

行业变革期，龙头再启航

——新日股份(603787.SH)投资价值分析报告

公司深度

◆**两轮电动车领先企业。**新日电动车成立于1999年。公司主要产品包括豪华款电动自行车/简易款电动自行车，2019年收入占比为38%/31%，另外30%为其他业务收入(主要是蓄电池及充电器)。2019年公司营收30.6亿元，同比+0.2%，归母净利润7052.7万元，同比-20.5%。

◆**市场逐步出清，新日是全国知名品牌。**电动自行车行业进入成熟期，2019年国内产量3609万辆，与2013年的3695万辆接近。2016年国内电动自行车销量CR10/CR5为43%/33%，2018年提升至61%/45%，两年分别提高了18/12pcts，市场逐步出清。从年销量来看，雅迪和爱玛为第一梯队(市占率15%+)，新日/台铃/绿源等为第二梯队(市占率3%-7%)。

◆**toC市场迎来换购潮，公司产能大幅扩张。**2019年4月份开始，电动自行车新国标正式实施。**需求端：**新国标重新规定了车重、车速等参数，2.5亿辆保有量中有90%不符合要求，电动自行车迎来换购潮，我们预测中性情况下，2020-2024年每年新增的换购需求约1125-3375万辆。**供给端：**新国标规定，电动自行车将由工业产品生产许可证管理转为CCC认证管理，电动轻便摩托车和电动摩托车需要具备电摩生产资质，行业内中小企业将被加速淘汰。**过去多年公司的年产能保持在200万辆，为了应对新增需求，到2021年末将扩产至500万辆。**

◆**共享单车投放高峰，toB市场高增长。**共享单车主要解决3-10公里出行痛点。近几年有超过10家企业进入共享单车领域，包括哈罗、青桔、美团等。根据艾媒咨询的数据，2019年我国共享单车数量超过100万辆，预计2025年投放车辆将超过800万辆，CAGR为41%。根据36氪的报道，美团将在2020年加大对共享单车的投入，计划采购超200万辆共享电动车，合作方包括新日等。

◆**管理层调整，助力公司抢占份额。**新日是行业内首家年销量突破100万台的品牌，但近10年来被雅迪、爱玛超越。自新国标执行之后，包括两名副总经理在内的多名高管离职，现任两名副总经理于2020年初上任。高管的调整与行业变革趋势相匹配，有望迎来业绩拐点。公司在2018年7月份公布股票期权激励方案，分两次行权。1)第一个行权期目标：2019年营收或者净利润需要达到43.1亿元和1.3亿元(完成率70%/54%)；2)第二个行权期目标：2020年营收或者净利润需要达到59.3亿元和2.5亿元。

◆**盈利预测、估值与评级：**公司有望受益于换购潮+共享单车投放+格局改善，预计2020-2022E净利润2.0/3.1/4.0亿元，给予2020年PE28X，目标价28元/股(目前20.91元/股)，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**1)新国标执行不严的风险；2)地方政府对共享单车管制加强的风险；3)股权激励目标无法完成的风险；4)新冠疫情反弹的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,050	3,056	6,072	7,461	8,630
营业收入增长率	13.14%	0.16%	98.71%	22.89%	15.66%
净利润(百万元)	89	71	204	312	403
净利润增长率	21.03%	-20.45%	189.42%	52.64%	29.50%
EPS(元)	0.43	0.35	1.00	1.53	1.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.39%	7.32%	17.86%	22.52%	24.05%
P/E	48	60	21	14	11
P/B	4.5	4.4	3.7	3.1	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年7月7日

买入(首次)

当前价/目标价：20.91/28.00元

分析师

马瑞山 (执业证书编号：S0930518080001)

021-52523850

mars@ebsec.com

殷中枢 (执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

yinz@ebsec.com

郝睿 (执业证书编号：S0930520050001)

021-52523827

haoqian@ebsec.com

市场数据

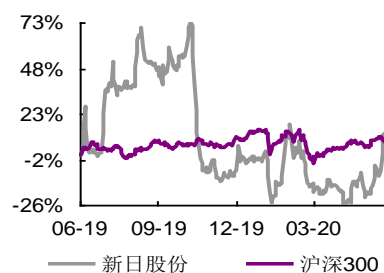
总股本(亿股)：2.04

总市值(亿元)：42.66

一年最低/最高(元)：9.53/25.28

近3月换手率：178.38%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	41.44	57.37	26.74
绝对	58.86	83.90	47.42

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1、豪华款车型：考虑团购客户的车型要求及新国标的换购需求，预计简易款车型表现好于豪华款车型。我们预测 2020E-2022E 豪华款车型的增速分别为 20%/15%/8%；裸车价格基本保持不变，则公司 2020E-2022E 豪华款车型收入为 14.1/16.3/17.6 亿元。裸车成本基本保持不变，则 2020E-2022E 豪华版车型的毛利率分别为 13.2%/13.2%/13.8%。

2、简易款车型：预计该车型的销量增速较快，假设 2020E-2022E 销量分别为 258/323/381 万辆，同比+180%/25%/18%；共享电单车大多属于简易款，因此假设单价分别-2%/-2%/-2%，则公司 2020E-2022E 简易款车型收入为 26.4/32.3/37.3 亿元。裸车成本基本保持不变，则 2020E-2022E 简易版车型的毛利率分别为 15.3%/13.2%/11.8%。

3、特种车及其他业务：特种车收入占比较低，2018 年起公司把电池计入其他业务，因此该部分主要构成是电池。销量按照豪华款+简易款加总计算；由于锂电池的比例会逐步上升，因此该部分单价逐年增长。2020E-2022E 该部分收入分别增长 117%/29%/20%，毛利率分别为 18.5%/20.1%/20.8%。

4、随着收入规模增长，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率合理下降。雅迪控股 2015/2016 年销量约 332 万辆，销售费用率 6.8%-7%之间，管理费用率（含研发费用）5.6%-6.4%，2017 年销量超 400 万辆之后，销售费用率最低下降至 4.7%，管理费用率下降至 4.2%。而公司 2019 年之前的销量在 170 万辆以下，销售费用率 7.2%以上，管理费用率+研发费用率 4.7%以上，因此我们认为随着公司销量突破 400 万辆，费用率将出现合理下降，预计 2020E-2022E 销售费用率 7.00%/6.50%/6.20%，管理费用率 3.30%/2.70%/2.50%，研发费用率 1.94%/1.80%/1.65%。

我们的创新之处

目前新日股份的深度报告较少，我们梳理了新日股份的投资逻辑：1) toC 市场因新国标即将迎来换购潮，且集中度提升；2) toB 市场受益于共享电单车投放高峰；3) 公司自去年开始扩建产能（由 200 万辆/年扩张至 2021 年底的 500 万辆/年），且管理层调整，业绩有望拐点向上。

股价上涨的催化因素

共享电单车批量投放等

估值与目标价

经模型计算出公司 2020E-2022E 净利润为 2.0/3.1/4.0 亿元，2020E-2022E EPS 预测为 1.00/1.53/1.98 元/股。我们选取雅迪控股（港股电动自行车企业）、小牛电动（美股电动自行车企业）、八方股份（A 股电踏车电机供应商）作为可比公司，截至 2020 年 7 月 7 日，可比公司 2020-2022 年 PE 均值为 61/38/30 倍。考虑不同股票市场的估值差异，谨慎给予公司 2020 年 PE 为 28X，对应目标价 28 元/股（目前 20.91 元/股），首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、 公司概况：电动两轮车领先企业	6
1.1、 主营业务：电动自行车/轻便摩托车/摩托车	6
1.2、 财务简介：近年来公司经营稳定	8
1.3、 历史沿革：成立超 20 年，A 股唯一电动两轮车企业	9
1.4、 股权结构：控股股东为张崇舜	10
2、 行业分析：市场逐步出清，锂电化、智能化是趋势	11
2.1、 电动自行车行业进入成熟期	11
2.2、 新日是全国知名品牌，行业集中度提升	12
2.3、 锂电化、智能化是重要行业趋势	14
3、 看点之一：toC 市场迎来换购潮，公司产能大幅扩张	15
3.1、 新国标催生换购潮，集中度快速提升	15
3.2、 公司积极扩产，推出智能/锂电车型	18
3.3、 拥抱新零售，加大广告投放力度	19
4、 看点之二：共享电单车投放高峰，toB 市场高增长	20
4.1、 同城配送是百万辆级市场，公司团购业务高增长	20
4.2、 共享电单车战火重燃，公司有望充分受益	22
5、 看点之三：管理层调整，助力公司抢占份额	24
5.1、 2020 年是股权激励关键年	24
5.2、 产能扩张+管理调整，拐点有望出现	24
6、 盈利预测	26
6.1、 关键假设	26
6.2、 盈利预测	27
7、 估值水平与投资评级	28
7.1、 相对估值	28
7.2、 绝对估值	28
7.3、 估值结论与投资评级	29
8、 风险分析	30

图 目 录

图 1：2019 年新日股份收入结构.....	6
图 2：2016-2019 年新日股份营收构成（单位：百万元）.....	7
图 3：新日股份“灵动”系列电动车.....	7
图 4：新日股份“锂想”系列电动车.....	7
图 5：新日股份“酷影”系列电动车.....	7
图 6：新日股份“丽人”系列电动车.....	7
图 7：新日股份“征途”系列电动车.....	8
图 8：新日股份“MIKU MAX”型号电动车.....	8
图 9：2017-2019 年新日股份营业收入.....	8
图 10：2017-2019 年新日股份归母净利润/扣非后归母净利润.....	8
图 11：2017-2019 年新日股份毛利率和净利率.....	9
图 12：2017-2019 年新日股份期间费用率.....	9
图 13：2017-2019 年新日股份营运效率.....	9
图 14：2017-2019 年新日股份现金流与盈利能力.....	9
图 15：新日股份历史沿革.....	10
图 16：新日股份股权结构图.....	10
图 17：我国电动自行车行业发展历史.....	12
图 18：2000-2019 年中国电动自行车产量及增速.....	12
图 19：国内规模以上企业电动自行车总产量及产量占比.....	13
图 20：2016 年国内电动自行车销量排名.....	13
图 21：2016 年国内电动自行车销量市占率.....	13
图 22：2018 年国内电动自行车销量排名.....	14
图 23：2018 年国内电动自行车销量市占率.....	14
图 24：2013-2019 年电动自行车铅酸车型和锂电车型比例.....	15
图 25：电动自行车的智能化.....	15
图 26：2009-2018 年我国电动自行车保有量.....	16
图 27：我国电动自行车当月产量同比增速.....	17
图 28：部分全国性品牌的 2020 年销量目标（单位：万辆）.....	18
图 29：新日智能锂电车.....	19
图 30：新日冠名《我们签约吧》.....	20
图 31：2015-2019 年我国外卖用户规模.....	20
图 32：2012-2019 年我国快递数量.....	20
图 33：美团注册且取得收入的骑手数量.....	21
图 34：各类 o2o 平台及快递骑手数量.....	21
图 35：2017-2019 年新日股份团购销售规模增速.....	21
图 36：新日推出的外卖车型.....	22

