

证券研究报告
2021年4月4日

雅迪控股深度之三：从自由现金流视角挖掘公司 及行业内在价值

分析师： 申建国 登记编号： S1220517110007

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

□ 研究结论：多重优势奠定龙头地位，未来回报率有望继续提升

电动两轮车行业内，雅迪公司业务增长所需要的再投入较少，2013-2019年，公司资本性支出19.52亿元，但同期的经营活动现金流量净额高达70.93亿元。

雅迪公司作为行业内龙头，具有渠道、品牌、产品结构等多重优势，同时对产业链上下游议价能力强；电动两轮车行业向优质供给集中，未来公司将持续拓宽销售渠道，打造更好的品牌力，升级产品结构，收入利润将持续高增长，边际回报率也将大幅提升。

□ 我们认为，公司中期受益市占率的提升和产品结构的优化，长期受益两轮车的高端智能化升级和海外市场的逐渐放量

1) 中期：市占率提升，销量快速增长，产品结构优化

渠道扩张下沉：渠道是电动两轮车核心壁垒，雅迪销售渠道持续下沉渗透乡镇，市占率进一步提升，销量将持续高增长。

产品结构优化：公司不断输出爆款产品，带动自身产品结构进一步改善，随冠能、冠智和新系列的不断推出，将带动单车利润较大提升。

2) 长期：高端智能化升级叠加海外市场放量，单车量价齐升

高端智能化升级：电动两轮车向高端智能化发展，有望在控制系统、电池系统、软件服务等方面新增功能，带动行业单车ASP翻倍提升。

海外市场放量：全球摩托车油改电浪潮，电动两轮车性价比高，高端电摩将是出口海外主力，预计是下一个千亿规模市场，出口产品单价是国内2-4倍，单车量价齐升，公司率先布局将主要受益。

□ 雅迪控股较为保守的股权价值为1200亿元

历史：具有强劲自由现金流

2013-2019年，雅迪控股经营资产自由现金流达61.25亿元，经营活动现金流量净额达70.93亿元，资本性支出达19.52亿元。其中，保全性资本支出1.94亿元，扩张性资本支出17.59亿元。公司相较于同行业竞争对手具有强劲自由现金流，并不断进行扩张性资本支出，加大产能。

未来：强劲自由现金流覆盖资本开支

2021-2025年，预计雅迪控股每年持续投入扩张性资本支出9亿元，同期经营活动现金流量净额总计达320.14亿元，公司内生现金流能满足资本支出需求。按7.96%折现率，雅迪控股公司股权价值约为1200亿元。

产品端、产业链端高现金流转

公司具有多元产品布局，营业收入以超20%增速逐年增长，叠加雅迪产业链强势议价地位，高销售收入与高现金存量持续驱动雅迪经营扩张与份额增长，稳站行业龙头地位。

投资回报率：

2013-2019年，雅迪控股经营资产自由现金流达61.25亿元，ROIC在7.48%-15.33%之间，未来五年资本性支出预计为53.16亿元，预计新增资本开支可增加3.98-8.15亿元的净利润，同时，公司可利用现有的资产不断提高利用率，进一步提升业绩。

预计公司2021/2022年归母净利润为13.90/18.41亿元，EPS为0.46/0.61元，对应PE为35.4/26.7倍，维持“推荐”评级。

图表1：盈利预测

	2020	2021E	2022E
营业总收入（百万）	19360	25190	30847
(+/-)(%)	62%	30%	22%
归母净利润（百万）	957	1390	1841
(+/-)(%)	85%	45%	32%
EPS（元）	0.32	0.46	0.61
ROE（%）	21.8%	24.1%	24.2%
P/E	51.41	35.40	26.72
P/B	11.17	8.48	6.43

资料来源：WIND, 方正证券研究所测算
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

目录

- ◆ 一、从自由现金流视角看千亿空间
- ◆ 二、产业链龙头议价强，高周转造优质现金流
- ◆ 三、渠道和品牌双重优势，中长期前景广阔
- ◆ 四、盈利预测

- 股权价值=公司价值-债务价值
- 公司价值=经营资产价值+金融资产价值+长期股权投资价值
- 经营资产自由现金流=经营活动现金流量净额-资本支出
=未来经营资产自由现金流折现值之和+金融资产账面价值+长期股权投资价值
- 资本支出=保全性资本支出+扩张性资本支出

保全性资本支出是维持原有经营规模的资本支出，计算时以长期资产的折旧摊销近似代替。

扩张性资本支出是扩展经营规模的资本支出，主要为购买厂房、设备等购买固定资产支出，用以扩张产能，此为前置投资，后续在产能释放后会逐渐新增现金流。电动两轮车市场正快速扩张，因此对于成长性标的，当期自由现金流难以体现自由现金流的内生能力，因此采用类似折旧的方法分期分摊扩张性资本支出。

➡ **经营资产自由现金流=经营活动现金流量净额-保全性资本支出-扩张性资本支出分摊值**

- 模型详细估算了2020-2025年自由现金流，根据雅迪年报披露的折旧年率，假设设备生命周期为10年，10年后需投入相应资金维护现金流产出，我们对这些年的自由现金流与经营状况进行估算。假设2030年后盈利水平保持不变。
- 估算利润：**
营业收入：由于雅迪2020年提前一月完成1000万销量目标，2020年收入有较大增长，为193.60亿元。
净利润：根据业绩预测模型，判断雅迪净利润情况如下：2021年13.90亿元，2022年18.42亿元，2023年25.26亿元，2024年33.56亿元，2025年48.01亿元。
- 估算扩张性资本支出：**扩张性资本支出主要包括产能建设、购买无形资产等。天津、江苏、浙江、广东、重庆、金寨、越南七地将于2020-2025年扩产完毕，后期随海外市场扩张继续投入新产能建设。因此假设2021年-2025年每年资本性支出为9亿元，2026年-2030年每年资本性支出为8亿元，2030年后资本性支出为0。
- 估算折现率 (WACC)：** $WACC = K_d * \frac{D}{D+E} * (1 - t) + K_e * E / (D + E)$ ，其中， K_d 税前债务成本率为4.50%， K_e 采用资本资产定价模型计算为8.87%， $WACC=7.96\%$ 。

图表2：股票贴现率计算关键指标

关键指标	取值	备注	关键指标	取值	备注
无风险利率 R_f	3.46%	近十年国债收益率均值	市场回报率 R_m	8.02%	近十年所有A股、港股ROE均值
Beta值	1.18	综合沪深300指数与恒生指数	股票贴现率	8.87%	

- 按7.96%的折现率估算雅迪2020-2025年自由现金流后，雅迪控股较为保守的公司股权价值约为1200亿元。

资料来源：郭永清所著《财务报表分析与股票估值》，Wind，方正证券研究所

1.2 分产品营业收入持续增长

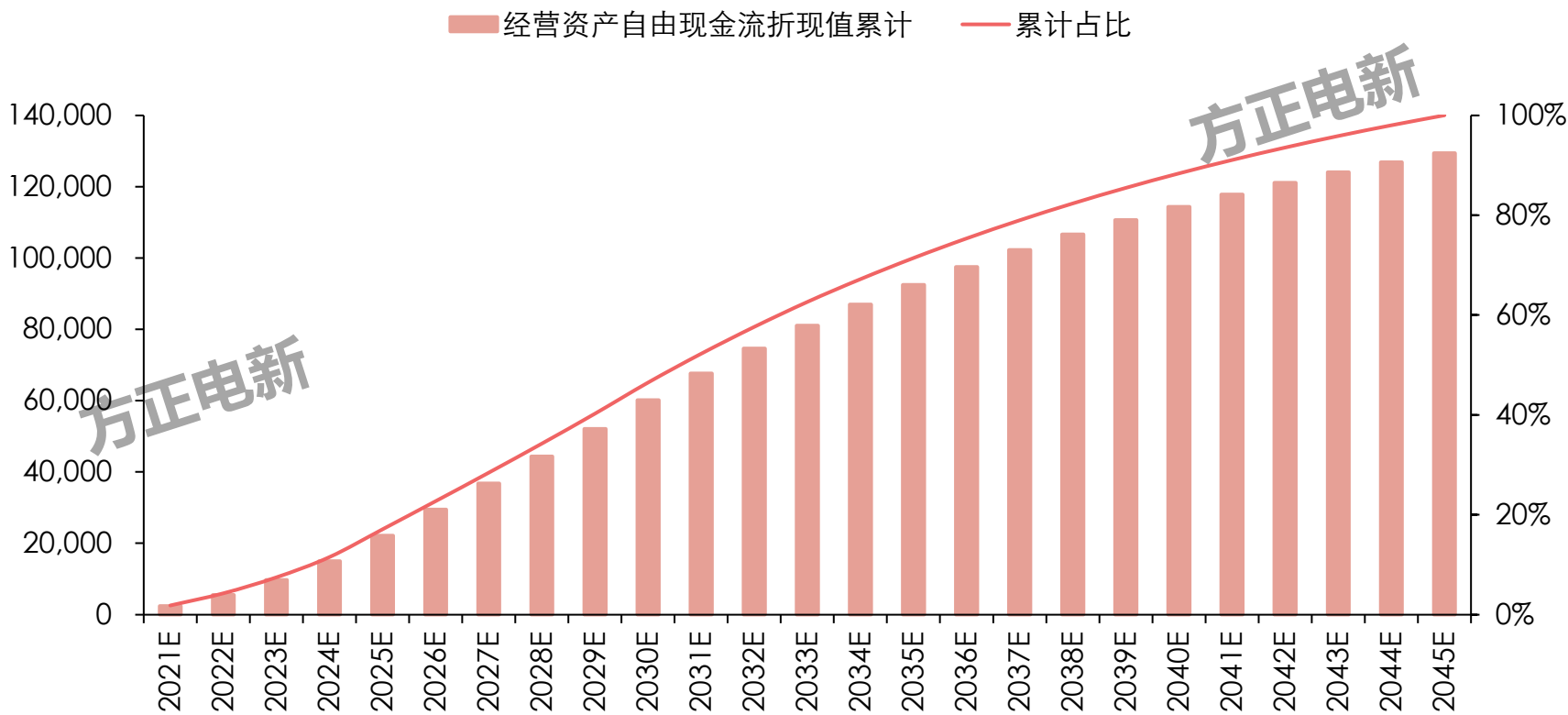
▣ 雅迪业务整体营业收入保持高增速：雅迪营业收入持续增长，保持20%以上收入增速。其中，2020年提前完成千万辆销售目标，营业收入达193.60亿元，预计未来营业收入有望维持20%+收入增速，持续增长。

