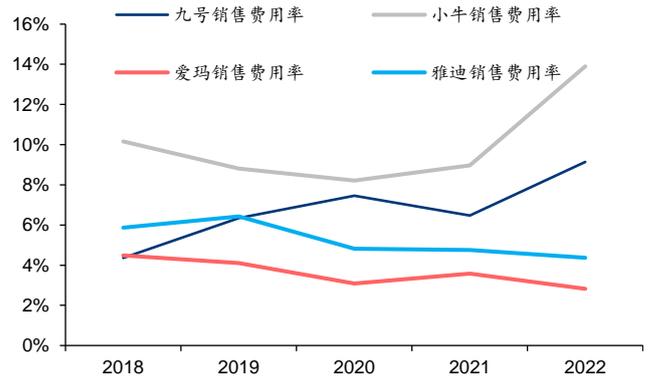
**龙头企业更有实力投入营销费用扩大品牌影响力。**对传统品牌来说，前期的高投入已经带来了较大的品牌知名度，市场地位稳固；其营销的主要目的在于进一步扩大品牌的影响力，加强其品牌信赖感。而对新势力来说，更为重要的是树立更鲜明的品牌形象，精准定位产品，在细分市场内吸引其目标客群，如九号和小牛就已经在消费者心中留下了智能化、高档的印象。无论是传统品牌还是新势力在营销费用上的投入都较为显著，2018-2022 年九号公司的销售费用率稳定在 4% 以上，小牛的销售费用率在 8%-14% 之间，而爱玛和雅迪的销售费用率则分别稳定在 3%-4% 和 5%-6% 左右，22 年雅迪的营销费用超过 13.5 亿元。

图表38：两轮车企业销售费用



资料来源：公司公告、华泰研究

图表39：两轮车企业销售费用率



资料来源：公司公告、华泰研究

图表40：各厂商品牌形象对比

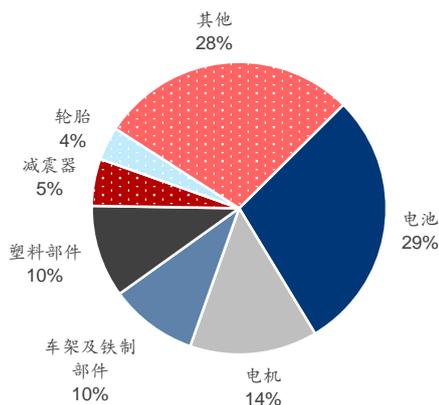


注：样本：N=1476，于2023年2月通过艾瑞智研平台-消费洞察数据库调研获得  
资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

### 龙头企业在供应链管理和产品开发能力上领先

两轮零部件众多，对供应链管理要求高。根据绿源集团的公告，其生产所需的原材料种类较多，除电池电机外原材料较为分散，2022年车架及铁质部件、塑料部件、减震器、轮胎等占比均在4%-10%左右。繁杂的零部件需求对电动两轮车企业的供应链管理提出较高要求。

图表41：绿源原材料成本占比（2022年）

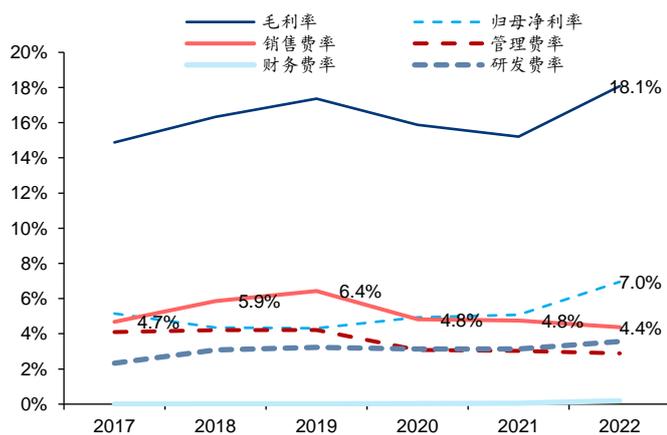


资料来源：绿源招股书、华泰研究

**头部厂商供应链管理布局领先。**为了标准化生产基地的生产流程并且规范对供应商的采购流程，雅迪统一制定了标准，定期走访、调查和监督供应商。在零部件采购环节，爱玛设立了供应链管理中心（下设供应商质量管理部）和事业部采购中心，遴选优质供应商建立紧密友好的长期供应关系。九号公司将供应链视为公司运营的重要环节，积极制定了覆盖供应商准入、采购、风险审核、淘汰退出等全流程的内部制度以规范供应商管理流程。小牛通过多样化的供应商选择提高自己的谈判势力，并且主动与供应商维持良好稳定的关系。

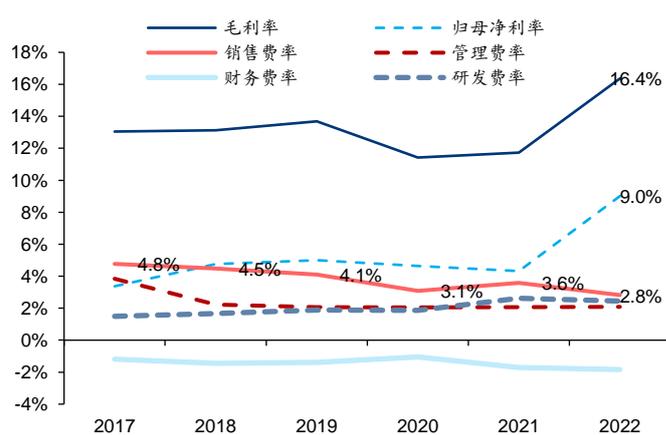
**规模效应、生产制造体系优化助力头部企业降本增效。**行业竞争格局优化后头部车企规模效应有望提升，成本优势与费率控制能力增强。在优秀的供应链管理能力的加持下，头部车企对上游供应商议价能力增强，有利于原材料价格稳定以及产品在细分市场中获得成本优势。此外头部车企通过精简 SKU、提高单车型销量、造车平台化可推进零部件通用水平提升，生产运营效率有望进一步提升。雅迪提出新四化的战略，即平台化、归一化、标准化、规模化；爱玛则围绕“技术驱动、精益育成、数字运维”的制造体系提高生产制造效率。

图表42：雅迪盈利能力情况



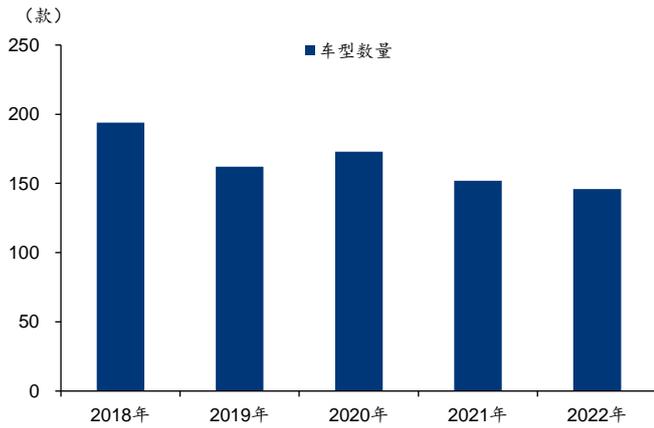
资料来源：公司公告、华泰研究

图表43：爱玛盈利能力情况



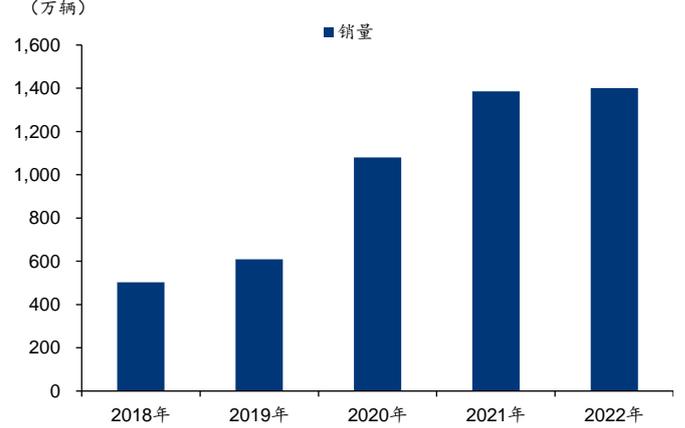
资料来源：公司公告、华泰研究

图表44：雅迪车型数量变化



资料来源：公司公告、华泰研究

图表45：雅迪销量变化



资料来源：公司公告、华泰研究

从产能线索来看，头部车企产能均处于持续扩张状态，作为其扩大市场份额的支撑。考虑差异化、智能化、以及资源向上整合等趋势，头部车企有望凭品牌影响力、产品研发实力、渠道、营销等优势继续扩大市场份额。

图表46：头部电动二轮车企产能情况（万辆）

厂商	产能规划	2020	2021	2022
雅迪	重庆和安徽生产基地产能仍在爬坡	1500	1700	2000
爱玛	IPO 募投项目天津基地将新增 90 万辆产能，转债募投项目丽水基地达产后将新增 300 万辆产能，此外还有台州、贵港等生产基地建设	761.06	871.88	
新日	定增募投项目将新增 320 万辆产能	200		250
绿源	计划 26 年达到 1000 万辆产能	180	210	330
小牛				200+

资料来源：各公司公告、华泰研究

龙头企业产品研发能力强，在智能化具备优势。如此前所述，我们认为电动两轮车行业通过智能化实现差异化竞争，在中高端市场获取更高利润是趋势。智能化的功能需要企业的研发团队在软硬件开发均有布局，龙头企业目前通过自研+合作的形式率先布局。

图表47：部分传统两轮电动车品牌智能化布局

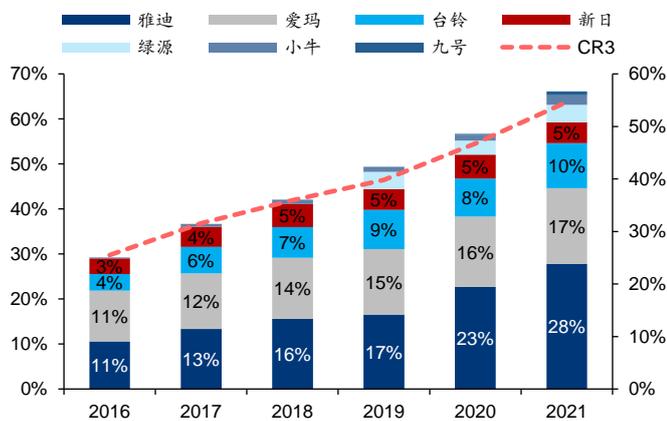
 <p><b>雅迪</b></p>	 <p><b>爱玛</b></p>	 <p><b>台铃</b></p>	 <p><b>新日</b></p>	 <p><b>绿源</b></p>
<p><b>自研：</b>在电机、电池、控制器等核心部件掌握关键技术</p> <p><b>合作：</b>与思必驰合作研发智能语音、车控、智能网联、人机对话等新技术</p> <p><b>投资：</b>战略投资深聪智能，加速人工智能技术与行业的深度融合；投资控股南都华宇电源公司，进一步提高电池核心竞争力</p>	<p><b>自研：</b>智慧动力系统、智能锂电安全管理系统以及全流程追踪质管平台等，为用户提供更智能、更舒适的骑行体验</p> <p>车联网智能化平台项目，除实现了车辆分享、NFC智能钥匙等智能化功能外，还提供门店指引、在线客户及维保等服务，同时支持与公司其他智能硬件设备兼容使用</p>	<p><b>自研：</b>拥有被评定为国家实验室的研发中心，产品已实现一键启动、智能行车电脑、一键云动力等多项智能化黑科技</p> <p><b>合作：</b>与华为战略合作，联合打造鸿蒙智联系统，串联人、车、家庭生活，带来全场景无缝链接，服务随行、资源共享的高品质智慧生活体验</p>	<p><b>自研：</b>拥有业内领先的智能电动车工程技术研究中心</p> <p><b>合作：</b>与华为终端达成深度合作，将Hi-Link技术应用在两轮电动车上，通过通过华为智慧生活APP开启电源、上锁、解锁，甚至可以实现无钥匙出行，以及电量和剩余里程查询，APP车辆健康诊断等</p>	<p><b>自研：</b>背靠中国电动车产业CNAS实验室，掌握600多项自主核心专利技术</p> <p><b>合作：</b>自INNO 7车型开始和青桔车联联动，共同打造智能电动车，快速入局智能电动车市场</p>

资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

### 看好格局持续优化，龙头强者恒强

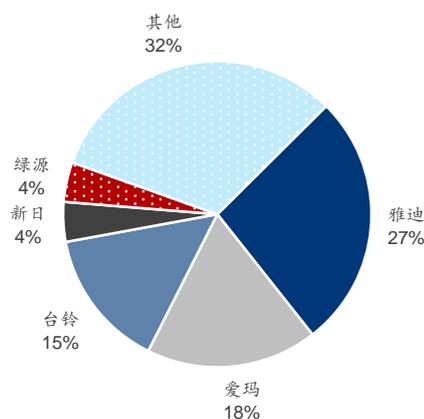
在价格战频繁、品牌与渠道能力差距拉开、新国标设置准入门槛的推动下，近年来中国电动两轮车行业集中度持续提升。2016-2021年，行业CR3从26%提升至55%，据弗若斯特沙利文，2022年前九大制造商占据80%以上份额，雅迪和爱玛双寡头格局逐渐形成。回顾行业全盛时期至今市场集中度提升过程，可按新国标推出节点分为两个阶段。

图表48：2016-2021年头部电动两轮车企市场占有率（销量口径）



资料来源：各公司公告、中国自行车协会、弗若斯特沙利文、华泰研究

图表49：2022年电动两轮车竞争格局（收入口径）



资料来源：弗若斯特沙利文、华泰研究

**第一阶段：价格战、营销与渠道建设推进。**2013年前电动两轮车行业高速增长，2013年我国电动两轮车企业数量达到2000家。自2014年，电动两轮车行业迈入成熟期，产品同质化严重、竞争激烈，价格战成为竞争主要方式之一，头部企业凭借资金、规模、渠道、营销等优势加速行业集中度提升。爱玛自2009年签约周杰伦，明星代言效应带动销量提升，随后依靠主打低端产品与精准营销持续抢占市场、稳固竞争地位。雅迪2016年上市后，通过“所有车型降价30%”掀起价格战，2017年市占率超过爱玛，2020年和拼多多联合举办“品牌万人团”活动刺激销量。头部企业价格战中，中小厂商面临的压力大，行业内企业数量迅速下降。与此同时头部车企渠道布局逐渐完善，前三大车企门店数量领先，并形成品牌效应，龙头可持续受益于此优势。

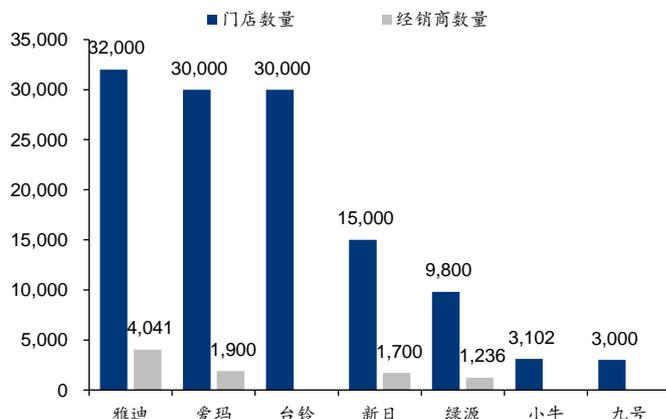
**第二阶段：新国标为新驱动力，加速出清落后产能。**2019年新国标实施，对企业生产资质的要求提升，据弗若斯特沙利文，截至2022年仅有约100家符合新国标的要求。除资质门槛提升外，新国标要求的3C认证产生的费用也加大中小厂商的成本压力。新国标推行加速了资质较低、不具备成本优势的中小厂商出清，进一步推动行业集中度提升。

图表50：中国电动两轮车车企数量



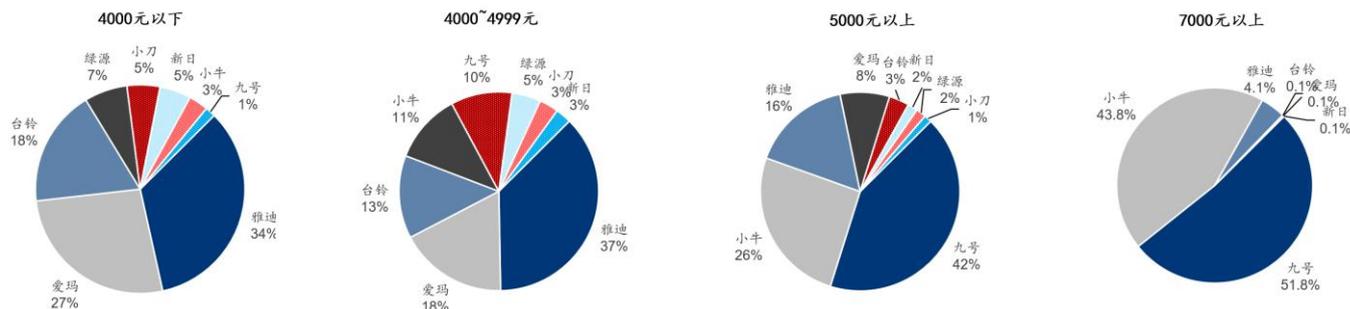
资料来源：头豹研究院、华泰研究

图表51：2022年头部二轮车车企门店及经销商数量



资料来源：各公司公告、各公司官网、华泰研究

图表52：不同价格带电动两轮车线下销售市场份额



注：基于鲁大师全国 19 城市：北京、上海、广州、深圳、杭州、成都、苏州、重庆、天津、南京、佛山、西安、济南、徐州、石家庄、合肥、郑州、温州、海口的调研

资料来源：鲁大师数据实验室线下调研、华泰研究

**目前传统龙头主要占据中低端市场，新势力主导高端市场。**根据鲁大师的线下调研数据，传统龙头在 5000 元以下市场仍具有明显优势，而随着价格带提高，小牛、九号的市场份额逐步扩大，尤其在 7000 元以上市场，九号和小牛的优势最为明显。传统龙头在主流价格带的优势主要为规模与成本优势确保其竞争力，品牌营销和渠道加深壁垒。新势力凭借智能化与传统厂商形成差异化竞争，通过技术带来的附加值提升产品价格，以智能化标签开拓高端市场时抢先占据消费者心智。

**多重优势加持下，头部车企有望继续扩大市场份额。**行业内价格战加剧中小厂商成本压力，新国标、一车一票等政策填补行业漏洞、提升行业门槛，新国标推出后头部厂商迅速推出新国标车型，落后产能加速淘汰出清，渠道布局广、品牌影响力大、产品竞争力持续增强的龙头企业均具备领先优势，我们看好行业竞争格局优化，龙头强者恒强。

## 首次覆盖重点推荐标的

我们认为未来两轮车行业格局有望持续优化，海内外需求供给共振，市场维持高景气，并有望带动上下游企业共同发展。我们首次覆盖爱玛科技（603529 CH，买入，目标价 38.15 元）、天能股份（688819 CH，买入，目标价 41.69 元）、小牛电动（NIU US，买入，目标价 3.75 美元）、春风动力（603129 CH，买入，目标价 175.92 元）、钱江摩托（000913 CH，买入，目标价 19.95 元）、八方股份（603489 CH，增持，目标价 61.76 元）、雅迪控股（1585 HK，买入，目标价 19.39 港元）。

### 重点推荐个股

#### 爱玛科技（603529 CH，买入，目标价 38.15 元）

- 1) 电动两轮车龙头企业，积极融资扩充产能，市占有望进一步提升。
- 2) 时尚技术双加持，持续优化产品结构，ASP 显著提升。
- 3) 专注渠道建设，版图扩张的同时进行门店升级，品牌形象改善。

目标价 38.15 元（参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE14.85 倍，给予公司 23 年合理 PE14.85 倍）。

风险提示：行业竞争恶化；原材料涨价超预期；市场开拓不及预期。

#### 小牛电动（NIU US，买入，目标价 3.75 美元）

- 1) 主攻中高端锂电二轮车，基本覆盖二轮出行全场景，以智能化+高端化+高颜值为核心卖点。
- 2) 国内重磅新品上市+海外业务大力开拓，销量有望回归正增长通道，业绩基数低，2023 年销量目标乐观。
- 3) 成本端锂电池价格回落，费用端积极优化网点，利润弹性可期。

目标价 3.75 美元（参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE 25 倍，给予公司 23 年合理 PE 25 倍）。

风险提示：行业竞争恶化；原材料涨价超预期；市场开拓不及预期。

#### 天能股份（688819 CH，买入，目标价 41.69 元）

- 1) 电动两轮车铅酸动力电池行业及铅蓄电池行业的绝对龙头，渠道、客户、技术壁垒强。
- 2) 积极布局储能赛道，有望开启第二增长曲线。

目标价 41.69 元（参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE15.49 倍，给予公司 23 年合理 PE15.49 倍）。

风险提示：产能扩展进度不及预期；市场竞争加剧的风险；新技术产业化进度不及预期风险；原材料大幅上涨风险。

#### 八方股份（603489 CH，增持，目标价 61.76 元）

- 1) 电踏车电机领军企业，技术研发为基石，高毛利中置电机奠定公司竞争力。
- 2) 一站式配套能力与全球化布局保障优质服务，新项目助力提升配套率。
- 3) 积极拓展国内业务，近客户产能建设保障一体轮电机放量打造新增长点。

目标价 61.76 元（参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE 28 倍，给予公司 23 年合理 PE 32 倍）。

风险提示：海外需求不及预期；客户开拓不及预期；产能扩张不及预期。

### 春风动力 (603129 CH, 买入, 目标价 175.92 元)

- 1) 行业领先高端动力运动装备企业, 产品矩阵完善与出口有望带动量价齐升。
- 2) 全地形车: 产品与渠道驱动市占提升, 产品结构优化提升盈利能力。
- 3) 两轮车: 中大排量摩托产品谱系进一步完善, 出口贡献新增增长点。

目标价 175.92 元 (参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE 24 倍, 给予公司 23 年合理 PE 24 倍)。

风险提示: 新品销量不及预期, 汇率与海运费波动的风险。

### 钱江摩托 (000913 CH, 买入, 目标价 19.95 元)

- 1) 大排摩托头部厂商, 行业成长性高, 国产厂商崛起, 领先品牌有望充分受益。
- 2) 海内外双轮驱动, 产品、策略、渠道具备核心优势, 有望跑赢行业。
- 3) 重归摩托主业, 吉利全方位赋能经营管理。

目标价 19.95 元 (参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE 19 倍, 给予公司 23 年合理 PE 19 倍)。

风险提示: 国内大排量摩托车市场需求不及预期, 行业竞争加剧; 出口不及预期; 原材料涨价、汇率贬值、出口相关费用波动超预期。

### 雅迪控股 (1585 HK, 买入, 目标价 19.39 港元)

- 1) 新国标后行业的加速出清, 雅迪作为行业市占率第一的公司地位稳固。
- 2) 通过规模化效应、产业链整合、产品结构升级等, 公司的盈利能力有望持续改善。
- 3) 国内较早进入海外二轮车市场的企业之一, 有望充分受益海外市场增长。

目标价 19.39 港元 (参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE 19.19 倍, 给予公司 23 年合理 PE 19.19 倍)。

风险提示: 电动两轮车销量增长不及预期、出海进展不及预期、电池等核心部件研发进展不及预期、高端产品市场需求不及预期。

图表53: 重点推荐公司估值表 (截至 2023 年 9 月 7 日收盘价)

公司代码	公司简称	评级	股价	目标价	EPS (元)			PE (倍)		
			(当地币种)	(当地币种)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603529 CH	爱玛科技	买入	27.50	38.15	2.57	3.22	4.09	10.71	8.53	6.73
688819 CH	天能股份	买入	34.78	41.69	2.69	3.19	3.90	12.92	10.91	8.91
NIU US	小牛电动	买入	3.14	3.75	1.05	1.84	2.66	20.26	11.59	8.05
603129 CH	春风动力	买入	142.60	175.92	7.33	9.58	13.44	19.46	14.89	10.61
000913 CH	钱江摩托	买入	14.12	19.95	1.05	1.43	1.85	13.49	9.89	7.64
603489 CH	八方股份	增持	57.28	61.76	1.93	2.68	3.13	29.73	21.36	18.32
1585 HK	雅迪控股	买入	15.22	19.39	0.94	1.15	1.51	14.98	12.23	9.35

注: 港元汇率: 1HKD=0.93CNY;

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究预测

**图表54： 报告提及公司**

公司名称	股票代码
爱玛科技	603529 CH
小牛电动	NIU US
天能股份	688819 CH
八方股份	603489 CH
春风动力	603129 CH
钱江摩托	000913 CH
雅迪控股	1585 HK
绿源集团	002593 CH
新日股份	603787 CH
九号公司	689009 CH
台铃电动车	未上市
本田汽车公司	HMC JP
Vingroup	VIC VN
雅马哈	7951 JP
铃木汽车	7269 JP
川崎重工	7012 JP

资料来源：bloomberg、华泰研究

## 风险提示

**行业竞争加剧导致盈利低于预期：**若行业竞争加剧，进行价格战导致价格降幅超预期，产业链内公司营收和毛利率将会承压，拖累行业内公司业绩；

**技术快速迭代导致行业长期发展空间以及竞争格局变化：**新技术路线的崛起可能导致行业原有格局变化，若公司研发能力未能匹配行业发展，可能对公司业绩造成较大影响。

**原材料价格大幅波动导致盈利不及预期：**需求快速增长可能导致原材料供需紧张，从而推高单价，若产业链公司价格传导滞后，可能对公司盈利造成负面影响；

**海外市场需求不及预期：**海外市场为电动两轮车行业提供了未来的核心增量，若由于地缘政治等其他因素影响导致需求不及预期，可能影响行业整体景气度。

# 时尚科技赋能，形象升级结构优化

华泰研究

2023年9月09日 | 中国内地

首次覆盖

其他交运设备

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

38.15

研究员 宋亭亭  
SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com  
SFC No. BTK945 +(86) 10 6321 1166

研究员 申建国  
SAC No. S0570522020002 shenjianguo@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

研究员 边文姣  
SAC No. S0570518110004 bianwenjiao@htsc.com  
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

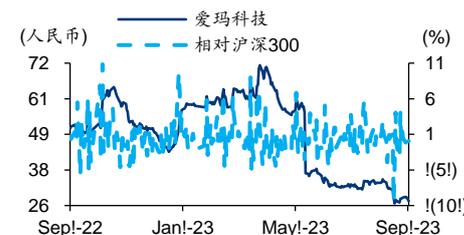
## 华泰证券研究所分析师名录



## 基本数据

目标价(人民币)	38.15
收盘价(人民币 截至9月7日)	27.50
市值(人民币百万)	23,703
6个月平均日成交额(人民币百万)	215.94
52周价格范围(人民币)	26.69-71.33
BVPS(人民币)	8.57

## 股价走势图



资料来源: Wind

### 行业高景气，提质扩产助推业绩增长

爱玛科技主营电动两轮车业务，根据公司公告，22年爱玛营收市占率达18%，行业排名第二，处于龙头地位。近年来行业集中度不断提高，头部厂商受益显著。公司稳健推进融资扩产，积极推动渠道建设，同时努力优化产品结构，市占率和产品力得以不断提高，量价齐升。我们预计公司23-25年EPS分别为2.57/3.22/4.09元，参考可比公司Wind一致预期下23年平均PE14.85倍，给予公司23年合理PE14.85倍，对应目标价38.15元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 积极融资扩充产能，市占有望进一步提升

产能布局持续完善，助力销量提升。根据公司公告，爱玛科技运用IPO和可转债融资积极推进电动车生产基地建设，先后规划了天津爱玛六期工厂，预计产能90万辆以及四处生产基地(重庆、台州、丽水、贵港)，预计产能920万辆。在工厂陆续完工投产后，产能将大幅提升。假设新建工厂建设期为两年，四年达到规划产能，我们估计2022年公司产能已突破1000万台，25年产能预计达到2005万台。随着产能的逐步释放，公司在电动两轮车的市场份额有望实现提升，在新国标替代增量需求的加持下，公司营收和净利润有望显著增长。

### 产品结构优化，ASP显著提升

公司积极对产品结构进行调整和升级以提高ASP。公司2019年将豪华版电动自行车业务转换为ASP更高的电动两轮摩托车业务，21年发布高端电动自行车系列“引擎max”，产品性能明显提高，带动电动自行车ASP由2020年的1278元提升至2022年1678元。23年2月爱玛发布新一代引擎5技术系统，并推出搭载该系统的爱玛指挥官产品，未来将基于新技术打造更多高性能产品提高产品均价。技术升级之余，公司亦注重产品的时尚潮流属性，通过对色彩等外观设计实现对不同用户群体的个性化定制，提升产品印象，逐渐脱离低端消费品的属性。

### 专注渠道建设，版图扩张形象升级

爱玛科技重视产品销售渠道建设。08年开始公司就大力推行电动车专卖渠道体系，爱玛专卖店迅速覆盖了山东、河南、江苏等主流电动两轮车的消费市场。销售模式主要采取经销模式，经销收入占比达90%以上。2021年上市后公司积极募资用于终端店面营销网络升级。门店数量迅速增长，截至22年底，门店数量超过3万家。数量提升之余，公司亦对现有门店进行升级改造，强化品牌“时尚潮流”的形象，提升渠道端的营销效率。

风险提示：行业竞争恶化；原材料涨价超预期；市场开拓不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	15,399	20,802	24,299	29,408	34,767
+/-%	19.33	35.09	16.81	21.03	18.22
归属母公司净利润(人民币百万)	664.00	1,873	2,213	2,778	3,523
+/-%	10.94	182.14	18.13	25.52	26.83
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.77	2.17	2.57	3.22	4.09
ROE(%)	17.46	32.04	28.27	26.91	26.15
PE(倍)	35.70	12.65	10.71	8.53	6.73
PB(倍)	4.76	3.53	2.65	2.02	1.56
EV EBITDA(倍)	26.80	8.29	4.87	2.15	1.03

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 核心推荐逻辑

在新国标政策的影响下，电动两轮车行业经历了一波替代需求行情，我们预计国内销量在 22 年达到顶峰，随后由于置换需求前置等影响，23/24 年销量将有所下滑，但在共享经济和配送服务等新需求的助推下，两轮车行业将在 25 年后进入稳健增长期。新国标政策提高了行业门槛，国内市场的价格竞争加速淘汰末尾厂商，行业集中度不断提高，当前行业双寡头格局相对稳固，根据头豹研究，中国电动两轮车行业 CR2（雅迪、爱玛）由 15 年 22% 提升至 21 年 54%，据弗若斯特沙利文，22 年前九大制造商占据 80% 以上份额。

龙头优势显著，主要体现在：1) 产能优势：公司通过 IPO 和可转债等方式为扩产募集了充足的资金。根据我们的测算，假设新建工厂建设期为两年，四年达到规划产能，2025 年公司产能接近 2000 万辆；2) 渠道优势：22 年公司门店数量突破 3 万家，根据公司公告，23 年 3 月爱玛还通过可转债募集 5.4 亿元用于门店装修。渠道数量和质量提升将强化品牌认知、助力品牌高端化；3) 产品优势：公司重视产品的时尚感和技术提升，在 2014 年就成立了流行色研究基地，优化产品色彩外观属性。公司同时在电池、降阻、续航等核心技术上不断突破，21 年发布高端系列“引擎 max”，并积极布局智能化。产品力提升和结构优化带动 ASP 由 2020 年 1278 元提升至 2022 年 1678 元。叠加行业格局进一步集中化的趋势，公司份额有望持续提升，业绩增长潜力大。

## 与市场不同的观点

部分市场观点认为：1) 传统两轮车企业用户定位偏中低端，难以攻入中高价格段；2) 传统车企的产品在用户心理的定位是安全可靠，在个性化/创新设计方面竞争力弱。我们认为：1) 爱玛科技兼顾时尚设计和技术提升，对潮流敏锐度强且重视对流行趋势（如色彩）的研究，且针对不同的用户群体开发定制化产品；2) 性能更好的引擎系列推出后，产品结构显著改善，单车盈利能力提升，22 年单车净利润同比增长 124.2%。

## 爱玛科技：时尚与科技赋能，品牌形象升级产品结构优化

爱玛科技是两轮车行业的龙头企业。1) 1999年，爱玛在天津成立，主营自行车组装业务；2) 公司于2004年正式步入电动两轮车行业，从事电动两轮车的研发、生产和销售业务；3) 2008年公司大力推行专营专卖渠道体系，结合强营销策略迅速开拓市场建立销售网点，以爱玛专卖店快速覆盖山东、河南、江苏等主流电动两轮车消费市场。随后爱玛开始扩大电动车生产规模，分别在河南、天津、珠三角、长三角等区域布局生产基地，逐步形成以天津、江苏为核心的7大制造基地的生产格局；4) 2021年爱玛在上交所A股主板上市，并成立爱玛研究院推进电动车新能源技术在内的技术研发和智能化进程。公司主营电动两轮车的生产与销售业务，同时也经营电动三轮车、电动车配件销售以及自行车等业务。2022年公司电动两轮车销量1077.27万台，同比增长24.25%，经销商数量超过1900家，终端门店数量超过3万个。公司电动两轮车收入合计192.78亿元，占总营收92.68%。其中电动自行车2022年实现营收121.35亿元，占总营收58.33%，为公司第一大主业。

图表55：爱玛科技主营业务

业务类型	产品类型	具体产品	产品描述	2022年收入(亿元)	收入占比
电动车	电动自行车	爱玛比熊、爱玛泡泡、爱玛战神、冰淇淋布丁、小萌豆、晴天 Mico (锂电)	满足新国标重量、速度等要求的电动自行车	121.35	58.33%
	电动摩托车	爱玛指挥官、爱玛礼想、爱玛拉斐、爱玛晴天	满足新国标重量、速度等要求的电动摩托车	71.44	34.34%
	电动三轮车	小型家用三轮电动车、老人代步电动三轮摩托车	家用代步或老人代步电动三轮车	7.97	3.83%
非电动车	配件销售	引擎电机、金标电池、爱玛蔚蓝控制器	电动车电机、电池等配件	5.86	2.82%
	自行车	山地车、公路车、折叠车等	-	0.03	0.02%
	其他业务	-	-	1.37	0.66%
总收入	-	-	-	208.02	100.00%

资料来源：公司公告、华泰研究

政策机会驱动行业高景气叠加公司产品结构优化，营收及净利润增长，23年短期受价格战影响业绩有下滑。22年为新国标实施的第三年，全国许多电动两轮车的过渡期结束，由此形成“换购潮”。这为电动两轮车行业带来显著的替代需求，行业高景气。公司2017-2022年营收增速均在15%以上，近五年CAGR高达21.7%，稳步增长中。2022年公司实现营收208.02亿元，同比增长35.1%，为近五年最高增速，主要受益于渠道持续扩张。近年来，公司也在持续推进石墨烯电池等新车型的研发和电动两轮车智能化发展，优化产品结构。产品品质的提升和品牌认可度的增强带动公司净利润持续增长，公司2017-2022年净利润CAGR达到48.1%。在新国标所催生的替代增量的加持下，2022年公司净利润18.73亿元，同比大幅增长182.1%。2023H1受行业“价格战”影响，公司营收同比增速下滑至8.3%，净利率相较于22年水平小幅下滑0.2pct至8.8%，但我们预计未来行业整体利润率下滑到一定程度后，会有所修复，回归产品力竞争轨道。另外，公司预计Q3开始加大布局低价市场+积极推出新的个性化车型以提振销量。考虑两轮车总体正在摆脱标签化，成为日常代步工具，我们认为待行业景气度恢复，公司有望重回增长轨道。

图表56：2016-2023H1 爱玛科技营收及增速



资料来源：公司公告、华泰研究

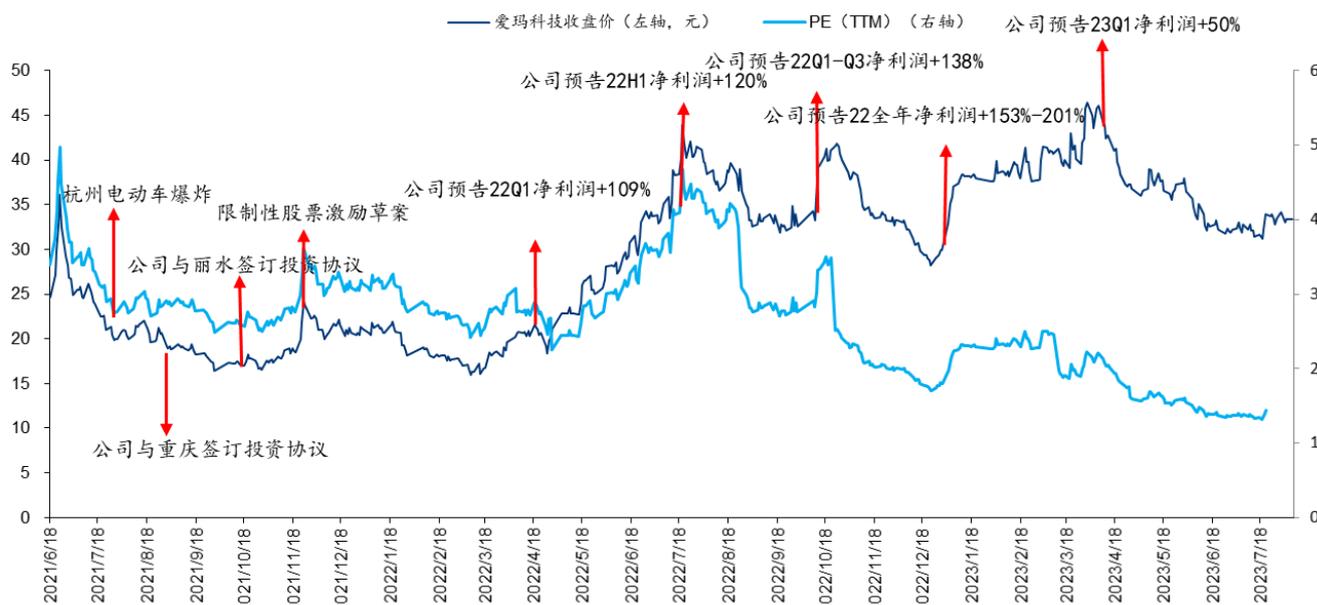
图表57：2016-2023H1 爱玛科技净利润及利润率



资料来源：公司公告、华泰研究

**股价复盘：**波动主要受到经营业绩、生产投资计划和行业冲击三方面因素的影响。21年6月公司在上市不久进行大幅度注册资本扩充，股票上涨。同年下半年，由于电动两轮车行业竞争加剧以及杭州电动车爆炸事件冲击，公司股价受挫下滑。随着公司相继与重庆市和丽水市签订电动两轮车生产工厂的投资协议，公司股价在2021年第四季度企稳回升。22年公司业绩公告对股价拉升效果显著。22Q1净利润同比增长109%，股价进入上升周期。二季度业绩预告净利润同比上升120%，叠加与贵港市签署爱玛智慧出行产业园投资项目，股价再次明显提高。公司三季度归母净利润同比增长160%，超过市场预期，公司股价再次增高。22年末以及2023年后，一方面“新国标”政策催生的“换购潮”带来行业替代增量；另一方面，市场份额向龙头进一步集中，行业竞争愈发激烈，时有价格战。公司股价进入震荡期。

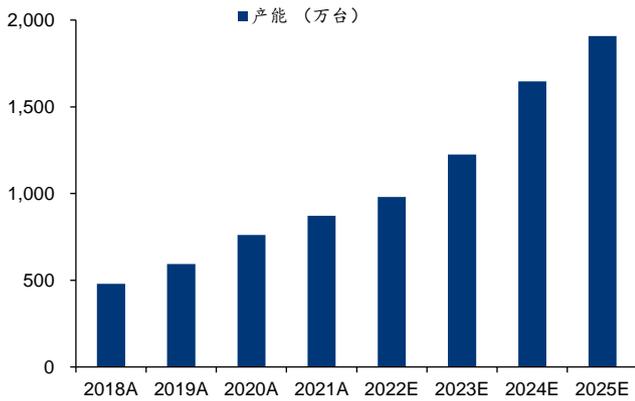
图表58：爱玛科技股价复盘



资料来源：Wind、华泰研究

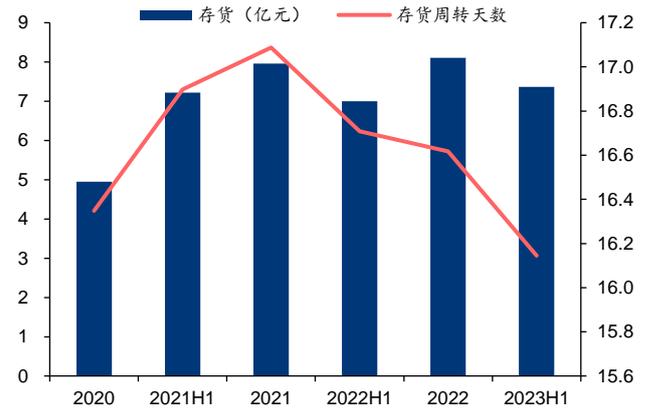
**行业格局优化，双寡头格局形成，产能扩充有望继续提升份额。**整体来看，受益于1)人口密度增长，汽车保有量提升导致交通拥堵加剧；2)两轮车相对四轮车价格显著低，电池技术提升可满足更多通勤续航需求；3)疫情后消费修复，行业增长23年会有环比改善，爱玛作为行业龙头有望充分受益。且新国标后，行业加速出清，中小企业逐步淘汰，行业集中度持续提升。根据华经情报网，2022年电动两轮车销量CR5由2016年的30%提升至71.2%，其中雅迪控股和爱玛科技分别占比27.2%、20.2%，双寡头已经成型，市场影响力壁垒愈发稳定。爱玛作为电动两轮车的头部厂商在竞争中占据优势，尽管20-22年爱玛的存货金额逐年提高，但自21年年开始到23H1，爱玛的存货周转天数持续下降。考虑爱玛的产能建设在IPO募集+可转债募集的资本加持下从21年开始加速，18年面临的产能掣肘消除，公司22年全品类产量已经达到1078万辆，19-22H1产能利用率均值达到101.31%，为后续的份额提升奠定生产基础。随着在建工厂逐渐完工投产，产能将持续提高。根据公司公告，重庆、台州、丽水、贵港四处新建工厂的合计规划产能达920万辆。假设新建工厂建设期为两年，四年达到规划产能，我们预计公司2025年产能将达到2005万台。

图表59: 爱玛产能规模



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

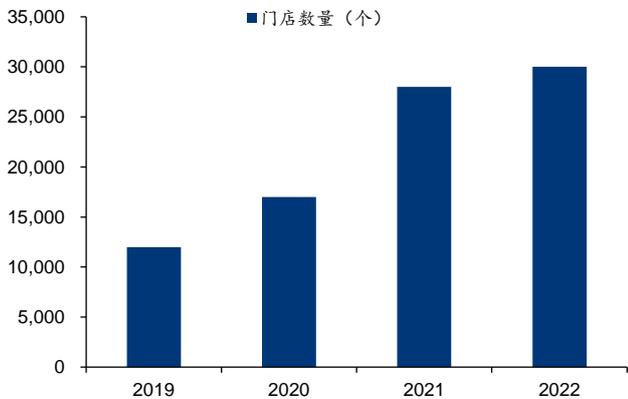
图表60: 爱玛 2020-2023H1 存货及存货周转天数



资料来源: 公司公告、华泰研究

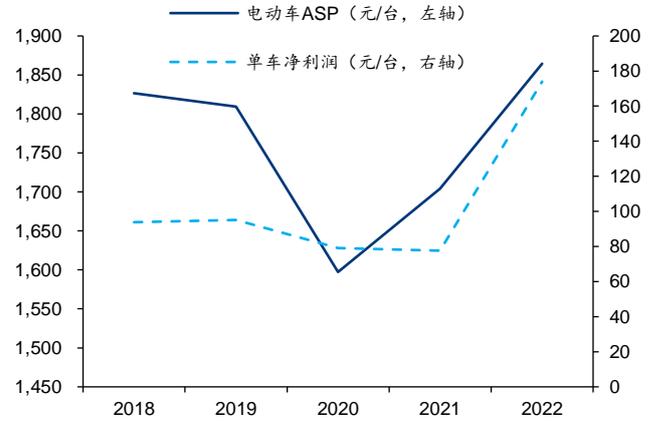
**专注渠道建设, 门店改造升级助力品牌形象改善。**考虑两轮车消费者仍然以线下消费为主, 门店的建设和运营管理对品牌营销效率的影响显著。截至 22 年底, 公司已有超过 3 万家门店, 19-21 年分别为 12000/17000/28000 家, 逐渐追上雅迪的门店规模, 且渠道建设仍是公司的重点工作之一。展店的同时, 公司还在持续改造现有门店, 升级门店装修规格, 助力品牌形象的高端化。22 年公司通过可转债募集 5.3 亿元对门店装修投入进行补贴, 通过建立旗舰店、标准店、主题店、社区店等方式实现体验式购物场景, 将爱玛两轮车从低收入者产品的品牌形象逐步转换为纯粹的出行工具, 帮助强调了用车体验感的提升。门店营销投入叠加高端产品发布, 20-22 年爱玛电动车的 ASP 和单车净利润也显著提升。