图 37：新日推出的外卖车型	22
图 38：共享电单车解决 3-10 公里出行痛点	22
图 39：2020 年共享电单车用户城市分布	22
图 40：我国共享电单车投放数量及预测	23
图 41：美团共享电单车	23
图 42：各品牌年销量突破 100 万辆的时间	24
图 43：2012-2019 年新日电动自行车销量	25
图 44：2012-2019 年新日电动自行车营收	25
图 45：2013-2019 年雅迪控股的销量/毛利率/净利率	27
图 46：2013-2019 年雅迪控股的销量/销售费用率/管理费用率	27

表 目 录

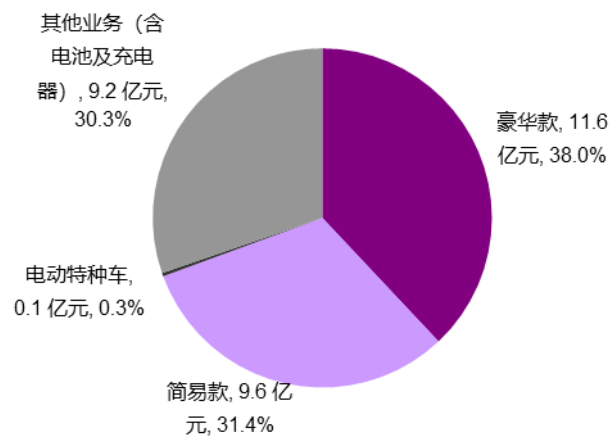
表 1：新国标中电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车的区别	11
表 2：铅酸电池和锂电池优缺点对比	14
表 3：部分地区超标电动自行车过渡期情况	16
表 4：新国标催生的电动自行车换购需求测算	17
表 5：新日股份产能规划	18
表 6：共享电单车主要企业	23
表 7：公司股权激励计划	24
表 8：新日股份离任高管	25
表 9：新日股份现任高管	25
表 10：新日股份收入预测	26
表 11：新日股份费用率预测	27
表 12：新日股份盈利预测	28
表 13：可比公司估值情况	28

1、公司概况：电动两轮车领先企业

1.1、主营业务：电动自行车/轻便摩托车/摩托车

新日电动车成立于1999年，是国内领先的电动两轮车企业。公司主要产品包括豪华款电动自行车/简易款电动自行车/特种电动车，2019年收入占比分别为38.0%/31.4%/0.3%，另外30.3%为其他业务收入（主要是蓄电池及充电器）。2019年，公司营收30.6亿元，同比+0.2%，归母净利润7052.7万元，同比-20.5%。

图 1：2019 年新日股份收入结构



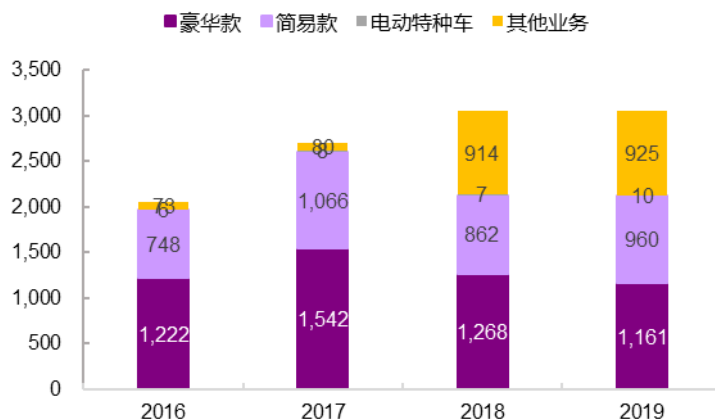
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理 注：豪华款、简易款、电动特种车不含蓄电池及充电器

主营产品之一：简易款电动自行车，是指可以人力骑行，也可以靠纯电力驱动，采用骑式车架或塑料件未覆盖车架的电动自行车，外观更接近自行车。2019年简易款电动车收入为9.6亿元，同比+11.4%。

主营产品之二：豪华款电动自行车，是指靠纯电力驱动，具有骑行功能，采用坐式车架，塑料件覆盖车架的电动自行车，外观更接近摩托车。2019年豪华款电动车收入为11.6亿元，同比-8.5%。

其他业务：主要是蓄电池及充电器，公司自2018年起将随整车销售的蓄电池（含充电器）从主营业务转至其他业务中核算，简易款、豪华款电动车收入不再包含蓄电池和充电器。2019年其他业务收入9.2亿元，同比+1.2%。

图 2：2016-2019 年新日股份营收构成（单位：百万元）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理 注：自 2018 年起，豪华款、简易款、电动特种车不含蓄电池及充电器，蓄电池及充电器并入其他业务收入中

图 3：新日股份“灵动”系列电动车



资料来源：公司官网

图 4：新日股份“锂想”系列电动车



资料来源：公司官网

图 5：新日股份“酷影”系列电动车



资料来源：公司官网

图 6：新日股份“丽人”系列电动车



资料来源：公司官网

图 7：新日股份“征途”系列电动车



资料来源：公司官网

图 8：新日股份“MIKU MAX”型号电动车



资料来源：公司官网

1.2、财务简介：近年来公司经营稳定

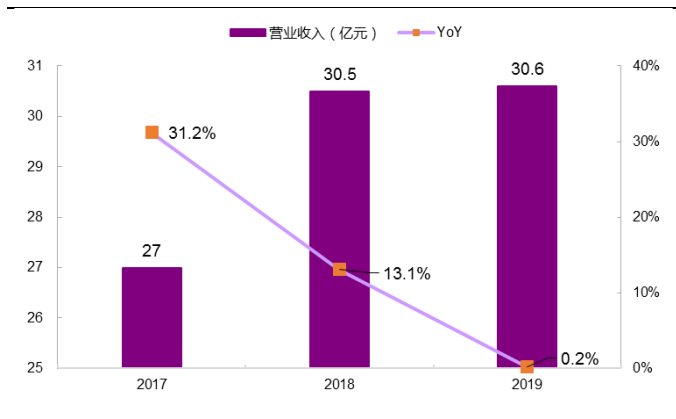
营收保持稳定，归母净利润有小幅波动。2017/2018/2019 年，公司实现营收 27/30.5/30.6 亿元，同比+31.2%/+13.1%/+0.2%，扣非后归母净利润 41.5/50.4/56.5 百万元，同比-23.3%/+21.3%/+12.2%。2019 年电动两轮车行业整体处于新旧国标切换期，公司业绩增速有所放缓。

毛利率和净利率稳定。2017-2019 年净利率与毛利率基本维持稳定。公司规模优势显著，产品配置合理，毛利率基本保持在 15%左右，净利率基本保持在 2.5%左右。

销售费用率逐年下降，研发费用率稳步提升。公司 2017-2019 年销售费用率持续下降；管理费用率逐年小幅增长，主要是由于公司规模快速增长；为确保公司产品、工艺的技术优势，公司持续加大研发投入，推动现有产品的持续升级，不断开发更加适应市场需求的产品、工艺，导致公司研发费用同比增加。

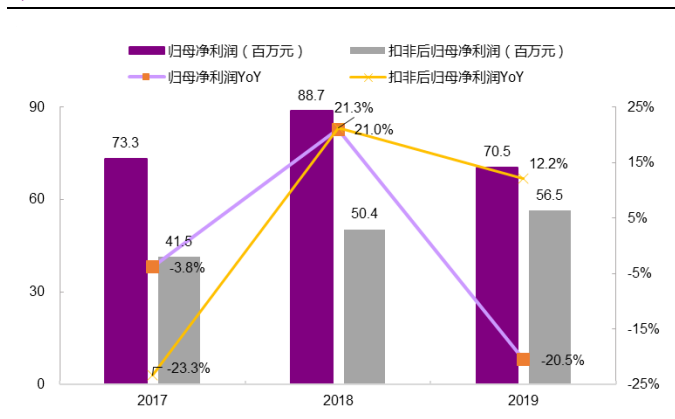
经营现金流有所变化，盈利能力保持稳定。2019 年公司经营净现金流有所下滑，主要是由于 2018 年预收经销商货款在 2019 年内实现发货，导致 2019 年经营现金流入少于 2018 年。

图 9：2017-2019 年新日股份营业收入



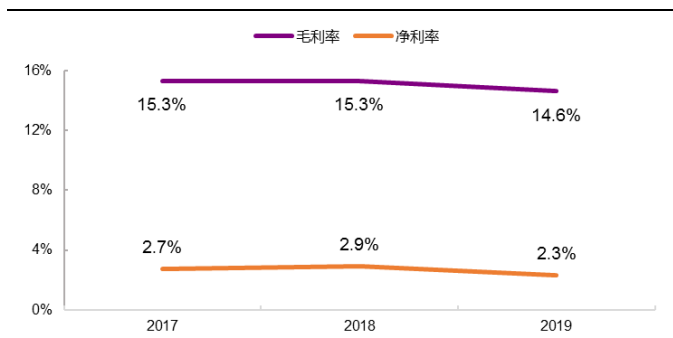
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：2017-2019 年新日股份归母净利润/扣非后归母净利润



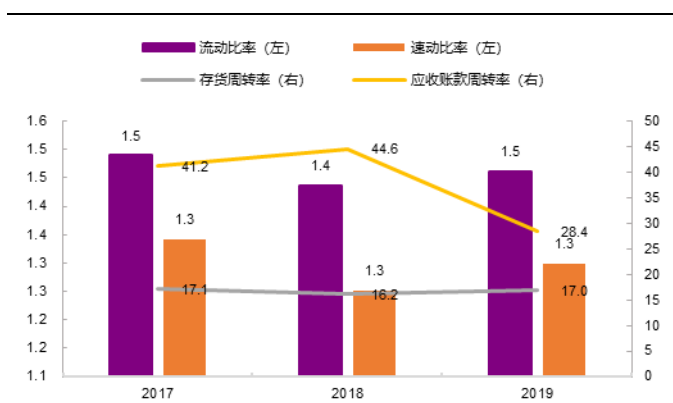
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11: 2017-2019 年新日股份毛利率和净利率



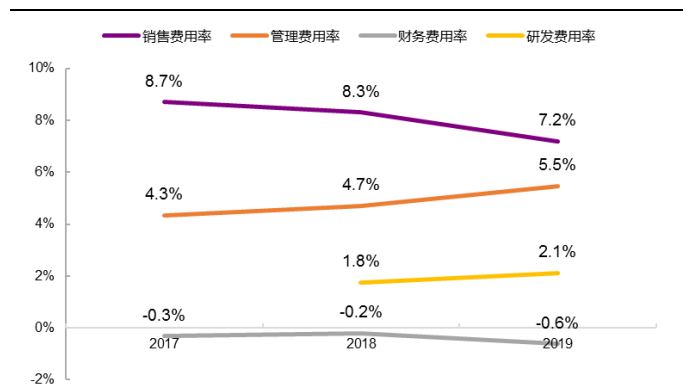
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 2017-2019 年新日股份营运效率



