

2024年7月2日

首次覆盖

雅迪

1585 HK

九号

689009 CH

绿源

2451 HK

行业整合 引发马太效应 强者恒强 创造Alpha机会

分析师 李易 | 陈庆

- 中国市场：行业迎来新发展、新机遇，三大驱动力推动销量稳中向上。
1) 新国标置换需求仍未完全释放；2) 以旧换新政策利好，巨大保有量夯实置换需求；3) 新增需求：To C和To B端均贡献销售增量。随着今年下半年行业规范逐步完善、以旧换新政策支持或将推出，整体消费情绪将回暖，我们预测2024-27年中国电动两轮车销量为5,360/5,520/5,800/6,150万台。
- 海外市场：海阔凭鱼跃，天高任鸟飞。全球对电动两轮车的需求逐渐增加，海外电动两轮车2023-27年的销量复合年增长率预测达25.6%，增长潜力较大。中国车企在出口方面具备供应链和成本优势、提供多样化的产品选择，出口销量有望以11.5%的复合年增长率增长。
- 电动两轮车：行业整合正当时，寻找 α 机会。行业整合加快将利好具有竞争优势的头部企业。未来行业竞争的核心在于产品差异化和盈利高质量增长，看好销量持续增长、注重产品质量和研发投入并积极进行产品结构优化的企业。
- 重点研究公司：雅迪 | 九号 | 绿源

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

2024 年 7 月 2 日

电动两轮车行业

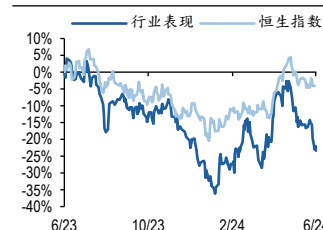
行业整合引发马太效应，强者恒强创造 Alpha 机会

① **中国市场：行业迎来新发展、新机遇，三大驱动力推动销量稳中向上。**1) **新国标置换需求仍未完全释放：**目前市场普遍预期新国标置换的红利已接近尾声，但是从政策的实际执行情况来看，全国多地因地制宜延长了过渡期。另外，今年工信部开启了新国标的修订工作，我们认为新国标的修改将推动各地有效落实政策规范，加快对不合规车辆的淘汰置换。2) **以旧换新政策利好，巨大保有量夯实置换需求：**随着汽车、家电行业的以旧换新政策纷纷落地，我们认为电动两轮车行业作为关系民生经济的重要消费品，也将迎来政策支持。中国电动两轮车保有量巨大，截至 2023 年市场保有量接近 4 亿辆，以旧换新的政策利好有望刺激常态置换率提高 2-3 个百分点。3) **新增需求：ToC 和 ToB 端均贡献销售增量：**电动两轮车应用场景广泛，在城市拥堵加剧的情况下，可以很好地作为四轮车的补充，解决家庭的出行需求。同时，商用需求持续增长，包括共享单车、外卖骑手、快递配送等。随着今年下半年行业规范逐步完善、以旧换新政策支持或将推出，整体消费情绪将回暖，我们预测 2024-27 年中国电动两轮车销量为 5,360/5,520/5,800/6,150 万台。

② **海外市场：海阔凭鱼跃，天高任鸟飞。**全球对电动两轮车的需求逐渐增加，海外电动两轮车 2023-27 年的销量复合年增长率预测达 25.6%，增长潜力较大。中国车企在出口方面具备供应链和成本优势、提供多样化的产品选择，出口销量有望以 11.5% 的复合年增长率增长。从出口区域来看，东南亚地区两轮车体量大，并积极推动两轮车“油改电”，将释放更多对电动摩托车的需求；另外，欧美国家受节能环保目标拉动，对于电动两轮车需求饱满，这两个地区成为中国两轮车企主要布局的海外市场。由于海外市场的产品定价一般高于中国市场，毛利率普遍较高，海外业务的占比提高将带动车企的盈利水平提升。

③ **电动两轮车：行业整合正当时，寻找 α 机会。**我们看好产业链中游的电动两轮车制造商，最直接受益于电动两轮车的需求增长。近期，国家加大对对于制造商的行业监管，密集出台行业规范、管理办法，将加快行业的整合，利好具有竞争优势的头部企业。未来，行业竞争的核心在于产品差异化和盈利的高质量增长，我们看好销量持续增长、注重产品质量和研发投入并积极进行产品结构优化的企业，首次覆盖**雅迪（1585 HK）**和**九号（689009 CH）**，因股价上行空间较大且具备较强的品牌护城河、业务增长潜力较大，给予买入评级，首次覆盖**绿源（2451 HK）**，因估值目前已经反映了未来的增长预期且盈利水平低于行业平均，给予**中性**评级。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com

(852) 3766 1850

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3601

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
雅迪控股	1585 HK	买入	15.13	10.20	1.058	1.258	9.0	7.5	2.81	2.31	6.2
九号公司	689009 CH	买入	45.67	39.00	1.194	1.674	32.7	23.3	4.61	4.05	1.7
绿源集团	2451 HK	中性	6.24	6.40	0.405	0.508	14.7	11.7	1.52	1.38	1.5
平均							18.8	14.2	2.98	2.58	3.1

资料来源: FactSet、交银国际预测 *收盘价截至 2024 年 6 月 26 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

目录

中国市场：行业迎来新发展、新机遇，三大驱动力推动销量稳中向上.....	4
（一）新国标置换需求仍未完全释放.....	4
（二）以旧换新政策利好，巨大保有量夯实置换需求.....	7
（三）新增需求：ToC 和 ToB 端均贡献销售增量.....	7
预测电动两轮车中国市场销量稳中向好.....	10
海外市场：海阔凭鱼跃，天高任鸟飞.....	11
海外市场对于电动两轮车的需求稳步增长.....	11
中国作为最大的两轮车制造国，出口量逐年攀升.....	12
主要出口市场：东南亚及欧美.....	13
海外业务的扩张有望提升两轮车企的盈利能力.....	19
电动两轮车：行业整合正当时，寻找 α 机会.....	20
行业竞争进入新阶段，未来聚焦产品差异化.....	20
产品结构持续高端化.....	21
选股逻辑——寻找行业中的 α 机会.....	22
公司分析.....	25
雅迪控股 (1585 HK)：龙头份额持续提升，钠电和海外市场增长可期，首予买入评级.....	26
九号公司 (689009 CH)：业务多轮驱动，电动两轮车+机器人成长空间广阔，首予买入评级.....	49
绿源集团 (2451 HK)：门店产能有序扩张，助力市场份额继续攀升，但盈利能力仍需提高.....	70

中国市场：行业迎来新发展、新机遇，三大驱动力推动销量稳中向上

（一）新国标置换需求仍未完全释放

2019 年 4 月实施的新国标 GB17761-2018《电动自行车安全技术规范》，将电动两轮车分为电动自行车、电动轻型摩托车和电动摩托车三类，分别对应不同的时速、重量、载人和驾驶证等要求。新国标实施后，大部分旧有的电动两轮车因不符合新标准而需要淘汰置换，对于 2019 年 4 月 15 日前购买的超标电动两轮车给予 3-5 年过渡期。根据新国标统计的数据，2019 年 4 月 15 日前市场上有 40%以上的车辆均为超标电动自行车，总数量超过 1 亿辆。

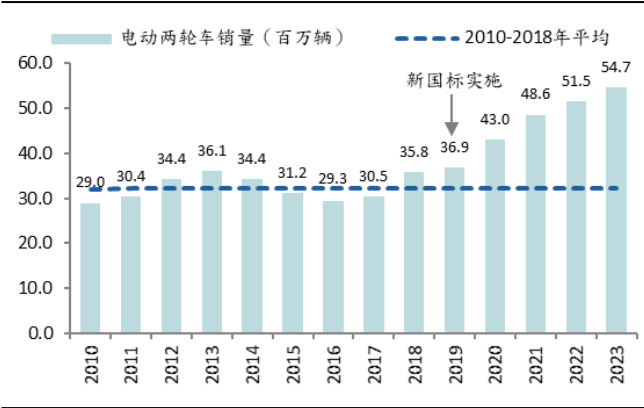
图表 1: 新国标对于电动两轮车的分类和要求

	电动自行车	电动轻型摩托车	电动摩托车
			
功率	≤400W	400W-4kW（非强制）	>4kW（非强制）
电池	≤48V	无要求	无要求
最高时速	≤25 公里/小时	≤50 公里/小时	>50 公里/小时
整车重量	≤55 公斤	无要求	无要求
载人	部分城市允许载一名 12 岁以下的儿童	禁止	一人
驾驶证	无要求	D、E、F 驾驶证	D、E 驾驶证
国家标准	GB17761-2018	GB/T24158-2018	GB/T24158-2018
生产资格	无要求	有要求	有要求
2022 年平均零售价（人民币千元）	1.60	2.73	3.82

资料来源: 弗若斯特沙利文、交银国际

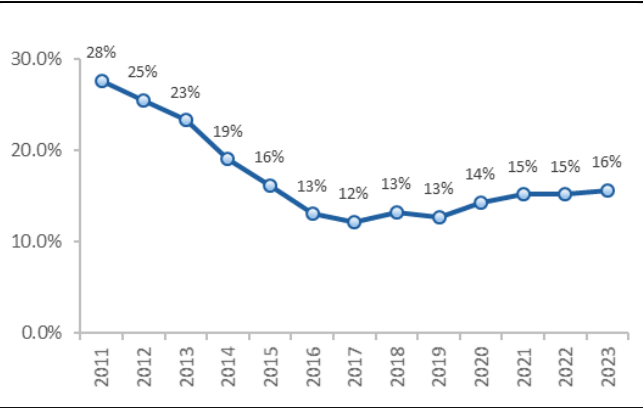
新国标颁布刺激置换需求。2010-18 年，电动两轮车年销量一直在 3000 万辆上下波动，2019 年新国标实施后，电动两轮车销量不断攀升，2023 年的销量达 5,470 万辆，2019-23 年复合年增长率达 10.3%。从置换率来看，2011-18 年，置换率因技术进步和电动两轮车普及后保有量的提升，逐步从 28%下降到 12%，而新国标颁布后，置换率上升至 16%。

图表 2: 2011-23 年电动两轮车销量（百万辆）



资料来源: 德勤《电动两轮车行业白皮书》, 弗若斯特沙利文, 交银国际

图表 3: 2011-23 年电动两轮车置换率*



资料来源: 中国自行车协会, 统计局, 交银国际 *置换率=当年销量/保有量

新国标置换需求仍未完全释放。目前市场普遍预期新国标置换的红利已接近尾声, 因 3-5 年过渡期原本应于 2022-24 年结束, 但是从政策的实际执行情况来看, 全国多地因地制宜延长了过渡期的截止日期, 以实现更平滑的过渡。例如, 广西省、河北省、陕西省、江西省都将原定 2022 年的截止日延长至 2024-25 年。

从各省的执行情况来看, 2021 年北京重点执行新国标过渡, 2022 年浙江和山东两个保有量大省已经基本完成了新国标的过渡, 但 2024-25 年仍有几个保有量较大的地区将截止过渡期, 包括江苏 (保有量超 3,000 万辆)、广西 (保有量约 2,000 万辆)、陕西 (保有量超 1,000 万辆)、天津 (保有量约 500 万辆) 等。我们预测, 2024-25 年的置换需求仍将保持高位, 将支撑我国电动两轮车的销量。

图表 4: 全国多地延长新国标过渡期限

省份	城市	原定过渡期截止日	调整后截止日
广东	佛山	2022 年 1 月 31 日	2022 年 12 月 31 日
浙江	全省	2021 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日 (使用期未满 7 年的电动自行车)
河南	郑州	2022 年 1 月 1 日	2023 年 12 月 31 日
湖北	全省	2022 年 4 月 30 日	2023 年 6 月 30 日
天津	全省	2022 年 5 月 9 日	2024 年 5 月 8 日
广西	全省	2022 年 2 月 1 日	2025 年 2 月 1 日
河北	全省	2022 年 5 月 1 日	2025 年 4 月 30 日
陕西	全省	2022 年 6 月 30 日	2025 年 6 月 30 日
江西	全省	2022 年 6 月 30 日	2025 年 6 月 30 日

资料来源: 各地政府公告, 公开新闻整理, 交银国际

图表 5: 各地新国标过渡期截止日期

过渡期截止年份	截止日期	省份	城市
2020 年	2020 年 6 月 20 日	广东	中山
2021 年	2021 年 10 月 31 日	北京	
	2021 年 11 月 8 日	甘肃	兰州
	2021 年 12 月 31 日	上海	
	2021 年 12 月 31 日	深圳	坪山、宝安、光明
2022 年	2022 年 4 月 15 日	广东	梅州
	2022 年 6 月 15 日	湖南	益阳
	2022 年 10 月 14 日	重庆	
	2022 年 10 月 31 日	福建	福清
	2022 年 12 月 31 日	广东	佛山
	2022 年 12 月 31 日	浙江	
	2022 年 12 月 31 日	山东	
2023 年	2023 年 3 月 1 日	湖南	湘潭
	2023 年 4 月 14 日	云南	昆明
	2023 年 6 月 30 日	湖北	
	2023 年 12 月	安徽	合肥
	2023 年 12 月 31 日	湖南	长沙
	2023 年 12 月 31 日	湖南	株洲
	2023 年 12 月 31 日	河南	郑州
2024 年	2024 年 4 月 14 日	山西	
	2024 年 5 月 8 日	天津	
	2024 年 12 月 31 日	江苏	部分地区
2025 年	2025 年 2 月 1 日	广西	
	2025 年 4 月 30 日	河北	
	2025 年 6 月 30 日	陕西	
	2025 年 6 月 30 日	江西	

资料来源: 各地政府公告, 公开新闻整理, 交银国际

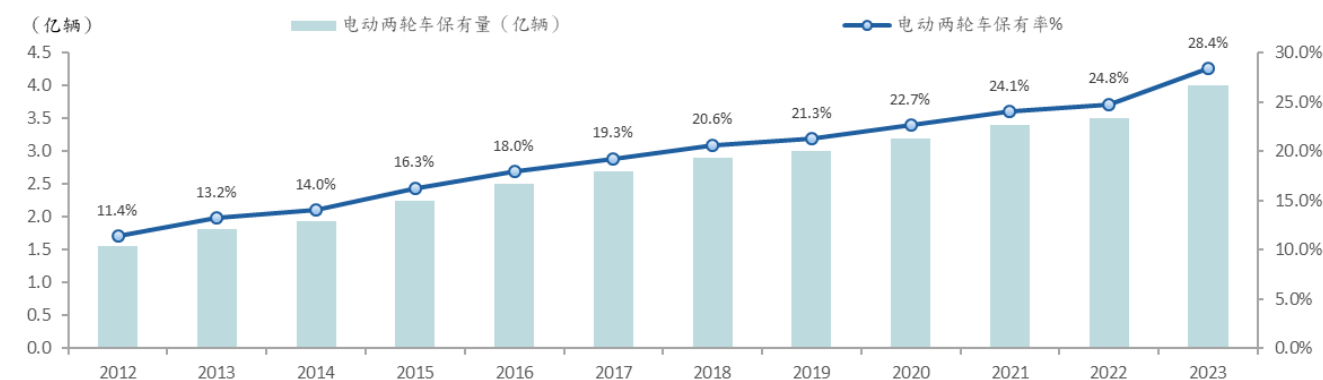
新国标开启修订工作, 整顿行业痛点, 加快淘汰置换。2024 年 4 月 7 日, 工信部开启了新国标的修订工作, 公开征求意见和建议。新国标的修订方向预计主要集中在两个方面, 一个是进一步提升电动两轮车的安全性, 另一个是强化区别电动自行车和电动摩托车的不同属性, 更好地解决民生需求。我们认为新国标的修改将有利于行业的整体发展, 为电动两轮车的健康发展奠定基础, 并推动各地有效落实政策规范, 加快对不合规车辆的淘汰置换。

（二）以旧换新政策利好，巨大保有量夯实置换需求

2024 年 4 月，国家发改委召开大规模设备更新和消费品以旧换新第 1 次专题座谈会，参与座谈会的不仅包括京东和美的等家电龙头，还邀请了电动两轮车行业龙头雅迪科技。随着汽车、家电行业的以旧换新政策纷纷落地，我们认为电动两轮车行业作为关系民生经济的重要消费品，也将迎来以旧换新的政策支持。

中国电动两轮车保有量巨大，截至 2023 年，市场保有量接近 4 亿辆，即平均每 3.5 个人拥有一辆电动两轮车。电动自行车和电动摩托车的使用寿命在 3-5 年和 5-7 年左右，市场每年都有稳定的置换需求，而以旧换新的政策利好（如购车补贴）有望刺激常态置换率提高 2-3 个百分点。由于新国标修订和锂电池的新规范预计在今年下半年出台，我们预计以旧换新政策将在行业规范落实后实施，较大可能是在今年的 4 季度，因此对于明年的销量或有明显的提振作用。

图表 6: 我国电动两轮车保有量



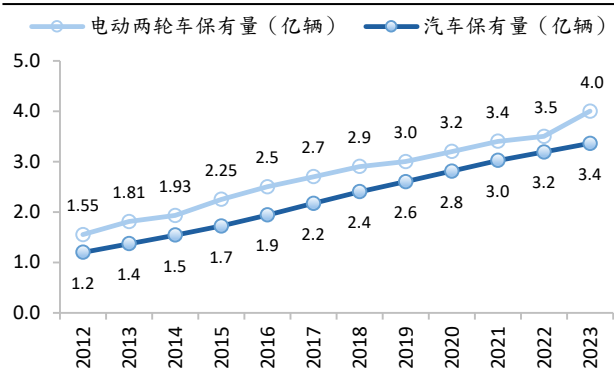
资料来源: 中国自行车协会、国统局、交银国际

（三）新增需求：ToC 和 ToB 端均贡献销售增量

（1）家用需求饱满：作为四轮车的补充、完美适配短距离出行

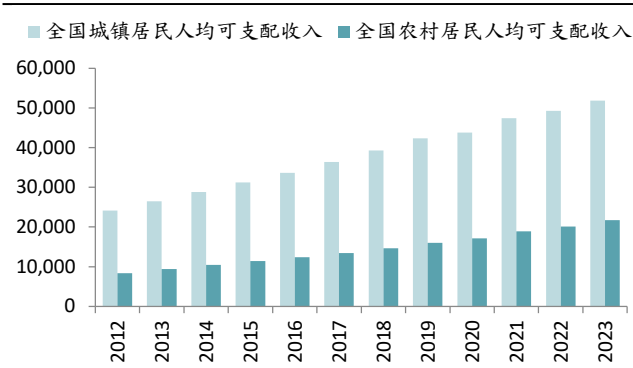
根据高德地图发布的《2023 年度中国主要城市交通分析报告》，同比 2022 年，全国 50 个主要城市中有 84% 的城市拥堵情况上升。在四轮车拥堵加剧的情况下，电动两轮车作为往返地铁站的绝佳方式，需求提升。很多家庭在拥有一部四轮车的同时，考虑购置一辆电动两轮车作为补充，适合接驳公共交通通勤、青少年短途出行、接送孩子和买菜等多种家用场景。从历史上汽车和电动两轮车保有量的关系来看，二者一直并非替代关系，而是补充关系。随着国民人均收入的提高，我们预计短期内电动两轮车保有量仍将随着汽车保有量的提升而增加，甚至未来在汽车保有量接近饱和的时候，电动两轮车的保有量将以更快的速度增加。

图表 7: 电动两轮车 vs 汽车保有量



资料来源: 中国自行车协会, 国家统计局, 中汽协, 交银国际

图表 8: 全国人均可支配收入 (人民币元)



资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 9: 电动两轮车应用场景广泛



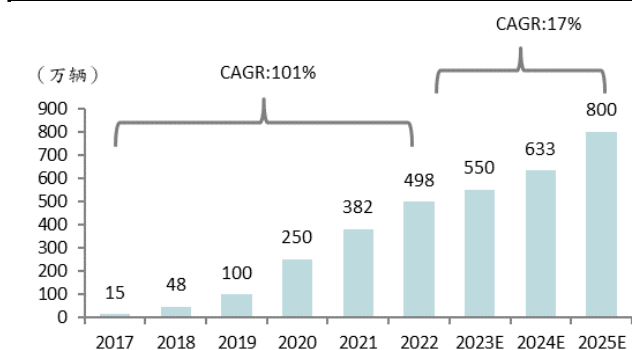
资料来源: 艾瑞咨询, 交银国际

(2) 商用需求持续增长：共享电单车、即时配送

由于共享经济快速兴起以及城市的拥堵路况，共享电单车凭借其环保、便捷、低成本的优势，作为解决最后一公里的短途出行工具快速发展和普及。行业经历了调整和规范化的阶段，目前发展格局较为稳定，主要的参与者包括美团、滴滴青桔和哈啰，投放量均在 100 万辆以上，三大运营商合计投放量占比超过 90%。根据艾媒咨询的预测，共享电单车投放规模将在 2025 年达到 800 万辆，2020-25 年复合年增长率达 26%。三大运营商普遍找头部的两轮车制造商直接定制电单车，包括雅迪、爱玛、绿源等，共享电单车行业的继续扩张将有利于头部两轮车企的 ToB 端业务增长。

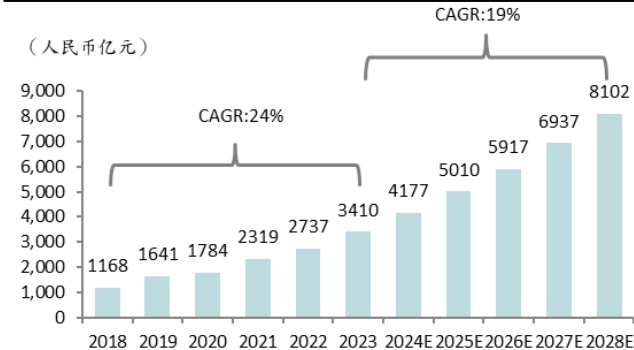
另外，在外卖、跑腿等需求激增刺激下，即时配送服务行业的订单规模增长迅速，2017-21 年复合年增长率达 35%，预计 2021-26 年将以 28% 的复合年增长率继续高速增长。美团骑手数量由 2018 年的 270 万人快速增加至 2023 年的 745 万人，复合年增长率达 23%。中国的快递业务量也不断攀升，2023 年突破 1,300 亿件，同比增长 19%。电动两轮车，作为外卖员、快递员常用的交通工具，将显著受益于即时配送业务和快递业务量的增长。

图表 10: 共享电单车投放规模 (万辆)



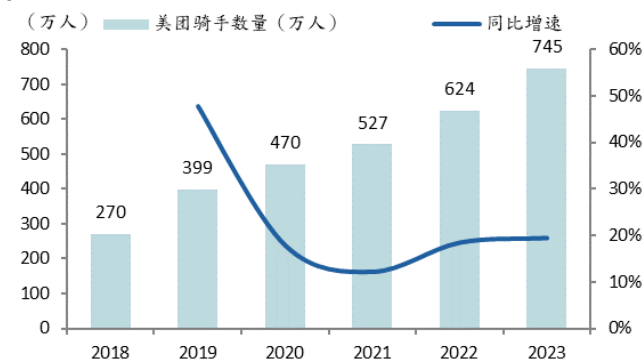
资料来源: 艾媒咨询, 新思界产业研究中心, 交银国际

图表 11: 即时配送服务行业规模 (人民币亿元)



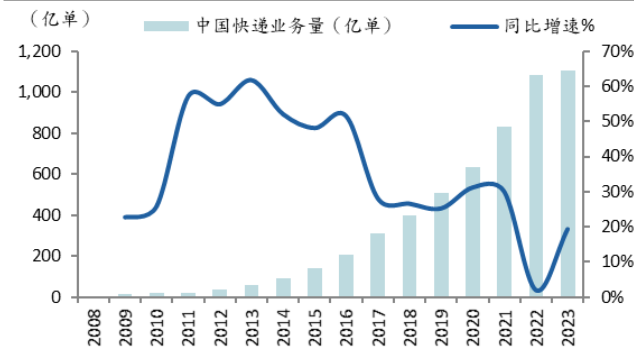
资料来源: 艾瑞咨询, 交银国际

图表 12: 美团骑手数量



资料来源: 美团, 交银国际

图表 13: 中国快递业务量



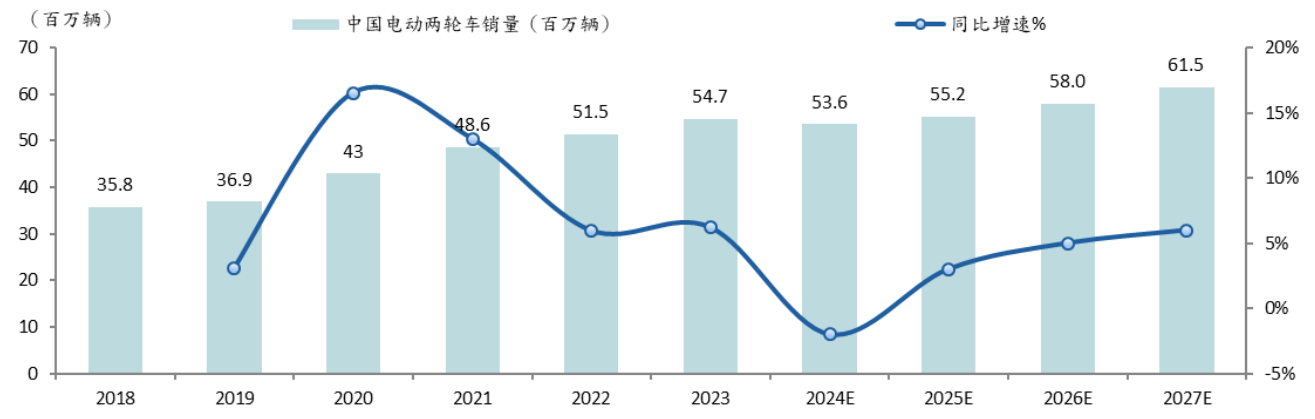
资料来源: 国家邮政局, 交银国际

预测电动两轮车中国市场销量稳中向好

2024 年，由于年初的南京大火事件促使国家加大对电动两轮车行业的抽查力度，对终端门店销售产生了短期的影响，预计今年上半年行业整体销量同比下降。但我们认为，随着下半年行业规范逐步完善、以旧换新政策支持或将推出，整体消费情绪将回暖。我们预测 2024 年中国电动两轮车销量为 5,360 万台，同比微降 2%，高于艾瑞咨询 5,000 万台（同比降 9%）的预测。

我们预计经过 2024 年行业的整顿和规范，电动两轮车市场将迎来新的发展周期，整体销量将重回稳定的增长曲线，受益于前述新国标替换、以旧换新和新增需求等三个方面的支撑。我们预测 2025/26/27 年的销量约为 5,520/5,800/6,150 万台，同比增 3%/5%/6%。

图表 14: 2018-27 年中国市场电动两轮车销量及预测



资料来源: 中国自行车协会、中国摩托车商会、中国汽车工业协会、弗若斯特沙利文、交银国际预测

销量预测逻辑：2023 年，第一轮新国标的置换进入尾声，仅湖南、湖北等地区截止过渡期，部分保有量大省（如江苏、广西、陕西等）将过渡期延长至 2024-25 年；并且 2024 年开启新监管时代，新国标修订后会加速电动两轮车的淘汰置换。因此，我们预计电动两轮车淘汰量于 2024/2025 年达到 5,920/6,310 万辆，随后回落至 2027 年的 2,370 万辆（与 2019-2020 年的水平相若）。同时，受以旧换新政策、家用和商用需求增长等因素拉动，我们认为置换率将由 2024 年的 13.4% 逐步提升至 15.5%。

图表 15: 中国市场电动两轮车销量预测拆分

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
期初保有量（百万辆）	290	300	320	340	350	400	394	386	396
销量（百万辆）	36.9	43.0	48.6	51.5	54.7	53.6	55.2	58.0	61.5
淘汰量（百万辆）	26.9	23.0	28.6	41.5	4.7	59.2	63.1	48.0	23.7
期末保有量（百万辆）*	300	320	340	350	400	394	386	396	434
置换率=销量/期初保有量	12.7%	14.3%	15.2%	15.1%	15.6%	13.4%	14.0%	15.0%	15.5%

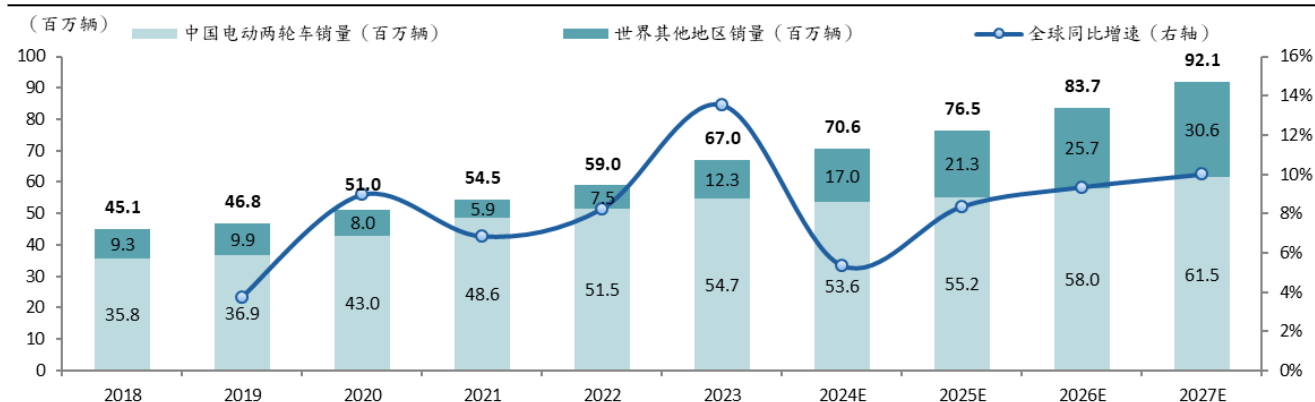
资料来源: 中国自行车协会、中国摩托车商会、中国汽车工业协会、弗若斯特沙利文、交银国际预测 *期末保有量=期初保有量+销量-淘汰量

海外市场：海阔凭鱼跃，天高任鸟飞

海外市场对于电动两轮车的需求稳步增长

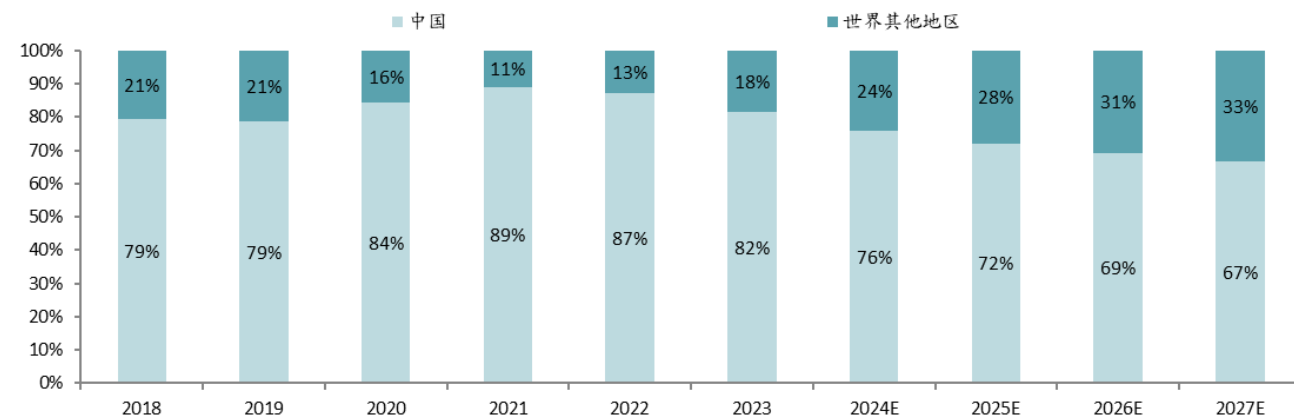
由于电动两轮车是一种环保、经济实惠且便捷的交通工具，随着环境意识的增强和对能源消耗的担忧，全球对电动两轮车的需求逐渐增加。根据弗若斯特沙利文的数据，2018-23 年，海外电动两轮车销量复合年增长率为 5.8%，但未来海外市场的增长将提速，2023-27 年的复合年增长率预测达 25.6%。预计到 2027 年，海外市场在全球销量中的占比将上升至 33%，增长空间广阔。

图表 16: 全球电动两轮车销量



资料来源: 印度电动车制造商协会、美国国家自行车经销商协会、欧洲自行车产业协会、欧洲摩托车生产商协会、弗若斯特沙利文、交银国际预测 (2024-27 年中国销量为交银国际预测, 海外销量为沙利文预测)

图表 17: 全球电动两轮车销量结构



资料来源: 印度电动车制造商协会、美国国家自行车经销商协会、欧洲自行车产业协会、欧洲摩托车生产商协会、弗若斯特沙利文、交银国际预测 (2024-27 年中国销量为交银国际预测, 海外销量为沙利文预测)

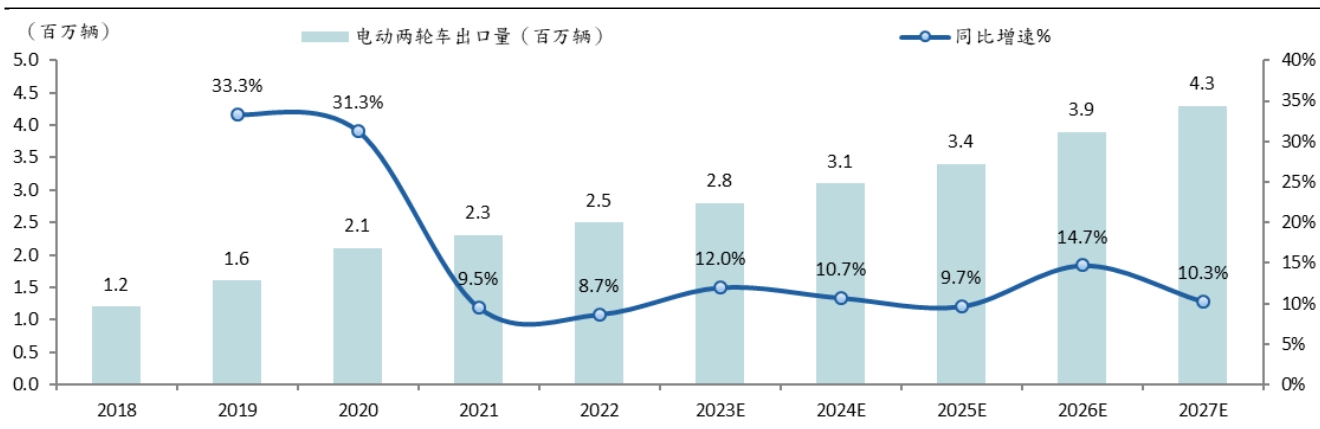
中国作为最大的两轮车制造国，出口量逐年攀升

中国在电动两轮车出口方面，具有以下几个优势：

- 1) **生产规模和供应链优势**：中国拥有庞大的电动两轮车制造业基础和完善的供应链体系。众多的制造商和供应商形成了一个庞大而竞争激烈的市场，这使得中国能够以大规模生产和高效供应的方式满足全球市场的需求。
- 2) **成本优势**：中国的劳动力成本相对较低，这使得电动两轮车的生产成本较有竞争力。此外，中国的制造商还能够通过规模经济效应和供应链的整合来降低成本，从而提供具有竞争力的价格。
- 3) **多样化的产品选择**：中国的电动两轮车市场非常多样化，涵盖了各种类型和规格的车辆，满足了不同市场和消费者的需求。无论是城市通勤、递送服务还是休闲娱乐，中国的两轮车企都能提供广泛的产品选择。
- 4) **技术创新和研发能力**：中国在电动两轮车技术上取得了显著的进步，不断进行研发，致力于改善电池技术、续航里程、充电速度、车辆性能和用户体验等关键方面。