图表61: 爱玛门店数量



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表62: 爱玛 ASP 及单车净利润变化



资料来源: 公司公告、华泰研究

**兼顾时尚设计和技术提升, 产品力持续强化。**根据艾瑞咨询《2022 年中国两轮电动车行业白皮书》, 目前 26-35 岁的消费者占比为 60.4%, 是两轮车的购买主力军, 且两轮车女性用户的占比也有所提升。年轻用户/女性用户对外观要求更高, 更愿意为独特设计买单, 外观好看、时尚也成为了用户用车爽点 TOP3。爱玛 23 年重新定位品牌, 相比雅迪等其他传统厂商, 爱玛选择以时尚外形作为新的竞争差异, 其对时尚设计的研究积淀已深, 2014 年就成立了流行色研究基地, 并对每年发布的最新流行色进行色彩研发和趋势判断。公司在 2023 年 1 月联合 PANTONE 发布 2023 专属色爱玛活力洋红。追求外形设计时尚化的同时, 爱玛对技术的研发也在并行发展。2 月推出新一代爱玛引擎 5, 核心三电系统及降阻技术全新升级, 实现真实的百公里长续航, 电池方面引入自研的蔚蓝控制器, 智能化方面实现全栈自研, 打造互联生态圈。

图表63: 引擎 MAX 搭载技术



资料来源: 公司官网、华泰研究

图表64: 爱玛电动车联合 PANTONE 发布 2023 专属色活力洋红



资料来源: 公司官网、华泰研究

**产品结构调整升级，带动单车收入提升。**从整体结构看，19年开始停产豪华版电自，转换为电动两轮摩托车，价格更高的电摩业务占比增加带动了整体单车收入的提升，2022年电摩的ASP为2184元，而电自为1678元。另外，电动自行车品类也实现了产品结构升级，从21年发布高端产品系列“引擎MAX”后（均价在5000元左右），公司的ASP得到了持续提高，由2020年的1278元左右，提升至2022年的1678元。我们预计伴随两轮车消费者的教育/收入水平不断提升，市场对智能化、个性化的需求会持续提升，对应匹配的消费区间也会提高，带动ASP的进一步增长。

**量价提升带动毛利率增长。**考虑行业增长及公司品牌优势，叠加产品力增强差异化优势带动，爱玛的销量有望持续提升。同时，公司的高端化进程也伴随产品力的提升加快，我们认为公司的量价提升趋势较为明显，叠加规模效应带动的降本增效，单车盈利有望持续改善。盈利能力的改善在毛利率水平有所反映。2017-2022年，公司综合毛利率分别为13.0%/13.1%/13.7%/11.4%/11.7%/16.36%，20/21年共享单车需求大幅增长，公司自行车和低端电动自行车销量占比升高，拖累公司毛利率。22年公司优化产品结构，提高了新品和高毛利产品在销量中的占比，使得毛利率同比增长显著。

## 盈利预测和估值

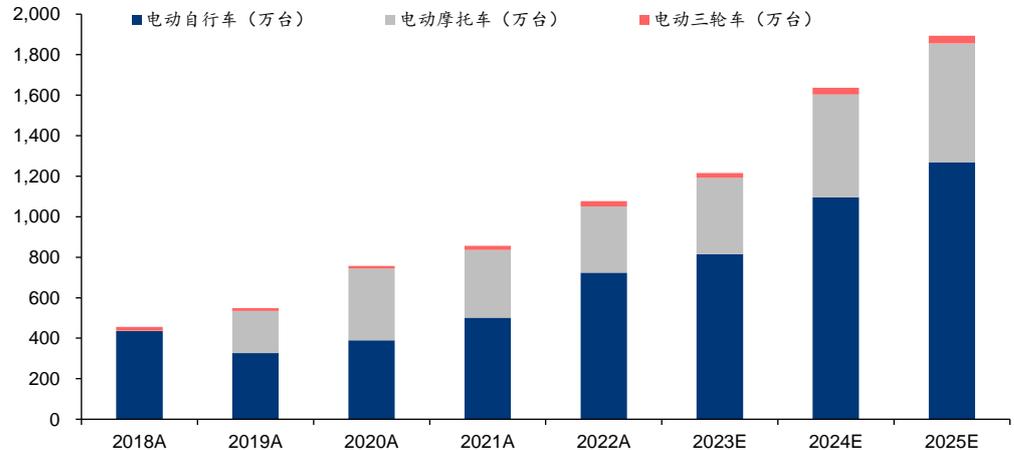
### 电动两轮车业务

电动自行车方面，考虑 1) 新国标带来的替换需求仍然存在；2) 两轮车应用场景增加，使用体验增强；3) 消费印象及消费观念的转变；4) 爱玛两轮车的品牌形象升级，龙头地位日益稳固。随着行业加速出清，头部企业市占率提高，叠加新国标下电动摩托车需求替换为电动自行车的需求，我们预计爱玛电动自行车的销量保持高速增长，考虑疫情后的需求修复以及新品投放（车型增加 30%-40%），23 年预计增长率为 30%，24/25 年增长率分别为 25%/20%。受到上半年价格战影响，公司低端车型价格将有所下滑（持续时间不长，且主要方式是推出低价简易款），但公司高端车型受到影响较小，我们预计 23 年 ASP 下降 5%。我们认为长期仍有高端化趋势，预计 24/25 年 ASP 分别以 3%/2% 的增速增长，对应 23-25 年收入 149.87/192.95/236.17 亿元，同比增速为 24%/29%/22%。

电动摩托车方面，因受到《新国标》影响，原先一些电动摩托车的需求会转为电动自行车的需求，因而市场需求趋于稳定，我们预计爱玛的电摩业务增速放缓，但因电摩属于高端产品，预计未来单价仍会有小幅提升。对应 23-25 年收入增速为 5%/6%/6%。

毛利率：规模效应以及产品结构升级带来的利润率提升已经在前期业绩中较充分得体现，22 年爱玛电自/电摩毛利率 17.03%/15.11%，同比+5.53/+3.74pct，尽管价格战会对低端车型均价产生不利影响，但在高端车型占比逐渐提高的大趋势下，我们预计电自 23-25 年的毛利率为 18%/18%/19%，考虑电摩仍有进一步规模化的空间，毛利率还有增长空间，23-25 年为 16%/17%/17%。

图表65：电动两轮车销量变化（18-25E）



资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 其他业务

电动三轮车和自行车收入占比较小。根据 22 年年报，爱玛电动三轮车市场需求旺盛，22 年销量 26.1 万台，同比增长 27.84%。另外，考虑在政策监管的进一步规范，行业加速出清，我们预计电动三轮车业务 23-25 年收入增速在 20%，规模效应带动毛利率提升，23-25 年毛利率为 18%。而自行车业务因代工的共享单车订单减少，在过去两年经历了急剧减少，22 年全年仅销售 4755 台，同比下降 95.88%。不过考虑目前已渡过快速下滑期，我们预计 23-25 年收入以每年 10% 的速度减少。

**费用率:**爱玛近两年的期间费用率呈现稳中有降的趋势,20-22年分别为6.0%/6.6%/5.5%,23Q1费用率也保持稳定:销售费用率2.59%,同比-0.05pct;管理费用率2.09%,同比+0.03pct;研发费用率2.17%,同比-0.06pct;财务费用率-1.91%,同比-0.39pct。随着公司营收的增长以及22年渠道品牌建设投资的规模效应持续释放,预计23-25年销售费用率为2.77%/2.74%/2.71%。考虑公司运营模式已经趋于成熟,管理费用、研发费用和财务费用情况相对稳定,我们对管理费用率、研发费用率和财务费用率采取5年移动平均的方式进行了预测,由此我们预计23-25年期间费用率为5.48%/5.50%/5.51%。

**图表66: 公司业绩拆分**

单位: 百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	10423.83	12904.59	15398.71	20802.21	24298.59	29408.12	34766.81
YOY	15.95%	23.80%	19.33%	35.09%	16.81%	21.03%	18.22%
毛利率	13.68%	11.42%	11.72%	16.36%	17.30%	17.65%	18.33%
<b>电动自行车</b>							
收入(百万元)	5186.18	5016.74	7159.54	12134.94	14986.65	19295.31	23617.46
YOY	-33.34%	-3.27%	42.71%	69.49%	23.50%	28.75%	22.40%
成本(百万元)	4450.12	4470.19	6336.21	10068.42	12289.05	15822.15	19130.14
毛利(百万元)	736.06	546.55	823.33	2066.52	2697.60	3473.16	4487.32
毛利率	14.19%	10.89%	11.50%	17.03%	18.00%	18.00%	19.00%
<b>电动两轮摩托车</b>							
收入(百万元)	4384.93	6738.75	6765.56	7143.56	7505.03	7958.99	8440.41
YOY	6281.26%	53.68%	0.40%	5.59%	5.06%	6.05%	6.05%
成本(百万元)	3790.59	5972.67	5996.02	6063.83	6304.22	6605.96	7005.54
毛利(百万元)	594.33	766.08	769.53	1079.73	1200.80	1353.03	1434.87
毛利率	13.55%	11.37%	11.37%	15.11%	16.00%	17.00%	17.00%
<b>电动三轮车</b>							
收入(百万元)	358.52	337.08	654.92	797.45	956.94	1148.33	1378.00
YOY	-26.59%	-5.98%	94.29%	21.76%	20.00%	20.00%	20.00%
成本(百万元)	312.70	292.29	566.70	665.11	784.69	941.63	1129.96
毛利(百万元)	45.82	44.79	88.22	132.35	172.25	206.70	248.04
毛利率	12.78%	13.29%	13.47%	16.60%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>配件销售</b>							
收入(百万元)	315.23	524.36	636.61	586.27	703.46	852.08	1170.26
YOY	11.95%	66.34%	21.41%	-7.91%	19.99%	21.13%	37.34%
成本(百万元)	285.56	450.92	546.96	512.38	608.04	737.76	1015.85
毛利(百万元)	29.68	73.44	89.65	73.89	95.41	114.32	154.41
毛利率	9.41%	14.01%	14.08%	12.60%	13.56%	13.42%	13.19%
<b>自行车</b>							
收入(百万元)	85.78	171.89	48.29	3.21	2.89	2.60	2.34
YOY	-68.49%	100.40%	-71.91%	-93.36%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
成本(百万元)	79.68	151.77	45.49	2.89	2.62	2.38	2.13
毛利(百万元)	6.10	20.13	2.80	0.31	0.26	0.21	0.21
毛利率	7.11%	11.71%	5.80%	9.78%	9.09%	8.22%	9.03%
<b>其他业务</b>							
收入(百万元)	93.19	115.77	133.80	136.79	143.63	150.81	158.35
YOY	-6.18%	24.23%	15.57%	2.24%	5.00%	5.00%	5.00%
成本(百万元)	79.41	93.40	102.22	85.88	105.26	106.81	109.20
毛利(百万元)	13.77	22.37	31.58	50.91	38.37	44.00	49.15
毛利率	14.78%	19.33%	23.60%	37.22%	26.72%	29.18%	31.04%
期间费用率	6.69%	5.96%	6.56%	5.50%	5.48%	5.50%	5.51%
销售费用率	4.10%	3.09%	3.58%	2.82%	2.77%	2.74%	2.71%
管理费用率	2.07%	2.06%	2.06%	2.08%	2.10%	2.07%	2.07%
研发费用率	1.89%	1.86%	2.62%	2.44%	2.09%	2.18%	2.24%
财务费用	-1.38%	-1.05%	-1.70%	-1.84%	-1.48%	-1.49%	-1.51%

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测结果和估值

我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 242.99/294.08/347.67 亿元；归母净利润分别为 22.13/27.78/35.23 亿元，对应摊薄后 EPS 分别为 2.57/3.22/4.09 元，当前股价对应 PE 为 10.70x。采用可比公司估值法为其估值。考虑爱玛主营业务为电动两轮车，我们选取了 3 家两轮车同业公司作为爱玛科技的可比公司，参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE14.85 倍，给予公司 23 年合理 PE14.85 倍，对应目标价 38.15 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表67：可比公司估值

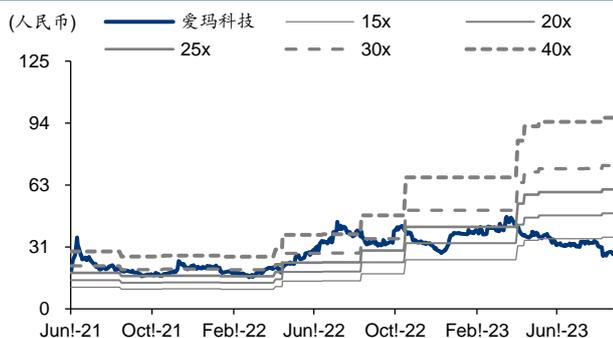
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603787 CH	新日股份	13.97	1.12	1.44	1.81	12.46	9.71	7.73
301322 CH	绿通科技	51.18	3.12	3.84	5.10	16.38	13.33	10.04
1585 HK	雅迪控股	13.93	0.89	1.12	1.41	15.69	12.40	9.89
	平均值					14.85	11.82	9.22
603529 CH	爱玛科技	27.50	2.57	3.22	4.09	10.71	8.53	6.73

注：数据截至 2023 年 9 月 7 日  
资料来源：Wind，华泰研究预测

## 风险提示

- 行业竞争恶化风险。**电动二轮车本身为消费者价格敏感性市场，若中高端市场竞争激烈，或有发生价格战的风险，进而影响公司定价策略和产品销售，公司业绩有不及预期风险。
- 原材料涨价超预期。**锂电池成本高涨为公司业绩承压的重要原因，当前锂电池价格已企稳回落，若后续锂电池涨价超预期，则会影响公司的利润空间。
- 市场开拓不及预期。**公司在国内推出重磅新品，在国外加快市场开拓速度，若市场环境发生较大变化，导致公司市场开拓不及预期，则公司业绩有不及预期风险。

图表68：爱玛科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表69：爱玛科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5,507	11,533	13,721	20,145	23,624
现金	2,846	6,633	10,462	16,631	19,461
应收账款	207.63	290.37	291.33	412.69	419.62
其他应收账款	150.07	28.05	180.01	71.80	225.89
预付账款	21.54	17.55	28.11	27.16	38.18
存货	795.69	810.51	1,051	1,208	1,426
其他流动资产	1,486	3,753	1,708	1,794	2,053
<b>非流动资产</b>	7,890	6,939	7,261	7,734	8,152
长期投资	105.07	128.15	146.17	167.75	192.29
固定投资	1,964	2,033	2,268	2,657	3,031
无形资产	332.07	457.99	458.60	454.01	457.66
其他非流动资产	5,489	4,320	4,388	4,455	4,471
<b>资产总计</b>	13,397	18,471	20,981	27,878	31,775
<b>流动负债</b>	8,251	11,471	11,783	15,888	16,256
短期借款	0.00	511.25	511.25	511.25	511.25
应付账款	2,132	2,536	2,855	3,642	3,976
其他流动负债	6,119	8,424	8,416	11,735	11,769
<b>非流动负债</b>	165.90	265.97	245.82	256.94	256.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	165.90	265.97	245.82	256.94	256.24
<b>负债合计</b>	8,417	11,737	12,028	16,145	16,512
少数股东权益	4.94	13.15	18.80	21.69	28.02
股本	403.66	574.70	861.92	861.92	861.92
资本公积	1,936	1,978	1,978	1,978	1,978
留存公积	2,635	4,304	6,522	9,303	12,832
归属母公司股东权益	4,975	6,721	8,934	11,712	15,235
<b>负债和股东权益</b>	13,397	18,471	20,981	27,878	31,775

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	2,094	5,051	4,901	6,599	3,339
净利润	667.72	1,873	2,219	2,781	3,529
折旧摊销	240.44	287.13	276.03	302.41	371.01
财务费用	(261.13)	(382.70)	(135.73)	(235.18)	(324.69)
投资损失	16.37	3.69	(11.07)	(7.60)	(5.52)
营运资金变动	1,362	2,948	2,571	3,779	(209.06)
其他经营现金	69.13	322.68	(17.61)	(19.60)	(22.25)
<b>投资活动现金</b>	(2,024)	(2,178)	(1,183)	(675.80)	(833.38)
资本支出	(659.59)	(842.29)	(565.30)	(736.93)	(754.39)
长期投资	(1,540)	(1,372)	(18.02)	(21.58)	(24.55)
其他投资现金	175.38	36.36	(599.19)	82.71	(54.45)
<b>筹资活动现金</b>	1,798	(182.24)	109.90	246.30	323.99
短期借款	0.00	511.25	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	65.00	171.04	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,616	42.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	116.86	(906.61)	109.90	246.30	323.99
现金净增加额	1,867	2,690	3,828	6,170	2,829

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	15,399	20,802	24,299	29,408	34,767
营业成本	13,594	17,399	20,094	24,217	28,393
营业税金及附加	56.15	105.06	104.48	123.51	149.50
营业费用	550.61	587.32	673.07	805.78	942.18
管理费用	316.59	432.78	510.27	608.75	719.67
财务费用	(261.13)	(382.70)	(135.73)	(235.18)	(324.69)
资产减值损失	(11.56)	(3.40)	(7.83)	(12.12)	(10.40)
公允价值变动收益	9.98	(12.12)	3.36	0.41	(2.78)
投资净收益	(16.37)	(3.69)	11.07	7.60	5.52
<b>营业利润</b>	738.89	2,234	2,571	3,260	4,117
营业外收入	30.69	34.20	26.83	29.46	30.29
营业外支出	11.33	40.84	20.42	20.96	23.39
<b>利润总额</b>	758.25	2,227	2,578	3,268	4,124
所得税	90.53	354.44	359.01	487.69	594.91
<b>净利润</b>	667.72	1,873	2,219	2,781	3,529
少数股东损益	3.72	(0.89)	5.66	2.88	6.33
归属母公司净利润	664.00	1,873	2,213	2,778	3,523
EBITDA	735.86	2,129	2,716	3,333	4,167
EPS (人民币, 基本)	1.79	3.31	2.57	3.22	4.09

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.33	35.09	16.81	21.03	18.22
营业利润	(3.31)	202.29	15.12	26.78	26.31
归属母公司净利润	10.94	182.14	18.13	25.52	26.83
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	11.72	16.36	17.30	17.65	18.33
净利率	4.34	9.00	9.13	9.46	10.15
ROE	17.46	32.04	28.27	26.91	26.15
ROIC	(10.03)	(43.56)	(36.25)	(28.28)	(38.24)
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	62.83	63.54	57.33	57.91	51.97
净负债比率 (%)	(54.65)	(87.88)	(108.93)	(135.70)	(122.86)
流动比率	0.67	1.01	1.16	1.27	1.45
速动比率	0.55	0.62	0.99	1.12	1.28
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.34	1.31	1.23	1.20	1.17
应收账款周转率	77.90	83.54	83.54	83.54	83.54
应付账款周转率	7.74	7.45	7.45	7.45	7.45
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.77	2.17	2.57	3.22	4.09
每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	5.86	5.69	7.66	3.87
每股净资产(最新摊薄)	5.77	7.80	10.37	13.59	17.68
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	35.70	12.65	10.71	8.53	6.73
PB (倍)	4.76	3.53	2.65	2.02	1.56
EV EBITDA (倍)	26.80	8.29	4.87	2.15	1.03

# 铅酸电池龙头，开启第二增长曲线

华泰研究

2023年9月09日 | 中国内地

首次覆盖

电源设备

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

41.69

研究员

SAC No. S0570522020002

申建国

shenjianguo@htsc.com

+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570518110004

边文姣

bianwenjiao@htsc.com

SFC No. B5J399

+(86) 755 8277 6411

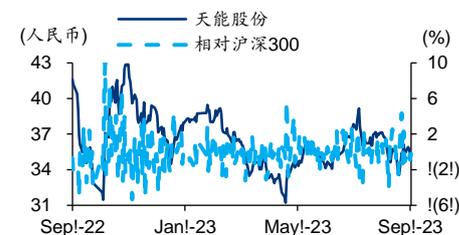
## 华泰证券研究所分析师名录



## 基本数据

目标价(人民币)	41.69
收盘价(人民币 截至9月7日)	34.78
市值(人民币百万)	33,810
6个月平均日成交额(人民币百万)	69.24
52周价格范围(人民币)	31.22-42.87
BVPS(人民币)	14.60

## 股价走势图



资料来源: Wind

### 业务多线发展，有望多点开花

公司深耕电池行业30多年，形成了以铅蓄电池为主，锂电池和材料回收再生业务协同发展的经营格局。作为行业龙头，铅蓄电池市场份额稳固，还积极开拓储能领域，并大力推进燃料电池和钠电池研发生产，有望贡献业绩增量。我们预计公司23-25年EPS分别为2.69元/3.19元/3.90元，参考可比公司Wind一致预期下23年平均PE15.49倍，给予公司23年目标PE15.49倍，对应目标价41.69元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 铅酸电池国内龙头，渠道、客户、技术壁垒强

天能股份是电动两轮车铅酸动力电池行业以及整个铅蓄电池行业的龙头企业，地位稳固。2021年公司在国内铅蓄电池行业市占率达40%，排名第一。公司构建了包含超过3000家经销商和40万家门店的渠道网络，并且与雅迪、爱玛、新日、台铃等电动两轮车头部厂商保持紧密合作关系，渠道优势不言而喻。公司重视研发投入，根据我们的测算，2022年公司研发费用率高达3.6%，连续三年保持在3.5%以上，领先行业其他企业。在渠道、客户和技术壁垒加持下，公司稳坐铅酸电池国内龙头地位。

### 铅蓄电池应用多元，需求稳健增长

铅蓄电池历史悠久、应用广泛。公司铅蓄电池业务覆盖动力电池、起动启停、储能和备用电池等多个门类。在电动两轮车动力电池领域，铅蓄电池以其价格低廉和安全性高的特性占据了绝大多数的市场份额。考虑电动两轮车依旧是价格敏感型市场，我们预计铅蓄动力电池需求还将持续增长。另外，铅蓄电池以其低温大电流和耐高温的特性在汽车起动启停电池领域难以被替代。结合中国汽车工业协会和公安交管局的汽车销量和保有量数据，根据我们的测算，25年中国汽车启动电池需求量有望增至1.16亿KVAh，22-25的CAGR预计达4.8%。公司铅蓄电池需求依旧保持强劲。

### 积极布局储能赛道，有望开启第二增长曲线

新型储能市场高速增长，我们预计中国2023年新型储能功率和能量规模将达到17.9GW/41.1GWh，增速达到158.8/168.4%。基于铅炭电池的高性能和安全性，公司积极推进铅炭储能业务发展，先后建设和签订了大型铅炭储能电站和储能铅炭电芯采购协议。22年铅炭电池业务收入1.65亿元，同比增长238.6%。同时，公司快速扩充锂电产能，我们预计23年公司锂电池销量同比增速超100%。公司将储能业务作为重要发展方向，有望开启第二增长曲线，同时也积极布局钠电及氢燃料电池的研发和生产，目前进展顺利。

风险提示：产能扩展进度不及预期；市场竞争加剧的风险；新技术产业化进度不及预期风险；原材料大幅上涨风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	38,716	41,882	48,094	55,397	63,094
+/-%	10.30	8.18	14.83	15.18	13.89
归属母公司净利润(人民币百万)	1,369	1,908	2,616	3,099	3,793
+/-%	(39.94)	39.35	37.11	18.45	22.40
EPS(人民币,最新摊薄)	1.41	1.96	2.69	3.19	3.90
ROE(%)	14.41	14.71	17.46	17.37	17.82
PE(倍)	24.69	17.72	12.92	10.91	8.91
PB(倍)	2.76	2.47	2.08	1.74	1.46
EV EBITDA(倍)	11.43	8.54	6.17	4.18	3.38

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 核心推荐逻辑

公司是铅酸电池行业的国内龙头，市占率高、渠道布局广且下游两轮车厂客户壁垒强，领先地位稳固。22年以来，铅酸电池业务受益于价格传导机制调整，以及下游市场的回暖，收入增长稳定，盈利有所修复。另外，在铅酸电池业务外，公司积极拓展新增长曲线，重视研发投入，持续探索铅炭电池、纯铅电池等新型材料铅蓄电池以及燃料电池、钠离子电池、固态电池等新技术。锂电产能预计在23年达到15GWh，我们预计伴随产能利用率爬坡，锂电池业务有望扭亏为盈。铅炭电池有显著的性价比及安全性优势，有望成为人员密集区域储能电站首选，公司已公布相关铅炭储能订单，市场反应良好，考虑10GWh产能预计24年拉满，23年达到规划产能的一半，我们预计23年铅炭储能可以贡献约17亿元的收入。钠电池方面，公司已经建成300MW的中试产线，产能爬坡中，有望赶上两轮车钠电替换的浪潮。业务多点开花，未来增长潜力大。

## 与市场不同的观点

市场观点认为：1) 两轮车锂电化对铅酸电池有显著冲击，或导致公司铅酸电池业务萎缩；2) 公司锂电业务未盈利，拖累整体业务，难有优势。而我们认为：1) 铅酸电池在性价比方面的优势锂电池很难超越，3-5年内看铅酸电池的渗透率仍会保持相对稳定的水平，很难被大幅替换；2) 公司的锂电业务产能在持续扩大，且未来规划将大部分用于储能业务，属于增量逻辑，另外锂价回调至较正常的区间，叠加规模效应，有望23年盈利。

## 天能股份：铅酸电池国内龙头，协同储能开启第二增长曲线

公司铅蓄电池业务历史悠久、门类齐全，行业市占率排名第一。公司前身是 1986 年在浙江长兴成立的煤山第一蓄电池厂。1999 年天能电池获得电动自行车市场认可。2004 年，公司加快绿色转型进程，开启锂电池研发。2020 年公司完成国内首座铅炭电网侧储能电站建设。公司主营铅蓄电池业务，覆盖动力电池、汽车起停启停、储能和备用电池等多个门类，动力电池业务为其核心门类。公司公告显示，2022 年公司铅蓄电池营收 373.97 亿元，占总营收比重达 89.3%。铅蓄电池业务中 96.4% 的收入来自于电动轻型车动力电池业务。根据中国电池工业协会数据，2018 年天能股份在国际铅蓄电池行业市场占有率排名前三，在国内铅蓄电池行业排名第一。头豹研究院数据显示，2021 年公司在国内铅蓄电池行业市占率达 40%，另外根据公司 22/07/25 的天能股份投资者关系活动记录表，天能和超威约占 85% 的市场份额。

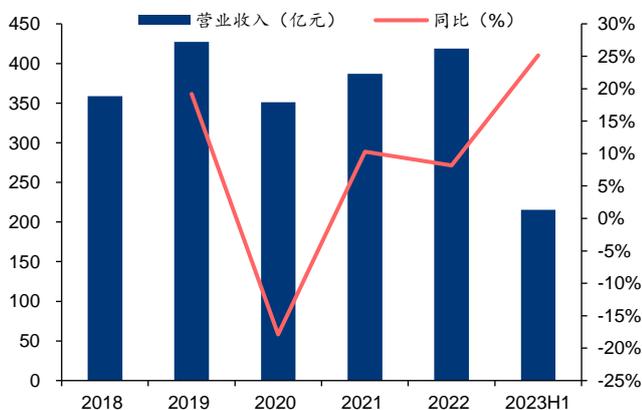
图表70：公司业务梳理

业务类型	产品类型	具体产品	2022 年收入 (亿元)	收入占比
铅酸电池业务	动力电池	电动轻型车动力电池	360.35	86.0%
	储能电池	铅炭电池	1.65	0.4%
	其他	汽车起停启停等	11.96	2.9%
锂电池业务	动力和储能电池	锂电池	16.44	3.9%
其他主营业务	燃料和动力电池等	氢燃料、钠电池	28.42	6.8%
总收入	-	-	418.82	100.0%

资料来源：公司公告、华泰研究

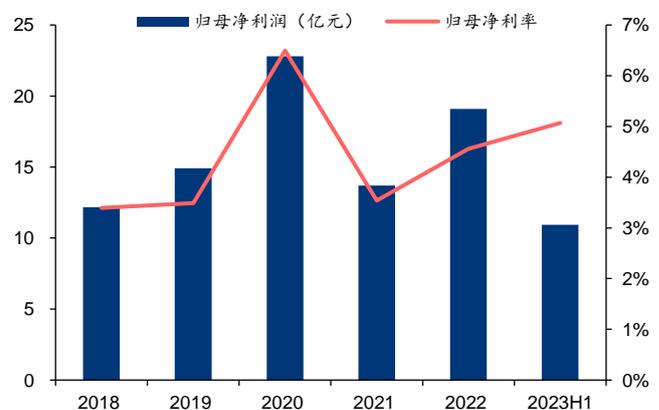
疫情后公司业绩恢复稳健增长，原料价格趋稳叠加定价机制优化，公司盈利能力明显提升。2022 年公司总营收 418.82 亿元，同比上升 8.18%，与 2019 年水平相当。得益于中国经济复苏、电动两轮车行业景气度提升以及新国标政策的催化，公司业绩保持了增长势头，23H1 营收同比增 25.14%。但是盈利能力受蓄电池原辅料价格波动影响。2021 年，金属铅和硫酸价格显著上涨，21 年 8 月铅价一度超过 1.6 万元每吨，较 20 年全年均价涨幅超过 27%，进入 2022 年以后，铅、硫酸等材料价格有所下降，尽管碳酸锂价格波动剧烈，但公司锂电业务占比很小，业绩受影响不明显。根据公告，22 年开始公司产品定价机制已由单一铅价决定的方式转变为全材料成本综合决定的方式，因此公司抵御原料价格波动影响的能力有所增加，盈利能力稳步提高。2022 年公司铅蓄电池业务毛利率为 20.28%，同比改善 2.6pct。尽管 22H2 和 23 年初铅价有所波动，但公司利润率依旧保持稳健增长，2023 上半年归母净利润净利率达 5.1%，同比+0.7pct。从铅历史价格来看，23 年 1-8 月铅价处于中部区间且相对平稳，公司定价机制的优化在 22-23H1 已经取得了较好的成果，我们认为公司未来盈利或更有保障。

图表71：公司 2018-2023H1 营收及增速



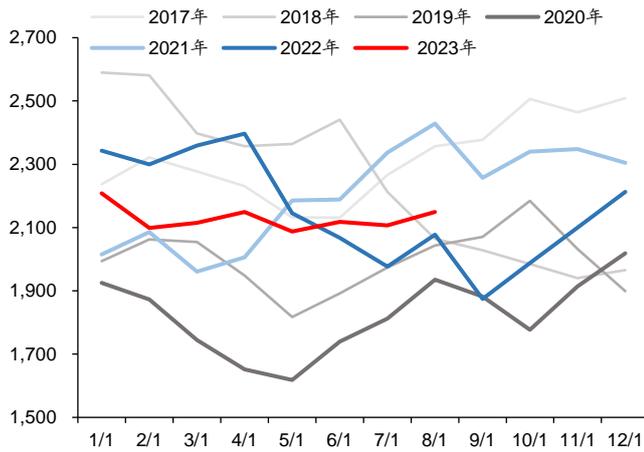
资料来源：公司公告、华泰研究

图表72：公司 2018-2023H1 归母净利润及增速



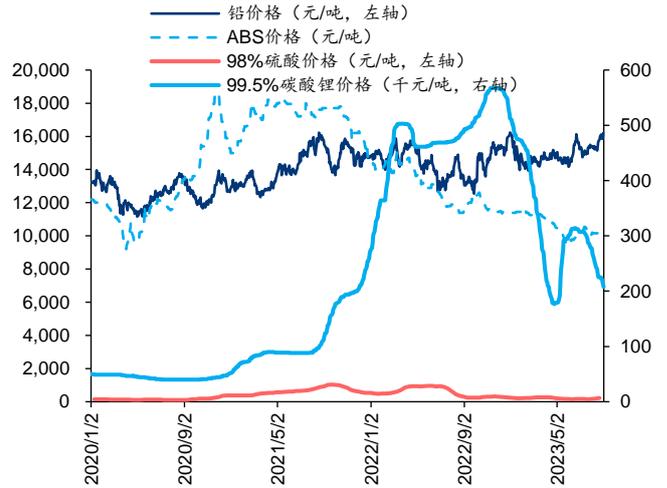
资料来源：公司公告、华泰研究

图表73：2017-2023 伦敦金属交易所铅价历史变化趋势（美元/吨）



资料来源：Wind、华泰研究

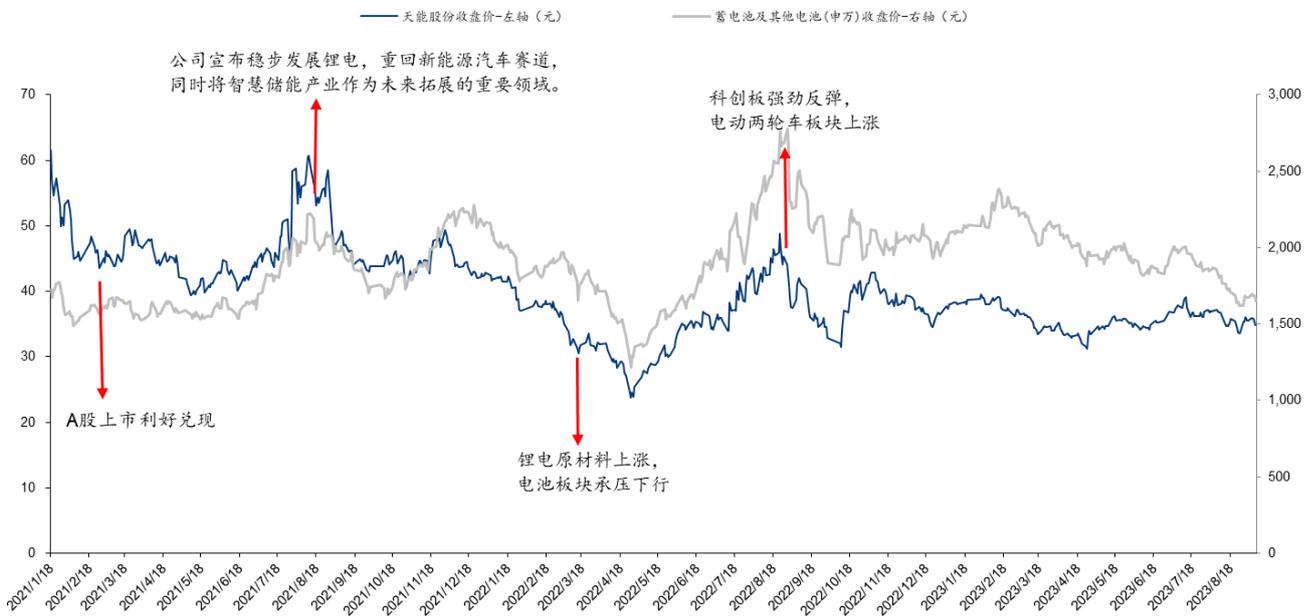
图表74：原辅材料价格变化趋势



资料来源：Wind、华泰研究

股价处于低估值区间。公司自上市以来股价经历过两次拉升，总体波动下行。2021年7月，公司宣布稳步发展锂电业务，重回新能源汽车赛道，同时公司也将智慧储能产业作为未来拓展的重要领域，股价大幅上涨。2022年以来锂离子电池原料价格显著上涨，锂电板块承压下行，公司股价一路走低。2022年下半年，公司稳健的业绩给市场带来信心，锂电价格的波动反而利好了公司铅酸电池主业的发展，在两轮车行业景气度提升的加持下，公司股价出现第二波明显拉升。在2022年10月之后，公司的股价基本在30-40元的区间内小幅震荡。总体来看，2023年以来公司PE（TTM）的均值为17.8，显著低于蓄电池及其他电池（申万）行业PE（TTM）的均值64.7。

图表75：天能股份股价复盘



资料来源：Wind、华泰研究

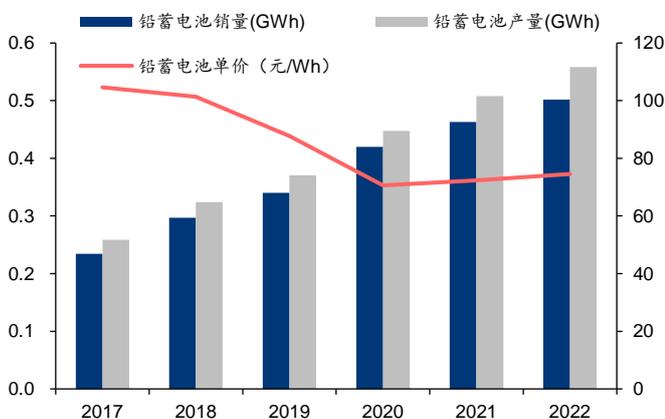
**两轮车电池市场马太效应增强，天能渠道布局广，客户壁垒强，未来发展稳定。**从新车配套看，因头部企业更倾向于与优质的、有长期合作关系的供应商合作，两轮车市场的加速出清及行业集中度提高利好铅酸电池行业的龙头企业。铅酸电池的市场集中度也在不断提升，根据公司 22/07/25 的天能股份投资者关系活动记录表，22 年天能和超威约占 85% 的市场份额，双寡头格局稳定，考虑行业资质、资金、技术门槛较高，新进入者少，预计未来集中度还将持续提升。天能的客户包括雅迪、爱玛、新日、台铃等两轮车龙头公司。截至 2022 年，天能拥有 3000 家以上经销商，和 40 万家以上的终端门店合作，渠道布局积累深厚。

**从存量替换市场看，考虑电动轻型车铅蓄电池的平均更换周期为 1.5 年至 2 年，前期新国标带动的新车增量可为后期的替换市场需求助力。**根据公司 22/07/25 的天能股份投资者关系活动记录表，21 年电动两轮车行业锂电出货渗透率仅为 5%，公司预计，在电动二轮车动力电池领域，长期均衡的状态可能是 80%-85% 的铅酸电池、15%-20% 的锂电池，且锂电车型消费主要集中在高端市场。我们认为，虽然存在锂电池替换铅酸电池和两轮车高端化发展的趋势，但是相比锂电池，铅酸电池安全性高，且成本显著低，且两轮车高端化目前主要体现在智能化领域，对电池替换的趋势较小，整体来看公司铅蓄电池销量展望良好。

**积极布局铅酸电池出海业务，海外营收同比增速高。**乘国内电动两轮车出口东南亚等地的热潮，在海外电动两轮车市场的发展或带动铅蓄电池市场增长，海外市场有望为天能的铅酸电池业务带来新的营收增长。22 年天能股份已决定在越南建厂，以配套下游客户的出海进程，加速在东南亚市场的布局，目前工厂建设在申报审批中。22 年海外营收为 3.67 亿元，同比增 47.97%。

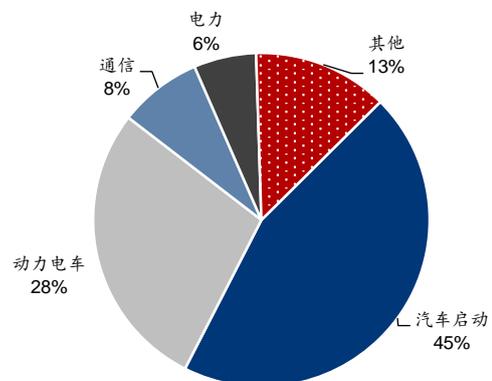
**铅蓄电池应用场景多元，汽车起动启停电池领域铅酸电池地位难替代。**考虑 1) 成本：铅酸电池成本低；2) 低温大电流性能：起动电池要求在  $-40^{\circ}\text{C}$  下能够正常起动车辆；3) 耐高温安全性：起动电池一般位于发动机附近，高温密闭，起动启停电池领域锂电池难以替代铅酸电池。根据灼识咨询数据，在中国汽车行业稳定增长的推动下，起动启停电池铅蓄电池的出货量从 2016 年的 70.0GWh 增加到 2021 年的 107.8GWh，复合年增长率为 9.0%，预计 2026 年将达到 140.3GWh。我们结合中国汽车工业协会和公安交管局的汽车销量和保有量数据，分别测算了新车市场的电池需求量和存量汽车市场的电池需求量，由此我们推算 2023 年我国启动电池的总需求量为 1.05 亿 KVAh，25 年预计增长至 1.16 亿 KVAh，22-25 年启动电池总需求量的 CAGR 为 4.8%。受益于铅蓄电池行业龙头优势，根据公司 22/07/25 的天能股份投资者关系活动记录表，公司计划到 25 年该业务销售额要达到 50 亿元，跻身行业第一梯队，目前客户有中国重汽、徐工集团、江铃汽车、山东凯马等。

图表 76：天能股份铅蓄电池产销量及单价



资料来源：公司公告、华泰研究

图表 77：2021 年国内铅蓄电池应用场景



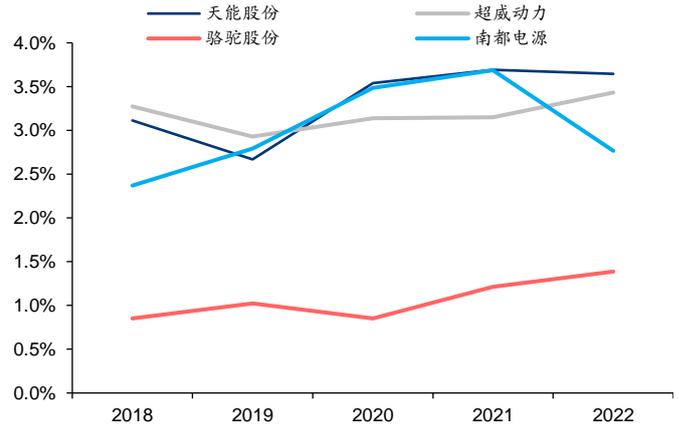
资料来源：华经产业研究院、华泰研究

图表78：国内汽车启动启停电池规模（年度）



资料来源：中国汽车工业协会、华泰研究预测

图表79：研发投入对比（更新至2022）



资料来源：Wind、华泰研究

**公司重视研发投入，技术积累深厚。**天能近三年研发费用率维持在 3.5% 以上，研发投入行业领先，目前已积累铅蓄电池、锂离子电池及以燃料电池、钠离子电池为主的新型电池技术的多项核心专利。不仅在主流产品铅蓄电池和锂离子电池领域中掌握了石墨烯复合材料、多元复合稀土合金、超能锰铁锂等新型材料技术，还积极面向电池新材料科技前沿，持续探索铅炭电池、纯铅电池等新型材料铅蓄电池以及燃料电池、钠离子电池、固态电池等新一代电池的前沿技术。

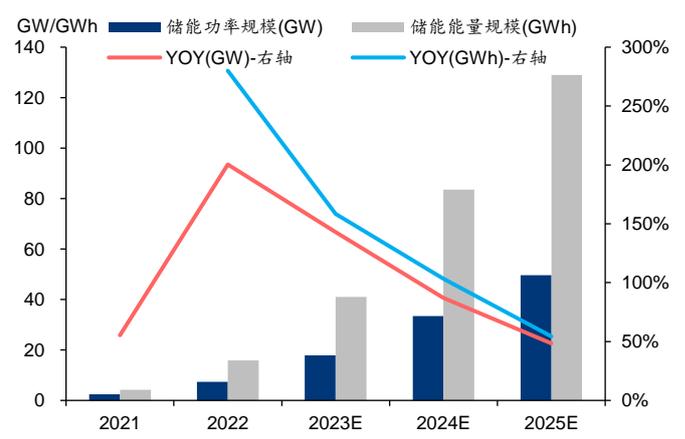
**新型储能行业景气高涨，中美欧继续引领全球储能市场发展。**据 CNESA 不完全统计，截至 2022 年底，全球新型储能累计装机规模达 45.7GW，年增长率 80%，锂离子电池仍占据绝对主导地位，年增长率超过 85%。2022 年，新型储能新增投运规模达到 20.4GW，是 2021 年同期的 2 倍。2022 年全球新增投运新型储能项目中，中国、欧洲和美国合计占全球市场的 86% (MW%)，比 2021 年同期上升 6 个百分点。我们对新能源配储、电网侧、电源侧辅助服务、用户侧及微网等几种场景下的储能需求分别进行预测并加总，预计 23 年新型储能新增规模有望达到 17.9GW/41.1GWh（前期已发布于《大储加速迈进，量利如日中升》（20230401）报告），增速达到 158.8%/168.4%。

图表80：全球新型储能市场累计装机规模



资料来源：CNESA，华泰研究

图表81：中国新型储能市场新增装机规模



资料来源：CNESA，华泰研究预测

**图表82：天能股份分业务板块客户情况**

产品大类	应用领域	主要客户
铅蓄电池(含铅炭电池)	电动轻型车	雅迪、爱玛、新日、台铃、宗申、欧派、绿源、钻豹、小刀、绿佳、新蕾
	汽车起停启停	中国重汽、徐工集团、江铃汽车、山东凯马
	储能	国电投、国家电网、太湖能谷
锂电池	特种动力车	鸿日、金彭
	电动轻型车等	爱玛、雅迪、小牛
	储能	华能集团、大唐集团、国家电网、许继电气、浙能集团、帅福得、深圳光宇、威海文登
氢燃料电池	城市客车、叉车、轻型电动车等	吉利远程、徐工集团、安徽合力、金龙客车、郑州宇通、雅迪
	观光车、装载机、重卡、船舶等	中汽中心、厦门金龙、格润时代
钠离子电池	电动两轮车	绿源、新日、小牛

资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

**锂电产能持续扩产，储能业务开启新增长曲线。**依托公司的研发积累和多元化布局，截至22年底，锂电池整体产能为7Gwh，预计23年底将新增7Gwh，预计达到15GWh。22年公司锂电业务收入16亿元，同增64.93%，其中动力电池6.4亿元，储能业务营收5.6亿元。根据公司公告，未来将持续加码储能赛道，规划约60%的产能将用于储能业务，30%动力电池，10%电动工具、3C产品。公司储能业务范围涵盖发电侧、电网侧、用户侧，目前已与国家电网、华能、大唐等大型能源企业达成战略合作关系。