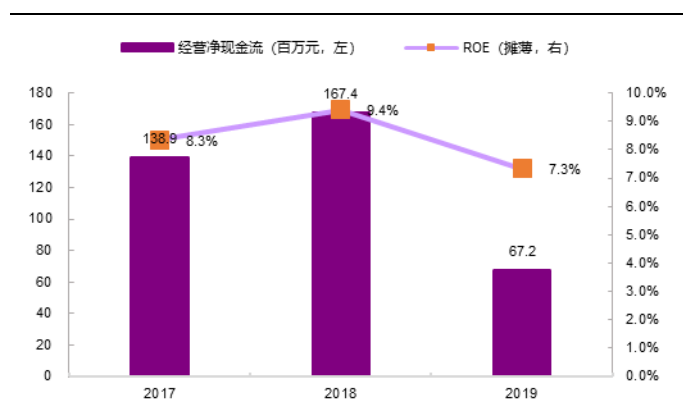
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 12: 2017-2019 年新日股份期间费用率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 2017-2019 年新日股份现金流与盈利能力

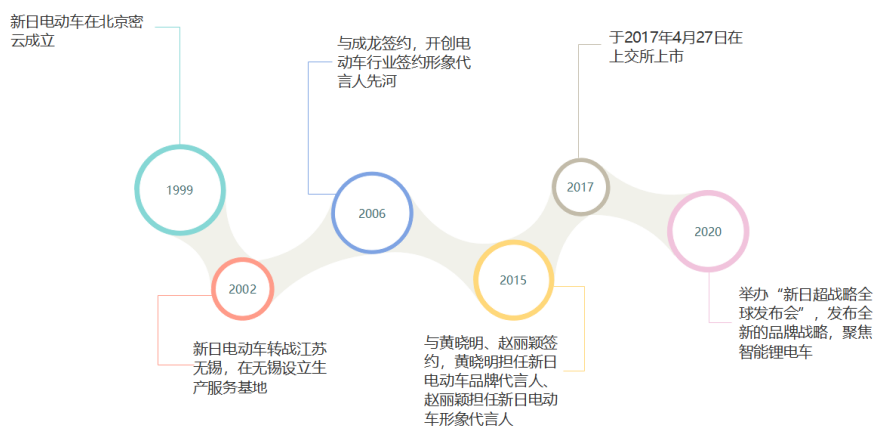


资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.3、历史沿革: 成立超 20 年, A 股唯一电动两轮车企业

公司前身新日电动车 1999 年成立于北京密云; 2002 年将总部迁往无锡, 并设立生产基地; 公司先后签约的代言人包括成龙、黄晓明、赵丽颖; 2017 年, 公司在 A 股成功上市; 2020 年 6 月 8 日, 在无锡举办“新日超战略全球发布会”, 发布了全新的品牌战略。公司目前拥有多个大型基地, 已发展成为产品远销欧美和东南亚市场的中国电动车行业龙头企业。

图 15：新日股份历史沿革



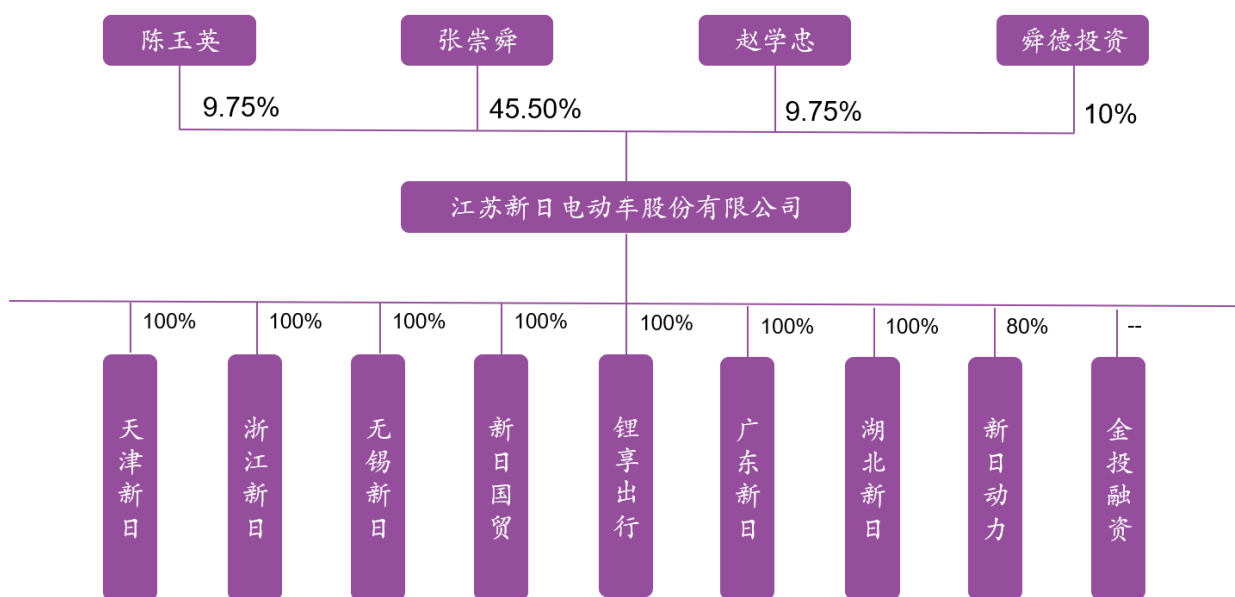
资料来源：公司官网，光大证券研究所绘制

1.4、股权结构：控股股东为张崇舜

公司控股股东为张崇舜，直接持股比例为 45.5%；实际控制人为张崇舜和陈玉英，陈玉英直接持股 9.75%，两人为一致行动人，合计直接持股 55.25%。其他持股比例在 5% 以上的股东有赵学忠，直接持股 9.75%。

- **张崇舜**：现任公司董事长，1969 年 8 月出生，任中国自行车协会副理事长、江苏省自行车电动车协会理事长、锡山电动车协会会长、无锡市锡山区企业家协会副会长，担任无锡市人大代表。
- **陈玉英**：现任公司董事，1969 年 8 月出生，曾任北京新日副总经理、公司监事会主席。
- **赵学忠**：现任公司董事兼总经理，EMBA 学位，曾在陕西电信集团宝鸡分公司工作，曾任北京新日总经理。

图 16：新日股份股权结构图



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 注：截至 2020 年 4 月 27 日

2、行业分析：市场逐步出清，锂电化、智能化是趋势

2.1、电动自行车行业进入成熟期

电动两轮车包括电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车。过去多年，电动自行车的行业标准是1999年颁布实施的《电动自行车通用技术条件》（旧国标），近几年我国电动两轮车行业发展较为混乱，不少产品变得越来越大、越来越重、越来越快，驾驶者和行人的安全越来越没有保障；2019年4月份开始，新国标GB17761-2018《电动自行车安全技术规范》正式实施，重新定义电动自行车与电动轻便摩托车/电动摩托车。

电动自行车和电动轻便摩托车/电动摩托车的区别主要是：（1）**电动自行车属于非机动车，不需要驾驶证**，需具备脚踏骑行功能，后两者属于机动车，需要驾驶证和牌照；（2）**电动自行车的车速不能超过25km/h**，电动轻便摩托车最高车速可超过25km/h但必须低于50km/h，电动摩托车无最高车速限制；（3）**电动自行车的整车质量必须低于55kg**，而后两者的质量无限制；（4）企业生产资质方面，后两者的生产厂家必须有**电摩生产资质和CCC认证**。

表1：新国标中电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车的区别

名称	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
样式			
类别	非机动车	机动车	机动车
执行标准	GB17761-2018	GB/T24158-2018	GB/T24158-2018
标准实施时间	2019.04.15	2019.04.01	2019.04.01
电摩生产资质	×	√	√
3C认证	√	√	√
工信部公告	×	√	√
脚踏骑行功能	√	×	×
最高车速	≤25km/h	≤50km/h	>50km/h
电机功率	≤400W	400W-4kW（非强制）	可大于4kW（非强制）
整车质量	≤55kg	可大于55kg	可大于55kg
电池电压	≤48V	无限制	无限制
能否载人	部分地区允许载12岁以下儿童	不能载人	可载一名成人
驾驶证	×	√	√
牌照	智能电子牌照	蓝牌	黄牌

资料来源：易车网，光大证券研究所整理

电动自行车是最具中国特色的原创产品之一，1995年我国第一辆轻型电动车问世，自此，电动自行车逐渐成为我国最重要的短途交通工具之一。我国电动自行车行业的发展主要经历了四个阶段：起步阶段、初步规模化阶段、高速

发展阶段、成熟阶段。自 2004 年《道路交通安全法》将电动自行车确定为非机动车的合法车型后，2004-2013 年是电动自行车发展最快的 10 年，产量由 676 万辆增长至 3695 万辆，年均复合增速达到 21%。

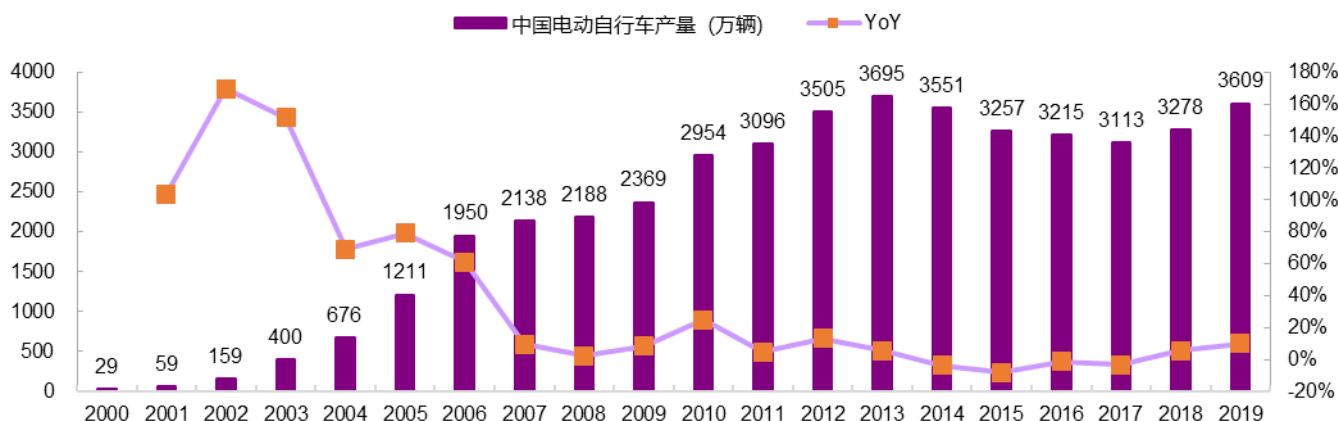
图 17：我国电动自行车行业发展历史



资料来源：高瞻产业研究信息网等，光大证券研究所绘制

2014 年起，行业进入成熟期，电动自行车产量几乎无增长，新国标正式实施之后，行业由高速增长阶段转向高质量增长阶段。2018/2019 年，国内电动自行车产量为 3278/3609 万辆，同比增长 5.3%/10.1%，连续两年实现正增长。