根据弗若斯特沙利文的预测，2022-27 年中国电动两轮车的出口将以 11.5% 的复合年增长率增长，高于本土销量的增速。

图表 18: 中国内地电动两轮车出口量

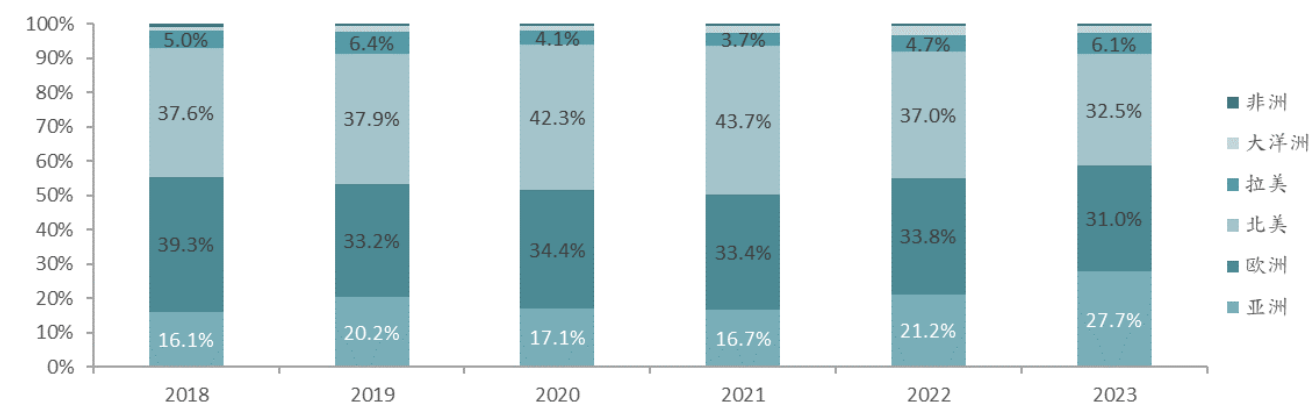


资料来源: 海关总署、弗若斯特沙利文预测、交银国际

主要出口市场：东南亚及欧美

从我国电动摩托车及脚踏车的出口区域来看，亚洲的出口量占比近两年明显提升，由 2021 年的 16.7% 上升至 2023 年的 27.7%；欧洲、北美地区虽然近两年占比逐渐缩小，但仍为出口量最大的两个区域，在 2023 年分别占出口的 31.0% 和 32.5%。

图表 19: 2018-23 年中国出口电动摩托车及脚踏车*按区域占比

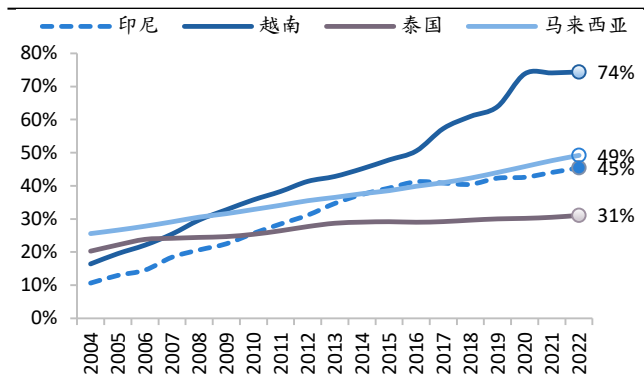


资料来源: 海关总署, 交银国际 *包含电踏板车、电动三轮车、混动摩托车等

东南亚市场：有望受惠于“油改电”政策

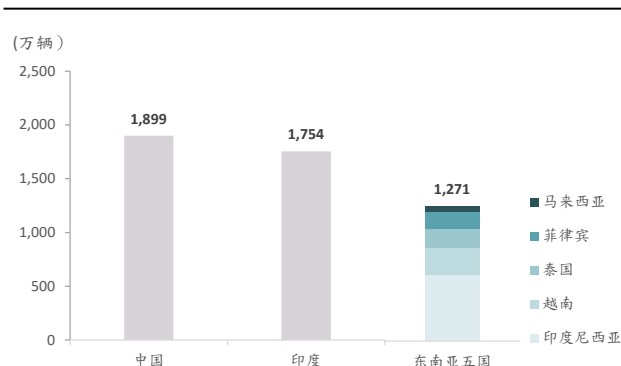
东南亚地区两轮车体量大，市场空间广阔... 东南亚国家人口密度大、消费水平较低，因此居民选择摩托车而非汽车作为主要交通工具。2022 年，越南的摩托车保有率超 70%，印尼、马来西亚的摩托车保有率近 50%。东南亚五国 2023 年摩托车销量共计超 1,270 万辆，体量仅次于全球前两大摩托车市场中国和印度。

图表 20: 东南亚摩托车保有率



资料来源: 艾媒咨询, 交银国际

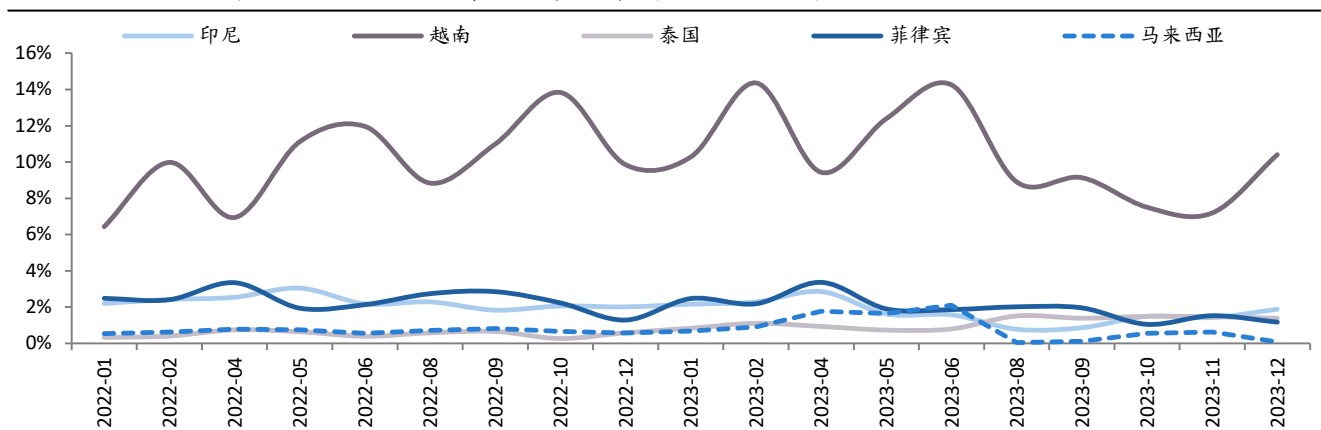
图表 21: 2023 年东南亚五国摩托车销量



资料来源: MarkLines, ASEAN Automotive Federation, 交银国际

...但电动化进程缓慢。由于东南亚消费者追求高速性能、且充电配套设施尚未完善，东盟国家摩托车市场目前仍以燃油摩托车为主，电动摩托车的渗透率普遍较低，越南的电动摩托车渗透率较高，在 10% 左右，而其余四国的渗透率仅在 0-3% 之间。东南亚国家的燃油摩托车基本以日系摩托车为主，国产品牌很难撼动，但电动摩托车方面，日系车企的进展较缓慢，国产品牌的竞争力较强。因此，未来东南亚国家电动摩托车渗透率提高，将利好我国两轮车企在海外的销售。

图表 22: 2022-23 年东南亚五国电动摩托车渗透率（按月度销量）



资料来源: MarkLines, 交银国际

东南亚国家积极推动“油改电”。为了减少碳排放，许多东南亚国家已经制定了支持推进电动化的政策和目标，例如印尼计划在 2050 年之前全面停止销售燃油摩托车、普及电动摩托车，并提供了各种消费补贴、减免税等政策来推动燃油摩托车向电动摩托车的转型。另外，印尼和越南也效仿我国早年的禁摩令，对燃油摩托车的行驶加以限制，以缓解交通拥堵和空气污染的问题，这都将释放更多的对电动摩托车的需求。

图表 23: 东南亚国家推动电动两轮车政策

国家	政策目标	补贴/激励措施	禁摩令
印尼	2023 年转换电动摩托车 5 万辆 到 2025 年将 20% 的燃油二轮车转换为电动车，电动二轮车数量达到 180 万辆；2030 年前普及 900 万辆电动摩托车；在 2050 年之前全面停止销售燃油车	2023 年 3 月 20 日起，向 25 万辆电动摩托车的购买者发放每辆 700 万印尼盾（约 3200 元人民币）的补贴（要求印尼国产零部件比例超 40%），包括 20 万辆新购置的电摩和 5 万辆油改电的摩托车；8 月进一步将补贴上调至 1000 万印尼盾（约 4600 元人民币）	雅加达规定每周三禁止雅加达省政府雇员开车或摩托车上班，使用电动车除外
越南		向购买电动车民众提供 1,000 美元（约人民币 7,210 元）补助金 电动车免除 100% 购置税	2019 年 10 月起，胡志明市内物流服务业全面由摩托车改为使用电动车 2025 年起胡志明市禁止摩托车行驶，2030 年河内市禁止摩托车行驶，推动公共电动摩托车
泰国	目标在 2026 年前将电动摩托车和电动汽车在其网约车和快递用车中的比例提升至 10%	对摩托车依照二氧化碳排放量征税，降低新能源车消费税 2022-25 年，零售价不超过 15 万泰铢的高性能电动摩托车，可享受每辆 1.8 万泰铢（约人民币 3,600 元）的补贴	
菲律宾		自 2023 年开始，在未来五年内给予电动摩托车、电动两轮车及其零部件进口关税减免	

资料来源:各国政府官网，印尼国际日报，人民网，交银国际

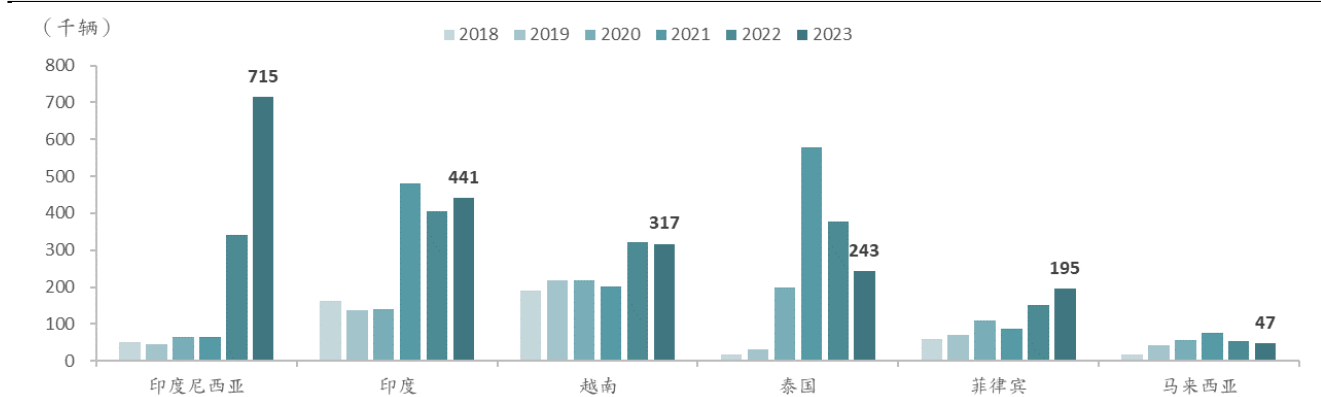
我国两轮车企主要出口的五个东盟国家包括印尼、越南、泰国、菲律宾和马来西亚：

- ④ **印尼**：印尼政府为压低油价而每年支出巨额的燃油补贴，增加政府的财政负担，所以印尼对于电动两轮车的政策支持力度最强，极力推动电动两轮车对燃油两轮车的替代，导致电动两轮车的需求爆发，因而我国对印尼的出口量近两年呈指数级增长。尤其是电动自行车作为已有燃油摩托车的家庭给妇女、青少年、长者的补充代步工具，需求非常旺盛。从竞争格局来看，印尼的电动摩托车市场以本地车企 GESITS 主导，2023 年我国车企雅迪在印尼电动摩托车市场的市占率排名第四，约 11.3%。
- ④ **越南**：目前，越南的电动摩托车渗透率为东南亚国家中最高，因而电动摩托车的销量较大，随着我国两轮车企布局越南本地化生产，我国对越南的出口量呈稳中有升态势。2023 年，雅迪在越南电动摩托车市场的市占率达 21.4%，排名仅次本地车企 PEGA（25.0%）和 Vinfast（22.9%），且在越南整体电摩销量同比下滑 13% 的情况下逆市实现同比增长 6%。随着雅迪越南工厂扩建、产能爬坡，有望进一步提高市占率，缩小与第一名的差距。
- ④ **泰国**：2022 年 8 月，泰国政府批准了总额超过 29 亿泰铢的拨款预案，用于电动化车辆购置补贴，价格在 15 万泰铢以下的电动摩托车每辆车可补贴 1.8 万泰铢，因此泰国电动摩托车的销量同比增长较快，达 110%。但泰国的电动摩托车市场较为集中，由本地车企 Deco 主导，市占率达 44%，而中国车企在泰国布局较少，近三年的出口量连年下滑。

- ④ **菲律宾**：2023-27 年，菲律宾给予电动摩托车、电动两轮车及其零部件进口关税减免，我国对菲律宾的出口量逐步上升，预计在减免税的刺激下，出口量将进一步上升。我国车企台铃在泰国的电动摩托车市场的渗透率超 33%，仅次于本地车企 MOTORSTAR，雅迪的市占率也达到 12.1%。
- ④ **马来西亚**：因缺乏相关政策刺激，我国对马来西亚电动车的出口量较小，且近年呈下降趋势。马来西亚的电动摩托车市场较为集中，Treelektrik 的市占率达 42%，VMOTO 占 32.3%，排名第三为我国两轮车企小牛，占 14.5%，前三大玩家占比近 90%。

结合各个市场的发展情况和两轮车企的海外布局，我们认为我国两轮车企对东南亚主要出口的目标国家将是印尼和越南，因有积极的政策推动，且需求体量较大。尽管东南亚国家的电动摩托车市场皆由本地车企主导，但中国车企可以凭借更高的性价比和丰富的智能化功能，进一步提升市占率。

图表 24: 中国对主要东南亚国家的电动摩托车及脚踏车*出口



资料来源: 海关总署, 交银国际 *包含电踏车、电动三轮车、混动摩托车等

图表 25: 2023 年东南亚国家电动摩托车销量（辆）及主要车企市占率

	印尼			越南			泰国			菲律宾			马来西亚		
	销量	同比	市占率	销量	同比	市占率	销量	同比	市占率	销量	同比	市占率	销量	同比	市占率
中国车企															
雅迪	12,264	-23%	11.3%	64,117	6%	21.4%				5,937	13%	13.7%			
小牛	1,276	-37%	1.2%				452	-42%	2.1%	796	-17%	1.8%	724	30%	15.3%
台铃										12,874	-28%	29.7%			
绿源							216	-59%	1.0%						
东南亚本地车企															
GESITS	33,396	-48%	30.8%												
Uwinfly	15,619	N/A	14.4%												
VIAR	9,877	6%	9.1%												
SELIS	4,754	-9%	4.4%												
ECGO	1,386	-35%	1.3%												
PEGA				72,724	-24%	24.3%									
VinFast				68,593	-22%	22.9%									
DIBAO				44,696	-3%	14.9%									
ANBICO				21,789	-23%	7.3%									
GOGO JVC				7,137	-30%	2.4%									
DECO							8,812	283%	41.3%						
AJ EV BIKE							2,473	719%	11.6%						
H SEM MOTOR							1,588	31%	7.4%						
STROM							541	59%	2.5%						
THOMAS							161	-55%	0.8%						
ETRAN							25	-88%	0.1%						
MOTORSTAR										17,664	-16%	40.8%			
Treelektrik													1,805	-14%	38.0%
其他国家车企															
本田（日本）	1,140	-66%	1.1%				402	-49%	1.9%						
Terra Motors（日本）										701	-32%	1.6%			
BF Goodrich（美国）	12,592	-2%	11.6%												
DK Bike（美国）				9,852	20%	3.3%									
VMOTO（澳大利亚）	5,714	7%	5.3%	1,353	-68%	0.5%				1,023	-2%	2.4%	1,616	-21%	34.1%
Ather Energy（印度）				4,574	12%	1.5%									
其他	10,494	871%	9.7%	4,224	835%	1.4%	6,655	140%	31.2%	4,306	-17%	9.9%	599	11880%	12.6%
总计	108,512	-10%	100%	299,059	-13%	100%	21,325	122%	100%	43,301	-17%	100%	4,744	1%	100%

资料来源: MarkLines、交银国际

欧美国家：受节能环保目标拉动，电动两轮车需求饱满

在节能减碳目标的影响下，法国、意大利、荷兰、葡萄牙、西班牙、美国等国家相继推出相关购车补贴、通勤津贴等政策鼓励居民使用电动两轮车。由于欧美国家的节能环保意识较强，加速了电动自行车的普及，2016-22 年，欧盟电动自行车销量复合年增长率达 19%；2019-22 年美国电动自行车的总收入规模复合年增长率更是高达 41%，2022-27 年预测将以 19%的复合年增长率继续扩张。

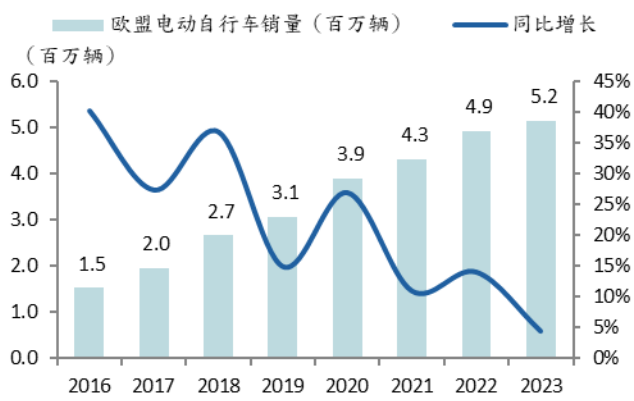
鉴于欧美市场的增长空间潜力，我国两轮车企也纷纷加速对于欧美市场的布局。2024 年 1 月，爱玛在美国召开全球发布会，并凭借时尚、轻便且耐用的设计获得美国 MUSE 设计金奖；雅迪也多次参加美国 CES 展、米兰国际摩托车展等，提高我国龙头两轮车企业在海外的知名度；另外，雅迪正考虑在匈牙利、墨西哥建厂，覆盖欧美市场的本地化生产。小牛以德国为出海第一步，随后深耕欧洲市场，在欧洲开设了大量门店。

图表 26: 欧美国家对于电动两轮车的补贴

国家	政策补贴
法国	向电动自行车提供 150 欧元至 2000 欧元的补贴（取决于经济状况和自行车种类）
意大利	向电动自行车提供高达 300 欧元的补贴
荷兰	雇主可以向自行车主支付每公里最高 0.19 欧元的（免税）里程津贴
葡萄牙	向电动自行车提供高达 500 欧元的补贴
西班牙	向电动自行车提供高达 600 欧元的补贴
美国	为购买电动两轮车的国民提供相当于新车购买价格 30% 的可退还税收抵免，其中，电动自行车的优惠上限是 1500 美元，电动摩托车的上限是 7500 美元；为骑电动自行车或共享单车上班的人提供税前通勤津贴，约每月 81 美元

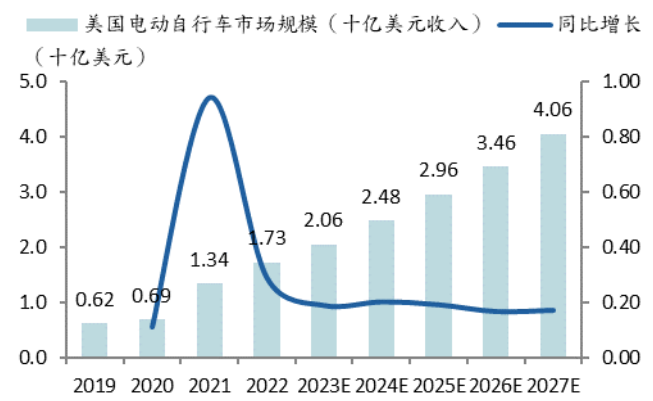
资料来源: 政府官网，公开新闻整理，交银国际

图表 27: 欧盟电动自行车销量



资料来源: Statista，交银国际

图表 28: 美国电动自行车市场规模

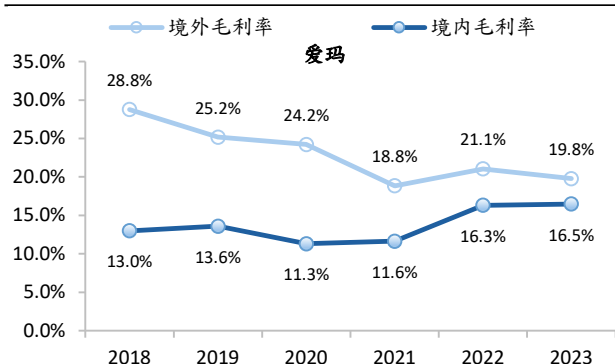


资料来源: 《North America E-Bike Market - Growth, Trends, COVID-19 Impact, and Forecasts (2023-2028)》，交银国际

海外业务的扩张有望提升两轮车企的盈利能力

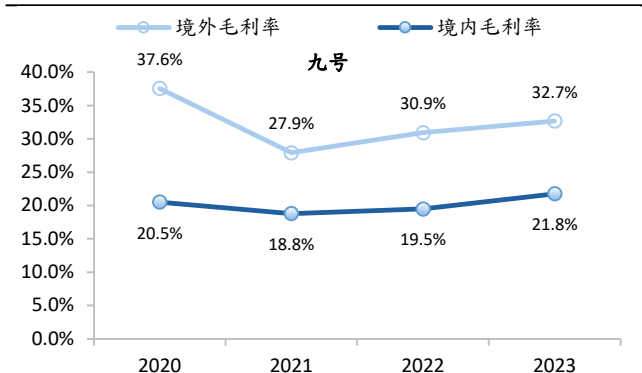
由于海外市场的竞争相较中国更温和，两轮车企在海外的产品定价一般高于中国，且不一定会给经销商返点，因此境外毛利率普遍高于境内，例如，2022 年爱玛和九号的境外毛利率分别比境内高出 4.8 和 11.4 个百分点。未来，两轮车企的收入结构改变，海外业务占比提高后，将带动车企的盈利水平提升。

图表 29: 爱玛境内 vs 境外毛利率



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 30: 九号境内 vs 境外毛利率



资料来源: 公司资料, 交银国际

电动两轮车：行业整合正当时，寻找 α 机会

行业竞争进入新阶段，未来聚焦产品差异化

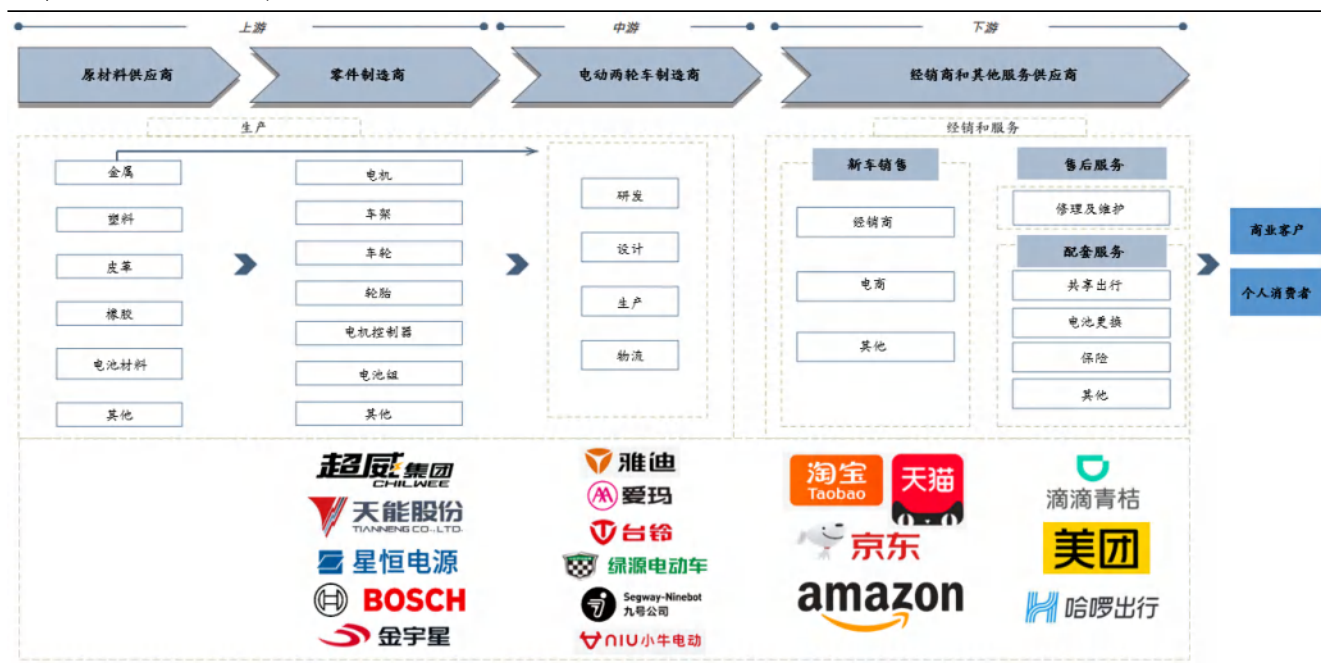
看好产业链中游的电动两轮车制造商。通过多年的发展，电动两轮车行业已经形成较为成熟的产业链：

上游：主要的零部件包括电池、电机和塑料及金属部件等；其中，电池是电动两轮车最大的成本构成，占制造成本的 30% 左右，而供应商较为集中，超威、天能两家龙头的市占率超过 70%，但由于中游制造商挤压供应商利润，上游企业的盈利能力较低。

中游：电动两轮车制造商处于产业链的中游，负责产品的研发制造，最直接受益于电动两轮车的需求增长。近期，国家加大对于制造商的行业监管，密集出台行业规范、管理办法，将加快行业的整合，利好具有竞争优势的头部企业。

下游：包括经销商分销和电商平台等，电动两轮车的经销商遍布全国大小城市、较为分散，还有许多为夫妻加盟店，不具备规模效应。

图表 31: 电动两轮车产业链

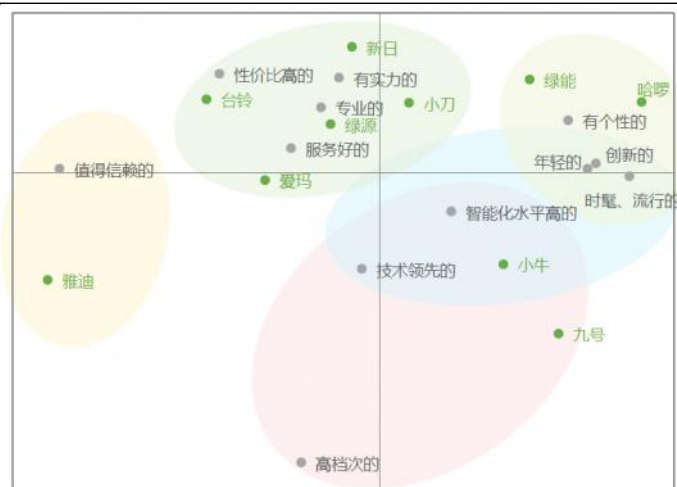


资料来源: 绿源招股书, 交银国际

继新国标出台后，电动两轮车制造商经历了快速的淘汰出清，从全盛时期的 2,000 家制造商减少至目前仅约 100 家符合新国标的要求。电动两轮车企经过多年的发展已经树立各自不同品牌定位，比如龙头雅迪是值得信赖的大品牌、门店渠道广、售后服务完善；爱玛、台铃、绿源等则主打性价比和专业的服务，新势力九号和小牛则定位更高档、智能，吸引年轻时髦的消费者。

在电动两轮车行业的发展初期，车企主要靠广告营销、明星代言、门店扩张等方式实现规模的快速扩张，产品竞争较为同质化，通过挤压供应商的利润和规模效应摊低成本，导致行业价格战时有发生。但随着行业发展逐渐成熟，门店数量渐趋饱和，明星、广告对品牌营销的助力越来越弱，而消费者对产品的要求越来越高。我们认为，现在两轮车行业已经进入了新的发展阶段，需要聚焦产品的竞争力，实现差异化竞争，重点解决消费者的诉求，包括续航里程、安全性能、充电次数、智能化功能和骑行舒适度等。

图表 32: 电动两轮车主要品牌形象对比



资料来源: 艾瑞咨询, 交银国际

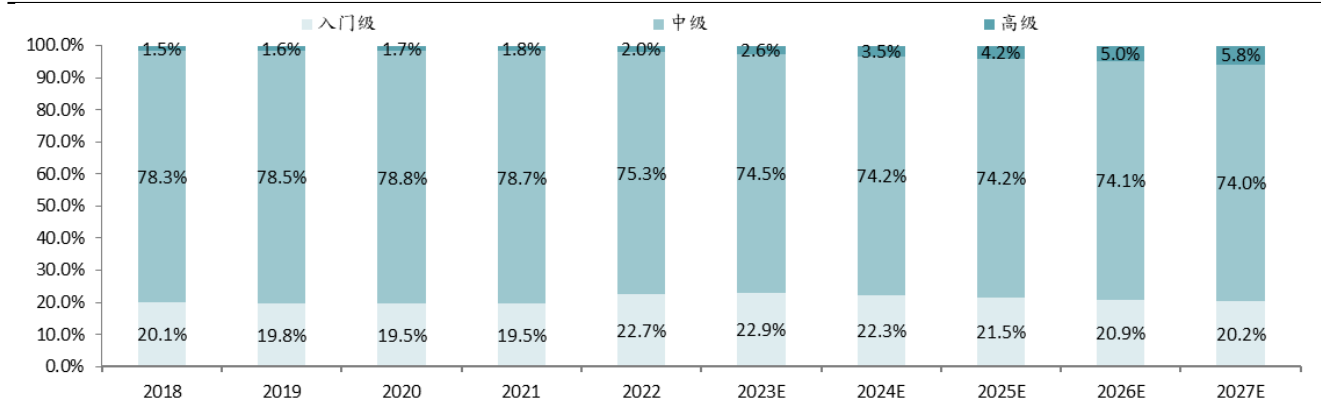
产品结构持续高端化

根据售价和性能，电动两轮车大致可分为三大类：

- 1) **入门级**：建议零售价低于 1,500 元（人民币，下同），主要包括仅具备基本功能、续航里程较短的电动自行车。
- 2) **中级**：建议零售价 1,500-3,500 元，涵盖电动自行车、电动轻型摩托车和电动摩托车。
- 3) **高级**：建议零售价 3,500 元及以上，通常具备先进的智能化功能和优秀的性能（包括长续航、较大电机率等）。

2018-22 年，高级电动两轮车的市场份额一直稳步提升，由 1.5% 上升至 2.0%。随着消费升级趋势的持续以及消费者对于产品性能和智能化更高的要求，弗若斯特沙利文预计高端市场的占比将继续增加至 2027 年的 5.8%。而中端市场仍将是最大的构成部分，占比维持在 74% 左右。

图表 33: 中国两轮电动车销量，按售价划分占比



资料来源: 中国自行车协会、中国摩托车商会、中国汽车工业协会、弗若斯特沙利文预测、交银国际

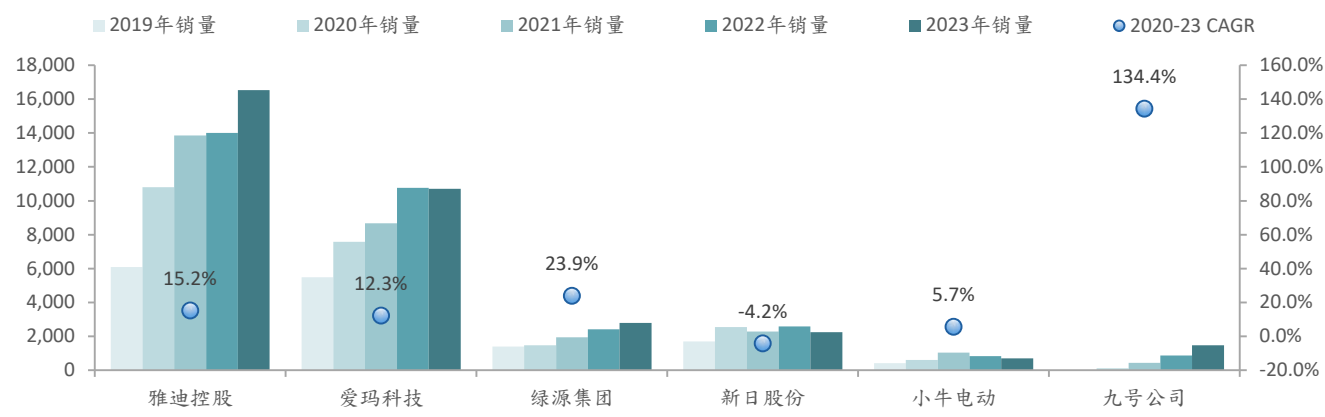
选股逻辑——寻找行业中的 α 机会

我们认为电动两轮车企进入健康发展的阶段，由追求规模扩张转变至寻求差异化竞争和盈利的高质量增长。其中，具备以下特点的企业将跑出：

- 销量持续增长、规模不断扩张：**我们看到除了行业尾部企业淘汰出清以外，头部企业的排名也有所变化，雅迪、爱玛、台铃仍保持前三，但新日、小刀、小牛等企业的市场份额开始下滑，新日已经于 2023 年跌出前五，而九号则后来居上，销量已经超过小牛。随着销量规模扩张，车企才能实现盈利水平的提升。
- 注重产品质量、持续进行研发投入：**我们认为电动两轮车的竞争已经不再单纯依靠外观设计、广告营销，而是真正比拼产品的竞争力和质量把控，我们认为研发投入较高的企业更能维持产品力，包括九号、雅迪、绿源等，在核心技术上进行自研，可以实现差异化的竞争、实现供应链优势。通过产品质量建立的口碑，也可以增加消费者的粘性。
- 产品结构优化：**如前所述，我们认为高端市场的份额将逐步提升，因此像九号这样主攻高端市场的企业将获取更多的份额；同时，传统车企中雅迪、绿源等正积极推动产品结构升级，在高端市场推出更多具备吸引力的新车型，例如雅迪的冠能系列已经成为行业内首个销量突破 1,500 万台的双系列，占公司总销量约 35%。