图表3：分产品营业收入情况

单位：百万元		2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电动踏板车	营业收入	3,584.08	3,850.37	5,083.80	6,393.25	8,660.00	11,366.68	14,205.63	17,568.39
电动自行车	营业收入	1,523.75	1,998.21	2,514.53	2,837.82	5,839.64	7,499.15	8,872.88	10,507.57
电池及充电器	营业收入	1,498.25	1,935.82	2,195.19	2,623.75	4,532.92	5,897.89	7,214.87	8,777.19
电动两轮车零部件	营业收入	56.06	66.04	123.13	113.42	327.74	426.06	553.88	553.88
合计	营业收入	6,662.14	7,850.44	9,916.65	11,968.24	19,360.30	25,189.78	30,847.26	37,407.04
	YOY		17.84%	26.32%	20.69%	61.76%	30.11%	22.46%	21.27%
	毛利	1,352.76	1,168.40	1,619.59	2,078.14	3,073.23	4,143.43	5,171.69	6,502.58
	毛利率	20.31%	14.88%	16.33%	17.36%	15.87%	16.45%	16.77%	17.38%

□ **中长期自由现金流稳定增长：**从经营资产自由现金流折现值累计看，2021-2025年经营资产自由现金流折现值占全部折现值17%，2021-2035年经营资产自由现金流折现值占全部折现值71%，中长期自由现金流稳定增长，预计未来15年是公司内在价值主要增长时期。

图表4：经营资产自由现金流折现值预估结果(百万元)

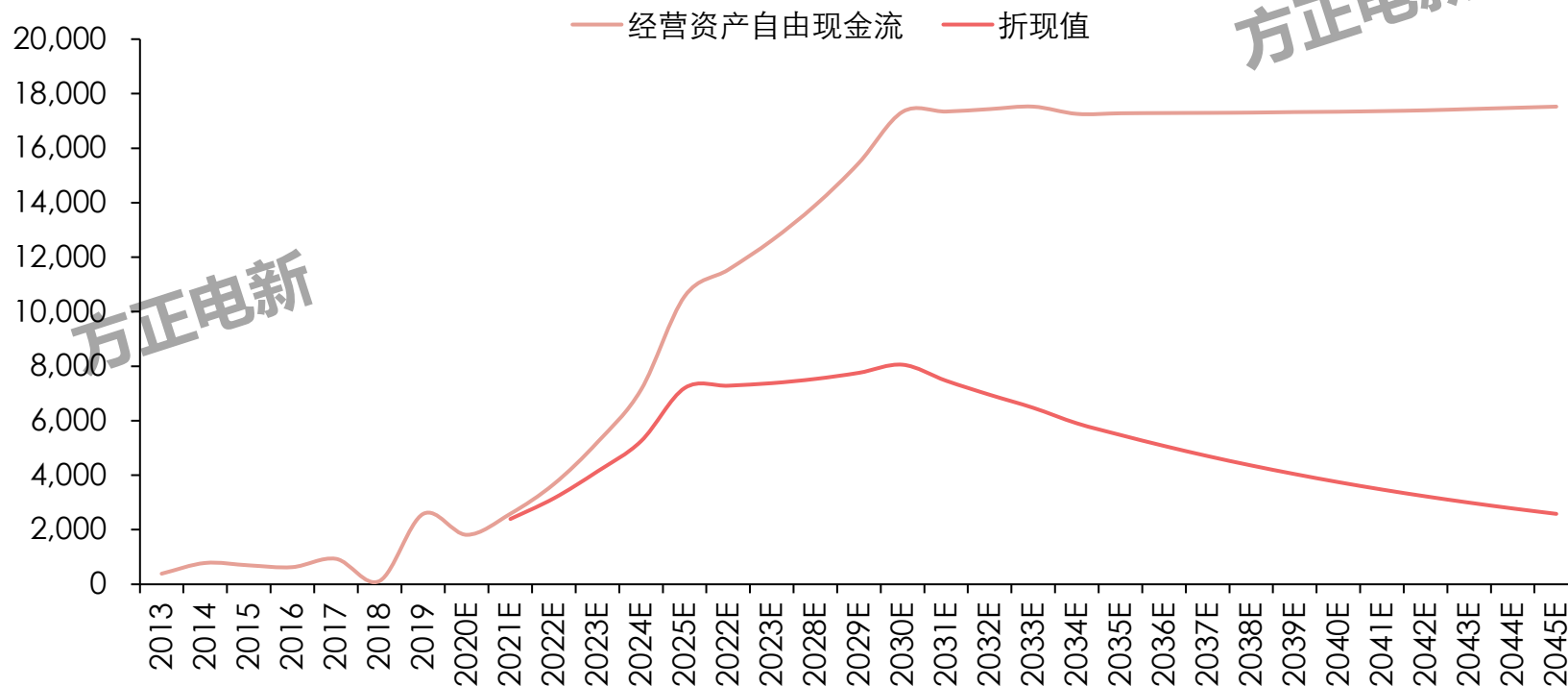


资料来源：Wind，方正证券研究所测算

1.2 历史自由现金流充裕，2021-2025年快速增长

- **历史自由现金流充裕，高增长业态：**2013-2019年，雅迪经营资产自由现金流总额达61.25亿元，其中2019年经营资产自由现金流达25.80亿元，历史自由现金流充裕。
- **2021-2025年自由现金流快速增长，发展空间大：**雅迪持续进行扩张性资本支出，经营资产自由现金流内生力强，助力业绩高增长。预计2021-2025年雅迪在经营上业绩高增，2025年经营资产自由现金流达105.65亿元。

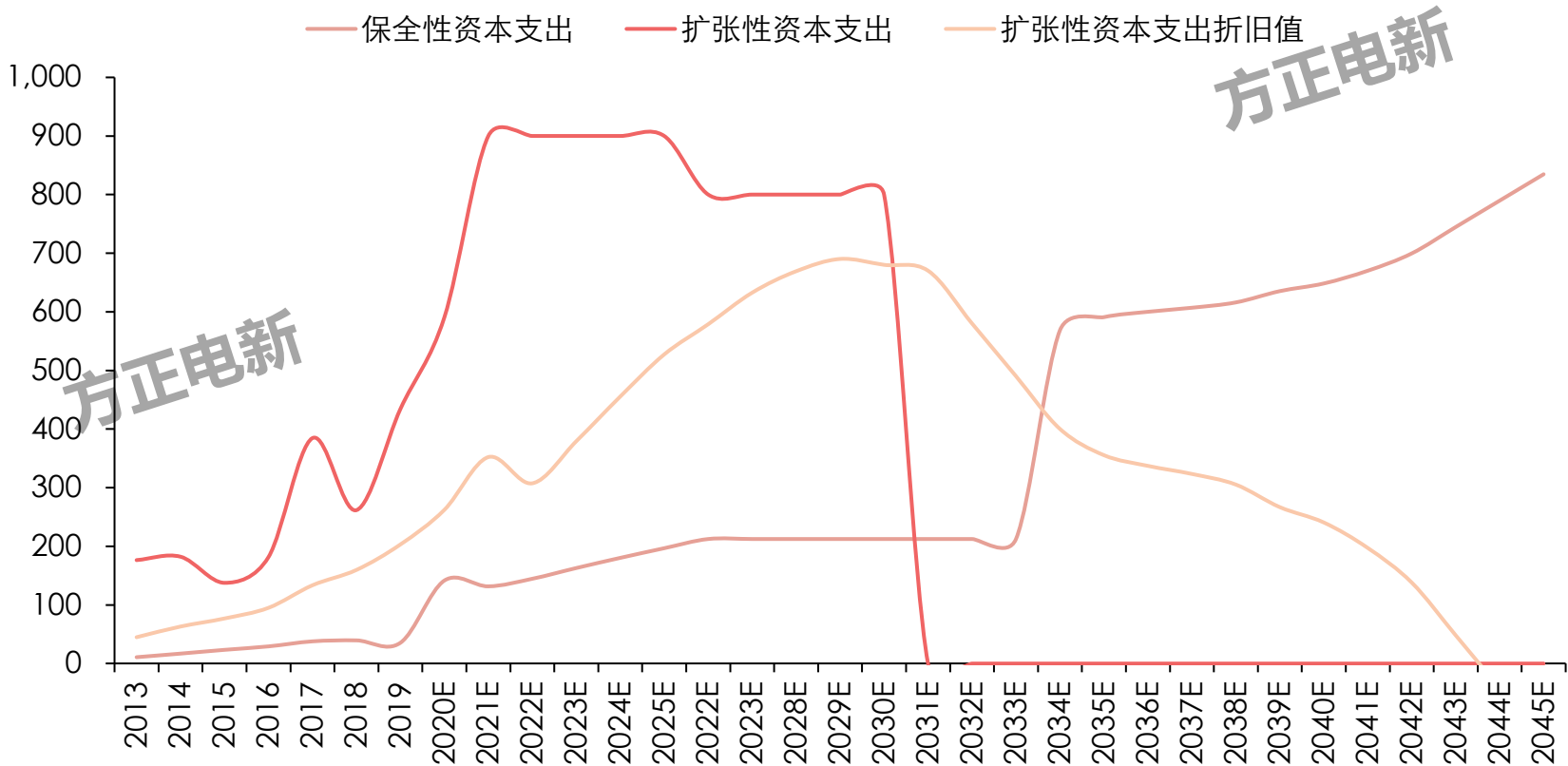
图表5：经营资产自由现金流计算结果（百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所测算