**图表83：铅炭电池与传统电池储能应用对比**

储能技术	输出功率	放电时间(h)	效率(PCS)	建造成本(元/KWh)	寿命(年)
铅炭电池	KW级-100MW级	0.25-5	75%-85%	350-1000	8-10
高温钠基电池	100KW级-100MW级	1-10	75%-85%	2000-3000	10-15
锂电池	KW级-100MW级	0.23-30	80%-90%	800-2000	5-10
全钒液流电池	KW级-100MW级	1-20	75%-85%	2000-4000	>10
锌基液流电池	KW级-MW级	0.5-10	70%-80%	1000-2000	>10
钠电池	KW级-MW级	0.3-30	80%-90%	750-1500	5-10

资料来源：立鼎产业研究、华泰研究

**积极布局铅炭储能的新兴市场，具备发展前景。**铅炭储能主要应用场景为用电侧储能、共享储能以及柔性电网。铅炭电池原理为在传统铅蓄电池的负极材料中加入活性炭，且相比传统铅蓄电池，其容量更大，循环次数更多。相比锂电池，其最大优势在于安全性高，可满足人员密集区域储能电站的安全性要求。政策方面，国家能源局发布的《防止电力生产事故的二十五项重点要求（2022年版）（征求意见稿）》提出，中大型电化学储能电站不得选用三元锂电池、钠硫电池，不宜选用梯次利用动力电池，进一步支持了铅炭电池在储能场景的发展与应用。根据CNESA的数据，截至2022年全球铅蓄储能电池（包含铅炭电池）累计装机规模约为0.69GW，19-22年CAGR约为17%。公司2020年完成全国首座超大铅炭储能电站国家电网雒城（金陵变）12MW/48MWh铅炭储能项目建设，又在2022年12月与太湖能谷签订《储能项目战略采购合作协议》，太湖能谷在未来三年内采用天能股份的铅炭电芯总量将不低于30GWh。22年公司铅炭电池收入1.65亿元，同比增长238.6%。

图表84：铅酸电池&amp;锂电池&amp;钠电池对比

	铅酸电池	锂电池	钠电池
能量密度	30~50 Wh/kg	100~150Wh/kg	150~250 Wh/kg
电压	~2.1 V	2.8~3.5V	3.0~4.5V
循环寿命	300 次	2000+次	3000+次
重量	重	轻	较轻
成本	低	高	较低
安全性能	高	高	较低
低温性能	好	好	较差
资源	丰富	丰富	较稀缺
环保	存在一定排放污染	开采相对破坏环境	相对环境友好

注：材料体系不同以上参数有所差异

资料来源：爱玛招股书、中科海纳官网、艾瑞咨询、华泰研究

图表85：钠电池相对锂电池具有明显成本优势



资料来源：中科海纳官网、华泰研究

**钠电池及燃料电池业务布局稳步推进中。**考虑钠电池相比锂电池的成本和安全性优势，两轮车的钠电池替换趋势已在酝酿中。公司积极布局钠电产业，2022年成立浙江天能钠电科技有限公司，并成功推出实验测试的循环次数超过2000次的钠电电芯产品。公司已经建成300MW的中试产线，产能处于爬坡期。我们认为钠电市场仍处于发展早期竞争格局未成形，在公司电动两轮车动力电池渠道网络优势的加持下，有望在该赛道延续优势。另外，公司积极推进氢燃料技术的研发，2022年氢燃料电池实现营收6410.60万元。产能方面，年产能3,000套燃料电池系统及零部件的沭阳基地今年将正式投产使用。氢燃料电池客户有金龙客车、远程新能源等。

## 盈利预测和估值

### 铅蓄电池业务

公司铅蓄电池业务可以分为两块，以动力电池为主的不包含铅炭电池的业务和以储能业务为主且增速快的铅炭电池业务。

1) 考虑下游两轮车国内市场（出海产品锂电池渗透率高）增长趋于平稳，假设公司铅蓄电池销量增速稳定，根据 Research and Markets 预测，22-27 全球电动两轮车市场规模 CAGR 约 10.2%，我们预计 23/24/25 年铅蓄动力电池销量增速分别为 7.0%/6.0%/5.0%。随着原材料价格企稳，且公司定价开始考虑全材料成本，另外根据公司 2022 年报，随着铅蓄电池产品迭代更新售价提高，毛利率有所提升（22 年公司铅蓄电池业务毛利率同比提高 2.6pct）；考虑 23H1 毛利率仍有提升，所以我们预计趋势会延续，电池价格会持续提升，预计 23/24/25 年铅蓄动力电池单价为 0.38/0.38/0.39 元/Wh。

2) 2022 年铅炭电池出货量约 0.51GWh，由此计算铅炭电池单价约为 0.32 元/Wh。假设由于公司在铅炭电池领域具有技术优势，且随着新型储能需求的增加，铅炭电池单价将小幅增长。预计 23/24/25 年铅炭电池单价年均增长 0.02 元/Wh。公司的马鞍山基地规划产能为 10GWh，预计 24 年能实现最大规划产能的出货量。22 年的太湖能谷协议承诺三年内使用超过公司 30GWh 铅炭电芯。因此预计铅炭电池 23/24/25 年销量分别为 5/10/15GWh。

铅蓄电池原材料价格平稳，且公司 22 年开始定价机制逐渐转化为全材料成本考虑的模式，预计盈利水平将稳步提升。公司主营的铅蓄电池产品主要原材料为金属铅及铅制品，占产品成本比例超过 70%，公司产品终端销售价格与主要原材料价格存在一定的联动机制。预计铅蓄电池除铅炭电池外的其他业务 23/24/25 年的毛利率稳步上升，分别为 21.0%/22.0%/23.0%。铅炭电池业务目前处于起步阶段，2022 年毛利率约为 15%，规模化生产后我们预计毛利率将接近铅蓄电池业务毛利率水平，达到 20%左右，预计 23/24/25 年毛利率分别为 17.0%/19.0%/21.0%。

### 锂电池业务

公司积极扩充锂电池产能，锂电池销量处于上升通道。公司 22 年锂电整体产能 7GWh，根据天能股份 23/06/07 的业绩说明会，23 年锂电产能预计达到 15GWh，25 年锂电产能预计升至 30GWh。我们假设 23 年锂电销量也翻番，随后增速自然递减，25 年锂电销量大约为总产能的三分之一。预计 23/24/25 年锂电池销量分别同比增长 100%/75%/50%。从 Q1 的情况来看锂电池价格下降后逐渐企稳，假设锂电池单价与 22 年水平（8.3 元/Wh）相比有下滑，预计 23/24/25 年锂电池单价为 0.8 元/Wh。公司积极应对原料价格波动、开拓储能市场，考虑规模效应，有望提升盈利水平，保守估计 23/24/25 年锂电池业务毛利率回升至 5% 水平。

### 其他业务

钠电池和氢能源电池进展顺利，且在公司电动两轮车动力电池渠道网络优势的加持下，公司钠电池在电动两轮车上将有很高的应用前景，预计其他业务将恢复增长，23/24/25 年其他业务营收增速分别为 -10%/5%/6%。其他业务中可再生资源销售等业务毛利率相对稳定。由于氢能业务和钠电池业务行业平均毛利率水平较高，因而预计其他业务盈利能力将有所增长。假设 23/24/25 年其他业务毛利率为 9%/10%/15%。

### 费用率

公司经营稳健，考虑仍在新业务扩张期，各项费用率稳中有升。我们预计 23-25 和前三年水平相当，研发费用率分别为 3.63%/3.65%/3.64%，营业费用分别为 2.91%/2.93%/2.92%。管理费用近年来一直在持续增长，从 19 年的 1.41% 增长至 22 年的 2.71%，考虑公司新业务布局陆续加速，预计维持上涨趋势，23-25 年分别为 2.85%/2.99%/3.05%。

图表86：天能股份业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入 (亿元)</b>	351.00	387.16	418.82	480.94	553.97	630.94
yoy	-17.9%	10.3%	8.2%	14.8%	15.2%	13.9%
毛利率	20.2%	15.6%	18.6%	19.2%	19.5%	20.1%
毛利润 (亿元)	70.94	60.31	77.75	92.15	108.09	126.64
<b>铅蓄电池</b>						
营收 (亿元)	296.51	335.04	373.97	423.52	471.39	518.89
占比	84.5%	86.5%	89.3%	88.1%	85.1%	82.2%
yoy	-0.6%	13.0%	11.6%	13.3%	11.3%	10.1%
销量 (GWh)	83.97	92.65	100.32	111.79	123.20	133.86
铅蓄电池单价 (元/Wh)	0.35	0.36	0.37	0.38	0.38	0.39
毛利率	23.3%	17.7%	20.3%	20.8%	21.8%	22.8%
<b>铅蓄电池 (不含铅炭电池)</b>						
营收 (亿元)	296.51	334.55	372.31	406.34	435.03	461.35
占比	84.5%	86.4%	88.9%	84.5%	78.5%	73.1%
yoy	-0.6%	12.8%	11.3%	9.1%	7.1%	6.1%
铅蓄电池销量 (不含铅炭电池)	83.97	92.65	99.81	106.79	113.20	118.86
单价 (元/Wh)	0.35	0.36	0.37	0.38	0.38	0.39
毛利率	23.3%	17.7%	20.3%	21.0%	22.0%	23.0%
<b>铅炭电池</b>						
营收 (亿元)		0.49	1.65	17.18	36.36	57.54
yoy			238.6%	938.9%	111.6%	58.3%
占铅蓄电池营收比例		0.1%	0.4%	4.1%	7.7%	11.1%
铅炭电池销量 (GWh)			0.51	5.00	10.00	15.00
单价 (元/Wh)			0.32	0.34	0.36	0.38
毛利率			15.0%	17.0%	19.0%	21.0%
<b>锂电池</b>						
营收 (亿元)	10.21	9.97	16.44	31.84	55.72	83.58
占比	2.9%	2.6%	3.9%	6.6%	10.1%	13.2%
yoy	92.2%	-2.4%	64.9%	93.7%	75.0%	50.0%
销量 (GWh)	1.69	1.61	1.99	3.98	6.97	10.45
单价 (元/Wh)	0.60	0.62	0.83	0.80	0.80	0.80
毛利率	9.3%	-3.6%	-0.8%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>其他业务</b>						
营收 (亿元)	44.28	42.16	28.42	25.58	26.86	28.47
占比	12.6%	10.9%	6.8%	5.3%	4.8%	4.5%
yoy	-64.3%	-4.8%	-32.6%	-10.0%	5.0%	6.0%
毛利率	2.0%	3.3%	7.2%	9.0%	10.0%	15.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 26.16 亿/30.99 亿/37.93 亿，对应 EPS 分别为 2.69 元/3.19 元/3.90 元。天能股份主营业务为铅酸电池、锂离子动力电池和储能业务，我们选取经营相似业务的骆驼股份、南都电源和亿纬锂能作为可比公司。参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE15.49 倍，给予公司 23 年目标 PE15.49 倍，对应目标价 41.69 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表87：天能股份可比公司

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601311 CH	骆驼股份	8.16	0.69	0.93	1.13	11.77	8.81	7.21
688116 CH	南都电源	14.99	0.95	1.44	2.00	15.79	10.39	7.51
002074 CH	亿纬锂能	47.71	2.52	3.72	4.97	18.92	12.84	9.59
	平均值					15.49	10.68	8.10
688819 CH	天能股份	34.78	2.69	3.19	3.90	12.92	10.91	8.91

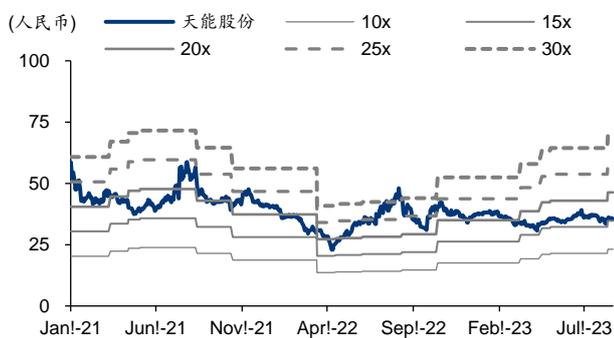
注：数据截至 2023 年 9 月 7 日

资料来源：Wind、华泰研究预测

## 风险提示

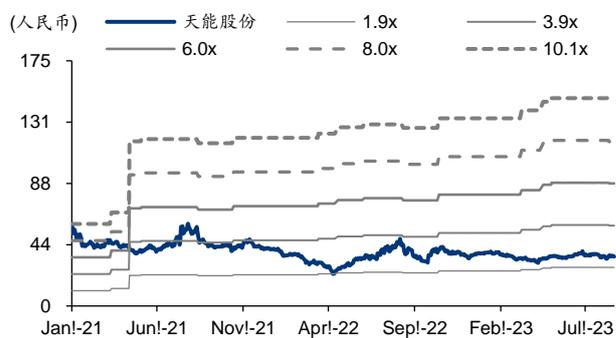
- 1) 产能扩展进度不及预期：公司正在持续推进各类电池的扩产，如速度不及预期可能导致出货量低于预期。
- 2) 市场竞争加剧的风险：若行业竞争加剧，价格降幅超预期，产业链内公司营收和毛利率将会承压，拖累行业内公司业绩。
- 3) 新技术产业化进度不及预期风险：公司钠电池、铅炭电池等业务未来仍有不确定性，业绩可能不及预期。
- 4) 原材料大幅上涨风险：需求快速增长可能导致原材料供需紧张，从而推高单价，若产业链公司价格传导滞后，可能对公司盈利造成负面影响。

图表88：天能股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表89：天能股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	18,957	22,317	22,663	31,572	30,020
现金	10,273	11,104	12,757	17,107	17,372
应收账款	1,125	1,332	1,489	1,761	1,941
其他应收账款	41.96	39.06	48.48	58.47	61.00
预付账款	316.55	374.80	394.20	457.82	548.25
存货	3,709	5,627	4,253	7,498	5,551
其他流动资产	3,491	3,840	3,720	4,689	4,547
<b>非流动资产</b>	7,720	10,060	10,460	10,967	11,426
长期投资	15.18	17.08	21.31	26.57	33.19
固定投资	4,646	5,672	6,190	6,730	7,165
无形资产	958.13	1,094	1,180	1,281	1,393
其他非流动资产	2,101	3,277	3,068	2,929	2,835
<b>资产总计</b>	26,677	32,378	33,123	42,538	41,446
<b>流动负债</b>	12,318	16,356	14,614	21,116	16,428
短期借款	1,030	2,167	2,946	2,167	2,167
应付账款	3,133	2,932	3,883	3,988	4,882
其他流动负债	8,154	11,258	7,785	14,961	9,379
<b>非流动负债</b>	1,620	1,948	1,866	1,770	1,677
长期借款	319.06	550.22	456.13	366.36	270.45
其他非流动负债	1,301	1,398	1,409	1,404	1,407
<b>负债合计</b>	13,938	18,304	16,479	22,886	18,105
少数股东权益	467.11	397.71	351.15	261.48	156.26
股本	972.10	972.10	972.10	972.10	972.10
资本公积	5,753	5,762	5,762	5,762	5,762
留存公积	5,509	6,834	9,404	12,413	16,101
归属母公司股东权益	12,272	13,676	16,292	19,391	23,184
<b>负债和股东权益</b>	26,677	32,378	33,123	42,538	41,446

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	3,452	1,704	2,520	6,491	1,723
净利润	1,325	1,839	2,570	3,009	3,688
折旧摊销	557.07	660.61	622.27	734.27	860.52
财务费用	41.22	56.79	103.68	81.33	27.98
投资损失	(95.30)	(75.25)	(85.28)	(80.26)	(82.77)
营运资金变动	1,578	(1,255)	(819.60)	2,603	(2,928)
其他经营现金	45.58	478.23	128.73	143.19	157.28
<b>投资活动现金</b>	(2,927)	(1,266)	(1,487)	(1,191)	(1,343)
资本支出	(2,017)	(2,575)	(1,002)	(1,236)	(1,303)
长期投资	(60.18)	(1.80)	(4.22)	(5.27)	(6.61)
其他投资现金	(850.56)	1,311	(481.05)	50.47	(34.04)
<b>筹资活动现金</b>	3,072	(1,233)	(159.01)	(170.75)	(114.98)
短期借款	1,007	1,136	779.14	(779.14)	0.00
长期借款	(305.54)	231.15	(94.09)	(89.77)	(95.91)
普通股增加	116.60	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4,626	8.43	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,372)	(2,608)	(844.06)	698.16	(19.08)
现金净增加额	3,598	(786.49)	873.09	5,129	264.62

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	38,716	41,882	48,094	55,397	63,094
营业成本	32,685	34,107	38,879	44,588	50,429
营业税金及附加	1,450	1,619	1,807	2,099	2,401
营业费用	1,106	1,239	1,398	1,624	1,842
管理费用	777.01	1,136	1,370	1,656	1,924
财务费用	41.22	56.79	103.68	81.33	27.98
资产减值损失	(12.89)	(96.99)	44.67	51.45	58.60
公允价值变动收益	0.00	1.87	1.21	1.02	1.37
投资净收益	95.30	75.25	85.28	80.26	82.77
<b>营业利润</b>	1,552	2,369	3,291	3,859	4,737
营业外收入	60.82	37.45	49.74	49.34	45.51
营业外支出	33.63	39.34	32.98	35.32	35.88
<b>利润总额</b>	1,579	2,367	3,308	3,873	4,747
所得税	254.05	527.92	737.75	863.94	1,059
<b>净利润</b>	1,325	1,839	2,570	3,009	3,688
少数股东损益	(44.51)	(69.29)	(46.56)	(89.67)	(105.22)
归属母公司净利润	1,369	1,908	2,616	3,099	3,793
EBITDA	2,161	3,082	4,022	4,676	5,624
EPS (人民币, 基本)	1.42	1.96	2.69	3.19	3.90

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	10.30	8.18	14.83	15.18	13.89
营业利润	(42.79)	52.65	38.93	17.28	22.74
归属母公司净利润	(39.94)	39.35	37.11	18.45	22.40
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	15.58	18.56	19.16	19.51	20.07
净利率	3.42	4.39	5.34	5.43	5.85
ROE	14.41	14.71	17.46	17.37	17.82
ROIC	66.71	39.00	44.13	78.93	51.06
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	52.25	56.53	49.75	53.80	43.68
净负债比率 (%)	(63.55)	(54.40)	(51.64)	(70.26)	(60.68)
流动比率	1.54	1.36	1.55	1.50	1.83
速动比率	1.18	0.96	1.19	1.09	1.42
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.67	1.42	1.47	1.46	1.50
应收账款周转率	36.41	34.09	34.09	34.09	34.09
应付账款周转率	11.57	11.25	11.41	11.33	11.37
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.41	1.96	2.69	3.19	3.90
每股经营现金流(最新摊薄)	3.55	1.75	2.59	6.68	1.77
每股净资产(最新摊薄)	12.62	14.07	16.76	19.95	23.85
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	24.69	17.72	12.92	10.91	8.91
PB (倍)	2.76	2.47	2.08	1.74	1.46
EV EBITDA (倍)	11.43	8.54	6.17	4.18	3.38

# 后发致胜的中高端锂电二轮车领导者

华泰研究

2023年9月09日 | 美国

首次覆盖

新能源及动力系统

投资评级(首评):

买入

目标价(美元):

3.75

研究员	宋亭亭
SAC No. S0570522110001	songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945	+(86) 10 6321 1166
研究员	申建国
SAC No. S0570522020002	shenjianguo@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388
研究员	边文姣
SAC No. S0570518110004	bianwenjiao@htsc.com
SFC No. BJSJ399	+(86) 755 8277 6411
联系人	陈诗慧
SAC No. S0570122070128	chenshihui@htsc.com
SFC No. BTK466	+(86) 21 2897 2228

## 定位中高端锂电二轮车，后发制胜，首次覆盖给予“买入”评级

公司主攻中高端锂电二轮车，基本覆盖了二轮出行全场景，以智能化+高端化+高颜值为核心卖点。近年公司受市场需求下滑、销量因产品提价有所受损、低端产品销售受阻等影响，业绩承压，当前公司已重聚焦中高端市场、优化门店网络、重磅新品推广加快，叠加锂电价格回落、销售费用有所控制，我们看好公司业绩重回正增长。预计公司 23-25 年归母净利润分别为 1.62/2.83/4.08 亿元，Wind 一致预期下可比公司的 23 年 PE 均值为 25 倍，给予公司 25 倍 PE，对应目标价为 3.75 美元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 基本面底部反转即至，看好边际改善释放利润弹性

22 年公司收入同比-14.5%至 31.69 亿元，Non-GAAP 净利润同比-96.8%至 875.62 万元，其中 22Q4 业绩受疫情和海外客户业务重组影响有所承压，Non-GAAP 净利润为-2624 万元；23Q1 公司收入同比-27.5%至 4.2 亿元，Non-GAAP 净利润为-4615 万元，23Q2 收入同比+0.1%至 8.3 亿元，Non-GAAP 净利润为 1436 万元，环比扭亏转盈，主要系公司产品结构改善推动单车收入上移、海外滑板车产品上量贡献业绩增量、海运费和锂电池成本回落、公司自身推进降本增效。往后看，随着公司持续提效控费、产品端渠道端深化改革、国内新品加快投放以及海外产品上量，业绩或迎来反转。

## 国内重磅新品上市+海外业务大力开拓，销量有望回归正增长通道

2022 年公司开始重聚焦中高端市场，优化老产品设计的同时，推出重磅新品，市场反响良好。公司于 23 年 5 月发布主打快充超充+续航强的电动自行车 MQiL，定位高性能纯电街跑的电动摩托 RQi，定位全能座舱和高性价比的 G400 系列，产品进一步强化了核心卖点，其中 MQiL 上市的首周订单即超过 1.5 万台，市场反响良好，验证公司中高端市场竞争力依旧。我们看好新品在国内市场放量，贡献重要业绩增量。国际市场上，公司在产品设计上稳定发力，已有一定海外知名度，我们看好公司在持续加大渠道铺设下，进一步挖掘海外市场的增量。

## 成本端锂电池价格回落，费用端积极优化网点，利润弹性可期

22Q2 起因锂电池涨价公司对国内产品售价提高了 7%，护稳毛利率表现，但公司销量增长的中坚力量 Gova 产品处于价格敏感带，销量受到较大冲击。当前锂电池价格已回落，我们认为公司利润端压力逐步弱化。叠加公司加大了低线城市低效门店的出清，强化门店管理和费用管控，销售费率大幅增长态势已弱化，我们认为伴随公司积极优化门店网络结构、强化成本管控能力，有望在销量步入正增长通道的同时释放可观业绩弹性。

风险提示：行业竞争恶化；原材料涨价超预期；市场开拓不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	3,705	3,169	3,693	4,766	6,022
+/-%	51.56	(14.47)	16.55	29.05	26.37
归属母公司净利润 (人民币百万)	274.54	(33.08)	162.00	283.27	407.90
+/-%	43.66	(112.05)	(589.70)	74.86	44.00
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.79	(0.22)	1.05	1.84	2.66
ROE (%)	24.32	(2.57)	11.65	17.55	20.82
PE (倍)	11.88	(99.22)	20.26	11.59	8.05
PB (倍)	2.58	2.51	2.23	1.87	1.52
EV EBITDA (倍)	4.60	19.25	5.08	2.84	1.19

资料来源：公司公告、华泰研究预测

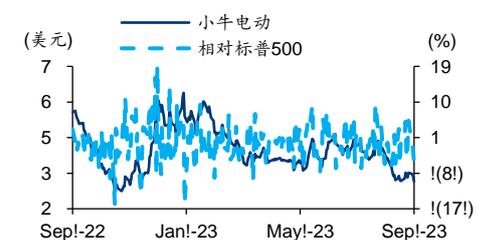
## 华泰证券研究所分析师名录



## 基本数据

目标价 (美元)	3.75
收盘价 (美元 截至 9 月 7 日)	2.95
市值 (美元百万)	227.56
6 个月平均日成交额 (美元百万)	1.73
52 周价格范围 (美元)	2.57-6.19
BVPS (美元)	2.46

## 股价走势图



资料来源：S&P



## 核心推荐逻辑

公司是中国中高端锂电二轮车的领军企业，产品以智能化+高端化+高颜值为核心卖点，基本覆盖了二轮出行全场景，并树立了相当的品牌认知度。近年公司受市场需求下滑、销量因锂电池涨价驱动的产品提价有所受损、低端产品下线城市销售受阻等影响，业绩有所承压。我们认为，当前公司在国内业务线重聚焦中高端市场、23年推出重磅新品市场反响良好，同时优化了二线城市的低效门店网络，销售费用控制得当，国际业务加大渠道铺设和产品开发力度，叠加成本端上锂电价格回落、当前公司产品仍保持较高毛利率水平，我们看好公司随着下半年新品投放速度加快、以及更有竞争力的新品上市，带动业绩重回正增长通道，在低基数下的利润弹性可期。

## 区别于市场的观点

市场对公司的利润弹性存在认知差。我们认为除了公司前期业绩基数低外，公司在量上已加快推广了重磅新品加快推广，海外业务已完善渠道铺设，加大市场开拓力度；在价上公司已重聚焦中高端市场，预计往后产品价格变化不大，同时海外高ASP的产品在快速推广；在利上公司已优化了低效门店网络，控制了销售费用，叠加当前锂电价格已回落，我们认为量价利上利好因素共振下，公司有望重回业绩正增长通道，在低基数下释放较大利润弹性。

## 小牛电动：后来居上的中高端锂电二轮车领导者

### 定位中高端锂电二轮车市场，持续强化市场品牌认知

**定位中高端锂电产品、后发制胜的二轮车企业。**公司成立于2014年，主营电动二轮车销售，成立4年后即在2018年赴美上市，公司于2015年6月推出首款车型小牛电动NQi，此后保持较快的新品上市节奏；2016年4月发布MQi系列，同年8月进入欧洲市场；2017年4月发布U1，全球累计销量破30万台；2018年小在欧洲发布N-GT和M+，并开发NIU Care，开启全方位售后服务；2019年推出专业户外运动自行车NIU AERO，新品UQ+/UQis，全球累计销量破100万辆；2021年推出电动滑板车KQi，布局短出行市场；2022年发布UQi的丛林绿色特别版，推出新品SQi。2023年5月公司重磅新品上市，发布跨骑电摩RQi，踏板电动二轮车MQiL, G400, G400T，定价主要面向大众及中高端市场，发力电摩市场。公司表示23Q3将继续发布新品，完善细分品类的覆盖。

图表90：小牛电动发展历程

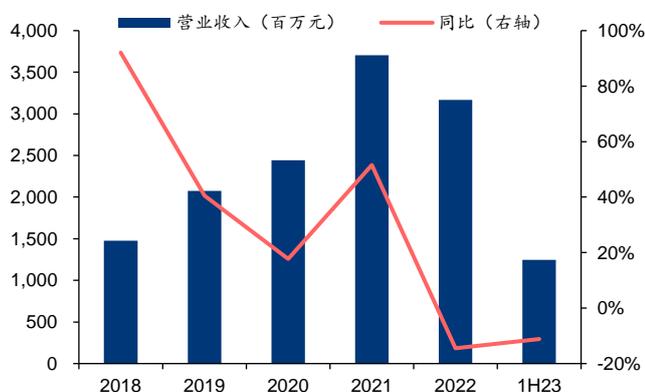
时间	大事记
2014.09	牛电科技正式成立
2015.01	单日销售额破亿
2015.06	京东众筹7,200万，刷新国内产品类众筹记录；发布第一款车型小牛电动NQi
2015.11	牛油保——国内首家电动车保障服务；小牛电动NQ亮相米兰国际两轮车展Eicma
2016.04	发布小牛电动MQi2016.08小牛电动NQi获得天猫超级品牌日电动车行业销量第一；小牛电动进入欧洲市场
2017.01	小牛电动惊艳亮相INNERSECT，成为首款现身潮流展的两轮电动车品牌
2017.04	小牛电动NQi获得天猫超级品牌日电动车行业销量第一；小牛电动进入欧洲市场
2017.11	全新概念车ProjectX在米兰国际两轮车展Eicma亮相
2017.12	国内共有体验店/专卖店440家，全球累计销售超过30万台小牛电动车
2018.01	纳斯达克上市
2018.03	MQi包揽德国红点、德国IF、美国IDEA、日本G-Mark、中国红星、香港DFA等国际大奖
2018.06	国内体验店/专卖店超过570家，全球累计销售超过43万台；发布NQiGT及MQi+两款新车
2018.08	发布小牛电动UQim；NIUCare--国内首推两轮电动车关怀项目，开启全方位品牌售后服务
2019.04	发布小牛电动UQi+/UQis；推出专业户外运动自行车NIUAERO
2020.01	参加拉斯维加斯2020年消费电子展，发布首款自动驾驶三轮电动摩托车TQi以及首款小牛电动跨骑Rqi
2021.11	参加米兰国际两轮车展(Eicma)，推出首款混合动力概念车YQi、高性能电摩MQiG EV0以及KQi2 Pro、KQi3 Max、BQi
2020.05	启动NIU 2.0战略，陆续发布小牛电动MQi2、MQis及GOVA GO、G2、G3
2020.12	小牛电动进入全球46个国家和地区，全球累计销量超过150万台
2021.04	F0预售超1亿元，打破京东出行品类预售记录
2021.04	推出电动滑板车KQi系列，布局短出行市场
2021.04	升级NIU 2.0战略，发布小牛电动MQi2s及GOVA F0、F2、F4、C0
2021.1	小牛电动全球用户累计骑行里程突破100亿公里
2021.12	全球门店数量超3300家，累计销量超过270万台
2022.01	发布小牛电动KQi1
2022.08	发布小牛电动SQi、2022款UQi+、GOVA B2

资料来源：公司公告、华泰研究

**需求端释放较弱叠加原材料锂成本高位，短期亏损较大。**自上市以来至2021年公司收入伴随销量扩张而持续增长，2019-2021年连续保持盈利，2022年至23Q1多重不利因素共振导致公司盈利转负，2022年营业收入31.67亿元，同比-14.47%，Non-GAAP口径净利润876万元，同比下滑较大，23Q1亏损有扩大态势，Non-GAAP口径净利润-4614.6万元，主要系：公司国内销量承压，新车销售同比下滑20%；公司新产品推出改变原有产品组合结构，增加了总费用支出；欧洲的主要战略合作伙伴处于业务重组阶段、使得公司的销售和渠道铺设暂缓执行。

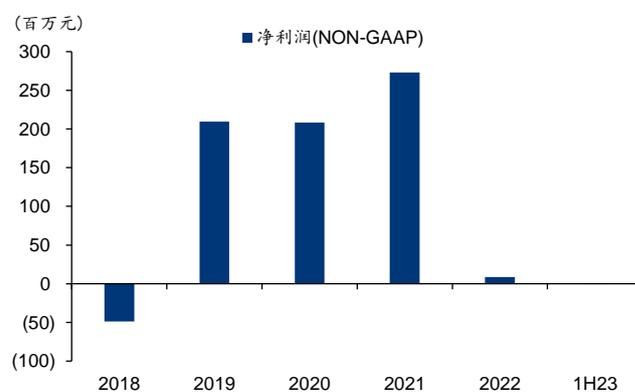
23Q2 公司收入同环比+0.1%/+98.6%至 8.3 亿元, 其中国内市场营销 6.39 亿元, 同比+7.1%, 海外营收为 1.15 亿元, 同比-21.6%。从 Q2 经营表现来看, 公司内销量较低迷, ASP 受锂价和竞争加剧影响有所下滑。Q2 公司电动踏板车销量 21.2 万辆, 同比+1.5%, 国内销量同比-1%至 17.86 万辆, 海外销量同比+17.1%至 3.34 万辆; Q2 单车价格约 3910 元, 同比-1.3%, 其中国内市场单车均价约 3577 元, 同比+8.1% (受去年锂价高企公司提价影响以及高端车型销售占比提升至 43%), 国际市场单车均价 3430 元, 同比-33% (主要受产品结构调整影响, 一方面欧洲业务因本地经济萎缩有所下滑, 一方面 Q2 滑板车销量占比高, 其 ASP 是电摩等产品的 1/3 左右)。利润端上, 公司 Q2 毛利率同环比+2.8/+1.4pct 至 23.1%, 改善明显主要系锂电池成本下降、海运费回落、高端产品占比提升以及较高毛利率的海外滑板车上量, 叠加公司降本增效推进, Q2 公司 Non-GAAP 净利润达 1436 万元, 环比扭亏转盈。往后看, 随着公司国内业务产品结构持续调整、新品推出加速, 海外业务积极推进东南亚地区的换电式电动车产品、125CC 摩托车高性能产品上市、在欧洲市场减少高性能电力助动车投放, 叠加锂电池材料价格和海运费企稳、以及公司加大控费提效与渠道改革, 我们认为 23 年公司或迎基本面反转, 迎来盈利扭转向上。

图表 91: 小牛电动收入情况



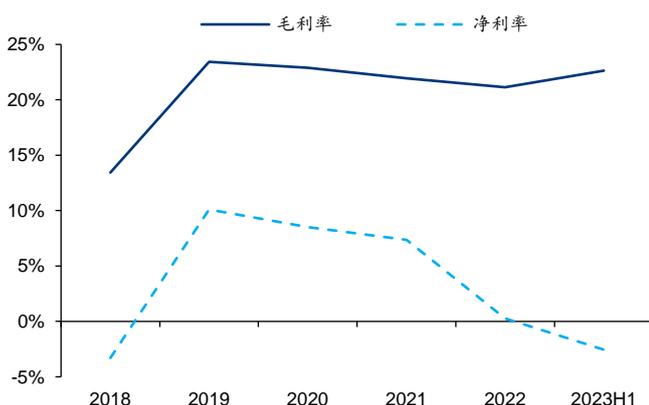
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表 92: 小牛电动归母净利润情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

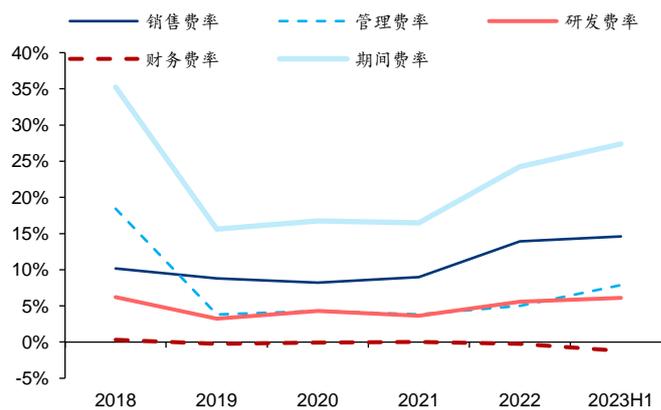
图表 93: 小牛电动净利率与毛利率情况



注: 为 Non-GAAP 口径

资料来源: 公司公告、华泰研究

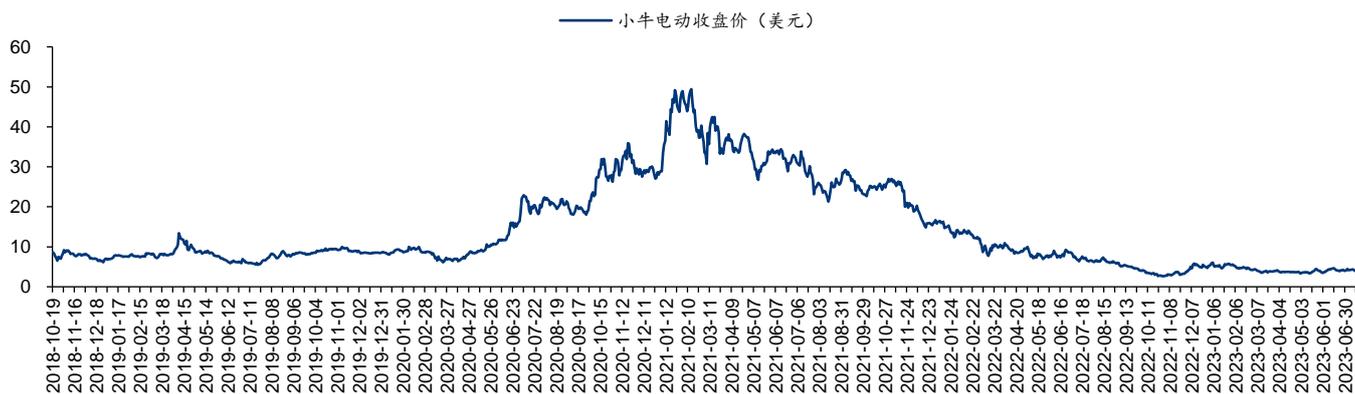
图表 94: 小牛电动期间费率情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

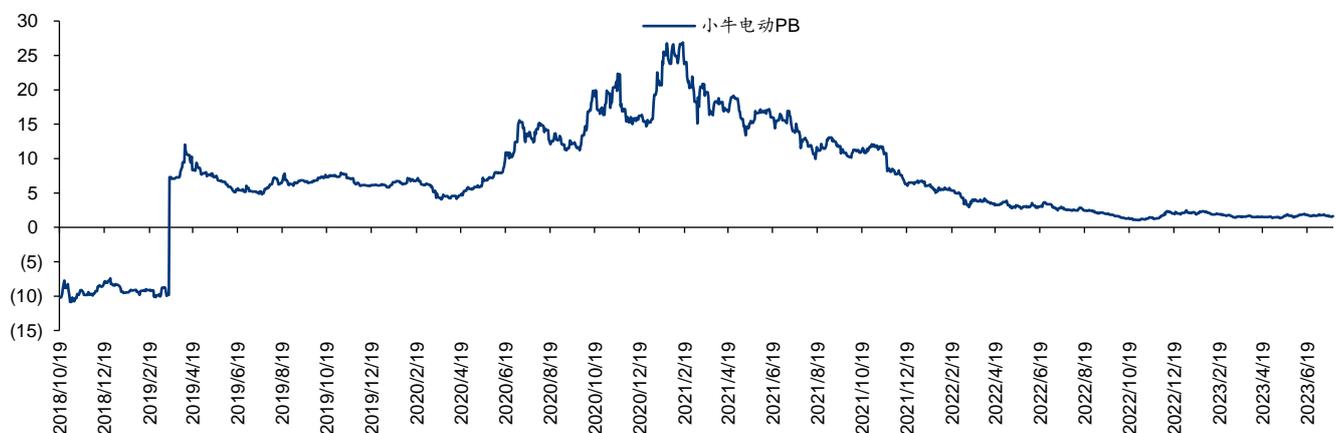
**股价复盘:** 2020 年 3 月到 2021 年 2 月, 公司股价实现了 6 倍涨幅, 主要受公司销量与业绩增长良好态势、高利润率+轻资产+优质现金流的良好表现驱动所致, 以及该阶段中市场预期新国标会驱动电动二轮车销量中枢上移、优化竞争格局, 公司在高端锂电二轮车市场少有竞争者威胁, 享有较高品牌溢价, 业绩预期良好与估值拔高共振, 驱动股价有大涨增长。2021 年以来, 公司受行业竞争激烈、原材料价格快速上行、产品结构调整增加总费用支出等影响, 叠加中概股投资情绪较悲观, 股价出现大幅回撤, 期间最大跌幅近 95%, 当前公司股价处于历史低点位置附近, PB-LF 为 1.69 倍, PB 估值位置相对安全。

图表95：小牛电动股价复盘



资料来源：Wind、华泰研究

图表96：小牛电动 PB-LF 走势



资料来源：Wind、华泰研究

### 重磅新品推出+低效门店出清+海外大力开拓，看好低基数下的利润弹性

#### 产品力：精确切入中高端两轮车后发致胜，战略重聚焦中高端市场

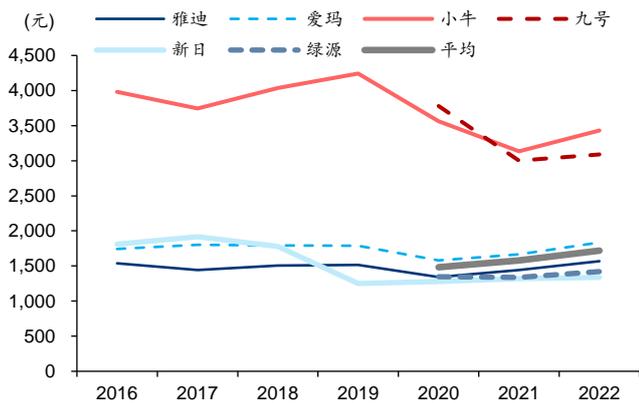
Gova、UQi、MQi 以及 NQi 系列为公司的主力电动二轮车产品，K 系列为电动滑板车，公司得益于差异化策略打入中高端市场，2021 年较 2019 年销量增长了 146%，21 年总量破百万，22 年受需求疲软、原材料压力下公司涨价 7% 导致销量有所下降等影响，公司销量同比下滑 20% 至 83 万辆，23Q1 销量同比-42% 至 9.4 万辆，其中国内销量同比-45% 至 8.2 万辆，海外同比-12% 至 1.3 万辆，23Q2 销量同比+1.5% 置换 21.2 万辆，其中国内销量同比-1% 至 17.9 万辆，海外同比+17.1% 至 3.3 万辆。

**精准切入了中高端市场，不断强化产品竞争力。**公司中高端产品系列具体包括 RQi/NQi/MQi/UQi/SQi/B 系列/G 系列部分车型/K 系列电动滑板车，售价在 4200 元以上，续航力一般能够达到 130km+，部分车型超过 150km，显著高于使用铅酸电池的产品，并配置了智能化功能、采用了高颜值设计。公司在推出新品的同时，不断升级强化旧产品能力，巩固自身产品竞争力。**我们认为公司能实现后来居上的成功之处在于：**

**(1) 精准的市场策略：**公司实际错开了电动二轮车的高速增长长期，即采取差异化策略把握中高端锂电产品的细分市场机遇。2015 年公司第一款产品定价高且主打智能化和高配置的 NQi 上市，成功打上高端锂电二轮车的标签，后在 2018 年新国标出台时，公司率先推出了符合新国标的轻量产品 UQim，逐步在中高端市场站稳。

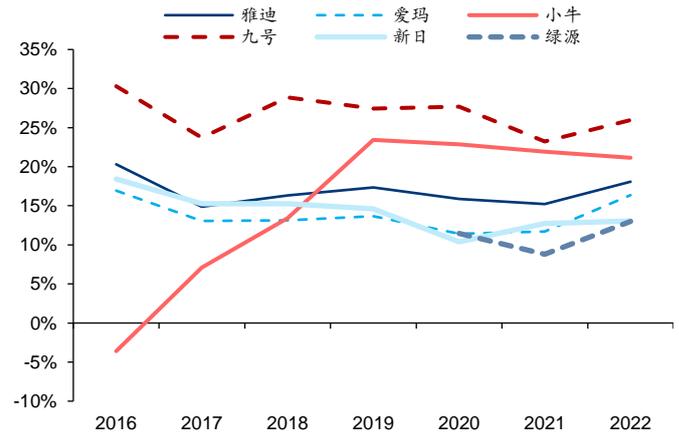


图表100: 各车企电动两轮车单车收入变化情况



资料来源: 各公司公告、华泰研究

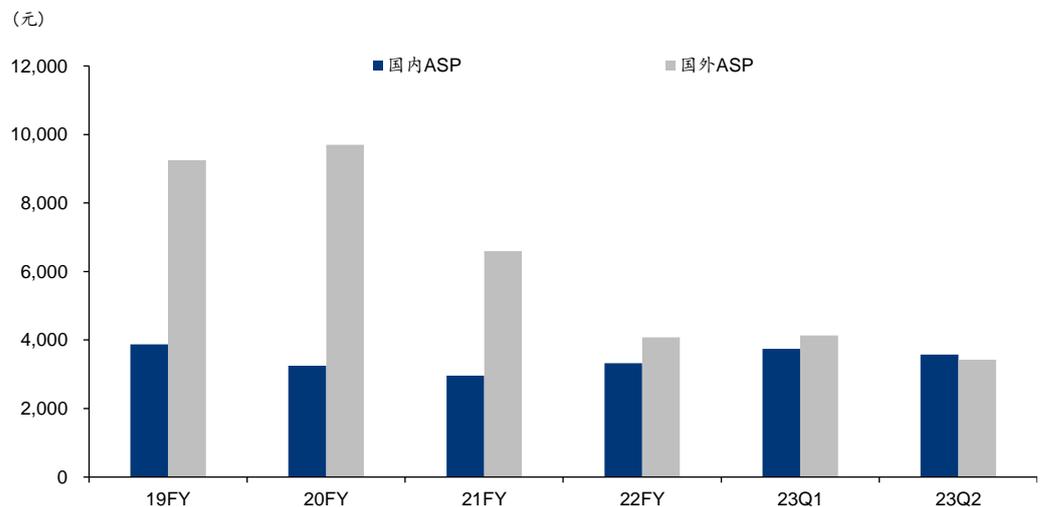
图表101: 各车企电动两轮车毛利率水平



资料来源: 各公司公告、华泰研究

从小牛产品结构来看, 公司国外产品单车均价整体上高于国内, 2023 年以来国外产品 ASP 有所下滑, Q2 海外产品 ASP 同比-33%下降至 3430 元, 首次低于国内产品 ASP, 我们认为一方面是由于 2022 年以来通货膨胀、地缘政治等因素, 欧洲市场高端产品线竞争对手涌现, 老牌选手着手布局与新锐实力入局, 海外市场竞争逐渐激烈, 同时公司在逐步布局入门级产品, 一方面产品均价较低的电动滑板车销量提高, 产品结构的调整对产品均价有所拉低。国内产品均价自 2021 年以来整体保持上升态势, 主要系公司面对锂电池材料涨价采取了产品提价策略, 并逐步调整产品结构回归中高端定位, 23Q2 国内 ASP 同比+8%元至 3577 元。往后看, 我们认为国内业务的中高端产品比重或继续提高, 从而带动国内 ASP 上移, 国外电动两轮车 ASP 或较为稳定, 但国外产品的整体均价或因电动滑板车的产品和渠道变化影响, 略有下滑, 我们预计公司 2023 年产品 ASP 或保持稳定, 较 2022 年持平或略有上升。