综上，我们认为雅迪、九号、绿源将成为行业发展新阶段中跑赢的企业，偏好顺序为**雅迪>九号>绿源**，因为九号目前估值较高（2024 年市盈率约 32 倍，0.8 倍 PEG），而雅迪作为行业龙头，估值低于行业平均（2024 年市盈率约 9 倍，0.6 倍 PEG），未来估值修复的空间可能较大；绿源的估值目前已经反映了未来的增长预期，处于合理的水平，上行空间较为有限。

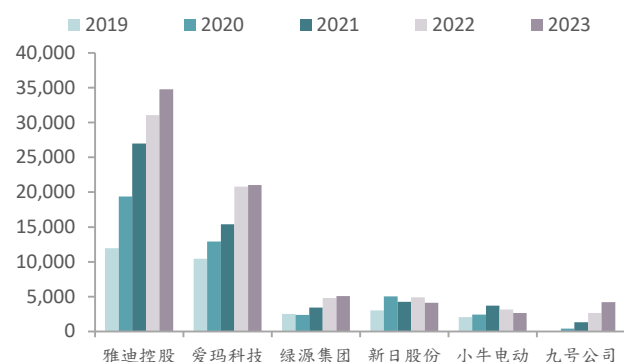
图表 34: 2019-23 年主要电动两轮车企销量



资料来源: 公司资料, 交银国际

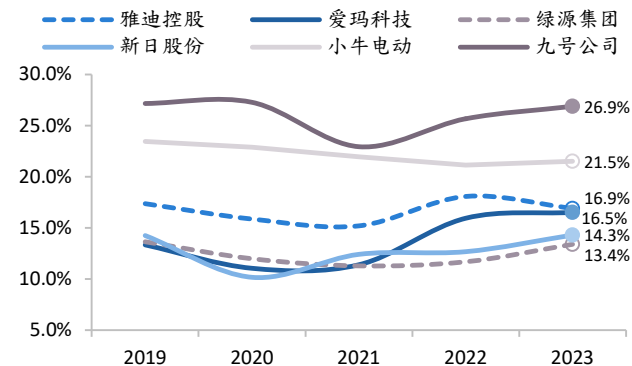
主要财务数据比较

图表 35: 总收入 (百万人民币)



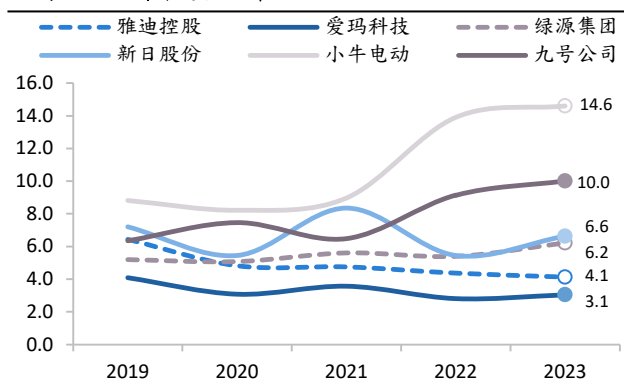
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 36: 毛利率%



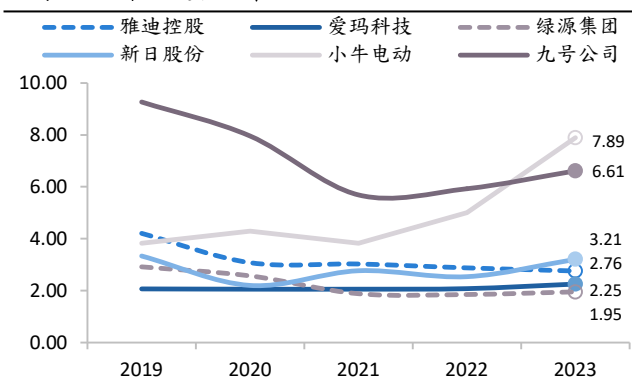
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 37: 销售费用率%



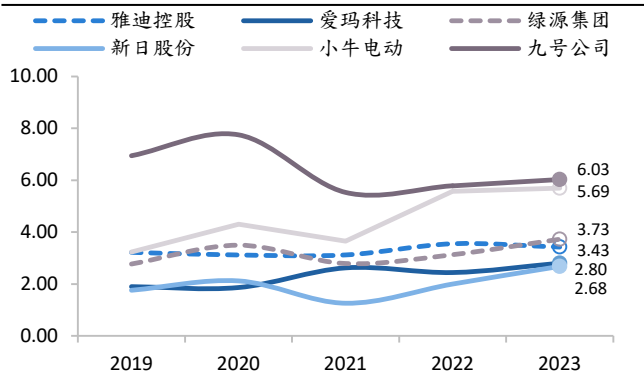
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 38: 管理费用率%



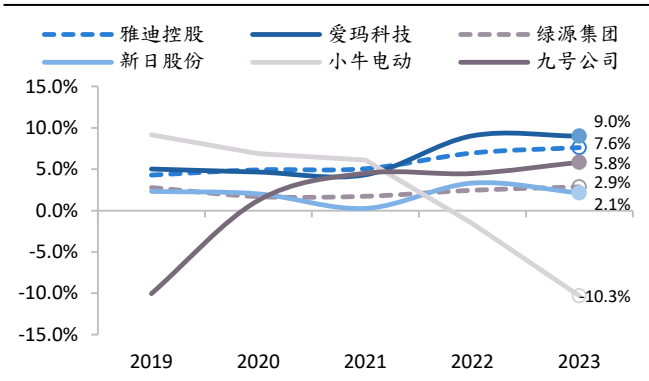
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 39: 研发费用率%



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 40: 净利润率%



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 41: 电动两轮车行业估值比较

股票代码	公司	货币 单位	价格	市值	3M ADTV* (US\$ m)	—EPS 增长—			3-yr CAGR	PEG	—市盈率—		—ROE—		—P/B—		—股息率—		—P/S—	
						24E	25E	26E	23-26E		24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
						(%)	(%)	(%)	(%)		(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)
两轮车制造商						22.7	30.1	20.5	22.7	0.7	15.7	12.1	18.0	19.7	2.5	2.1	2.3	2.8	1.2	1.0
1585 HK Equity	雅迪控股*	HKD	10.2	4.0	14.3	19.6	18.9	14.9	17.8	0.5	9.1	7.7	34.6	33.7	2.9	2.4	6.1	7.2	0.7	0.7
689009 CH Equity	九号公司*	CNY	39	3.9	43.5	42.7	40.2	34.4	39.0	0.8	32.7	23.3	18.4	17.7	4.6	4.1	1.7	1.8	2.1	1.7
2451 HK Equity	绿源集团*	HKD	6.4	0.3	0.2	(6.6)	25.3	20.2	12.1	1.2	14.7	11.7	10.8	12.4	1.5	1.4	1.5	1.9	0.4	0.4
603529 CH Equity	爱玛科技	CNY	28.79	3.4	22.5	16.8	20.3	15.3	17.5	0.6	11.1	9.2	24.8	24.2	2.6	2.2	3.2	3.8	1.0	0.9
603787 CH Equity	江苏新日	CNY	10.79	0.3	9.5					N/M										
Niu US Equity	小牛电动	USD	1.75	0.1	0.8		62.5	20.4		N/M	9.2	5.7	9.7	14.3	0.9	0.8	0.0	0.0	0.3	0.2
000913 CH Equity	钱江摩托	CNY	16.18	1.2	30.1	38.9	18.8	16.3	24.3	0.6	14.3	12.0	12.8	13.8	1.8	1.6	2.6	3.3	1.3	1.1
603129 CH Equity	春风动力	CNY	146.98	3.1	31.2	23.1	25.1	18.8	22.3	0.8	17.6	14.1	20.8	21.3	3.6	2.9	1.2	1.4	1.5	1.2
301345 CH Equity	涛涛车业	CNY	57.45	0.9	9.7	24.6	29.7	23.4	25.9	0.7	17.2	13.3	12.0	20.2	2.0	1.9			2.2	1.7
两轮车零部件						17.7	35.6	3.9	17.4	0.6	11.9	8.0	10.4	12.7	1.0	0.9	6.0	7.9	1.3	1.1
951 HK Equity	超威动力	HKD	1.42	0.2	0.1					N/M										
819 HK Equity	天能动力	HKD	5.62	0.8	3.1	(8.1)	18.2	12.8	7.0	0.4	2.7	2.3	12.9	13.7	0.3	0.3	7.3	8.6	0.1	0.1
603489 CH Equity	八方股份	CNY	27.82	0.6	5.7	43.5	53.0	(5.0)	27.8	0.8	21.1	13.8	7.9	11.7	1.6	1.6	4.7	7.3	2.5	2.1
机器人						53.5	0.9	(11.8)	7.3	0.8	20.7	(22.5)	(13.7)	(9.0)	19.9	22.5	1.4	1.8	15.8	11.2
9880 HK Equity	优必选	HKD	160.2	8.6	8.9	66.7	(37.9)	(70.9)	(33.0)	N/M		(102.1)	(78.0)	(65.1)	52.3	61.1			41.1	28.4
688169 CH Equity	石头科技	CNY	397	7.2	77.6	23.3	18.7	16.1	19.4	1.1	20.9	17.6	19.1	19.3	3.9	3.3	1.2	1.6	4.8	4.0
603486 CH Equity	科沃斯	CNY	48.23	3.8	50.0	70.6	21.9	19.4	35.4	0.6	20.6	16.9	17.7	18.8	3.6	3.1	1.5	2.0	1.6	1.4

资料来源: 彭博预测, 交银国际预测 (标*公司为交银国际覆盖, 采用交银国际预测数据)

*注: 3M ADTV 指三个月日均成交量; 股价截止至 2024 年 6 月 26 日

图表 42: 交银国际电动两轮车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	39.00	45.67	17.1%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	10.20	15.13	48.3%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.40	6.24	-2.5%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2024 年 6 月 26 日

汽车

收盘价
港元 10.20

目标价
港元 15.13

潜在涨幅
+48.3%

2024 年 7 月 2 日

雅迪控股 (1585 HK)

龙头份额持续提升，钠电和海外市场增长可期，首予买入评级

④ 行业集中度有望提升利好龙头企业。我们认为中国电动两轮车行业的集中度仍有可能进一步提升，因为南京大火事件使政府对于行业的监管加强，经销商、消费者也更倾向于选择品控好、售后完善的龙头企业，将加速尾部企业的出清。根据我们的预测，雅迪 2024/25/26 年的中国市场市占率将继续上升至 30.5%/31.5%/33.6%，中长期公司的市占率目标为 40-50%。

④ 雅迪通过产业链垂直整合实现差异化竞争，率先推出钠电产品、发展后市场。雅迪对产业链进行上下游垂直整合，先后收购了南都电源和无锡凌波电子技术公司，构筑电池和电控系统方面的技术优势，成为行业内首家推出钠电两轮车的车企。长远来看，钠离子电池凭借其长续航、快充、循环寿命长和耐低温等优点，将对锂电池进行替代，公司预计远期渗透率可达 20-30%，市场空间广阔。雅迪在钠电产品这一领域已经建立先发优势和口碑，有望受益于钠电渗透率的提升。另一方面，收购南都电源为雅迪大力发展售后市场奠定了基础。公司预计售后市场由 2024 年开始发力，将新增 20 亿元收入/2 亿元（人民币，下同）净利润；中长期售后业务可达 100 亿元收入规模，贡献 10 亿元净利润。

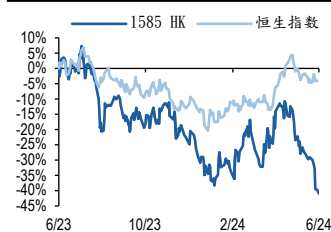
④ 海外市场有望成为中长期爆发点。雅迪海外布局较早，2023 年电动两轮车海外销量约 20 万台，2024/25 年海外销量目标 30 万/50 万台。我们预计，随着雅迪在海外的本土化推进，海外市场有望在中长期尤其是 2026-27 年及以后进入收成期，境外收入将高速增长。另外，海外市场定价略高，毛利率高于中国市场，达到规模效应后将提升集团整体盈利能力。

④ 首次覆盖给予买入评级，目标价 15.13 港元。我们预测雅迪 2024/25/26 年每股盈利为 1.06/1.26/1.45 元，基于 13 倍 2024 年市盈率，我们给予雅迪目标价 15.13 港元，对应~0.73 倍 PEG。我们看好公司在两轮车行业的领军地位、持续优化的产品结构、钠电产品的先发优势和未来海外市场的增长潜力。现在的估值水平低于行业平均（仅 9 倍 2024 年市盈率），对应 0.5 倍 PEG，而且公司基本面强劲，2022-26 年 ROE 维持在 30% 以上，股息率超过 6%。我们认为，当未来行业销量的预期回暖时，公司估值应该会较快修复，首次覆盖给予买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	18.52
52周低位 (港元)	10.20
市值 (百万港元)	31,250.76
日均成交量 (百万)	15.54
年初至今变化 (%)	(25.66)
200天平均价 (港元)	12.82

资料来源: FactSet

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	31,059	34,763	38,427	42,974	47,807
同比增长 (%)	15.2	11.9	10.5	11.8	11.2
净利润 (百万人民币)	2,183	2,640	3,241	3,855	4,430
每股盈利 (人民币)	0.75	0.88	1.06	1.26	1.45
同比增长 (%)	56.5	18.4	19.6	18.9	14.9
市盈率 (倍)	12.7	10.7	9.0	7.5	6.6
每股账面净值 (人民币)	2.27	2.81	3.37	4.10	4.92
市账率 (倍)	4.17	3.37	2.81	2.31	1.93
股息率 (%)	4.2	5.1	6.2	7.4	8.5

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

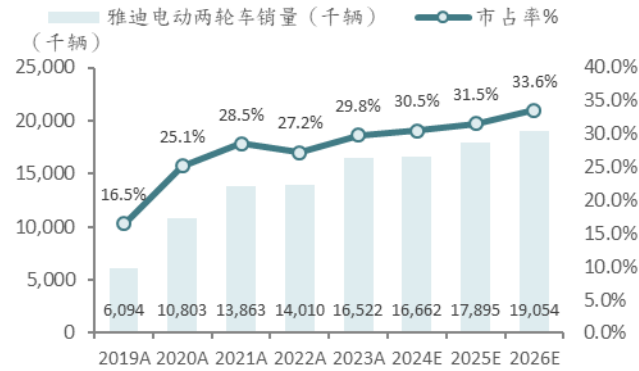
更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

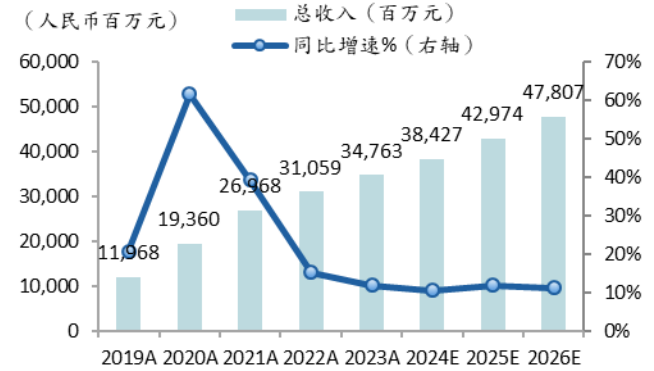
公司一览

图表 43: 雅迪电动两轮车销量及市占率



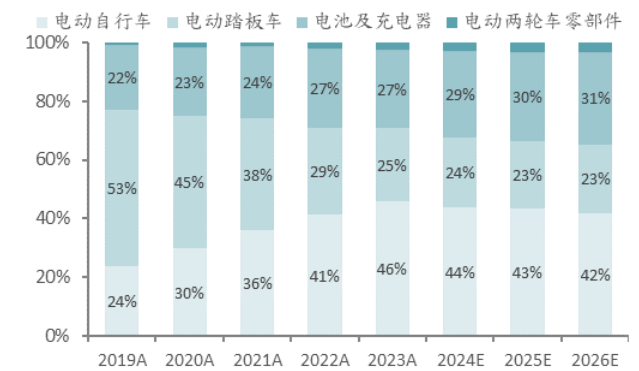
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 44: 雅迪总收入及增速



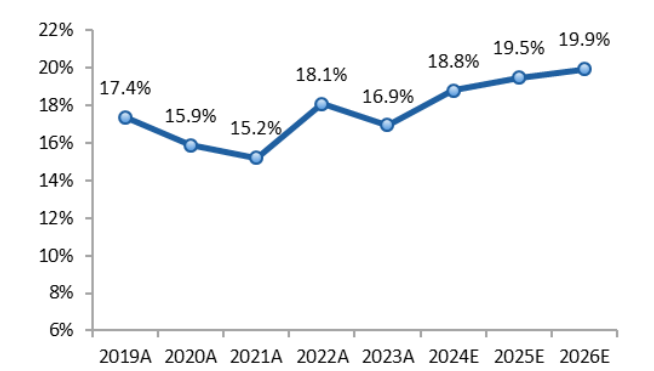
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 45: 雅迪收入结构



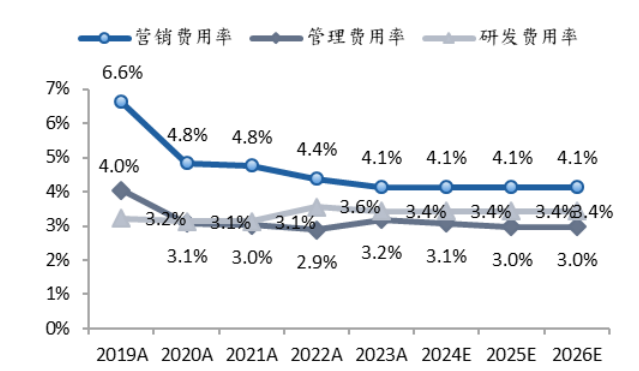
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 46: 雅迪毛利率



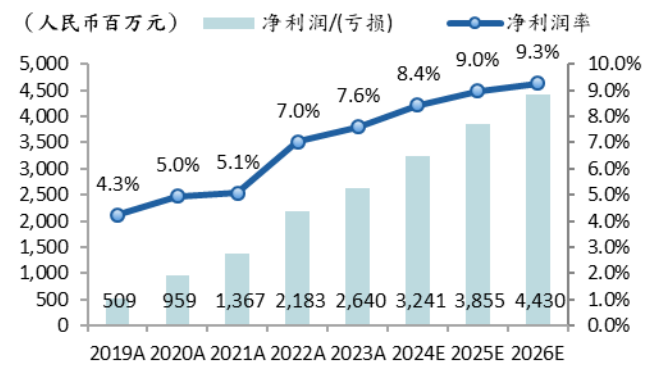
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 47: 雅迪主要费用率



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 48: 雅迪净利润及净利润率



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

投资亮点

1) 行业集中度有望进一步提升，利好龙头企业

根据弗若斯特沙利文，中国电动两轮车市场在高峰时期有约 2,000 家制造商，在新国标出台后行业迅速出清，截至 2023 年末仅剩约 100 家。**我们认为中国电动两轮车的集中度仍有进一步提升的可能性**，因为以下几个原因：

(1) 由于今年年初的南京大火事件，政府对于电动两轮车行业的监管有所加强，不仅加强了门店抽查的力度，而且密集出台了四份行业标准文件（如《电动自行车行业规范条件》），将规范行业运营环境、加速尾部企业的出清；

(2) 我国两轮车进入存量市场的时代，经销商会更倾向于选择龙头企业，因为流量大、更好卖；同时，消费者在选择两轮车也会偏好品控好、售后完善的头部企业；

(3) 利率下降的环境下，小微车企不能再依靠理财产品的收益存活，有利于淘汰效益较差的企业；

(4) 行业发展整体进入成熟周期，增速放缓、竞争格局趋稳定，头部玩家已经形成规模优势，对于新进入者吸引力不大。

参考已经形成成熟竞争格局的中国智能手机、家电市场，前五大玩家的市场份额高达 80-90%；而中国电动两轮车的集中度仍处于稳步提升阶段，2023 年前五大玩家的市占率约 72%，仍有一定提升空间。

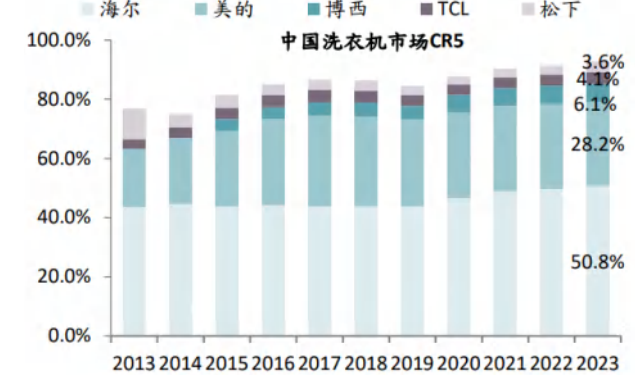
行业有望进一步整合，利好雅迪等龙头企业。2019-21 年，雅迪通过迅速扩张门店数量和产能，将市占率由 16.6%提升至 27.8%；2022 年因其将重心放在产品结构改善（导致生产周期变长）和门店优化整合上，叠加中高端市场增速较弱的因素，雅迪的市占率略有下滑；2023 年雅迪通过优秀的产品竞争力和有效的门店管理，将市占率提升至约 30%，根据我们的预测，雅迪 2024/25/26 年的中国市场市占率将继续上升至 30.5%/31.5%/33.6%，中长期公司的市占率目标为 40-50%。

图表 49: 中国电动两轮车市场集中度



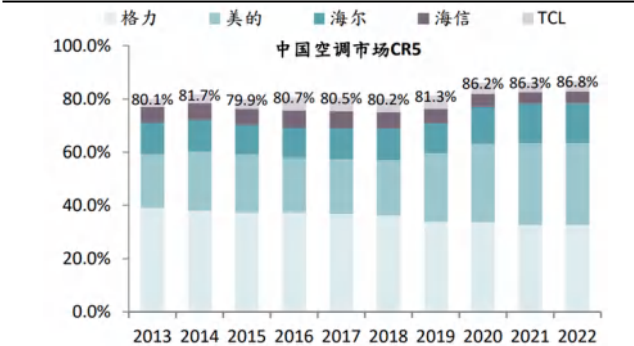
资料来源: 公司资料, 中国自行车协会, 中国摩托车商会, 中国汽车工业协会, 交银国际

图表 50: 中国洗衣机市场集中度



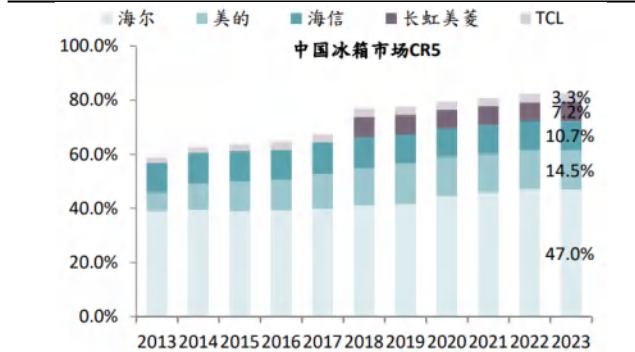
资料来源: Euromonitor, 交银国际

图表 51: 中国空调市场集中度



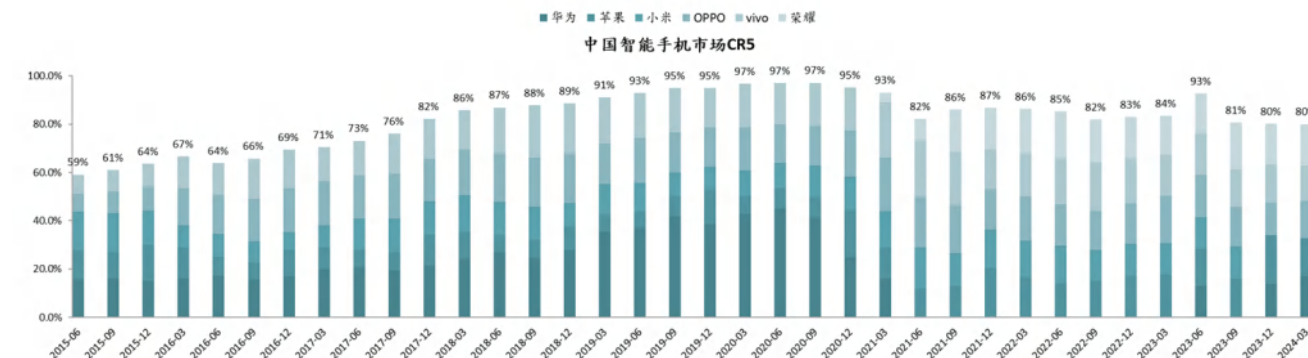
资料来源: Euromonitor, 交银国际

图表 52: 中国冰箱市场集中度



资料来源: Euromonitor, 交银国际

图表 53: 中国智能手机市场集中度



资料来源: IDC, 交银国际

2) 通过产业链垂直整合实现差异化竞争，率先推出钠电产品、发展后市场

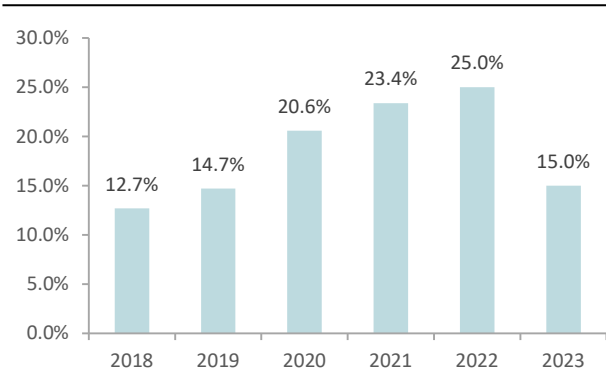
区别于其他两轮车企主要从超威、天能等龙头铅酸电池厂商采购电池，雅迪选择对产业链进行上下游垂直整合，在 2022 年收购了其电池供应商南都电源。2024 年 3 月，雅迪又以 3.5 亿元收购无锡凌波电子技术公司，以进一步构筑电控系统方面的技术优势。

雅迪成为业内首家推出钠电池产品，具有先发优势...南都电源与雅迪在石墨烯铅酸电池上已有多年的合作，收购完成后于 2023 年 3 月推出钠电池产品“极钠 1 号”和配套车款“极钠 S9”，为行业内首家发布钠电池的两轮车企。继雅迪之后，新日、台铃等车企也相继发布了钠电池电动车产品。

相比于铅酸电池，钠电池具有长续航、快充、循环寿命长和耐低温等优点；相较于锂离子电池，钠电池的安全性能更高，消费者购买更安心。雅迪的“极钠 1 号”钠电池能量密度超过 145Wh/kg，能在 -40°C 的环境下达 85% 的放电保持率，安全性能方面已经通过了穿刺、浸泡等测试。搭载钠电池的“极钠 S9”可以实现超百公里的长续航，匹配高功率电机、电控，爬坡动力提升 20%，产品性能行业领先。

...有望受益于钠电产品渗透率的提升。目前钠离子电池尚未形成大规模应用，主要受制于成本较高，综合成本在 0.8-0.9 元/Wh，不具备经济优势，但公司预计形成规模后成本可下降至 0.6 元/Wh 左右，与锂电池相若。展望未来，我们预计钠离子电池的渗透率有望提高，因为：1) 由于 2022 年锂电价格迅速上涨，锂电两轮车销量渗透率在 2023 年结束前几年逐步上升的趋势，大幅下滑至 15%；2) 近期发生的电动两轮车火灾事件凸显出锂电池的安全问题，将加速钠电池的落地应用，例如，深圳已于 2024 年 3 月开启电动自行车“钠电以换代充”试点；3) 随着外卖、快递业务的蓬勃发展，骑手、快递员对于电动车的使用需求增加，要求续航里程长、充放电频率高时间短等特点，钠电池的换电方案可以较好地满足这类需求。长远来看，钠离子电池将对锂电池进行替代，尤其在对于安全性能要求较高、价格敏感度较低的高线城市渗透率可能较高，雅迪预计远期渗透率可达 20-30%，市场空间广阔。雅迪在钠电产品这一领域已经建立先发优势和口碑，有望受益于钠电渗透率的提升。

图表 54: 2018-23 年中国锂电池两轮车销量占比



资料来源: 艾瑞咨询, 交银国际

图表 55: 雅迪业内率先发布钠电产品极钠 S9



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 56: 钠离子电池与铅酸、锂离子电池性能比较

	铅酸电池	锂离子电池	钠离子电池
能量密度	30-50Wh/kg	120-180Wh/kg	100-150Wh/kg
循环寿命	300-500 次	3000 次以上	2000 次以上
-20°C 容量保持率	<60%	<70%	>88%
充电 80%所需时间	约 8 个小时	3-4 个小时	约 15 分钟
安全性	高	较高	高
成本 (2023 年)	0.25-0.3 元/Wh	0.5-0.6 元/Wh	0.7-0.8 元/Wh

资料来源:《钠离子电池:从基础研究到工程化探索》, 搜狐网, 中国金属废料网, 中国能源报, 交银国际

另一方面, 收购南都电源为雅迪大力发展售后市场奠定了基础。传统的售后模式下, 经销商可能绕过两轮车制造商, 直接找供应商采购电池、轮胎等零部件; 然而, 雅迪对上游供应商垂直整合后, 可以自己发展电池后市场, 加强质量把控、统一售后服务体系; 轮胎方面, 则通过大规模定制, 提供比经销商更低的售价。公司预计售后市场由 2024 年开始发力, 将新增 20 亿元收入/2 亿元净利润; 中长期售后业务可达 100 亿元收入规模, 贡献 10 亿元净利润。

3) 海外市场为中长期爆发点

雅迪在国外的布局较早, 2019 年越南生产基地已经投产, 除了总部无锡, 雅迪还设有德国运营中心、美国办事处、越南分公司进行全球化布局, 产品已销往 100 个国家和地区, 全球用户超 7,000 万。为打开国际知名度, 雅迪于 2018 年和 2022 年赞助 FIFA 世界杯, 并且在 2019 年签约好莱坞明星、《速度与激情》男主角范迪塞尔为品牌形象代言人。**2023 年, 雅迪实现电动两轮车海外销量约 20 万台, 公司对未来海外市场的拓展较为乐观, 2024/25 年的海外销量目标为 30 万/50 万台, 之后 2-3 年也保持出口销量翻番的目标。**

图表 57: 雅迪成为 2022 世界杯官方亚太赞助商



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 58: 雅迪签约好莱坞明星作为品牌形象大使



资料来源: 公司资料, 交银国际

2024 年 7 月 2 日

雅迪控股 (1585 HK)

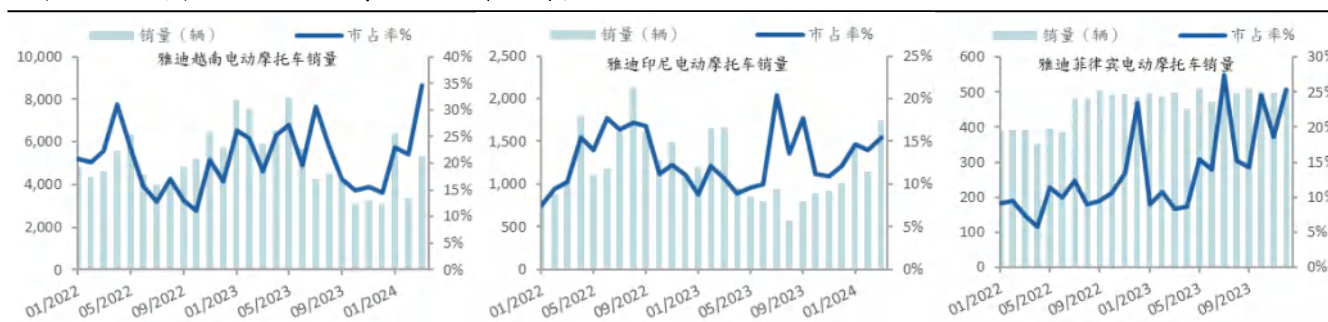
雅迪以东南亚为主要的出口区域，计划在越南扩产，新建的工厂预计 2025 年投产，年产能可达 200 万辆。近两年，雅迪在越南的市占率稳定在 20% 以上，即使 2023 年越南电摩销量同比下滑 13%，雅迪仍实现了销量 6% 的同比增长；2024 年 1 季度的电摩市占率更上升至 25.7%。另外，鉴于印尼目前电动自行车市场正处于快速增长期，公司计划在印尼实现本地化生产，以更快地应对消费者的需求；未来公司考虑在泰国、菲律宾建设制造基地。

2023 年，雅迪在越南/印尼/菲律宾电动摩托车市场的市占率分别达到 21.4%/11.3%/13.7%。2024 年，雅迪目标在越南/印尼分别销售 15 万台/5-10 万台电动两轮车（2023 年雅迪越南/印尼销量约为 9-10 万台/4-5 万台）。

在欧美国家，雅迪也积极布局，参加了米兰国际摩托车展及 2023 年美国 CES 国际消费电子展等大型车展，提高产品在欧美市场的曝光度。未来，公司考虑在匈牙利和墨西哥建厂，进行本地化生产，满足欧美市场的需求。

我们预计，随着雅迪在国外的本土化有序推进，渠道、售后体系逐步完善，公司在海外的投资布局将在中长期尤其是 2026-27 年及以后进入收成期，境外收入将实现高速增长，成为收入增长的主要动力。另外，由于海外市场定价略高，均价约 3,500-4,000 元，毛利率在 25% 左右，高于中国市场，未来达到规模效应后，将提升集团整体的盈利能力。

图表 59: 雅迪在东南亚电动摩托车的月度销量



资料来源: MarkLines, 交银国际

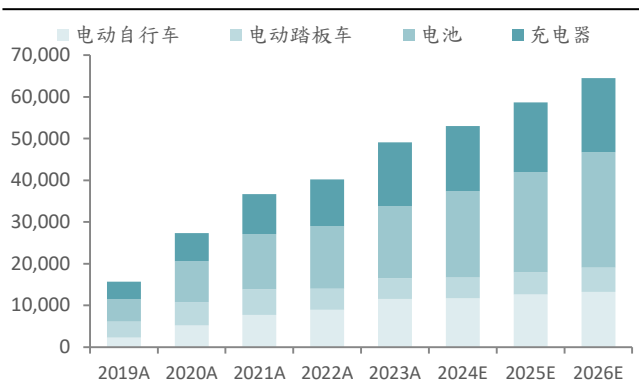
财务预测

销量和均价

由于我们预计雅迪在中国市场的龙头地位将保持，而中国电动两轮车市场集中度有望进一步提升，我们预测 2024/25/26 年雅迪电动两轮车在中国市场的市占率将分别上升至 30.5%/31.5%/33.6%。加上海外市场逐步放量，预测雅迪 2024/25/26 年海外销量 30 万/50 万/90 万辆，整体电动两轮车的销量为 1,666 万/1,790 万/1,905 万辆。