▣ **雅迪持续投入扩张性资本支出，积极进取：**2013-2019年雅迪总资本支出达19.52亿元，其中，保全性资本支出达1.94亿元，扩张性资本支出达17.59亿元。由于雅迪持续积极扩张各地产能，向海外发力，预计2021-2025年雅迪总资本性支出达53.16亿元，且高扩张性资本支出持续支持雅迪未来经营资产自由现金流高增长。同时，随着厂房生产设备等固定资产生命周期结束，要维持现金流，雅迪保全性资本支出会持续攀升。

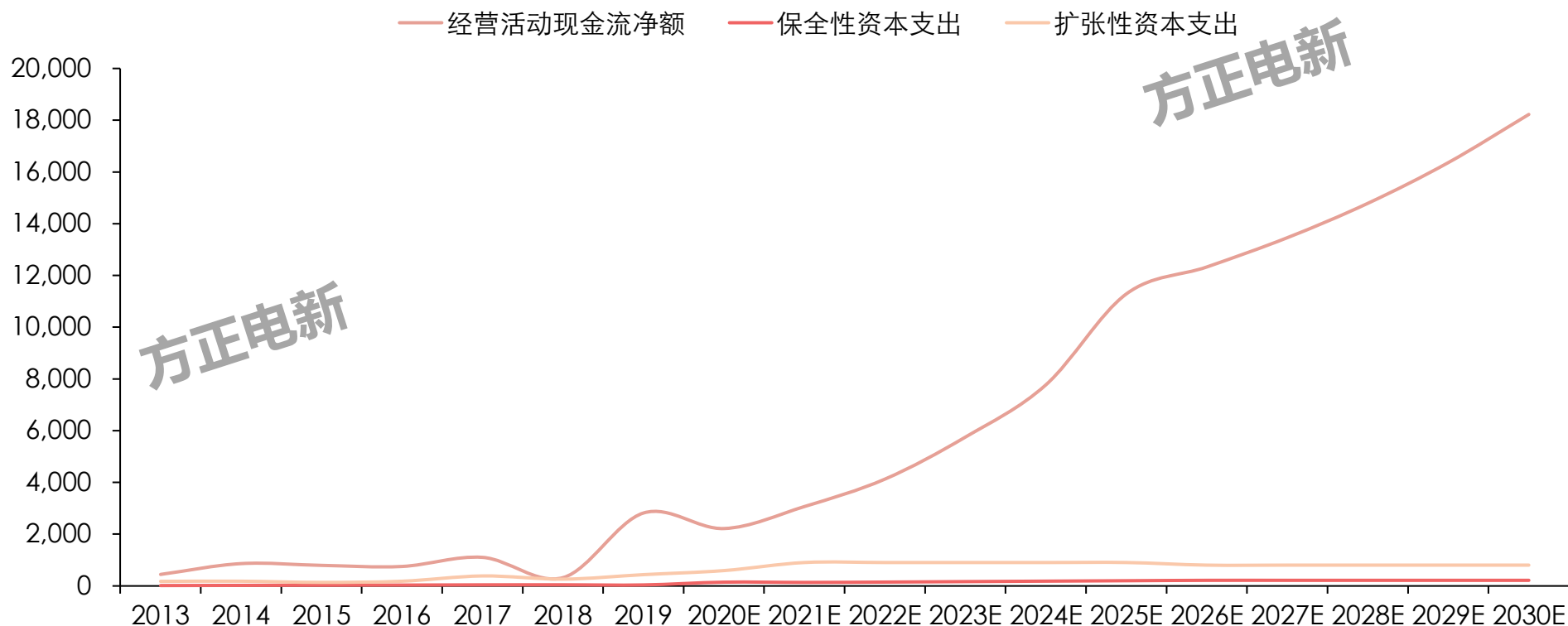
图表6：雅迪控股资本支出情况（百万元）



1.2 高经营活动现金流量净额覆盖资本支出

- **雅迪高现金流支持持续资本支出：**2013-2019年，雅迪经营活动现金流量净额共70.93亿元，远超保全性资本支出，长期债务基本为0，共分红4.85亿元，剩余部分继续投入扩张性资本支出，支持未来高增长。

图表7：经营活动现金流量净额及资本支出情况（百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所测算

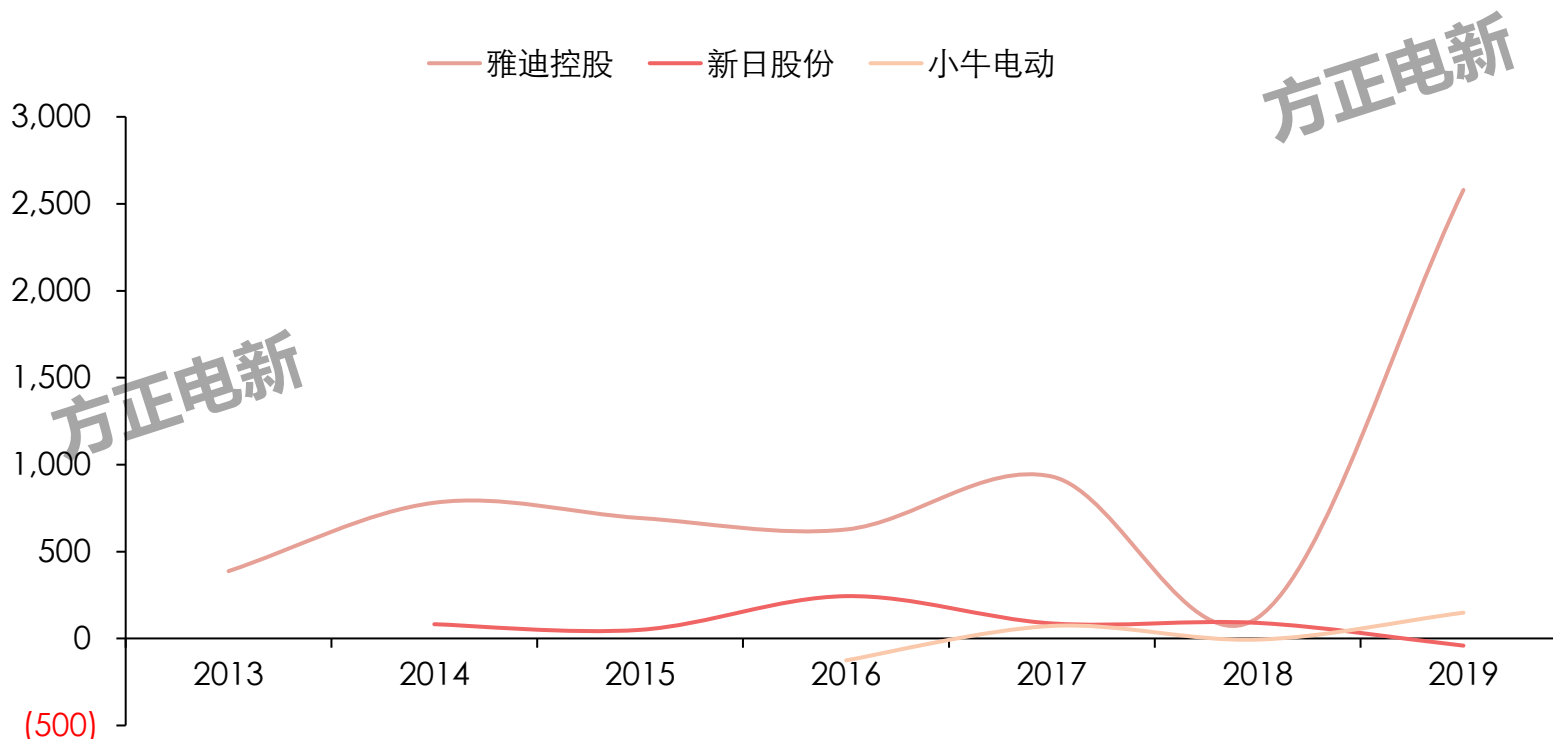
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

1.2 雅迪经营资产自由现金流优势明显

- **雅迪持续保持高经营资产自由现金流：**基于现有数据计算出新日股份、小牛电动历史经营资产自由现金流，雅迪整体经营资产自由现金流高于同行业竞争对手，2019年雅迪自由现金流为25.80亿元，相较于新日股份-0.41亿元、小牛电动1.49亿元自由现金流，具有明显的经营优势与优异的现金产出能力。预计在雅迪产能持续放量、市场集中度提升的前景下，雅迪经营资产自由现金流持续增长。

图表8：同行业上市公司历史经营资产自由现金流情况（百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所测算