图表102: 小牛电动国内外产品 ASP 对比



资料来源: 公司公告、华泰研究

**战略上重聚中高端市场, 新品上市反响较好, 静待经营拐点。**公司在 2019 年推出子品牌 Gova 撬动中低端市场, 定义为非智能化+石墨烯电产品, 覆盖 2499-4599 元价格带, 早期推出了原价 2299 元, 折后 1999 元的优惠活动, 2020-2021 年 Gova 系列产品销量由 17 万增至 63 万, 成为公司销量增长的中坚力量, 但 22Q2 起因锂电池涨价公司对国内产品售价提高了 7%, Gova 产品处于价格敏感带, 销量受到较大冲击, 23Q1 Gova Zero 系列产品销量同比-90%。

22H2 起公司重新聚焦在中高端产品战略，先后推出了 SQi、UQi+、B2 等高品质新车型，23Q1 公司国内 8.15 万销量中，94% 贡献来自 Gova 和 premium NIU 系列，其占比较同期增长了 24pct，同时高端产品 SQi 累计交付了近 5000 台，得益于高端产品上量和公司订阅服务增加，公司国内产品 ASP 由 3072 元增至 3743 元。23Q1 公司对热门车型进行了外观升级，5 月又推出了主打性能升级+超长续航+超级快充的高端产品 MQiL、主打高性能纯电街跑的电动摩托 RQi、定位高性价比全能座驾的中端产品 G400/T 系列，新品在外观、智能化的卖点更为突出，尤其是 MQiL 上市首周订单即超 1.5 万台，市场反响较好。

小牛与九号同定位在中高端市场，且前期主打智能化为卖点，我们对比九号与小牛 5000 元价格带的产品来看，小牛 MQi 2022 款主打智能化功能，采用高密度长寿命的锂电池，灵活性和续航能力较强，最高时速较为安全可控，总体体验感比较灵活稳定；九号布局较晚，其远航家 M85C 同样主打智能化功能，更能满足消费者对于“刺激”的需求，但该产品的续航能力不及小牛。我们认为小牛作为较早进入中高端智能化电动二轮车的品牌，已有一定品牌和市场认知度，当前公司已完成电自/电轻摩/电摩/电动滑板车/E-bike 的两轮车全场景布局，考虑到公司重聚中高端定位且产品矩阵已完善、线上渠道已有较好品牌认知、线下渠道优化推进，我们认为随着新品加快投放、国外市场开拓加速，小牛有望继续开拓中高端市场，回归增长通道。

图表103：九号与小牛同价位代表车型对比

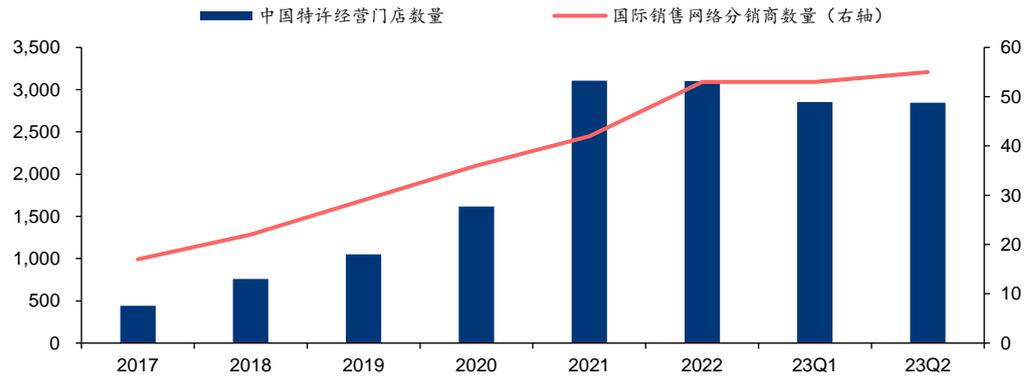
外型	车型	参考价格	尺寸	系统配置	硬件配置	续航
	九号 远航家 M85C	4999 元	大空间超大坐桶	乘坐感应 2.0，智能手表、手环解锁、即停即走系统等	1200W 高性能无刷电机，配置 72V23AH 电池	80 公里
	小牛 MQi 2022	4999 元	迷你尺寸	防盗监测+车况信息，远程掌控，手机一键启停	配置 800W 电机，48V24AH 容量，搭载磷酸锰铁锂电池	100 公里

资料来源：公司公告、公司线上旗舰店、华泰研究

### 渠道：优化低线城市门店，销售端费率有望降低

采取全渠道零售模式，优化低线城市门店重聚焦中高端市场。公司结合线上线下模式，线下渠道采用独家分销商，截至 23Q1 末国内专卖店为 2853 家，环比减少 249 家，主要系公司低端产品销量占比有显著下滑，公司主动调节渠道布局、合并低线城市的低效门店，截至 23Q2 国内专卖店为 2844 家，公司预计 Q3 门店数量保持平稳；截至 23Q2 海外销售网络拓展至 55 家分销商、覆盖 53 个国家，公司一方面通过对接亚马逊大平台提高转换率，一方面重视重大销售节点积极推广产品，同时也在海外采用线上咨询+线下门店试驾模式，尝试独立站销售来打通全渠道。往后看，随着国内低效门店出清、优化管理提高店效、集中资源聚焦中高端市场，海外市场不断加大渠道开拓力度，我们认为公司有机会重回销量增长通道。

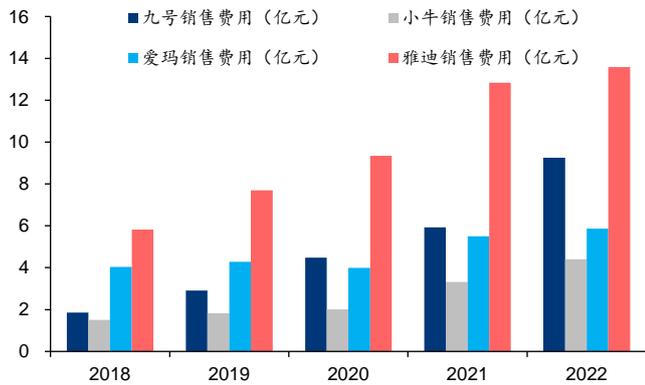
图表104：小牛电动国内外门店数量



资料来源：公司公告、华泰研究

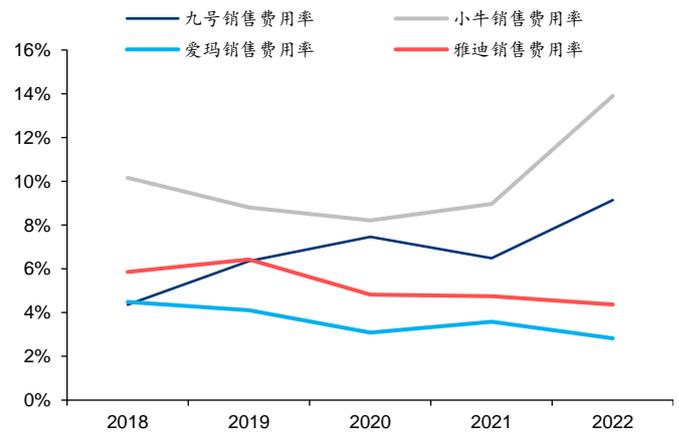
电动二轮车销售费用投入较高为普遍现象，2021年起公司营销投入大幅增加。2017-2022年九号公司的销售费用率稳定在4%以上，小牛的销售费用率在8%-14%之间，而爱玛和雅迪的销售费用率则分别稳定在3%-7%左右，22年雅迪的营销费用超过13.5亿元，与竞争企业相比居于高位。2018-2020年小牛的销售与营销费率基本稳定，略有下降，2021年起销售与营销费率不断升高，2021年的3.32亿元同比+32.7%到2022年的4.40亿元，主要系以滑板车为主的国际销售规模增长、开设线下专营店所导致折旧和摊销费用增加。

图表105：两轮车企业销售费用



资料来源：公司公告、华泰研究

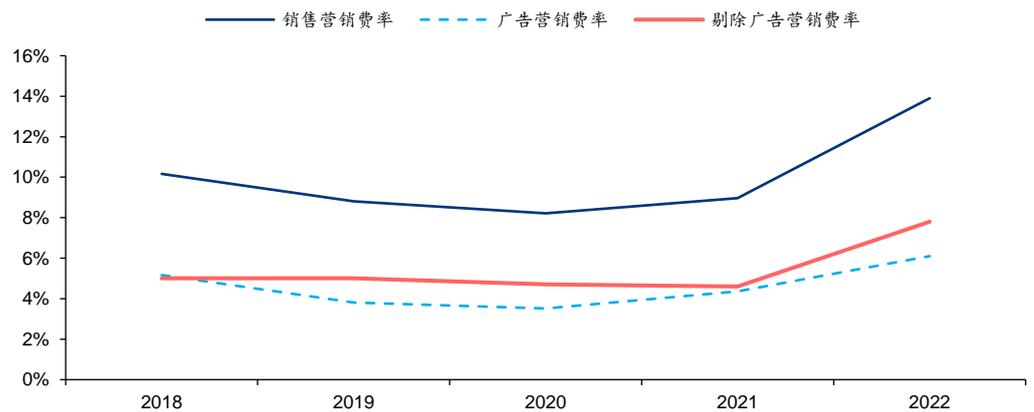
图表106：两轮车企业销售费用率



资料来源：公司公告、华泰研究

我们注意到2022年公司销售与营销费率同比+4.9pct，主要系剔除了广告与营销的费率上升较快，同比+3.2pct，往后看我们认为公司的营销费率有望稳定，一方面公司已对线下的低效门店进行优化、合并了一线城市部分门店，预计Q2-Q3的门店数量会保持稳定，一方面公司新品较有竞争力，随着新品推广加快有望使得营销费率逐步下降。23Q1小牛电动销售及营销费用为7240万元，同比+3.3%，反映公司费用增长得到了控制。

图表107：小牛电动销售费用分解情况



资料来源：公司公告、华泰研究

### 海外业务：品牌认可度不断提升，看好海外发展潜力

**前瞻布局海外市场，国际奖项佳讯频传。**欧美绿色出行理念+东南亚油换电为小牛电动带来了可观的海外需求。小牛电动的出海可以追溯到 2016 年，公司后于 2018 年在美国上市。自 2017 年 11 月携 Project X 概念车亮相米兰国际两轮车展 EICMA 后，小牛电动在国际市场上将自己定位为“设计与功用相结合的科技产品”，频繁亮相各大展会、斩获国际奖项。2023 年至今，KQi2 和 KQi Youth+ 车型获得 iF 设计奖，KQi3 Pro 获得纽约产品设计奖“车辆技术”类金奖。我们看好小牛电动在产品方面的稳定发力，也看好小牛电动通过一系列国际奖项进一步打开海外知名度，助推海外销量增长。

**设计运营独具匠心，因地制宜实现产品本土化。**在产品设计上，小牛依据欧洲、拉美不同道路环境与骑手体型对产品进行设计调整，并根据当地消费习惯实施分地区差异化定价，以适应本地需求。在渠道方面，小牛重视对接亚马逊大客户团队以扩张平台销售渠道，借助 YouTube 等平台进行推广，采取线上咨询+线下试驾模式，并尝试独立站销售，打通全渠道销售。我们看好小牛的海外“本土化”意识，以因地制宜的针对性策略获取海外消费者认可，助推销量增长。2020-2022 年海外收入占公司收入的 16.6%/14.7%/18.5%，分别为 4.06/5.45/5.86 亿元，公司产品涵盖入门与高端产品，近几年进一步完善滑板车和电动自行车的产品组合。公司在海外市场 ASP 近年虽有降低，但总体相较国内定价更高，在全面的经销布局与不断升级的产品组合下，我们看好海外市场对于高端产品的认可与需求为公司提供增长潜力。

### 盈利预测与估值

**1、电动滑板车销售业务：**22 年该业务贡献了公司 90% 的销售收入，包括电动踏板车和电摩、电动滑板车、电动自行车产品系列，20-22 年合计销量为 60/104/83 万台，其中销量较高的为 UQi、Gova 系列，22 年分别贡献 51%、25% 的销量。

**(1) 量：**考虑到公司 23 年推出重磅新品 MQi 系列具有较强竞争力，我们预计其销量增速快于其他产品，同时公司对传统产品进行设计优化，叠加公司战略上重新聚焦在了中高端产品，我们认为在 K 系列、M 系列、海外电摩等强产品力车型的销量拉动，以及经销商和渠道的大力推广下，公司有望回到销量正增长通道。我们分别对各产品系列做销量预测，综合估计公司 23-25 年产品销量为 85/106/130 万台，同时我们认为公司 23 年销量结构中，国内：国外为 4:1，其中国外市场与高端车型的增速更快。

**(2) 价：**我们参考公司官网产品价格情况，并考虑到 22 年国内产品均价有 7% 的提高、公司已重新梳理产品矩阵逐步将战略聚焦在中高端产品而非低端产品，我们认为国内产品 ASP 或随中高端产品比重提高继续上移，同时我们认为国外产品 ASP 或较为稳定，主要系公司电动滑板车因产品和渠道变化导致海外整体均价略有下滑，综合估算下我们预计公司 2023 年产品 ASP 或保持稳定，较 2022 年持平或略有上升，23-25 年产品平均 ASP 或为 3850/4043/4204 元。

**(3) 利:** 我们参考了公司竞对九号公司同类高端产品的毛利率水平, 且考虑到锂电池的价格企稳下探以及公司的产品结构调整, 综合估算下 23-25 年公司二轮车产品的毛利率或为 20.7%/21.8%/22.2%。

**2、服务业务:** 公司向用户提供智能服务业务, 20-22 年收入为 24/54/72 百万元, 考虑到存量用户的粘性增强, 新客户加入后会继续创造业绩增量, 我们预计该业务未来保持稳定增长, 假设 23-25 年其收入为 0.9/1.1/1.3 亿元。考虑到服务自身为高毛利业务, 我们假设其毛利率稳定在 37%。

**3、配件销售业务:** 20-22 年该业务收入为 2.6/4.0/2.4 亿元, 与公司存量产品规模与新品销售相关, 我们预计未来其跟随电动二轮车业务发展节奏, 稳定增长, 假设 23-25 年其收入为 3.1/3.8/4.3 亿元。同时我们参考二轮车零部件的毛利率水平, 假设 23-25 年该业务的毛利率稳定在 37%。

**4、费用端:** 公司费用端持续推行降本增效, 其中销售费率受 2021 年门店扩张的补贴费用摊销影响, 我们预计 2024 年底后该影响会消除, 后销售费率有明显下降, 回归至 2021 年水平, 假设 23-25 年为 12.0%/11.0%/10.0%; 研发费率或保持持续投入, 假设研发费率为 4.0%/3.7%/3.6%; 管理费有望随公司销量上量持续下降, 假设 23-25 年为 4.6%/4.5%/4.4%。

图表108: 小牛电动分业绩预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收(百万元)	2,444	3,705	3,169	3,693	4,766	6,022
YOY	17.7%	51.6%	-14.5%	16.6%	29.0%	26.4%
毛利率	22.9%	21.9%	21.1%	22.5%	23.4%	23.5%
毛利(百万元)	559	813	670	831	1,114	1,418
电动滑板车销售:收入	2,143	3,253	2,854	3,284	4,275	5,458
收入-YOY	20%	52%	-12%	15%	30%	28%
销量(万台)	60	104	83	85	106	130
ASP(元)	4,063	3,569	3,810	3,850	4,043	4,204
ASP-YOY	-18%	-12%	7%	1%	5%	4%
毛利率				20.7%	21.8%	22.2%
服务:收入	42	54	72	94	113	130
YOY	20%	29%	33%	30%	20%	15%
毛利率				37.0%	37.0%	37.0%
配件销售:收入	259	397	242	315	378	435
YOY	2%	53%	-39%	30%	20%	15%
毛利率				37.0%	37.0%	37.0%
销售费率	8.2%	9.0%	13.9%	12.0%	11.0%	10.0%
管理费率	4.3%	3.8%	5.0%	4.6%	4.5%	4.4%
其他费率	2.6%	1.8%	4.5%	2.7%	2.7%	3.0%

注: 其他费率包括研发费率以及其他损益项目

资料来源: Wind、华泰研究预测

## 盈利预测结果与估值

我们预计公司 23-25 年二轮车产品销量为 85/106/128 万台, 预计公司 23-25 年营收为 37/48/60 亿元, 同比+17%/+29%/+26%, 归母净利润分别为 1.62/2.83/4.08 亿元, EPS(摊薄)为 1.05/1.83/2.64 元。我们选取业务类型相似的雅迪控股、九号公司、春风动力作为可比公司, Wind 一致预期下可比公司的 23 年 PE 均值为 25 倍, 我们给予公司 25 倍 PE, 对应目标价为 3.75 美元, 首次覆盖给予“买入”评级。

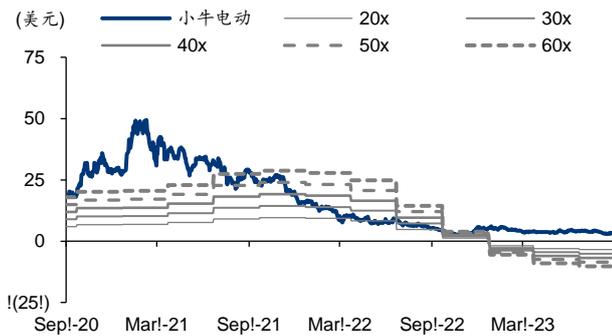
图表109：可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
1585 HK	雅迪控股	466.31	27.20	34.43	43.17	17	14	11
689009 CH	九号公司	236.43	6.19	9.79	14.13	38	24	17
603129 CH	春风动力	214.55	11.24	14.96	19.95	19	14	11
	均值					25	17	13

注：EPS、PE 数据来源 Wind 一致预期，截止 2023 年 9 月 7 日

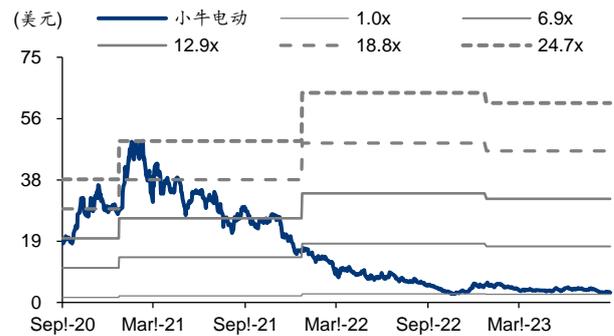
资料来源：Wind、华泰研究

图表110：小牛电动 PE-Bands



资料来源：S&amp;P、华泰研究

图表111：小牛电动 PB-Bands



资料来源：S&amp;P、华泰研究

## 风险提示

- 1) 行业竞争恶化风险。**电动二轮车本身为消费者价格敏感性市场，若中高端市场竞争激烈，或有发生价格战的风险，进而影响公司定价策略和产品销售，公司业绩有不及预期风险。
- 2) 原材料涨价超预期。**锂电池成本高涨为公司业绩承压的重要原因，当前锂电池价格已企稳回落，若后续锂电池涨价超预期，则会影响公司的利润空间。
- 3) 市场开拓不及预期。**公司在国内推出重磅新品，在国外加快市场开拓速度，若市场环境发生较大变化，导致公司市场开拓不及预期，则公司业绩有不及预期风险。

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,705	3,169	3,693	4,766	6,022
销售成本	(2,892)	(2,499)	(2,862)	(3,652)	(4,605)
<b>毛利润</b>	<b>812.78</b>	<b>669.68</b>	<b>830.86</b>	<b>1,114</b>	<b>1,418</b>
销售及分销成本	(332.01)	(440.41)	(443.16)	(524.23)	(602.24)
管理费用	(141.80)	(158.46)	(169.88)	(214.46)	(264.98)
其他收入/支出	(93.07)	(142.08)	(99.35)	(127.96)	(181.80)
财务成本净额	(0.79)	7.14	13.77	18.46	32.28
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>321.58</b>	<b>(54.84)</b>	<b>178.02</b>	<b>311.28</b>	<b>448.24</b>
税费开支	(47.04)	21.76	(16.02)	(28.02)	(40.34)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>274.54</b>	<b>(33.08)</b>	<b>162.00</b>	<b>283.27</b>	<b>407.90</b>
折旧和摊销	(95.47)	(142.71)	(135.04)	(160.08)	(187.20)
EBITDA	417.84	80.73	299.29	452.90	603.16
EPS (人民币, 基本)	1.79	(0.21)	1.05	1.83	2.64

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	269.64	417.01	143.36	571.65	329.85
应收账款和票据	268.56	299.74	153.01	431.25	307.07
现金及现金等价物	208.37	534.29	552.32	766.18	1,312
其他流动资产	1,149	761.03	995.93	995.93	995.93
<b>总流动资产</b>	<b>1,896</b>	<b>2,012</b>	<b>1,845</b>	<b>2,765</b>	<b>2,945</b>
固定资产	397.22	397.36	396.05	390.73	361.36
无形资产	97.87	88.45	88.45	88.45	88.45
其他长期资产	50.21	38.82	44.82	44.82	44.82
<b>总长期资产</b>	<b>545.30</b>	<b>524.63</b>	<b>529.33</b>	<b>524.00</b>	<b>494.63</b>
<b>总资产</b>	<b>2,441</b>	<b>2,537</b>	<b>2,374</b>	<b>3,289</b>	<b>3,439</b>
应付账款	682.55	776.30	467.84	1,120	881.89
短期借款	180.00	160.00	140.00	120.00	100.00
其他负债	266.53	256.46	256.81	256.81	256.81
<b>总流动负债</b>	<b>1,129</b>	<b>1,193</b>	<b>864.65</b>	<b>1,496</b>	<b>1,239</b>
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债务	47.58	33.84	37.20	37.20	37.20
<b>总长期负债</b>	<b>47.58</b>	<b>33.84</b>	<b>37.20</b>	<b>37.20</b>	<b>37.20</b>
股本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
储备/其他项目	1,264	1,310	1,472	1,755	2,163
股东权益	1,265	1,310	1,472	1,755	2,163
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>1,265</b>	<b>1,310</b>	<b>1,472</b>	<b>1,755</b>	<b>2,163</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	11.88	(99.22)	20.26	11.59	8.05
PB	2.58	2.51	2.23	1.87	1.52
EV EBITDA	4.60	19.25	5.08	2.84	1.19
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	3.29	(20.02)	16.04	13.25	32.73

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	417.84	80.73	299.29	452.90	603.16
融资成本	0.79	(7.14)	(13.77)	(18.46)	(32.28)
营运资本变动	(30.97)	(297.94)	111.93	(54.74)	128.24
税费	(47.04)	21.76	(16.02)	(28.02)	(40.34)
其他	42.27	97.12	(220.78)	18.46	32.28
<b>经营活动现金流</b>	<b>382.89</b>	<b>(105.47)</b>	<b>160.64</b>	<b>370.15</b>	<b>691.06</b>
CAPEX	(285.75)	(135.35)	(133.74)	(154.75)	(157.83)
其他投资活动	(2,727)	(6,032)	(188.98)	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,012)</b>	<b>(6,167)</b>	<b>(322.72)</b>	<b>(154.75)</b>	<b>(157.83)</b>
债务增加量	0.00	(20.00)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	6.25	2.20	13.77	18.46	32.28
<b>融资活动现金流</b>	<b>6.25</b>	<b>(17.80)</b>	<b>(6.23)</b>	<b>(1.54)</b>	<b>12.28</b>
现金变动	(2,632)	(6,261)	(168.30)	213.86	545.51
年初现金	395.47	432.35	720.63	552.32	766.18
汇率波动影响	(8.49)	30.04	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>432.35</b>	<b>720.63</b>	<b>552.32</b>	<b>766.18</b>	<b>1,312</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	51.56	(14.47)	16.55	29.05	26.37
毛利润	45.36	(17.61)	24.07	34.04	27.31
营业利润	47.96	(135.36)	(232.69)	108.53	49.27
净利润	43.66	(112.05)	(589.70)	74.86	44.00
EPS	40.82	(111.98)	(589.70)	74.86	44.00
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	21.94	21.13	22.50	23.37	23.54
EBITDA	11.28	2.55	8.10	9.50	10.02
净利润率	7.41	(1.04)	4.39	5.94	6.77
ROE	24.32	(2.57)	11.65	17.55	20.82
ROA	12.80	(1.33)	6.60	10.00	12.13
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(2.24)	(28.57)	(28.01)	(36.81)	(56.01)
流动比率	1.68	1.69	2.13	1.85	2.38
速动比率	1.44	1.34	1.97	1.47	2.11
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.73	1.27	1.50	1.68	1.79
应收账款周转天数	17.97	32.28	22.07	22.07	22.07
应付账款周转天数	67.12	105.08	78.24	78.24	78.24
存货周转天数	25.63	49.46	35.24	35.24	35.24
现金转换周期	(23.52)	(23.34)	(20.93)	(20.93)	(20.93)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	1.79	(0.21)	1.05	1.83	2.64
每股净资产	8.23	8.48	9.52	11.36	14.00

资料来源:公司公告、华泰研究预测

# 全地形与两轮双驱动,国内海外双拓展

华泰研究

2023年9月09日 | 中国内地

首次覆盖

汽车零部件

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

175.92

研究员

SAC No. S0570522110001  
SFC No. BTK945

宋亭亭

songtingting021619@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570122070128  
SFC No. BTK466

陈诗慧

chenshihui@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

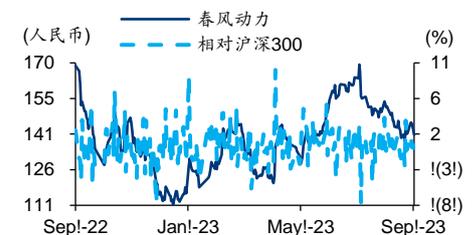
## 华泰证券研究所分析师名录



## 基本数据

目标价(人民币)	175.92
收盘价(人民币 截至9月8日)	140.21
市值(人民币百万)	21,095
6个月平均日成交额(人民币百万)	131.25
52周价格范围(人民币)	111.30-169.31
BVPS(人民币)	31.35

## 股价走势图



资料来源: Wind

行业领先高端动力运动装备企业,产品矩阵完善与出口有望带动量价齐升。公司主营聚焦运动、定位休闲的全地形车和中大排量摩托车,全地形车出口头部地位稳固,全球市占不断提升,高附加值U/Z系列占比提升有望带动毛利率增长;23年为摩托车产品大年,产品谱系进一步完善,出海与内销并重,同时中大排量产品占比提升,有望迎来量价齐升。预计归母净利润分别为11.0/14.4/20.2亿元,Wind一致预期下可比公司23年PE均值为24x,我们给予公司23年24倍的PE估值,对应目标价为175.92元,首次覆盖给予“买入”评级。

### 产品与渠道扩充共振,驱动全地形车市占率提升

公司全地形车产品覆盖400-1000cc排量段与ATV、UTV、SSV各类型,且性价比高;22年海外经销网点超过3000家。公司出口头部地位稳固,22年全地形车出口额占国内厂商总出口额74%;据北极星测算22年全球全地形车销量规模为93万辆,公司22年全地形车销量16.7万辆,我们估计22年公司全地形车全球市占率为18%;分地区来看,公司在全地形车的最大市场美国市占不断提升,欧洲市占排名第一。海外全地形车需求总量目前处于稳定阶段,我们预计公司有望凭借产品线拓展、性价比优势、渠道完善持续提升市场份额。

### 高附加值产品占比上升带动全地形车销售结构优化、盈利改善

高附加值U/Z系列占比提升以及运费等扰动因素改善带动毛利率增长,22年公司全地形车ASP同比+26.7%至4.1万元,毛利率同比+5.6pct至27.5%,业务收入同比+40%至68.4亿元。我们预计高附加值U/Z系列占比提升有望继续增厚全地形车业务利润,此外海外产能利用率提升以及汇率、海运费等扰动因素弱化亦将有助于盈利能力进一步改善。

### 两轮车:中大排量摩托产品谱系进一步完善,出口贡献新增长点

公司紧跟消费升级趋势持续推出中大排量摩托车产品,覆盖125-1250cc排量段和多品类细分市场,22年公司两轮车销量同比+30%至14.5万辆,450SR热销带动两轮车ASP同比+12%至2.3万元。22年起重新进入北美摩托车市场,我们预计依托全地形车外销积累的渠道优势,摩托车出海有望持续贡献新增量,同时欧美市场中大排量需求偏好亦有利于带动毛利率提升。此外,公司电动化与智能化持续推进,电摩业务产品、渠道加速布局,国内市场已顺利开发194家网点,全力打造第三条业务增长曲线。

风险提示:新品销量不及预期,汇率与海运费波动的风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	7,861	11,378	14,009	17,834	21,717
+/-%	73.71	44.73	23.12	27.31	21.77
归属母公司净利润(人民币百万)	411.52	701.37	1,103	1,441	2,022
+/-%	12.78	70.43	57.22	30.65	40.38
EPS(人民币,最新摊薄)	2.74	4.66	7.33	9.58	13.44
ROE(%)	16.04	17.87	23.15	23.87	26.04
PE(倍)	52.14	30.59	19.46	14.89	10.61
PB(倍)	5.90	5.09	4.04	3.18	2.44
EV EBITDA(倍)	35.89	21.71	13.61	9.49	5.73

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 核心投资逻辑

公司四轮车与两轮车双业务驱动增长，我们看好产品矩阵进一步完善、产品结构优化以及出口有望驱动量价齐升。

**(1) 全地形车业务：产品结构优化驱动销量结构改善、收入与盈利能力提升。**22 年公司全地形车收入占比 60%。据北极星测算，22 年全球全地形车销量规模为 93 万辆，近年来全球总量相对稳定，22 年 UTV/SSV 占比 61%。公司全体地形车出口龙头地位稳固，22 年全地形车出口额占国内厂商总出口额 74%；我们估计 22 年公司全地形车全球市占率为 18%，分地区来看，公司在全地形车的最大市场美国市占不断提升，欧洲市占排名第一。海外全地形车需求总量目前处于稳定阶段，我们预计公司有望凭借产品线拓展、性价比优势、渠道完善持续提升市场份额。产品结构上，高附加值 U/Z 系列占比提升以及运费等扰动因素改善带动毛利率增长，22 年公司全地形车 ASP 同比+26.7%至 4.1 万元，毛利率同比+5.6pct 至 27.5%。我们预计高附加值 U/Z 系列 (UTV/SSV) 占比提升有望带动 ASP 与毛利增长，此外海外产能利用率提升以及汇率、海运费等扰动因素弱化亦将有助于盈利能力进一步改善。

**(2) 两轮车业务：新品推出和海外市场拓展驱动销量上升，产品结构优化驱动盈利水平改善。**22 年公司两轮车收入占比 30%。机车文化渗透、消费升级、目标群体拓宽驱动中大排量摩托车行业快速发展，据中国汽车工业协会数据，22 年国内 250cc 以上排量(不含)摩托车销量为 55.3 万台，12-22 年销量 CAGR 为 46%。近年来公司中大排量摩托车受益于消费升级带来的行业扩容与自身产品谱系不断完善、输出爆款，据摩托车商会数据 19-22 年公司 250cc 以上排量(不含)摩托车销量 CAGR 为 44%。23 年为公司摩托车产品大年，产品谱系进一步完善，其中 450cc 及以上排量产品较多，有望迎来量价齐升。公司重视摩托车出海，22 年起重新进入北美摩托车市场，我们预计依托全地形车外销积累的渠道优势，摩托车出海有望持续贡献新增量。此外公司电动摩托车产品、渠道加速布局，国内市场已顺利开发 194 家网点，我们预计电摩销量有望在目前低基数上实现稳步增长。

## 区别于市场的观点

市场担忧：1) 海外通胀压力较大，全地形车等可选消费市场整体需求或进入疲软阶段，我们认为公司目前在北美/欧洲地区市占率仍有较大提升空间，在全地形车市场空间相对稳定的基础上，公司有望凭借性价比优势和渠道持续完善提高市场份额，同时把握市场结构性变化机会，通过提升高附加值 U/Z 系列销量占比增厚利润。2) 美国关税政策对公司出口业务形成压制，我们认为，公司受美国关税政策影响的仅有 ATV 产品，公司已通过 21 年竣工的泰国工厂解决这一不利因素。此外，公司墨西哥工厂投入量产后，一方面就近配套将显著节省运输成本，另一方面，未来随着制造供应链的本地化能力加强，或有望享受“美墨加”协定下的关税优惠政策。

## 全地形车与两轮车双驱动，看好产品矩阵完善与海外市场拓展 行业领先的高端动力运动装备企业，业绩稳健增长

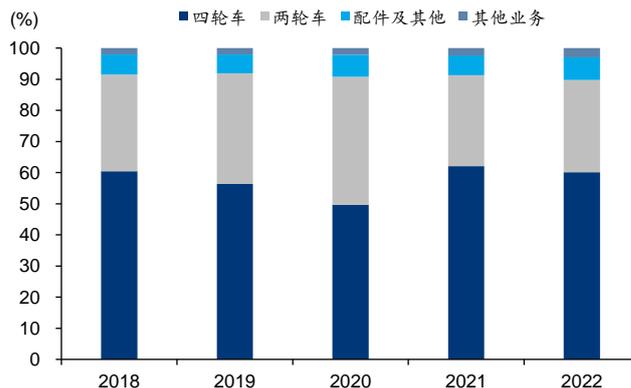
春风动力主营高端动力运动装备，核心产品为聚焦运动、定位休闲的全地形车和中大排量摩托车，进军电动摩托车领域，是行业领先的动力运动装备公司。2022年，公司全地形车出口额占国内同类产品出口额 74.28%，稳居行业头部，国际市场市占率稳步提升，加速迈向全球第一梯队；≥250cc 跨骑式摩托车长期位列国内前三。同时，公司积极抢抓新能源转型机遇，推出新能源子品牌极核，全力打造第三条业务增长曲线。

图表112：公司车型概览



资料来源：公司官网、华泰研究

图表113：春风动力业务结构



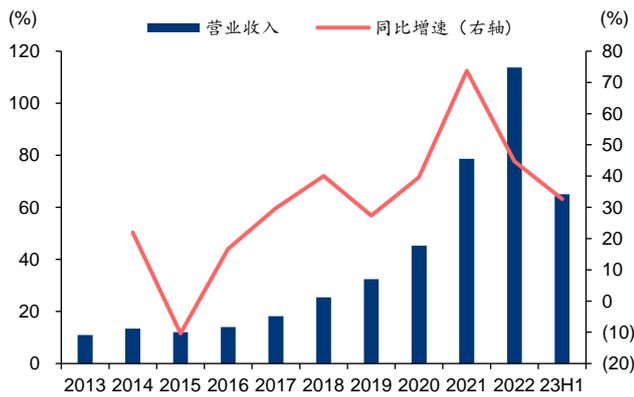
资料来源：Wind、华泰研究

内外销齐驱发力，主营产品竞争力持续提升，收入稳健增长。2018-2022年公司营收从 25.5 提高至 113.8 亿元，2022 年营收首破百亿大关，近 4 年 CAGR 约 45.4%。公司布局全球化产业，于杭州新智慧园区持续投入研发，稳健运营泰国整车生产基地，着手实施墨西哥现地化制造项目，形成国内外互补协同格局。分产品来看，2022 年公司四轮车收入 68.4 亿元，两轮车收入 33.7 亿元，同比+40.2%/46.7%。分区域来看，公司出口业务比重高，2022 年公司海外营收占比 74.4%，共 84.6 亿元，同比+56.8%，国内收入 25.8 亿元，同比+13.2%，海外业务增速迅猛，国内营收稳步提升。公司营收增长得益于：1) 主营产品两轮车、四轮车量价齐升；2) 全球化产业布局，深入挖潜欧美市场，海外收入迅猛提高；3) 国内市场收入稳步提升；4) 消费持续升级，新能源机遇显现，顺应市场需求补齐产品谱系。

归母净利润稳步提升，高出口业务比重下汇兑损益、关税、运费影响显著。2018-2022 年公司归母净利润从 1.2 提高至 7.0 亿元，近 4 年 CAGR 约 55.5%，2022 年同比增长 70.4%。公司由于出口业务比重较高，汇兑损益、关税、运费等因素会产生较显著影响，公司持续利用金融工具以应对汇率波动。

23H1 公司全地形车市占率稳步提升，二轮车出口业务进展顺利，营收同比增长 32.7% 至 65.1 亿元。同时在海运费保持低位，U/Z 系列产品占比提高的趋势下，公司 23H1 毛利率率同比+11.1pct 至 32.6%，归母净利润 5.5 亿元，同比+80.4%。

图表114: 春风动力收入情况



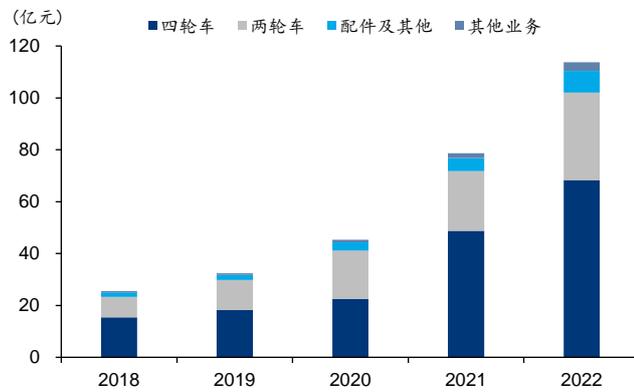
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表115: 春风动力归母净利润情况



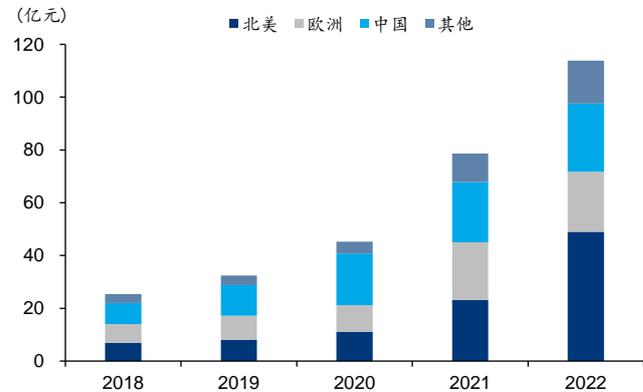
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表116: 春风动力营业收入拆分情况 (按产品)



资料来源: 公司公告、华泰研究

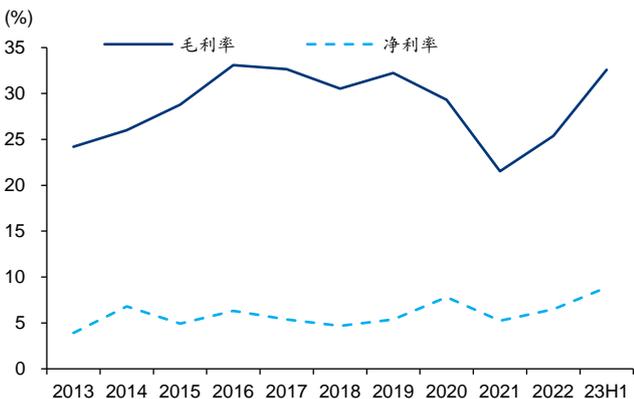
图表117: 春风动力营业收入拆分情况 (按地区)



资料来源: 公司公告、华泰研究

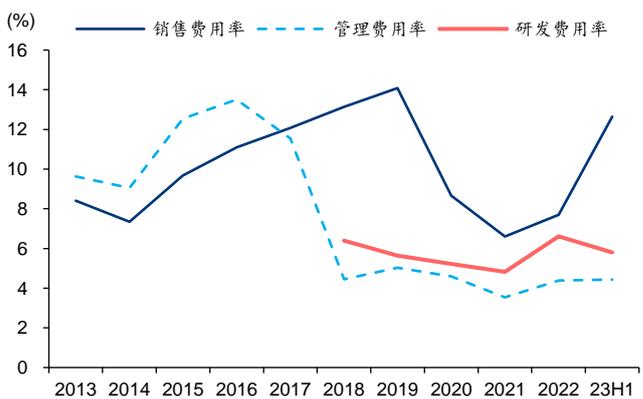
疫情期间海运费用上涨使毛利率承压, 优化产品结构叠加运费走低带动盈利能力回升。2020年至21年, 在疫情影响下, 境外港口吞吐能力下降, 集装箱供不应求致使运价大幅上升, 另有北美关税政策调整后费用上升等因素影响, 公司毛利率走低, 海外业务毛利率于21年落于国内业务之下。2022年运费压制因素消退, 集装箱价格回落、汇率波动下汇兑收益转正, 叠加产品结构优化(高附加值产品全地形车U/Z系列产品比重增加), 全年毛利率同比+3.84pct至25.4%, 净利率同比+1.27pct至6.50%, 盈利能力回暖。期间费率方面, 公司顺应新能源电动车产业发展需求, 积极布局新能源赛道, 研发费率保持高位, 2022/23H1研发费率分别为6.6%/5.8%; 由于公司销售规模扩大, 2022年销售费率同比+1.1pct至7.7%。

图表118: 春风动力净利率与毛利率情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

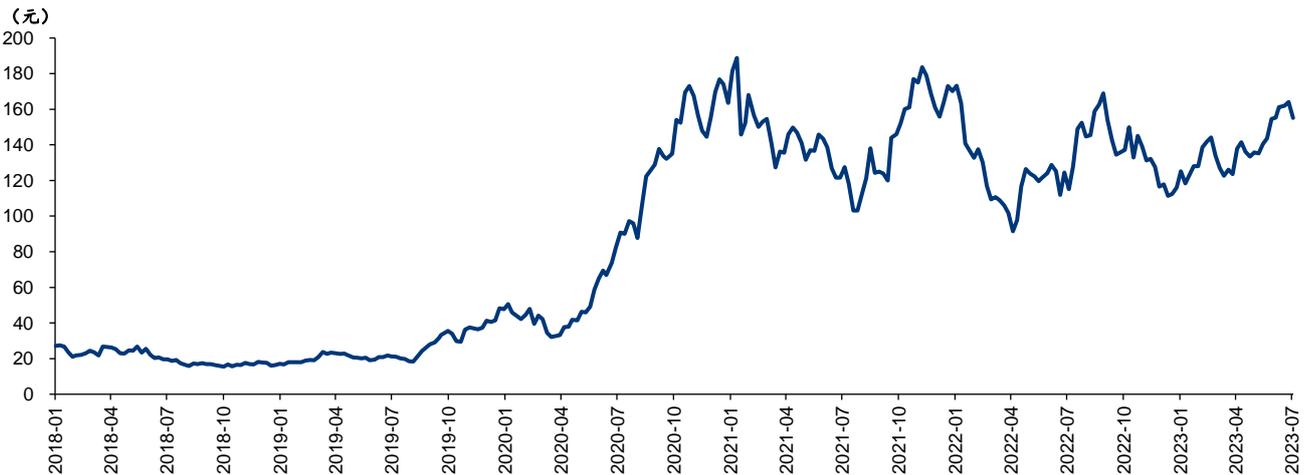
图表119: 春风动力期间费率情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

**股价复盘：大排量摩托车持续发力、超预期业绩驱动股价上行。**公司自上市以来，持续发力大排量摩托车和全地形车市场，成为国宾护卫队专用大排量摩托车的唯一承制单位。2020年国内中大排量摩托车板块景气度高，公司深入挖掘增量车系开启新产品大周期，爆款车型产品持续放量带动盈利改善，亮眼的业绩驱动公司股价2020年一路上涨，一年内股价涨幅超过400%，最高股价接近190元，超过发行价13倍。疫情期间，消费市场整体需求萎靡，汇率、关税费用和运输费用波动明显，春风动力股价整体波动较大。近期，疫情的消极影响削弱，春风动力凭借性能优良的产品和突出的成本优势催生股价上涨，自有品牌业务出海叠加公司进军电动摩托车市场使得公司增长潜力较大。

图表120：春风动力股价复盘



资料来源：Wind、华泰研究

### 全地形车：产品与渠道驱动市占提升，产品结构优化提升盈利能力

全地形车产品矩阵精简完善，性价比较高。公司掌握大排量水冷发动自研自产能力，推出覆盖400-1000cc排量段与ATV、UTV、SSV各类型的全地形车产品，SKU较为精简，2022年推出针对青少年户外运动需求的YOUTH系列，产品系列进一步完善。价格上看，与国际头部北极星相比，公司同类别同排量段产品的价格普遍更低，性价比较高。