图 18：2000-2019 年中国电动自行车产量及增速



资料来源：中国自行车行业协会、国家统计局、工信部，光大证券研究所整理

注：电动自行车的产量与电动两轮车的产量基本接近

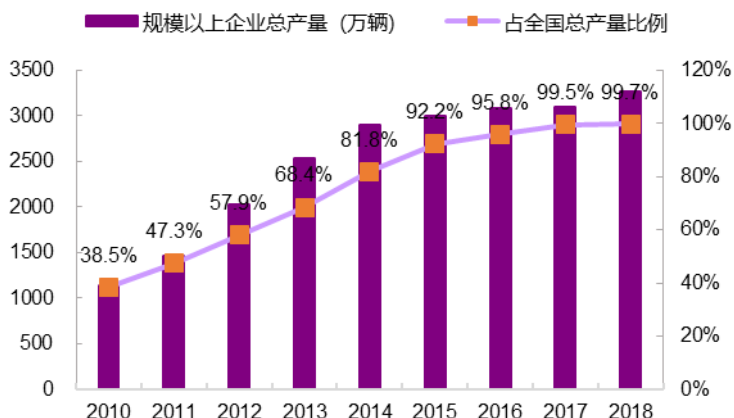
2.2、新日是全国知名品牌，行业集中度提升

电动自行车行业逐步出清。在高速发展阶段，电动自行车行业的技术壁垒较低，相关企业持有工业产品生产许可证即可生产电动自行车，据中国自行车协会的数据，2009 年持有生产许可证的企业高达 2600 多家。随着市场自由竞争，消费者对电动自行车的产品质量、售后服务、技术水平的要求越来越高，

一部分企业的品牌影响力、规模越来越大，另外一部分落后企业则逐步退出市场。到2016年末，据中国工业报的数据，持有生产许可证的企业减少至约700家。

近年来电动自行车行业的集中度不断提升。根据自行车行业协会的数据，规模以上企业的电动自行车产量由2010年的1137万辆增长至2018年的3267万辆，占总产量的比重已经由2010年的38.5%提升到2018年的99.7%。市场充分竞争状态下，我国电动自行车行业的集中度不断提升。

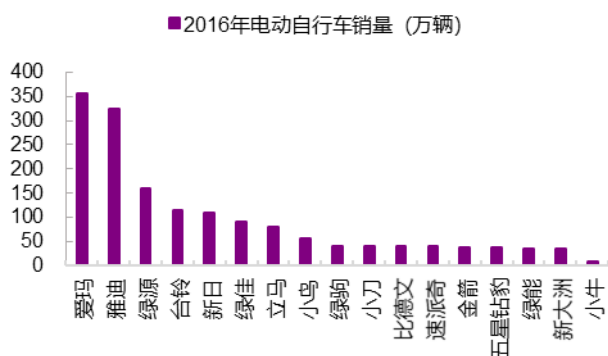
图 19：国内规模以上企业电动自行车总产量及产量占比



资料来源：中国自行车行业协会，国家统计局，光大证券研究所整理
注：规模以上企业指年主营业务收入在2000万元以上的企业

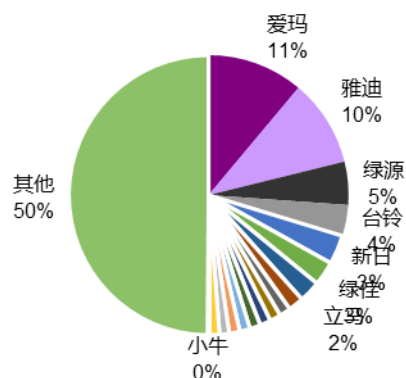
新日为全国知名品牌。根据ZDC互联网消费调研中心发布的《中国电动车产业发展白皮书》，2016年国内电动自行车销量CR10/CR5为42.7%/33.1%，2018年提升至60.7%/45.4%，两年分别提高了18/12pcts。从年销量来看，雅迪和爱玛为第一梯队，新日、台铃、绿源等为第二梯队企业，这些企业均为全国知名品牌，行业里还存在大量区域性的中小品牌。

图 20：2016 年国内电动自行车销量排名



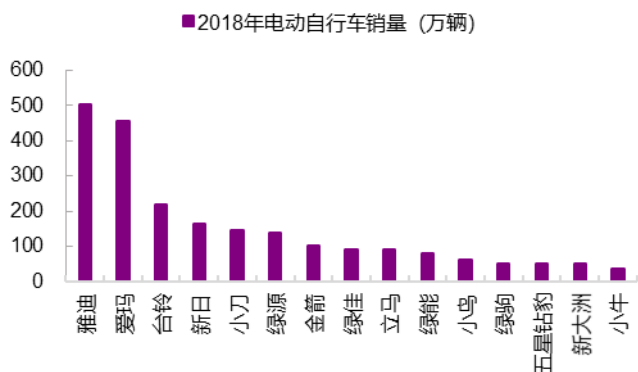
资料来源：ZDC 互联网消费调研中心，公司公告，光大证券研究所整理

图 21：2016 年国内电动自行车销量市占率



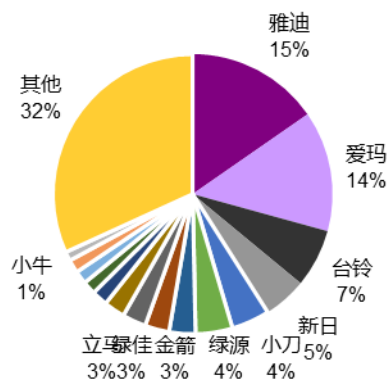
资料来源：ZDC 互联网消费调研中心，公司公告，光大证券研究所整理

图 22：2018 年国内电动自行车销量排名



资料来源：ZDC 互联网消费调研中心，公司公告，光大证券研究所整理

图 23：2018 年国内电动自行车销量市占率



资料来源：ZDC 互联网消费调研中心，公司公告，光大证券研究所整理

2.3、锂电化、智能化是重要行业趋势

新国标驱动电动自行车锂电化。国内电动自行车的蓄电池目前以铅酸电池为主，但新国标规定，电动自行车的重量上限为 55kg，因此电动自行车向轻量化方向发展。锂电池有望逐步成为电动自行车的主流电池类型，主要是因为：

(1) 新国标实施之后，各地区对电动自行车的车身重量有强制性限制标准，超标车型不再按照非机动车进行管理，由于锂电池比铅酸电池重量更轻，因此电动自行车中锂电池使用比例有望上升；(2) 锂电池比铅酸电池更环保；(3) 锂电池的成本逐年下降，虽然首次购置成本仍然高于铅酸电池，但考虑循环寿命后的全生命周期来看，锂电池的优势正在逐步显现。

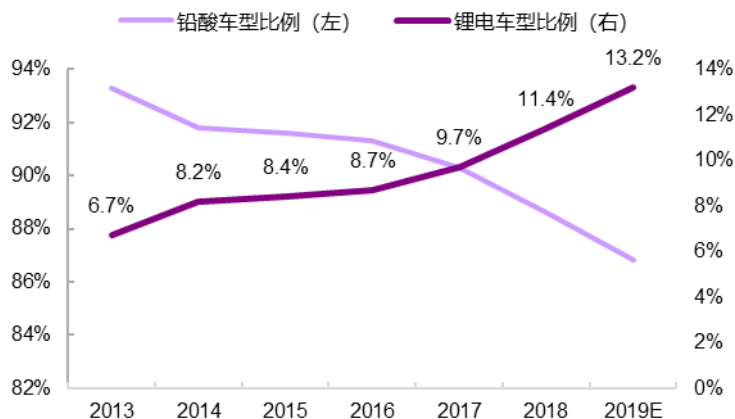
表 2：铅酸电池和锂电池优缺点对比

电池类型	优点	缺点
铅酸电池	成本低 无记忆效应 基本可完全回收 大电流放电性能好 高低温放电性能好 浮充寿命和安全稳定性好	重量大 循环寿命相对较低 富液式电池存在一定的排放污染 充电时间长
锂电池	重量轻 比能量高 循环寿命长 无记忆效应 充电时间短	成本较高 安全性能较差 大电流放电性能较差 大容量制造技术尚待进步

资料来源：爱玛科技招股书，光大证券研究所整理

根据 ZDC 互联网消费调研中心的数据，近年来搭载铅酸电池的电动自行车比例逐年下降，搭载锂电池的车型占比逐年上升，估计到 2019 年，锂电车型的比例达到 13.2%。随着新国标的落地，铅酸电池已经无法满足新标准对于整车重量 55Kg 的上限，预计未来几年锂电车型的比例有望迅速提升。

图 24：2013-2019 年电动自行车铅酸车型和锂电车型比例



资料来源：ZDC 互联网消费调研中心预测，公司公告，光大证券研究所整理

智能化是电动自行车的另一个重要趋势。随着互联网的快速发展，电动自行车的智能化升级成为重要的发展方向。与传统电动自行车相比，智能电动自行车的人车互动更出色，外观和使用感受更加年轻化。

图 25：电动自行车的智能化



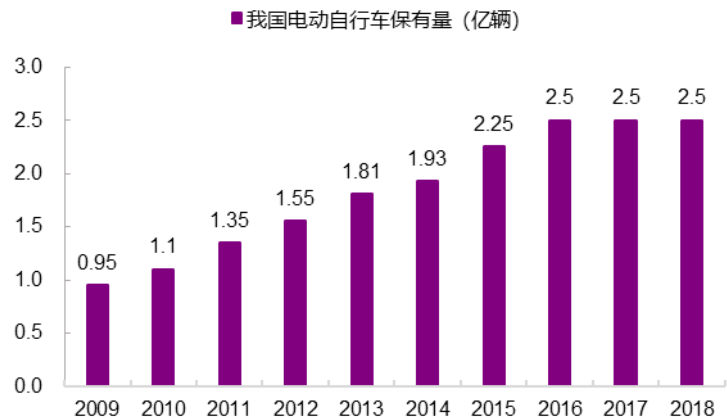
资料来源：在那儿共享出行

3、看点之一：toC 市场迎来换购潮，公司产能大幅扩张

3.1、新国标催生换购潮，集中度快速提升

根据 ZDC 互联网消费调研中心的数据，我国电动自行车的保有量约 2.5 亿辆，自 2016 年以来，电动自行车的保有量基本保持平稳。按照地区来看，江苏省、安徽省、山东省、河北省、河南省的销量和保有量较大。估计现有的电动自行车中，约 90% 不符合新国标的要求。