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

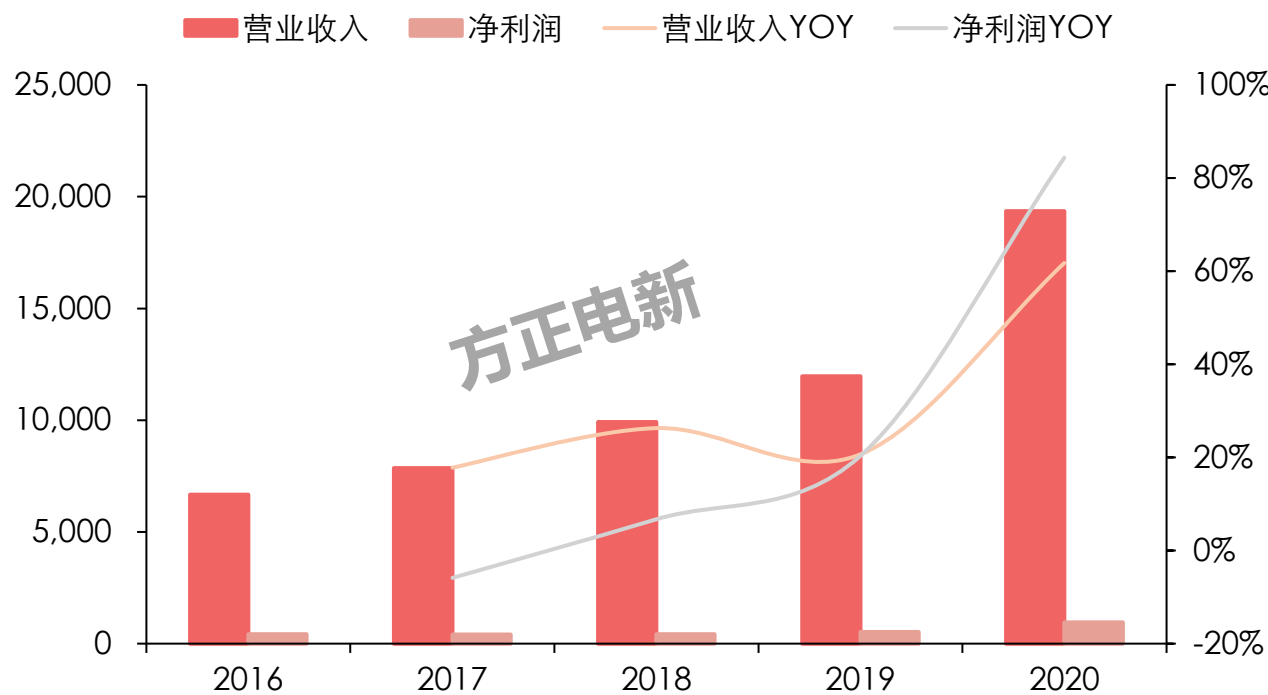
目录

- ◆ 一、从自由现金流视角看千亿空间
- ◆ 二、产业链龙头议价强，高周转造优质现金流
- ◆ 三、渠道和品牌双重优势，中长期前景广阔
- ◆ 四、盈利预测

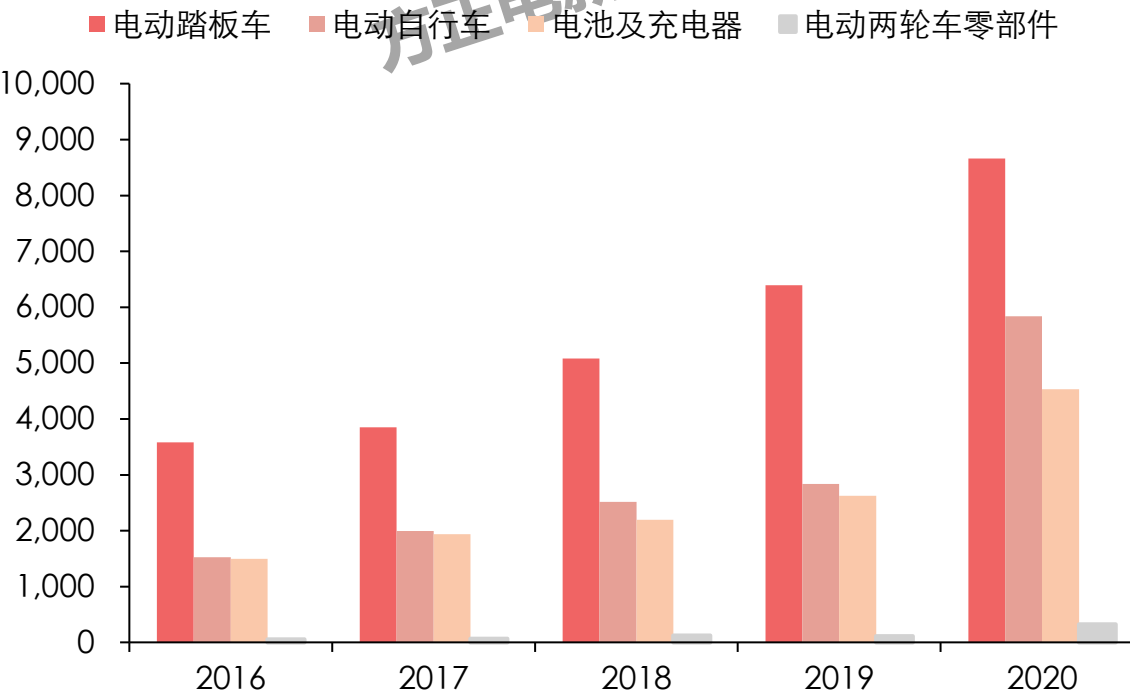
2.1 持续增长，更高周转造优质现金流

- 营业收入2020年有较大增长。整体营收随销量走高，2016-2020年电动自行车收入占比均低于电动踏板车，主要系电动踏板车销量更多且单车ASP更高，2020年电动自行车收入占比提升，主要系其销量占比由40%提升至接近50%。
- 归母净利润增速超过营收，2020年归母净利润9.6亿，增速超80%，主要系公司规模化效应带动费用率的下降。

图表9：公司营业收入情况（百万元）



图表10：分产品收入情况（百万元）



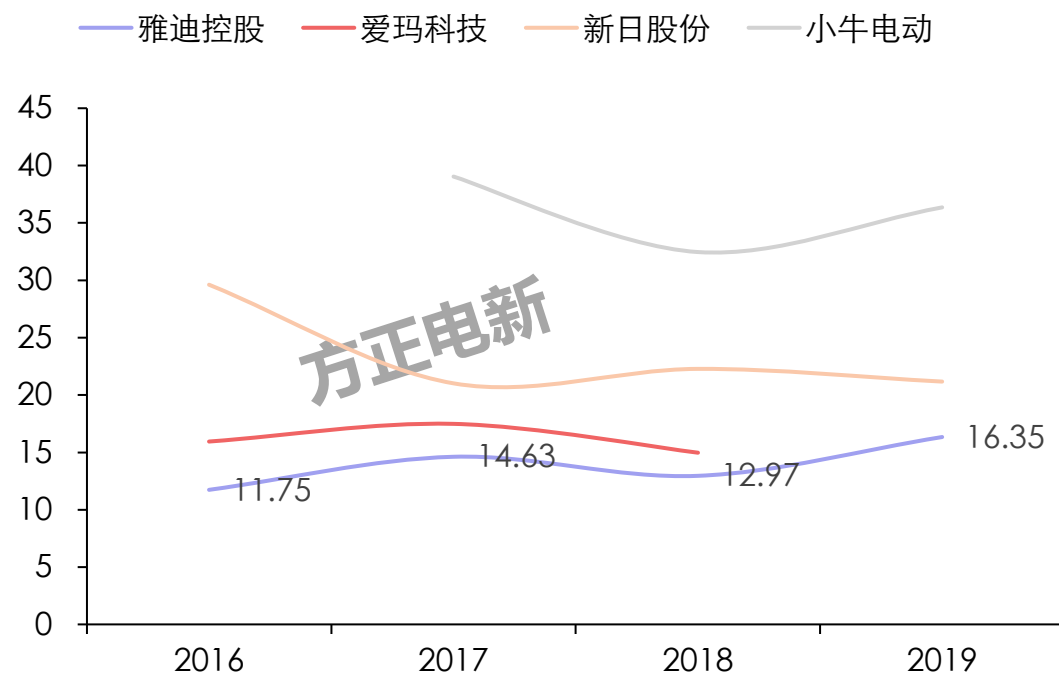
资料来源：Wind，方正证券研究所测算
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，方正证券研究所测算

2.1 持续增长，更高周转造优质现金流

- **雅迪的周转能力更强于竞争对手：**相较于竞争对手，雅迪存货周转率、应收账款周转率显著高于同行业竞争对手，2019年雅迪存货周转天数为16.35，应收账款天数为6.92，公司周转能力、回款能力强，稳占行业龙头地位。