图表121：公司美国销售全地形车产品

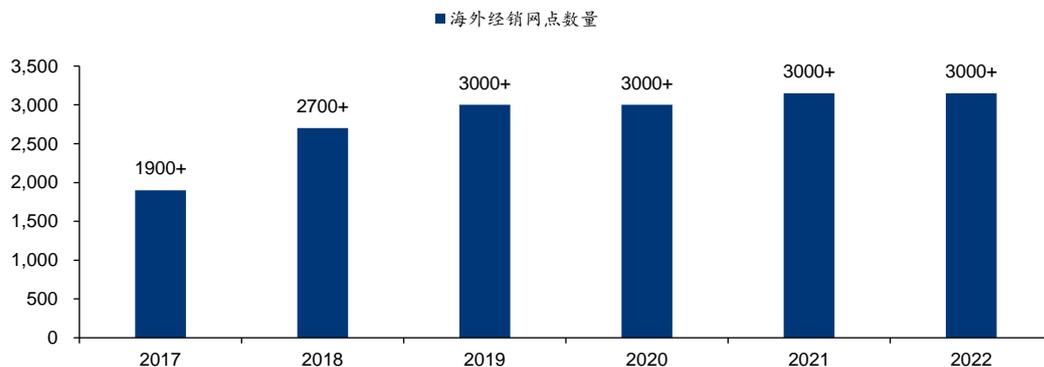
类别	图示	产品型号	排量	价格(美元)	同类别同排量段北极星价格(起步价, 美元)
ATV		CFORCE 110	110cc	2799	3599
		CFORCE 400	400cc	5199	6999
		CFORCE 500	495cc	6199	7999-9499
		CFORCE 600	580cc	7199	
		CFORCE 600 TOURING		7699	
		CFORCE 800XC	800cc	9199	10699-13599
		CFORCE 1000	963cc	10199	15499-17799
SSV		ZFORCE 800 TRAIL	800cc	12799	17499-24599
		ZFORCE 950 TRAIL		13999	
		ZFORCE 950 SPORT	963cc	14999	
		ZFORCE 950 H.O.SPORT		13999	
		ZFORCE 950 H.O.EX	15499		
UTV		UFORCE 600	580cc	10499	14799-34399
		UFORCE 1000	963cc	12999	
		UFORCE 1000 XL		14999	

注：北极星与春风全地形车产品排量段有差异，仅统计同排量段

资料来源：各公司官网、华泰研究

**境外销售体系完善，经销网点持续铺开。**公司拥有完善的境外市场销售体系。美国是全球最大的全地形车市场，公司深耕美国市场，在美国通过子公司 CFP 对零售商进行销售和管理；此外在欧洲、大洋洲、南美等其他市场拥有代理商及其零售商进行代理销售。公司海外经销网点自 2017 年 1900+家快速扩展至 2019 年 3000+家，目前公司海外经销网点为 3000+家，与国际一线品牌渠道建设逐步接近（2022 年国际头部北极星 ORV 渠道共有超过 1400 家北美地区经销商与超过 1100 家国际经销商）。

图表122：公司海外经销网点数量



资料来源：公司公告、华泰研究

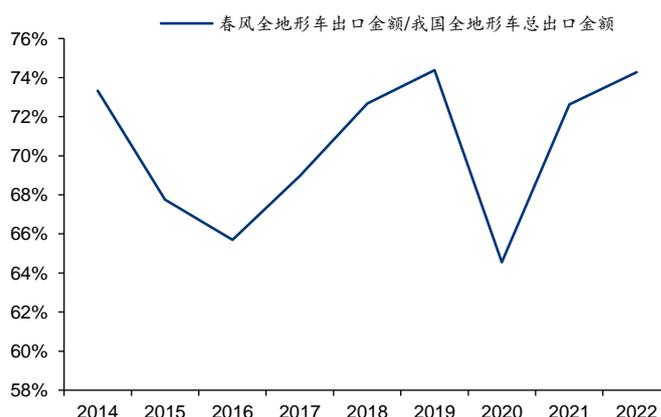
**量：公司市占不断提升，出口头部地位稳固。**产品、渠道与供应链优势驱动公司全地形车销量攀升，2022 年公司全地形车销量为 16.7 万台，15-22 年销量 CAGR 为 19%。我国全地形车行业出口导向明显，公司全地形车连续多年位居国产品牌出口额第一名，2022 年公司全地形车出口额占国内同类产品出口额 74.28%，头部地位稳固。分地区来看，公司在美国市场与北极星、庞巴迪、本田等一线品牌比肩，市场占有率稳步提升；公司在欧洲市场市占率为行业第一。据北极星测算 2022 年全球全地形车销量规模为 93 万辆，按照公司 2022 年全地形车销量 16.7 万辆，我们估计 2022 年公司全地形车全球市占率为 18%。海外全地形车需求总量目前稳定，公司有望凭借产品线扩展与性价比优势持续提升市场份额。

图表123：公司全地形车销量



资料来源：公司公告、华泰研究

图表124：公司全地形车出口市占率



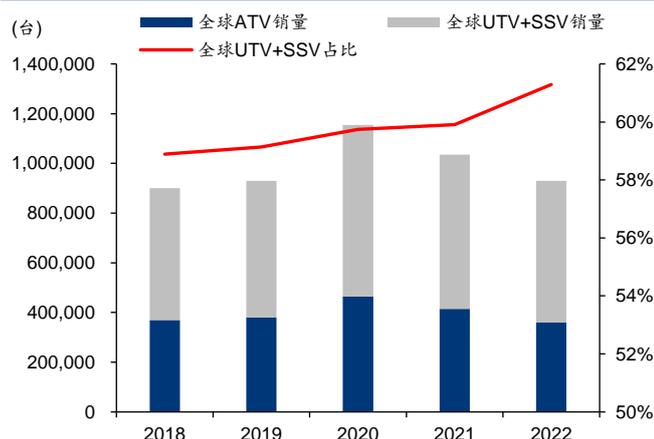
资料来源：公司公告、华泰研究

利：高附加值 U/Z 系列占比提升带动 ASP 与毛利增长，扰动因素逐渐消退助力盈利水平改善。

**UTV/SSV 逐渐占据行业主流。**据北极星数据，具有社交距离的玩乐方式，2020 年疫情驱动全地形车全球销量增长至 116 万辆，而后有所回落，2022 年销量为 93 万辆。近年来随着下游消费者对舒适、安全乘坐的需求增加，全地形车中 UTV、SSV 品类逐渐成为主流，根据北极星数据测算，2022 年全球市场 UTV/SSV 占比为 61%。分区域来看，欧美为全地形车主要消费市场，18-22 年北美市场占比超过 80%；欧洲市场以 ATV 为主，北美市场 UTV/SSV 占比超过 65%，北美市场为 UTV/SSV 主要消费市场，北美 UTV/SSV 销量在全球 UTV/SSV 销量中占比达 90%。

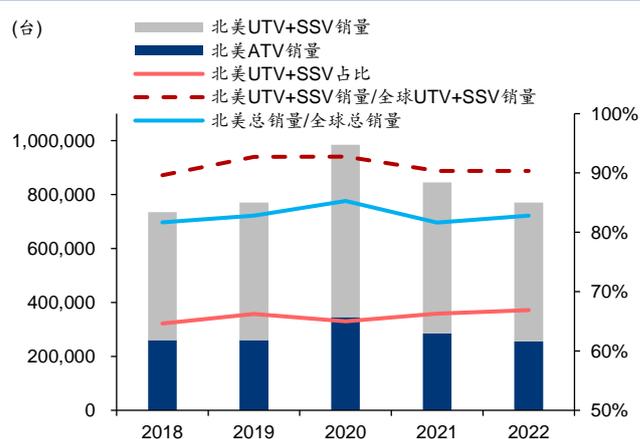
**公司产品结构向 UTV/SSV 倾斜。**公司产品系列向高附加值 U/Z 系列倾斜，一方面适应市场需求，另一方面减弱 ATV 产品高出口关税的影响。U/Z 系列产品占比提升通过提升 ASP 与毛利率、减少关税促进公司全地形车业务盈利能力提升，叠加运费和汇兑损益改善，其他扰动因素改善，2022 年公司全地形车 ASP 同比+26.7%至 4.1 万元，毛利率同比+5.6pct 至 27.5%。公司海外产能持续建设，公司泰国整车生产基地稳定运营，墨西哥项目着手实施，生产布局更加完善，墨西哥项目“属地化”策略将为产品的快速交付和售后服务提供可靠保障，此外海外产能建设有利于减少关税。我们预计产品结构优化有望继续带动全地形车业务毛利率提升，此外海外产能利用率提升、汇率提升、海运费下降亦将有助于公司盈利能力进一步改善。

图表 125：全球全地形车分品类销量



资料来源：北极星公告、华泰研究

图表 126：北美全地形车分品类销量



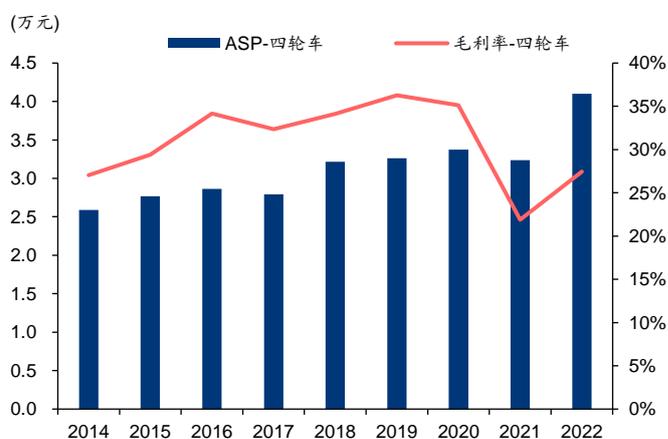
资料来源：北极星公告、华泰研究

图表 127：公司全地形车收入



资料来源：公司公告、华泰研究

图表 128：公司全地形车 ASP 与毛利率



资料来源：公司公告、华泰研究

## 两轮车：中大排量摩托产品矩阵进一步完善，出口贡献新增长点

紧跟消费升级趋势推出丰富产品，销量表现亮眼。机车文化渗透、消费升级、目标群体拓宽驱动中大排量摩托车行业快速发展，据中国汽车工业协会数据，22年国内250cc以上排量(不含)摩托车销量为55.3万台，12-22年销量CAGR为46%。公司持续推出中大排量摩托车产品，排量段覆盖125cc-1250cc，品类覆盖街车、复古、旅行、仿赛、越野等细分市场，满足用户运动、竞技、休闲、娱乐等多样性需求，同时覆盖公务车市场。凭借对年轻用户的洞察以及产品设计能力，公司推出了250SR、450SR等爆款产品，带动公司两轮车销量持续上升，≥250cc跨骑式摩托车长期位列国内前三，2022年公司两轮车销量为14.5万辆，同比+30%。15-22年销量CAGR为41%。

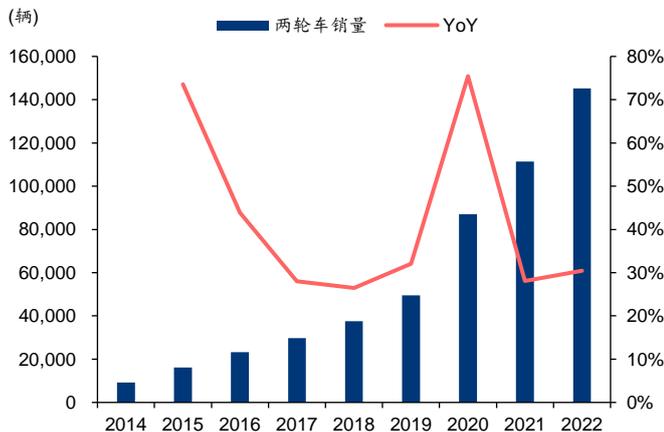
2023年为产品大年，产品谱系进一步完善，有望带动量价齐升。800NK、XO狍狍已于春季发布会发布并开启交付，5月北京摩展发布2023款1250TR-G、800MT探险版、450SR S，同时亮相450NK及首款巡航车型450CL-C，其中450NK已于7月上市，主要供给集中于450cc。我们预计新产品集中上市有望促进公司销量进一步增长。

图表129：国内二轮摩托车分排量销量

(万辆)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
二轮燃油摩托车销量	2133.6	2061.0	1893.6	1648.3	1464.5	1498.9	1385.7	1329.5	1119.1	1299.5
yoy	-13%	-3.4%	-8.1%	-13.0%	-11.2%	2.4%	-7.6%	-4.1%	-15.8%	16.1%
≤150mL	2061.1	1981.8	1819.1	1570.3	1379.9	1396.8	1280.8	1197.6	1119.1	1299.5
yoy	-13%	-3.8%	-8.2%	-13.7%	-12.1%	1.2%	-8.3%	-6.5%	-6.6%	16.1%
150-250mL	71.3	77.9	72.6	74.2	79.9	92.8	94.4	114.2	115.6	137.2
yoy	-7%	9.3%	-6.9%	2.3%	7.6%	16.1%	1.7%	21.0%	1.2%	18.7%
>250mL	1.2	1.3	1.9	3.7	4.7	9.3	10.6	17.7	20.1	32.9
yoy	72%	2.1%	52.7%	92.4%	25.8%	99.7%	13.7%	67.2%	13.2%	63.8%

资料来源：中国汽车工业年鉴、华泰研究

图表130：公司两轮车销量



资料来源：公司公告、华泰研究

图表131：公司两轮车业务收入



资料来源：公司公告、华泰研究

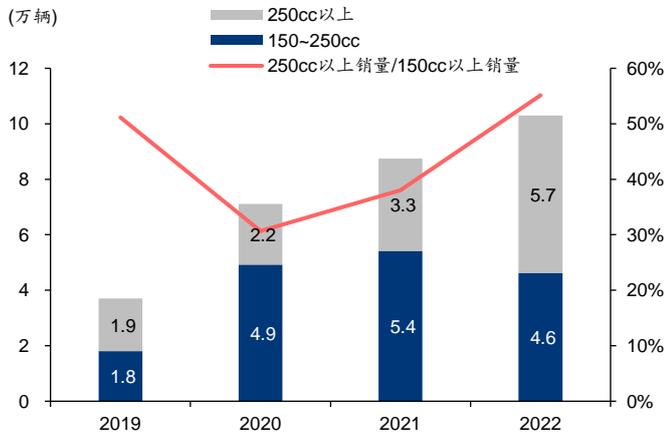
图表132: 公司摩托车产品系列 (蓝色标记为 2023 年上市产品)

图示	型号	150NK	250NK	400NK	450NK	650NK	800NK
街车	上市时间	Feb-15	Dec-18	Apr-16	Jul-23	Oct-10	Feb-23
	排量	150cc	250cc	400cc	450cc	650cc	800cc
	发动机	单缸四冲程 水冷	单缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷
	价格	11980	15,900-20,980	29,900	27,880	40,900	46,980-49,980
图示	型号	250SR	250SR单摇臂版	450SR	450SR S		
跑车	上市时间	Feb-20	May-23	May-22	May-23		
	排量	250cc	250cc	450cc	450cc		
	发动机	单缸四冲程 水冷	单缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷		
	价格	19,980-22,980	21,580	32580	33,580		
图示	型号	400GT	650TR	650TR-G	650GT	1250TR-G	1250TR-G 2023款
旅行	上市时间	Jan-19	Oct-11	Sep-15	Dec-20	Sep-20	May-23
	排量	400cc	650cc	650cc	650cc	250cc	1250cc
	发动机	直列双缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷	V型双缸四冲程 水冷	V型双缸四冲程 水冷
	价格	33800	49800	59900	43800	99980	109980
图示	型号	650MT	800MT	800MT 探险版			
拉力/冒险	上市时间	Jan-17	May-22	May-23			
	排量	650cc	800cc	800cc			
	发动机	直列双缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷			
	价格	43800	57,680-69,800	58680			
图示	型号	250CL-X	700CL-X				
复古	上市时间	Feb-22	Jul-20				
	排量	250cc	700cc				
	发动机	单缸四冲程 水冷	直列双缸四冲程 水冷				
	价格	18980	45,800-49,800				
图示	型号	佛佛六档	ST佛佛	XO佛佛			
MINI	上市时间	Jan-13	Apr-16	Feb-23			
	排量	125cc	125cc	125cc			
	发动机	单缸四冲程 风冷	单缸四冲程 风冷	单缸四冲程 风冷			
	价格	7680	8980	9,680-10,680			
图示	型号	450CL-C					
巡航	亮相时间	May-23					

资料来源: 公司官网、汽车之家、华泰研究

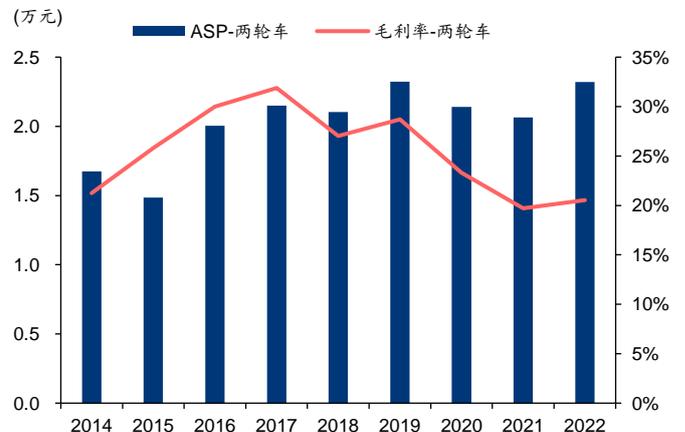
中大排量产品带动公司两轮车 ASP 和毛利率上行, 2022 年 450cc 排量 450SR 热销带动两轮车 ASP 同比+12%至 2.3 万元, 毛利率为 20.5%。2023 年公司在 450cc 及以上排量布局车型较多, 排量更大的产品毛利率更高, 我们预计产品结构优化将有助于两轮车毛利率进一步改善。

图表133: 公司分排量摩托车销量



资料来源: 摩托车商会、华泰研究

图表134: 公司两轮车 ASP 与毛利率

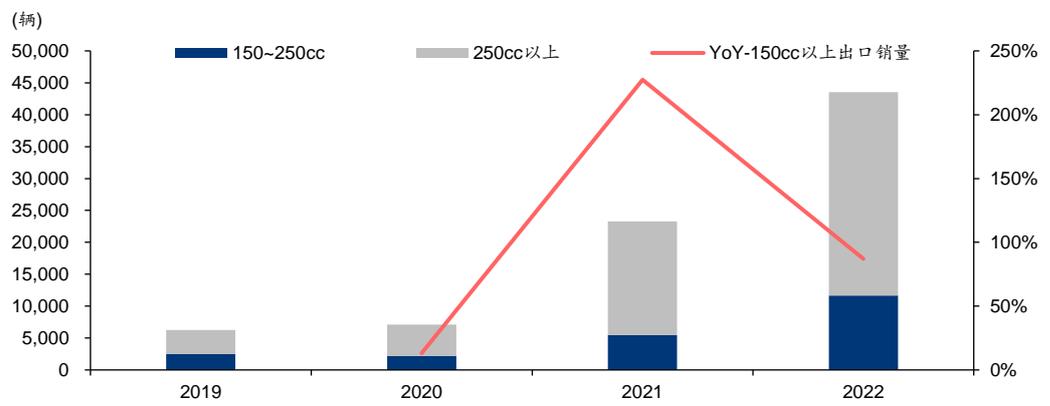


资料来源: 公司公告、华泰研究

**摩托车出海贡献新增长点。**公司两轮车业务从国内为主，向深耕国内与拓展海外并重转变，2021 年公司实现两轮车海外销售收入 3.46 亿元，同比+196%，2022 年延续增长，150cc 以上摩托车出口销量达到 4.3 万辆，同比+87%。2022 年公司时隔十年重新进入北美市场，打开全球化新格局，依托公司在全地形车外销积累的渠道优势，摩托车出海有望持续贡献新增量。

**海外中大排量摩托需求更大，有望进一步优化两轮车盈利水平。**全球中大排量摩托车消费市场主要集中在北美和欧洲，欧洲市场 250cc 以上的占有率超过 50%，北美市场 250cc 以上的占有率超过 90%，中大排量摩托车保有量较高，市场空间大。公司摩托车出口销量中 250cc 及以上中大排量产品占比更高，2022 年公司 150cc 以上摩托车国内销量中 250cc 以上产品占比 55%，150cc 以上摩托车出口销量中 250cc 以上产品占比达到 73%。我们预计出口销量的增长有望驱动中大排量摩托车占比进一步增长，进一步优化两轮车盈利水平。

**图表135：公司 150cc 以上摩托车出口销量**



资料来源：摩托车商会、华泰研究

**电动化与智能化持续推进。电动摩托车产品、渠道加速布局。**公司单独设立电动品牌 ZEEHO（极核），从 3High (High-Tech、High-Quality、High-Cool) 方向打造春风新能源平台产品。2022 年发布高性能电动摩托车 AE8、潮玩电摩 AE6、MINI 跨骑车，概念车 Magnet Concept 在米兰展迎来全球首秀。渠道亦加速布局，国内市场已顺利开发 194 家网点。

**深化智能化布局，推出行业首个智能化平台 C-LINK。**公司围绕核心技术打造全栈自研生态体系能力，深化布局三电领域及智能化发展，储备行业领先的技术能力。2022 年公司推出了行业内首个智能化平台——“C-LINK”（春风犀灵），向“电动化+智能化”双核驱动深入迈进；智能网联直达全球用户，CFMOTO APP 累计用户已超 100 万人，全球用户骑行总里程突破 17 亿公里，公司在智能网联、智能座舱、智能驾驶板块已走向行业前沿。

## 盈利预测与估值

**(1) 全地形车（四轮车）：产品结构优化驱动销量结构改善、收入与盈利能力提升。**公司全地形车产品包括 C 系列（ATV）和 U/Z 系列（UTV/SSV）。全球全地形车整体需求较为稳定，主要市场在欧美，北美为最主要市场，占比超过 80%；欧洲市场以 ATV 为主，北美市场 UTV/SSV 占比超过 65%。我们预计 23 年欧洲市场 ATV 继续保持主流，考虑到欧洲通胀水平仍处于高位，消费需求有待恢复，四轮车需求将较为疲软；美国市场规模相对稳定，UTV/SSV 比例略有上升。考虑到下游整体需求较为稳定，结构上 UTV/SSV 占据主流地位，公司产品结构改善，向 U/Z 系列倾斜，我们预计 23 年公司全地形车销量保持相对稳定，结构有所改变，U/Z 系列增速更高、占比提升，预计 23-25 年 ATV 销量增速分别为 -15%/3%/1%，U/Z 系列销量增速分别为 40%/30%/25%，对应 23-25 年全地形车销量增速为 1.5%/14.2%/12.3%。U/Z 系列 ASP 更高带动全地形车 ASP 提升，对应 23-25 年全地形车收入为 80/99/119 亿元，毛利率为 28.7%/29.5%/30.5%。

**(2) 两轮车：新品推出和海外市场拓展驱动销量上升，产品结构优化驱动盈利水平改善。**公司两轮车目前以燃油摩托车为主，22 年燃油摩托车收入中内销占比 60%左右，同时大力发展电动摩托车。燃油摩托车方面，23 年为公司产品大年，将带动销量上行：国内市场方面，≤150cc 排量段市场规模呈下滑趋势，公司有望凭借热销款狒狒逆势实现增长；150cc< 排量≤250cc 排量段覆盖中大排量 250cc 入门级产品，市场规模有望承接入门需求保持一定增长，公司有望凭借 250cc 排量产品实现增长；>250cc 排量段市场近年来快速增长，23 年公司此排量段新品集中推出，且主要集中于 450cc 排量，有望延续此前 450SR 热销趋势，增速有望跑赢行业，综合来看，我们预计 23-25 年国内销量增速为 26%/21%/13%。海外市场加速拓展，我们预计 23-25 年海外销量增速为 40%/35%/30%。综上，我们预计 23-25 年燃油摩托车销量增速为 31%/26%/20%，大排量产品占比提升将促进 ASP 增长，预计 23-25 年燃油摩托车 ASP 分别为 2.56/2.73/2.81 万元。

电动摩托车方面，目前基数较小，我们预计 23-25 年电动摩托车销量增速较快，分别为 40%/30%/20%，公司 23 年推出新车型价格相对前款较低，预计 23 年 ASP 有所下降，假设 23-25 年 ASP 分别为 1.3/1.35/1.4 万元。

综上，我们预计 23-25 年两轮车销量增速为 31%/26%/20%。我们预计 450cc 及以上排量产品占比有望提升两轮车占整体 ASP 与毛利率，对应 23-25 年两轮车收入为 48/65/80 亿元，毛利率为 21%/22%/24%。

图表136：公司二轮车销量预测

两轮车	2022A	2023E	2024E	2025E
销量 (万辆)	14.53	19.02	23.98	28.79
yoy	30.4%	30.9%	26.1%	20.1%
其中：燃油摩托车	14.23	18.60	23.43	28.14
分地区：国内	9.23	11.60	13.98	15.85
其中：≤150cc	1.63	2.00	2.10	2.16
150cc<排量≤250cc	3.41	3.60	3.78	3.97
250cc 以上	4.19	6.00	8.10	9.72
国外	5.00	7.00	9.45	12.29
电动摩托车	0.30	0.42	0.55	0.66

注：2022 年二轮车细分销量为测算值

资料来源：公司公告、华泰研究预测

**(3) 配件及其他：**包含配件业务和其他业务，考虑业务占比较小，合并进行预测，我们假设 23-25 年收入增速分别为 30%/25%/25%，毛利率稳定在 30.4%。

**(4) 费用端：**我们预计公司销售费率或因阶段性促销和市场拓展而有所上升，假设 23-25 年销售费率为 9.0%/8.0%/8.0%；我们预计 23-25 年管理费保持相对稳定，为 4.6%/4.4%/4.4%；我们预计 23-25 年研发费率为 5.9%/5.9%/5.9%。

图表137: 公司盈利预测

单位: 百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营收</b>	<b>4,526</b>	<b>7,861</b>	<b>11,378</b>	<b>14,009</b>	<b>17,834</b>	<b>21,717</b>
YOY	39.6%	73.7%	44.7%	23.1%	27.3%	21.8%
毛利	1,327	1,693	2,887	3,683	4,815	6,071
毛利率	29.3%	21.5%	25.4%	26.2%	26.8%	28.1%
<b>四轮车:收入</b>	<b>2,248</b>	<b>4,879</b>	<b>6,838</b>	<b>8,009</b>	<b>9,918</b>	<b>11,928</b>
YOY	23.0%	117.0%	40.1%	17.1%	23.8%	20.3%
销量 (辆)	66,649	150,664	166,724	169,225	193,208	216,988
YOY	18.9%	126.1%	10.7%	1.5%	14.2%	12.3%
平均单价 (元)	33,731	32,386	41,013	47,326	51,334	54,972
毛利率	35.1%	21.9%	27.5%	28.7%	29.5%	30.5%
<b>两轮车:收入</b>	<b>1,861</b>	<b>2,298</b>	<b>3,372</b>	<b>4,814</b>	<b>6,459</b>	<b>7,993</b>
YOY	61.7%	23.5%	46.7%	42.8%	34.2%	23.7%
销量 (辆)	86,973	111,382	145,253	190,200	239,760	287,922
YOY	75.4%	28.1%	30.4%	30.9%	26.1%	20.1%
平均单价 (元)	21,402	20,636	23,213	25,312	26,939	27,760
毛利率	23.3%	19.7%	20.5%	21.0%	22.0%	24.0%
<b>配件及其他:收入</b>	<b>319</b>	<b>503</b>	<b>835</b>	<b>1,086</b>	<b>1,357</b>	<b>1,696</b>
YOY	61.1%	57.6%	66.1%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	35.2%	33.7%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
销售费率	8.7%	6.6%	7.7%	9.0%	8.0%	8.0%
管理费	4.6%	3.5%	4.4%	4.6%	4.4%	4.4%
研发费	5.2%	4.8%	6.6%	5.9%	5.9%	5.9%

资料来源: Wind、华泰研究预测

预计公司 23-25 年归母净利润分别为 11.0/14.4/20.2 亿元; 对应 EPS 分别为 7.33/9.58/13.44 元。我们选取业务类型相似的涛涛车业、雅迪控股、九号公司作为可比公司, Wind 一致预期下可比公司 23 年 PE 均值为 24 倍, 我们给予公司 23 年 24 倍的 PE 估值水平, 对应目标价为 175.92 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

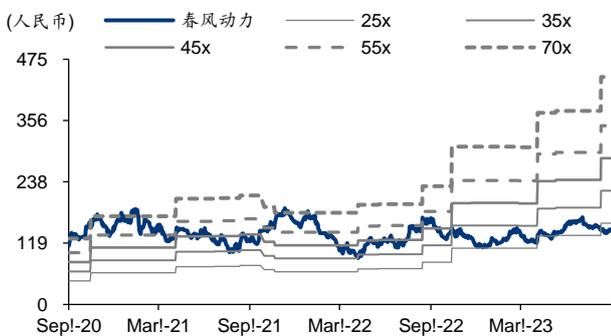
图表138: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	净利润(亿元)		PE (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E
301345 CH	涛涛车业	55.73	3.12	3.57	18	16
1585 HK	雅迪控股	466.31	27.20	34.43	17	14
689009 CH	九号公司-WD	236.43	6.19	9.79	38	24
平均					24	18

注: EPS、PE 数据来源 Wind 一致预期, 截止 2023 年 9 月 7 日

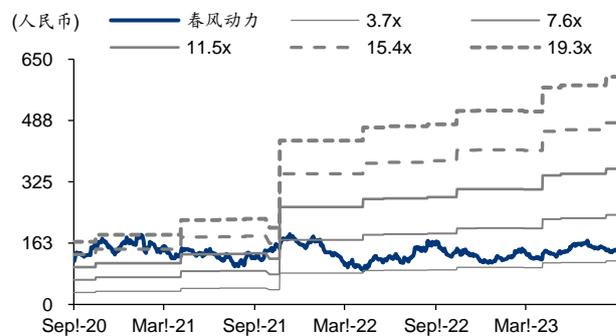
资料来源: Wind、华泰研究

图表139: 春风动力 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表140: 春风动力 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究



## 风险提示

- 1) 新品销量不及预期。公司为可选消费品企业，若新品上市的推广节奏较慢或市场销售不及预期，则可能影响公司业绩。
- 2) 汇率与海运费波动的风险。公司出口业务较多，相关利润空间受汇率和海运费波动影响，若汇率升值或海运费涨价超预期，则公司业绩面临不及预期风险。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6,480	7,679	9,680	12,511	15,235
现金	3,375	4,323	5,851	7,362	9,664
应收账款	648.67	851.22	995.43	1,355	1,507
其他应收账款	62.91	103.26	101.33	159.12	158.04
预付账款	113.74	116.91	167.07	194.46	245.78
存货	1,558	2,067	2,348	3,223	3,443
其他流动资产	720.64	217.05	217.05	217.05	217.05
<b>非流动资产</b>	1,491	1,875	2,103	2,442	2,756
长期投资	4.38	33.95	42.43	53.04	65.59
固定投资	431.54	956.85	1,148	1,421	1,682
无形资产	141.37	132.14	131.85	123.05	110.16
其他非流动资产	913.95	752.14	780.84	844.12	898.75
<b>资产总计</b>	7,971	9,554	11,783	14,953	17,991
<b>流动负债</b>	4,172	5,090	6,182	7,867	8,820
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,012	2,091	2,906	3,399	4,144
其他流动负债	2,160	2,999	3,276	4,468	4,676
<b>非流动负债</b>	119.41	169.03	169.03	169.03	169.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	119.41	169.03	169.03	169.03	169.03
<b>负债合计</b>	4,291	5,259	6,351	8,036	8,989
少数股东权益	43.23	83.05	117.15	161.71	224.26
股本	150.08	149.83	150.45	150.45	150.45
资本公积	2,397	2,435	2,435	2,435	2,435
留存公积	1,025	1,602	2,739	4,224	6,309
归属母公司股东权益	3,636	4,212	5,315	6,755	8,778
<b>负债和股东权益</b>	7,971	9,554	11,783	14,953	17,991

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	263.72	1,698	1,474	1,760	2,480
净利润	411.50	739.94	1,137	1,485	2,085
折旧摊销	62.85	83.42	111.19	138.20	159.95
财务费用	32.51	(297.49)	(423.61)	(245.74)	(314.51)
投资损失	(26.20)	122.76	35.47	31.93	31.93
营运资金变动	(178.43)	920.34	629.00	365.48	532.53
其他经营现金	(38.50)	128.79	(14.79)	(14.79)	(14.78)
<b>投资活动现金</b>	(386.74)	(75.66)	(360.10)	(494.85)	(492.42)
资本支出	(386.28)	(447.72)	(326.37)	(461.76)	(456.45)
长期投资	(20.03)	350.98	(8.49)	(10.61)	(12.55)
其他投资现金	19.57	21.09	(25.24)	(22.49)	(23.42)
<b>筹资活动现金</b>	1,603	(133.54)	413.60	245.74	314.51
短期借款	(30.04)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	15.70	(0.25)	0.62	0.00	0.00
资本公积增加	1,726	38.80	(0.62)	0.00	0.00
其他筹资现金	(108.47)	(172.09)	413.59	245.74	314.51
现金净增加额	1,461	1,680	1,528	1,511	2,302

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7,861	11,378	14,009	17,834	21,717
营业成本	6,169	8,491	10,341	13,048	15,611
营业税金及附加	97.29	142.17	168.10	214.01	260.60
营业费用	519.09	875.59	1,261	1,427	1,737
管理费用	278.04	499.61	644.39	783.08	953.59
财务费用	32.51	(297.49)	(423.61)	(245.74)	(314.51)
资产减值损失	(7.77)	(32.52)	(1.40)	(1.41)	(1.39)
公允价值变动收益	8.74	(13.81)	14.13	14.13	14.13
投资净收益	26.20	(122.76)	(35.47)	(31.93)	(31.93)
<b>营业利润</b>	445.70	780.95	1,198	1,564	2,196
营业外收入	4.81	2.25	4.00	4.00	4.00
营业外支出	1.38	8.70	5.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	449.13	774.49	1,197	1,563	2,195
所得税	37.63	34.55	59.83	78.17	109.73
<b>净利润</b>	411.50	739.94	1,137	1,485	2,085
少数股东损益	(0.02)	38.57	34.10	44.56	62.55
归属母公司净利润	411.52	701.37	1,103	1,441	2,022
EBITDA	489.89	794.07	1,156	1,504	2,100
EPS (人民币, 基本)	3.01	4.68	7.33	9.58	13.44

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	73.71	44.73	23.12	27.31	21.77
营业利润	13.11	75.22	53.35	30.63	40.35
归属母公司净利润	12.78	70.43	57.22	30.65	40.38
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	21.53	25.37	26.18	26.84	28.12
净利率	5.23	6.50	8.11	8.33	9.60
ROE	16.04	17.87	23.15	23.87	26.04
ROIC	(118.10)	(312.58)	(150.25)	(174.93)	(178.22)
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	53.84	55.05	53.90	53.74	49.96
净负债比率 (%)	(90.62)	(98.52)	(106.21)	(105.25)	(106.45)
流动比率	1.55	1.51	1.57	1.59	1.73
速动比率	1.12	1.06	1.14	1.14	1.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.29	1.30	1.31	1.33	1.32
应收账款周转率	15.88	15.17	15.17	15.17	15.17
应付账款周转率	3.84	4.14	4.14	4.14	4.14
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.74	4.66	7.33	9.58	13.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	11.28	9.80	11.70	16.48
每股净资产(最新摊薄)	24.17	28.00	35.32	44.90	58.34
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	52.14	30.59	19.46	14.89	10.61
PB (倍)	5.90	5.09	4.04	3.18	2.44
EV EBITDA (倍)	35.89	21.71	13.61	9.49	5.73

# 大排量摩托头部,迎产业升级蓄势待发

华泰研究

2023年9月09日 | 中国内地

首次覆盖

其他交运设备

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

19.95

研究员

SAC No. S0570522110001  
SFC No. BTK945

宋亭亭

songtingting021619@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570122070128  
SFC No. BTK466

陈诗慧

chenshihui@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

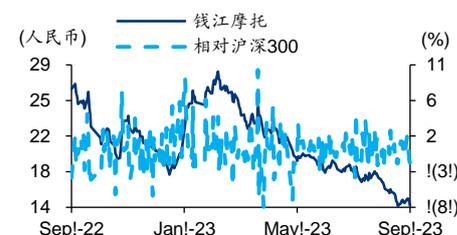
## 华泰证券研究所分析师名录



## 基本数据

目标价(人民币)	19.95
收盘价(人民币 截至9月7日)	14.12
市值(人民币百万)	7,444
6个月平均日成交额(人民币百万)	118.11
52周价格范围(人民币)	14.12-28.30
BVPS(人民币)	7.93

## 股价走势图



资料来源: Wind

### 大排量摩托头部厂商,行业高成长性创造业绩弹性

钱江摩托为国内头部摩企,大排量摩托销量连续十一年位列行业首位,22年市占率达25%+,市场地位稳固。大排量成为行业新引擎,供给优化、需求升级提供充足业绩弹性,我们看好公司在在大排量市场高速增长下的业绩增长弹性,预计公司23-25年归母净利润为5.5/7.5/9.7亿元, Wind一致预期下可比公司23年PE均值为19倍,给予公司23年19倍PE,对应股价19.95元,首次覆盖给予“买入”评级。

### 国产厂商崛起,行业格局不断优化,领先品牌有望充分受益

伴随市场供给丰富度提升、产品品质提升、价格带下探,以及由通勤代步向休闲娱乐过渡的消费需求升级,自主品牌摩企抓住机遇,填补与海外品牌的技术、产品代差,在各个排量段加快产品上新节奏,产品性价比优势和新品快速布局助力自主厂商迅速实现国产替代。我们认为大排量市场在高速增长的过程中具有较强的头部效应,市场领先品牌较为集中,其凭借核心技术、产品、渠道优势及品牌效应,有望率先抢占增量市场,兑现盈利。

### 海内外双轮驱动,产品、策略、渠道具备核心优势,有望跑赢行业

我们认为公司产品实力、策略、渠道多方位优势出众,有望跑赢行业:1)公司技术实力行业领先,已掌握发动机及整车的完整自主研发能力,快速衍生车型的能力较强,为其产品力及产品策略提供加持;2)公司已构建三大品牌,已覆盖市场主流车系细分市场,持续在排量和功能端向上向下完善产品谱系,产品丰富避免其押注于少数几款产品,降低新品失败风险;3)国内渠道通过门店渠道分级及独立运营不断拓展优化,助力公司实现品牌战略及产品定位。海外渠道拥有多年积累,有望在海外布局抢占先机。

### 重归摩托主业,吉利全方位赋能经营管理

吉利入主后,公司成为集团旗下核心智能出行业务单元之一。吉利为公司经营管理充分赋能,为公司引入成熟供应链、质量体系及优秀生产管理经验。公司治理持续优化,发展战略日渐明确,核心业务得以快速复苏,出清锂电、机器人、房地产等非核心业务。我们认为伴随公司治理及产品结构不断改善,公司毛利率有望稳步提升,运营效率及盈利质量有望再上新台阶。

风险提示:国内大排量摩托车市场需求不及预期,行业竞争加剧;出口不及预期;原材料涨价、汇率贬值、出口相关费用波动超预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	4,309	5,648	7,276	9,770	12,583
+/-%	19.29	31.07	28.81	34.27	28.79
归属母公司净利润(人民币百万)	237.61	417.67	551.88	752.87	974.80
+/-%	(0.80)	75.78	32.13	36.42	29.48
EPS(人民币,最新摊薄)	0.45	0.79	1.05	1.43	1.85
ROE(%)	8.28	12.87	14.63	17.02	18.44
PE(倍)	31.33	17.82	13.49	9.89	7.64
PB(倍)	2.49	2.13	1.84	1.55	1.29
EV EBITDA(倍)	20.31	10.15	7.40	4.12	3.17

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 报告核心要点

### 核心推荐逻辑

**大排量成为行业新引擎，供给优化、需求升级提供充足业绩弹性。**

摩托车市场高成长性主要来源于供给端丰富度提升、产品品质提升、价格带下探以及由通勤代步向休闲娱乐过渡的需求端升级。供给端：自主品牌自力更生不断填补产品代沟，目前已掌握大排量发动机制造、车架轻量化等核心技术，目前入门级产品性能已追赶上海外品牌，而价格仅为海外品牌车型的 60-80%，具备较强性价比，同时近年国内市场大排量产品加速上新，大幅降低购车门槛，受众也得以快速拓展；需求端：市场需求由通勤代步向休闲娱乐转变，大排摩托具备较强的社交娱乐属性，为年轻群体创造社交价值，消费群体基本覆盖 80-90 后男性消费者，年龄段潜在客群较大，消费能力较强，叠加消费观念转变，未来需求有望充分释放。往后看，骑手存在升级需求，国产化有望拓展至高端市场，实现量价齐升，提供充足业绩弹性。

**公司产品实力、策略、渠道多方位优势出众，有望跑赢行业**

**1) 产品力：**公司技术实力行业领先，目前已掌握发动机及整车制造开发的完整技术能力，可实现核心部件的全流程自主开发，快速衍生车型的能力大幅提升，为其产品力及产品策略提供有力加持；

**2) 产品策略：**公司贝纳利、QJMOTOR、Qjiang 三大品牌定位清晰，已覆盖市场主流车系细分市场，今年继续加快上新力度，在排量段和功能端向上向下不断完善产品谱系，相较于同行，公司产品谱系更为完善，丰富度提升避免其押注于少数几款产品，有助于分散新品失败风险；

**3) 渠道：**国内渠道梳理后日渐清晰，通过门店、渠道网络分级及独立运营优化终端售价管理，促进门店标准化，有利于感知市场需求变化，实现提效，同时也大力拓展、下沉原有渠道，助力公司实现品牌战略及差异化产品定位。

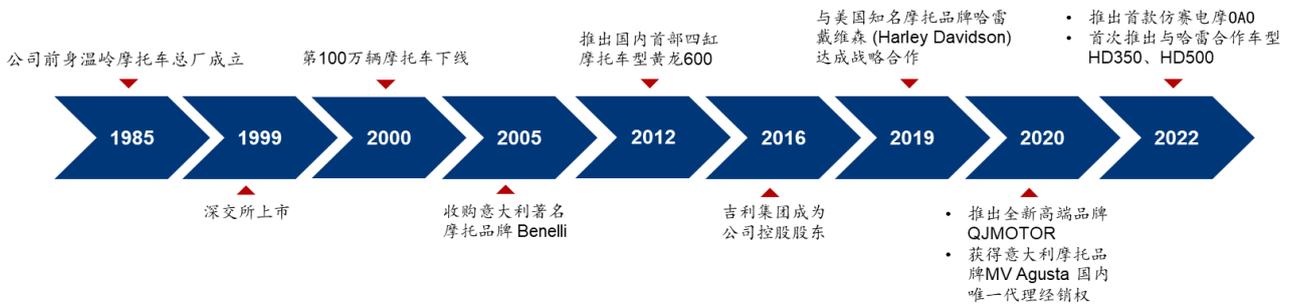
**区别于市场的观点：**市场担忧：1) 国内大排量摩托增速放缓影响公司业绩。一方面，我们仍看好摩托车的中长期需求升级趋势，消费信心回升后，玩乐类摩托市场需求有望释放，另一方面，公司也就这一潜在风险作出应对，通过加大小排量产品布局，以及大排量摩托的简配版车型，覆盖更多细分市场多点发力。2) 海外通胀对出口业务造成不利影响。我们认为，北美等地区摩托市场已处成熟期，规模增长速度不及国内，对公司而言，扩大海外认知、建立品牌形象、提升市占率的海外经营目标，并不随总量增速放缓而改变。公司目前正加快自主外贸渠道建设，由原先贝纳利单品牌进行拓展，转变为多品牌渠道覆盖，有望在海外市场取得突破。

## 钱江摩托：大排量摩托核心厂商，多年领跑市场 历经沉浮数十载，大排市场浪淘沙

品牌全面布局，产品不断推陈出新。公司 2005 年全资收购意大利百年知名摩托车品牌贝纳利 BENELLI，2020 年重新梳理品牌战略，目前已设立 QJMOTOR、贝纳利、QJiang 三大核心品牌，分别对应国潮、高端及代步市场，产品涵盖 110cc 普通代步车到 1200cc 高档大排量赛车等全系列摩托车。2022 年公司 250cc 及以上大排量摩托市占率约为 25%+，连续 11 年位居国内市场销量第一。此外公司也在电动二轮车领域积极布局，已推出钱江电动车、东动等新能源品牌。伴随全地形车海外需求逐步回暖，公司计划于 24 年进军全地形车赛道，充分发挥大排量既有优势，进一步扩大业务空间。