图 26：2009-2018 年我国电动自行车保有量



资料来源：ZDC 互联网消费调研中心，光大证券研究所整理

2019 年 4 月份开始，新国标 GB17761-2018《电动自行车安全技术规范》正式实施，流于形式的旧国标废止，电动自行车行业即将迎来大变革。很多地方政府陆续出台电动自行车的管理法规，针对新国标提出了新老车型的过渡政策。根据我们的梳理，国内大部分省市设置的过渡期为 3 年，禁止老国标电动自行车上路的时间集中在 2021-2024 年。

表 3：部分地区超标电动自行车过渡期情况

地区	过渡期时长	截至日期
广东省中山市	新旧国标均不符合为 1 年；符合旧国标的车型为 3 年	2020 年 6 月 20 日；2022 年 4 月 15 日
江苏省南京市	2 年	2020 年 12 月 31 日
天津市	3 年	2021 年 5 月 8 日
广东省佛山市	2 年	2021 年 6 月 15 日
湖北省咸宁市	3 年	2021 年 8 月 19 日
北京市	3 年	2021 年 10 月 31 日
甘肃省兰州市	3 年	2021 年 11 月 8 日
浙江省	3 年	2021 年 12 月 31 日
河南省郑州市	3 年	2021 年 12 月 31 日
上海市	3 年	2021 年 12 月 31 日
广东省梅州市	3 年	2022 年 4 月 15 日
湖北省宜昌市	3 年	2022 年 4 月 30 日
陕西省	3 年	2022 年 6 月 30 日
湖北省荆州市	3 年	2022 年 9 月 30 日
重庆市	3 年	2022 年 10 月 14 日
福建省福清市	3 年	2022 年 10 月 31 日
山东省	3 年	2022 年 12 月 31 日
湖南省湘潭市	4 年	2023 年 3 月 1 日
云南省昆明市	4 年	2023 年 4 月 14 日
广西省南宁市	3 年	2023 年 8 月 31 日
安徽省合肥市	3 年	2023 年 12 月

湖南省长沙市	4 年	2023 年 12 月 31 日
湖南省株洲市	4 年	2023 年 12 月 31 日
江西省赣州市	5 年	2023 年 12 月 31 日
江苏省	不超过 5 年	2024 年 4 月 14 日
山西省忻州市	5 年	2024 年 4 月 14 日
江西省新余市	5 年	2024 年 9 月 30 日

资料来源：小晨说电动车等，光大证券研究所整理

目前国内电动自行车的保有量约 2.5 亿辆，假设 90% 不符合新国标的要求，则存量替换需求约 2.25 亿辆。但考虑各地区新国标执行力度有差异，直辖市/省会城市/地级市/县城/村镇的执行效果可能依次递减，因此我们假设悲观（存量替换 30%）、中性（存量替换 50%）、乐观（存量替换 70%）三种情形。根据我们的梳理，目前已公布的过渡期截止时间集中在 2021、2022 年，因此我们假设 2020-2024 年换购需求的分布为 10%/30%/30%/20%/10%。由此我们计算出新国标催生的换购需求如表 4 所示，中性情况下，2020-2024 年每年新增的换购需求约 1125-3375 万辆。

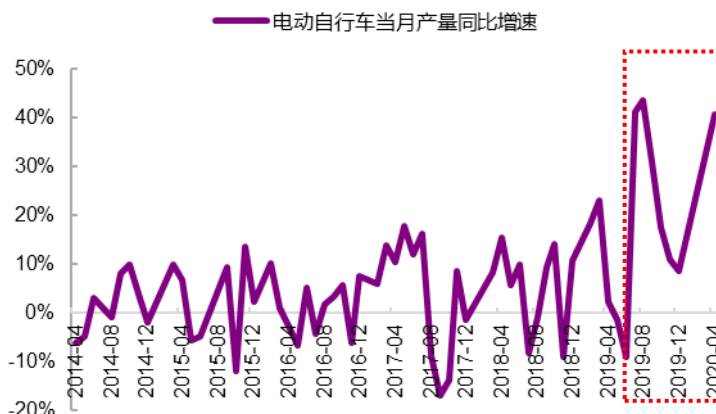
表 4：新国标催生的电动自行车换购需求测算

	2020	2021	2022	2023	2024
假设：换购需求分布	10%	30%	30%	20%	10%
悲观（替换 30%）	675	2025	2025	1350	675
中性（替换 50%）	1125	3375	3375	2250	1125
乐观（替换 70%）	1575	4725	4725	3150	1575

资料来源：光大证券研究所测算

新国标于 2019 年 4 月 15 日正式实施，根据国家统计局的数据，2019 年 4、5、6 三个月国内电动自行车的产量同比增速较低，经销商的库存逐步消化，自 2019 年 7 月后行业产量恢复增长，且同比增速中枢高于前几年。

图 27：我国电动自行车当月产量同比增速

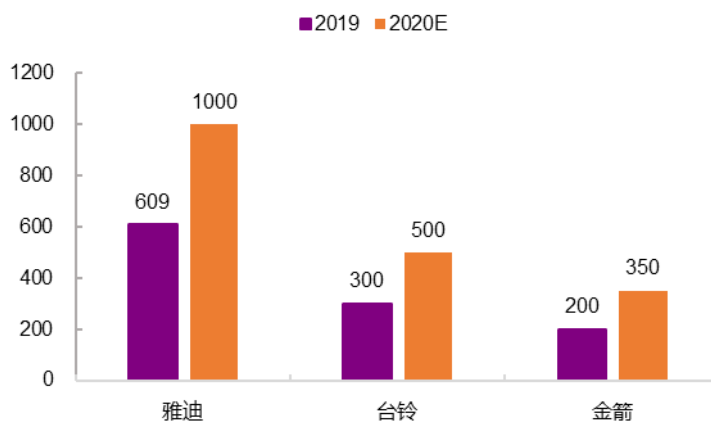


资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所

新国标的实施将进一步驱动行业集中度提升。2019年4月15日，GB17761-2018《电动自行车安全技术规范》正式实施，电动自行车的新国标替代了1999年发布的《电动自行车通用技术条件》。中国过去20多年的发展，实际是电动自行车的摩托化，但却按照非机动车来管理，而新国标突出了电动自行车的自行车属性。

根据《强制性产品认证实施规则—电动自行车》，自2019年4月15日起，电动自行车将由工业产品生产许可证管理转为CCC认证管理，此外，电动轻便摩托车和电动摩托车需要具备相应的电摩生产资质。行业内实力较弱的中小企业由于难以达到准入要求，将被迫退出市场竞争，产业集中度将进一步上升，行业竞争将逐步集中到行业内的现有大型企业之间。总体来看，随着市场进一步集中，具有品牌号召力、渠道优势突出、产品质量过硬的企业将获得更广阔的发展空间，市场份额将逐渐向这些优势企业集中。2020年是新国标实施之后的第一个完整年度，头部品牌大幅提高2020年销量目标，如雅迪2020年销量目标为1000万辆(+64%)、台铃为500万辆(+67%)、金箭为350万辆(+75%)。

图 28：部分全国性品牌的 2020 年销量目标（单位：万辆）



资料来源：钛媒体，光大证券研究所整理

3.2、公司积极扩产，推出智能/锂电车型

公司年产能将由200万辆扩张至500万辆。公司现有及未来的工厂规划位于天津、无锡、湖北、广东及温州，截止2019年末，公司产能合计200万辆。根据公司的规划，到2021年末，公司各生产基地合计产能将达到500万辆。具体情况如下：1) 重要子公司天津新日、湖北新日、广东新日分别取得了电摩生产资质；2) 启动了无锡制造中心智能化工厂改扩建项目；3) 子公司浙江新日已储备好未来建设温州工厂的土地。

表 5：新日股份产能规划

	现有产能 (万辆)	2021 年末产能 (万辆)
无锡	未披露	200
温州	未披露	50
天津+湖北+广东	未披露	250
合计	200	500

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

新国标实施后，公司积极应对行业变化，截至 2019 年底，在电动自行车、电动轻便摩托车和电动摩托车三个品类获得 CCC 认证的产品超过 200 款，并在诸如上海、北京、浙江、福建等省、直辖市完成百款以上产品的上目录工作。

锂电化、智能化是电动自行车的重要发展趋势，公司也推出智能锂电车型。2019 年公司推出 K3、晶美、X1 等搭载智能芯片的产品。2020 年 6 月 8 日，公司召开“新日超战略全球发布会”，将在高端车型 MIKU Super 上搭载全新一代汽车级锂电池，质保期达到 5 年（锂电车型质保期一般为 3 年）。

图 29：新日智能锂电车



资料来源：公司官网，光大证券研究所

3.3、拥抱新零售，加大广告投放力度

传统渠道方面，公司进一步提高经销商渠道的质量，2019 年累计开发直营客户 570 余家，累计开发 KA 渠道的门店 170 余家。除此之外，公司积极拥抱新零售，与天猫等展开深度合作，利用京东、天猫大数据挖掘用户需求，发布了具有精准定位的产品 XC1、X1。

公司在“新日超战略全球发布会”上宣布，今年计划广告投放覆盖 100 多个高铁站、100 多块高炮、100 列列车，并冠名江苏卫视的《我们签约吧》栏目，与 115 位明星大咖、超级主播，开展 319 场次的直播带货活动。

图 30：新日冠名《我们签约吧》



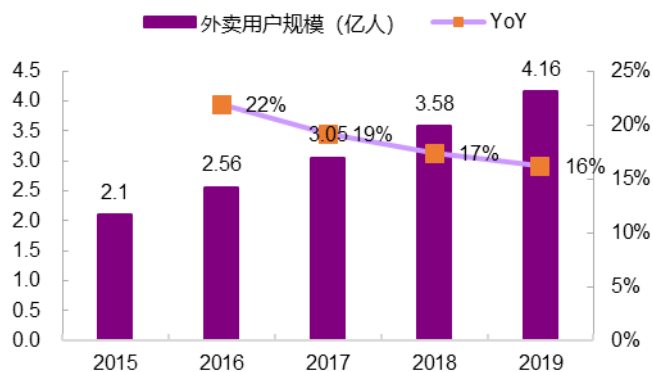
资料来源：公司官网

4、看点之二：共享电单车投放高峰，toB 市场高速增长

4.1、同城配送是百万辆级市场，公司团购业务高速增长

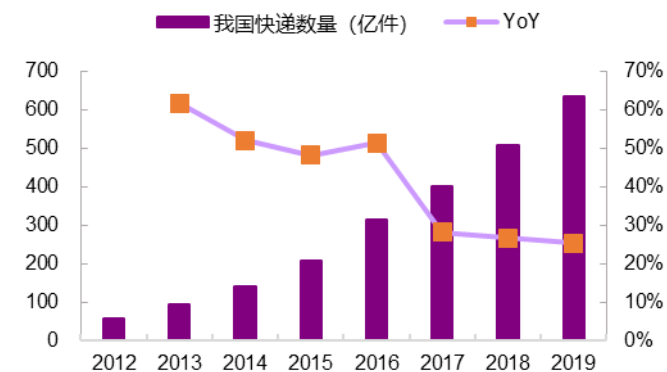
外卖、快递行业消化了大量的电动两轮车。截至 2019 年，我国外卖用户规模达到 4.2 亿人，2015-2019 年复合增速达到 19%；2019 年我国快递数量超过 600 亿件，2015-2019 年复合增速为 32%。