图表11：同行业上市公司存货周转天数

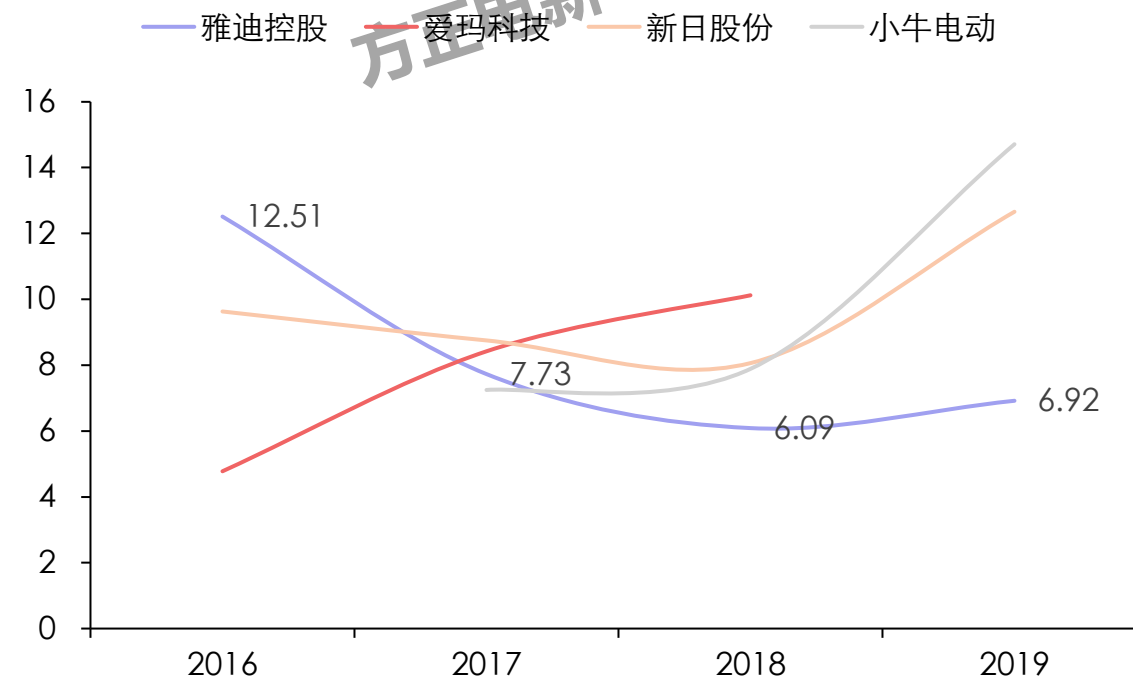


资料来源：Wind，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表12：同行业上市公司应收账款天数



资料来源：Wind，方正证券研究所

2.2 超强产业链议价能力，优质现金流带来稳定金融资产收益

- ❑ **产业链流转高现金流：**雅迪从上游供应商中购买电动两轮车部件并进行组装生产，多为6个月银行承兑汇票，完成后交由下游经销商/客户进行销售，分销商一般在交付货物时需交付现金。上下游形成的高现金存量帮助雅迪进一步开展理财、研发等活动，助力业绩提升。

图表13：雅迪控股产业链情况



资料来源：方正证券研究所整理

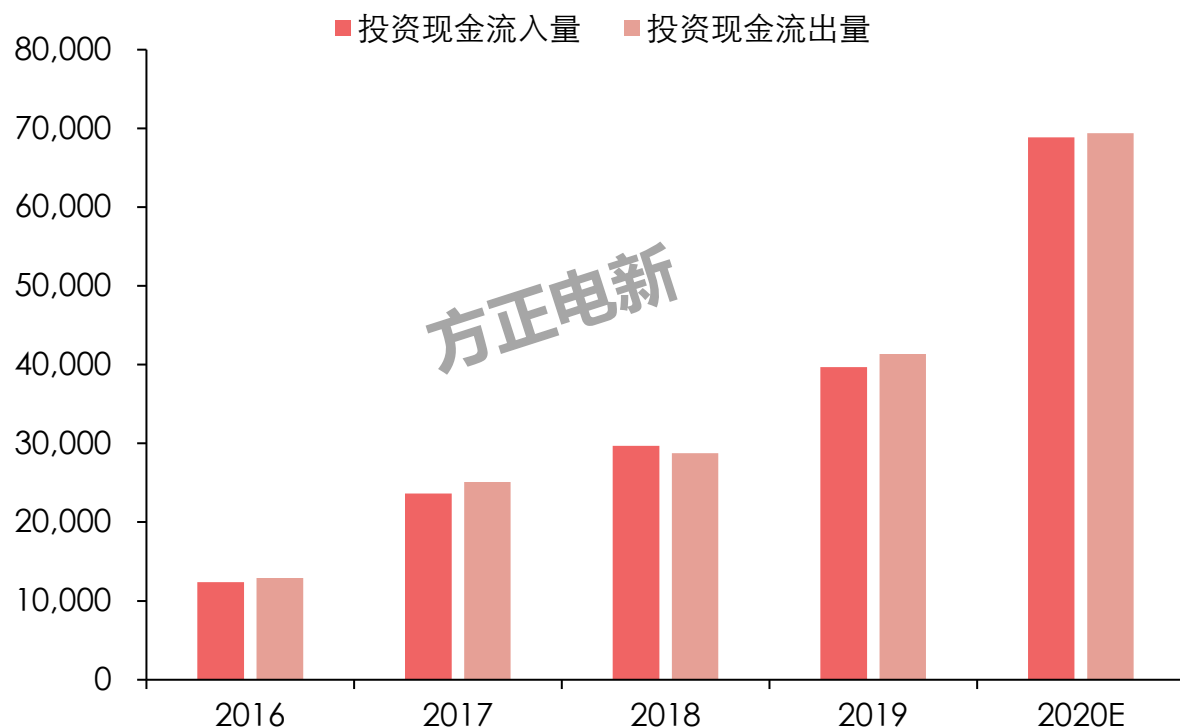
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

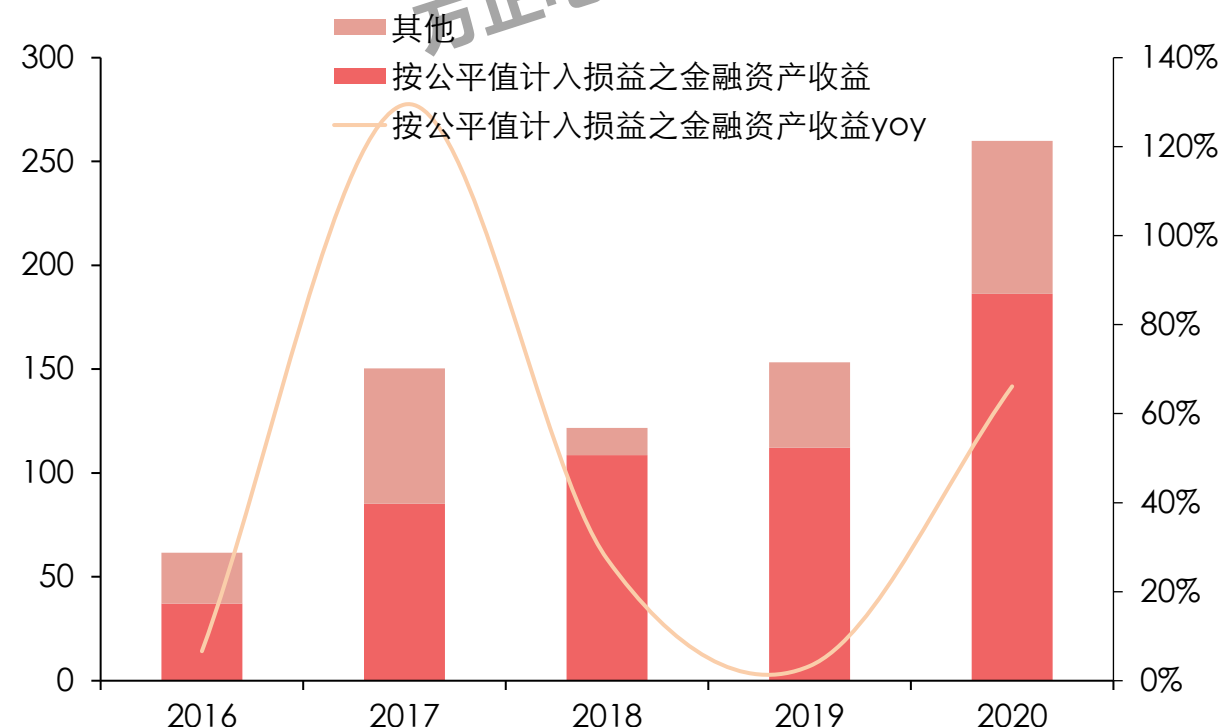
2.2 超强产业链议价能力，优质现金流带来稳定金融资产收益

- ❑ **雅迪利用产业链形成的高额优质现金流进行投资理财，金融资产收益稳定。**现金流量表中，购买/收回理财导致的现金流动主要体现在投资现金流上，2019年投资现金流入（投资减少）量396.87亿元，投资现金流出（投资增加）量为413.65亿元；随公司收入体量提升，预计2020年投资现金流入流出量约达700亿元。利润表中，理财收益主要体现在非经常项目损益上，2020年非经常项目损益达2.60亿元，按公允价值计入损益之金融资产损益占比持续超50%，收益稳定提升。