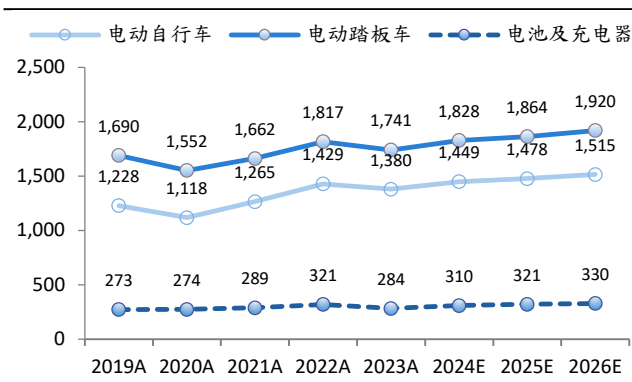
均价方面，我们认为雅迪的产品高端化趋势良好，冠能系列产品占比逐步提升，将带动产品均价继续上升。另外，今年原材料铅的价格上涨，预计行业整体会温和涨价以稳定利润率。预计 2023-26 年，整体电动两轮车的单车收入（含电池等配件）将由 2,104 元上升至 2,509 元，年均复合增长率约 6.0%。

图表 60: 2020-26 年雅迪销量（千辆）



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 61: 2020-26 年雅迪产品均价 (元)

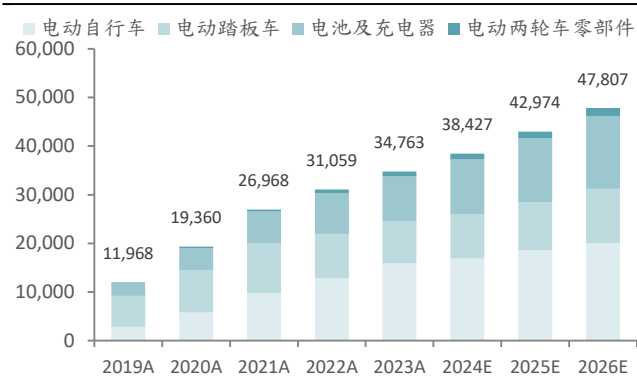


资料来源: 公司资料, 交银国际预测

收入

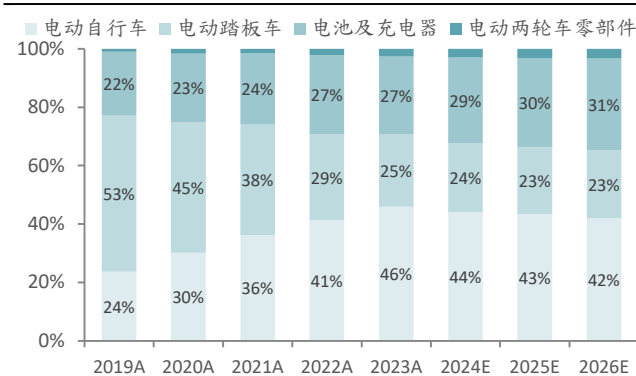
基于我们对电动两轮车及配件销量和均价的预测，我们预计雅迪 2024/25/26 年将实现 10.5%/11.8%/11.2% 收入增长至约 384/430/478 亿元，年均复合增长率达 11.2%。其中，由于未来几年公司将大力发展售后业务，电池及充电器的收入占比将逐步上升，于 2024/25/26 年分别占总收入的 29%/30%/31%。

图表 62: 2020-25 年雅迪总收入 (百万元)



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 63: 2020-25 年雅迪收入结构



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

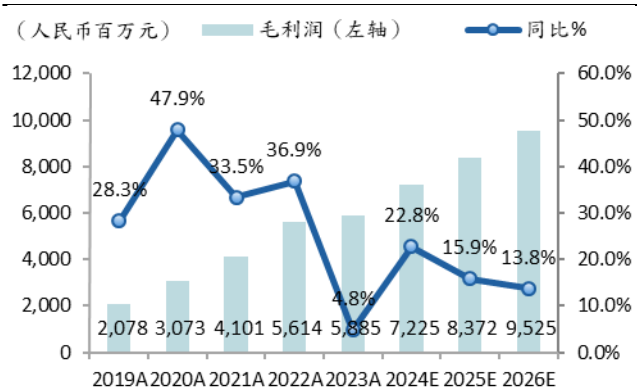
盈利

毛利率方面, 鉴于 2023 年行业价格战的影响, 毛利率下滑至 16.9%; 2024/25/26 年, 我们预计价格战将趋缓, 随着收入结构改善和均价提升, 我们预计雅迪的毛利率分别逐步提升至 18.8%/19.5%/19.9%, 实现公司毛利率接近 20% 的目标。

由于现阶段两轮车企已经不能纯粹靠广告营销来抢占市场份额, 我们预计公司的销售费用率将稳定在 4.1% 的水平; 随着企业规模效应增强, 管理费用率将由 2023 年的 3.2% 下降至 2025 年的 3.0%。为了保持产品差异化竞争, 研发费用率仍将维持在 3.4% 左右。

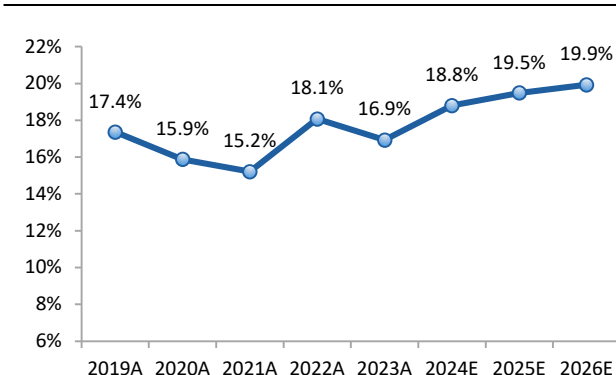
我们预测 2024/25/26 年雅迪将实现净利润 32.4 亿/38.6 亿/44.3 亿元, 同比增加 22.8%/18.9%/14.9%; 净利率率分别达 8.4%/9.0%/9.3%, 公司中长期目标为实现 10% 的净利率。

图表 64: 2019-26 年雅迪毛利润



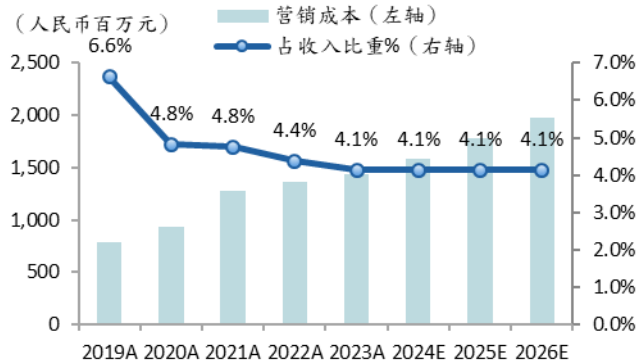
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 65: 2019-26 年雅迪毛利率



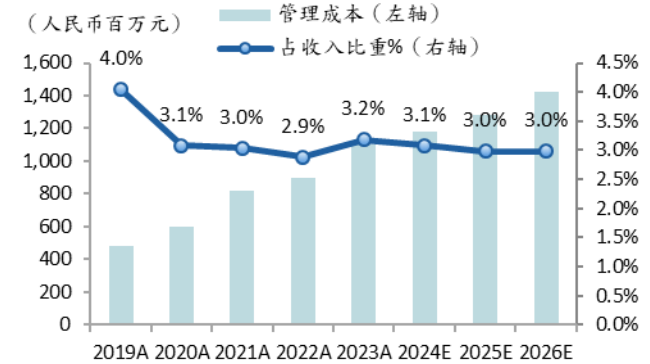
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 66: 2019-26 年雅迪营销成本



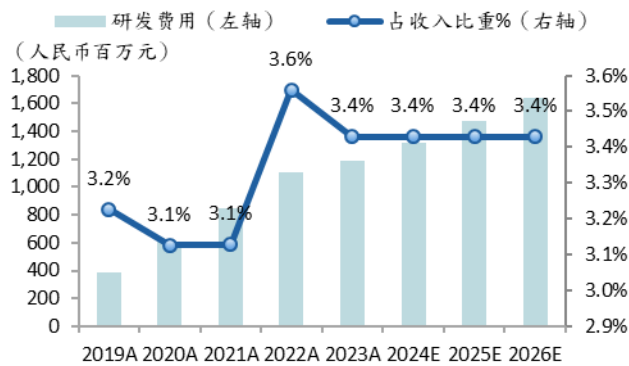
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 67: 2019-26 年雅迪管理成本



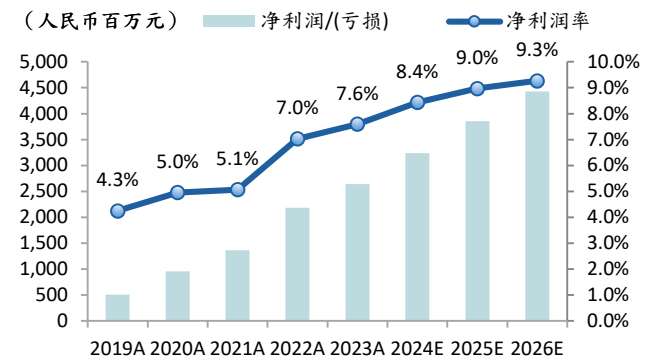
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 68: 2019-26 年雅迪研发费用



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 69: 2019-26 年雅迪净利润



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

2024 年 7 月 2 日

雅迪控股 (1585 HK)

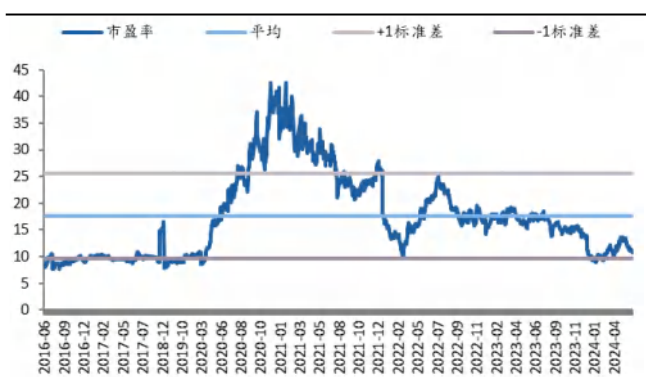
估值

首予买入评级，目标价 15.13 港元

根据彭博一致预测，目前雅迪 2024 年市盈率约为 9 倍，对应 0.5 倍 PEG，而行业平均市盈率为 16 倍。我们认为雅迪作为行业龙头，具有较强的产品竞争力和规模优势，估值应向行业平均上移。而且目前雅迪的远期市盈率和市净率均在 -1 个标准差左右，处于历史低位，有较大的上行空间。同时，公司基本面强劲，2022-26 年 ROE 维持在 30% 以上，股息率超过 6%。我们认为，当未来行业销量的预期回暖时，公司估值应该会较快修复。

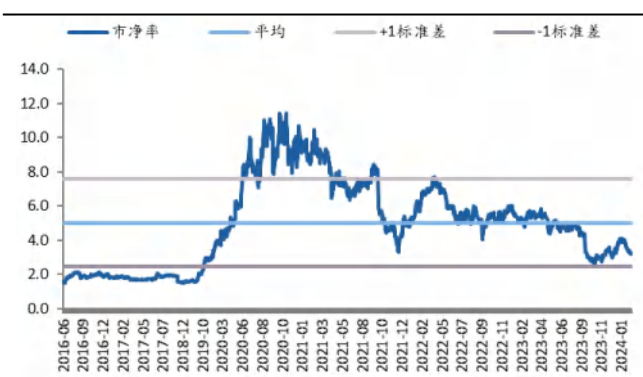
我们预测雅迪 2024/25/26 年每股盈利为 1.06/1.26/1.45 元，基于 13 倍 2024 年市盈率，我们给予雅迪目标价 15.13 港元，对应~0.7 倍 PEG。

图表 70: 雅迪远期市盈率



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 71: 雅迪远期市净率



资料来源: 彭博, 交银国际

DCF 交叉验证

我们用 DCF 进行交叉验证，基于 10.4% WACC 和 0.5%永续增长率，测算出每股权益价值约 15.21 港元，与 P/E 估值相若。

图表 72: DCF 估值

(人民币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	38,427	42,974	47,807	51,631	54,729	57,466	59,764	61,557	62,788	63,416
同比%	11%	12%	11%	8%	6%	5%	4%	3%	2%	1%
息税前利润	3,509	4,309	5,036	5,439	5,765	6,053	6,295	6,484	6,614	6,680
同比%	37%	23%	17%	8%	6%	5%	4%	3%	2%	1%
息税前利润率	9.10%	10.00%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
减：税费	-572	-680	-782	-1,360	-1,441	-1,513	-1,574	-1,621	-1,653	-1,670
加：折旧及摊销	468	535	610	659	698	675	643	600	612	619
减：营运资金变化	-356	-23	-764	-825	-874	-918	-955	-983	-1,003	-1,013
减：资本支出	-1,050	-1,174	-1,306	-1,411	-1,495	-1,570	-1,633	-1,682	-1,715	-1,732
自由现金流	1,999	2,967	2,794	2,502	2,652	2,728	2,777	2,799	2,855	2,883
自由现金流终值	17,670									
永续自由现金流终值	13,031									
企业价值	29,522									
净负债/(净现金)	-12,832									
少数股东权益	0									
股权价值 (人民币百万元)	42,354									
股数 (百万)	3,064									
每股权益价值 (人民币元)	13.8									
每股权益价值 (港元)	15.21									

WACC 计算	
无风险收益率	3.50%
贝塔系数	0.96
风险溢价	8.00%
权益资本成本	11.20%
债务资本成本	4.50%
税率	15.00%
税后债务资本成本	3.80%
债务比率	10.00%
WACC	10.40%
永续增长率	0.50%

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 73: DCF 敏感性分析 (港元)

		永续增长率				
		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
WACC	8.4%	16.9	17.3	17.7	18.2	18.8
	9.4%	15.7	16.0	16.3	16.7	17.1
	10.4%	14.7	15.0	15.2	15.5	15.8
	11.4%	13.9	14.1	14.3	14.5	14.7
	12.4%	13.3	13.4	13.5	13.7	13.9

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

公司分析

产品矩阵丰富、高端化进展带动均价上升

雅迪产品图谱完善，涵盖各类细分市场。目前，雅迪产品有超过 100 个 SKU，涵盖两轮车、三轮车、滑板车、折叠车和电动旅行箱等新业态，既有针对女性消费者的流行 IP 联名款，也有吸引男性消费者的机甲硬派设计。2023 年 3 月雅迪发布极钠 S9，为首款搭载钠电池的电动两轮车，引领行业技术新潮流。另外，雅迪与全球领先的换电平台 Gogoro 合作推出换电系列电动车产品，解决充电时间长和续航里程短的痛点，主要目标客户群为对充电时间要求较高的外卖骑手等，与传统充电型两轮车进行差异化竞争。

图表 74: 雅迪产品矩阵丰富

VFLY						
	VFLY G	VFLY L	VFLY N	VFLY 骑兵01		
冠能系列						
	雅迪冠能 探索E10	雅迪冠能 睿享Q9	雅迪冠能 探索X7	雅迪冠能 摩登	雅迪冠能Q9草莓熊款	雅迪冠能摩登草莓熊款
						
	雅迪冠能 Q7	雅迪冠能 Q6	雅迪冠能 DS6	雅迪冠能 DQ6	雅迪冠能 M9 旅行版	
换电系列						
	雅迪换电兽 01 MAX	雅迪换电兽 02 MAX 2023				
新能源						
	雅迪 钛客	雅迪冠能 A7				
折叠系列						
	雅迪 UFO mini	雅迪 F7				
新业态						
	电动旅行箱 飞行员	电动旅行箱 登机者				

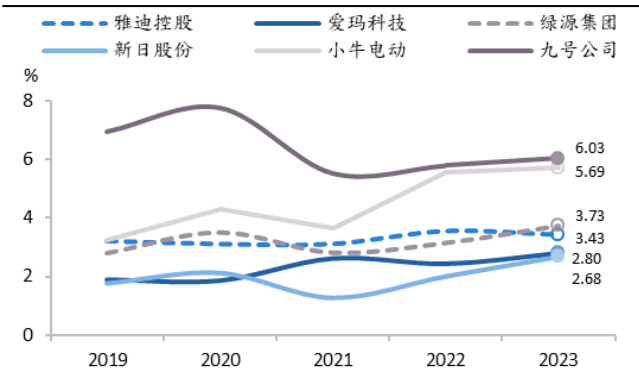
资料来源: 公司资料, 交银国际

2024 年 7 月 2 日

雅迪控股 (1585 HK)

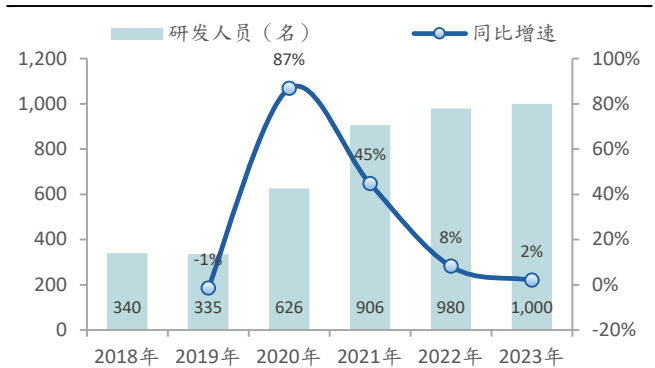
雅迪注重研发投入、助力产品差异化竞争。目前，雅迪拥有 6 个技术研发中心、1 个设计中心和 2 个 CNAS 实验室。自 2018 年以来，雅迪的研发费用率一直维持在 3% 以上，属于业内较高水平。2020 年以后，雅迪更是大力建设研发人员团队，截至 2023 年研发人数增加至 1,000 名。随着研发团队的扩建，雅迪的专利数量也迅速攀升，截至 2023 年拥有超过 1,900 项专利；其中，技术含量更高的发明专利的占比更提升至 6.6%。

图表 75: 2018-23 年各两轮车企研发费用率



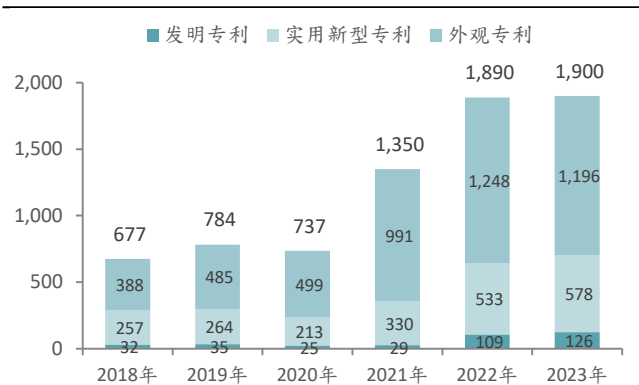
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 76: 2018-23 年雅迪研发人数



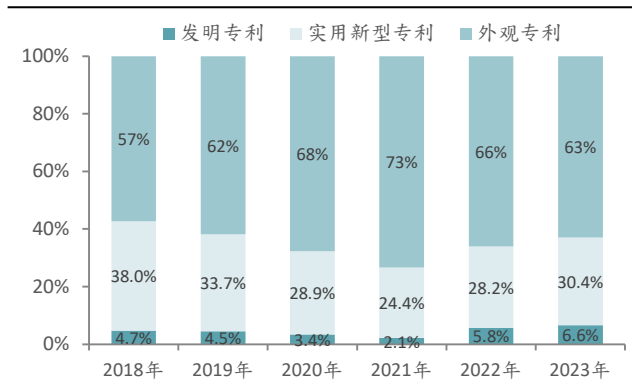
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 77: 2018-23 年雅迪专利数量



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 78: 2018-23 年雅迪专利类型占比



资料来源: 公司资料, 交银国际

雅迪在核心零部件上坚持自研，包括电池、电机、电控和充电器等，打造了国际领先的 TTFAR 6.0 长续航系统，在续航、充电性能、安全性、骑行舒适度等方面提供比竞品更优秀的性能。同时，雅迪电动车配备丰富的智能化功能，如语音助手、GPS 精准定位、电子围栏、精确的电池管理、报警系统等等，提升驾驶操控体验，优化消费者使用感受，并为骑行提供全方位的保障。

图表 79: 雅迪 TTFAR 6.0 长续航系统



资料来源: 公司资料, 交银国际

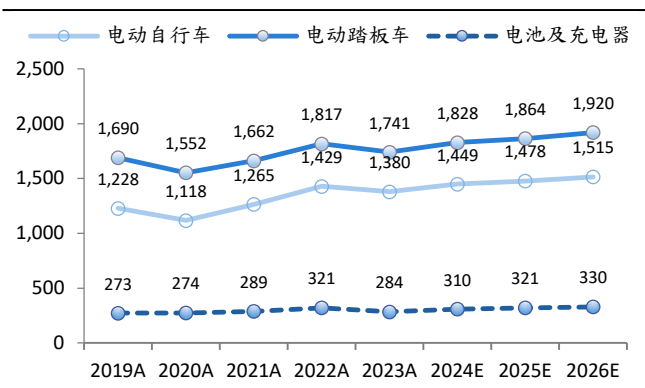
图表 80: 雅迪电动车智能化功能



资料来源: 公司资料, 交银国际

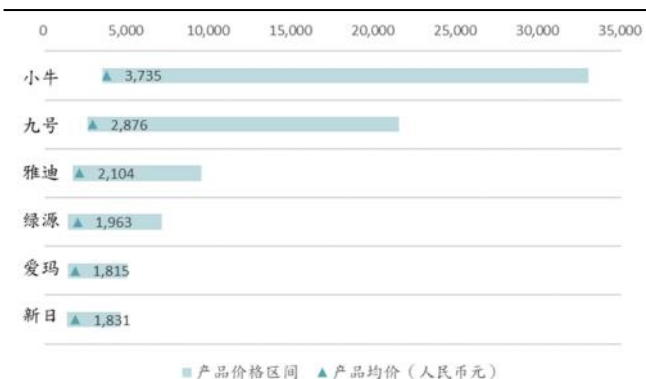
产品持续推进高端化。持续投入产品研发的同时, 雅迪不断推进产品高端化, 2020 年推出中高端车型“冠能”系列, 2021 年又发布高端品牌“VFLY”, 由保时捷设计工作室进行外观设计, 搭配先进的智能化操作系统。雅迪在高端产品的布局带动 2020-22 年各产品类别的销售均价逐年上升, 2023 年受行业价格战的影响略有下滑, 但 2023 年下半年已呈现回升态势; 同时实现产品价格区间上探, 雅迪产品的价格带和均价显著高于其他传统两轮车企, 如爱玛、新日等。展望未来, 我们预计雅迪销售均价将继续保持上升趋势, 主要驱动力包括 1) 销售结构优化, 预计 2024 年冠能系列占比超过 35%; 2) 产品持续更新迭代支持定价上调; 3) 通过产品差异化的竞争, 从而避免纯粹的价格战。

图表 81: 雅迪产品销售均价 (元)



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 82: 主要电动两轮车车企产品价格区间及均价 (2023 年)



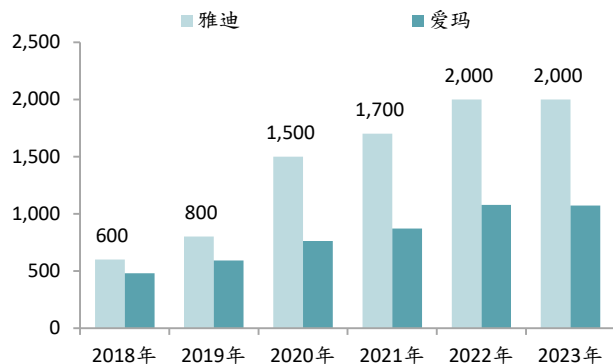
资料来源: 公司资料, 京东, 天猫商城, 交银国际

产能有序扩张，平台化制造降本增效

充裕的产能助力雅迪成为行业第一。目前，雅迪已经建立全球 7 大生产基地，分别位于江苏无锡、广东清远、浙江宁波、重庆、天津、安徽金寨和越南北江，截至 2023 年，雅迪总产能达 2,000 万辆。2018-22 年销量产能比率维持在 70-85% 的合理区间内，为销量增长提供了充裕的空间。反观主要竞争对手爱玛产能扩充较慢、几乎饱和，导致 2018-21 年期间销量受产能所限，与雅迪的差距迅速拉大；2023 年雅迪销量同比增长 18%，而同时期爱玛的销量则停滞不前。

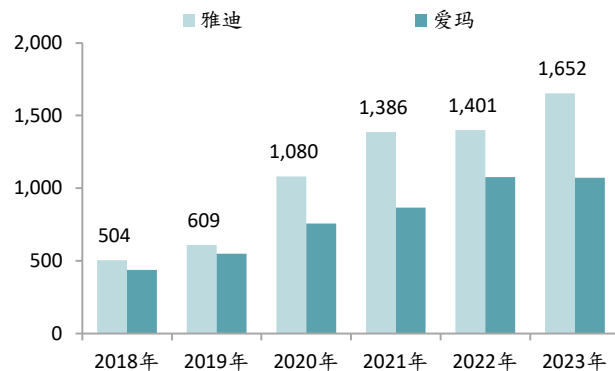
未来雅迪将通过平台化制造降本增效。近年来，雅迪实施制造平台化战略，将产品 SKU 由 2018 年的近 200 个，精简至 2022 年的 146 个，车型向 VFLY、冠能等中高端系列集中。未来，雅迪计划将 SKU 减少至 100 个左右，确保产品足够迎合消费者对于不同车型的需求的同时，核心部件实施平台化制造研发、提升通用化率，例如将车架种类精简至 5-10 种，而在颜色和外观造型上进行差异化的设计，以进一步降本增效、缩短研发和生产周期。

图表 83: 2018-23 年雅迪和爱玛产能（万台）



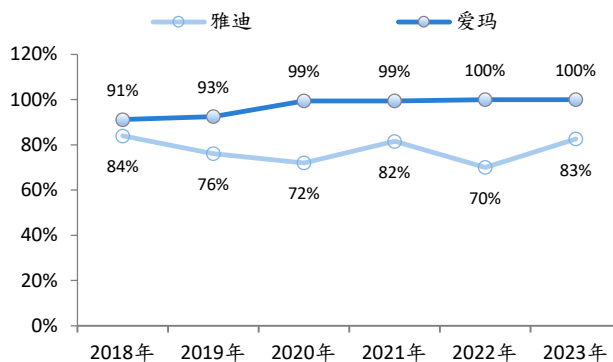
资料来源: 公司资料, 交银国际 *2022-23 年爱玛没有披露产能数据, 为交银国际测算值

图表 84: 2018-23 年雅迪和爱玛销量（万台）



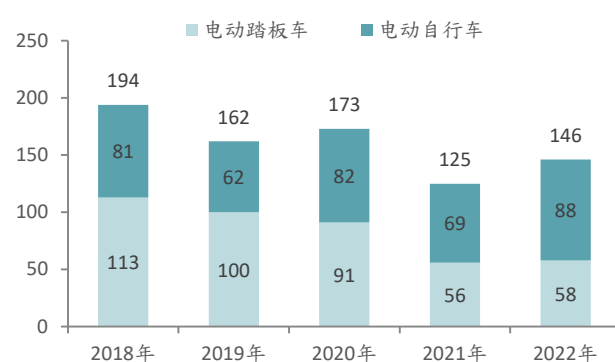
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 85: 2018-23 年雅迪和爱玛销量产能比



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 86: 2018-22 年雅迪电动两轮车 SKU 数量



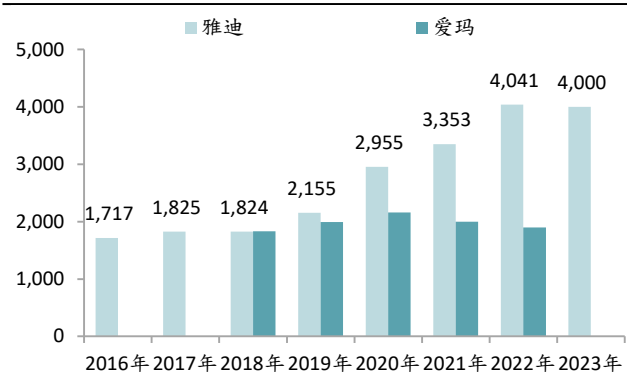
资料来源: 公司资料, 交银国际 *2023 年数据未公布

完善销售+售后渠道布局、巩固龙头地位

近年来, 雅迪的经销商和门店数量迅速扩张, 经销商数量由 2018 年的 1,824 家增加至 2023 年的 4,000+ 家; 而同一时期, 爱玛经销商数量则维持在 1,800-2,000 家的水平。雅迪的门店数量也由 2018 年的 9,000 家增加至 2023 年的 4.0 万家, 规模属于行业内第一。由于两轮车的消费者注重线下试驾体验, 线上消费的比例较低, 因此门店规模成为销量增长的重要因素。

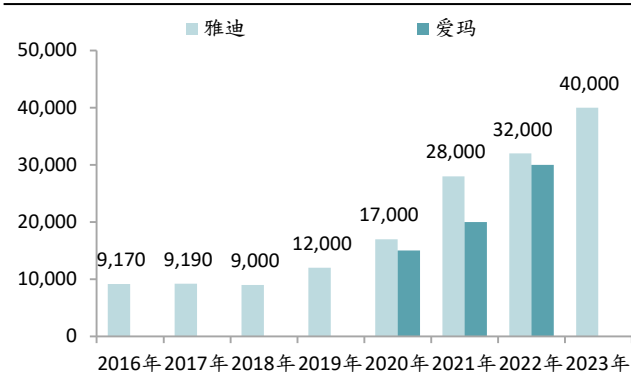
从店效方面来看, 尽管 2019-22 年雅迪门店扩张的速度较快, 但单店月均收入仍保持 80,000 元以上, 高于扩张前 2016-17 年的水平; 反观竞争对手爱玛尽管在 2020-22 年迅速扩充门店数量至 30,000 家, 但单店收入和销量均呈现下降趋势, 远低于雅迪的单店效益。我们预计雅迪将通过优秀的门店和经销商管理, 继续保持行业龙头的地位。

图表 87: 2016-22 年雅迪和爱玛经销商数量



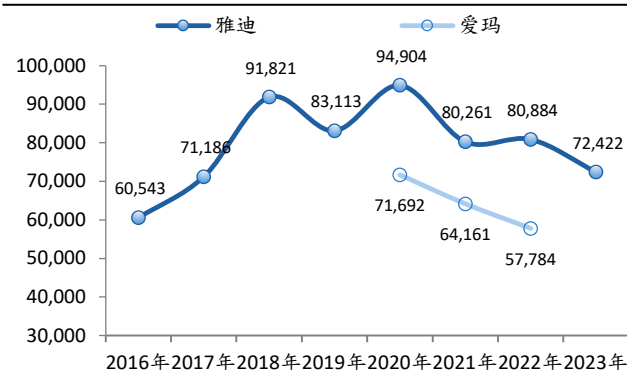
资料来源: 公司资料, 交银国际 *爱玛没有披露2023 年和2018 年以前的经销商数量

图表 88: 2016-22 年雅迪和爱玛门店数量



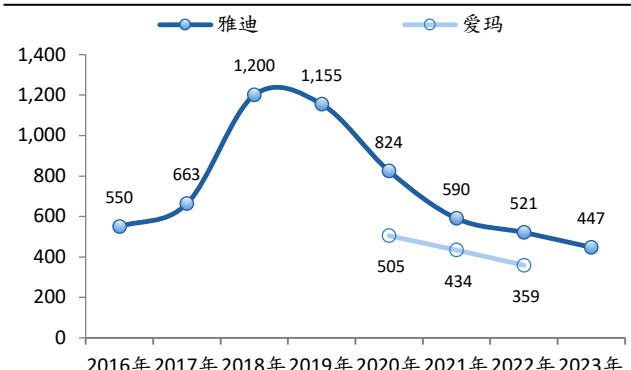
资料来源: 公司资料, 交银国际 *爱玛没有披露2023 年和2020 年及以前的门店数量

图表 89: 平均单店月收入 (元)



资料来源: 公司资料, 交银国际 *爱玛没有披露2023 年和2020 年及以前的门店数量

图表 90: 平均单店年销量 (辆)



资料来源: 公司资料, 交银国际 *爱玛没有披露2023 年和2020 年及以前的门店数量

未来的发展重点转向售后。目前电动两轮车行业的发展阶段已经进入成熟期，早前行业高速增长时期企业靠拓展渠道网络和广告营销抢占市场份额，但目前行业龙头已经达到门店饱和，广告营销的效果也越来越弱，未来两轮车企的核心竞争力将在于产品和服务的差异化。

2024 年，雅迪扩张门店的速度将放缓至 5-10%，重点发展方向转为加强售后体系建设，服务门店数量将扩张至 7,000-8,000 家，标准化的星级售后服务站将由 2023 年的 1000 家翻倍至 2,000 家。在授牌的星级服务站设置多功能服务区域，包括服务专家、服务工程师、道路服务工程师、服务顾问等在内的专业服务人员可提供车辆维修保养、道路救援、车辆清洗等多方位的服务。另外，雅迪的 VFLY 高端品牌专享优质的“橙翼”售后服务，提供全国统一售后服务体系和原厂配件、终身免费保养、洗车和充气服务、以及贴心的道路救援和维修代步车服务。

图表 91: 雅迪提供全面的售后服务



资料来源: 公司资料, 交银国际

主要风险

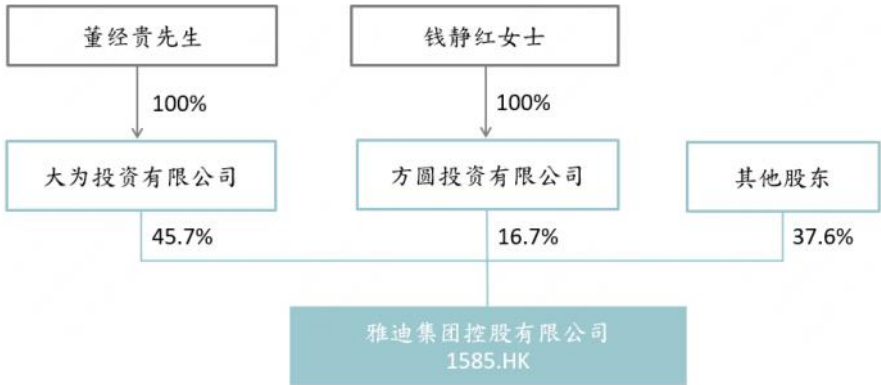
海外市场扩张不及预期。如果越南、印尼的本地化进程慢于预期，或者海外市场对于电动两轮车的需求变弱，将导致雅迪海外销量的增速不及预期，以及对盈利水平的提升拉动作用减弱。

后市场的发展不及预期。根据我们的预测，后市场将在 2024 年开始发力，成为收入增速的引擎之一。如果售后市场的发展较我们的预测疲软，例如消费者仍然倾向于选择经销商提供的售后服务，公司整体的收入增速将不及预期。