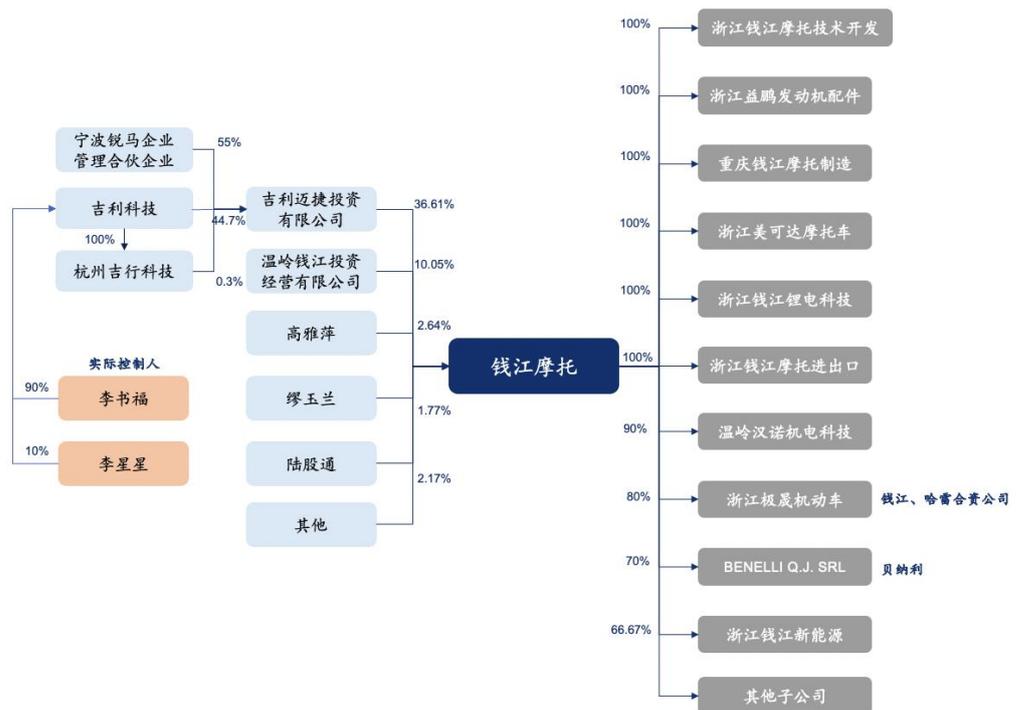
吉利旗下核心业务板块，全方位赋能公司经营管理。2016 年，温岭钱江投资经营有限公司将其所持大部分公司股权逐步转让至吉利集团，截至目前吉利集团子公司吉利迈捷持有钱江摩托约 36.6% 股权。2018 年公司董事会换届选举后，吉利集团为公司经营管理充分赋能，公司引入吉利成熟供应链、质量体系及优秀生产管理经验，公司治理持续优化，发展战略日渐明确，公司核心业务得以快速复苏。

图表 141：钱江摩托发展历程回顾



资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

图表 142：钱江摩托股权结构（截止 2023 年 6 月）

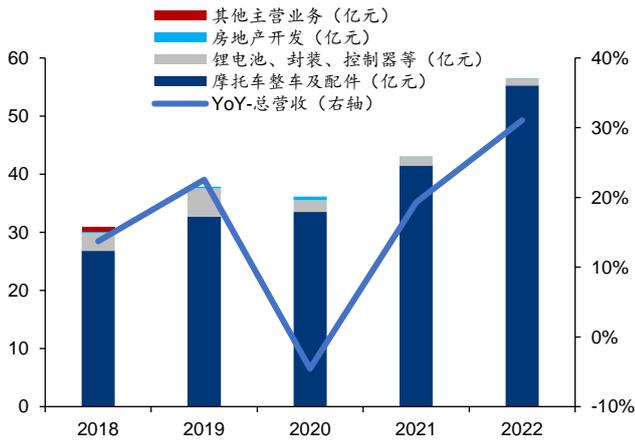


资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

## 重新聚焦主业，大排量产品注入业绩新动能

聚焦摩托主业，20年后营收利润齐加速。2016年吉利入主后，公司持续剥离半导体、机器人等非核心资产，将业务重心重新回归摩托车主业，22年公司摩托车整车收入占比提升至约98%，受个性化消费崛起、摩托文化日益普及等因素催化，市场需求快速成长带动公司业绩在20年后进入快速增长期。20-21年受疫情影响，居民消费需求较弱，公司坚守主业，在产品端持续推陈出新，保持净利稳定。随着疫情影响消退，公司业绩重回正轨，22年实现营业收入56.48亿元，同比增长31.07%，归母净利润4.18亿元，同比增长75.78%。23H1，公司摩托车总销量21.3万辆，同比+16.5%，其中小排量约13万辆，同比+30%，带动营收同比增12.15%，归母净利润2.8亿元，同比+40%，维持上升势头。

图表143：钱江摩托收入情况：公司非核心业务逐步出清



资料来源：公司公告、华泰研究

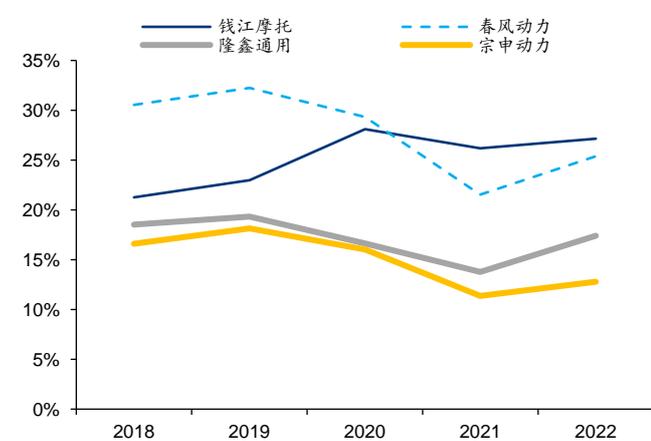
图表144：钱江摩托归母净利润情况



资料来源：公司公告、华泰研究

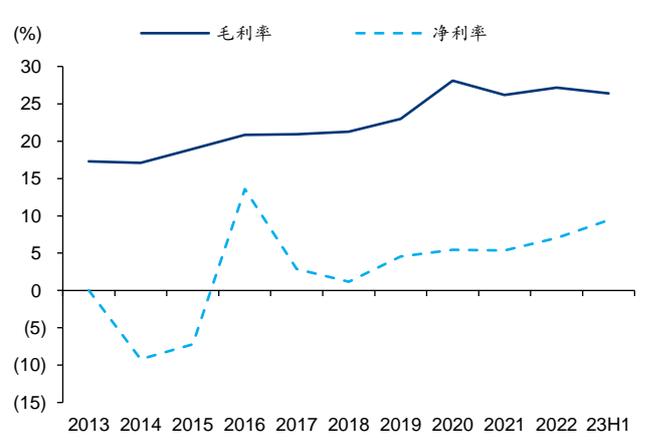
21年开始盈利能力行业领先，控费能力持续优化。公司近年来治理结构不断完善，业务质量不断提高，毛利率稳中有升。21年开始，对比隆鑫通用、春风动力等业内同行，公司盈利能力行业领先。费用端上，公司销售、管理、财务三费率稳定下降，期间费用控制不断优化，18-22年公司期间费率由12.9%降至10.7%，而研发投入则逐年增长，从17年至22年研发费率由3.2%增至5.6%，17-22年研发投入增长近4倍，支持公司产品不断迭代升级。利润端上，随着供应链逐步稳定，缺芯、零部件短缺等问题已明显缓解，22年盈利能力有所改善，20-22年毛利率分别为28.1%/26.2%/27.2%，同比+5.1/-1.9/+1.0pct，净利率为5.4%/5.4%/7.0%，同比+0.9/+0.0/+1.6pct。随着产品结构优化，中高端车型占比提升，盈利能力将进一步改善。

图表145：毛利率同业对比



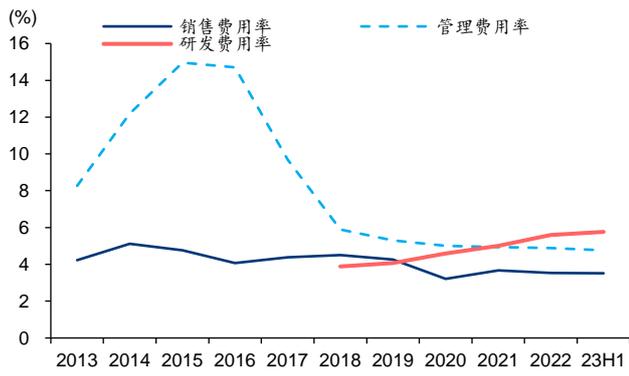
资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

图表146：钱江摩托毛利率与净利率情况



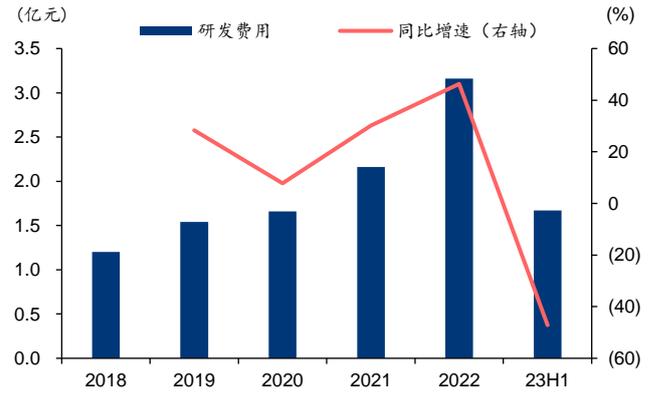
资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

图表147：钱江摩托期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

图表148：公司研发投入情况

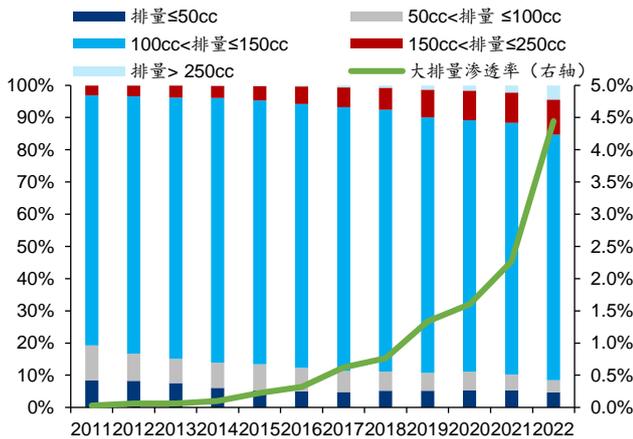


资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

## 大排量市场高成长性创造行业β，产品、策略、渠道多维提升供给优化、需求升级，大排量摩托成为行业重要引擎

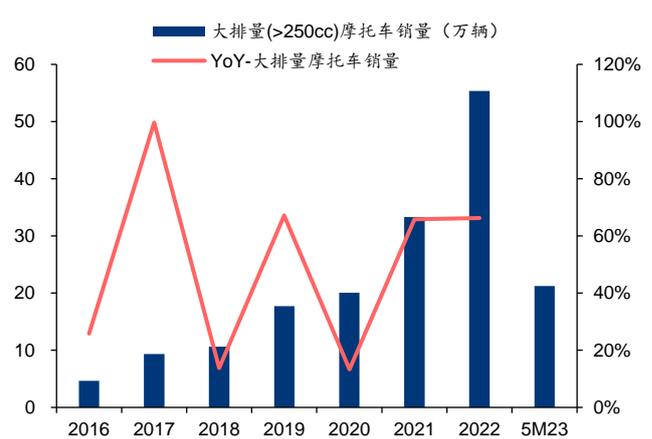
行业转型正当时，大排量化创造行业新空间。我国摩托车市场过去以小排量代步通勤摩托为主，排量段主要集中在 100-150cc，但近年随燃油摩托车整体市场萎缩而逐步下降、摩托车消费需求逐渐由代步通勤向休闲娱乐转变，250cc 以上大排量摩托逆势而上，销量增速显著跑赢行业，近 5 年 CAGR 高达 42.74%，2022 年销售规模约 55.25 万辆，同比增长 66%，渗透率由 17 年约 0.6% 提升至 4.4%。

图表 149：燃油摩托车销量排量段分布



资料来源：中国摩托车商会、中国汽车工业年鉴、华泰研究

图表 150：大排量摩托(>250cc)销量近年实现高增



资料来源：中国摩托车商会、中国汽车工业年鉴、华泰研究

自主品牌自力更生填补代沟，产品供给优化助力国产化替代。国内摩企过去由于未能掌握大排量发动机制造、车架轻量化等核心技术，产品主要集中在 250cc 以下小排量通路摩托车，产品附加值低且同质化严重，随着小排量市场饱和，市场竞争日趋激烈。国内市场大排量车型因此较为稀缺，先前主要由本田、铃木、宝马等日本及欧美厂商主导。但由于进口车型税费、品牌溢价等因素影响，定价普遍偏高，其价格门槛让众多消费者望而却步。而国内摩企在此关口纷纷加大研发投入，并通过技术合作、跨国并购、逆向研发吸收海外先进制造技术，产品性能逐步追赶上海外品牌。同时国产品牌推动国产大排产品加速上新，价格带下探降低购车门槛，消费受众得以快速拓展。

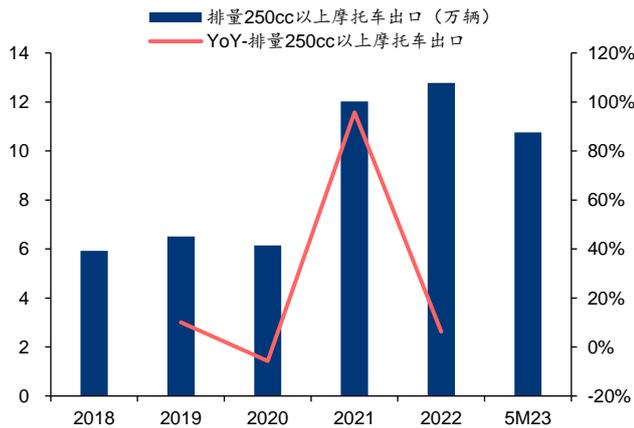
图表 151：自主及海外品牌 400cc 级别双缸跑车产品对比

	厂商	品牌	车型	上市时间	参考价(元)	排量 (cc)	最大功率 (kw/rpm)	最大马力 (Ps)	最大扭矩 (N·m/rpm)	油箱容量(L)	整备质量(kg)
国产	钱江摩托	QJMOTOR	赛 400	2022-04	29999	400	33/9500	44.9	37/7000	14	179
	春风动力	春风	450SR	2022-05	32580	450	37/9500	50.3	39/7600	14	168
进口/合资	川崎	川崎	Ninja 400	2022-06	49800/50800	400	35/10000	47.6	37/8000	14	168
	五羊本田	本田 WING	CBR400R	2022-09	42000	400	33/9000	44.9	37/7500	16	194

资料来源：汽车之家、华泰研究

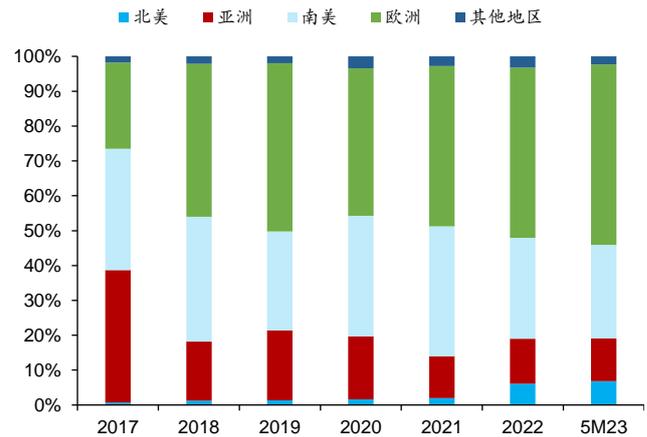
中大排摩托出海空间广阔，差异化定位、性价比优势助力自主摩企扬帆起航。根据摩托车商会数据，2022年摩托车整车实现出口764.47万辆，同比下降16.1%，出口车型以排量250cc以下的产品为主。而排量250cc以上摩托车虽市场份额较少，但均实现逆势增长，22年整车出口量达到约12.78万辆，同比增长6.3%。从近年出口表现来看，大排量渗透率均保持增长态势，19-22年由不到1%提升至近2%。此外，大排量摩托车出口均价也提升至3132美元，同比增长5.4%，实现出口量价齐升。从出口地区来看，大排量产品出口主要以欧洲、南美及亚洲地区为主，22年分别实现9.52/5.64/2.53万辆，同比增长38.9%/0%/37.2%。我们认为在大排量出口市场，自主品牌摩企有望凭借产品差异化定位及性价比优势逐步开拓海外市场。

图表152: 大排量摩托车(&gt;250cc)出口近年稳步提升



资料来源: 中国摩托车商会、中国汽车工业年鉴、华泰研究

图表153: 大排量摩托车(&gt;250cc)出口地区分布

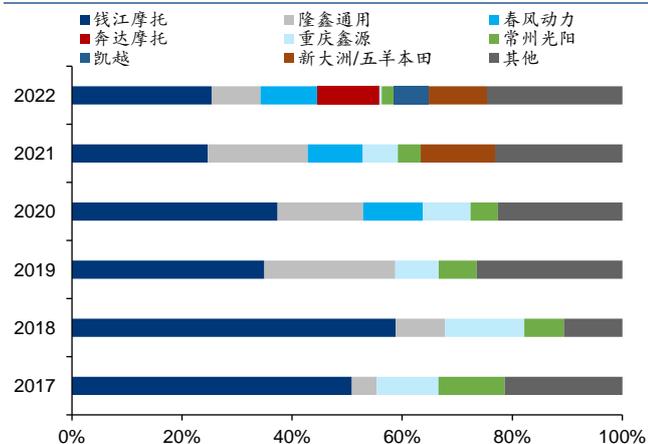


资料来源: 中国海关、华泰研究

### 产品实力、策略、渠道多方位优势出众，大排量转型成果显现

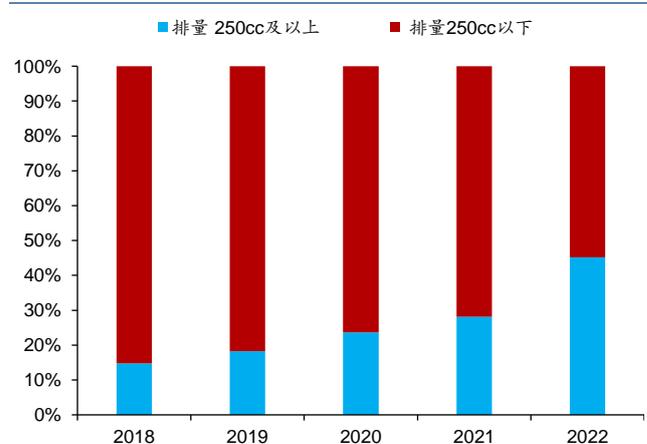
乘大排量之风而行，量价利三升提供充足业绩弹性。公司250cc及以上大排量产品销量近五年实现近三倍增长，CAGR达30%，22年实现合计销量17.5万辆，同比增长57.2%，市场份额达25.4%，连续十一年位列行业第一，市场地位稳固。出口方面，公司22年实现250cc及以上大排量摩托出口5.41万辆，同比增长3.6%，同样连续数年占据大排量外销榜首，而公司单车出口均价为3559美元，量价均高于业内同行。随着公司逐步推进产品大排量化转型，其毛利率也随大排量车型占比得到提升，并成功反超春风，22年毛利率约为27%。我们认为公司深耕大排量摩托多年，产品转型成果逐渐显现，有望推动量价利三升。

图表154: 大排量摩托 (250cc及以上) 市场格局



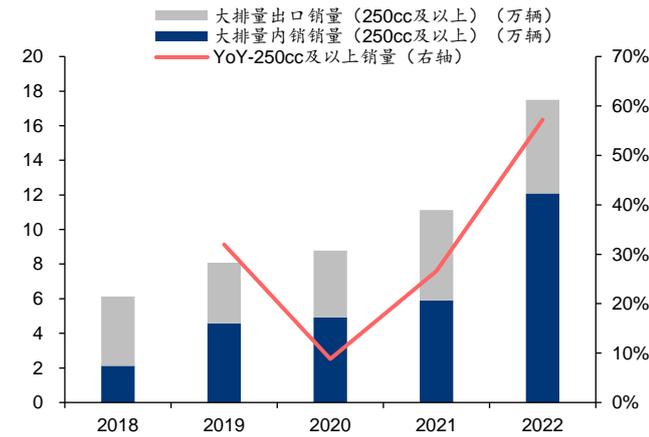
资料来源: 中国摩托车商会、中国汽车工业年鉴、华泰研究

图表155: 公司产品结构逐渐大排量化



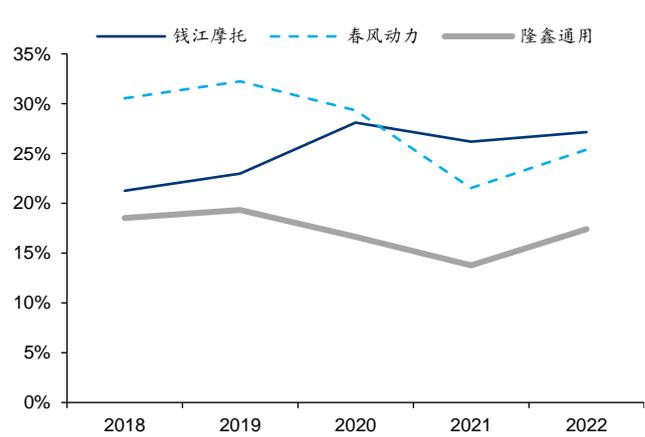
资料来源: 公司公告、Wind、华泰研究

图表156: 公司大排量摩托车内销及出口均保持较快增长



资料来源: 公司公告、Wind、华泰研究

图表157: 大排量化推动公司毛利率 21 年起超越同业



资料来源: 公司公告、Wind、华泰研究

**产品矩阵齐全, 细分市场齐发力, 多赛道布局形成业绩安全网。**国潮品牌 QJMOTOR 目前已覆盖街车、仿赛、巡航、休旅、复古、踏板等主流车系, 排量段包括 150cc 至公升 (1000cc 及以上) 级别, 价位均在 10 万元以下。今年公司上新节奏加快, 计划发布 25 款新车型, 截至目前已陆续发布 10 款车型及改款, 包括鸿系列、赛 150、闪 250、闪 700、骁 700/800 等众多车系产品, 分别针对踏板车、中排量入门级、大排量高端车型等热门品类进行补充, 在排量段和功能端向上向下不断完善产品谱系。贝纳利目前已有复古、街车、跑车、ADV 等多元产品, 主要面向高端及海外市场。我们认为相较于其他摩企, 丰富的产品谱系避免其押注于少数几款产品, 降低新品失败风险, 同时也通过打入各细分市场形成业绩安全网。

图表158: 钱江摩托品牌布局完善, 产品矩阵丰富

品牌	车系	排量段	车型	价位 (万元)	品牌	车系	排量段	车型	价位 (万元)	
QJMOTOR	追 (街车)	150cc及以下	追150	1.3	QJMOTOR	小排量系列	150cc及以下	壹米阳光	1.1	
		250-400cc	追350	2.7		高速电摩系列	电动	OAO	2.5	
		600-1000cc	追600	4.4-5.0	追700	4	复古	150cc及以下	幼狮 150	1.4
	逸 (复古)	250-400cc	逸250	1.6	400-600cc	帝国400	2.4	幼狮 500	3.9-4.7	
		400-600cc	逸500	2.4	600-1000cc	幼狮 800	5.6-6.0	250-400cc	TRK251	2
		逸550	3.4	400-600cc	TRK502	3.6-4.6	600-1000cc	TRK702	4.7-5.1	
	闪 (巡航)	150cc及以下	闪150	1.3-1.4	贝纳利	休旅ADV	150cc及以下	BN150S	1.2	
		250-400cc	闪250	1.8			250-400cc	TNT150i	1.1	
		闪300S	2.0-2.3	400-600cc			TNT25	1.9		
		闪350	2.5	600-1000cc			BN302S	2.6-2.7		
		400-600cc	闪500S	3.7			400-600cc	502C	4.0-4.5	
		闪500	3.7	600-1000cc			TNT600i	4.7-5.4		
	赛 (仿赛)	150cc及以下	赛150	1.4	Qjiang	街车	150cc及以下	752S	4.8	
		250-400cc	赛250	1.8-2.0			400-600cc	TNT899	8	
		赛350	2.9	600-1000cc			Tornado 252R	2.6		
		400-600cc	赛400	3		250-400cc	Tornado 302R	3		
			赛450	3.2		Tornado 402R	3.2			
			赛550	3.6		Mini	TNT125	0.9		
			赛600	4.0-5.1		旅行车	小迅龙Mini	1.2		
		骁 (休旅ADV)	400-600cc	骁500		3.9-4.7	东动	电轻摩	电动	BO
	骁600		5.7	钱江电动	电自	5款电自			1万以下	
	600-1000cc		骁650	4.7-5.0	巡航车	150-250cc		凯威荣光202	1.3	
			骁700	4.4-5.1		150-250cc		荣耀250	1.6	
			骁750	5.0-5.8	踏板车	150cc及以下		巡航者	1.8	
			骁800	5.0-5.4	跑车 (仿赛)	150-250cc		小飓风150i	1.1	
	鸿 (踏板车)	150cc及以下	鸿125	0.9-1.1	小排量通路系列	250cc以下	20余款通路车	1万以下		
		150cc及以下	鸿150 ADV	1.5-1.7		GO	0.4-0.5			
		250-400cc	鸿150 CITY	1.7	GO	0.4-0.5				
鸿250		2.4	GO	0.4-0.5						
鸿350		3.7	GO	0.4-0.5						
小排量系列	150cc及以下	菲诺125	0.9	GO	0.4-0.5					
	150cc及以下	大熊150	1.2-1.4	GO	0.4-0.5					
			壹米150	1.4						

资料来源: 汽车之家、摩托范、公司官网、华泰研究

图表159：部分自主及合资品牌大排量产品布局对比

厂商	旗下品牌	覆盖车系	覆盖排量	价位区间	在售大排量车型	合作伙伴
钱江摩托	Qjiang、QJMOTOR、贝纳利 Benelli	追(街车)、逸(复古)、闪(巡航)、赛(仿赛)、骜(休旅ADV、越野)、鸿(踏板车)	50-1200cc	1.58-9.98 万元	46	哈雷·戴维森、MV 奥古斯塔
春风动力	CFMOTO	跑车(仿赛)、街车、复古车、拉力车、旅行车	125-1250cc	1.59-10 万元	10	KTM
国 产	隆鑫通用	隆鑫、隆鑫无极 VOGE	跑车(仿赛)、街车、复古车、拉力车、越野车、踏板车	1.58-4.78 万元	19	宝马、MV 奥古斯塔
	宗申动力	宗申、宗申阿普利亚(合资)、宗申比亚乔(合资)、宗申赛科龙	跑车(仿赛)、街车、巡航车、复古车、拉力车、越野车、踏板车	1.3-5.18 万元	30	阿普利亚、比亚乔
合 资	土星动力	奔达	巡航车、复古车	1.58-4.68 万元	12	-
	本田	本田 Wing	跑车(仿赛)、街车、巡航车、复古车	3.45-4.98 万元	7	-
	豪爵铃木	豪爵铃木	跑车(仿赛)、街车	2.37-2.77 万元	3	-

注：价位区间及车型数量仅统计排量 250cc 及以上车型

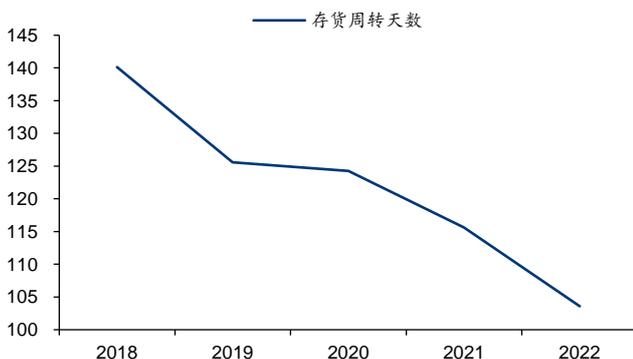
资料来源：汽车之家、华泰研究

**核心技术实力出众，助力产品力提升。**公司在收购老牌意大利摩企贝纳利后与其开展技术合作，于 12 年成功自主开发具有较大技术难度的国内首款四缸发动机，展现其出众的技术实力。公司目前已掌握发动机及整车制造开发的完整技术能力，快速拓展衍生车型的能力得到大幅提升，同时不断改进完善产品性能及品质，实现新型轻量化发动机、高性能制动系统等核心部件的开发。此外，公司近年持续加大研发及人才投入，22 年研发人员达到 660 人，同比增长 18.5%，四年内研发人员翻倍，占比由 7.7% 提升至 12.6%。得益于研发及技术优势，公司产品实力出众，闪 300、赛 600 等车型广受市场好评。我们认为其技术研发优势为其产品实力提供有力加持，未来有望进一步稳固其市场地位。

**国内渠道布局日渐清晰，海外渠道积淀抢占先机。**(1) 国内市场，公司实行贝纳利与 QJMOTOR 渠道独立运营，取代原先代理模式，目前 QJMOTOR 品牌已建成 Q 网和 E 网两大渠道体系，Q 网主要销售跨骑车型，而 E 网主要针对高速电摩、踏板及通路市场，以此对不同排量、功能产品渠道明确布局，有望提高运营管理效率，加强品牌效应。另一方面，公司实施渠道分级管理，将门店分为五个等级，以优化终端售价管理，促进门店标准化，也更有利于公司感知市场需求变化。同时，公司也大力拓展、下沉原有渠道，22 年新建 QJMOTOR 门店超 500 家，E 网门店超 200 家，目前门店总量已达 1100 家。我们认为渠道端拓展优化可提升其管理运营质量，同时帮助实现品牌战略及差异化产品定位。

(2) 海外市场，公司在欧洲、东南亚等主要出口市场均有多年渠道积累。目前公司正加快自主外贸渠道建设，新增渠道 13 家，由原先贝纳利单品牌进行拓展，实现对海外多品牌渠道覆盖。

图表160：公司存货周转天数显著下降，渠道运营能力大幅提升



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

图表161：公司渠道门店等级分类

店铺等级	店铺区位	店铺类型
Q 级	一二线城市	最高等级旗舰店，面积 500 平方 以上
J 级	地级市	旗舰店，面积 300 平方以上
M 级	县	混卖店，使用品牌形象
R 级	县	专卖店
O 级	乡镇	混卖店

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

## 盈利预测与估值

**摩托车整车业务：**20-22 年该业务营收 33.5/41.4/55.3 亿元，20 年以来业务得益于大排量需求市场旺盛，公司 20-22 年摩托车销量为 37.2/39.5/38.7 万辆（财报口径）。其中，250cc 及以上大排量摩托 20-22 年分别实现销量 8.8/11.1/17.5 万辆。

我们基于以下假设：

1) 选取城市人均大排量摩托车销量进行估算，参考日本、欧美等大排量摩托车成熟市场（当前日本城市人均大排量摩托销量约为 8-10 辆/万人，欧美市场均在 10 辆/万人以上），再考虑我国部分地区禁限摩政策影响及大排量摩托主要消费人群，预计 22-25 年城市每万人销量由 4.6 辆提升至 8.2 辆，23-25 年对应国内市场销量分别达到 49/60/75 万辆。公司大排量市占率有望小幅提高，预计 23-25 年国内市占率分别为 28.5%/29%/29%（以财报口径销量测算），对应大排量摩托内销销量将分别达到 13.9/17.3/21.9 万辆；消费需求升级推动中高端大排量车型销售占比提升，带动单车价值上扬，预计 23-25 年大排量摩托单车价值将由 2.7 万元提升至 2.85 万元；

2) 小排量市场逐渐萎缩，预计 23-25 年国内市场 250cc 以下小排量销量将分别达到 474/450/427 万辆，但公司有望凭借其热门鸿系列踏板车提高小排量市场份额，23-25 年预计由 3.5%提升至 6.5%（22 年约 2%），对应公司销量 16.6/22.5/27.8 万辆，同时带动单车价值由 22 年的 5500 元提至 7000 元；

3) 海外方面，新兴市场大排量摩托得益于低基数有望实现高增，伴随公司加快海外渠道改革，预计 23-25 年大排量产品出口销量分别实现 5.9/7.5/9.5 万辆，在更大排量新品的拉动下，平均单车售价有望由 2.6 万元提升至 2.7 万元。整体来看，我们预计 23-25 年公司摩托车整车业务收入将达到 71.6/96.5/124.6 亿元。同时，公司产品结构优化、生产效率提升有望进一步改善毛利率，我们假设 23-25 年摩托车业务整体毛利率为 28.7%/28.8%/28.9%。

**费用率：**公司控费能力良好、持续推进降本提效，往后看，23 年公司将加大营销力度，预计销售费用率今年将有所上升，随销售力度恢复常态，费用率有望逐步回落，我们假设 23-25 年公司销售费率为 3.6%/3.5%/3.45%；同时考虑到公司 23 年对海外销售渠道进行调整，管理费率或提升，假设 23-25 年为 4.9%/4.8%/4.7%。考虑到公司将保持新品投放力度，并投入全地形车开发，研发费率将维持高位，预计 23-25 分别为 5.6%/5.6%/5.6%。

图表162：公司业绩拆分

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>56</b>	<b>73</b>	<b>98</b>	<b>126</b>
YOY	-4.55%	19.29%	31.07%	28.81%	34.27%	28.79%
毛利	10	11	15	21	28	36
毛利率	28.10%	26.17%	27.15%	28.52%	28.64%	28.78%
<b>摩托车整车-收入</b>	<b>33.5</b>	<b>41.5</b>	<b>55.3</b>	<b>71.6</b>	<b>96.5</b>	<b>124.6</b>
销量(万辆)	37	40	39	51	61	75
毛利	9.6	10.9	15.0	20.5	27.7	36.0
毛利率	28.63%	26.34%	27.20%	28.67%	28.75%	28.86%
其中：大排量摩托-收入	-	-	-	53	69	88
小排量摩托-收入	-	-	-	19	23	27
沙滩车-收入	-	-	-	-	5	9
<b>锂电、封装、控制器-收入</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
毛利	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
毛利率	25.44%	22.78%	24.38%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>房地产销售-收入</b>	<b>58.6</b>	<b>9.5</b>	<b>0.8</b>	-	-	-
毛利	4.1	0.8	0.7	-	-	-
毛利率	6.91%	8.03%	88.22%			
<b>销售费用率</b>	<b>3.21%</b>	<b>3.66%</b>	<b>3.53%</b>	<b>3.60%</b>	<b>3.50%</b>	<b>3.45%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>5.00%</b>	<b>4.95%</b>	<b>4.89%</b>	<b>4.90%</b>	<b>4.80%</b>	<b>4.70%</b>
<b>研发费用率</b>	<b>4.59%</b>	<b>5.01%</b>	<b>5.60%</b>	<b>5.60%</b>	<b>5.60%</b>	<b>5.60%</b>

注：大排量摩托指排量 250cc 及以上排量，小排量摩托指排量 250cc 以下排量；大排量及小排量摩托车历史收入未有披露  
资料来源：Wind、华泰研究预测

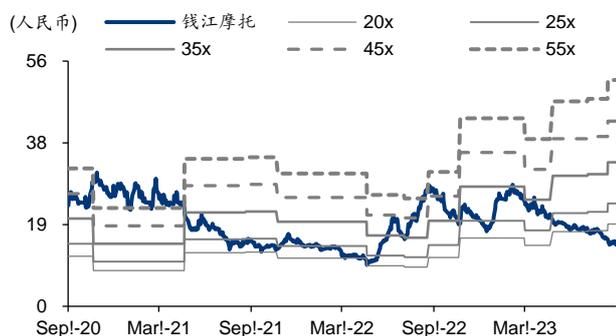
我们预计公司 23-25 年营收为 73/98/126 亿元，同比+29%/+34%/+29%，归母净利润为 5.5/7.5/9.7 亿元，对应 EPS 为 1.05/1.43/1.85 元。我们选取可比公司春风动力、八方股份、涛涛车业作为可比公司，Wind 一致预期下可比公司 23 年 PE 均值为 19 倍，给予公司 23 年 19 倍 PE，对应股价 19.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表163: Wind 一致预期下可比公司估值表 (截止 2023 年 9 月 7 日)

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E
301345 CH	涛涛车业	57	2.85	3.26	18.2	15.9
603129 CH	春风动力	218	7.47	9.94	19.4	14.5
603489 CH	八方股份	98	3.06	3.96	19.0	14.7
	均值	124			19	15

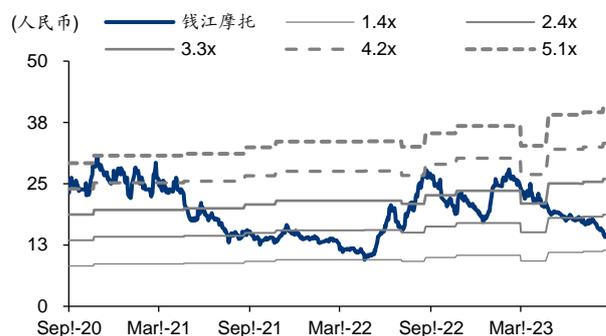
资料来源: Wind、华泰研究

图表164: 钱江摩托 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表165: 钱江摩托 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 风险提示

### 1) 国内大排量摩托车市场需求不及预期，行业竞争加剧

目前国内多地实行禁限摩政策，其对摩托车上牌、通行均有存在限制，若相关政策收紧，则市场需求可能不及预期。未来行业竞争可能加剧，也将影响公司市场地位及相关业务收入。

### 2) 海外摩托车市场需求、出海布局进度不及预期

海外经济不确定性及通胀高企可能抑制摩托车市场需求，同时，公司海外渠道布局及品牌建设尚未成熟，若出海进度不及预期，可能影响公司出口和海外业务。

### 3) 原材料涨价、汇率贬值、出口相关费用超预期

公司控本能力虽较强，但若钢材等主要原材料价格出现大幅上涨，则会影响公司毛利率水平，利润兑现可能不及预期。此外，公司当前大力开拓海外市场，若出现汇率大幅波动，或海运费大幅上涨，将可能削弱公司盈利能力。

## 盈利预测

## 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3,347	4,717	6,366	8,295	10,722
现金	1,515	2,795	3,600	4,834	6,226
应收账款	487.77	452.08	758.57	867.03	1,227
其他应收账款	44.83	50.62	72.34	92.77	119.87
预付账款	38.51	61.02	67.19	104.96	116.75
存货	1,117	1,251	1,742	2,270	2,887
其他流动资产	144.29	107.39	125.35	125.60	145.88
<b>非流动资产</b>	1,767	2,017	2,275	2,676	3,129
长期投资	349.69	185.03	136.86	93.75	46.38
固定投资	667.40	1,053	1,302	1,673	2,064
无形资产	129.03	362.95	387.23	418.61	461.72
其他非流动资产	621.21	416.02	449.21	490.44	557.49
<b>资产总计</b>	5,114	6,735	8,641	10,970	13,851
<b>流动负债</b>	1,976	2,767	4,144	5,751	7,695
短期借款	0.00	0.00	1,033	1,132	2,495
应付账款	750.29	1,011	1,215	1,769	2,067
其他流动负债	1,226	1,756	1,896	2,849	3,133
<b>非流动负债</b>	123.91	453.03	451.80	450.96	450.27
长期借款	11.81	10.32	9.09	8.24	7.55
其他非流动负债	112.10	442.72	442.72	442.72	442.72
<b>负债合计</b>	2,100	3,220	4,596	6,202	8,145
少数股东权益	20.07	18.86	(2.37)	(31.32)	(68.82)
股本	453.54	468.93	527.19	527.19	527.19
资本公积	1,389	1,549	1,549	1,549	1,549
留存公积	1,050	1,468	1,999	2,723	3,660
归属母公司股东权益	2,994	3,495	4,047	4,800	5,775
<b>负债和股东权益</b>	5,114	6,735	8,641	10,970	13,851

## 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	207.49	1,041	68.64	1,604	559.08
净利润	231.68	397.22	530.65	723.92	937.31
折旧摊销	78.10	104.01	150.55	203.61	227.62
财务费用	12.52	(187.43)	(113.04)	(126.93)	(141.73)
投资损失	(97.95)	14.13	(7.31)	(7.31)	(7.31)
营运资金变动	(181.37)	438.13	(462.54)	850.46	(403.91)
其他经营现金	164.51	274.59	(29.68)	(39.65)	(52.90)
<b>投资活动现金</b>	(97.63)	67.89	(400.91)	(595.74)	(671.40)
资本支出	(171.70)	(462.07)	(452.17)	(640.98)	(721.75)
长期投资	(43.02)	150.52	48.17	43.11	47.37
其他投资现金	117.09	379.45	3.09	2.13	2.97
<b>筹资活动现金</b>	251.42	84.62	104.59	126.44	141.52
短期借款	0.00	0.00	1,033	99.18	1,363
长期借款	11.81	(1.49)	(1.23)	(0.85)	(0.69)
普通股增加	0.00	15.40	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.87	159.13	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	226.74	(88.41)	(927.20)	28.10	(1,220)
现金净增加额	335.54	1,253	(227.68)	1,135	29.19

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4,309	5,648	7,276	9,770	12,583
营业成本	3,182	4,115	5,201	6,971	8,961
营业税金及附加	231.11	369.59	436.55	586.18	754.95
营业费用	157.60	199.52	261.93	341.94	434.10
管理费用	213.24	276.00	356.52	468.94	591.38
财务费用	12.52	(187.43)	(113.04)	(126.93)	(141.73)
资产减值损失	(43.82)	(87.75)	(109.14)	(127.01)	(163.57)
公允价值变动收益	(29.79)	(5.44)	(2.00)	(2.00)	0.00
投资净收益	97.95	(14.13)	7.31	7.31	7.31
<b>营业利润</b>	240.65	463.87	612.49	839.86	1,091
营业外收入	14.43	16.51	16.51	16.51	16.51
营业外支出	4.93	4.71	4.71	4.71	4.71
<b>利润总额</b>	250.15	475.67	624.29	851.67	1,103
所得税	18.47	78.45	93.64	127.75	165.41
<b>净利润</b>	231.68	397.22	530.65	723.92	937.31
少数股东损益	(5.93)	(20.46)	(21.23)	(28.96)	(37.49)
归属母公司净利润	237.61	417.67	551.88	752.87	974.80
EBITDA	297.82	500.08	712.73	996.74	1,277
EPS (人民币, 基本)	0.52	0.92	1.05	1.43	1.85

## 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.29	31.07	28.81	34.27	28.79
营业利润	(20.30)	92.76	32.04	37.12	29.89
归属母公司净利润	(0.80)	75.78	32.13	36.42	29.48
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	26.17	27.15	28.52	28.64	28.78
净利率	5.38	7.03	7.29	7.41	7.45
ROE	8.28	12.87	14.63	17.02	18.44
ROIC	17.49	38.70	28.55	50.51	38.31
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	41.06	47.82	53.19	56.53	58.80
净负债比率 (%)	(46.98)	(67.97)	(53.64)	(69.30)	(58.43)
流动比率	1.69	1.70	1.54	1.44	1.39
速动比率	1.05	1.20	1.08	1.02	0.99
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.89	0.95	0.95	1.00	1.01
应收账款周转率	8.51	12.02	12.02	12.02	12.02
应付账款周转率	3.86	4.67	4.67	4.67	4.67
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.79	1.05	1.43	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	1.97	0.13	3.04	1.06
每股净资产(最新摊薄)	5.68	6.63	7.68	9.11	10.95
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	31.33	17.82	13.49	9.89	7.64
PB (倍)	2.49	2.13	1.84	1.55	1.29
EV EBITDA (倍)	20.31	10.15	7.40	4.12	3.17

# 电踏车电机领头羊,一体产品创增长极

华泰研究

2023年9月09日 | 中国内地

首次覆盖

汽车零部件

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

61.76

研究员	宋亭亭
SAC No. S0570522110001	songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945	+(86) 10 6321 1166
研究员	申建国
SAC No. S0570522020002	shenjianguo@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388
研究员	边文姣
SAC No. S0570518110004	bianwenjiao@htsc.com
SFC No. BJS399	+(86) 755 8277 6411
联系人	陈诗慧
SAC No. S0570122070128	chenshihui@htsc.com
SFC No. BTK466	+(86) 21 2897 2228

## 电踏车电机领军企业,拓展一体轮电机业务打造新增长点

公司主营电踏车电机业务,主销欧美市场,凭借技术研发能力、一站式配套能力、全球化布局能力,在欧美市场与博世、禧玛诺等国际一线品牌共处市占前列。公司积极开拓国内电踏车电机业务,同时布局传统电动车、电动摩托车电机业务,一体轮电机快速放量,有望打造公司新成长曲线。预计公司23-25年归母净利润为3.2/4.5/5.3亿元, Wind一致预期下可比公司23年PE均值为28倍,考虑到公司是全球少数掌握电踏车力矩传感器核心技术的企业之一,其力矩传感器属于一维力矩传感器范畴,我们认为公司凭力矩传感器的技术壁垒可享受一定的估值溢价,给予公司23年32倍的PE估值水平,对应目标价为61.76元,首次覆盖给予“增持”评级。

## 高毛利高技术量中置电机奠定公司竞争力,欧洲需求疲软业绩短期承压

公司拥有多种轮毂电机、中置电机产品,研发能力较强,是全球少数掌握力矩传感器核心技术的企业之一,其中中置电机技术壁垒和价值量更高,毛利率可达50%以上,2022年收入占比达50%左右。2022年受欧美下游消费疲软、终端库存较高的影响,电踏车电机收入同比-11%,由于中置电机产品的消费者价格敏感度更低,我们判断公司中置电机销量下滑幅度小于轮毂电机。1H23公司收入同比-41%,4Q22-2Q23收入分别同比-37%/-41%/-41%,我们认为业绩下滑明显主要系公司海外电踏车电机业务受欧洲需求疲软和库存较高影响,或有较大下滑进而拖累整体业绩表现。

## 一站式配套能力与全球化布局保障优质服务,新项目助力提升配套率

公司产品丰富,有多个型号控制器、仪表及电池等产品与电机相配套,可满足客户一站式配套需求。17-22年配套产品收入CAGR为34%,2022年配套产品在电机收入略降的情况下保持增长。同时公司的苏州八方新能源锂电池pack及高端驱动系统制造项目计划2023年12月投入使用,有助于公司继续提升产品配套率。当前公司一站式配套能力不断强化,此外公司也不断升级全球化的售后服务与响应速度,我们看好下游去库存后公司电踏车电机业务将重回增长轨道。