图表14：投资现金流情况（百万元）



图表15：非经常项目损益情况（百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

资料来源：Wind，方正证券研究所

目录

- ◆ 一、从自由现金流视角看千亿空间
- ◆ 二、产业链龙头议价强，高周转造优质现金流
- ◆ 三、渠道和品牌双重优势，中长期前景广阔
- ◆ 四、盈利预测

3.1 渠道优势：渠道是电动两轮车核心壁垒

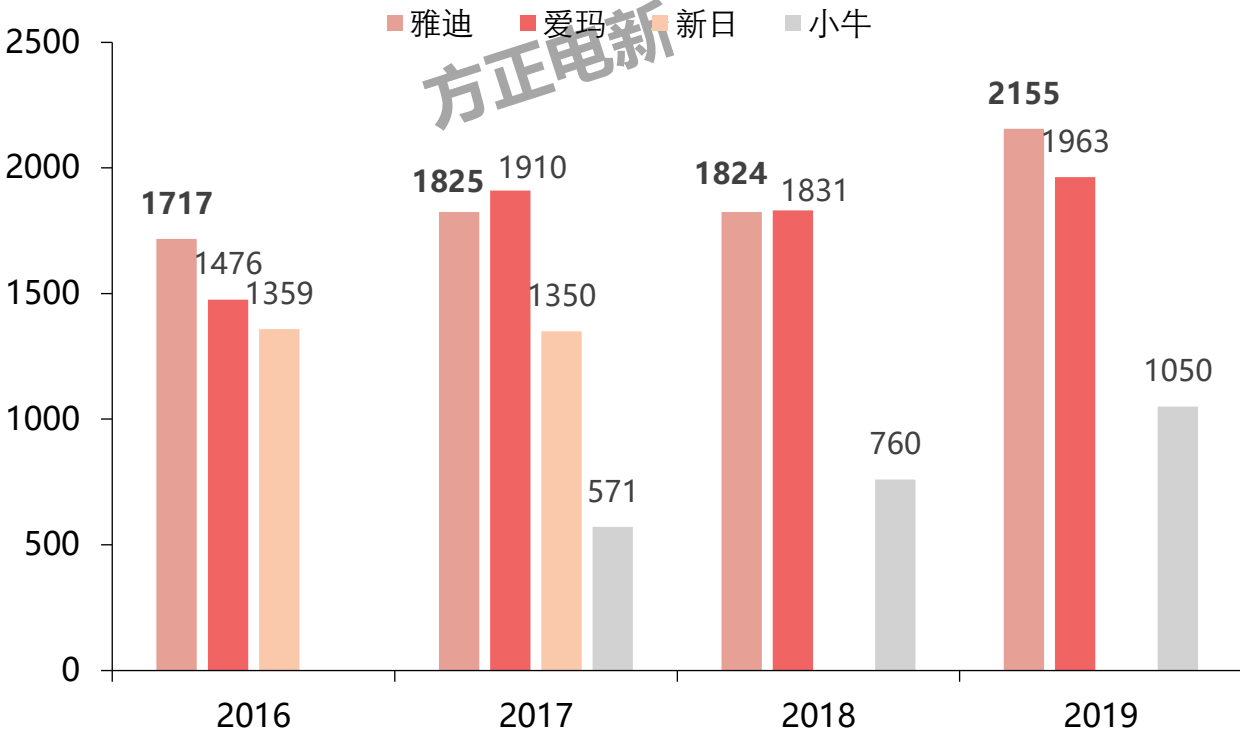
❑ **渠道持续扩张、下沉。**雅迪线下销售网络遍布全球83个国家和地区，截止2020上半年在国内有2511家经销商、超12000个门店网点，市场持续下沉，未来有望渗透全国40000个乡镇；此外公司积极布局线上，2020年618期间，电动两轮车整体销量同比增长53%。随着公司渠道的不断扩张，销量将持续高增长。

图表16：雅迪经销商分布图

- 覆盖全面的国内经销商网络，截至2020年6月30日，经销商数量**2,511家**，基本覆盖中国**所有**省级行政区域
- 布局合理，全国有**八个**省份经销商数量**100+**



图表17：电动两轮车公司经销商数量

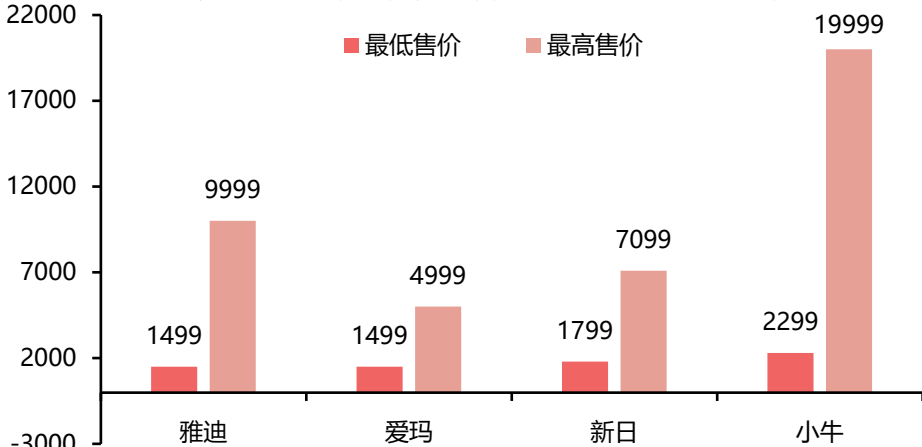


资料来源：各公司公告，方正证券研究所

*注：小牛为门店数

3.1 品牌优势：品牌效应强化竞争优势

图表18：公司天猫旗舰店在售产品售价



资料来源：天猫，方正证券研究所

- 单车ASP比较
雅迪：1965元
爱玛：1667元
新日：1251元
小牛：4928元
- 线上、线上售价
.....

产品溢价

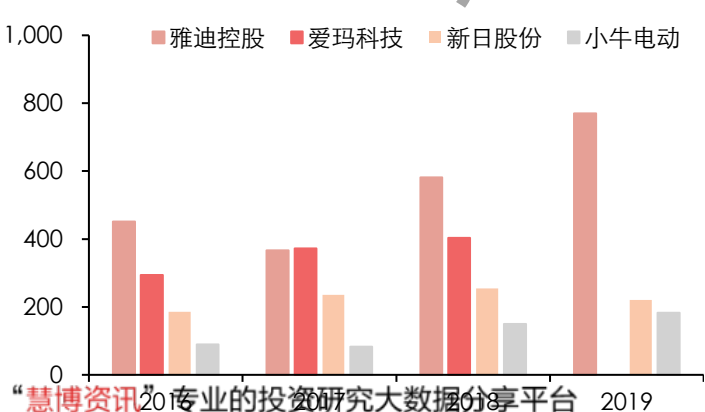
- 认可度（19年雅迪品牌关注度最高）
- 市占率（20年雅迪市占率：20%+）
- 新媒体热度（直播带货、公众号）
- 用户黏度
-

品牌效应

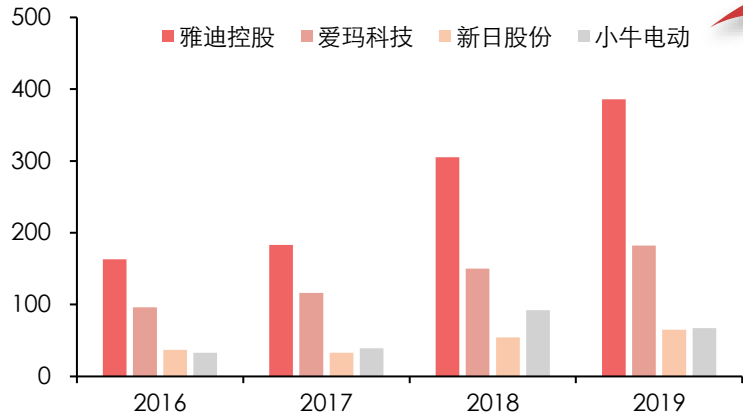


优质产品

图表19：电动两轮车公司销售费用（百万元） 图表20：电动两轮车公司研发费用（百万元）



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台



资料来源：Wind，方正证券研究所

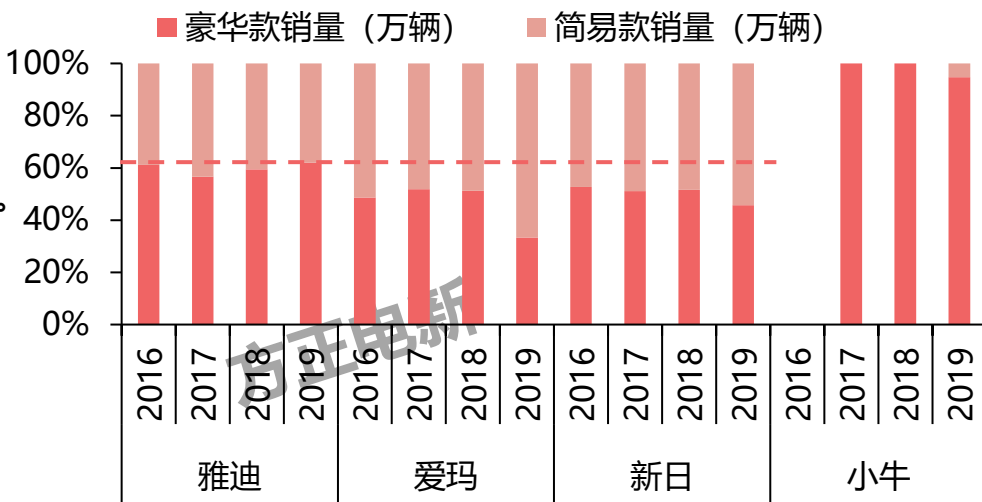
输出



3.2 渠道是核心，雅迪产品结构更好

- ❑ **渠道是整车销售链条的核心。**行业产业链流通过程为，整车企业将未组装的整车包装以后按照计划分发给经销商，经销商再将这些整车分销受理，卖给各个门店，最终再由门店进行组装与最销售，卖给消费者，整个过程中整车企业与消费者无直接接触。
- ❑ **门店是链条中最核心的一环。**门店是渠道网络中最末端的环节，也是十分关键的一环。门店不仅仅起着销售的作用，它还承担着整车组装、售后服务的责任。无论是销售还是售后，门店都是与用户接触最多、最直接的地方。因此只有做好单店管理，才能保证渠道的健康营运、支持核心企业的销售计划正常实施。

图表21：2016-2019年雅迪和爱玛产品结构占比



整车企业

经销商

门店

用户

雅迪覆盖全国的国内经销商网络，截止2020年6月30日。经销商数量2,511家，基本覆盖中国所有省级行政区域。同时，其中有8个省份经销商数量超过100家。

3.2 渠道是核心，雅迪产品结构更好

- 单店运营模型拆解：一线城市门店房租每月2万元，其他各类运营费用2000元，无加盟费，单个门店每月成本22000元；线下门店销售豪华款和简易款两类车型，豪华款每台毛利800元，简易款每台毛利400元。
- 线下门店更愿意售卖利润高的豪华款车型。当每月销量为40台时，豪华款和简易款销量占比为4:6时，门店净利润为400元，大致盈亏平衡。当销售比例提升至5:5时，净利润为2000元；比例为6:4、7:3时，净利润分别为3600元、5200元。
- 优质渠道将向量更大、产品结构更好的雅迪集中。雅迪的结构相较于竞争对手更好，销量也远超同行，在我们的单店模型假设下，雅迪的门店加盟商可以获得更多的利润，优质的经销商和线下门店将会更倾向于选择代理雅迪的电动两轮车产品。