经销商恶性竞争影响店效。目前，雅迪在全国已签约 4,000+经销商，数量为爱玛的两倍。当门店规模趋于饱和，经销商可能为了利益，产生恶性竞争，影响公司整体的门店效益。

附录

图表 92: 雅迪股权结构



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 93: 雅迪发展历程

时间	里程碑
2001 年	雅迪科技集团有限公司成立
2007 年	雅迪进出口成立, 开始拓展至国际市场
2012 年	取得生产电动摩托车执照, 为电动两轮车行业中第一家取得有关执照的公司
2015 年	扩充天津基地 雅迪产品出口全球 66 个国家 收购美国电动两轮车公司 Lightning Motors 约 11.1% 的股权
2016 年	香港成功上市 (1585 HK)
2017 年	全球销量率先突破 400 万台
2018 年	成为 2018 年 FIFA 世界杯亚洲官方区域赞助商
2019 年	成功研制出石墨烯电池
2020 年	年销量突破 1000 万台
2021 年	发布冠能 2.0, VFLY, 换电系列新品 重庆生产基地投产 收购南都电源 70% 股权
2022 年	成为 FIFA 世界杯官方亚洲赞助商 收购南都电源剩余 30% 股权

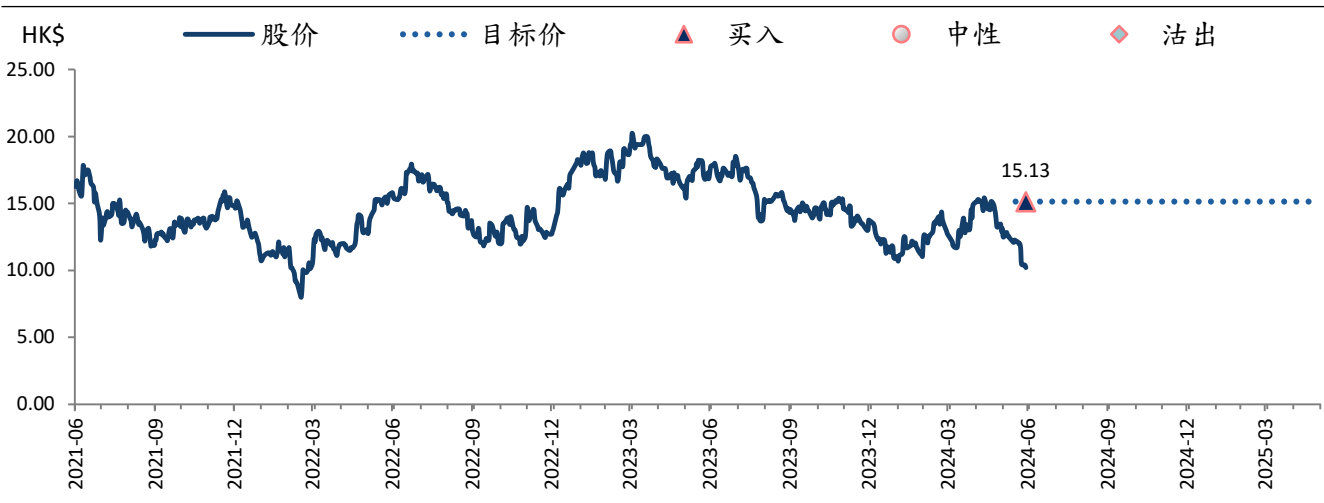
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 94: 雅迪管理层简介

姓名	年龄	职位	加入集团时间	简介
董经贵先生	55	联合创始人 兼董事会主席	1997 年	董先生于电动两轮车行业约有 21 年经验。董先生于 1997 年与钱静红女士开始筹备成立江苏雅迪时，开始涉足电动两轮车行业。于 2008 年 12 月，董先生获南京大学商学院、江苏省社会科学院经济研究所及精品《苏商》杂志社评为改革开放 30 年“苏商骄傲—江苏最受尊敬企业家”。于 2013 年 7 月，董先生获中国质量协会轻工分会评为全国轻工业品质管制小组活动卓越领导者。董先生自 2013 年 7 月起一直担任江苏省自行车电动车协会副理事长。
钱静红女士	52	联合创始人 兼副董事会主席、行政总裁	1997 年	钱女士于电动两轮车行业约有 21 年经验。钱女士于 1997 年与董经贵先生开始筹备成立江苏雅迪时，开始涉足电动两轮车行业。为了扩张其网络及获取最新的行业知识及资源，钱女士亦经常出席行业相关的研讨会及会议。于 1997 年之前，钱女士曾于一间机车工厂担任员工四年，并在该工厂获得相关行业知识及经验。执行董事董经贵先生为钱女士的配偶。
沈瑜先生	49	执行董事	2005 年 5 月	沈先生负责行政管理工作，并协助董事会主席及总裁开展对外事务及公关管理工作。在加入雅迪之前，沈先生于 2001 年 5 月至 2005 年 4 月担任无锡联美公关有限公司副总经理；于 2000 年 10 月至 2001 年 5 月担任无锡村田电子有限公司品质管理工程师；于 1997 年 1 月至 2000 年 10 月担任无锡矿山机械厂电气工程师；及于 1995 年 7 月至 1996 年 12 月担任仪征化纤集团有限公司电气工程师。
石锐先生	47	财务总监	2014 年 3 月	石先生负责财务事宜。在加入雅迪之前，石先生分别于 2001 年 1 月至 2006 年 6 月及 2008 年 7 月至 2014 年 2 月先后担任北京中昌会计师事务所多个职位，包括项目经理、部门经理、高级经理及合伙人。此外，石先生于 2006 年 7 月至 2008 年 6 月担任深圳市维新康实业有限公司北京分公司财务经理及顾问。
王家中先生	46	总裁	1999 年 2 月	王先生自 2022 年起担任总裁，负责雅迪国内业务的整体运营及管理。彼自 2017 年 4 月起担任雅迪集团副总裁，负责销售部的管理，自 2011 年 1 月起担任天津实业执行董事，自 2009 年 9 月起担任天津伟业执行董事，以及自 2014 年 10 月起担任雅迪科技集团销售有限公司（“雅迪销售”）常务副总经理。王先生于 2006 年 9 月至 2013 年 5 月担任江苏雅迪天津分公司总经理。
周朝阳先生	41	总裁	2000 年 5 月	周先生自 2022 年 10 月起担任总裁，负责雅迪销售部的整体运营及管理。彼自 2020 年 10 月起担任副总裁，负责研发中心的工作，自 2016 年 4 月起担任雅迪销售总经理，自 2014 年 10 月起担任雅迪无锡基地总经理，于 2010 年 8 月担任广东雅迪机车有限公司总经理。
周超先生	44	总裁	2007 年 5 月	2022 年起担任总裁，负责海外业务的整体运营及管理。周先生自 2018 年 3 月担任雅迪集团副总裁，负责运营及管理工作。周先生自 2014 年 10 月担任广东分公司总经理，负责广东基地的营运。周先生在加入雅迪之前，于 2002 年 11 月至 2007 年 4 月担任钱江摩托集团销售主管。
王金龙先生	50	无锡生产基地总经理	2004 年 4 月	王先生于 2004 年 4 月首次加入雅迪集团，出任江苏雅迪的生产副经理。王先生于 2006 年 12 月曾短暂离开雅迪集团，并于 2007 年 2 月至 2012 年 5 月担任无锡吉祥狮科技有限公司总经理。王先生于 2012 年 10 月重返雅迪集团，出任江苏雅迪副总经理，并于 2013 年 7 月至 2014 年 10 月担任电动踏板车研发中心总监。彼自 2014 年 10 月起担任雅迪集团技术总监，负责研发中心的运营。

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表95: 雅迪控股 (1585 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	31,059	34,763	38,427	42,974	47,807
主营业务成本	(25,445)	(28,878)	(31,202)	(34,602)	(38,282)
毛利	5,614	5,885	7,225	8,372	9,525
销售及管理费用	(2,254)	(2,541)	(2,770)	(3,055)	(3,399)
研发费用	(1,106)	(1,192)	(1,318)	(1,474)	(1,639)
其他经营净收入/费用	274	674	553	618	688
经营利润	2,528	2,826	3,690	4,462	5,175
财务成本净额	120	261	181	153	139
应占联营公司利润及亏损	(33)	(68)	(58)	(79)	(103)
税前利润	2,615	3,020	3,813	4,535	5,212
税费	(432)	(380)	(572)	(680)	(782)
净利润	2,183	2,640	3,241	3,855	4,430
作每股收益计算的净利润	2,183	2,640	3,241	3,855	4,430

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6,783	7,914	8,959	10,488	11,474
应收账款及票据	388	546	571	772	827
存货	1,458	955	1,652	1,240	1,960
其他流动资产	8,766	7,427	7,481	7,541	7,607
总流动资产	17,395	16,842	18,663	20,041	21,868
物业、厂房及设备	3,291	3,940	4,637	5,401	6,234
其他有形资产	936	1,088	1,251	1,431	1,627
无形资产	997	957	920	887	859
其他长期资产	2,333	2,833	2,775	2,696	2,593
总长期资产	7,558	8,818	9,583	10,414	11,313
总资产	24,953	25,660	28,246	30,455	33,181
短期贷款	1,282	267	304	345	389
应付账款	15,854	15,780	16,178	15,980	16,032
其他短期负债	384	349	552	672	785
总流动负债	17,520	16,396	17,034	16,996	17,207
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	790	863	874	886	899
总长期负债	790	863	874	886	899
总负债	18,310	17,259	17,908	17,883	18,106
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	6,642	8,401	10,338	12,572	15,075
股东权益	6,642	8,401	10,338	12,572	15,075
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	6,643	8,401	10,338	12,573	15,075

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,615	3,020	3,813	4,535	5,212
合资企业/联营公司收入调整	33	68	58	79	103
折旧及摊销	356	402	468	535	610
营运资本变动	417	779	(356)	(23)	(764)
税费	(297)	(412)	(380)	(572)	(680)
其他经营活动现金流	(46)	(278)	(181)	(153)	(139)
经营活动现金流	3,078	3,580	3,422	4,402	4,341
资本开支	(571)	(1,300)	(1,268)	(1,422)	(1,584)
负债净变动	(193)	(952)	37	41	45
权益净变动	728	0	0	0	0
股息	(705)	(1,095)	(1,304)	(1,621)	(1,927)
其他融资活动现金流	(209)	9	(38)	(41)	(44)
融资活动现金流	(379)	(2,037)	(1,305)	(1,621)	(1,927)
汇率收益/损失	66	18	0	0	0
年初现金	6,073	6,783	7,914	8,959	10,488
年末现金	6,783	7,914	8,959	10,488	11,474

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.747	0.885	1.058	1.258	1.446
全面摊薄每股收益	0.737	0.880	1.058	1.258	1.446
每股股息	0.400	0.480	0.588	0.699	0.803
每股账面值	2.274	2.815	3.374	4.104	4.920
利润率分析 (%)					
毛利率	18.1	16.9	18.8	19.5	19.9
EBIT利润率	7.8	7.4	9.1	10.0	10.5
净利率	7.0	7.6	8.4	9.0	9.3
盈利能力 (%)					
ROA	8.7	10.3	11.5	12.7	13.4
ROE	39.1	35.1	34.6	33.7	32.0
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
存货周转天数	19.0	15.3	15.3	15.3	15.3
应收账款周转天数	4.6	4.9	5.3	5.7	6.1
应付账款周转天数	189.0	172.3	162.3	150.0	138.0

汽车

收盘价

人民币 39.00

目标价

人民币 45.67

潜在涨幅

+17.1%

2024 年 7 月 2 日

九号公司 (689009 CH)

业务多轮驱动，电动两轮车+机器人成长空间广阔，首予买入评级

① **定位高端智能化，门店积极扩张，电动两轮车市占率迅速提升。**九号公司从 2020 年 5 月进入电动两轮车行业，实现了销量的快速增长。2021/22/23 年分别实现销量 42/83/147 万辆，同比增长 289%/94%/78%，市占率迅速从 0.9% 攀升至 2.7%。2024 年，九号计划将中国内地电动两轮车的门店数量增加 2000 家至 6,500 家，中长期计划扩展至 10,000 家门店。我们预测未来 3-5 年，九号将维持高于行业平均的增速，2024/25/26 年电动两轮车销量分别为 206/247/284 万辆，市占率分别为 3.8%/4.5%/5.3%。

② **机器人业务大有可为，未来三年高速增长。**九号公司的机器人业务是另一大增长亮点，2021/22/23 年智能服务机器人收入同比增长 175%/467%/109% 至 0.2/1.2/2.5 亿元（人民币，下同）。九号与英伟达的合作也显示公司在机器人领域的技术受到业内认可。通过布局割草机器人和商用服务机器人等优质赛道，我们预计未来 3 年九号公司的机器人收入将维持高增，2026 的收入达 15 亿元，2023-26 年复合年增长率为 81%，毛利率将维持大致稳定在 54% 左右。

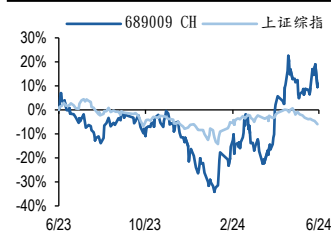
③ **全地形车收入盈利有望双升。**九号的全地形车已在 2023 年 3 季度进入美国市场，产品销售情况较好，经销网点迅速拓展，计划 2024 年美国门店的数量翻倍至 200 家。同时混动车型已在米兰车展发布，有望在欧洲打开市场空间。据 Statista 预测，全球全地形车市场将持续稳定增长并有望在 2030 年达到 193 亿美元的规模。我们预计随着规模效应逐步显现，九号的全地形车业务将迎来收入和盈利的双升。

④ **首予买入评级，目标价 45.67 元。**由于九号公司各业务分部处于不同的发展周期，我们认为使用 SOTP 方法更能合理地反映公司各部分的价值。对于电动两轮车业务，由于公司定位高端且规模处于快速扩张阶段，我们给予 17 倍 2025 年市盈率，较行业平均 12.1 倍有 40% 的溢价；对于机器人业务，由于仍处于发展初期，我们使用市销率估值。基于 SOTP 估值法，我们给予九号目标价 45.67 元，对应 38 倍 2024 年市盈率和 ~0.98 倍 PEG。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	43.40
52周低位 (人民币)	23.34
市值 (百万人民币)	27,863.33
日均成交量 (百万)	6.96
年初至今变化 (%)	31.49
200天平均价 (人民币)	32.22

资料来源: FactSet

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	10,124	10,222	13,256	16,213	19,245
同比增长 (%)	10.7	1.0	29.7	22.3	18.7
净利润 (百万人民币)	451	598	853	1,196	1,608
每股盈利 (人民币)	0.63	0.84	1.19	1.67	2.25
同比增长 (%)	9.7	32.7	42.7	40.2	34.4
市盈率 (倍)	61.9	46.6	32.7	23.3	17.3
每股账面净值 (人民币)	6.85	7.63	8.47	9.64	11.21
市账率 (倍)	5.69	5.11	4.61	4.05	3.48
股息率 (%)	1.3	1.7	1.7	1.8	2.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

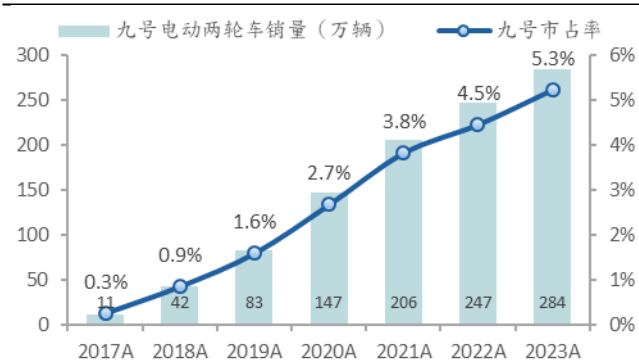
更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

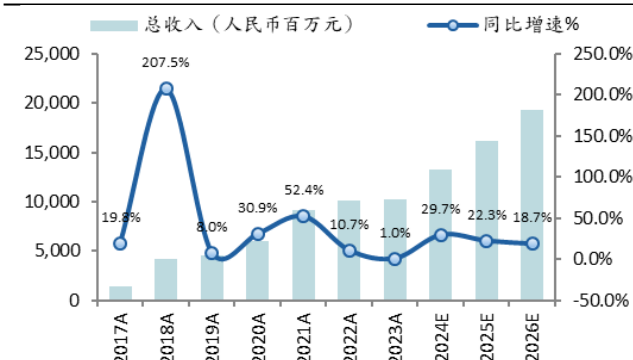
公司一览

图表 96: 九号电动两轮车销量及市占率



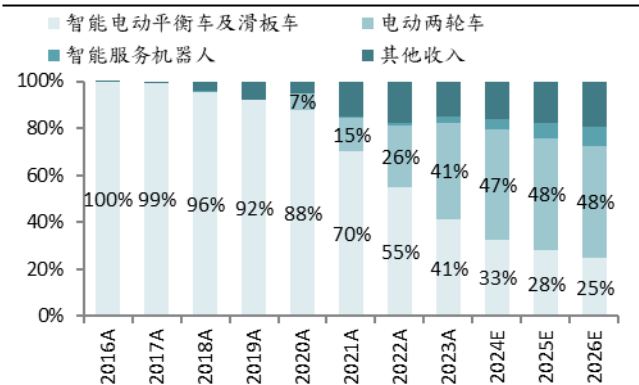
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 97: 九号总收入及增速



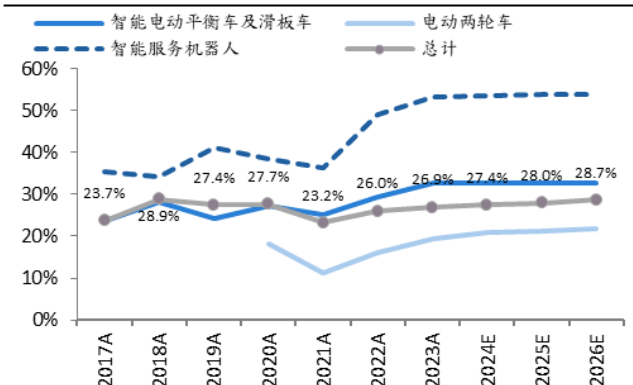
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 98: 九号收入结构



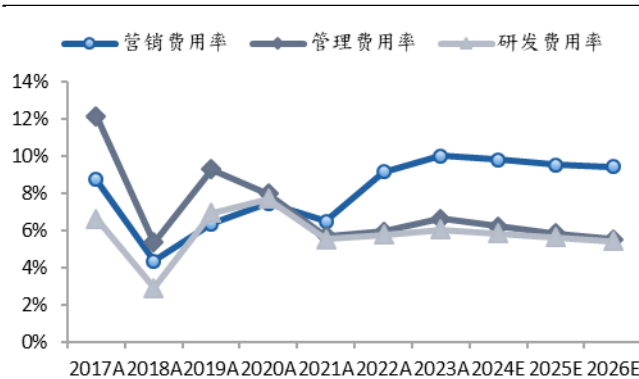
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 99: 九号毛利率



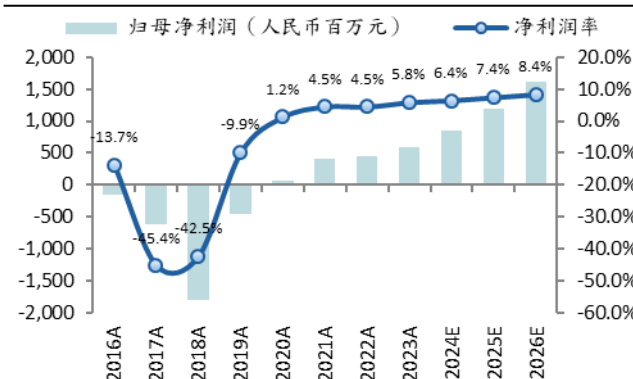
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 100: 九号主要费用率



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 101: 九号净利润及净利润率



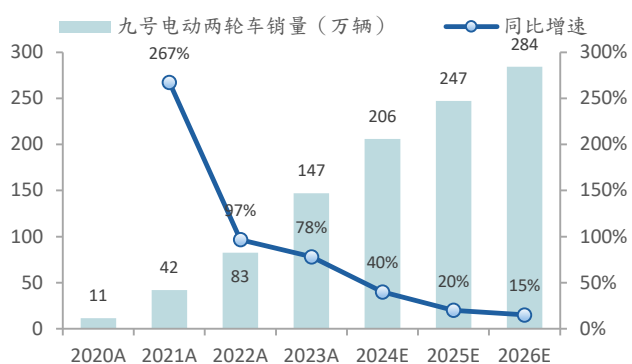
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

投资亮点

1) 定位高端智能化，门店积极扩张，电动两轮车市占率迅速提升

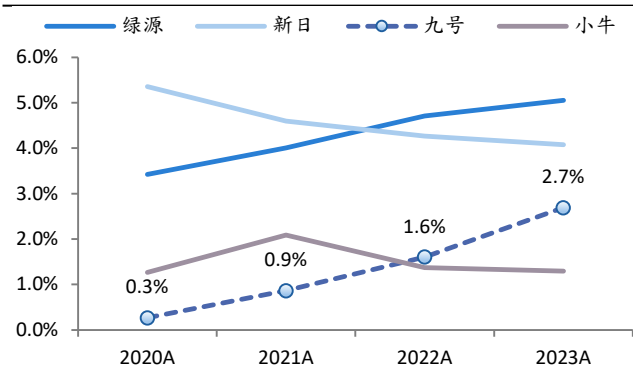
九号公司从 2020 年 5 月进入电动两轮车行业，实现了销量的快速增长。2021/22/23 年分别实现销量 42/83/147 万辆，同比增长 289%/94%/78%，市占率迅速从 0.9% 攀升至 2.7%，2022 年就已反超更早进入市场、同样定位高端智能化的小牛电动。2024 年，九号计划将中国内地电动两轮车的门店数量增加 2000 家至 6,500 家，中长期计划扩展至 10,000 家门店。我们预测未来 3-5 年，九号将维持高于行业平均的增速，2024/25/26 年电动两轮车销量分别为 206/247/284 万辆，市占率分别为 3.8%/4.5%/5.3%。

图表 102: 2020-26 年九号电动两轮车销量



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 103: 2020-23 年九号市占率迅速攀升

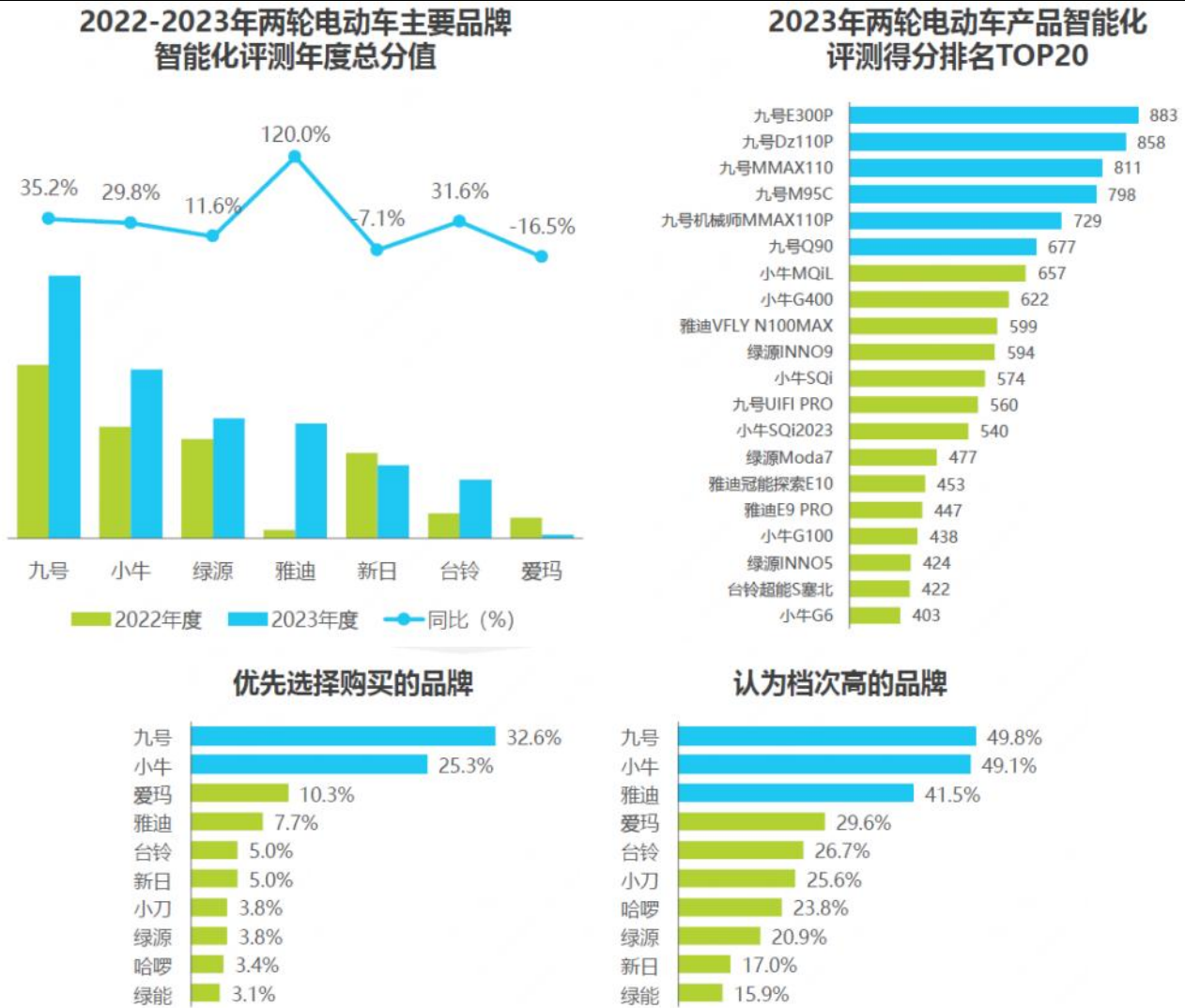


资料来源: 公司资料, 交银国际

产品主打智能化功能，在高端市场占据主导地位。尽管九号进入电动两轮车市场较晚，但凭借过硬的科研实力和产品力，九号迅速在看重智能化功能的高端细分市场建立起口碑。根据鲁大师数据，2023 年九号品牌的整体智能化测评得分同比提升 35%，在各两轮车企中仍然排名第一；分车型的测评中，得分前 6 名的车型均为九号品牌旗下的产品。在用户认知中，九号、小牛均为消费者认为档次较高的品牌，愿意优先选择购买。

随着消费者对于智能化需求的提升，九号的产品得到了广泛的认可。根据鲁大师对 2023 年全国销售量前 22 个城市的线下调研数据显示，在 4,000 元以上的高端市场，九号品牌的销量超过 40 万辆，领先于雅迪、爱玛和小牛等品牌，处于主导地位。2023 年九号电动两轮车的销售均价为 2,876 元，仅次于小牛，高于雅迪、爱玛等其他头部品牌。另外，由于九号的消费群体偏年轻化，因此倾向于线上成交，2023 年九号在京东、天猫平台的全年成交额均排名第一。

图表 104: 九号电动两轮车的智能化评测得分领先，在消费者中的品牌认可度更高



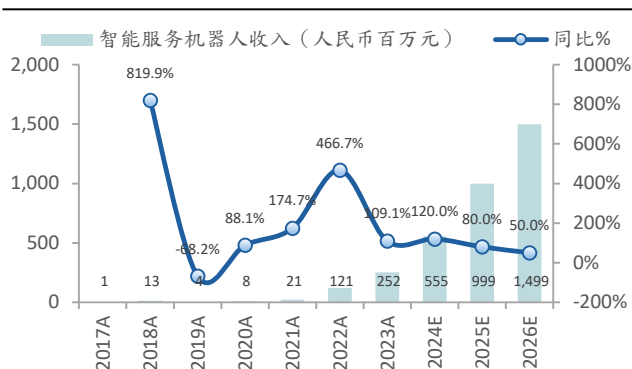
资料来源: 鲁大师两轮电动车行业调研报告, 艾瑞咨询, 交银国际

2) 机器人业务大有可为，未来三年高速增长

九号公司的机器人业务是另一大增长亮点，2021/22/23 年智能服务机器人收入同比增长 175%/467%/109% 至 0.2/1.2/2.5 亿元，盈利能力也逐步提升，机器人业务毛利率于 2023 年上升至 53.1%。

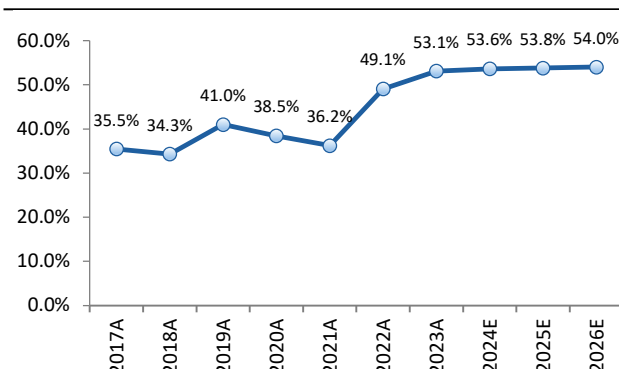
全球机器人正在经历快速的发展，市场规模持续高增。根据国际机器人联合会的预测，全球机器人市场规模将由 2022 年的 235 亿美元增长至 2028 年的 628 亿美元，复合年增长率达 17.8%；其中，中国是全球最大的机器人市场，且增速更快。中国机器人市场的规模预计将由 2022 年的 516 亿元增长至 2028 年的 1,832 亿元，复合年增长率达 23.5%。藉着全球机器人市场的高速发展，我们预计未来三年九号公司的机器人收入将维持高增，2026 年收入达 15 亿元，2023-26 年复合年增长率为 81%，毛利率将维持大致稳定在 54% 左右。

图表 105: 九号公司机器人业务收入



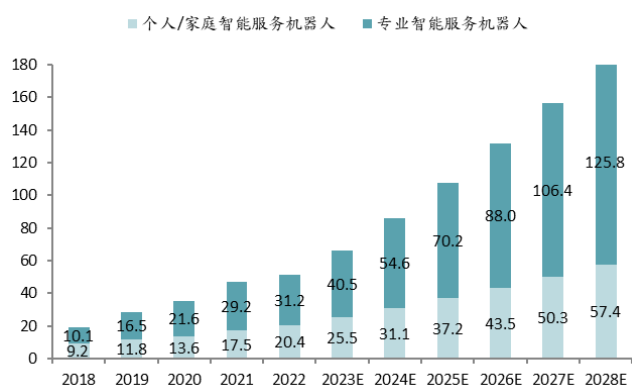
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 106: 九号公司机器人业务毛利率



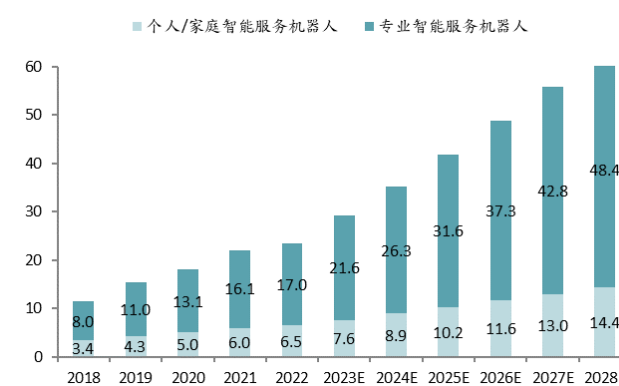
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 107: 中国机器人市场规模 (人民币十亿元)



资料来源: 国际机器人联合会预测, 弗若斯特沙利文, 交银国际

图表 108: 全球机器人市场规模 (十亿美元)



资料来源: 国际机器人联合会预测, 弗若斯特沙利文, 交银国际

(1) 割草机器人：

全球割草机器人市场增长空间广阔。在欧美国家，草坪维护不可或缺、且成本高昂。与传统割草机相比，割草机器人具有省时省力、高效工作、精准定位和噪音低等优点，渗透率有望逐步提升，对传统割草机进行替代。根据 Arizton 的数据，2023 年全球割草机器人的市场规模达 22.7 亿美元，2023-29 年将以 11.35% 的复合年增长率继续扩张至 43.3 亿美元。根据立鼎产业研究网的数据，西欧、北欧的割草机器人渗透率已达到 50-60%，但英国、美国等国家的渗透率仍在 5% 以下，未来渗透率提升的空间很大。目前，割草机器人市场仍处于蓝海阶段，增长空间广阔且参与者不多，其中富世华（Husqvarna）凭借先发优势占据领导地位，2023 年市占率约为 34%。像九号公司等新进入的玩家，可以通过差异化的产品和定位抢占市场份额。

九号割草机器人具有低噪音、运行时间长等优点。与市面上主流的割草机器人相比，九号的产品能适应更大坡度，达到 45°；同时，因电池容量较大，每次充满电可运行的时间较长，可达 180 分钟，是富世华 415X 的三倍多；另外，九号割草机器人的噪音也低于同行，仅 54 分贝，相当于电动牙刷的噪音水平，解决了传统割草机噪声大的痛点。

图表 109: 九号割草机器人与竞品对比

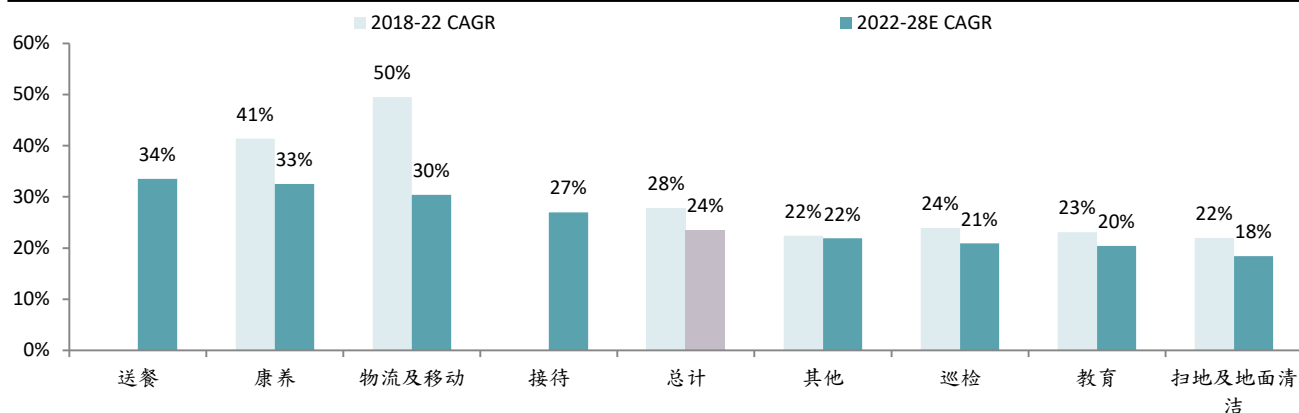
	九号 H500E	富世华 415X	Gardena SILENO
			
价格	约 1530 美元	1999.99 美元	1059 美元
适应最大坡度	45°	40°	25°
割草高度	30-60mm	20.3-50.8mm	20-45mm
割草宽度	21cm	22.1cm	16cm
电池容量	5.1Ah	2Ah	-
最长运行时间（每次充满电）	180 分钟	50 分钟	65 分钟
噪音	54dB	62dB	57dB