## 积极拓展国内业务,近客户产能建设保障一体轮电机放量

公司成立“速通”品牌参与国内竞争,有望凭借多年积累巩固国内轮毂电机市场竞争地位。主要面对国内传统电动车市场的一体轮电机快速放量,2022年贡献收入7.8亿,同比+64%,毛利率为5.3%,我们预计伴随其销量增长,规模效应将促进其盈利能力进一步改善。八方天津电动车驱动系统制造项目紧邻捷安特、爱玛等终端客户,计划2023年6月投入使用,投产后预计年产高速轮毂电机55万台、一体轮电机330万台,助力公司拓展国内市场。

风险提示:海外需求不及预期;客户开拓不及预期;产能扩张不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	2,647	2,850	2,473	3,159	3,616
+/-%	89.47	7.66	(13.22)	27.71	14.49
归属母公司净利润(人民币百万)	606.62	512.13	323.88	450.76	525.67
+/-%	50.79	(15.58)	(36.76)	39.17	16.62
EPS(人民币,最新摊薄)	3.61	3.05	1.93	2.68	3.13
ROE(%)	24.37	18.51	11.17	15.03	16.68
PE(倍)	15.87	18.80	29.73	21.36	18.32
PB(倍)	3.60	3.37	3.27	3.15	2.97
EV/EBITDA(倍)	11.44	14.05	18.95	14.31	11.49

资料来源:公司公告、华泰研究预测

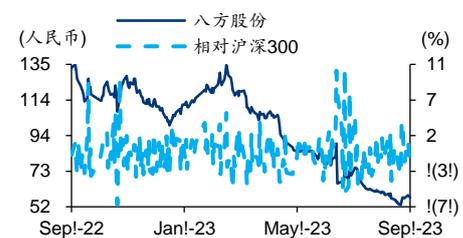
## 华泰证券研究所分析师名录



## 基本数据

目标价(人民币)	61.76
收盘价(人民币 截至9月7日)	57.28
市值(人民币百万)	9,630
6个月平均日成交额(人民币百万)	67.76
52周价格范围(人民币)	52.99-134.88
BVPS(人民币)	16.23

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 核心推荐逻辑

公司是电踏车电机领军企业，产品主销欧美市场（22 年海外收入占 34%），凭借技术研发能力、一站式配套能力、全球化布局能力，在欧美市场与博世、禧玛诺等国际一线品牌共处市占前列。其中中置电机为公司主销海外产品，公司保持较强的竞争力，ASP 和毛利率不断提升，近年来中置电机的收入占比持续提升，2022 年欧美下游消费疲软、终端库存较高，相关收入有受影响，往后看我们预计下游去库存后公司电踏车电机业务或将重回增长轨道。国内业务领域公司积极拓展，一方面成立速通品牌，拓展价格略低但市场空间较大的轮毂电机业务，一方面开拓了面向电动车市场的一体轮电机业务，22 年一体轮电机已放量，随着其上量加快，我们看好其成为公司新增长点，并对冲海外需求短期不振。

## 区别于市场的观点

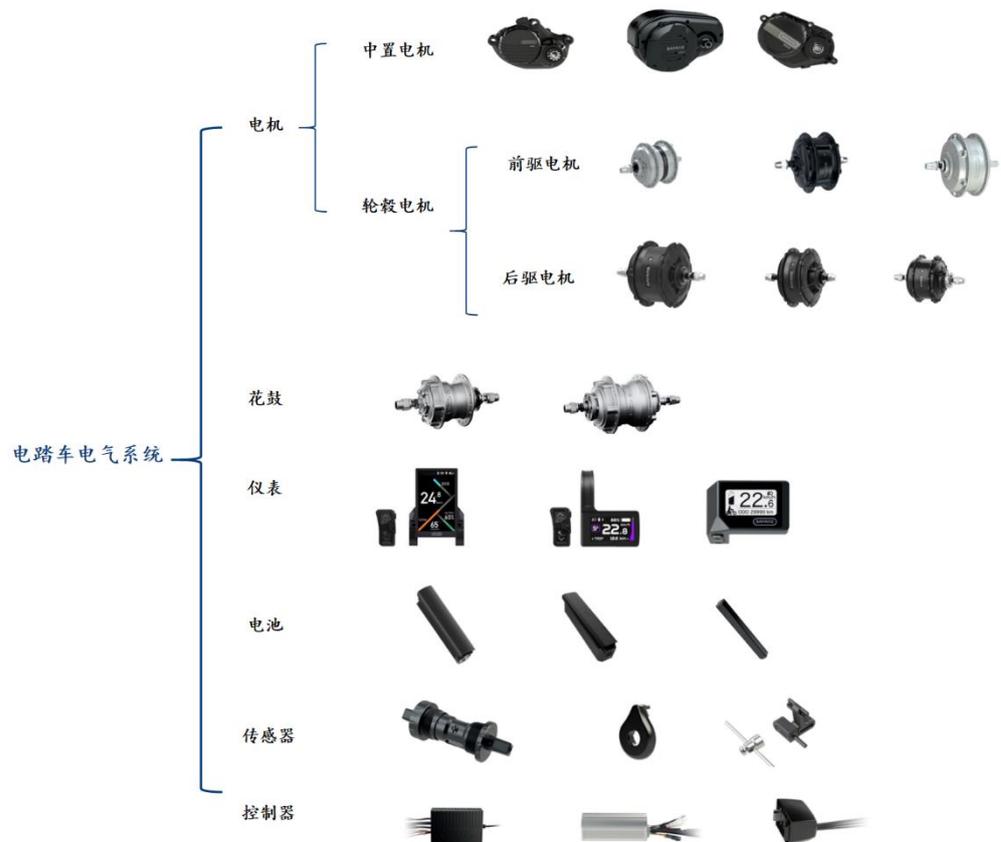
市场担忧欧洲需求疲软，且市场库存较高，或将影响公司产品销量和毛利水平。22Q4/23Q1/23Q2 公司营收同比-37.2%/-40.7%/-41.0%，如果剔除国内一体轮电机业务放量的业绩贡献，海外电踏车需求下滑可能较大。我们认为海外业务承压可能系俄乌冲突提高生活成本和通胀相对高位压制了欧洲的可选消费品需求，同时疫情后短距离出行需求放量一定程度上透支了未来需求并增加了中端库存，往后看，我们认为短期内海外需求疲软与终端去库存或将持续一段时间，但中长期来看，电踏车渗透率仍有提升空间，公司具有技术领先、一站式配套、服务完善的优势，有望受益于下游电踏车消费的恢复与增长，不断扩大自身市场份额。同时公司积极拓展国内客户以及布局传统电动车、电动摩托车领域，一体轮电机放量较快，有望继续为公司贡献收入新增量。

## 电踏车电机领军企业，国内外业务齐拓展

### 电踏车电机主销欧美市场，国内一体轮电机市场持续开拓

具备电踏车成套电气系统配套能力，拓展传统电动车、电动摩托车电机领域布局。公司成立于 2003 年，主要从事电踏车电机及配套电气系统的研发、生产、销售和技术服务，拥有中置电机、轮毂电机两大类型近百种型号的电机产品，并具备控制器、传感器、仪表、电池等配套供应能力，能够为山地车、公路车、城市休闲车、城市代步车等不同类型的电踏车提供全套适配电气方案，且公司是全球少数掌握力矩传感器核心技术的企业之一，产品技术指标达到国际先进水平。公司目前拥有众多境外中大型电踏车品牌商以及境内外整车装配商客户，客户基础良好。近年来公司在传统电动车、电动摩托车电机及相关产品领域展开布局，推进覆盖两轮车各级市场的多品牌战略。

图表166：公司电踏车电气系统主要产品



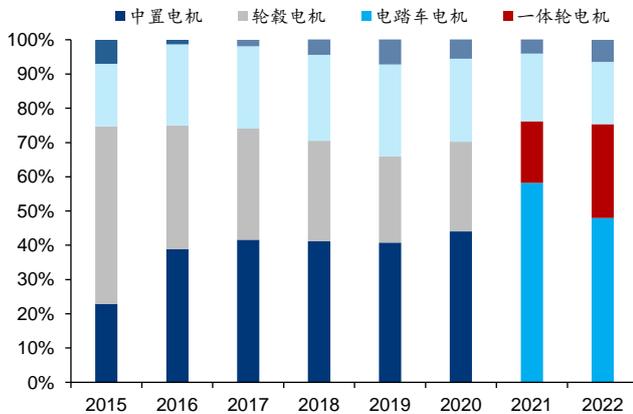
资料来源：公司官网、华泰研究

价值量和毛利率更高的中置电机占比提升。分产品结构来看，2022 年电踏车电机、一体轮电机、套件、电池收入占总收入比例分别为 48%/27%/18%/6%。电踏车电机分为轮毂电机和中置电机，对应不同层次需求的市場：

- 1) 轮毂电机：安装在轮毂中，产品售价更低，适合低购买力人群通勤使用，尤其是在无须过多考虑爬坡能力的平原区域，优势更为明显；租赁车、共享单车出于成本控制以及维修方便的考虑，更倾向于选择轮毂电机产品；大功率轮毂电机更能匹配自行车运动的爱好者以及极限运动的发烧友的需求。
- 2) 中置电机：安装在车身的中间位置即五通位置，内置控制器和传感器，拥有低转速、大扭矩，高效率、宽平台的特点，可以通过变速系统和电流档位来改变电机不同档位的扭矩，使得电机的扭矩输出调节范围更大，从而获得更大的爬坡能力，骑行感觉较好，安全性较高，一体式电气系统使整车更为简洁，适合具有一定购买力水平人群的代步及休闲健身。

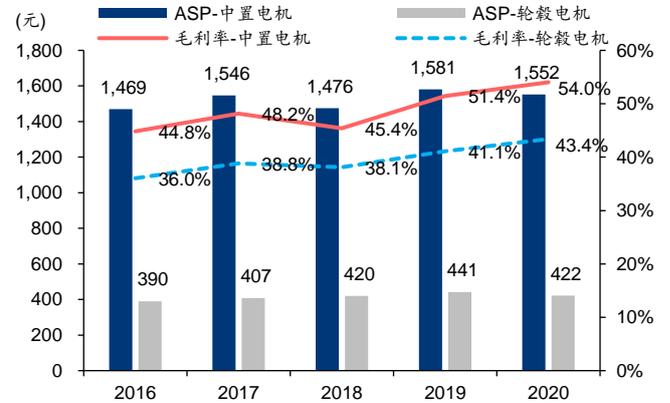
中置电机中常用的力矩传感器技术壁垒更高,中置电机ASP更高,毛利率可达到50%以上,18-20年公司中置电机收入及其占比提升,2020年中置电机收入占电踏车电机收入比例达到63%,占公司总收入比例达到44%。

图表167: 公司分产品收入结构



资料来源:公司公告、华泰研究

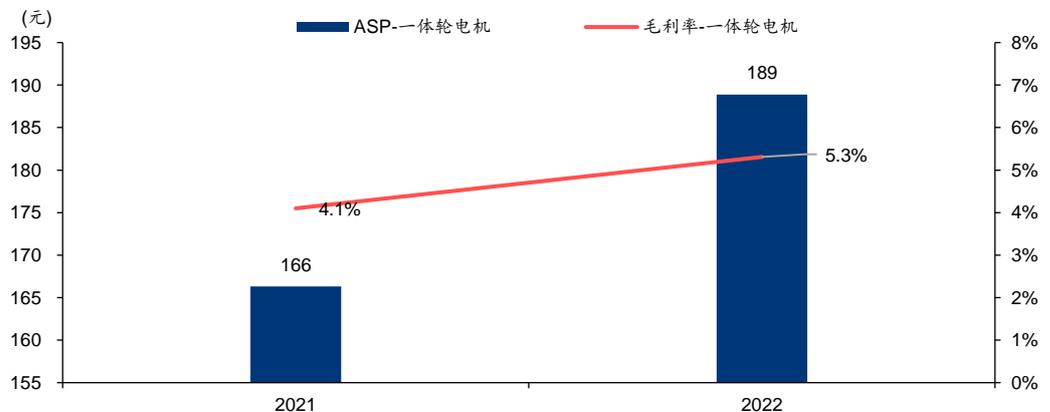
图表168: 16-20年中置电机ASP与毛利率高于轮毂电机



资料来源:公司公告、华泰研究

公司积极开拓传统电动车、电动摩托车领域的一体轮电机市场。公司一体轮电机为面向国内传统电动车市场的产品,主要客户为雅迪、爱玛等传统电动车行业龙头,市场基数大但总体毛利率不高。2022年公司一体轮电机收入7.8亿,同比增长64.2%,ASP提升至189元,规模效应体现下毛利率提升至5.3%。

图表169: 一体轮电机毛利率较低



资料来源:公司公告、华泰研究

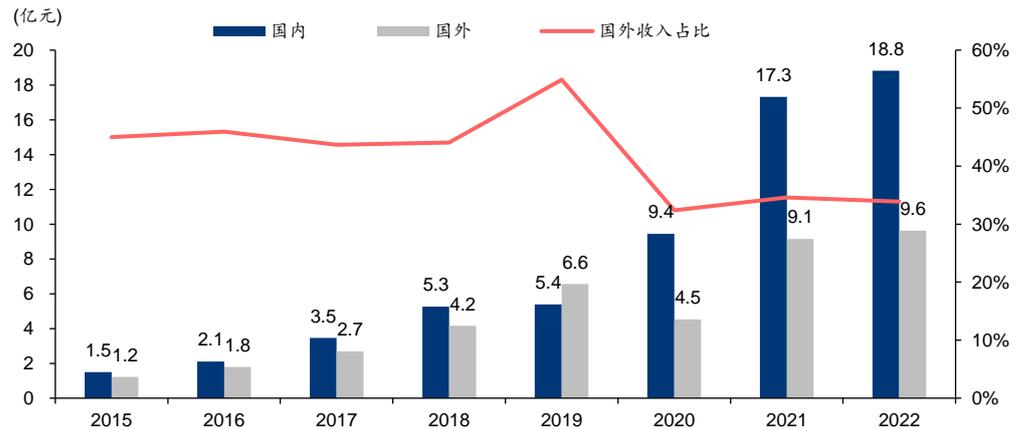
公司电踏车电机及其配套产品主要销往欧美市场。目前电踏车的终端消费市场主要集中在欧洲、日本和美国,其中欧洲市场发展最为成熟,日本市场较为稳定,美国市场发展较快。公司产品主要销往欧洲和美国,2018年公司直接外销欧洲市场的电踏车电机销售金额占境外电踏车电机业务收入的84%,其中直接外销欧洲市场的中置电机的销售金额占境外电踏车电机业务收入的57%。

公司内外销结构反映销售渠道和产品结构变化,近年来国内客户、产品拓展促进国内收入占比提升。公司客户主要是国外的电踏车品牌商以及国内外从事电踏车组装修装的整车装配商,产品销售直接销往欧洲市场(国外收入)或者销售给国内的整车装配商再整体出口至欧洲市场(国内收入),2019年欧委会反倾销影响下公司外销比例上升。2020年疫情导致下游客户生产经营受阻,国外收入有所降低,后海外客户生产恢复、疫情带动短距离出行下的电踏车需求驱动国外收入回升。

国内市场方面，公司积极开拓国内新客户以及传统电动车、电动摩托车电机新市场。2021年12月公司成立全资子公司速通电气，打造公司的第二品牌“速通”，主要面对国内客户，直面国内市场竞争。21-22年国内收入增长，2022年公司国内、国外分别收入18.8/9.6亿元，占主营业务收入比例分别为66%/34%。

国内产能项目提升国内客户配套能力。八方天津电动车驱动系统制造项目紧邻捷安特、爱玛等终端客户，未来将成为公司国内业务的主要制造基地，计划2023年内投产，投产后预计年产高速轮毂电机55万台，传统电动车直驱一体轮电机330万台，提升公司对国内客户的配套能力。

图表170：公司内外销收入变动情况

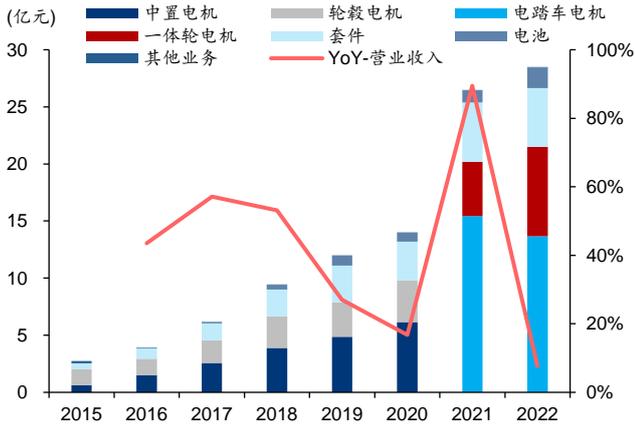


资料来源：公司公告、华泰研究

**业绩复盘：海外需求不振，业绩短期承压，一体轮电机快速放量。**受益于海外电踏车市场高景气度，15-21年公司营收、电踏车电机+套件收入CAGR分别为40%/42%。2022年受俄乌局势、通货膨胀等因素影响，海外终端需求较为疲软，叠加前期国际物流紧张，下游经销商和品牌备货较多、库存处于高位，22Q4到23Q2公司电踏车电机业务承压。较高端的中置电机电踏车用户群体价格敏感性更低，致使中置电机受影响幅度小于轮毂电机，2022年中置电机、轮毂电机销量分别同比-7.7%/-28.1%，2022年电踏车电机+套件收入同比-8.7%，一体轮电机快速放量，2022年收入同比+64.2%至7.8亿，2022年公司全年营业收入、归母净利润分别为28.5/5.1亿元，同比分别+7.7%/-15.6%。

1H23公司收入同比-41%至9.12亿元，归母净利润同比-70%至1.04亿元，毛利率同比-4.6pct至28.9%，期间费率同比+8.6pct至15.4%，业绩下滑明显主要系23Q2海外终端需求疲软、前期需求有所透支、库存较高，23Q2公司收入同比-41%、归母净利润同比-66%，利润端上，公司高毛利的电踏车电机收入承压影响了综合毛利水平，同时公司市场投入费用和售后维护费用较多，1H23销售费率同比+4.1pct至6.5%，进而导致利润同比下滑明显。

图表171：公司营业收入变化



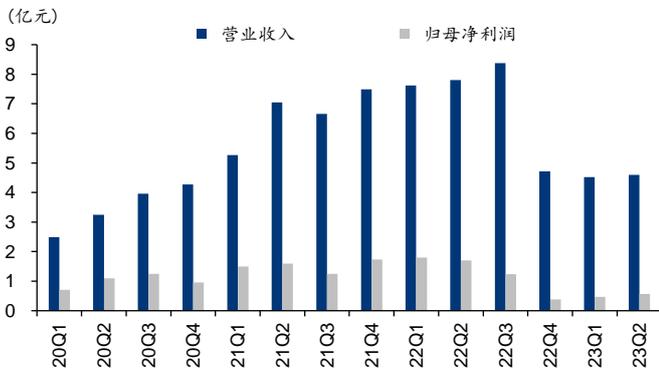
资料来源：Wind、华泰研究

图表172：公司归母净利润变化



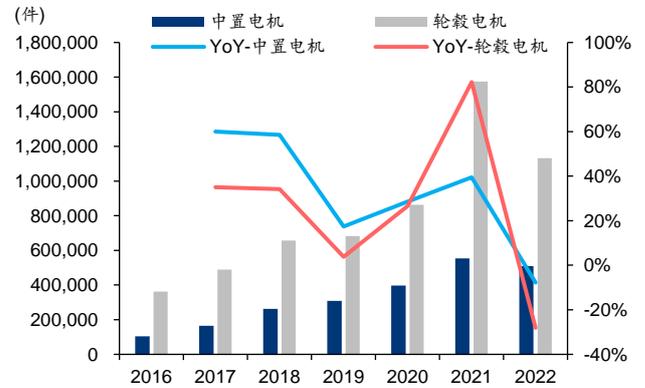
资料来源：Wind、华泰研究

图表173：公司季度业绩变化



资料来源：Wind、华泰研究

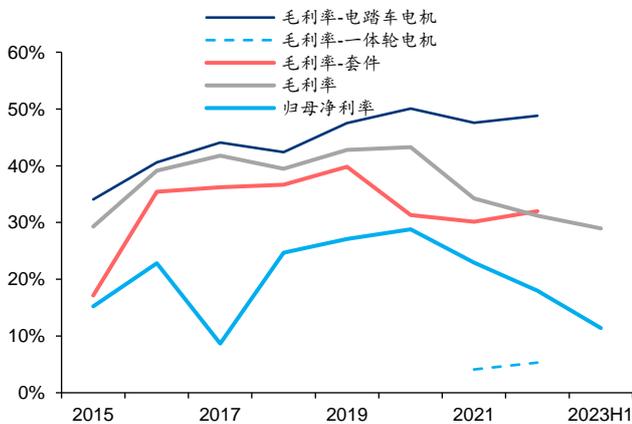
图表174：轮毂电机销量受下游需求不振影响更大



资料来源：公司公告、华泰研究

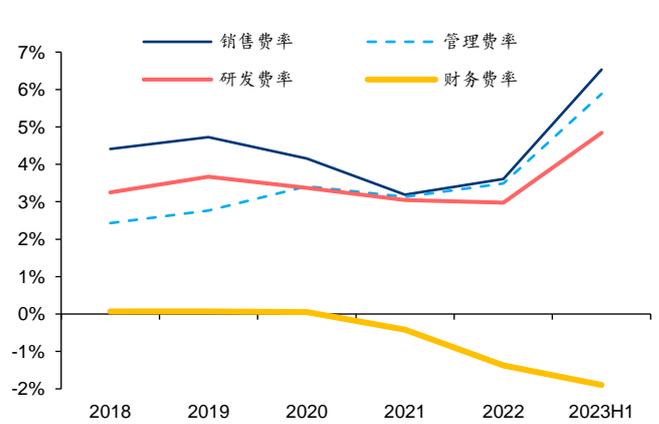
产品结构变化导致毛利率下降，叠加短期费用率上升导致净利率降低。毛利率较低的一体化收入及占比提升导致2022年公司整体毛利率下降毛利率为31.2%，23H1毛利率为29.0%，同比下降4.61pct，我们预计原因是继续受到产品结构变化影响。23H1市场拓展和售后费用较多导致管理费用同比增加，叠加收入承压，公司期间费用率上升，归母净利率下降至11.4%。

图表175：公司毛利率与净利率表现



资料来源：Wind、华泰研究

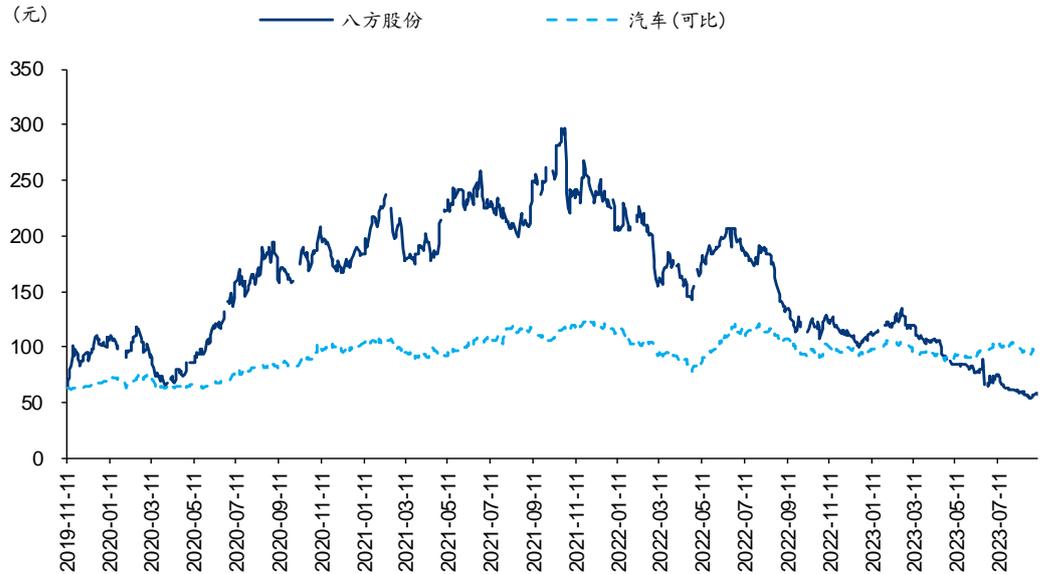
图表176：公司期间费用率表现



资料来源：Wind、华泰研究

股价主要受海外需求景气度与公司业绩表现驱动，兼受板块影响。公司自上市以来股价表现可分为以下几个阶段：(1) 上市至 21Q3，海外电踏车市场高景气驱动公司业绩增长，股价上涨；(2) 21Q3 至 23H1，公司业绩增速放缓，22Q3 起海外需求不振，22Q3 到 23Q1 公司业绩表现不佳，股价最大回撤约 48%，23 年年初公司股价受板块景气度回升有所向上修复，但 3 月后受汽车板块整体情绪较悲观和公司 23Q1 业绩有所承压的影响，股价快速下杀，年初至今最大回撤约 50%。

图表177：八方股份股价表现（截至 2023/9/7）



资料来源：Wind、华泰研究

### 具备一站式配套能力，全球化布局保障响应速度与服务质量

研发技术能力较强，为全球少数掌握力矩传感器核心技术的企业之一。电踏车电气系统供应商需要有相对成熟的电气系统的制造技术及工艺满足电气系统的一致性要求，且电踏车电气系统具有外观件属性，有定制化需求。公司研发能力较强，核心部件技术均达到了国际先进水平，公司主要产品电踏车电机在欧洲市占率排名较高，与具备力矩传感器与中置电机技术的博世、禧玛诺同在第一序列。其中，力矩传感器常用于中置电机，采集骑行者踩踏的力度，进而理解骑行者的骑行意图，存在一定的技术门槛，掌握力矩传感器核心技术及算法的企业较少，是决定能否进入中高端市场的重要因素。公司为全球少数掌握力矩传感器核心技术的企业之一，产品技术指标可以与博世、禧玛诺、雅马哈等境外公司直接竞争。

公司产品丰富，具备多档次、一站式配套能力，新项目助力提升产品配套率。公司产品适用山地、公路、旅行、城市等不同场景的电驱动系统。2022 年仪表、控制器、电池等配套产品在电机收入略降的情况下保持增长，收入为 7 亿元，17-22 年配套产品收入 CAGR 为 34%，公司一站式配套能力不断提升。公司于 2021 年 3 月成立全资子公司八方新能源，主要从事锂电池 pack 的设计、制造、测试等活动，公司苏州八方新能源锂电池 pack 及高端驱动系统制造项目计划 2023 年 12 月投入使用，将有助于公司不断提升产品配套率、为客户提供系统最优化解决方案。

公司全球化布局保障响应速度与服务质量。2012-2021 年，公司先后在荷兰、美国、波兰、德国设立了全资子公司，并在法国、意大利、丹麦等国设立机构专门提供海外营销及售后服务，服务网络不断完善。随着公司产品梯队的壮大及终端服务需求的增长，2022 年公司启动了 DDS (direct-to-dealer service) 经销商直接服务系统的开发，致力于搭建更加迅速、高效的售后服务体系，已实现多个品牌、上千家经销商的成功连接，实现从网站建设到线下人员配置，服务水平进一步向世界一流品牌靠拢，有望缩小公司和世界一流品牌之间品牌力上的差距。

## 盈利预测与估值

**(1) 电踏车电机：**公司电踏车电机包含中置电机和轮毂电机，其中：

**(a)**欧洲市场更偏好中置电机产品，考虑到海外需求疲软且库存较高，我们预计 23 年中置电机销量有一定降幅，后随着海外需求转好、库存消化而恢复增长，假设 23-25 年销量增速分别为 -20%/25%/10%，ASP 在 1550-1650 元左右，毛利率为 53%/54.5%/55%。

**(b)**轮毂电机方面，公司在原产品基础上成立第二品牌速通，以应对较低端的轮毂电机竞争，21 年 12 月成立，22 年收入体量较小，此外公司持续推出变速花鼓等新品。22 年轮毂电机整体销量受下游需求疲软影响，同比 -18%，我们认为短期内公司原有品牌或延续承压，24 年后有望在下游需求恢复下实现销量向上，第二品牌速通有望在小基数上实现较高增速增长，而新品有望伴随量产爬坡释放业绩，综合考虑下我们假设轮毂电机 23-25 年销量增速分别为 -16%/26%/8%。毛利率端上看，速通产品定位相对更低，毛利率更低，将导致轮毂电机毛利率有所下降，我们假设 23-25 年轮毂电机 ASP 为 326/346/341 元，毛利率为 31.4%/32.9%/32.7%。综上，我们预计 23-25 年电踏车电机业务收入为 9.5/12.5/13.6 亿元，毛利率为 45.9%/47.3%/47.7%。

**(2) 一体轮电机业务：**目前公司一体轮电机主要面向国内传统电动车市场客户，下游市场空间广阔，我们认为公司一体轮电机增长驱动主要来自客户开拓与产能提升，公司八方天津项目就近配套爱玛等客户，根据公司公告，该项目计划 23 年内投产，将新增 330 万件传统电动车一体轮电机产能，考虑到产能爬坡，我们假设 23-25 年一体轮电机销量分别为 514/642/770 万件，我们综合考虑公司的产品结构变化和客户年降需求，保守假设该产品的 ASP 在 189 元左右，预计 23-25 年一体轮电动机收入为 9.7/12.1/14.6 元。规模效应带动毛利率改善，我们预计 23-25 年一体轮电动机毛利率分别为 6.0%/6.5%/6.5%。

**(3) 套件及电池：**套件业务历年收入增速与电踏车收入增速具有相关性，我们认为 23 年其业绩或有承压，往后随着公司一站式配套能力提升，我们预计套件收入将伴随电机主业的增长而增长，我们假设 23-25 年套件收入增速为 -20%/25%/15%，毛利率稳定在 32% 左右；我们预计 23-25 年电池收入增速为 -20%/25%/15%，毛利率在 18% 到 20% 之间。

**(4) 费用端：**考虑到公司阶段性市场拓展和售后费用增加，我们预计公司销售费率将有所增加，假设公司 23-25 年销售费率为 4.3%/4.0%/3.8%；公司积极进行研发投入，我们预计公司研发费率将有所增加后保持稳定，假设公司 23-25 年研发费率为 3.6%/3.3%/3.1%。我们假设 23-25 年管理费率为 3.9%/3.4%/3.2%。

图表178：八方股份盈利预测

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营收	1,397.19	2,647.23	2,849.96	2,473.28	3,158.51	3,616.32
YOY	16.8%	89.5%	7.7%	-13.2%	27.7%	14.5%
毛利	604.60	906.92	889.78	643.66	869.73	975.64
毛利率	43.3%	34.3%	31.2%	26.2%	27.5%	27.0%
电踏车电机:收入	980.94	1,542.31	1,367.49	946.51	1,250.05	1,360.96
销量(万件)	126	213	164	136	171	186
平均单价(元)	778.13	725.00	832.45	695.87	729.86	732.34
毛利率	50.1%	47.6%	48.8%	45.9%	47.3%	47.7%
一体轮电机:收入		475.73	781.14	970.04	1,212.54	1,455.05
销量(万件)		286	414	514	642	770
平均单价(元)		166.31	188.90	188.90	188.90	188.90
毛利率		4.1%	5.3%	6.0%	6.5%	6.5%
套件:收入	338.59	521.47	516.03	412.82	516.03	593.43
毛利率	31.3%	30.1%	32.0%	31.5%	32.0%	32.0%
电池:收入	77.27	106.34	179.89	143.91	179.89	206.87
毛利率	26.5%	16.9%	17.7%	18.0%	19.0%	20.0%
销售费率	4.2%	3.2%	3.6%	4.3%	4.0%	3.8%
管理费率	3.4%	3.1%	3.5%	3.9%	3.4%	3.2%
研发费率	3.4%	3.0%	3.0%	3.6%	3.3%	3.1%

资料来源：各公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测与估值结果

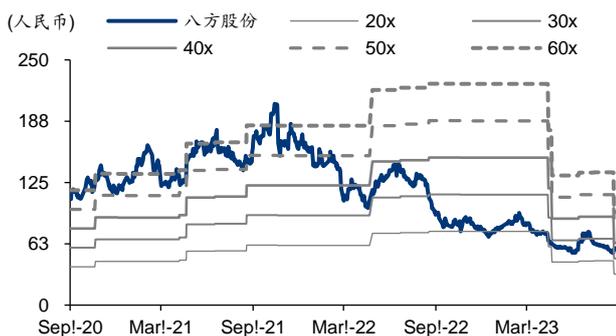
预计公司 23-25 年营收为 25/32/36 亿元,同比-13%/+28%/+14%,归母净利润为 3.2/4.5/5.3 亿元;对应 EPS 分别为 1.93/2.68/3.13 元,我们选取两轮车以及电机赛道的春风动力、涛涛车业、雅迪控股、九号公司、兆威电机、小牛电动等作为可比公司。Wind 一致预期下可比公司 23 年 PE 均值为 28 倍,考虑到公司是全球少数掌握电踏车力矩传感器核心技术的企业之一,其力矩传感器采用磁感应技术路线检测静态和动态扭矩,属于一维力矩传感器范畴,我们认为公司凭借在力矩传感器领域的技术壁垒可享受一定的估值溢价,给予公司 23 年 32 倍的 PE 估值水平,对应目标价为 61.76 元,首次覆盖给予“增持”评级。

图表179: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	净利润(亿元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603129 CH	春风动力	214.55	11.24	14.96	19.95	19	14	11
301345 CH	涛涛车业	55.73	3.12	3.57	4.75	18	16	12
1585 HK	雅迪控股	466.31	27.20	34.43	43.17	17	14	11
NIU US	小牛电动	17.44	1.17	2.07	2.91	15	8	6
689009 CH	九号公司-WD	236.43	6.19	9.79	14.13	38	24	17
003021 CH	兆威机电	118.91	2.01	2.86	5.57	59	42	21
均值						28	20	13

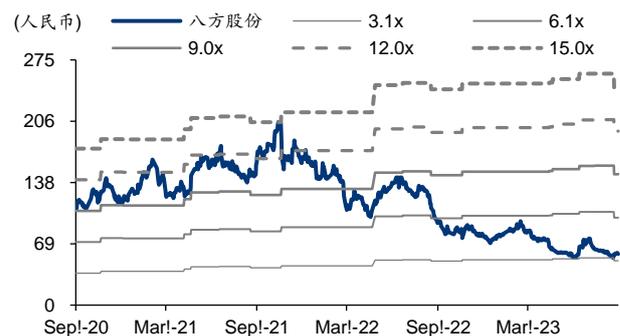
注: EPS、PE 数据来源 Wind 一致预期,截止 2023 年 9 月 7 日  
资料来源: Wind、华泰研究

图表180: 八方股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表181: 八方股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 风险提示

### 1) 客户开拓不及预期

公司募投项目投产后将带来大量产能释放,若后续公司客户开拓无法匹配扩张产能,可能会带来产线利用率不足,增加折旧摊销成本,可能对公司利润水平造成负面影响。

### 2) 海外需求不及预期

公司的海外业务占比较高,若海外终端市场景气度低、消费需求不足,低于我们预期,则可能对公司业绩造成负面影响。

### 3) 产能扩张不及预期

目前公司积极扩张国内产能建设以开拓国内市场空间,公司的天津电动车驱动系统制造项目紧邻捷安特、爱玛等终端客户,计划 2023 年 6 月投入使用,投产后预计年产高速轮毂电机 55 万台、一体轮电机 330 万台,若产能扩张不及预期,则可能影响公司的客户开拓,进而对公司业绩产生不利影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3,043	2,801	3,023	3,468	3,457
现金	1,776	1,380	1,729	1,530	1,802
应收账款	601.89	478.38	459.11	738.11	632.64
其他应收账款	4.14	9.24	2.37	12.46	4.52
预付账款	4.69	0.74	3.97	2.05	4.84
存货	400.54	375.42	346.88	559.15	486.18
其他流动资产	255.80	557.33	481.05	626.30	527.13
<b>非流动资产</b>	500.22	789.11	756.52	826.82	854.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	200.87	458.29	477.36	531.73	555.87
无形资产	29.07	87.48	97.51	105.47	115.37
其他非流动资产	270.28	243.34	181.66	189.62	183.44
<b>资产总计</b>	3,543	3,590	3,779	4,294	4,312
<b>流动负债</b>	854.44	718.97	824.52	1,225	1,053
短期借款	3.00	0.00	0.00	210.12	0.00
应付账款	668.55	475.10	589.46	745.90	794.77
其他流动负债	182.90	243.87	235.06	269.23	258.48
<b>非流动负债</b>	13.35	12.82	12.82	12.82	12.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	13.35	12.82	12.82	12.82	12.82
<b>负债合计</b>	867.80	731.79	837.33	1,238	1,066
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.30	120.30	168.12	168.12	168.12
资本公积	1,414	1,406	1,406	1,406	1,406
留存公积	1,146	1,417	1,589	1,828	2,107
归属母公司股东权益	2,675	2,859	2,942	3,056	3,246
<b>负债和股东权益</b>	3,543	3,590	3,779	4,294	4,312

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	334.94	350.80	568.26	23.87	871.86
净利润	606.62	512.13	323.88	450.76	525.67
折旧摊销	0.00	0.00	55.42	64.92	75.78
财务费用	(10.95)	(39.09)	(44.39)	(34.73)	(46.24)
投资损失	(10.42)	(0.53)	(5.48)	(3.01)	(4.24)
营运资金变动	(243.30)	(205.86)	248.24	(446.27)	332.25
其他经营现金	(7.01)	84.16	(9.42)	(7.79)	(11.35)
<b>投资活动现金</b>	(164.66)	(442.57)	(17.35)	(132.23)	(99.40)
资本支出	(226.43)	(268.02)	(19.84)	(131.63)	(99.33)
长期投资	0.00	(195.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	61.76	20.45	2.49	(0.60)	(0.07)
<b>筹资活动现金</b>	(250.42)	(320.01)	(201.74)	(301.50)	(290.00)
短期借款	3.00	(3.00)	0.00	210.12	(210.12)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.01)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.16	(8.07)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(265.57)	(308.93)	(201.74)	(511.62)	(79.88)
现金净增加额	(82.87)	(394.43)	349.16	(409.86)	482.47

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2,647	2,850	2,473	3,159	3,616
营业成本	1,740	1,960	1,825	2,289	2,641
营业税金及附加	9.82	20.88	18.12	23.14	26.49
营业费用	84.43	102.94	106.35	126.34	137.42
管理费用	82.89	99.48	96.46	107.39	115.72
财务费用	(10.95)	(39.09)	(44.39)	(34.73)	(46.24)
资产减值损失	(1.81)	(34.44)	(15.79)	(29.17)	(28.24)
公允价值变动收益	0.06	(20.48)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.42	0.53	5.48	3.01	4.24
<b>营业利润</b>	655.82	585.56	371.19	518.75	605.84
营业外收入	49.46	5.54	5.54	5.54	5.54
营业外支出	0.05	0.18	0.12	0.15	0.13
<b>利润总额</b>	705.23	590.92	376.61	524.14	611.24
所得税	98.61	78.78	52.73	73.38	85.57
<b>净利润</b>	606.62	512.13	323.88	450.76	525.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	606.62	512.13	323.88	450.76	525.67
EBITDA	687.27	575.10	407.84	568.73	665.97
EPS (人民币, 基本)	5.04	4.27	1.93	2.68	3.13

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	89.47	7.66	(13.22)	27.71	14.49
营业利润	40.04	(10.71)	(36.61)	39.75	16.79
归属母公司净利润	50.79	(15.58)	(36.76)	39.17	16.62
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	34.26	31.22	26.23	27.54	26.98
净利率	22.92	17.97	13.10	14.27	14.54
ROE	24.37	18.51	11.17	15.03	16.68
ROIC	65.65	38.25	29.38	27.85	40.19
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	24.49	20.38	22.16	28.83	24.72
净负债比率 (%)	(65.96)	(47.30)	(58.02)	(42.44)	(54.83)
流动比率	3.56	3.90	3.67	2.83	3.28
速动比率	3.07	3.32	3.20	2.34	2.78
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.83	0.80	0.67	0.78	0.84
应收账款周转率	5.90	5.28	5.28	5.28	5.28
应付账款周转率	3.27	3.43	3.43	3.43	3.43
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.61	3.05	1.93	2.68	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	2.09	3.38	0.14	5.19
每股净资产(最新摊薄)	15.91	17.00	17.50	18.18	19.31
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	15.87	18.80	29.73	21.36	18.32
PB (倍)	3.60	3.37	3.27	3.15	2.97
EV EBITDA (倍)	11.44	14.05	18.95	14.31	11.49

# 龙头地位持续强化，出海迎新增量

华泰研究

2023年9月09日 | 中国香港

首次覆盖

其他交运设备

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

19.39

研究员

SAC No. S0570522020002

申建国

shenjianguo@htsc.com

+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570522110001

宋亭亭

songtingting021619@htsc.com

SFC No. BTK945

+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570518110004

边文斌

bianwenjian@htsc.com

SFC No. BJS399

+(86) 755 8277 6411

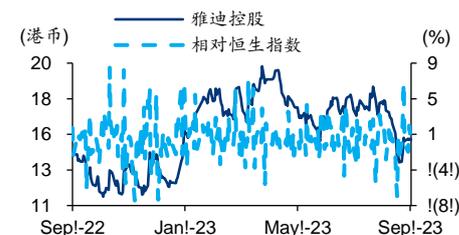
## 华泰证券研究所分析师名录



## 基本数据

目标价(港币)	19.39
收盘价(港币 截至9月7日)	15.16
市值(港币百万)	46,447
6个月平均日成交额(港币百万)	99.14
52周价格范围(港币)	11.34-20.65
BVPS(人民币)	2.29

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

### 全球化策略助力销量稳增，产品高端化有望改善盈利能力

雅迪控股是电动两轮车龙头企业，市占率稳居第一。近年来，公司向上整合电池供应商，重视核心部件研发，产品性能显著提升。公司同时积极推动渠道品牌建设，率先布局东南亚市场，发布高端化产品，助力销量和 ASP 大幅增加。我们预计公司 23-25 年摊薄后 EPS 分别为 0.94/1.15/1.51 元，参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE19.19 倍，给予公司 23 年合理 PE19.19 倍，对应目标价 19.39 港币，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 自研加码向上整合，积极推进产能布局

雅迪重视核心部件自研，并通过向上整合优化供应链管理，实现降本增效。公司自研的凸极电机，凭借着扭矩和能效转换率的显著优势，显著提高了产品的动力性能和续航能力。另外，22 年公司完成了上游电池供应商南都华宇全部股权的收购，进一步保障生产的同时自研钠电池，紧跟行业趋势。新国标实施以来，雅迪加速扩充产能以顺应激增的替换需求。2020 年公司产能增长约 88%，2022 年达 2000 万台，销量增长空间充足。雅迪同时推进东南亚产能建设，越南工厂产能已达 40 万辆。完善的海内外生产布局为公司的全球市场销售提供强大的支持。

### 重视渠道建设及营销，品牌形象不断提升

近年来雅迪分销商和专卖店数量持续增长，22 年雅迪国内门店数量超过 3.2 万家，其中店均销量 438 台，为行业内全国第一。同时，公司还积极拓宽国际销售渠道。另一方面，公司延续了品牌营销的传统优势，持续投入，22 年公司成为世界杯亚太官方赞助商，品牌国际影响力进一步加强，营销费用达 13.58 亿元，连续五年居行业首位，营销费用率显著高于其他传统两轮车企。渠道和营销巩固了公司的龙头优势，市场份额逐年上升，根据头豹研究院数据，22 年雅迪市占率达到 25.5%，稳居行业第一。

### 产品结构不断优化，助力盈利能力改善

公司积极推动高端产品研发，相继发行冠能、VFLY 以及换电系列等高端产品系列，性能提升实现产品差异化。公司产品组合里，中高端产品销量占比逐年提升，22H1 雅迪中高端系列销量占比达到了 40%。产品组合的优化显著抬升了产品均价及盈利能力。22 年公司 ASP 达 1568 元/台，同比增长了 8.8%。同时，公司综合毛利率同比上升 2.8pct 至 18.1%，车均净利润达 154 元/台，同比增长 56.1%，盈利能力显著改善。

风险提示：电动两轮车销量增长不及预期、出海进展不及预期、电池等核心部件研发进展不及预期、高端产品市场需求不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	26,968	31,059	38,864	46,632	54,507
+/-%	39.29	15.17	25.13	19.99	16.89
归属母公司净利润(人民币百万)	1,370	2,161	2,788	3,415	4,468
+/-%	43.05	57.80	29.00	22.48	30.86
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.47	0.73	0.94	1.15	1.51
ROE(%)	33.86	38.79	47.23	53.17	47.73
PE(倍)	26.38	15.83	14.98	12.23	9.35
PB(倍)	8.25	5.21	8.18	5.50	3.82
EV EBITDA(倍)	21.31	13.18	9.14	6.49	4.19