图表22：单店模型净利润敏感性分析

豪华款：简易款	总销量：30（台/月）				总销量：40台（台/月）				总销量：50（台/月）			
	豪华款 (毛利800元/台)	简易款 (毛利400元/台)	成本 (元)	净利润 (元)	豪华款 (毛利800元/台)	简易款 (毛利400元/台)	成本 (元)	净利润 (元)	豪华款 (毛利800元/台)	简易款 (毛利400元/台)	成本 (元)	净利润 (元)
3:7	7200	8400	22000	-6400	9600	11200	22000	-1200	12000	14000	22000	4000
4:6	9600	7200		-5200	12800	9600		400	16000	12000		6000
5:5	12000	6000		-4000	16000	8000		2000	20000	10000		8000
6:4	14400	4800		-2800	19200	6400		3600	24000	8000		10000
7:3	16800	3600		-1600	22400	4800		5200	28000	6000		12000

3.2 不断推出爆款，产品结构升级

- ❑

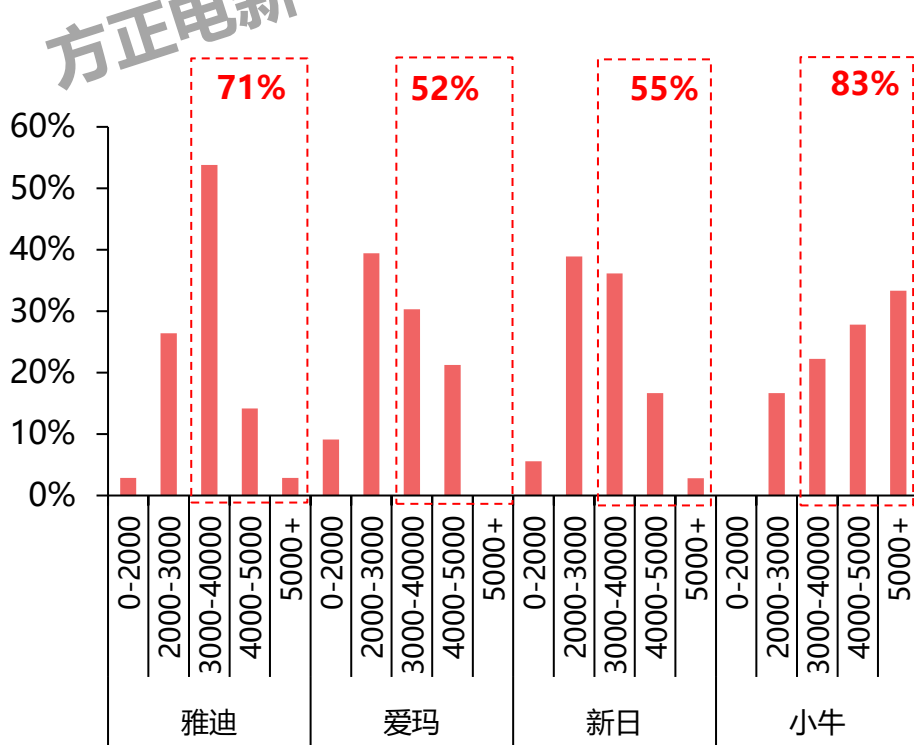
SKU数量优势助力输出爆款产品。从现有互联网平台统计，雅迪SKU为102个，在可比公司中，爱玛、新日、小牛等企业的SKU数量则有一定差距，输出产品形象更贴近用户心理预期，击中用户预期的爆款产品的概率更高。
- ❑

价格分布定位中端，产品结构更好。从在售产品的价格区间比较来看，雅迪的产品系列主要集中在3000-4000区间，而爱玛和新日主要集中在2000-3000区间，小牛主要集中在5000+的区间；更多的产品处在3000元以上的价位，相较于同等级别的传统对手有更好的产品结构。

图表23：各公司不同系列SKU数量

	系列	系列SKU数		总SKU数		系列	系列SKU数		总SKU数
雅迪	经典系列	G5	15	102	新日	灵动	CC	5	88
		M6	28			理想	小多齐	7	
		E3 2.0	1				XC2	20	
		V20	8				C2	5	
		DE3	6				U2	14	
		Q1	6			酷影	XC Mini	5	
	冠能系列	冠能M8	7				火影	3	
		冠能T5	5				C5	5	
		冠能E6	6				R5	12	
		冠能E3	1			丽人	Q5	12	
		冠能M6	8						
	冠智系列	冠智DE3	7						
		冠智E3 2.0	4						
爱玛	爱玛袋鼠车	爱玛波莉袋鼠车	6	70	小牛	NQI-series	NQI	5	43
		爱玛波乐袋鼠车	6				NQIGT	3	
		爱玛小蜜豆袋鼠车	6			MQI-series	MQI+	5	
		小玛UMINI袋鼠车	6				MQI2	4	
	豪华锂电车	N110	7			UQI-series	MQIS	4	
		X100	5				UQI	5	
		G100	8				UQI +	4	
		E350	6				UQIS	4	
		爱度LI	6			GOVA	G0	3	
		小玛S1	5				G1	3	
	玛卡龙		1				G2	3	
	“慧博资讯”	专业的投资研究大数据平台	4						
	AM1	N300	4						

图表24：互联网平台在售产品价格（元）区间



资料来源：微信小程序、京东，方正证券研究所

3.2 不断推出爆款，产品结构升级

- 假设1：将公司产品按利润水平分为A、B、C三类，A、B两类利润水平较好，单车利润分别为300元、150元，C类为走量车，单车利润为25元。
- 假设2：公司2020年两轮车销量为1000万台，A、B、C三类车的销售比例为10%:30%:60%。净利润为9亿元。
- 加码高利润产品，公司净利润有望大幅提升。高端化爆款系列产品不断推出，产品盈利水平增强，未来C类车占比有望减少，A、B两类车占比有望提升。展望2021年，若A、B两类车销售比例分别提升5%，公司净利润为11.1亿元，利润提升23%；若销售结构改善的同时总销量同时提升40%，则净利润为15.4亿元，同比提升71%。

图表25：产品结构、销量对公司利润的敏感性分析

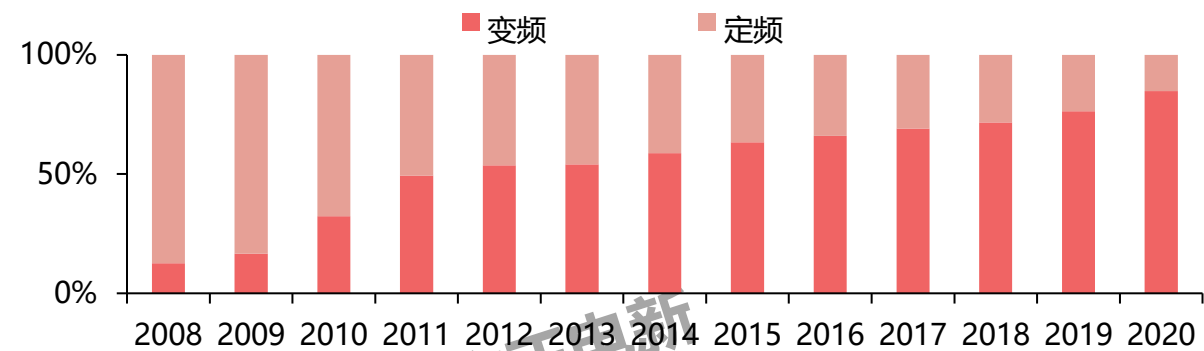
结构假设			总销量1000（万台）			总销量1400（万台）		
			销量（万台）	净利润（亿元）	总利润（亿元）	销量（万台）	净利润（亿元）	总利润（亿元）
结构1	A	10%	100	3.0	9.0	140	4.2	12.6
	B	30%	300	4.5		420	6.3	
	C	60%	600	1.5		840	2.1	
结构2	A	15%	150	4.5	11.0	210	6.3	15.4
	B	35%	350	5.3		490	7.4	
	C	50%	500	1.3		700	1.8	
结构3	A	20%	200	6.0	13.0	280	8.4	18.2
	B	40%	400	6.0		560	8.4	
	C	40%	400	1.0		560	1.4	

资料来源：方正证券研究所测算
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

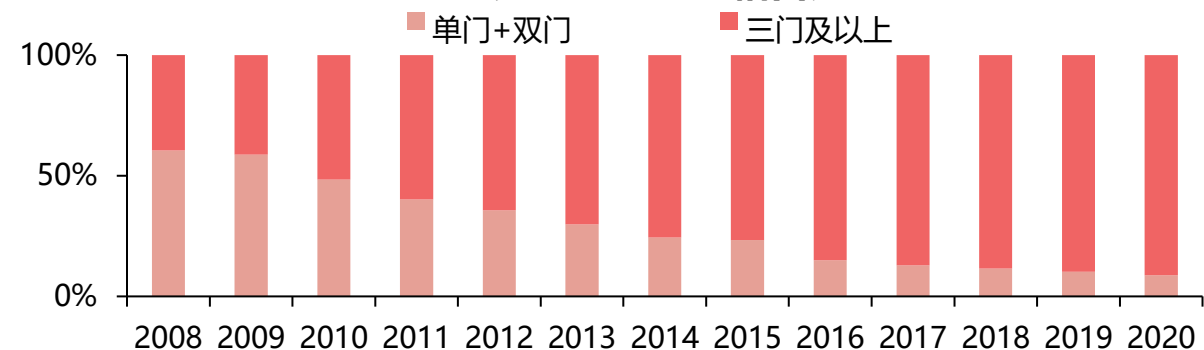
3.3 高端产品趋势明确：看齐白电，ASP有望翻倍

- 看齐白电，高端产品份额逐年提升。两轮车在销售模式、产品属性、财务数据等方面与白电可比，基于消费者追求品质理念，高端白电产品逐渐取代低端产品，功能丰富、可控性强的智能化家电逐渐占领市场；两轮车行业将遵循白电发展路径，电动两轮车在高端智能化趋势明显，智能化产品将加速渗透。
- 高端电动两轮车附加值大，单车ASP有望翻倍。电动两轮车在控制系统、电池系统、软件服务等方面有望增加多个附加功能，提高单车ASP。产品整体智能化后单车出厂价有望翻倍至4000元，对应电动两轮车年需求量的市场规模将从1000亿元提升至2000亿元。