图 31：2015-2019 年我国外卖用户规模



资料来源：iresearch，光大证券研究所整理

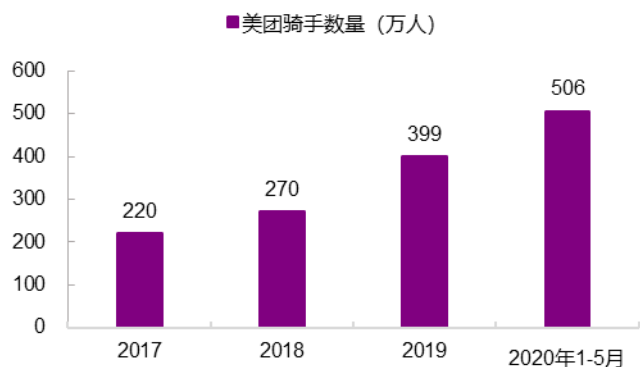
图 32：2012-2019 年我国快递数量



资料来源：Wind、国家统计局，光大证券研究所整理

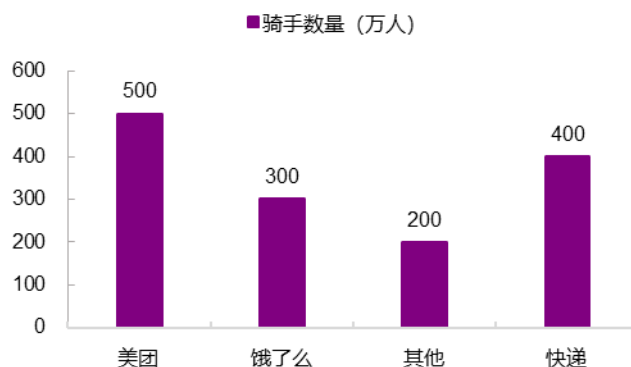
根据美团公布的数据，2019 年美团注册并取得收入的骑手达到 399 万人，同比增长 48%，此外，饿了么的骑手数量约 300 万人，叮咚买菜等平台的骑手预计约 200 万人，快递行业的骑手数量估计约 400 万人。

图 33：美团注册且取得收入的骑手数量



资料来源：美团研究院、美团《2019 年度企业社会责任报告》，光大证券研究所整理

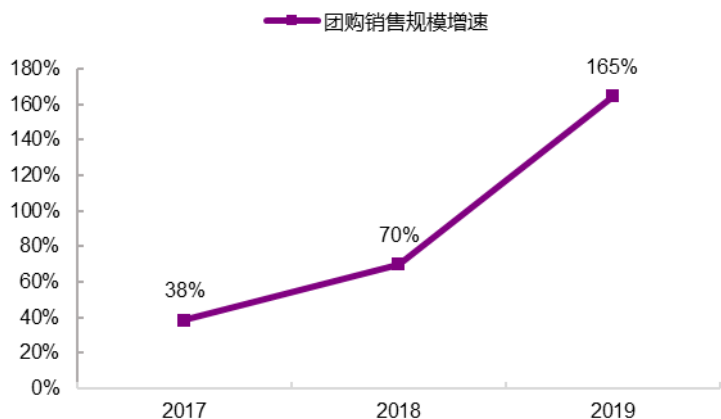
图 34：各类 o2o 平台及快递骑手数量



资料来源：美团、饿了么等，光大证券研究所整理
注：可能有骑手同时注册多个平台；截至 2020 年 5 月

近年来，同城配送、团购定制等领域的用车需求快速增加，骑手已经成长为百万级的市场需求群体。公司积极拓展直销渠道，**团购业务 2017-2019 年分别同比增长 38%/70%/165%**。公司近几年服务过的团购客户包括顺丰物流、中国邮政、中国人保等知名企业，在物流、外卖、快递行业积累了良好的口碑。截至 2020 年 4 月 20 日，公司需在二季度向团购客户交付约 30 万辆整车及相关配件，订单总金额合计约 8.8 亿元，已收到预付款金额近 2 亿元。新冠疫情的出现促进外卖物流、同城配送、线上购物等消费业态快速成长，也对电动两轮车的销量带来一定的积极影响。

图 35：2017-2019 年新日股份团购销售规模增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 36：新日推出的外卖车型



资料来源：公司官网

图 37：新日推出的外卖车型

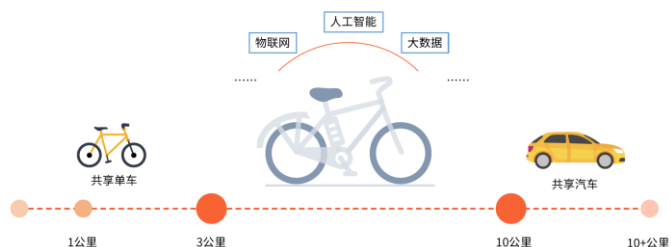


资料来源：公司官网

4.2、共享电单车战火重燃，公司有望充分受益

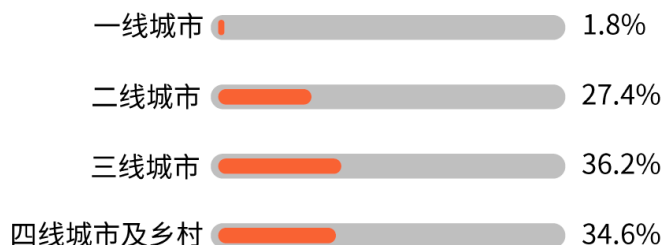
共享电单车又称为共享助力车等，主要解决 3-10 公里出行痛点。一些地区逐渐放开对共享电单车的管制，共享电单车正在进入加速发展期。目前不同地方政府对共享电单车的态度不一：1) 北京、上海等城市明确不鼓励发展共享电单车；2) 三四线及以下城市对共享电单车管制相对宽松。

图 38：共享电单车解决 3-10 公里出行痛点



资料来源：艾媒咨询

图 39：2020 年共享电单车用户城市分布



资料来源：艾媒咨询

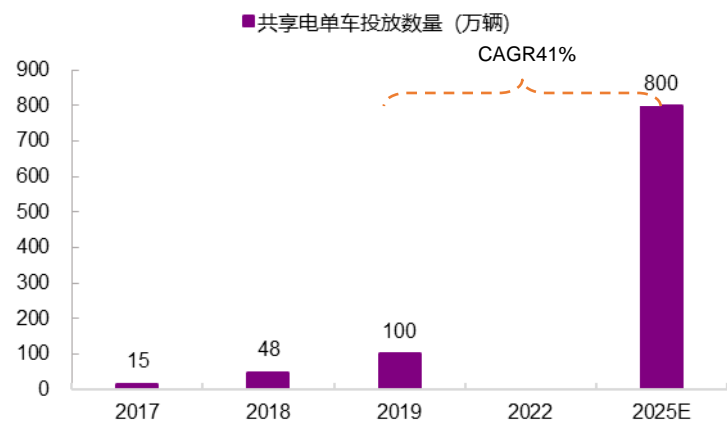
近几年陆续有超过 10 家企业进入共享电单车领域，其中体量较大的企业包括哈罗助力车、青桔电单车、美团电单车等。根据艾媒咨询的数据，2019 年我国共享电单车数量超过 100 万辆。未来几年，随着各大平台继续投放共享电单车，将有越来越多的用户使用共享电单车，艾媒咨询预测 2025 年共享电单车投放车辆将超过 800 万辆，2019 年到 2025 年的复合增长率将达到 41%。作为上游供应商，公司有望受益于共享电单车的推广浪潮。

表 6: 共享电单车主要企业

序号	产品名称	最新融资轮次	最新融资时间	成立时间	所在地	定位
1	哈罗助力车	战略投资	2019/12/31	2016/3/4	上海	综合出行服务商
2	青桔电单车	B 轮	2020/4/21	2017/8/28	杭州	共享单车平台
3	美团电单车	并购	--	2015/1/27	北京	互联网短途出行解决方案
4	街兔电单车	股权融资	--	2017/9/29	杭州	智能共享电单车服务平台
5	永安行电动助力自行车	战略投资	2017/12/4	2014/8/8	常州	用户付费共享单车服务商
6	松果电单车	天使轮	2018/1/21	2017/8/15	北京	共享出行服务提供商
7	骑电单车	A+轮	2018/7/31	2017/1/23	西安	电动车中短途租赁服务提供商
8	小鸣单车	B 轮	2017/7/14	2016/7/29	广州	个人租车与共享骑行于一体的新型单车服务
9	7 号电单车	C 轮	2015/4/13	2014/5/21	北京	共享电动单车服务提供商
10	蜜布科技	股权融资	2019/6/14	2017/5/15	北京	电动车出行服务提供商

资料来源: 未来汽车日报, 光大证券研究所整理

图 40: 我国共享电单车投放数量及预测



资料来源: 艾媒咨询预测, 光大证券研究所整理

美团是共享电单车领域的主要玩家, 2018 年收购摩拜之后, 同年 7 月就推出了助力车产品, 共享单车解决 0 到 3 公里出行需求, 而共享电动车解决 3-10 公里出行需求。根据 36 氪的报道, 美团将在 2020 年加大对共享电单车的投入, 计划采购超 200 万辆共享电动车, 合作方包括新日等。

图 41: 美团共享电单车



资料来源: 新浪

5、看点之三：管理层调整，助力公司抢占份额

5.1、2020 年是股权激励关键年

公司在 2018 年 7 月份公布了股票期权激励方案，向激励对象授予权益总计 800 万份，约占公司股本总额 20,400 万股的 3.92%，股票期权的行权价格为 10.50 元/股，激励对象总人数为 29 人，包括公司及控股子公司的董事、高级管理人员及核心技术（业务）骨干。

此次激励计划分两次行权，每次 50%。1) 第一个行权期的考核目标：以 2017 年为基数，2019 年营收增长率不低于 60%，或者净利润增长率不低于 75%，即 2019 年营收或者净利润需要达到 43.1 亿元和 1.3 亿元（未达到目标，完成率 70%/54%）；2) 第二个行权期的考核目标：以 2017 年为基数，2020 年营收增长率不低于 120%，或者净利润增长率不低于 240%，即 2020 年营收或者净利润需要达到 59.3 亿元和 2.5 亿元。

表 7：公司股权激励计划

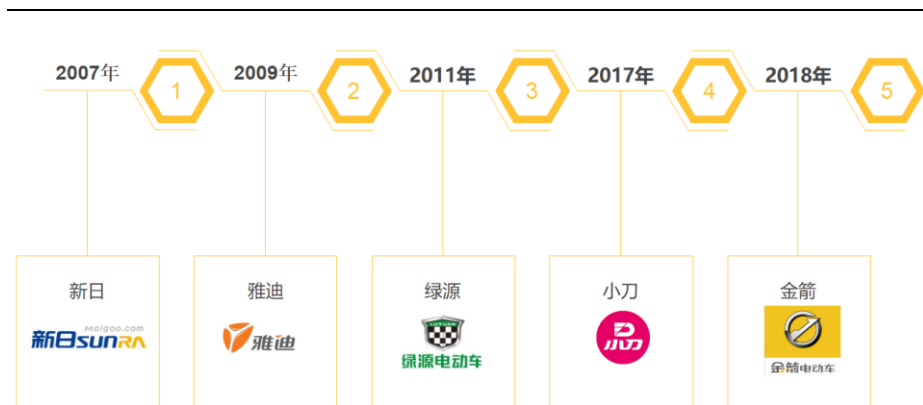
行权期	业绩考核目标
股票期权第一个行权期	以 2017 年营业收入或净利润为基数，2019 年营业收入增长率不低于 60% (43.1 亿元) 或净利润增长率不低于 75% (1.3 亿元)
股票期权第二个行权期	以 2017 年营业收入或净利润为基数，2020 年营业收入增长率不低于 120% (59.3 亿元) 或净利润增长率不低于 240% (2.5 亿元)

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

5.2、产能扩张+管理调整，拐点有望出现

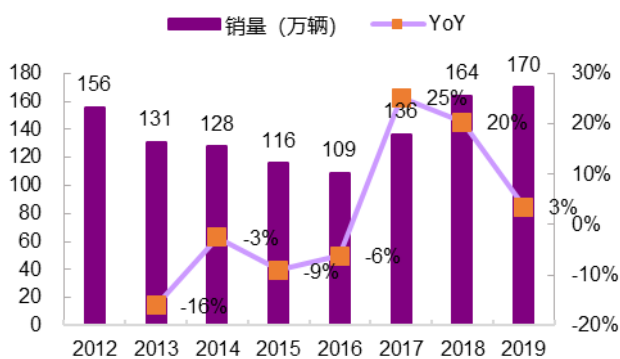
新日成立于 1999 年，是行业内首家年销量突破 100 万台的品牌，在 2009 年之前电动自行车多年保持全国销量第一，但之后逐渐被雅迪、爱玛超越。由于产能限制（多年年产能保持在 200 万辆）等原因，公司自 2012 年以来每年电动自行车销量保持在 100-170 万辆之间，营收基本保持在 20-30 亿元之间。

图 42：各品牌年销量突破 100 万辆的时间



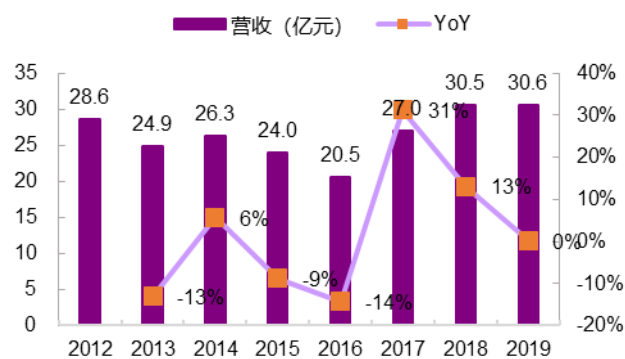
资料来源：各公司官网等，光大证券研究所绘制

图 43：2012-2019 年新日电动自行车销量



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 44：2012-2019 年新日电动自行车营收



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

自新国标执行之后 2019 年 5 月份起，包括两名副总经理在内的多名高管离职，这些离任高管大多在 2016 年任职。目前公司的两名副总经理吴诚华和徐勇于 2020 年初上任，之前分别任职天津新日总经理和湖北新日总经理。公司高管的调整与行业变革趋势相匹配，公司有望迎来业绩拐点。

表 8：新日股份离任高管

姓名	职务	任职日期	离职日期	学历	个人简历
范来生	财务负责人	2016-06-24	2020-04-23	本科	1962 年生，国家注册税务师、国家高级注册税务筹划师、会计师。曾任陕西省麟游县供销社联合社财务负责人等
段振威	副总经理	2017-10-26	2019-09-24	本科	1973 年生。曾任美的电器家用空调事业部副总裁、美的电器冰箱事业部副总裁、海尔电器家用空调事业部副总裁
林筱诚	董事	2016-06-21	2019-05-16	专科	1962 年生。曾任温州市海运公司助理工程师、北京新日副总经理
林筱诚	副总经理	2016-06-24	2019-05-16	专科	1962 年生。曾任温州市海运公司助理工程师、北京新日副总经理
冯安平	监事	2016-06-21	2019-05-16	本科	1979 年生，国际注册内部审计师。曾任江苏沙钢集团审计部审计师

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 9：新日股份现任高管

姓名	职务	任职日期	学历	个人简历
赵学忠	总经理	2016/6/24	硕士	1969 年生。现任公司董事、总经理，曾在陕西电信集团宝鸡分公司工作，曾任北京新日总经理
王晨阳	副总经理	2017/5/26	硕士	1979 年生，具有上交所董事会秘书资格。现任公司董事、副总经理、董事会秘书，曾任申达科技工业园管委会主任秘书、申达集团董事局秘书
吴诚华	副总经理	2020/1/3	本科	1968 年生。现任公司副总经理，曾任天津新日总经理、川北电子工业公司项目负责人、捷安特（中国）本部长等职务
徐勇	副总经理	2020/1/3	硕士	1966 年生。现任公司副总经理，曾任湖北新日总经理、青岛澳柯玛电动车副总经理、新大洋机电常务副总经理等
李港	财务负责人	2020/4/23	本科	1980 年生。现任公司财务负责人，曾任美的集团家用空调事业部内销财务经理、美的集团洗衣机事业部财务经理
王晨阳	董事会秘书	2016/6/24	硕士	1979 年生，具有上交所董事会秘书资格。现任公司董事、副总经理、董事会秘书，曾任申达科技工业园管委会主任秘书、申达集团董事局秘书

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

6、盈利预测

6.1、关键假设

1、豪华款车型：考虑团购客户的车型要求及新国标的换购需求，预计简易款车型表现好于豪华款车型。我们预测 2020E-2022E 豪华款车型的增速分别为 20%/15%/8%；裸车价格基本保持不变，则公司 2020E-2022E 豪华款车型收入为 14.1/16.3/17.6 亿元。裸车成本基本保持不变，则 2020E-2022E 豪华版车型的毛利率分别为 13.2%/13.2%/13.8%。

2、简易款车型：预计该车型的销量增速较快，假设 2020E-2022E 销量分别为 258/323/381 万辆，同比+180%/25%/18%；共享电单车大多属于简易款，因此假设单价分别-2%/-2%/-2%，则公司 2020E-2022E 简易款车型收入为 26.4/32.3/37.3 亿元。裸车成本基本保持不变，则 2020E-2022E 简易版车型的毛利率分别为 15.3%/13.2%/11.8%。

3、特种车及其他业务：特种车收入占比较低，2018 年起公司把电池计入其他业务，因此该部分主要构成是电池。销量按照豪华款+简易款加总计算；由于锂电池的比例会逐步上升，因此该部分单价逐年增长。2020E-2022E 该部分收入分别增长 117%/29%/20%，毛利率分别为 18.5%/20.1%/20.8%。

4、随着收入规模增长，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率合理下降。雅迪控股 2015/2016 年销量约 332 万辆，销售费用率 6.8%-7%之间，管理费用率（含研发费用）5.6%-6.4%，2017 年销量超 400 万辆之后，销售费用率最低下降至 4.7%，管理费用率下降至 4.2%。而公司 2019 年之前的销量在 170 万辆以下，销售费用率 7.2%以上，管理费用率+研发费用率 4.7%以上，因此我们认为随着公司销量突破 400 万辆，费用率将出现合理下降，预计 2020E-2022E 销售费用率 7.00%/6.50%/6.20%，管理费用率 3.30%/2.70%/2.50%，研发费用率 1.94%/1.80%/1.65%。

表 10：新日股份收入预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
豪华款	销量 (万辆)	84.6	77.6	93.2	107.1	115.7
	YoY	21.4%	-8.3%	20.0%	15.0%	8.0%
	价格 (元/辆)	1499	1495	1510	1518	1525
	YoY		-0.2%	1.0%	0.5%	0.5%
	收入 (百万元)	1267.9	1160.6	1406.7	1625.7	1764.6
	YoY		-8.5%	21.2%	15.6%	8.5%
	单位成本 (元/辆)	1301	1314	1311	1318	1315
	YoY		1.0%	-0.2%	0.5%	-0.2%
	毛利率	13.2%	12.1%	13.2%	13.2%	13.8%
简易款	销量 (万辆)	79.5	92.2	258.1	322.6	380.7
	YoY	19.2%	16.0%	180.0%	25.0%	18.0%
	价格 (元/辆)	1085	1042	1021	1001	981
	YoY		-3.9%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
	收入 (百万元)	862.0	960.3	2635.0	3227.9	3732.7
	YoY		11.4%	174.4%	22.5%	15.6%
	单位成本 (元/辆)	850	882	864	869	864

	YoY		3.8%	-2.0%	0.5%	-0.5%
	毛利率	21.6%	15.3%	15.3%	13.2%	11.8%
	销量 (万辆)	164.1	169.8	351.2	429.7	496.3
	YoY	20.3%	3.5%	106.9%	22.3%	15.5%
	价格 (主要是电池, 万元/辆)	561	550	578	607	631
	YoY		-1.9%	5.0%	5.0%	4.0%
特种车及其他业务	收入 (百万元)	920.6	934.6	2029.9	2607.8	3132.7
	YoY		1.5%	117.2%	28.5%	20.1%
	单位成本 (万元/辆)	492	457	471	485	500
	YoY		-8%	3%	3%	3%
	毛利率	12.2%	16.9%	18.5%	20.1%	20.8%

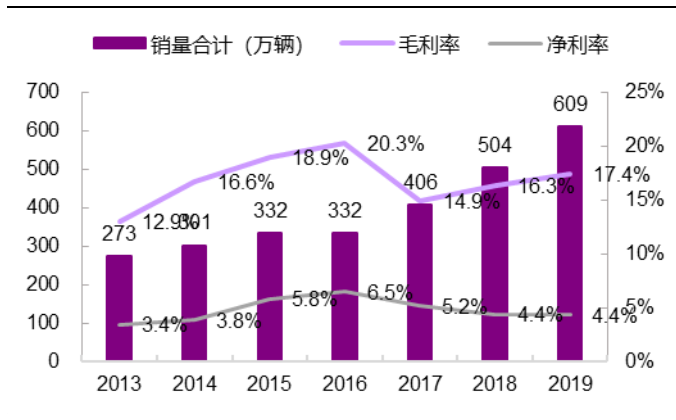
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