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 核心推荐逻辑

公司龙头地位持续强化，较早布局出海迎新增量。考虑电动两轮车作为通勤工具的接受度不断提高，行业景气度维持，叠加新国标后行业低端供给的加速出清，雅迪作为行业市占率第一的公司地位稳固。通过规模化效应、产业链整合、产品结构升级等，公司的盈利能力有望持续改善。22年公司电动两轮车 ASP 为 1568 元/台，同比增加 8.8%，综合毛利率为 18.1%，同比增加 2.8pct。下游市场方面，高效高质的渠道建设以及品牌营销策略为公司的销量持续增长打下坚实基础。另外，公司是国内两轮车中较早进入海外市场的公司之一，在国内外市场都有生产、销售的布局。基于我们对海外（东南亚）市场的增长预期，我们认为雅迪有望充分受益。

## 与市场不同的观点

部分市场观点认为雅迪两轮车的用户画像偏中低端，且客群价格敏感度高，很难实现 ASP 的提升进入高端市场，另外受到公司发起价格战的影响，盈利能力或受到较大冲击。我们认为：1) 雅迪高端线冠能系列销量亮眼，在性能、技术差异性方面打下了较好的市场认知基础，且消费者认知需要培养，二次购车时对各价格段对应的性能差异有更强认识，后续产品结构有望持续改善；2) 低价尖刀车型起到引流作用，可扩大品牌曝光率及吸引购车者进店选购其他车型。

## 雅迪控股：龙头地位持续强化，出海迎新增量

深耕两轮车行业 20 余年，市占率稳居第一。2001 年雅迪公司成立，主营电动两轮车的生产销售业务，同时也经营电池和充电器以及电动车零部件业务。公司于 2007 年成立雅迪进出口，开始拓展国际业务。2014、2015 年公司积极提高产能，先后扩建无锡和天津生产基地。2016 年 5 月雅迪控股在港交所上市，公司研发生产和营销资金得以扩充，为公司产销量高速增长奠定基础。2018 年 2 月雅迪成为俄罗斯世界杯亚洲官方区域赞助商，2019 年 6 月公司研制出性能更高的石墨烯电池，2020 年公司全球销量突破 1000 万台。2022 年冠能 3 发布，9 月冠能成为首个销量突破 1000 万台的单系列产品。根据公司公告，2022 年公司电动两轮车销量 1401.02 万台，同比增长 1.1%，分销商数量达 4041 家，销售点超过 32000 个。公司电动两轮车收入合计 219.73 亿元，占总营收 70.7%。其中电动自行车 2022 年实现营收 128.27 亿元，占总营收 41.3%。根据头豹研究院数据，2022 年雅迪市占率达到 25.5%，超第二名 6.2pct。

图表 182：雅迪控股主营业务

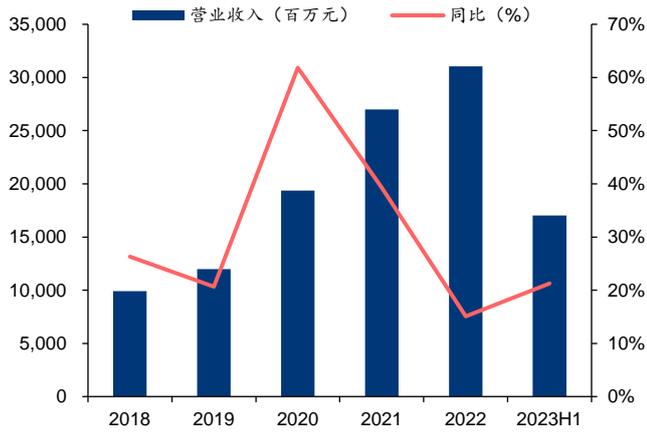
业务类型	产品类型	具体产品	产品描述	2022 年收入(亿元)	收入占比
电动两轮车	电动自行车	冠能摩登、冠能 DS6、冠能 DE8S、冠能 DQ6、冠能 DM6、贝塔、DV1、UFO mini	符合新国标的电动自行车	128.27	41.30%
	电动踏板车	冠能奢享 Q9、冠能探索 X7、冠能 Q7、冠能 Q6、冠能 i 豆、冠能 E9GT、冠能 E9PRO	比电动自行车重量更大、功率更高的电动两轮车	91.45	29.44%
电池及充电器	电池及充电器	雅迪石墨烯电池、碳纤维 2.0&星恒 FAR 远征系列锂电池、电动车充电器	电动两轮车搭载的铅酸动力电池或锂电池、电动两轮车充电器	83.98	27.04%
电动两轮车零部件	零部件	-	电动两轮车车座、龙头、车灯等零部件	6.89	2.22%
总计	-	-	-	310.59	100.00%

资料来源：公司公告、华泰研究

前期新国标替代需求促进营收高增，21 年后产品组合优化显著提升盈利能力。2019 年 4 月新国标开始正式实施，催生大批电动车换购需求，公司在新国标替换前期采取降低价格的策略以此提高市场份额。公司 2020 年电动两轮车 ASP 同比下降 11.4%，销量达 1080.3 万台，同比大增 77.3%，推动 2020 年营收同比增长 61.8%。进入 21 年新国标过渡的中后期阶段，公司开始重视产品高端化和差异化发展。根据公司官网，2021 年公司发布冠能 2.0、VFLY 等高端系列产品，并在 10 月发布了换电系列的差异化产品，2022 年公司又发布冠能 3.0 和 TTFAR3.0 增程系统。

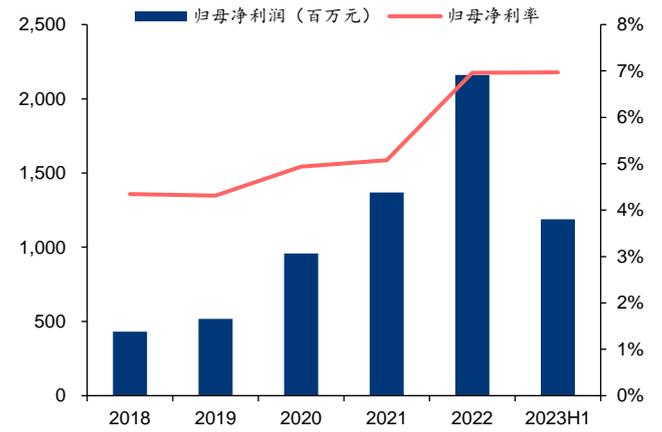
随着产品组合的优化以及消费者对差异化认知的不断提高，公司盈利能力显著提升，2022 年公司归母净利率同比提高 1.9pct 至 7.0%。近年来，营收的增长叠加净利率的稳步提升推动公司归母净利润大幅增长，2022 年公司实现归母净利润 21.61 亿元，同比增长 57.8%。2023 上半年公司通过推出性能和价格都偏低的尖刀产品抢占份额，营收同比显著提升 21.3% 至 170.4 亿元，叠加原材料成本下降，归母净利率与 22 年全年水平持平。尽管新国标前置了部分市场替换需求，但受到两轮车使用寿命的限制，叠加两轮车整体产品形象提升，用户画像去标签化，我们认为行业销量未来仍有增长。共享经济、配送服务以及高端化需求将成为行业总需求的新增长点，此外蓬勃发展的海外市场，尤其是东南亚的油摩替代需求也将为雅迪带来新的发展机遇。

图表183: 2018-2022 雅迪控股营收及增速



资料来源: 公司公告、华泰研究

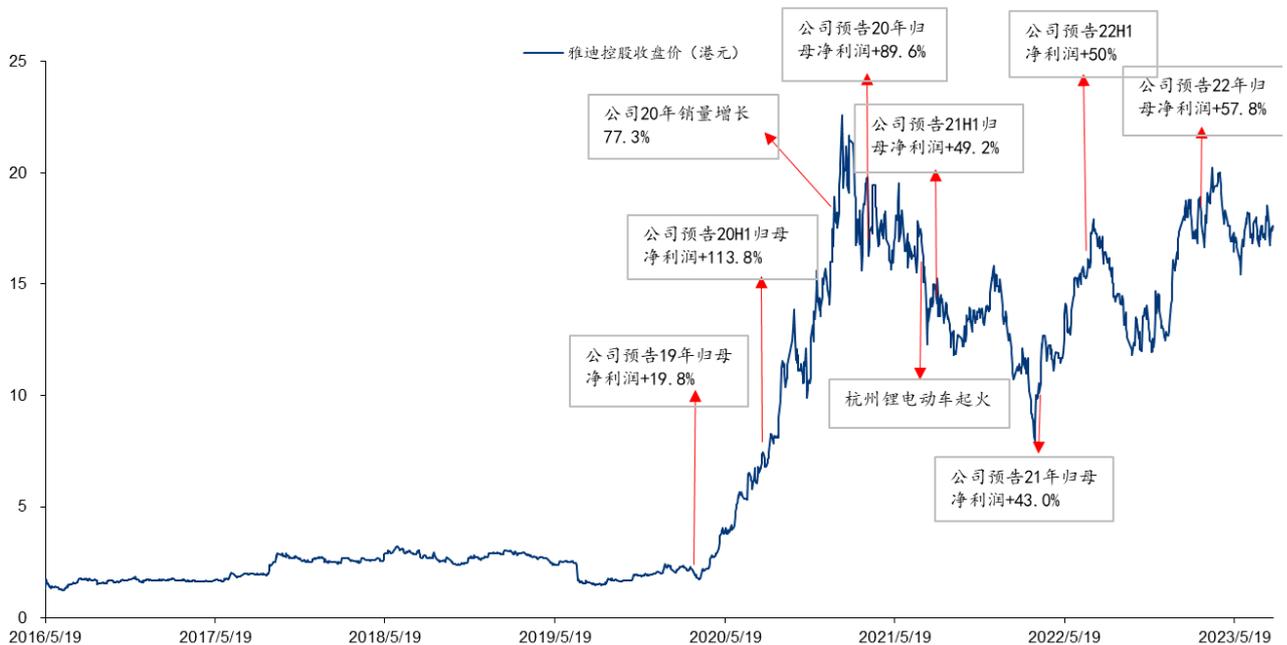
图表184: 2018-2023H1 雅迪控股归母净利润及利润率



资料来源: 公司公告、华泰研究

**股价复盘: 波动主要受到经营业绩、行业政策和估值等因素的影响。**2020年业绩支撑, 股价快速拉升。受新国标政策催化, 公司从2019年下半年开始业绩开始大幅增长, 股价也迅速升高。公司股价从2020年1月2日的2.0港元/股增长了697%至2020年年末的16.0港元/股。进入2021年后, 公司股价进入震荡下行期。尽管公司净利润依然保持大幅增长, 但公司估值处于历史高位。2020年末公司PE(TTM)达60.8, 上市以来公司PE(TTM)的均值为22.4, 叠加杭州电动车起火等不利事件, 公司股价快速下跌。2022年一季度末, 公司PE(TTM)回落至21.7, 公司股价触底反弹, 随着公司公告所预计的净利润继续维持高速增长, 公司股价进入波动上升期。

图表185: 雅迪控股股价复盘 (港元, 无复权)



资料来源: Wind、华泰研究

## 生产端：研发加码向上布局，产能多重保障

**研发投入持续增加，核心部件自研进展突出。**在电机方面，2020年雅迪自研的凸极电机通过鉴定，该电机采用 SPOKE 结构，电机峰值扭矩和常规产品相比提升超 10%，明显增强产品动力性能；电机能效转换率高达 90%，产品续航里程得到显著提升。在电池方面，华宇新能源是雅迪冠能系列产品石墨烯电池的主供之一。2021 年底和 2022 年，雅迪控股分两次合计收购了华宇新能源科技有限公司的全部股份，进一步向上整合。在 2022 年 3 月 17 日的“2023 雅迪·华宇钠电发布会”上，雅迪华宇发布了第一代钠离子电池“极钠 1 号”及首款装配钠离子电池的电动车“极钠 S9”，目前华宇新能源已完成各项验证测试，准备正式量产装车。雅迪研发投入在行业内保持领先，研发费用率自 2020 年以来连续提升，2022 年雅迪收购华宇研发中心导致研发费用同比大幅增长 31.1% 至 11.06 亿元，研发费用率升至 3.6%，同比提高 0.4pct。自新国标实施以来，公司研发人员数量迅速增加，2022 年公司共有 980 位研发人员，相较 2019 年增长 192.5%。

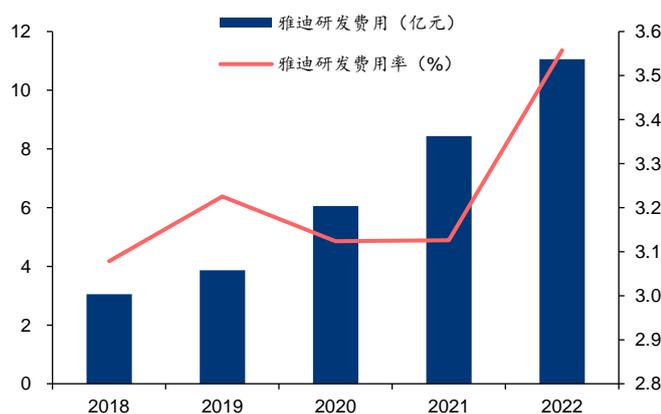
**产能布局持续完善，海内外协同为销售提供保障。**新国标催生了庞大的电动车替换需求，公司顺应市场，立足七大生产基地，积极扩充产能。2020 年公司电动两轮车产能同比增加约 88% 至 1500 万台，销量同比大增 77.3% 至 1080.3 万台，首次突破 1000 万。2022 年公司产能保持高速增长，同比增加约 18% 至 2000 万台。同时 2022 年生产员工人数也增长至接近 2019 年员工人数的 3 倍。除了在国内积极扩产外，雅迪也在积极布局东南亚的生产。公司于 2019 年在越南建厂，且目前的产能已经从 20 万增长到 40 万辆，根据越通社新闻，雅迪 23Q2 还计划新建一个 200 万辆产能的工厂，假设建设投产时间为 2 年，我们预计 25 年完工。根据官网，目前其在越南拥有超过 300 家门店，且未来还要进一步扩张。另外，雅迪也计划在泰国和菲律宾建厂，印尼工厂已在选址。

图表 186：雅迪凸极电机及钠电池优势

凸极电机特点优势	传统电动两轮车电机	雅迪凸极电机
<b>电机结构</b>	传统的隐极式轮毂电机 磁钢表贴结构 开关霍尔 铁轮/铝轮	先进的高磁阻凸极式轮毂电机 磁钢内嵌 SPOKE 结构 磁电式绝对值编码器 轻质高强度 SMC 复合塑料 基于最优电流轨迹的高精度转矩控制及基于单电流调节器的 dq 轴解耦控制
<b>控制策略</b>	FOC 控制策略 只关注额定电压下功率最大点的系统效率 无能量回收	关注全电压及全功率范围的系统效率 高精度能量回收系统
<b>钠电池优势</b>	<b>铅酸电池/锂电池</b>	<b>钠电池</b>
<b>能量密度</b>	50-70/200-260Wh/kg	电芯能量密度超 145 Wh/kg
<b>循环寿命</b>	200-300/1000-2000	常温循环寿命超 3000 次，3 年换新
<b>安全性</b>	高/相对较低	钠化学性质稳定，安全性高，低温放电能力好

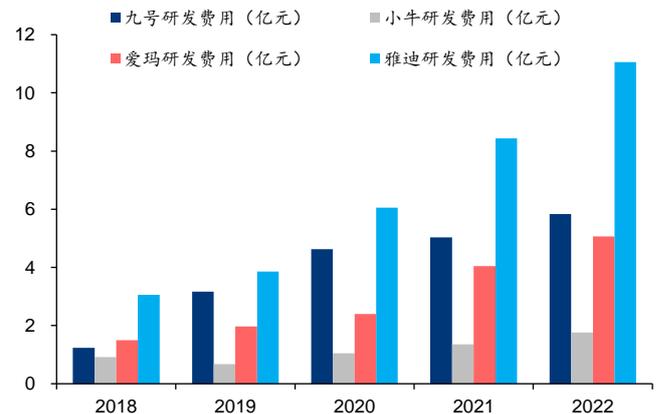
资料来源：公司官网、华宇新能源研究院、存能电气、华泰研究

图表 187：2018-2022 雅迪研发费用及费用率



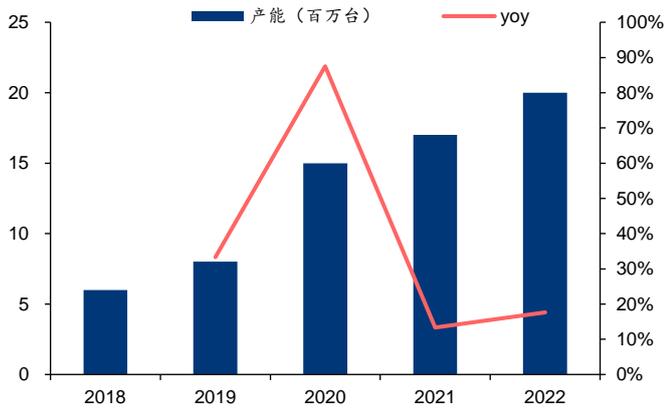
资料来源：公司公告、华泰研究

图表 188：2018-2022 电动两轮车企研发费用



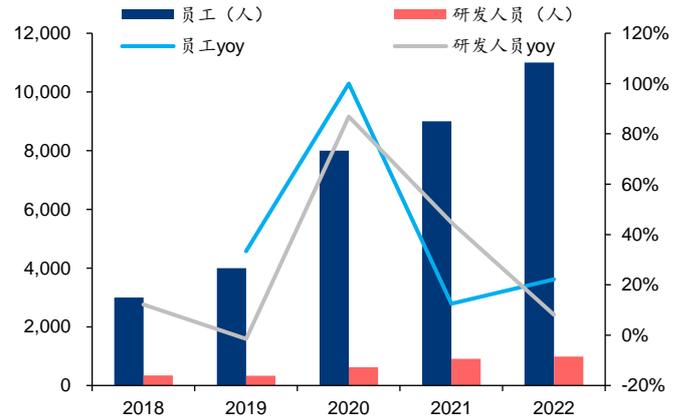
资料来源：公司公告、华泰研究

图表189：2018-2022 雅迪产能规模



资料来源：公司公告、华泰研究

图表190：2018-2022 雅迪员工及研发人员数量

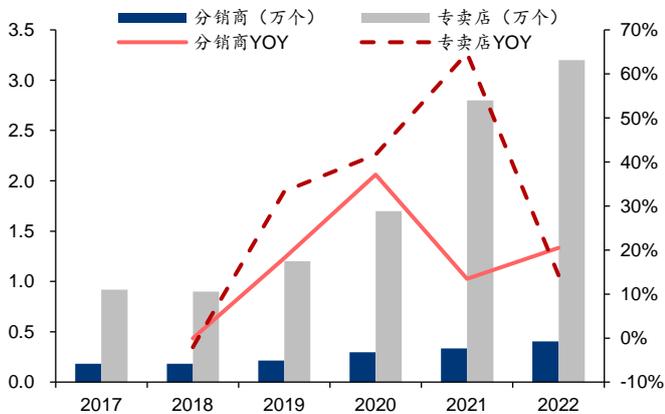


资料来源：公司公告、华泰研究

### 品牌端：渠道铺设广管理能力佳，品牌营销优势延续

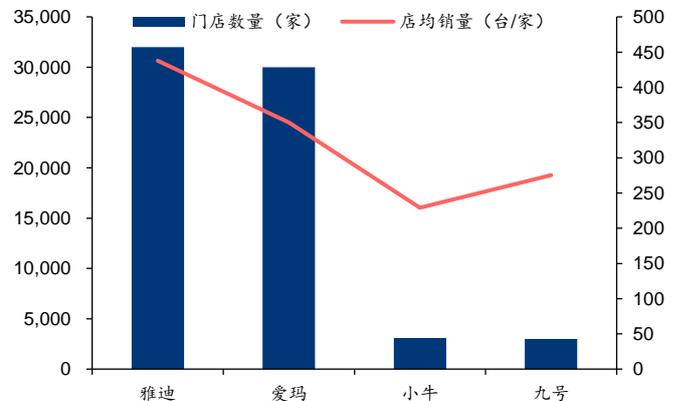
渠道覆盖广、销量高，门店数量及店均销量居行业首位。公司公告显示，2022年雅迪国内共有4041名分销商及3.2万家销售点，国内销售门店数量行业第一。雅迪还有广泛的国际销售据点，根据公司公告，已在欧洲、东南亚、拉丁美洲等地区超过80个国家建立了分销渠道，广泛的渠道网络为雅迪的全球营销提供了保障。结合公司公告，根据我们的测算，2022年雅迪店均电动两轮车销量约438台，总销量和店均销量均居行业首位，店均收入达68.7万元，比传统品牌爱玛店均收入高4.4万元。

图表191：2017-2022 雅迪分销商专卖店数量



资料来源：公司公告、华泰研究

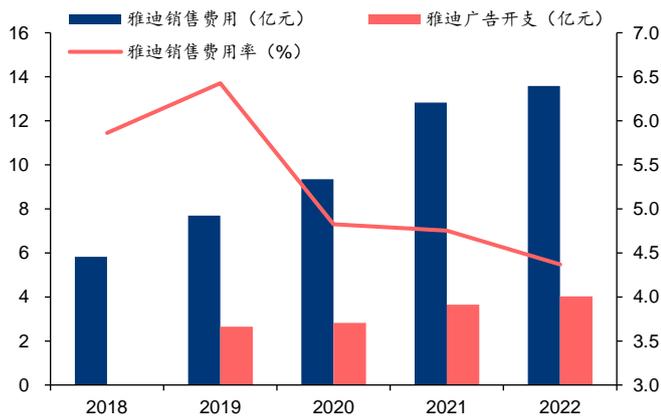
图表192：2022 电动两轮车企门店数量及店均销量



资料来源：公司公告、华泰研究

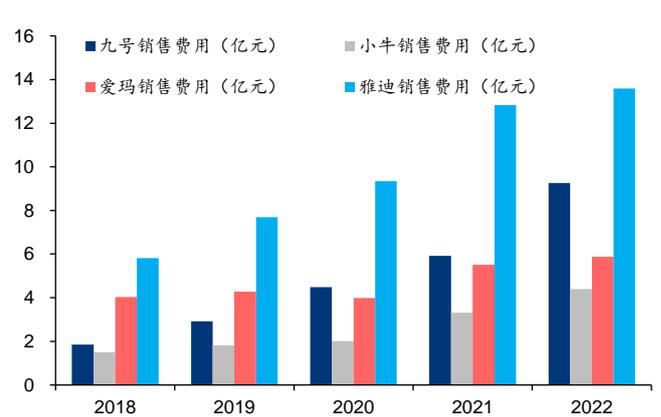
营销投入行业领先，品牌壁垒强。雅迪的营销投入在行业内遥遥领先，2019年雅迪签约了范·迪塞尔等国际巨星为公司产品代言，2022年雅迪成为世界杯官方亚太赞助商，进一步扩大品牌在亚太地区的国际影响力。2022年公司销售费用达13.58亿元，连续五年居行业首位，比排名第二的九号公司高出46.8%，其中广告费用达4.03亿，同比增长10.5%。公司营销费用率达4.4%，尽管低于小牛、九号两家新生品牌，但显著高于传统电动两轮车企业爱玛的2.8%。积极地营销投入增强了用户对品牌的认知，公司市场份额因此受益。根据头豹研究院数据，22年雅迪市占率高达25.5%。

图表193: 2018-2022 雅迪广告支出、销售费用及销售费用率



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表194: 2018-2022 电动两轮车企营销费用



资料来源: 公司公告、华泰研究

### 产品端: 矩阵持续完善, 进军高端化见成效

**产品高端化转型是长期趋势。**近年来, 雅迪开始重视和研发高端化产品。2021 年雅迪相继发布冠能 2.0、VFLY 以及换电系列, 产品组合中高端系列占比逐渐上升; 22H1 雅迪中高端定位冠系列与高端定位 VFLY 系列销量占比达到 40%。虽然 22H2 以来高端车型占比有所下滑, 23H1 发起价格战后, 冠系列等销量占比仅占 29%, 毛利率同比小幅下滑 1.0pct 至 16.9%, 但公司总销量同比大幅增长 33.8%。根据艾瑞咨询的调研, 23 年来 83.9% 的车主在购车时更偏好购买有智能化功能的两轮电动车, 我们认为这说明消费者对两轮车功能要求更高, 因此对价格的敏感度也会降低, 短期的价格战不会影响高端化转型的长期趋势。

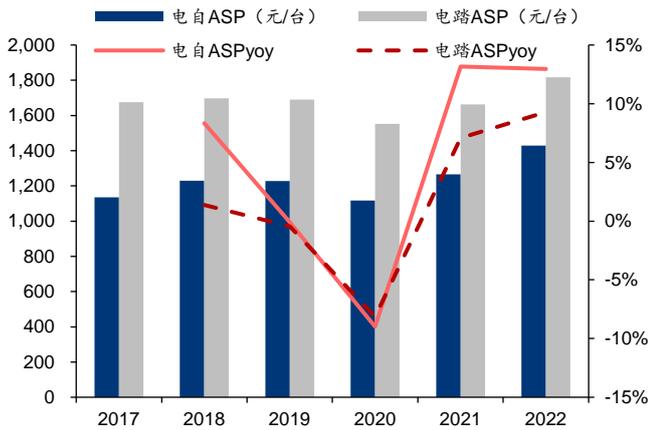
**21-22 年随着高端化产品的发布, 公司 ASP 和毛利率显著提高。**2021 年公司电动自行车和电动踏板车 ASP 均恢复增长, 2022 年公司电动两轮车 ASP 为 1568 元/台, 同比增加 8.8%。2022 年公司综合毛利率为 18.1%, 同比增加 2.8pct。尽管 23H1 公司为了抢占中低端市场, 产品组合中高端占比有所下滑, 毛利率也小幅回落, 但随着公司市占不断提高以及用户对高端产品需求的增强, 公司将继续优化产品组合, 盈利能力有望持续改善。

图表195: 雅迪产品矩阵

产品图片	产品名称	价格区间(元)
	小钢炮、小金果、乐萌、乐糖	1500-2500
	DN2-40S、莱达、欧曼 3.0	2500-3500
	冠能 M5、冠能 DT3、冠能 DQ6	3500-4500
	冠能 Q6、领航员 IS3 PRO、	4500-5500
	冠能 E9、T3、Z3s	5500 以上

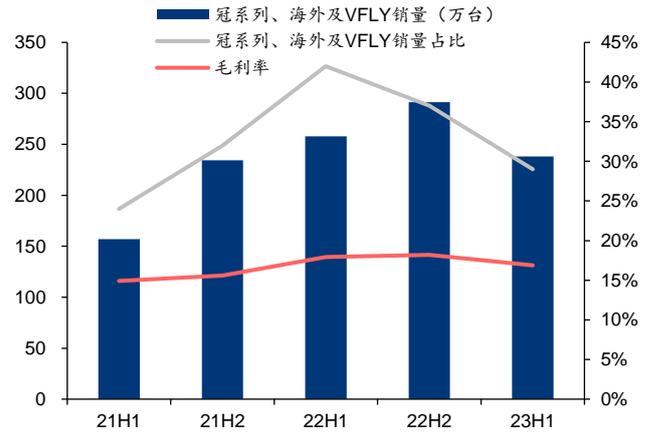
资料来源: 太平洋科技、华泰研究

图表196: 2017-2022 雅迪电动两轮车 ASP



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表197: 冠系列、海外及 VFLY 销量及占比



资料来源: 公司公告、华泰研究

**针对不同海外市场投放差异化产品。**根据 ASEANstats 数据, 东南亚目前约有 2.5 亿辆的摩托车保有量。在能源和环保压力下, 摩托车油改电将助力电动两轮车需求增长。欧洲电动两轮车市场由电踏车主导。据欧洲自行车产业协会, 2021 年欧洲电踏车销量达 510 万辆, 同比增长 12.3%, 相对自行车的渗透率提升至约 23.2%。美国电踏车起步晚, 2020 年以来疫情和电动自行车三级分类法案等政策驱动增长, 2021 年美国电踏车销量 114 万辆, 同比增长 40.7%, 渗透率提升至 3.8%。雅迪因地制宜, 在越南等东南亚市场主要销售 YADEA XMEN NEO、YADEA ODORA S1 TTFAR、YADEA X-Bull 等中低端电动摩托车型, 而在欧美市场主攻方向则是电动自行车和中高端电动车型, 2022 年雅迪 E-BIKE 亮相欧洲自行车展, 根据 IT 之家, 雅迪在欧洲市场推出 VF F200 电动摩托车, 售价 6000 欧元 (约人民币 4.5 万元)。

**向上整合稳供应, 积极推进海外产能布局。**雅迪通过收购华宇新能源为旗下高端冠能系列稳定了石墨烯电池供应, 这使得雅迪在推广高端产品时, 和爱玛等其他厂商相比具有更高的韧性。根据公司公告, 2022 年华宇新能源对内销售毛利率仅为 8.6%, 而电动两轮车铅蓄电池龙头企业天能股份 2022 年铅蓄电池业务的毛利率为 20.3%。此外, 雅迪在海外产能布局方面也远远领先于爱玛等传统厂商。根据公司公告, 2019 年 11 月, 雅迪在越南北江的生产基地正式投产, 且目前的产能已经增长到 40 万辆。2023 年 8 月 10 日, 雅迪越南公司在北江省的推介会上透露, 公司将于 23Q4 开始新工厂建设计划, 总投资高达 1 亿美元, 新工厂预计 25 年投产, 年产能可达 200 万台。

## 盈利预测和估值

### 电动两轮车业务

电动自行车方面，2023年雅迪对各个档次的部分车型进行了较大幅度的降价促销活动，市场份额有望增长，随着销量的增加和市场集中度的提高，我们预计24/25年雅迪销量增速将自然下滑。据前瞻产业研究院的预测，23-28年中国电动两轮车销量CAGR约为7%，我们预计23-25年销量增速为30%/10%/7%。新品和高端产品价格受“价格战”影响较小，且新推出的产品价格仍然保持增长。受降价促销因素的影响，预计23年ASP增速放缓，假设增速为前5年平均水平，24年之后，随着雅迪市场份额的提高，降价所能带来的份额提升的边际收益愈发有限，叠加产品组合中高端产品的占比逐步提高，我们预计ASP将恢复较高速度增长。预计ASP同比增速5%/10%/13%，对应23-25年收入175.23/212.18/256.73亿元。

电动踏板车方面，雅迪也在低价产品有所布局，但受到《新国标》影响，电动踏板车中部分车型需要驾驶证，23年新增的消费群体相对少（对比电动自行车）。因此我们认为电动踏板车23年销量增速虽然也会有提高，但明显低于电动自行车销量增速。随着全国新国标过渡期陆续结束，24/25年电动踏板车销量增速将和电动两轮车行业销量增速逐渐保持一致，预计23-25年销量增速为10%/10%/7%。和电动自行车类似，我们预计23年电动踏板车ASP增速放缓，为前5年平均水平，24年之后ASP恢复较高增速。因此预计ASP同比增速2%/7%/10%，对应23-25年收入102.44/120.37/141.45亿元。综上，我们预计电动两轮车23-25年收入同比增速为26.4%/19.8%/19.7%。

根据我们的测算，2022年公司电动两轮车毛利率为21.7%，我们认为随着公司产品高端化程度提高，电动两轮车毛利率将稳步增长，预计23-25年电动两轮车毛利率为23.0%/23.0%/23.5%。

### 电池和充电器业务

公司收购华宇，将扩充石墨烯电池的产能；随着冠能用户的增加，石墨烯电池的需求也将增长。在非冠能电动车所使用的铅酸动力电池替换需求的基础上，23年后新增了冠能电动车所使用的石墨烯电池的替换需求。根据我们的测算，23-25年石墨烯电池增量分别为65/400/500万件，预计23-25年总电池销量为1996.9/2474.7/2633.4万件。根据公司公告，公司充电器销量与电动两轮车销量的比例从17年的65%上升至22年80%，预计这一比例在23-25年还将稳步提高分别为83%/86%/89%，因此预计23-25年充电器销量为1424.8/1624.1/1798.6万件。公司电池及充电器综合单价在17-22年基本保持在300元/件附近，且22年公司完成华宇的收购，电池供应价格有望保持平稳，假设电池及充电器综合单价稳定为300元/件，略低于22年321元/件水平。则预计电池及充电器业务23-25年营收为102.65/122.96/132.96亿元。根据公司公告，2022年电池业务毛利率大约为8.5%，电池及充电器业务毛利率将随着单车毛利率提升而有所增加，我们预计23-25年电池及充电器业务的毛利率为10.0%/10.0%/11.0%。

### 电动车零部件业务

2022年公司零部件业务营收占电动两轮车收入比重为3.1%，同比增长1.1pct，公司重视核心部件的自研和生产，我们预计电动两轮车零部件营收与电动两轮车总营收比例稳步上升，每年增长0.25pct。预计23-25年零部件业务收入为8.33/10.81/13.94亿元。根据公司公告，公司作为行业龙头有稳定的供应链管理体系，2022年电动车及配件毛利率大约为18.0%，我们预计23-25年电动车零部件业务的毛利率为18.0%。

费用率：2023 年电动两轮车行业价格竞争和营销竞争激烈，雅迪在稳固中高端车型发行的基础上，同时布局低端车型抢占市场，我们认为这会使得 23 年营销费用率有所上升。24 年之后随着公司市占率的提高，品牌优势有望持续，营销费用率将随着收入增长而被稀释。因此预计 23-25 年销售费用率为 4.6%/4.4%/4.2%。22 年研发费用率 3.6%，主因收购华宇研发中心使得研发费用显著增长，公司近年来重视电动两轮车核心部件的自研，预计 23-25 年研发费用率较 22 年之前高，维持在 3.5%。公司稳健经营，近三年行政费用率和其他收入及收益净额占总收入的比例十分稳定，预计 23-25 年行政费用率稳定在 20-22 年平均水平 3.0%，其他收入及收益净额占总收入比例维持在 1.5%。

**图表198：公司业绩拆分**

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>电动自行车</b>							
收入（百万元）	2,837.8	5,840.2	9,767.7	12,827.5	17,522.7	21,217.9	25,672.6
YOY	12.86%	105.80%	67.25%	31.33%	36.60%	21.09%	21.00%
销量（千台）	2310.5	5224.4	7721.3	8976.0	11668.8	12835.7	13734.2
ASP（元/台）	1228.2	1117.9	1265.0	1429.1	1501.7	1653.0	1869.2
毛利率				21.74%	23.00%	23.00%	23.50%
<b>电动踏板车</b>							
收入（百万元）	6,393.3	8,659.5	10,208.6	9,145.2	10,243.5	12,037.2	14,145.5
YOY	25.76%	35.45%	17.89%	-10.42%	12.01%	17.51%	17.52%
销量（千台）	3783.2	5579.0	6141.5	5034.2	5537.6	6091.4	6517.8
ASP（元/台）	1689.9	1552.2	1662.2	1816.6	1849.8	1976.1	2170.3
毛利率				21.74%	23.00%	23.00%	23.50%
<b>电池及充电器</b>							
收入（百万元）	2,623.7	4,532.9	6,583.8	8,397.8	10,265.1	12,296.4	13,295.7
电池销量（千件）	5,418	9,777	13,280	14,990	19,969	24,747	26,334
充电器销量（千件）	4,181	6,741	9,505	11,181	14,248	16,241	17,986
综合单价（元/件）	273	274	289	321	300	300	300
毛利率				8.50%	10.00%	10.00%	11.00%
<b>电动两轮车零部件</b>							
收入（百万元）	113.4	327.7	407.5	689.0	833.0	1,080.8	1,393.6
毛利率				18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
销售费用率	6.43%	4.82%	4.75%	4.37%	4.60%	4.40%	4.20%
行政费用率	4.21%	3.08%	3.03%	2.89%	3.00%	3.00%	3.00%
研发费用率	3.22%	3.12%	3.13%	3.56%	3.50%	3.50%	3.50%
其他收入及收益净额	1.57%	1.33%	1.41%	1.46%	1.50%	1.50%	1.50%
占总营收比例							

资料来源：华泰研究预测

## 盈利预测结果和估值

我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 388.64/466.32/545.07 亿元；归母净利润分别为 27.88/34.15/44.68 亿元，对应摊薄后 EPS 分别为 0.94/1.15/1.51 元，当前股价对应 23 年 PE 为 14.98。采用可比公司估值法为其估值。考虑雅迪主营业务为电动两轮车，我们选取了 4 家两轮车同业公司作为雅迪控股的可比公司，参考可比公司 Wind 一致预期下 23 年平均 PE19.19 倍，给予公司 23 年合理 PE19.19 倍，对应目标价 19.39 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

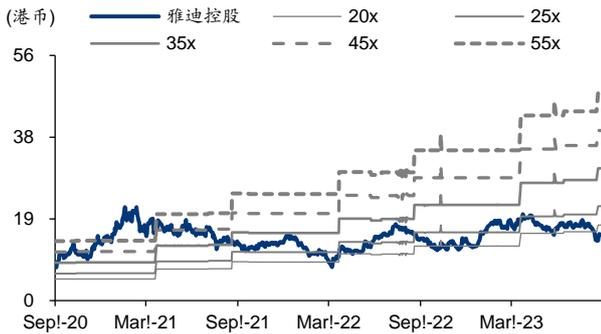
图表199: 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (当地币种)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603529 CH	爱玛科技	27.50	2.54	3.13	3.76	10.83	8.79	7.31
689009 CH	九号公司-WD	33.00	8.64	13.66	19.72	34.37	22.05	15.33
603787 CH	新日股份	13.97	1.12	1.44	1.81	12.46	9.71	7.73
603129 CH	春风动力	142.60	7.47	9.94	13.26	19.10	14.34	10.76
	平均值					19.19	13.72	10.28
1585 HK	雅迪控股	15.16	0.94	1.15	1.51	14.98	12.23	9.35

注: 数据截至 2023 年 9 月 7 日, 雅迪控股收盘价已转换为人民币价格, 港元当日汇率: 1HKD 约等于 0.93CNY。

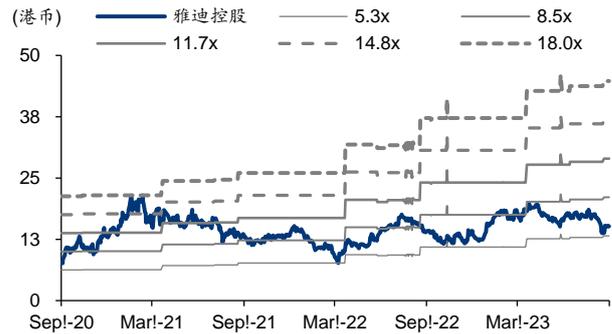
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表200: 雅迪控股 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表201: 雅迪控股 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 风险提示

- 1) 电动两轮车销量增长不及预期: 公司主要收入来源为两轮车的销售, 如出现后续市场不景气等影响导致销售下滑, 或致公司收入不及预期。
- 2) 出海进展不及预期: 海外市场为电动两轮车行业提供了未来的核心增量, 若由于地缘政治等其他因素影响导致需求不及预期, 可能影响行业整体景气度。
- 3) 电池等核心部件研发进展不及预期: 钠电池等新技术尚未产业化, 有不确定性。
- 4) 高端产品市场需求不及预期: 进军高端化市场可能遇阻, 或导致产品结构优化不及预期。

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	26,968	31,059	38,864	46,632	54,507
销售成本	(22,866)	(25,445)	(31,302)	(37,559)	(43,437)
<b>毛利润</b>	<b>4,101</b>	<b>5,614</b>	<b>7,563</b>	<b>9,073</b>	<b>11,071</b>
销售及分销成本	1,283	1,358	1,788	2,052	2,289
管理费用	817.90	896.10	1,166	1,399	1,635
其他收入/支出	544.52	831.67	1,360	1,632	1,908
财务成本净额	65.87	120.16	64.35	68.01	71.75
应占联营公司利润及亏损	(15.03)	(32.93)	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>1,507</b>	<b>2,615</b>	<b>3,313</b>	<b>4,058</b>	<b>5,310</b>
税费开支	(140.34)	(432.27)	(496.96)	(608.69)	(796.51)
少数股东损益	(2.85)	21.91	28.26	34.61	45.29
<b>净利润</b>	<b>1,370</b>	<b>2,161</b>	<b>2,788</b>	<b>3,415</b>	<b>4,468</b>
折旧和摊销	(311.81)	(412.16)	(475.90)	(560.44)	(659.83)
EBITDA	1,753	2,907	3,725	4,550	5,898
EPS (人民币, 基本)	0.48	0.74	0.95	1.17	1.53

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	1,194	1,458	1,330	2,015	1,853
应收账款和票据	796.04	1,056	1,261	1,519	1,731
现金及现金等价物	6,073	6,783	11,081	15,631	20,479
其他流动资产	3,958	4,229	4,229	4,229	4,229
<b>总流动资产</b>	<b>15,014</b>	<b>17,395</b>	<b>17,901</b>	<b>23,395</b>	<b>28,292</b>
固定资产	1,741	2,298	2,739	3,254	3,831
无形资产	47.62	313.18	226.37	167.56	108.75
其他长期资产	2,926	5,282	5,656	6,182	6,770
<b>总长期资产</b>	<b>4,393</b>	<b>7,558</b>	<b>8,621</b>	<b>9,604</b>	<b>10,710</b>
<b>总资产</b>	<b>19,408</b>	<b>24,953</b>	<b>26,523</b>	<b>32,999</b>	<b>39,001</b>
应付账款	14,108	15,854	18,876	22,797	25,397
短期借款	0.00	1,282	1,282	1,282	1,282
其他负债	219.43	384.40	384.40	384.40	384.40
<b>总流动负债</b>	<b>14,328</b>	<b>17,520</b>	<b>20,542</b>	<b>24,464</b>	<b>27,064</b>
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债务	567.52	789.71	789.71	789.71	789.71
<b>总长期负债</b>	<b>567.52</b>	<b>789.71</b>	<b>789.71</b>	<b>789.71</b>	<b>789.71</b>
股本	(295.00)	(271.68)	(271.68)	(271.68)	(271.68)
储备/其他项目	4,795	6,914	5,434	7,954	11,311
股东权益	4,500	6,642	5,162	7,682	11,040
少数股东权益	12.22	0.22	28.48	63.09	108.39
<b>总权益</b>	<b>4,512</b>	<b>6,643</b>	<b>5,191</b>	<b>7,745</b>	<b>11,148</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	26.38	15.83	14.98	12.23	9.35
PB	8.25	5.21	8.18	5.50	3.82
EV EBITDA	21.31	13.18	9.14	6.49	4.19
股息率 (%)	1.09	1.69	2.34	2.87	3.75
自由现金流收益率 (%)	4.71	7.16	12.64	14.03	15.38

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	1,753	2,907	3,725	4,550	5,898
融资成本	(65.87)	(120.16)	(64.35)	(68.01)	(71.75)
营运资本变动	1,799	1,222	2,945	2,978	2,550
税费	(140.34)	(432.27)	(496.96)	(608.69)	(796.51)
其他	347.16	(498.50)	64.35	68.01	71.75
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,693</b>	<b>3,078</b>	<b>6,172</b>	<b>6,920</b>	<b>7,652</b>
CAPEX	(1,409)	(664.86)	(791.30)	(946.65)	(1,104)
其他投资活动	273.90	371.88	(441.21)	(515.35)	(576.77)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(824.32)</b>	<b>(2,056)</b>	<b>(1,233)</b>	<b>(1,462)</b>	<b>(1,681)</b>
债务增加量	300.74	2,222	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	727.84	0.00	0.00	0.00
派发股息	(453.51)	(705.30)	(705.30)	(975.75)	(1,195)
其他融资活动现金流	(54.67)	(2,624)	64.35	68.01	71.75
<b>融资活动现金流</b>	<b>(207.45)</b>	<b>(379.39)</b>	<b>(640.95)</b>	<b>(907.74)</b>	<b>(1,123)</b>
现金变动	2,661	643.05	4,299	4,550	4,847
年初现金	3,421	6,073	6,783	11,081	15,631
汇率波动影响	(9.06)	66.46	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>6,073</b>	<b>6,783</b>	<b>11,081</b>	<b>15,631</b>	<b>20,479</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	39.29	15.17	25.13	19.99	16.89
毛利润	33.46	36.88	34.71	19.97	22.02
营业利润	24.09	73.61	28.51	22.81	31.29
净利润	43.05	57.80	29.00	22.48	30.86
EPS	43.10	54.61	29.00	22.48	30.86
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	15.21	18.08	19.46	19.46	20.31
EBITDA	6.50	9.36	9.58	9.76	10.82
净利润率	5.08	6.96	7.17	7.32	8.20
ROE	33.86	38.79	47.23	53.17	47.73
ROA	7.73	9.74	10.83	11.47	12.41
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(134.95)	(82.82)	(189.83)	(186.79)	(173.89)
流动比率	1.05	0.99	0.87	0.96	1.05
速动比率	0.96	0.91	0.81	0.87	0.98
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.52	1.40	1.51	1.57	1.51
应收账款周转天数	10.03	10.73	10.73	10.73	10.73
应付账款周转天数	203.21	211.96	199.72	199.72	199.72
存货周转天数	14.76	18.76	16.03	16.03	16.03
现金转换周期	(178.42)	(182.46)	(172.95)	(172.95)	(172.95)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.48	0.74	0.95	1.17	1.53
每股净资产	1.50	2.22	1.72	2.57	3.69

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 宋亭亭、申建国、边文姣, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 春风动力（603129 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 天能股份（688819 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭、申建国、边文姣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 爱玛科技（603529 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 爱玛科技（603529 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 春风动力（603129 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 天能股份（688819 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司