图表26：变频空调占比



图表27：三门冰箱占比



图表28：高端智能化电动两轮车单车价格测算（元）



资料来源：方正证券研究所测算

3.3 电动摩托车有望收益全球油改电

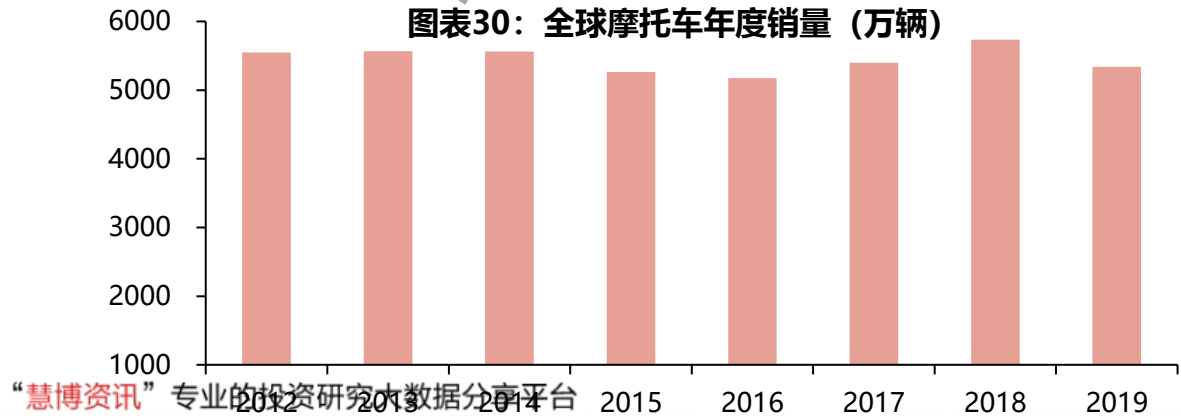
- 电动摩托车成本低，优势明显。电动摩托车与燃油摩托车相比出行成本低，购车价格优势明显，能耗费用仅为燃油摩托车一半，此外，电动摩托车内部结构相对简单，在维修保养方面较燃油摩托车有优势。
- 禁摩令推动海外油改电，渗透海外摩托车市场趋势明确。全球摩托车需求稳定，2019年全球摩托车需求约五千余万辆；其中亚洲地区占四千余万辆，东南亚人均收入水平较低，基础设施不完善，为摩托车主要市场，随着印度、越南等国家禁摩令政策陆续出台，刺激国内电动摩托车需求，同时电动摩托车购置成本低，符合东南亚国家消费水平。综上，电动车摩托车有望持续渗透，逐步取代燃油摩托车。

图表29：电动车与摩托车排量100cc、300cc对比

	雅迪冠能T5（电动）	本田睿影（排量110cc）	Honda Wing（排量300cc）
动力系统	电机	燃油发动机	燃油发动机
购车成本（元）	3799	11,280	15,000
能耗费用	较低	较高	较高
里程	120公里	256公里	372公里
整备质量	较轻	一般	最高
最高车速（公里/小时）	55km/h	80km/h	138km/h
使用寿命	5-10年	10-13年	10-13年

资料来源：方正证券研究所整理

图表30：全球摩托车年度销量（万辆）



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 <http://www.huibot.com>
资料来源：Maiklines, 方正证券研究所

图表31：海外摩托车相关政策

时间	国家	政策
2019	印度	将提供14亿美元（1美元约合6.72元人民币）的补贴，并在2020年提高进口关税，以刺激本国公司生产电动车
2019	越南	将在2030年彻底禁止摩托车上路，未来河内的10个市区都将禁止出现摩托车
2020	泰国	2020年1月1日起，将依照二氧化碳排放量征税，发动机排量不超过150CC的摩托车，税率从来的2.5%的上涨到3%
2020	缅甸	2020年汽车的最低废气排放标准规定为欧洲4号标准，摩托车最低废气排放标准规定为欧洲3号标准，仰光市除德拉和瑟基克瑞哆镇外，其余委员会辖区的民众未经许可禁止骑行摩托车

资料来源：方正证券研究所整理

目录

- ◆ 一、从自由现金流视角看千亿空间
- ◆ 二、产业链龙头议价强，高周转造优质现金流
- ◆ 三、渠道和品牌双重优势，中长期前景广阔
- ◆ 四、盈利预测

图表32：公司盈利预测

开发，制造及销售电动车及相关配件	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11973	19360	25190	30847
营业成本（百万元）	9890	16287	21046	25676
毛利率	17%	16%	16%	17%

资料来源：方正证券研究所测算

图表33：可比公司估值表

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	净利润（亿元）			PE（倍）		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
新日股份	603787.SH	42.3	1.80	2.94	4.58	23.5	14.4	9.2
小牛电动	NIU.O	183.0	1.69	4.71	7.27	108.3	38.9	25.2
九号公司	689009.SH	500.4	0.73	3.84	6.74	685.5	130.3	74.2
八方股份	603489.SH	229.4	4.31	5.82	7.92	53.2	39.4	29.0
		平均值				217.6	55.7	34.4
雅迪控股	1585.HK	492.1	9.57	13.90	18.41	51.4	35.4	26.7

资料来源：Wind，方正证券研究所测算

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

盈利预测

资产负债表	2019	2020	2021	2022
流动资产	8,846	13,395	18,058	23,816
现金	2,637	3,506	6,003	9,301
应收账款	182	244	418	450
存货	639	727	904	1,259
其他	5,389	8,919	10,733	12,805
非流动资产	1,900	2,089	2,037	1,999
固定资产	1,242	1,504	1,437	1,383
无形资产	64	424	424	424
租金按金				
使用权资产				
其他	594	161	176	191
资产总计	10,746	15,485	20,095	25,815
流动负债	7,567	11,006	14,220	18,090
短期借款	0	51	63	76
应付账款	6,858	9,931	12,912	16,354
其他	709	1,024	1,244	1,660
非流动负债	35	74	74	74
长期借款	0	0	0	0
租赁负债				
其他	35	74	74	74
负债合计	7,603	11,081	14,294	18,164
少数股东权益	11	18	24	33
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	3,132	4,386	5,776	7,617
归属母公司股东权益	3,132	4,386	5,776	7,617
负债和股东权益	10,746	15,485	20,095	25,815

现金流量表	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	2,819	1,854	3,463	4,431
净利润	516	957	1,390	1,841
折旧摊销	176	158	155	148
财务费用				
投资损失				
少数股东权益				
营运资金变动及其他	2,126	739	1,918	2,441
投资活动现金流	-1,988	-1,405	-978	-1,146
资本支出	-470	-158	-87	-95
长期投资				
其他投资	-1,518	-1,247	-891	-1,051
筹资活动现金流	-227	51	13	13
借款增加				
普通股增加				
已付股利				
其他				
现金净增加额	663	500	2,497	3,298

利润表	2019	2020	2021	2022	主要财务比率	2019	2020	2021	2022
营业总收入	11,973	19,360	25,190	30,847	成长能力				
营业成本	9,890	16,287	21,046	25,676	营业收入	20.67%	61.69%	30.11%	22.46%
税金及附加					营业利润	31.84%	122.66%	52.29%	33.35%
销售费用	770	935	1,186	1,400	归属母公司净利润	19.81%	85.31%	45.23%	32.48%
管理费用	504	597	783	941	获利能力				
研发费用					毛利率	17.36%	15.87%	16.45%	16.77%
财务费用	-26	0	0	0	净利率	4.35%	4.97%	5.54%	6.00%
资产减值损失					ROE	11.23%	21.82%	24.06%	24.17%
公允价值变动收益					ROIC	0.12	0.17	0.21	0.21
投资收益					偿债能力				
营业利润	423	943	1,436	1,914	资产负债率	70.73%	71.56%	71.13%	70.36%
营业外收入					净负债比率	-0.84	-0.78	-1.02	-1.21
营业外支出					流动比率	1.17	1.22	1.27	1.32
利润总额	603	1,194	1,643	2,165	速动比率	0.99	0.97	1.02	1.07
所得税	83	233	246	315	营运能力				
净利润	520	962	1,397	1,850	总资产周转率	0.65	1.25	1.25	1.19
少数股东损益	4	5	7	9	应收账款周转率	65.81	79.42	60.30	68.51
归属母公司净利润	516	957	1,390	1,841	应付账款周转率	1.44	1.64	1.63	1.57
EBITDA	599	1,101	1,590	2,063	每股指标 (元)				
EPS(元)	0.17	0.32	0.46	0.61	每股收益	0.17	0.32	0.46	0.61
					每股经营现金	0.94	0.62	1.16	1.48
					每股净资产	1.05	1.47	1.94	2.55
					估值比率				
					P/E	26.19	51.41	35.40	26.72
					P/B	4.30	11.17	8.48	6.43
					EV/EBITDA	29.40	41.55	32.91	23.78

□ 风险提示：行业政策大幅变化、新国标推行不及预期、产品销量不及预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

“慧博资讯”专业财经资讯大数据分享平台 黄埔大道西638号农信大厦3A层方正证券

点击进入  <http://www.hibor.com.cn> 长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层