资料来源: 公司官网, Amazon, 交银国际

(2) 配送机器人：

九号在 2018 年开始进入配送机器人，随后不断迭代推出新产品。2018 年，九号联合美团发布了 Segway 配送机器人 S1（飞碟），2019 年发布配送机器人 S2（方糖），2022 年推出饱饱送餐机器人。九号的机器人产品在中国覆盖近万家酒店、餐饮等行业应用场景，累计配送上亿次，已入驻万豪、希尔顿等主流一线酒店集团，且与锦江集团、尚美、格林、亚朵等头部酒店集团达成深度合作。根据国际机器人联合会的预测，在中国机器人各个细分市场中，送餐机器人 2022-28 年的复合增速最快，预计 34%，移动机器人的增速也高于整体行业，达 30%；我们预计九号将顺应行业的高速发展，迅速拓展配送机器人业务。

图表 110: 中国机器人各细分市场增速



资料来源: 国际机器人联合会预测, 弗若斯特沙利文, 交银国际

(3) 机器人移动平台 (RMP) :

九号与英伟达合作研发机器人。九号与英伟达合作开发的自主机器人平台 Nova Cater AMR 基于九号的 RMP 移动底盘, 由英伟达提供算力与软件平台支持, 可针对企业不同需求进行定制化服务, 如仓库自主移动机器人 (AMR) 建图、仓库运输、科研仿真等。早前在 2023 年 5 月的中国台北国际电脑展上, 英伟达发布的面向仓储物流自动引导车 (AGV) 领域的全新自主移动机器人平台 Isaac AMR 也是由九号的 RMP Lite 220 移动平台提供智慧移动能力的支持。

随着 Nova Carter AMR 等产品的推出, 九号机器人将继续在全球市场进行布局, 深化室内送物场景的探索, 九号与英伟达的合作也将进一步加速人工智能和机器人技术的发展, 并为服务机器人业务打开新的商用市场空间。

图表 111: 九号与英伟达共同开发的自主机器人平台 Nova Cater AMR



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 112: 九号配送机器人亮相 2024 国际消费电子展 (CES)



资料来源: 公司资料, 交银国际

3) 全地形车收入盈利有望双升

九号的全地形车产品覆盖 ATV、UTV 和 SSV，能满足爬山骑行、娱乐竞技、农场货运、赛事、复杂地形穿越等多场景需求。中国的全地形车行业起步较晚，但发展迅速，以向欧美市场出口为主，在全地形车消费市场的全球分布中，北美占比 73%，欧洲占比 16%。九号的全地形车已在 2023 年 3 季度进入美国市场，产品销售情况较好，经销网点迅速拓展，计划 2024 年美国门店的数量翻倍至 200 家（占全美门店总量的约 8%）。同时混动车型已在米兰车展发布，有望在欧洲打开市场空间。

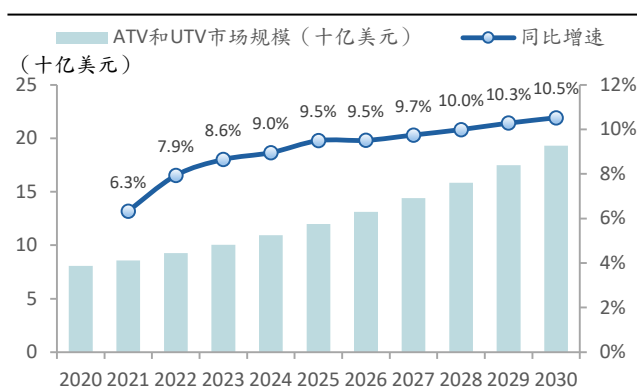
据 Statista 预测，全球全地形车市场将持续稳定增长并有望在 2030 年达到 193 亿美元的规模。2023 年，九号全地形车业务的毛利率为 24.64%，对比中国市场的行业龙头春风动力毛利率接近 40%，九号仍有较大的改善空间，我们预计随着规模效应逐步显现，九号的全地形车业务将迎来收入和盈利的双升。

图表 113: 九号全地形车产品



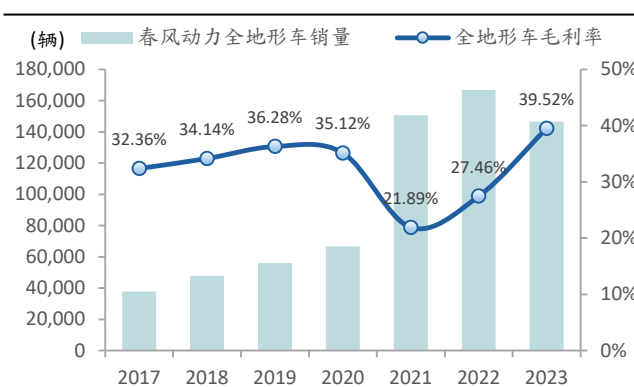
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 114: ATV 和 UTV 市场规模预测



资料来源: Statista, 交银国际

图表 115: 春风动力全地形车销量和毛利率水平



资料来源: 公司资料, 交银国际

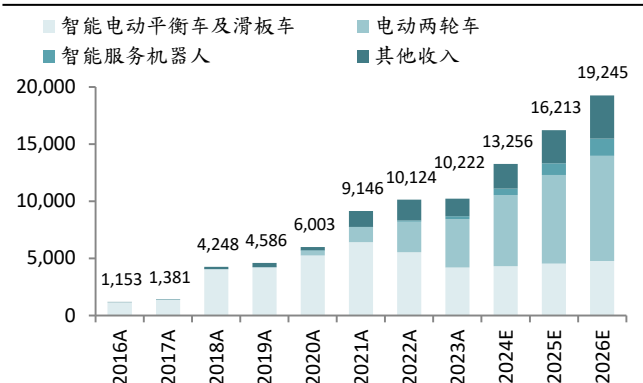
财务预测

收入

随着各业务多点开花，电动两轮车、机器人和全地形车业务分别贡献可观的营收增长。2024 年 1 季度业绩增速亮眼，电动两轮车销量达 42 万台，同比增 126%，营收 11.9 亿元，同比增 119%；全地形车销量 5,487 台，同比增 94%，营收 2.15 亿元，同比增 90%；割草机器人销量 3.31 万台，营收 1.8 亿元，同比增 2.67 倍；自主品牌零售滑板车也实现了增长，录得销量 15.17 万台，同比增 21%。我们预计九号 2024/25/26 年将实现 29.7%/22.3%/18.7% 收入同比增长，收入规模将扩张至 133/162/192 亿元，年均复合增长率达 23.5%。

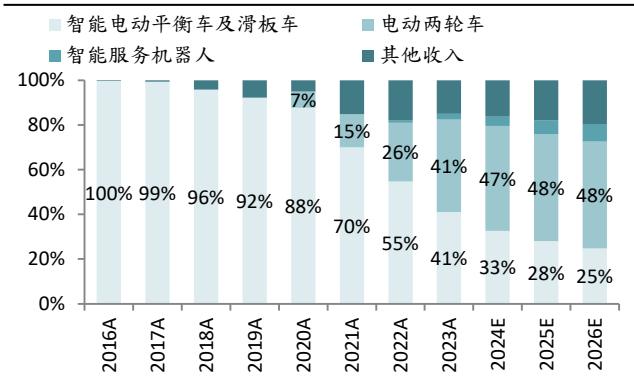
从收入构成来看，业绩的增长引擎电动两轮车将超过平衡车和滑板车成为最大的收入贡献者，2024-26 年的占比维持在 48% 左右，而 2026 年机器人业务的收入占比将增加至 8%。

图表 116: 2016-26 年九号总收入（百万元）



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 117: 2016-26 年九号收入结构



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

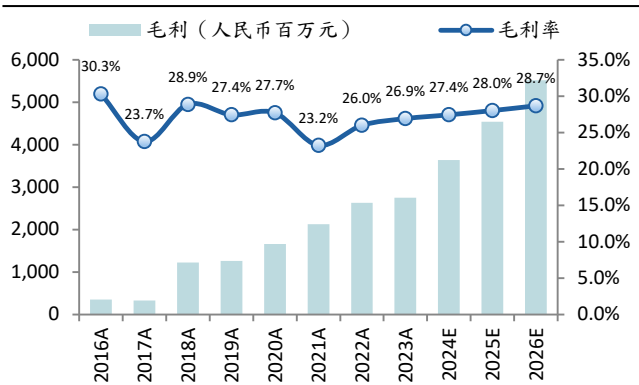
盈利

毛利率方面，随着规模效应显现，除平衡车、滑板车较为成熟，预计毛利率较为稳定外，其他业务的毛利率预计均有不同程度的提升，叠加高毛利率的机器人业务收入占比提升，整体毛利率将稳定提升，预计 2024/25/26 年毛利率分别为 27.4%/28.0%/28.7%。

费用方面，由于九号不断有新产品、业务需要推广，营销费用率仍将维持在 9% 以上的较高水平，但随着收入规模扩大，营销费用率将逐渐摊低，预计 2024/25/26 年营销费用率为 9.8%/9.5%/9.4%；管理费用率受规模效应影响，将下降至 6.2%/5.8%/5.5%；而研发费用率预计将温和下降，以保持产品的竞争力，分别为 5.8%/5.6%/5.4%。

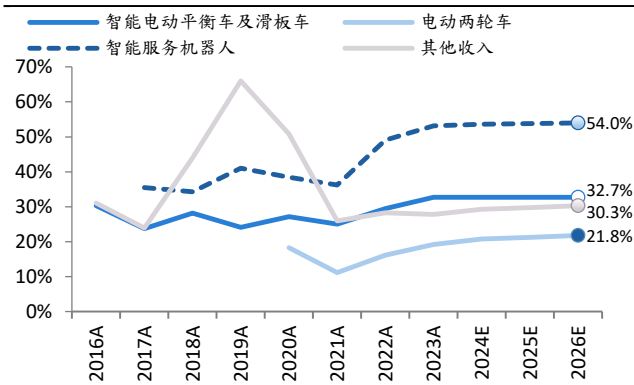
我们预测 2024/25/26 年九号将实现归母净利润 8.5/12.0/16.1 亿元，同比增加 42.7%/40.2%/34.4%；净利润率分别达 6.4%/7.4%/8.4%。

图表 118: 2016-26 年九号毛利润



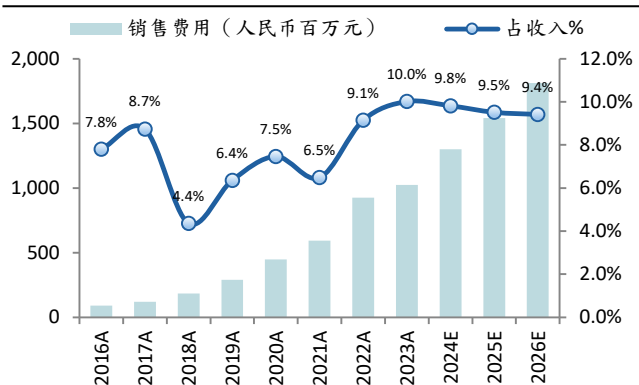
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 119: 2016-26 年九号各业务分部毛利率



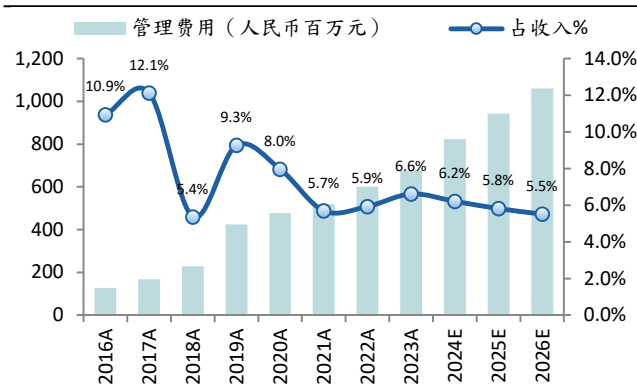
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 120: 2016-26 年九号销售费用



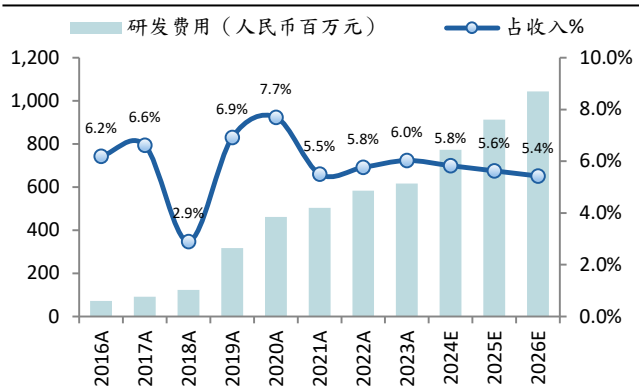
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 121: 2016-26 年九号管理费用



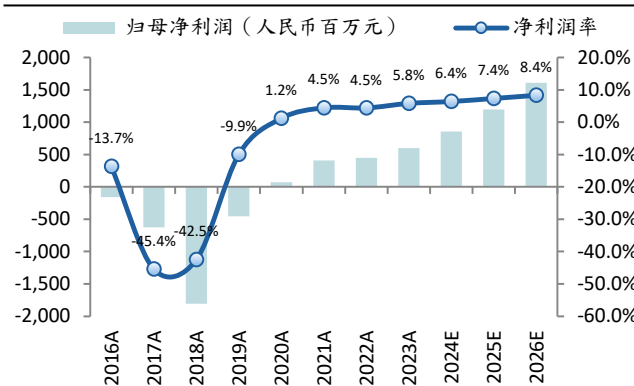
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 122: 2016-26 年九号研发费用



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 123: 2016-26 年九号净利润



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

估值

首予买入评级，目标价 45.67 元

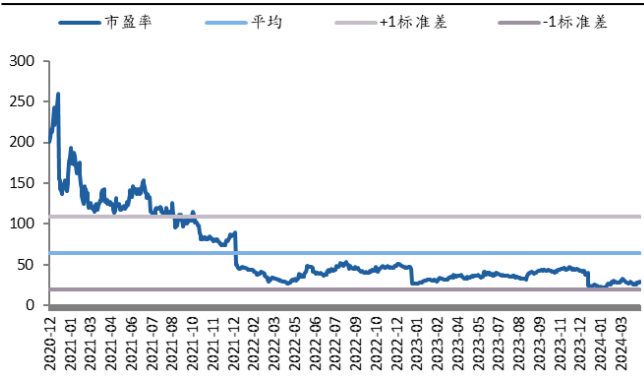
由于九号公司各业务分部处于不同的发展周期，我们认为使用 SOTP 方法进行估值更能合理地反映公司各部分的价值。对于电动两轮车业务，由于公司定位高端且规模正处于快速扩张阶段，我们给予 17 倍 2025 年市盈率，较行业平均 12.1 倍有 40% 的溢价；对于机器人业务，由于仍处于发展初期，我们使用市销率进行估值；对于平衡车及滑板车和其他业务则分别给予 25 倍和 15 倍 2025 年市盈率。综上，基于 SOTP 估值法，我们给予九号目标价 45.67 元，对应 38 倍 2024 年市盈率和~0.98 倍 PEG。

图表 124: 九号 SOTP 估值法

收入/净利润 (人民币百万元)			估值方法	估值倍数	对应市值折现 (人民币百万元)
平衡车及滑板车	2025 年净利润	576	市盈率(P/E)	25	14,406
电动两轮车	2025 年净利润	427	市盈率(P/E)	17	7,260
机器人	2025 年收入	999	市销率(P/S)	10	9,992
其他业务	2025 年净利润	66	市盈率(P/E)	15	989
合计					32,647
股数 (百万)					715
每股股价 (人民币元)					45.67

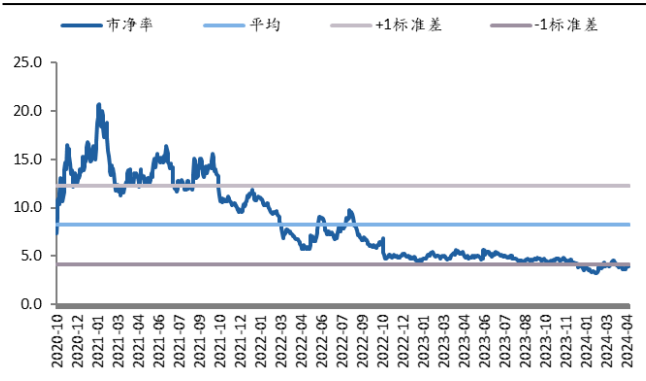
资料来源: 交银国际预测

图表 125: 九号远期市盈率



资料来源：交银国际

图表 126: 九号远期市净率



资料来源：交银国际

DCF 交叉验证

我们用 DCF 进行交叉验证，基于 9.1% WACC 和 0.5%永续增长率，测算出每股权益价值约 45.8 元，与 SOTP 估值相若。

图表 127: DCF 估值

(人民币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	13,256	16,213	19,245	22,132	24,788	27,267	29,448	31,215	32,776	33,759
同比%		22%	19%	15%	12%	10%	8%	6%	5%	3%
息税前利润	778	1,192	1,656	1,927	2,183	2,429	2,652	2,843	3,018	3,142
同比%		53%	39%	16%	13%	11%	9%	7%	6%	4%
息税前利润率	5.90%	7.30%	8.60%	8.70%	8.80%	8.90%	9.00%	9.10%	9.20%	9.30%
减：税费	-150	-211	-283	-482	-546	-607	-663	-711	-754	-785
加：折旧及摊销	138	152	169	177	173	155	166	176	185	190
减：营运资金变化	1,577	559	421	484	542	597	644	683	717	739
减：资本支出	-827	-330	-366	-415	-448	-484	-523	-593	-623	-641
自由现金流	1,516	1,362	1,598	1,691	1,905	2,089	2,277	2,398	2,543	2,644
自由现金流终值	13,260									
永续自由现金流终值	14,944									
企业价值	26,991									
净负债/(净现金)	-5,841									
少数股东权益	74									
股权价值 (人民币百万元)	32,758									
股数 (百万)	715									
每股权益价值 (人民币元)	45.8									

WACC 计算	
无风险收益率	3.50%
贝塔系数	1.2
风险溢价	8.00%
权益资本成本	13.10%
债务资本成本	3.50%
税率	15.00%
税后债务资本成本	3.00%
债务比率	40.00%
WACC	9.10%
永续增长率	0.50%

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 128: DCF 敏感性分析 (元)

		永续增长率				
		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
WACC	7.1%	53.4	55.5	57.9	60.6	63.9
	8.1%	47.8	49.3	51.0	53.0	55.2
	9.1%	43.4	44.6	45.8	47.2	48.8
	10.1%	39.9	40.8	41.7	42.8	44.0
	11.1%	37.0	37.7	38.4	39.2	40.1

资料来源: 交银国际预测

公司分析

由平衡车起家，产品品类逐步拓展丰富

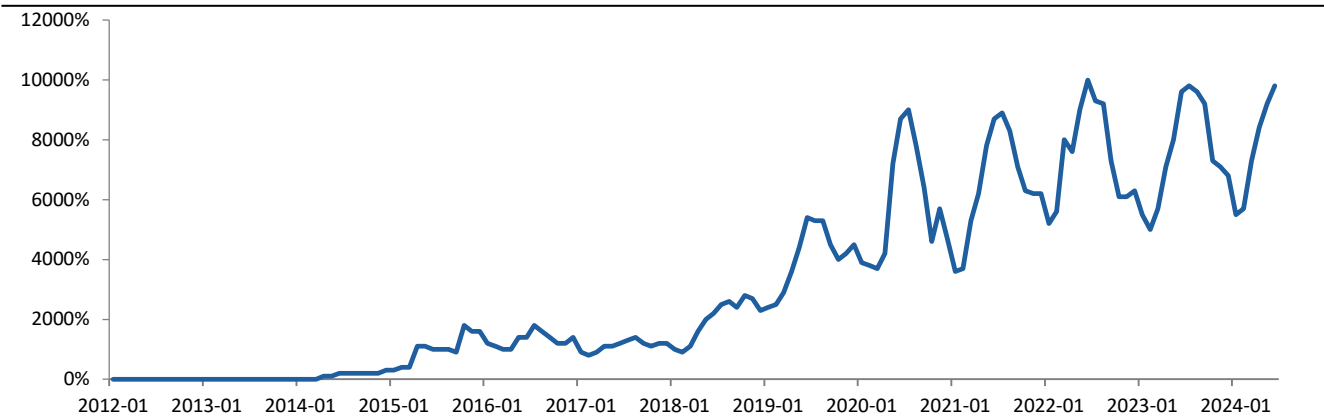
九号成立于 2012 年，最先开始研发平衡车产品，并进入小米生态链。2015 年收购全球平衡车鼻祖 Segway，打开海外市场的知名度。2017-19 年先后推出陪伴机器人、送餐机器人、滑板车、全地形车等产品。2020 年，九号进入电动两轮车行业，迅速在中高端市场建立品牌知名度，并通过积极扩张门店实现了销量的快速增长，仅用 2 年时间便实现了销量破百万。公司产品重视科技感，深受年轻消费者的认可，树立了高端、智能、潮流的品牌形象。同时，凭借 Segway 在海外的口碑，九号品牌全球的搜索热度不断提升，在海外市场的认可度持续增加。目前，九号公司的产品矩阵丰富，涵盖平衡车、滑板车、电动两轮车、全地形车、机器人等。

图表 129: 九号公司发展历程

年份	里程碑
2012 年	九号公司成立于中国北京，成功研发并推出runner系列平衡车产品
2014 年	获得小米、红杉、顺为等资本共同注资 8000 余万美元，并成为小米生态链成员
2015 年	全资收购 Segway 公司 成立新加坡分公司，负责亚太地区的市场运营、销售和售后服务等工作
2017 年	首个陪伴机器人 Loomo 在美国发布
2018 年	联合美团发布 Segway 配送机器人 S1
2019 年	发布配送机器人 S2、X1、智能共享滑板车 T60 和混动全地形车
2020 年	上交所上市 进入电动两轮车行业
2021 年	发布家用服务机器人领域新品——赛格威智能割草机器人（Segway Navimow）
2022 年	电动两轮车出货量破百万
2023 年	推出九号租车小程序

资料来源: 公司资料，交银国际

图表 130: 九号 (Ninebot) 在 Google Trends 中的搜索热度不断提升



资料来源: Google Trends，交银国际

图表 131: 九号产品矩阵丰富

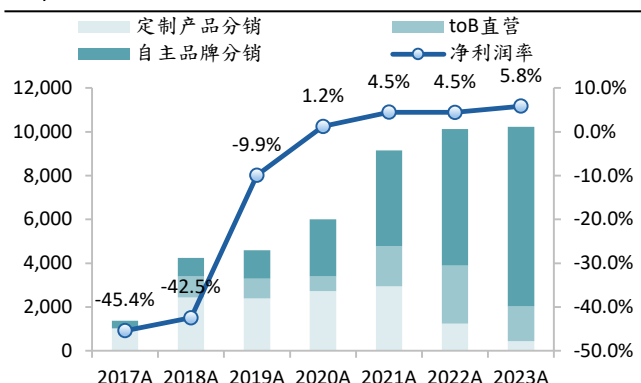
电动自行车	 新品						
电动两轮车							
电动摩托车 国3							
平衡车		 新品					
滑板车		 新品	 新品	 新品			
卡丁车及套件			 新品	 新品			
儿童车	 新品	 新品					
机器人	 新品	 新品		 新品			
全地形车							
储能电源	 新品	 新品					

资料来源: 公司资料, 交银国际

自主品牌业务发展良好，对小米依赖降低

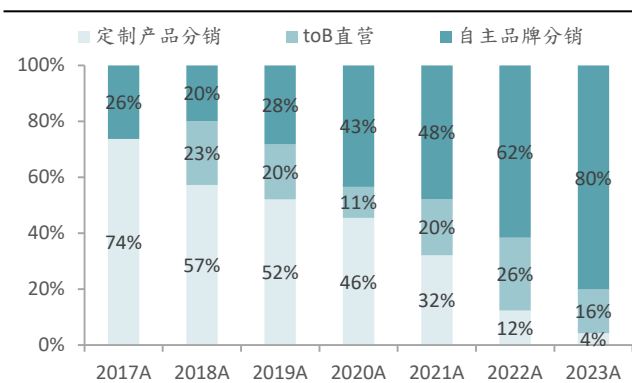
2014 年，小米成为九号的投资人之一，同时九号加入小米生态链，为小米定制电动平衡车、电动滑板车等产品，并通过小米或其授权渠道进行分销。在公司发展的早期阶段，小米是公司主要的销售渠道。2017 年，小米渠道的收入占比为 74%，销售渠道较为单一。尽管小米的订单和合作对九号公司的市场推广和品牌建设有积极影响，但由于小米追求性价比，定制产品的毛利率较低（2023 年，小米定制产品/自主品牌/ToB 直管的毛利率分别为 17.1%/25.4%/37.3%），九号积极发展自主品牌和 ToB 端业务，以减少对于小米的依赖，减少关联方销售对公司主营业务收入的影响。2023 年，小米渠道的占比已经大幅下降至 4%。同时，随着小米的占比持续下降，九号的盈利能力也相应提升，2020 年小米占比下降至不到 50%，公司实现扭亏为盈，2023 年净利润率已上升至 5.8%。

图表 132: 2017-23 年收入，按销售渠道（百万元）



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 133: 2017-23 年收入占比（按销售渠道）



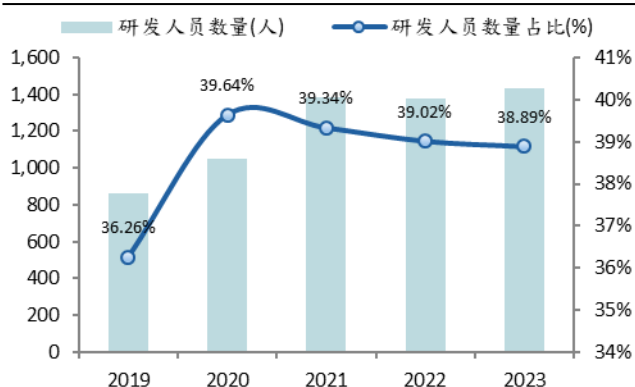
资料来源: 公司资料, 交银国际

持续投入研发，科技是品牌的护城河

九号公司重视科技创新，专注于推动智能短交通和机器人产品的创新和变革。九号在平衡车、电动两轮车、机器人等各个领域积累了众多核心专有技术。截至 2023 年末，公司累计拥有 4,696 项专利，包括 508 项发明专利、1,592 项实用新型专利、1,077 项外观设计专利和 176 项著作权等。凭借在电动滑板车领域累积的专业和经验，九号主导参与制定中国首个电动滑板车国家标准——《电动滑板车通用技术规范》（2023 年 8 月发布）。

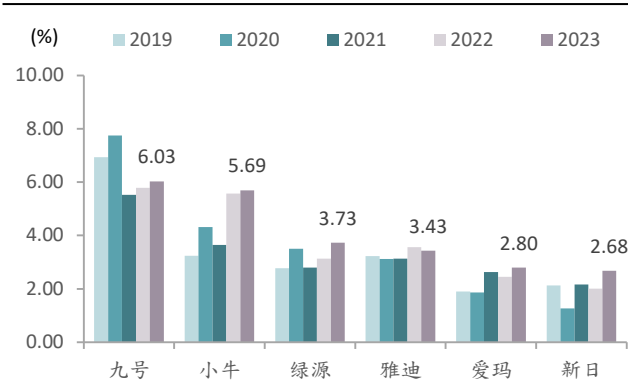
九号通过多年的积累，依靠大量技术和研发创新屡获市场认可，在消费者心目中建立了高科技消费品的品牌认知。为巩固技术优势、不断推陈出新，九号公司的研发团队不断扩张，在员工总数中的占比一直超过 30%；研发费用率也高于其他的电动两轮车企，达 6%。我们认为九号品牌以科技作为深度护城河，相较传统两轮车企靠营销、外观设计等优势，壁垒更高、竞争优势更持久。

图表 134: 九号研发人员数量



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 135: 两轮车企研发费用率



资料来源: 公司资料, 交银国际

主要风险

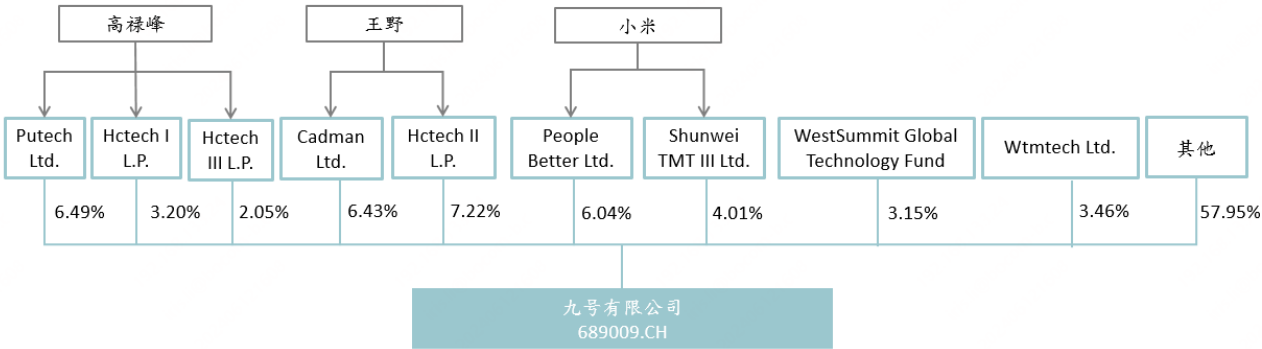
电动两轮车业务发展不及预期。电动两轮车市场的竞争仍较为激烈，产品较为同质化，如果消费者对于智能化功能的需求减弱或更注重性价比，九号的市场占有率提升可能弱于我们的预期，从而影响公司的销量和收入。另外，如果行业价格战升级，可能会影响公司的盈利水平。

机器人业务增长不及预期。如果割草机器人的需求不及预期，将导致销量增速较慢，另外，与英伟达共同研发的移动底盘仍处于初期研发阶段，存在较高的不确定性。

法规和监管政策风险。九号公司的业务受到各国法律法规的监管，包括产品安全标准、环保法规、智能交通法规等。法规的变化可能会增加公司的合规成本，或限制某些产品的销售，例如电动滑板车的路权问题。

附录

图表 136: 九号股权结构（截至 2024 年 3 月）



资料来源: 公司资料, 交银国际

2024 年 7 月 2 日

九号公司 (689009 CH)



图表 137: 九号公司管理层简介

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份	个人简历
高禄峰	董事长, 董事	2014-12-10	男	中国	本科	1979	2012 年至今, 作为联合创始人之一创办 Ninebot, 现任九号有限公司董事长; 2003 年 9 月-2006 年 4 月, 担任北京时代杰诚科技有限公司项目经理; 2006 年 5 月-2008 年 1 月, 担任和堂传媒 (北京) 有限公司高级项目经理; 2008 年 2 月-2008 年 10 月, 担任中国金融网运营总监; 2008 年 11 月-2011 年 12 月, 担任新索科技 (北京) 有限公司 CEO。
王野	董事, CEO	2015-01-28	男	中国	硕士	1980	2012 年至今, 作为联合创始人之一创办 Ninebot, 2013 年 1 月-2020 年 2 月历任九号有限公司联席 CEO、总裁职务, 现任九号有限公司 CEO; 2006 年 3 月-2007 年 6 月, 担任北京博创兴业有限公司智能机器人业务总经理; 2007 年 7 月-2010 年 10 月, 担任北京博创兴盛机器人技术有限公司总经理。于 2009 年 10 月起, 任北京市人工智能学会常务理事; 于 2016 年 12 月起, 出任全国自动化系统与集成标准化技术委员会-机器人与机器人装备分标委 (SAC/TC159) 委员。曾获国防科学技术进步奖二等奖和中国机械工业科学技术进步奖三等奖。
李峰	独立董事	2019-04-02	男	美国	博士	1976	2004 年 7 月至 2011 年 6 月, 曾任密歇根大学罗斯商学院安永讲席会计学助理教授; 2011 年 7 月至 2015 年 6 月, 曾任密歇根大学罗斯商学院 Harry Jones 讲席会计学副教授; 2015 年至今, 任上海交通大学上海高级金融学院副院长、会计学教授; 2016 年 1 月至 2022 年 7 月, 任上海宏力达信息技术股份有限公司独立董事; 2016 年 1 月至 2019 年 1 月, 任富荣基金管理有限公司独立董事; 2016 年 4 月至 2020 年 12 月, 任 Yintech Investment Holdings Limited (银科投资控股有限公司) 独立董事; 2018 年 9 月至今, 任 Qutoutiao Inc. 独立董事; 2019 年 4 月至今, 任九号机器人有限公司独立董事; 2019 年 8 月至 2020 年 11 月, 任沪江教育科技 (上海) 股份有限公司董事; 2019 年 12 月至今, 任东海基金管理有限责任公司董事; 2020 年 8 月至今, 任翱捷科技股份有限公司独立董事。2017 年 9 月至今, 任品渥食品股份有限公司独立董事。
林菁	独立董事	2019-04-02	男	中国	硕士	1965	1990 年至 1994 年任职于汇佳国际数据系统有限公司。1995 年至今任职于北京佳讯飞鸿电气股份有限公司。现任北京佳讯飞鸿电气股份有限公司董事长, 总经理; 臻云智能 (北京) 投资管理有限公司董事、华青融天 (北京) 软件股份有限公司董事、北京臻云智能创业投资有限公司董事、九号有限公司独立董事。
许单单	独立董事	2022-05-18	男	中国	硕士	1982	2011 年 8 月-至今, 担任北京 3W 科技有限公司董事长职务; 2013 年 7 月-至今, 担任北京拉勾网络技术有限公司 CEO 职务。
陈中元	董事, 总裁	2016-06-06	男	中国	硕士	1987	2012 年至今, 作为技术合伙人加入公司, 目前担任公司总裁兼任 CTO。2015-2017 年期间, 作为技术专家参与制定和修订与公司产品相关的 CQC 标准、中国国家标准、美国 UL 标准等国内外重要标准。曾分管集团研发中心、集团质量中心、集团信息化中心、AI 及机器人技术研究院、短交通 BG 等核心部门。
凡孝金	CFO	2021-07-01	男	中国	硕士	1974	曾任美的集团中央空调事业部、国际事业部财务总监, 奥克斯集团副总裁, 虎彩印艺股份有限公司 CFO, 深圳兴森快捷电路科技股份有限公司 CFO 等职, 2021 年 5 月加入公司。