表 11: 新日股份费用率预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销量 (万辆)	164	170	351	430	496
销售费用率	8.33%	7.21%	7.00%	6.50%	6.20%
管理费用率	2.93%	3.34%	3.30%	2.70%	2.50%
研发费用率	1.76%	2.12%	1.94%	1.80%	1.65%
管理费用率+研发费用率	4.70%	5.46%	5.24%	4.50%	4.15%

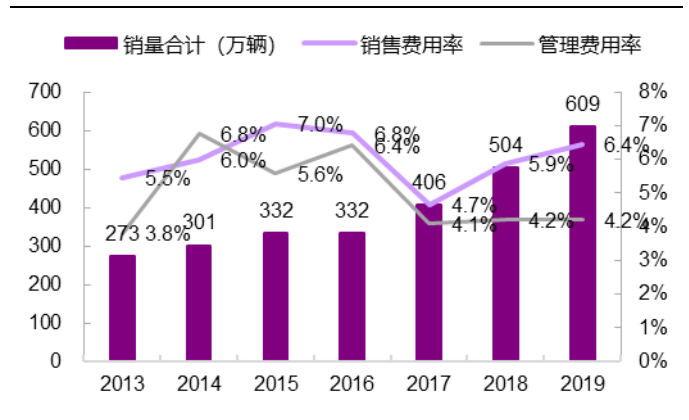
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

图 45: 2013-2019 年雅迪控股的销量/毛利率/净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 46: 2013-2019 年雅迪控股的销量/销售费用率/管理费用率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

6.2、盈利预测

基于以上假设, 经模型计算得出公司 2020E-2022E 净利润分别为 2.0/3.1/4.0 亿元, 按照 20,400 万股本计算, 2020E-2022E EPS 预测分别为 1.00/1.53/1.98 元/股。

表 12：新日股份盈利预测

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,050	3,056	6,072	7,461	8,630
营业收入增长率	13.14%	0.16%	98.71%	22.89%	15.66%
净利润（百万元）	89	71	204	312	403
净利润增长率	21.03%	-20.45%	189.42%	52.64%	29.50%
EPS（元）	0.43	0.35	1.00	1.53	1.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.39%	7.32%	17.86%	22.52%	24.05%
P/E	48	60	21	14	11
P/B	4.5	4.4	3.7	3.1	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：股价时间为 2020 年 7 月 7 日

7、估值水平与投资评级

7.1、相对估值

我们选取雅迪控股（港股电动自行车企业）、小牛电动（美股电动自行车企业）、八方股份（A 股电踏车电机供应商）作为可比公司，截至 2020 年 7 月 7 日，可比公司 2020-2022 年 PE 均值为 61/38/30 倍。预计新日股份 2020E-2022E EPS 为 1.00/1.53/1.98 元/股，2020 年 7 月 7 日收盘价对应 PE 为 21/14/11 倍。考虑不同股票市场的估值差异，谨慎给予公司 2020 年 PE 为 28X，对应目标价 28.0 元/股（目前 20.91 元/股）。

表 13：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS（元/股）				PE（倍）			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
1585.HK	雅迪控股	175.8	5.87	0.18	0.22	0.26	0.33	34	27	22	18
NIU.O	小牛电动	116.8	155.46	1.24	1.44	2.65	3.29	125	108	59	47
603489.SH	八方股份	173.1	144.27	2.70	3.04	4.27	5.61	53	47	34	26
	平均							71	61	38	30
603787.SH	新日股份	42.7	20.91	0.35	1.00	1.53	1.98	60	21	14	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：股价为 2020 年 7 月 7 日；市值、收盘价、EPS 均为人民币，美元兑人民币汇率 7.031、港币兑人民币汇率 0.90722；新日股份为光大证券研究所预测，可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

7.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 1%；
- 2、β 值选取：选取 Wind 概念类-自行车行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 12.8%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	3.17%

β (levered)	1.57
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	9.95%
税率	12.77%
Kd	0.00%
Ve	3959.89
Vd	0.00
目标资本结构	0.00%
WACC	9.95%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1476.82	30.41%
第二阶段	1919.05	39.51%
第三阶段 (终值)	1460.84	30.08%
企业价值 AEV	4856.71	100.00%
加: 非经营性净资产价值	817.68	16.84%
减: 少数股东权益 (市值)	2.29	-0.05%
减: 债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	5672.10	116.79%
股本 (百万股)	204.00	
每股价值 (元)	27.80	
PE (隐含)	27.79	
PE (动态)	19.39	

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
8.95%	29.55	30.06	30.64	31.29	32.04
9.45%	28.22	28.66	29.14	29.69	30.31
9.95%	27.02	27.39	27.80	28.27	28.79
10.45%	25.93	26.25	26.60	26.99	27.43
10.95%	24.93	25.20	25.51	25.84	26.21

资料来源：光大证券研究所

根据绝对估值结果，公司合理股价为 27.80 元/股，敏感性分析得到公司合理股价区间为 26.25-29.69 元/股。

7.3、估值结论与投资评级

新日股份是国内电动自行车全国知名品牌。考虑：1) toC 市场因新国标即将迎来换购潮，且集中度提升；2) toB 市场受益于共享电单车投放高峰；3) 公司自去年开始扩建产能（由 200 万辆/年扩张至 2021 年底的 500 万辆/年），且管理层调整，公司业绩有望拐点向上。综合相对估值和绝对估值法的结果，我们认为公司合理股价为 28 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

8、风险分析

1) 新国标执行层面的风险：新国标自 2019 年 4 月 15 日实施以来，各地方政府陆续出台了针对性的管理条例，对已销售但不满足新国标的电动自行车设置了过渡期。如果过渡期之后各地区的执法效果不好，可能导致换购潮不及预期。

2) 地方政府管制共享单车的风险：部分地方政府不鼓励共享单车的推广，这可能导致公司的团购业务增速不及预期。

3) 股权激励目标无法完成的风险：公司在 2018 年公布了股票期权激励方案，2020 年是第二个行权年份，营收和净利润目标较高，公司对管理层进行了调整，但仍然有可能无法完成 2020 年业绩目标。

4) 新冠肺炎疫情出现反弹的风险：目前国内新冠肺炎疫情基本得到有效控制，但不排除后面出现反弹的可能性，如果疫情反弹，防控力度再次升级，将影响电动两轮车的销售。如果疫情继续保持现状，反而有利于公司电动两轮车的销售，截至 2020 年 4 月 20 日，除直销渠道团购业务外，公司 4 月份传统渠道销量同比增长 77%，对于个人消费者，电动两轮车出行风险要低于公共交通，而且同城配送的电动两轮车需求明显增长。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,050	3,056	6,072	7,461	8,630
营业成本	2,585	2,609	5,107	6,299	7,292
折旧和摊销	53	74	80	102	125
税金及附加	15	12	24	28	32
销售费用	254	220	425	485	535
管理费用	89	102	200	201	216
研发费用	54	65	118	134	142
财务费用	-6	-19	-13	-16	-14
投资收益	30	6	0	0	0
营业利润	97	74	231	353	459
利润总额	104	78	234	355	459
所得税	16	7	30	43	56
净利润	89	71	204	312	403
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	89	71	204	312	403
EPS(按最新股本计)	0.43	0.35	1.00	1.53	1.98

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	167	67	710	429	356
净利润	89	71	204	312	403
折旧摊销	53	74	80	102	125
净营运资金增加	-68	-297	-137	109	274
其他	94	219	563	-94	-447
投资活动产生现金流	-141	497	-356	-425	-180
净资本支出	-204	-128	-300	-350	-130
长期投资变化	20	22	0	0	0
其他资产变化	42	602	-56	-75	-50
融资活动现金流	-24	-50	-3	-54	-91
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-77	-100	891	226	92
净现金流	2	514	351	-50	85

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	15.3%	14.6%	15.9%	15.6%	15.5%
EBITDA 率	3.8%	4.6%	5.0%	6.0%	6.7%
EBIT 率	2.0%	2.1%	3.7%	4.6%	5.3%
税前净利润率	3.4%	2.5%	3.8%	4.8%	5.3%
归母净利润率	2.9%	2.3%	3.4%	4.2%	4.7%
ROA	4.7%	3.9%	7.1%	9.3%	10.8%
ROE (摊薄)	9.4%	7.3%	17.9%	22.5%	24.0%
经营性 ROIC	8.1%	15.4%	38.2%	33.1%	32.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	50%	47%	60%	59%	55%
流动比率	1.44	1.46	1.17	1.11	1.23
速动比率	1.25	1.30	0.99	0.92	1.02
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,900	1,820	2,890	3,356	3,742
货币资金	590	866	1,217	1,167	1,252
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	60	155	345	495	655
应收票据	192	0	0	0	0
其他应收款(合计)	6	7	14	17	21
存货	172	135	313	379	423
其他流动资产	304	22	82	54	77
流动资产合计	1,336	1,217	2,010	2,154	2,485
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	20	22	22	22	22
固定资产	353	322	374	479	501
在建工程	9	26	126	198	135
无形资产	159	221	266	311	354
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	14	0	6	6	6
非流动资产合计	564	604	880	1,202	1,257
总负债	956	856	1,746	1,972	2,064
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	361	303	541	604	627
应付票据	141	251	771	826	789
预收账款	238	65	191	260	357
其他流动负债	16	26	11	18	14
流动负债合计	930	832	1,714	1,938	2,026
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	23	32	34	37
非流动负债合计	26	24	33	34	38
股东权益	944	965	1,144	1,384	1,679
股本	204	204	204	204	204
公积金	278	285	305	325	325
未分配利润	461	475	634	855	1,149
归属母公司权益	944	964	1,143	1,383	1,678
少数股东权益	0	1	1	1	1

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.33%	7.21%	7.00%	6.50%	6.20%
管理费用率	2.93%	3.34%	3.30%	2.70%	2.50%
财务费用率	-0.20%	-0.62%	-0.21%	-0.21%	-0.17%
研发费用率	1.76%	2.12%	1.94%	1.80%	1.65%
所得税率	15%	9%	13%	12%	12%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.25	0.12	0.35	0.53	0.69
每股经营现金流	0.82	0.33	3.48	2.10	1.75
每股净资产	4.63	4.72	5.60	6.78	8.22
每股销售收入	14.95	14.98	29.76	36.58	42.30

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	48	60	21	14	11
PB	4.5	4.4	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	34.7	26.5	11.9	8.5	6.6
股息率	1.2%	0.6%	1.7%	2.6%	3.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