资料来源: 公司资料

图表138: 九号公司 (689009 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	10,124	10,222	13,256	16,213	19,245
主营业务成本	(7,495)	(7,472)	(9,621)	(11,673)	(13,730)
毛利	2,630	2,750	3,634	4,540	5,516
销售及管理费用	(925)	(1,023)	(1,300)	(1,542)	(1,811)
研发费用	(1,183)	(1,292)	(1,596)	(1,854)	(2,105)
其他经营净收入/费用	45	129	162	137	141
经营利润	565	564	901	1,281	1,741
财务成本净额	(171)	(136)	(177)	(216)	(256)
其他非经营净收入/费用	169	213	276	338	401
税前利润	563	641	1,001	1,403	1,886
税费	(114)	(45)	(150)	(211)	(283)
非控股权益	2	2	3	4	5
净利润	451	598	853	1,196	1,608
作每股收益计算的净利润	451	598	853	1,196	1,608

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,081	4,974	5,841	6,772	7,822
应收账款及票据	1,185	995	1,308	1,645	2,005
存货	1,817	1,108	1,453	1,827	2,225
其他流动资产	1,126	629	664	707	759
总流动资产	7,209	7,706	9,267	10,951	12,810
物业、厂房及设备	937	1,071	1,248	1,481	1,756
其他有形资产	161	188	196	181	167
无形资产	467	983	1,025	1,070	1,117
其他长期资产	620	902	961	1,023	1,097
总长期资产	2,184	3,143	3,431	3,755	4,137
总资产	9,393	10,850	12,698	14,706	16,947
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	3,632	4,526	5,779	6,953	8,073
其他短期负债	583	621	621	621	621
总流动负债	4,216	5,147	6,400	7,574	8,694
长期贷款	61	20	20	20	20
长期应付账款	25	0	0	0	0
其他长期负债	171	149	149	149	149
总长期负债	232	169	169	169	169
总负债	4,447	5,316	6,569	7,743	8,863
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	4,897	5,457	6,054	6,892	8,017
股东权益	4,897	5,457	6,054	6,892	8,017
非控股权益	49	77	74	71	66
总权益	4,946	5,534	6,129	6,962	8,083

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	449	596	851	1,193	1,603
折旧及摊销	87	115	138	152	169
营运资本变动	1,031	1,451	464	311	176
其他经营活动现金流	23	158	0	0	0
经营活动现金流	1,589	2,319	1,453	1,655	1,947
资本开支	(433)	(827)	(330)	(366)	(415)
投资活动	(259)	339	0	0	0
其他投资活动现金流	30	33	0	0	0
投资活动现金流	(662)	(454)	(330)	(366)	(415)
负债净变动	(5)	0	0	0	0
股息	(1)	(200)	(256)	(359)	(482)
其他融资活动现金流	56	(147)	0	0	0
融资活动现金流	50	(347)	(256)	(359)	(482)
汇率收益/损失	41	23	0	0	0
年初现金	1,686	2,704	4,974	5,841	6,772
年末现金	3,081	4,974	5,841	6,772	7,822

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.630	0.837	1.194	1.674	2.249
全面摊薄每股收益	0.630	0.837	1.194	1.674	2.249
每股股息	0.502	0.675	0.662	0.721	0.774
每股账面值	6.850	7.633	8.469	9.640	11.215
利润率分析 (%)					
毛利率	26.0	26.9	27.4	28.0	28.7
EBIT利润率	4.5	4.4	5.9	7.3	8.6
净利率	4.5	5.8	6.4	7.4	8.4
盈利能力 (%)					
ROA	8.7	10.2	8.7	8.5	8.3
ROE	18.5	21.6	18.4	17.7	16.8
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.5

汽车

收盘价

港元 6.40

目标价

港元 6.24

潜在涨幅

-2.5%

2024 年 7 月 2 日

绿源集团 (2451 HK)

门店产能有序扩张，助力市场份额继续攀升，但盈利能力仍需提高

④ 公司专注于研发，产品安全耐用；销量稳定增长，市占率有望持续提升。绿源集团是我国最早一批生产两轮电动车的企业，重视产品和核心零部件的研发，为业内首家推出液冷电机的车企，并成为起草新国标的主要单位之一。2023 年，公司的研发费用率达 3.7%，高于龙头雅迪。随着消费者对于产品耐用性的需求提高和公司积极拓展门店布局，2023 年，绿源在中国电动两轮车市场的市占率增加至约 5%，排名上升至第四。随着绿源继续扩张销售门店网络、各地产能逐步爬坡，我们预计绿源的市占率将于 2024/25/26 年分别上升至 5.5%/5.7%/6.1%。

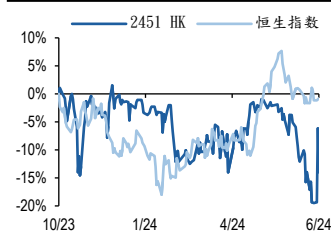
④ 但短期内侧重规模扩张、持续研发投入，盈利水平预计仍低于头部企业。尽管随着规模经济显现、产品结构提升和制造成本下降，2023 年绿源的毛利率显著提升至 13.4%，但由于绿源主打下沉市场扩张销售规模，产品销售均价较低，毛利率仍然为行业中较低。另外，由于持续进行研发投入，净利润率也受到影响。2023 年净利润率提高至 2.9%，超过新日，但距离龙头雅迪、爱玛 8-9% 的水平仍有较大的差距。展望未来三年，公司仍将维持现在的定价策略和重研发的发展战略，我们预测 2024/25/26 年绿源将实现净利润 1.73/2.17/2.60 亿元（人民币，下同），净利润率将缓步提高至 3.1%/3.5%/4.0%。

④ 目前估值合理，首予中性评级。我们认为绿源作为电动两轮车的头部企业，将受惠于行业整合，获取更多的市场份额；但由于行业产品偏同质化，绿源仍需较大的营销和研发投入以维持竞争优势，因此短期内盈利提升将较为缓和。目前，绿源 2024 年市盈率约为 14.7 倍，我们认为已经合理反映了市场对于公司营收和利润增长的预期，中长期看公司的估值应维持行业平均水平。我们预测绿源 2024/25/26 年每股盈利为 0.40/0.51/0.61 元，基于 14 倍 2024 年市盈率，我们给予绿源目标价 6.24 港元，首予中性评级。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	7.55
52周低位 (港元)	5.99
市值 (百万港元)	2,730.67
日均成交量 (百万)	0.24
年初至今变化 (%)	(13.04)
200天平均价 (港元)	6.95

资料来源: FactSet

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	4,783	5,083	5,638	6,101	6,481
同比增长 (%)	39.9	6.3	10.9	8.2	6.2
净利润 (百万人民币)	118	146	173	217	260
每股盈利 (人民币)	0.37	0.43	0.40	0.51	0.61
同比增长 (%)	-80.1	17.5	-6.6	25.3	20.2
市盈率 (倍)	16.1	13.7	14.7	11.7	9.8
每股账面净值 (人民币)	2.12	4.55	3.90	4.31	4.80
市账率 (倍)	2.80	1.31	1.52	1.38	1.24
股息率 (%)	0.0	0.0	1.5	1.9	2.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

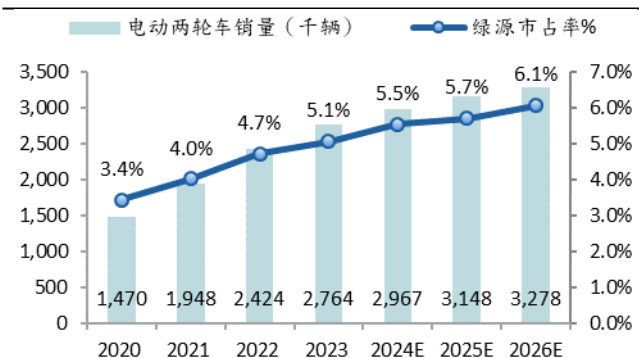
更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

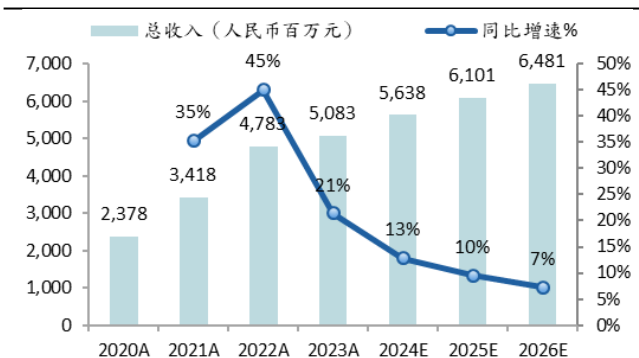
公司一览

图表 139: 绿源电动两轮车销量及市占率



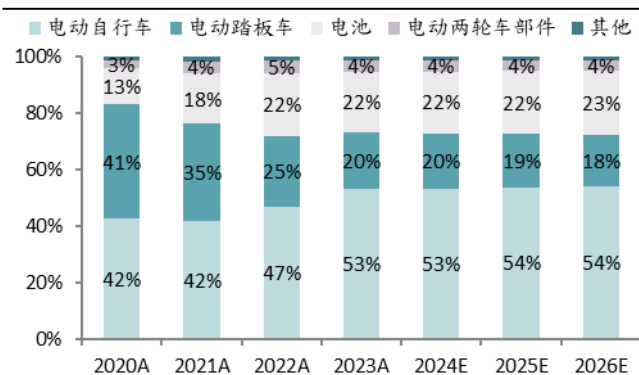
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 140: 绿源总收入及增速



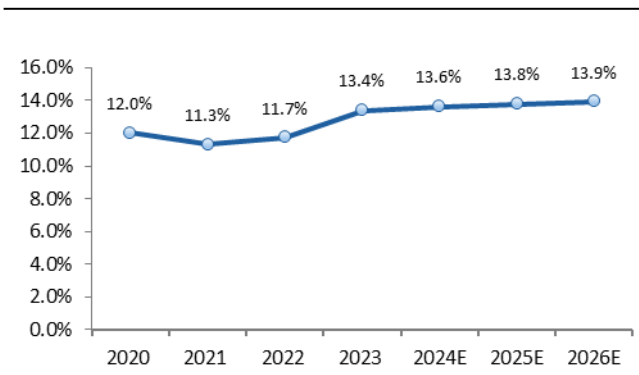
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 141: 绿源收入结构



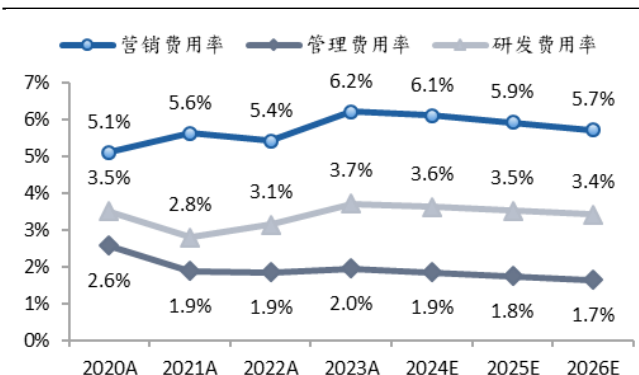
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 142: 绿源毛利率



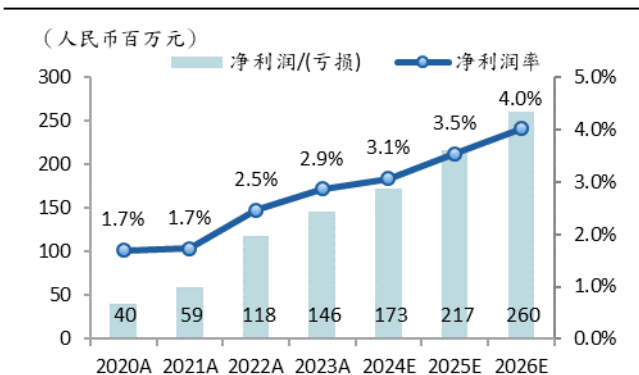
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 143: 绿源主要费用率



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 144: 绿源净利润及净利润率



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

投资概要

专注于研发投入，产品安全耐用；销量稳定增长，市占率有望持续提升。绿源集团经营历史悠久，是我国最早一批生产两轮电动车的企业。因创始人的科研背景，绿源重视产品和核心零部件的研发，为业内首家推出液冷电机的车企，致力于打造一部可以骑十年的电动两轮车，并成为起草新国标的主要单位之一。根据艾瑞咨询《2024 年中国两轮电动车行业研究》，车辆耐用性为消费者购车最关注的因素，而绿源产品的耐用性受到消费者的广泛认可。2023 年，绿源在中国电动两轮车市场的市占率增加至约 5%，排名上升一位至第四。随着绿源继续扩张终端销售门店网络、各地产能逐步爬坡，我们预计绿源的市占率将于 2024/25/26 年分别上升至 5.5%/5.7%/6.1%。

图表 145: 车辆耐用性为消费者购车最关注的因素



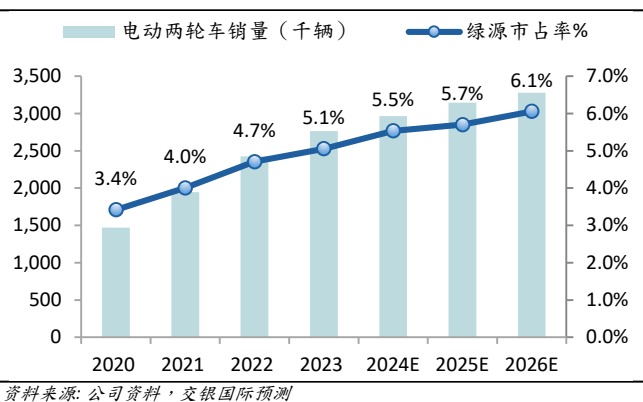
资料来源: 艾瑞咨询, 交银国际

图表 146: 绿源的产品主打耐用性，符合消费者的需求



资料来源: 公司资料, 交银国际

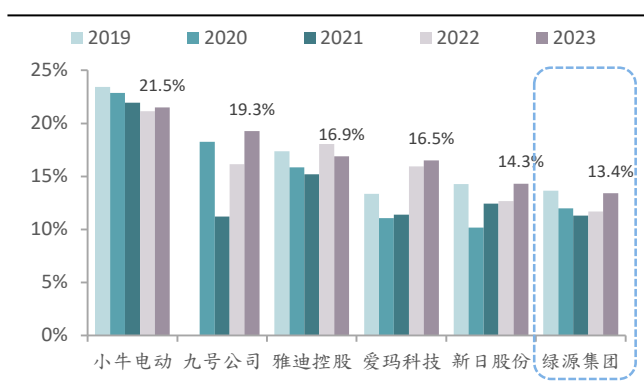
图表 147: 2020-26 年绿源销量和市占率



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

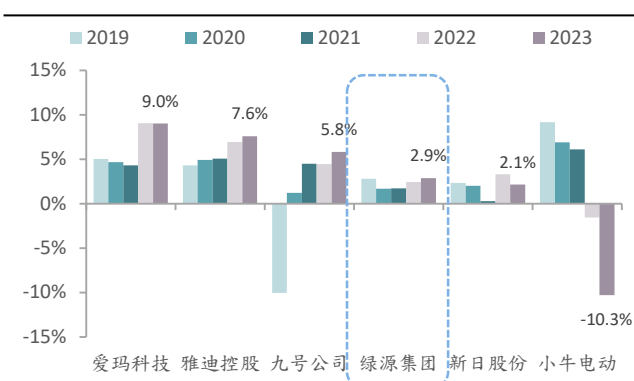
但短期内侧重规模扩张、持续研发投入，盈利水平预计仍低于行业头部企业。尽管随着规模经济效应显现、产品结构进一步提升和制造成本下降，2023 年绿源的毛利率显著提升至 13.4%。但由于绿源主打下沉市场扩张销售规模，产品均价较低，毛利率仍然为行业中较低。另外，由于持续研发投入，净利润率也受到影响。2023 年净利润率提高至 2.9%，超过新日，但距离龙头雅迪、爱玛 8-9% 的水平仍有较大的差距。展望未来三年，公司仍将维持现在的定价策略和重研发的发展战略，我们预测 2024/25/26 年绿源将实现净利润 1.73/2.17/2.60 亿元，净利润率将缓步提高至 3.1%/3.5%/4.0%。

图表 148: 各两轮车企毛利率比较



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 149: 各两轮车企净利润率比较



资料来源: 公司资料, 交银国际

目前估值合理，首予中性评级。目前，绿源 2024 年市盈率约 14.7 倍，略低于行业平均（15.7 倍），但高于龙头雅迪、爱玛的市盈率（仅 9-11 倍）。我们认为现在的估值水平已经合理反映了市场对于公司营收和利润增长的预期，中长期看公司的估值应维持行业平均水平。基于 14 倍 2024 年市盈率和 0.40 元的每股盈利预测，我们给予绿源目标价 6.24 港元，首予**中性**评级。

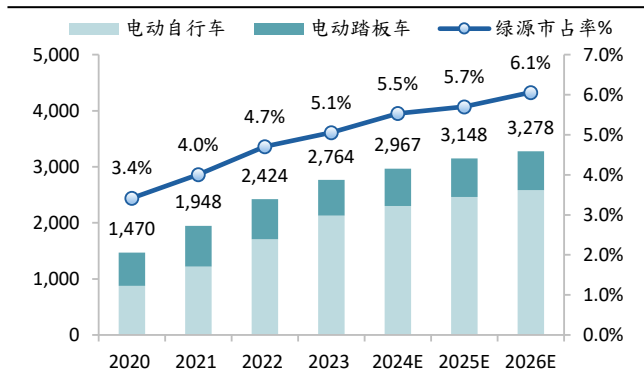
财务预测

销量和均价

我们预计绿源在中国市场的份额将受益于行业整合而缓步提升，我们预测 2024/25/26 年绿源电动两轮车销量为 297/315/328 万辆，同比增加 7.3%/6.1%/4.1%，在中国市场的市占率将分别上升至 5.5%/5.7%/6.1%。

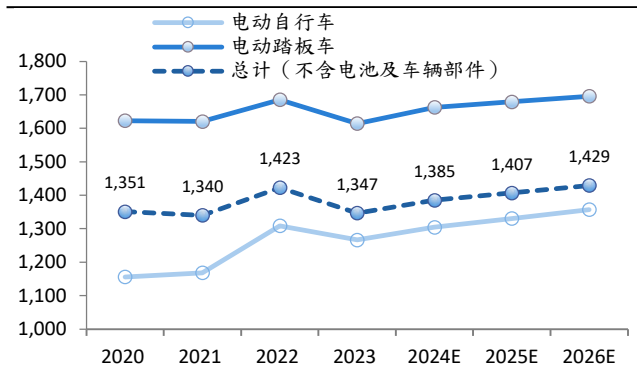
均价方面，我们认为行业继续打价格战的可能性较小，随着原材料价格上涨，行业整体将温和涨价。2024/25/26 年，我们预测绿源整体电动两轮车的单车收入（不含电池等配件）分别为 1,385/1,407/1,429 元。

图表 150: 2020-26 年绿源销量 (千辆)



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 151: 2020-26 年绿源销售均价 (元)

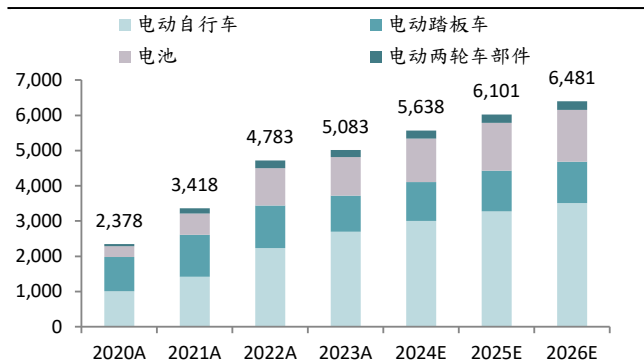


资料来源: 公司资料, 交银国际预测

收入

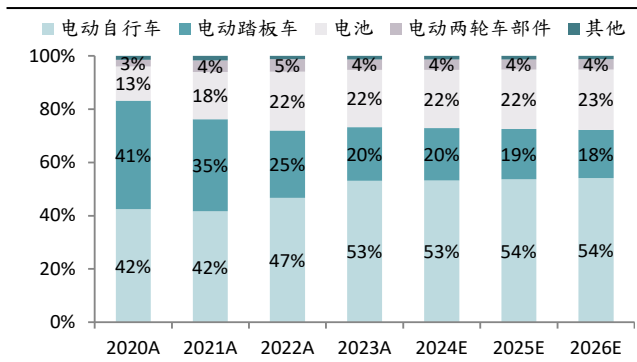
基于我们对电动两轮车及配件销量和均价的预测，我们预计绿源 2024/25/26 年将实现 10.9%/8.2%/6.2% 收入增长至约 56.4/61.0/64.8 亿元，复合年增长率为 8.5%。收入结构上，仍以电动自行车和电动摩托车为主，二者合计收入占比约 70%。

图表 152: 2020-26 年绿源总收入 (百万元)



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 153: 2020-26 年绿源收入结构



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

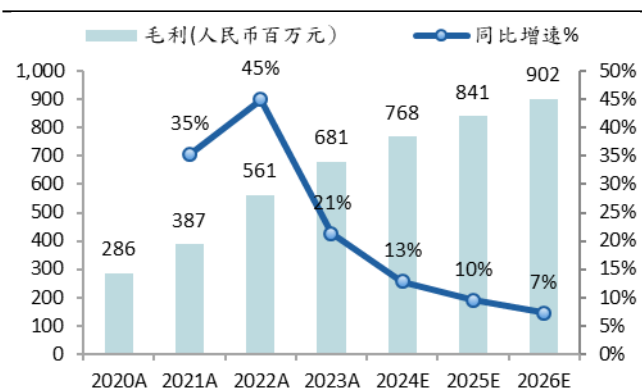
2024 年 7 月 2 日

绿源集团 (2451 HK)

盈利

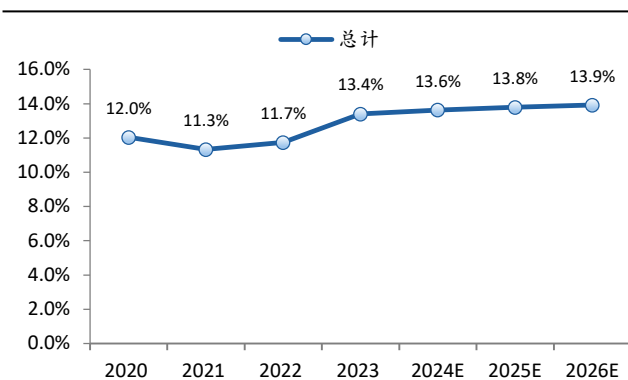
2021 年绿源毛利率出现明显下滑，主要因为促销入门级车型，其销量占比由 2020 年的 3.1% 增加至 2021 年的 18.1%；而随着 2022 年推出多款中高端产品包括 Cola3、极影、MODA2、S10 等，毛利率有所上升；随着规模效应显现、产品结构进一步提升和制造成本下降，2023 年的毛利率显著提升至 13.4%。由于未来三年绿源的发展策略以扩大市场份额为主，而非侧重盈利能力的提升，我们预计毛利率仍将通过产品结构优化而继续提升，但提升速度较为缓和。2024/25/26 年整体毛利率预计呈稳中有升态势，分别为 13.6%/13.8%/13.9%。

图表 154: 2020-26 年绿源毛利润



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

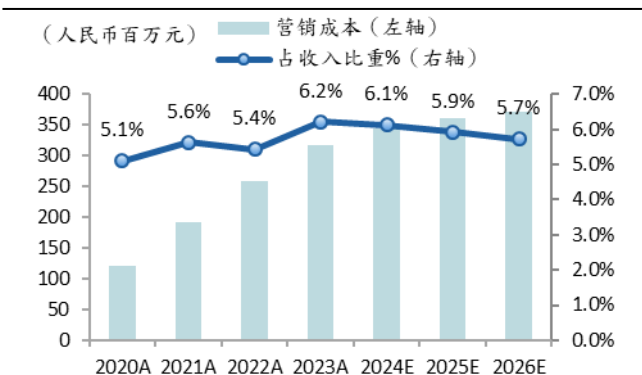
图表 155: 2020-26 年绿源毛利率



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

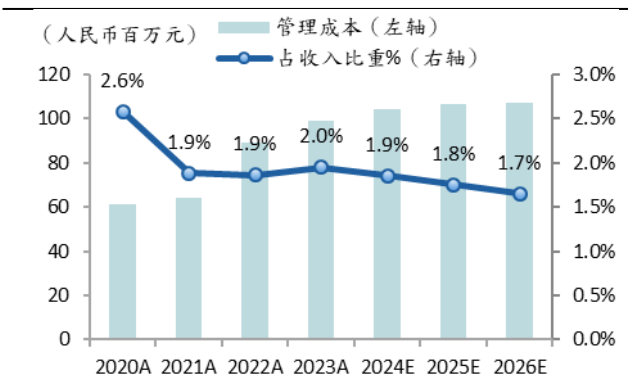
我们预计处于第二梯队的绿源仍将保持超 5% 的营销费用率来保持品牌的曝光度，高于龙头企业雅迪、爱玛（约 3-4%）；而公司的管理和研发费用率将通过规模效应逐渐摊薄。综上，我们预测 2024/25/26 年绿源将实现净利润 1.73/2.17/2.60 亿元，同比增加 18.7%/25.3%/20.2%，净利润率分别为 3.1%/3.5%/4.0%，距离雅迪、爱玛 8% 左右的水平仍有较大的改善空间。

图表 156: 2020-26 年绿源销售成本



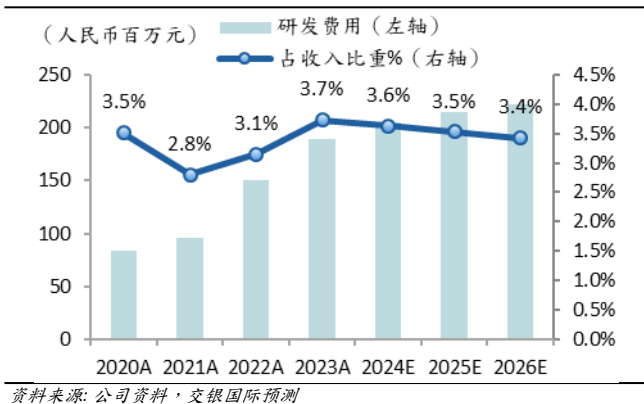
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 157: 2020-26 年绿源管理成本

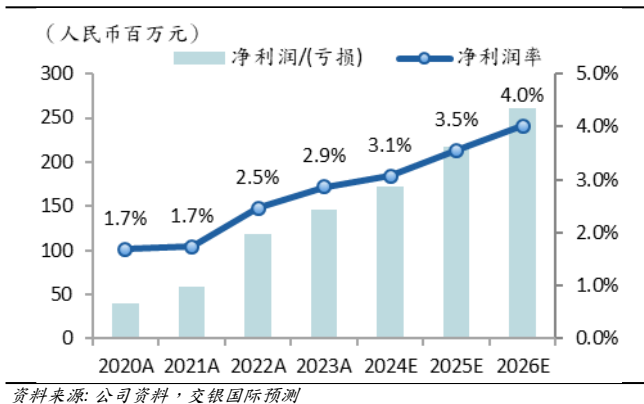


资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 158: 2020-26 年绿源研发费用



图表 159: 2020-26 年绿源净利润



估值

当前估值合理，首予中性评级

我们预测绿源 2024/25/26 年每股盈利为 0.40/0.51/0.61 港元，鉴于绿源 2023 年 10 月上市后平均远期市盈率约为 17 倍，而未来增速将放缓，我们认为市盈率可能回调约 18%至 14 倍；因公司盈利水平低于行业平均，预计估值较行业平均（15.7 倍）有 11%的折让。基于 14 倍 2024 年市盈率，我们给予绿源目标价 6.24 港元，首予中性评级。

我们用 DCF 进行交叉验证，基于 10.1% WACC，测算出每股权益价值约 6.27 港元，与市盈率估值相若。

图表 160: DCF 估值

(人民币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	5,638	6,101	6,481	6,773	7,010	7,185	7,329	7,402	7,439	7,476
同比%	10.90%	8.20%	6.20%	4.50%	3.50%	2.50%	2.00%	1.00%	0.50%	0.50%
息税前利润	149	199	249	260	269	276	281	284	285	287
同比%	14.80%	33.70%	24.90%	4.50%	3.50%	2.50%	2.00%	1.00%	0.50%	0.50%
息税前利润率	2.60%	3.30%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
减：税费	-7	-8	-10	-65	-67	-69	-70	-71	-71	-72
加：折旧及摊销	95	120	127	133	137	141	144	145	146	146
减：营运资金变化	112	-49	35	31	28	25	23	20	18	17
减：资本支出	-345	-164	-164	-171	-177	-182	-185	-187	-188	-189
自由现金流	4	98	236	187	190	191	192	191	190	189
自由现金流终值	1,043									
永续自由现金流终值	793									
企业价值	1,836									
净负债/(净现金)	-595									
少数股东权益	-									
股数（百万）	427									
每股权益价值（人民币元）	5.7									
每股权益价值（港元）	6.27									

WACC 计算	
无风险收益率	3.50%
贝塔系数	1
风险溢价	8.50%
权益资本成本	12.00%
债务资本成本	5.00%
税率	15.00%
税后债务资本成本	4.30%
债务比率	25.00%
WACC	10.10%
永续增长率	0.00%

资料来源: 彭博，公司资料，交银国际预测

图表 161: DCF 敏感性分析 (港元)

		永续增长率				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
WACC	8.1%	7.11	7.28	7.47	7.69	7.93
	9.1%	6.54	6.66	6.80	6.96	7.14
	10.1%	6.06	6.16	6.27	6.38	6.52
	11.1%	5.67	5.75	5.83	5.92	6.02
	12.1%	5.34	5.40	5.46	5.53	5.61

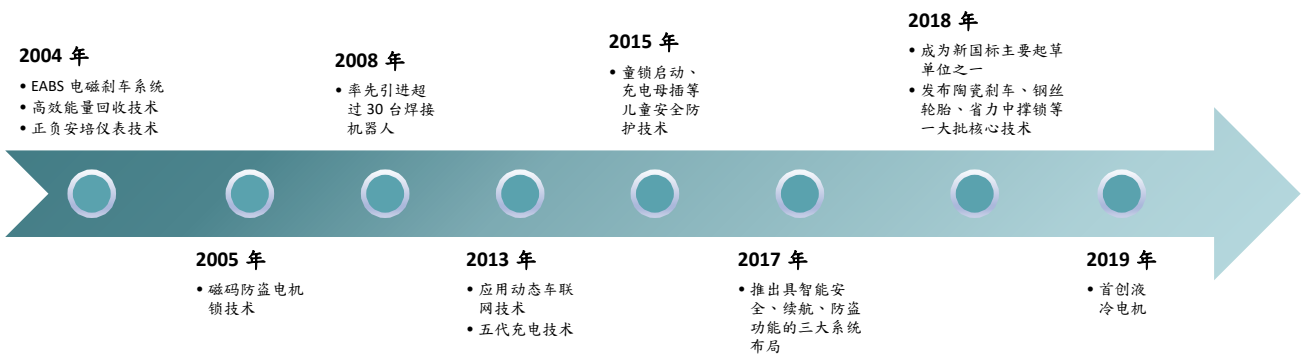
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

公司分析

绿源集团注重产品研发、引领行业标准

绿源的创始人夫妇于 1996 年研发出绿源第一辆电动自行车，随后成立金华市绿源电动车有限公司，寓意“绿色能源”，成为我国最早一批生产两轮电动车的企业。因创始人的科研背景，绿源重视产品和核心零部件的研发，不断推出各类技术创新，率先在生产过程中引入焊接机器人，并成为起草新国标的主要单位之一。

图表 162: 绿源技术创新历程



资料来源: 公司资料, 交银国际

绿源技术路线以提升产品耐用性为主，例如，绿源首创的液冷电动车以“一部车骑十年”为宣传口号，其核心部件质保年限较普通电动车提升 3-10 倍，长达十年，能够解决电动两轮车使用寿命较短的痛点，带动两轮车由“易耗品”向“耐用品”转变。除了寿命较长以外，液冷电机技术与普通电机相比还拥有更高的散热效率和更长的续航里程。

图表 163: 绿源核心技术矩阵



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 164: 液冷电机与普通电机相比的优势

液冷电机的优势	普通电机	液冷电机
提升散热效率	采用风冷降温，热量经由空气向电机外壳传导，传导效率较低	通过向电机内部注入航空级别冷却液，冷却液直接包裹在电机磁钢上，并与电机轮毂外壳相连，可以提高散热效率
增加续航里程	由于散热效率低，容易产生高温，导致电机工作效率下降	散热快，电机工作效率更高，续航里程更远
延长电机寿命	在长时间或高强度运作的情况下，可能发生磁钢退磁的情况，高温下电机也更容易生锈，加速电机报废	退磁率更低，搭配绿源独创的气体交换系统和密封圈，做到多重防水防锈，可以有效延长电机寿命

资料来源: 公司资料，交银国际

图表 165: 绿源液冷电机



资料来源: 公司资料，交银国际

图表 166: 液冷电动车核心部件质保年限

电动车核心部件	绿源液冷电动车质保年限	绿源普通电动车质保年限
液冷电机	10 年	2 年
精工车架 (JG 标识)	10 年	2 年
前叉 (JG 标识)	10 年	1 年
后平叉 (JG 标识)	10 年	1 年
风冷控制器	6 年	1-2 年
SOC 模块	6 年	/
一体集成线束	6 年	1 年
全密封锂电快充	6 年	1 年
陶瓷刹车	3-5 年	1 年

资料来源: 公司资料，交银国际

图表 167: 绿源电动车在续航方面评分领先



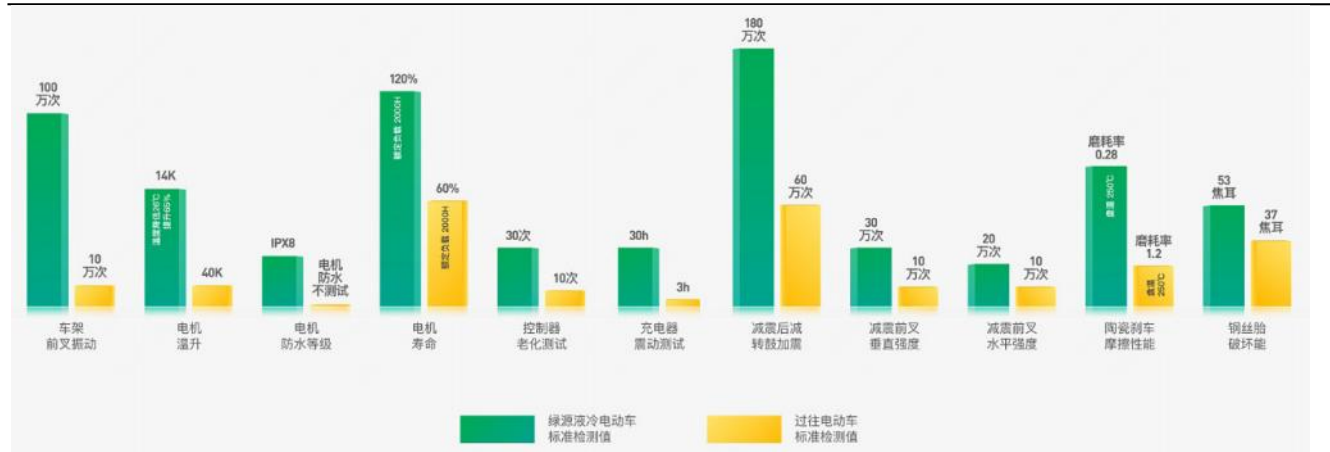
资料来源: 《鲁大师 2023 年电动两轮车测评》，交银国际

2024 年 7 月 2 日

绿源集团 (2451 HK)

另外，绿源也十分重视安全性能，液冷电动车关键零部件通过 22 项可靠性测试，各项指标远超行业普通电动车标准值，从多维度保障车主和行人的安全。

图表 168: 关键部件性能参数对比

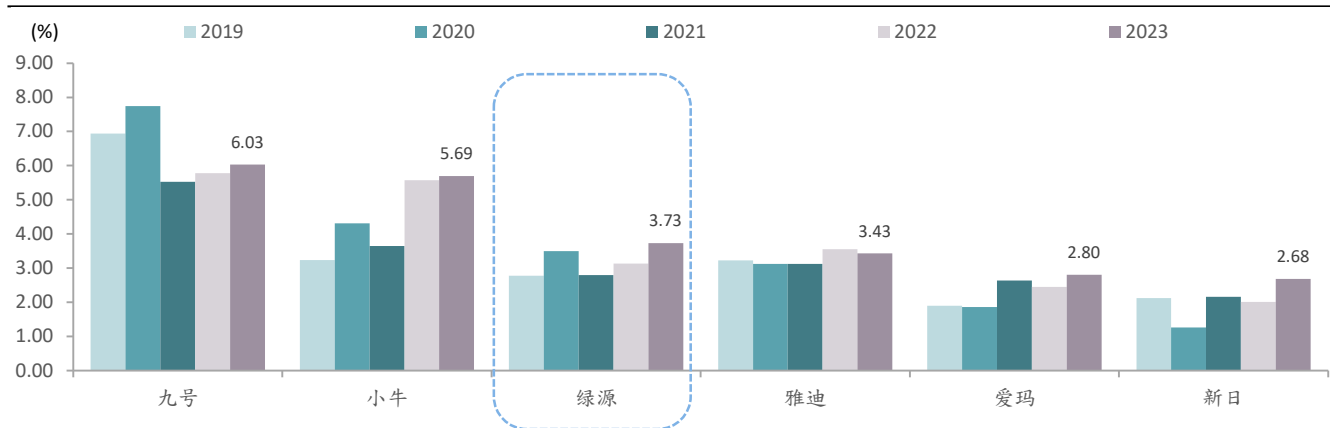


资料来源: 公司资料, 交银国际

为保持产品的竞争力，绿源持续进行研发投入，研发费用率维持在 3% 左右，与龙头雅迪相若，高于爱玛、新日。绿源建立了 361 人的研发团队，占员工总数的 14%，专业涵盖电气工程、机械工程与自动化以及人机与环境工程。

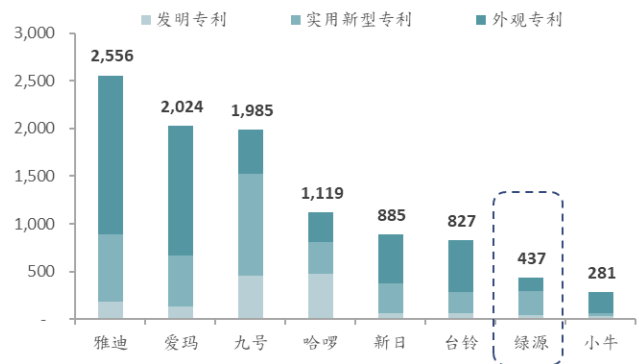
截至 2023 年 4 月，绿源在中国内地持有 437 项专利，包括 46 项发明专利和 251 项实用新型专利。与同行相比，雅迪、爱玛虽然累积了大量的专利，但以外观设计专利为主；绿源则以技术含金量更高的发明专利和实用新型专利为主，分别占专利总数的 11% 和 57%，与主打科技智能的新势力九号、哈啰的专利结构相近，技术护城河更强。

图表 169: 电动两轮车制造商研发费用率对比



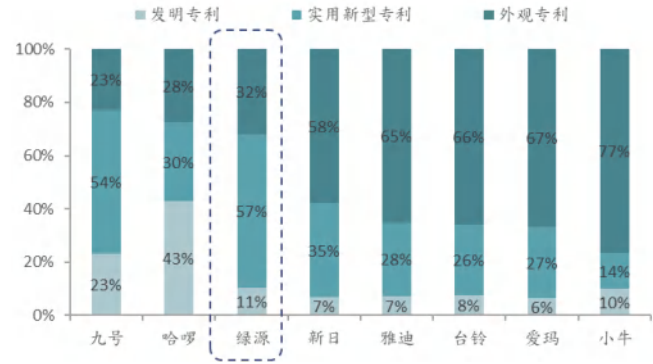
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 170: 电动两轮车制造商专利数量



资料来源:《鲁大师 2022 两轮电动车行业调研报告》, 公司资料, 交银国际

图表 171: 电动两轮车制造商专利分布

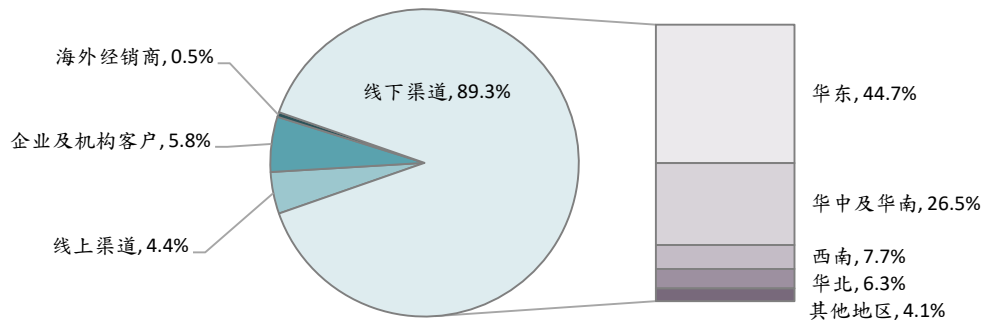


资料来源:《鲁大师 2022 两轮电动车行业调研报告》, 公司资料, 交银国际

销售以线下渠道为主, 积极扩张门店版图

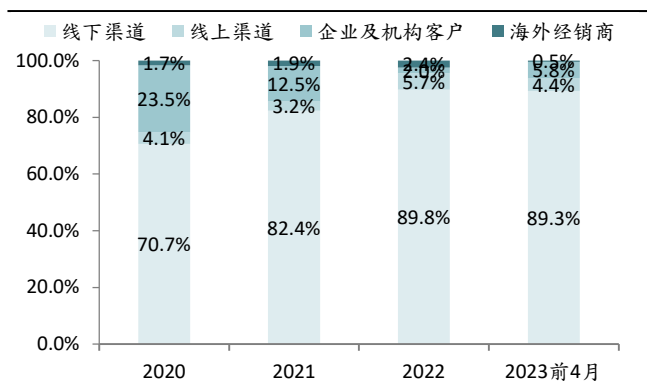
2023 年前四月, 线下经销商渠道贡献收入占比达 90%; 由于电动两轮车的消费者偏好线下试驾体验, 因此线上销售的占比较小, 仅占总收入的 4.4%; 企业及机构客户的收入比重由 2022 年的 23.5% 下降至 5.8%; 海外业务目前体量较小, 处于发展初期, 仅占收入不到 1%。

图表 172: 2023 年前四月绿源收入结构, 按渠道



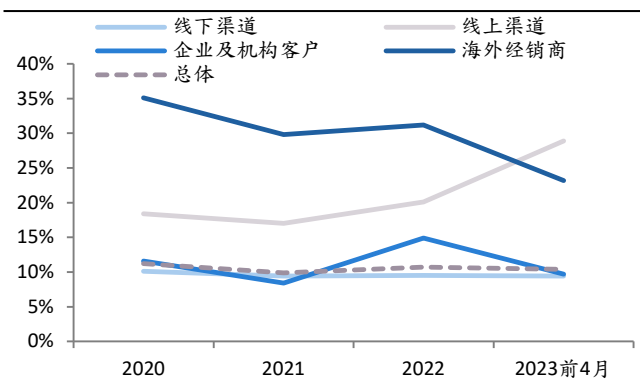
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 173: 各渠道收入占比



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 174: 各渠道毛利率



资料来源: 公司资料, 交银国际

- 线下经销渠道:** 截至 2023 年 4 月, 绿源合作的线下经销商达 1,314 家, 遍及 11,400 家零售门店, 覆盖 30 个省和 319 个城市。目前, 绿源在浙江、江西、山东等省份的门店数量密集, 均超过 80 家, 因此华东地区在线下渠道的收入占比超 50%。

未来线下的渠道拓展主要依靠三种类型的门店: 1) 位于主要商业区的核心零售店, 以强化区域内的影响力; 2) 社区及乡镇零售店, 以扩大渠道覆盖, 以及 3) 在商业地标开设体验零售店, 以提升品牌形象。

图表 175: 绿源线下经销商分布图



资料来源: 公司资料, 交银国际

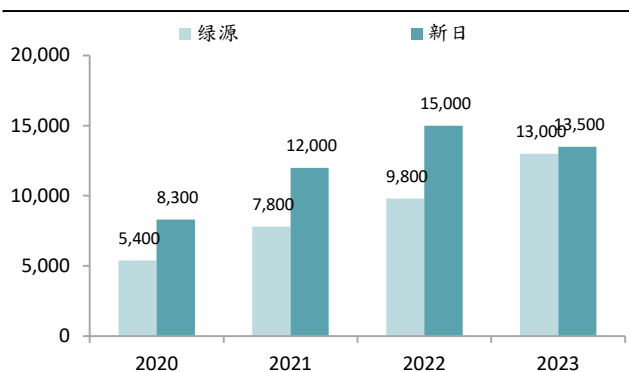
我们将绿源与同为传统电动两轮车企且规模相若的新日电动车做比较：

量的角度：通过迅速扩张销售网络，2023 年绿源的电动两轮车销量已经反超新日；反观新日的门店数量则收缩至 13,500 家，同时销量同比下滑 13% 至 224 万辆。尽管由于快速扩张，绿源的单店月均销量有所下滑，但仍高于新日；

价的角度：绿源的每月单店收入逐步改善至 30,000 元以上，明显高于新日 16,000-18,000 元的水平，说明绿源的门店管理和销售能力更强；

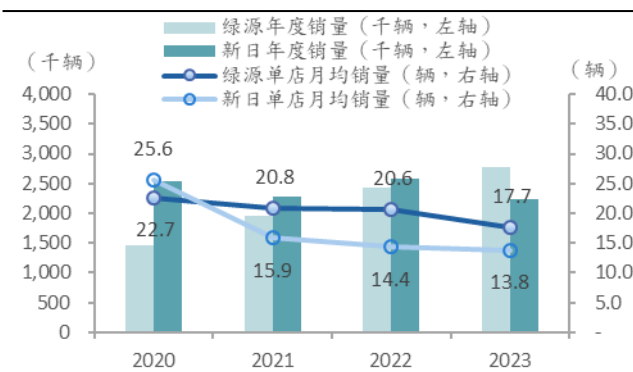
利的角度：2020 年/2021 年/2022 年/2023 年前四月，绿源向经销商返利占线下渠道收入的 8.9%/10.1%/11.3%/12.5%，返点比例逐年上升，因此线下渠道的毛利率也相应下滑，分别为 10.1%/9.4%/9.5%/9.4%，而 2021/22/23 年新日的经销渠道毛利率持续提升，分别为 13.08%/15.13%/15.38%，绿源的盈利能力有待提升。

图表 176: 绿源 vs 新日门店数量（家）



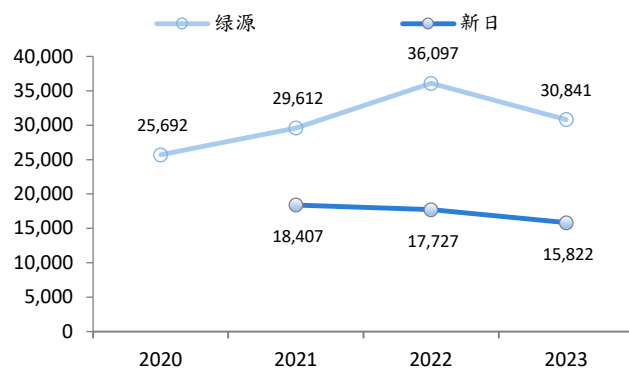
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 177: 绿源 vs 新日电动两轮车单店月均销量



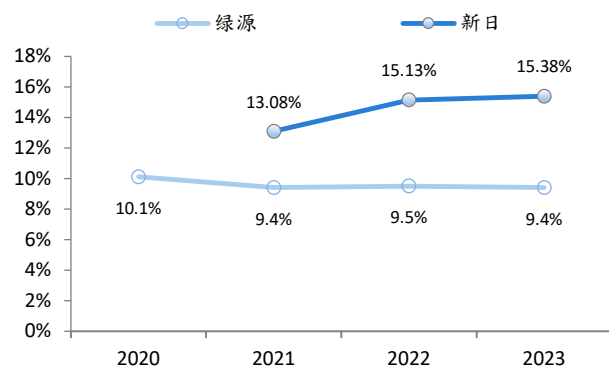
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 178: 绿源 vs 新日单店月均收入（仅经销渠道，人民币元）



资料来源: 公司资料, 交银国际 *新日未披露 2020 年经销渠道收入, 绿源 2023 年数据仅披露前四月

图表 179: 绿源 vs 新日经销渠道毛利率



资料来源: 公司资料, 交银国际 *新日未披露 2020 年经销渠道收入, 绿源 2023 年数据仅披露前四月

- 2) **线上渠道**：绿源在天猫、京东等六个电商平台上设有自营线上商店。为减少与线下经销商的内部竞争，绿源在线上提供若干专有产品以作区别，定价较高，且不用向经销商返点，因此线上销售的毛利率水平较高，2023 年前四月毛利率高达 28.9%，为各渠道中最高。
- 3) **企业及机构客户**：绿源直接向机构客户提供两轮车定制服务，客户包括青桔单车、哈啰单车、即时电商公司、物流公司及若干政府机构。由于 ToB 端业务主要为定制产品，而大客户的定价话语权较高，因此毛利率较低而且变化较大，在 8-15% 之间波动。由于共享出行行业的竞争激烈导致售价较低，绿源试图将资源倾斜至线下经销渠道，2022 年公司 ToB 业务收入明显减少，收入贡献仅占 2.0%。但随着部分共享出行的大客户增加订购量，根据目前的订单情况来看，公司预计未来 1-2 年，机构客户的收入将有较大的增长。
- 4) **海外销售**：绿源的产品销往中国内地以外的 37 个国家、地区，主要包括泰国、印尼、菲律宾。由于海外产品定价较中国内地高，且不向海外经销商提供返利，海外的毛利率最高可达到 30% 以上。海外毛利率 2021 年下滑至 29.8%，主要因为人民币兑美元升值；而 2023 年前四月毛利率下跌至 23.2%，主要因为高毛利的电动两轮车部件的销售减少。

产能规划合理，自动化制造水平领先

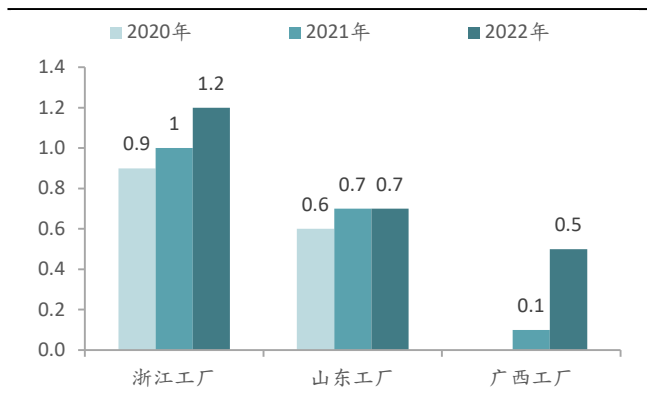
目前，绿源在浙江金华、山东临沂和广西贵港拥有三个生产基地，共拥有 20 条产线，分别于 2004、2009 和 2021 年投产，覆盖华东、华北和华南地区的制造。截至 2022 年，三个工厂合计总产能达 330 万辆，整体产能利用率为 74%，高于约 65% 的行业平均产能使用率。

图表 180: 绿源的三个生产基地

工厂	地点	建筑面积 (平方米)	生产线数目	地理覆盖范围	投产时间
浙江工厂	浙江金华	238,259	11	主要为华东地区，包括浙江、江西、江苏、安徽、福建及上海	2004 年 5 月
山东工厂	山东临沂	172,087	4	主要为华北地区，包括山东、山西、河南、河北、北京及天津	2009 年 7 月
广西工厂	广西贵港	136,034	5	主要为华南地区，包括广西、海南、广东、云南及贵州	2021 年 9 月

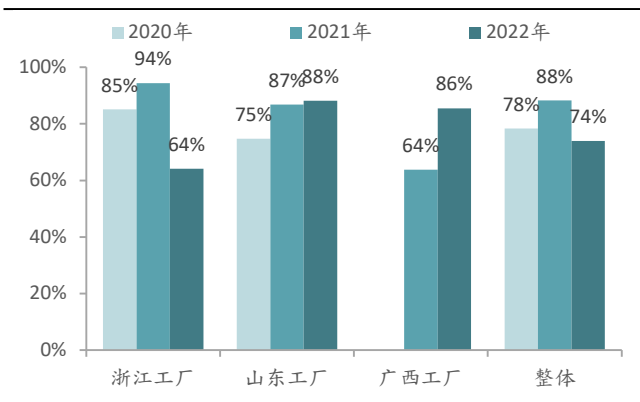
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 181: 绿源工厂产能（百万台）



资料来源: 公司资料, 交银国际

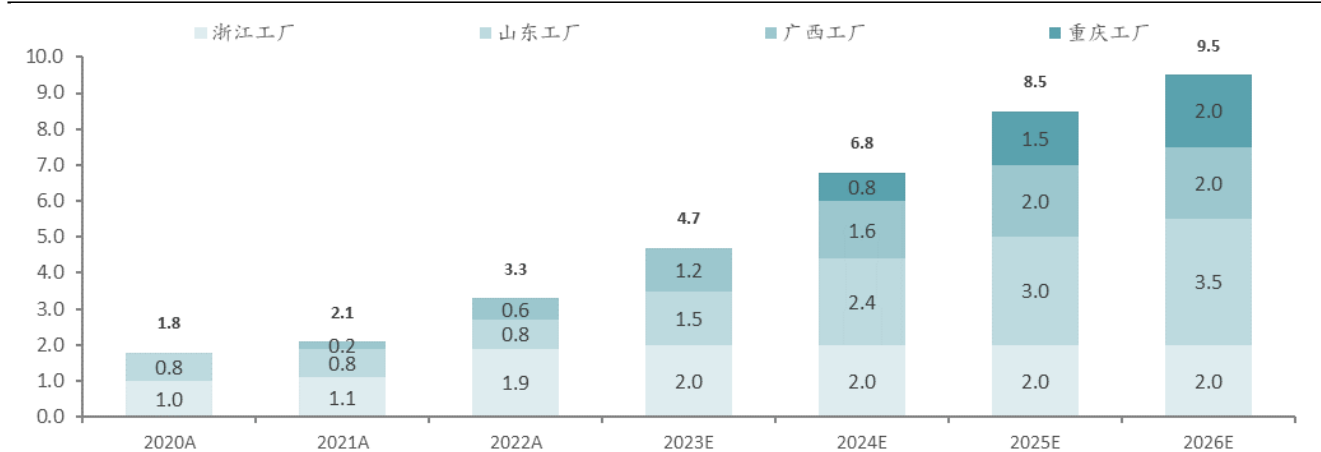
图表 182: 产能使用率



资料来源: 公司资料, 交银国际

根据公司招股书中的规划，山东、广西工厂扩建后可于 2026 年分别达到 350 万辆和 200 万辆的产能；而新建的重庆工厂可于 2024 年新增 80 万辆的产能，产能完成爬坡后可于 2026 年达到 200 万辆年生产能力。截至 2023 年末，绿源的产能已经超过 400 万台。2024/25 年，绿源总产能预测可达 680 万/850 万辆，产能规划充裕，为未来的销量增长提供了广大的空间。

图表 183: 2020-26 年绿源总产能（百万辆）



资料来源: 公司招股书, 交银国际

工厂自动化水平行业领先。目前，位于浙江金华的智造基地拥有全国单体规模最大的电动车总装车间，占地面积 53,000 平方米，配备 11 条产线，年产能峰值可达 200 万台。同时，基地配备了 AGV 智能机器人自动搬运物料，提升自动化水平，为行业内首家；并且通过使用 RFID 射频技术进行仓储管理，提升库存盘点效率及准确率，降低工人工作强度和出错概率。

图表 184: 绿源浙江工厂生产线



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 185: 绿源使用 AGV 机器人运输物料



资料来源: 公司资料, 交银国际

主要风险

上行风险：

行业整合快于预期。我们预计电动两轮车行业的集中度有望进一步提升，而绿源作为行业前五的企业，在行业加速整合的情况下，绿源的市占率可能快速提升，导致销量增速大于预期。

下沉市场增速快于高线城市。下沉市场在两轮车行业的占比最大，正是绿源渠道重点布局的地方。如果下沉市场增速快于高线城市，绿源的产品销量将保持较高的增速，可能超出我们的预测。

下行风险：

销量增速不及预期。在电动两轮车行业整体增速放缓、公司未能成功开拓海外市场、海外市场竞争加剧、供应链受到冲击、产品营销效果不及预期等情况下，公司的电动两轮车销量增速可能低于我们的预期。

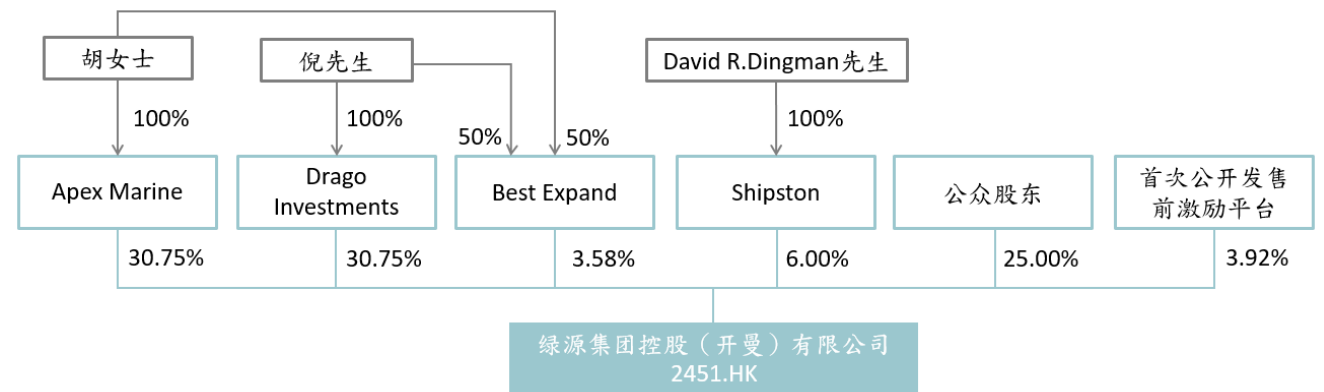
盈利能力提升不及预期。由于电动两轮车产品较为同质化、业内竞争激烈，公司可能需要维持较高的营销费用以抢占市场份额。同时，为了保持技术优势，研发投入在近几年也可能较我们的预期更高。另外，如果上游原材料价格出现波动，公司可能难以通过提高产品价格而抵消成本上涨。以上因素都有可能导致利润增长不及预期。

其他：

公司股票流动性较低，流通比率仅为 25%，如果公司出现任何重大消息或基本面出现变化，股价的表现将较为波动。

附录

图表 186: 绿源股权结构



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 187: 绿源发展历程

时间	里程碑
2003 年	浙江绿源成立
2004 年	浙江工厂开始投产; 引入 EABS 电磁刹车系统、高效能量回收技术、正负安培仪表技术
2005 年	推出磁码防盗电机锁技术, 增强电动车防盗性能, 消除了潜在用户消费的其中一个主要障碍
2006 年	推出绿源 4CS 服务体系
2008 年	在行业内率先于电动两轮车的生产过程引进超过 30 台焊接机器人, 大幅提升了车架焊接的质量
2009 年	绿源集团成立, 山东工厂开始投产; 推出绿源绿色电池项目, 提供一站式电池销售、检测、维修和保养服务
2011 年	引入机构战略投资者
2013 年	广东基地建成投产 五代充电技术在解决充电问题导致的电池寿命衰退方面取得进展, 令续航里程和电池寿命大幅提升
2014 年	扩大山东工厂生产规模
2015 年	推出童锁启动、充电母插等儿童安全防护的核心技术, 逐步成为行业标配
2018 年	成为新国标主要起草单位中仅有两家生产商之一 发布陶瓷刹车、钢丝轮胎、省力中撑锁等一大批核心技术
2021 年	广西工厂投产
2022 年	进一步扩大浙江工厂 发布“绿源液冷电动车 一部车骑十年”新品牌定位

资料来源: 公司资料, 交银国际

2024 年 7 月 2 日

绿源集团 (2451 HK)

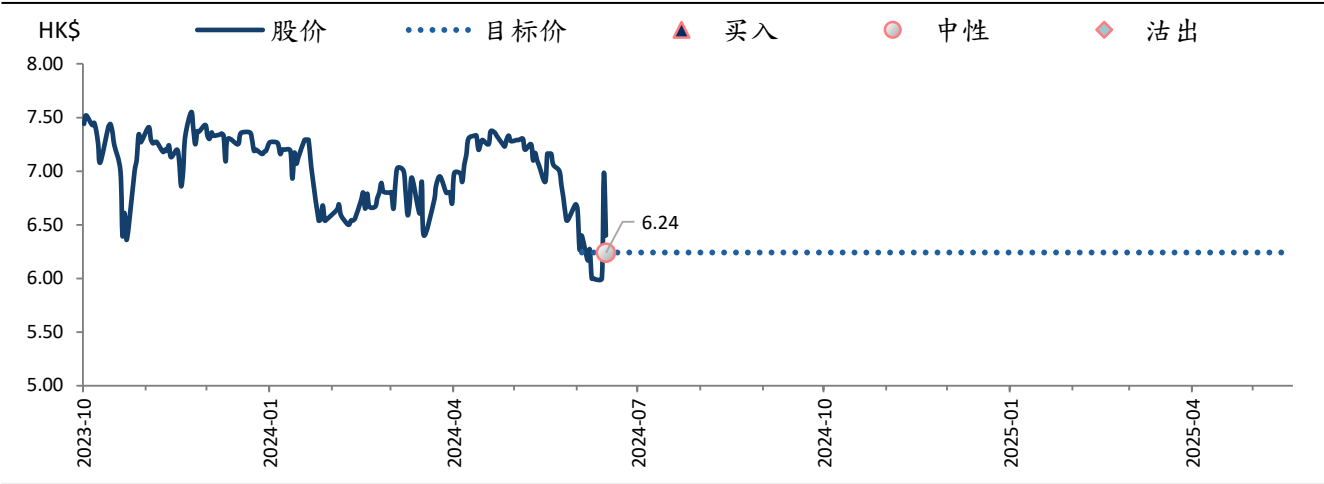


图表 188: 绿源管理层简介

姓名	年龄	职位	加入集团时间	职务及职责	简介
倪捷先生	61	共同创始人、董事会主席兼执行董事	2003 年 5 月 12 日	负责制定发展战略及监督管理及研究工作	胡继红女士的丈夫及倪博原女士的父亲。倪先生在产品开发方面拥有逾 34 年经验，包括在电动两轮车行业拥有逾 25 年经验。于成立集团前，于 1989 年 2 月至 1994 年 5 月，倪先生在浙江金华焊接设备材料厂担任多个职务，包括总工程师及副厂长，负责开发焊接设备及材料生产。
胡继红女士	58	共同创始人、执行董事兼首席执行官	2003 年 5 月 12 日	负责整体管理及营运	倪捷先生的妻子及倪博原女士的母亲。胡女士在电动两轮车行业拥有逾 25 年的经验。彼曾于浙江绿源电动车有限公司担任多个职位，包括于 2003 年 5 月至 2017 年 12 月担任总裁、及自 2018 年 1 月起担任董事会主席，主要负责为公司规划及作出重大决策，并监督公司的管理及日常营运。
陈郭胜先生	48	执行董事、财务总监兼联席公司秘书	2012 年 1 月 1 日	负责财务与资本管理及产品风控的工作	在加入集团前，陈先生于 2003 年至 2004 年于上海正贯长虹律师事务所担任律师，并于 2006 年至 2011 年于浙江联浩律师事务所担任律师。陈先生于 2002 年 7 月毕业于中国宁波大学，主修法律。彼于 2002 年 9 月取得由中华人民共和国司法部颁发的中国法律职业资格证书。
David Ross Dingman 先生	37	非执行董事	2022 年 4 月 8 日	向董事会提供意见及推荐建议	Dingman 先生于投资及企业发展领域拥有逾 12 年经验。彼于 2011 年 6 月至 2013 年 4 月担任 Shipston Group Limited（一家专注于国际及国内汽车、生物技术、房地产及金融科技等广泛行业投资的私募股权机构）的投资分析师，并于 2013 年 4 月至 2015 年 1 月担任 Shipston Group US Inc.（一家专注于汽车零件供应行业的公司）的副总裁，主要负责收购合併以及识别可收购及併入集团的实体。
陈文胜先生	53	研发副总裁	2003 年 5 月 13 日	负责整体研发工作，包括产品及技术研发工作	在加入集团之前，陈先生于 1992 年 8 月至 1996 年 8 月于浙江省金华专利技术开发研究所任职，其为一家专注于专利技术开发与应用的研究所。陈先生其后于 1997 年 7 月至 1999 年 12 月担任金华市绿源电动车有限公司的电子车间主任，并于 2000 年 1 月至 2003 年 5 月担任技术经理。
丁霄先生	39	国内销售渠道副总裁	2006 年 6 月 27 日	负责管理国内销售渠道	丁先生于 2006 年 6 月加入集团，担任浙江绿源电动车有限公司（本公司全资附属公司）董事会主席助理，并于 2010 年 1 月至 2012 年 9 月调任为品牌部总监及营销中心副总经理。自 2012 年 10 月以来，丁先生一直担任浙江绿源电动车有限公司市场营销部的副总裁，主要负责管理国内渠道销售。
倪博原女士	31	市场营销副总裁	2018 年 3 月 19 日	负责市场营销工作，包括品牌传播、零售运营及产品策划	倪捷先生及胡继红女士的女儿。于加入本集团前，倪女士自 2015 年 3 月至 2016 年 9 月于软件开发公司杭州绿领网络科技有限公司担任执行董事，领导管理及营运。自此，彼为杭州绿领网络科技有限公司的董事会主席。彼于 2018 年 3 月加入本集团，并担任浙江绿源电动车有限公司（本公司全资附属公司）董事会主席助理，并于 2019 年 1 月至 2020 年 12 月担任新零售部总监，并自 2021 年 1 月起一直担任副总裁。

资料来源: 公司资料，交银国际

图表189: 绿源集团 (2451 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	4,783	5,083	5,638	6,101	6,481
主营业务成本	(4,222)	(4,402)	(4,870)	(5,260)	(5,579)
毛利	561	681	768	841	902
销售及管理费用	(349)	(415)	(450)	(468)	(478)
研发费用	(150)	(189)	(204)	(215)	(222)
其他经营净收入/费用	64	64	50	54	57
经营利润	126	140	164	212	259
财务成本净额	(4)	11	15	13	11
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	122	151	179	225	270
税费	(4)	(6)	(7)	(8)	(10)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	118	146	173	217	260
作每股收益计算的净利润	118	146	173	217	260

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	395	995	1,131	1,220	1,430
应收账款及票据	427	422	516	514	588
存货	446	254	533	332	647
其他流动资产	830	960	960	960	960
总流动资产	2,098	2,631	3,140	3,025	3,625
物业、厂房及设备	844	959	1,214	1,264	1,310
其他有形资产	96	96	137	180	224
无形资产	2	1	0	0	0
合资企业/联营公司投资	1	2	2	2	2
其他长期资产	143	174	193	215	241
总长期资产	1,086	1,232	1,547	1,661	1,776
总资产	3,184	3,862	4,686	4,687	5,401
短期贷款	287	166	169	173	176
应付账款	1,709	1,559	2,058	1,819	2,261
其他短期负债	119	104	109	115	122
总流动负债	2,115	1,829	2,336	2,107	2,559
长期贷款	370	477	654	707	758
其他长期负债	19	29	31	33	36
总长期负债	389	506	685	740	794
总负债	2,504	2,335	3,021	2,848	3,353
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	680	1,527	1,665	1,839	2,047
股东权益	680	1,528	1,666	1,839	2,047
总权益	680	1,528	1,666	1,839	2,047

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	122	151	179	225	270
合资企业/联营公司收入调整	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
折旧及摊销	75	92	95	120	127
营运资本变动	321	0	112	(49)	35
税费	(2)	(3)	(6)	(7)	(8)
其他经营活动现金流	(6)	20	(15)	(13)	(11)
经营活动现金流	510	261	366	277	413
资本开支	(230)	(203)	(390)	(213)	(216)
投资活动	(73)	(122)	40	42	41
其他投资活动现金流	9	15	0	0	0
投资活动现金流	(294)	(311)	(350)	(171)	(175)
负债净变动	(10)	(13)	180	56	54
权益净变动	0	693	0	0	0
股息	0	0	(35)	(43)	(52)
其他融资活动现金流	(35)	(25)	(25)	(29)	(31)
融资活动现金流	(45)	655	121	(16)	(28)
汇率收益/损失	2	(5)	0	0	0
年初现金	222	395	995	1,131	1,220
年末现金	395	995	1,131	1,220	1,430

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.369	0.434	0.405	0.508	0.610
全面摊薄每股收益	0.369	0.431	0.405	0.508	0.610
每股股息	0.000	0.000	0.089	0.112	0.134
每股账面值	2.124	4.548	3.904	4.310	4.798
利润率分析(%)					
毛利率	11.7	13.4	13.6	13.8	13.9
EBIT利润率	2.7	2.6	2.6	3.3	3.8
净利率	2.5	2.9	3.1	3.5	4.0
盈利能力(%)					
ROA	4.0	4.1	4.0	4.6	5.2
ROE	19.0	13.2	10.8	12.4	13.4
其他					
净负债权益比(%)	38.5	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.0	1.4	1.3	1.4	1.4
存货周转天数	36.0	29.0	29.5	30.0	32.0
应收账款周转天数	17.3	18.4	18.4	18.9	19.4
应付账款周转天数	130.2	135.1	135.1	134.1	133.1

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年7月2日

绿源集团 (2451 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征购购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
周玛利	(852) 3768 2809	Mary.Zhou
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu