

内销格局优化，海外有序在拓

——再议电动两轮车行业

行业评级：看好

2023年10月24日

分析师
邮箱
电话
证书编号

邱世梁
qiushiliang@stocke.com.cn
18516256639
S1230520050001

分析师
邮箱
电话
证书编号

王华君
wanghuajun@stocke.com.cn
18610723118
S1230520080005

分析师
邮箱
电话
证书编号

王家艺
wangjiayi@stocke.com.cn
18021010821
S1230523080015

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

投资要点——市场争议点再探讨

1、行业空间：上调国内市场容量，上调海外远期空间

• 国内：国内市场稳态下年销量预期，有望触达7000万辆

- 1) 根据保有量和自然更替周期，推算国内市场年销量稳态约6,000+万辆；
- 2) 借助钠电高能量密度和安全性，推算国内市场小排量油摩迭代空间+城市空白填补预计约千万辆。

• 海外：存量市场油改电确定性强，潜在市场有望靠钠电开拓

2、格局之争：头部集中再加速，比拼消费品品牌建设的能力，“经销商”心智与“消费者”心智两手都要抓

- 1) 管理层：龙头经营信心超越行业
- 2) 渠道端：门店效率碾压后排品牌
- 3) 产品端：产品体系钳制后排品牌

3、盈利能力：至少还有三张王牌在手，单车盈利上限层层突破值得期待

- 1) 规模效应：自身供应链效率直接提升（采购优化与生产优化）+产业链地位间接提高，有望带来可观的利润弹性
- 2) 结构提升：集中度提升→龙头市场把控度增强→产品结构优化→ASP与单车净利双升；钠电推出→解决城市高端→产品结构优化→ASP与单车净利双升
- 3) 产业延伸：上游延展电池电机等高价值环节可期；下游精简经销体系，渠道利润空间有望部分纳入体内。

4、催化剂：龙头市场份额提升超预期、钠电接受程度超预期、出海进展超预期

5、行业评级与推荐标的：行业看好

- 深耕行业绝对龙头，产品力+渠道+品牌+管理层战略高度均具备竞争优势，**推荐：雅迪控股**
- 收拾行囊再出发，渠道&产品全线发力，呈现较强追赶态势，**推荐：爱玛科技**
- 黑科技造车新势力，创新引领国内外小众市场，**推荐九号公司，建议关注NIU（小牛电动）、久祺股份、正浩科技（未上市）**

- 1、**宏观经济失速影响消费需求：**若整体经济环境不好，可能会对国内消费需求有负面影响；
- 2、**原材料价格波动：**原材料价格波动会对利润有影响；
- 3、**海外地缘政治风险：**若海外存在较强地缘政治影响，可能会导致海外开拓新市场进度不及预期

目录

CONTENTS

01

行业空间

上调国内总量，上调海外空间

02

竞争格局加速集中

管理层：龙头经营信心超越行业

渠道端：门店效率碾压后排品牌

产品端：产品体系钳制后排品牌

03

盈利能力上限探讨

产品力提升+渠道优化+品牌营销能力进化

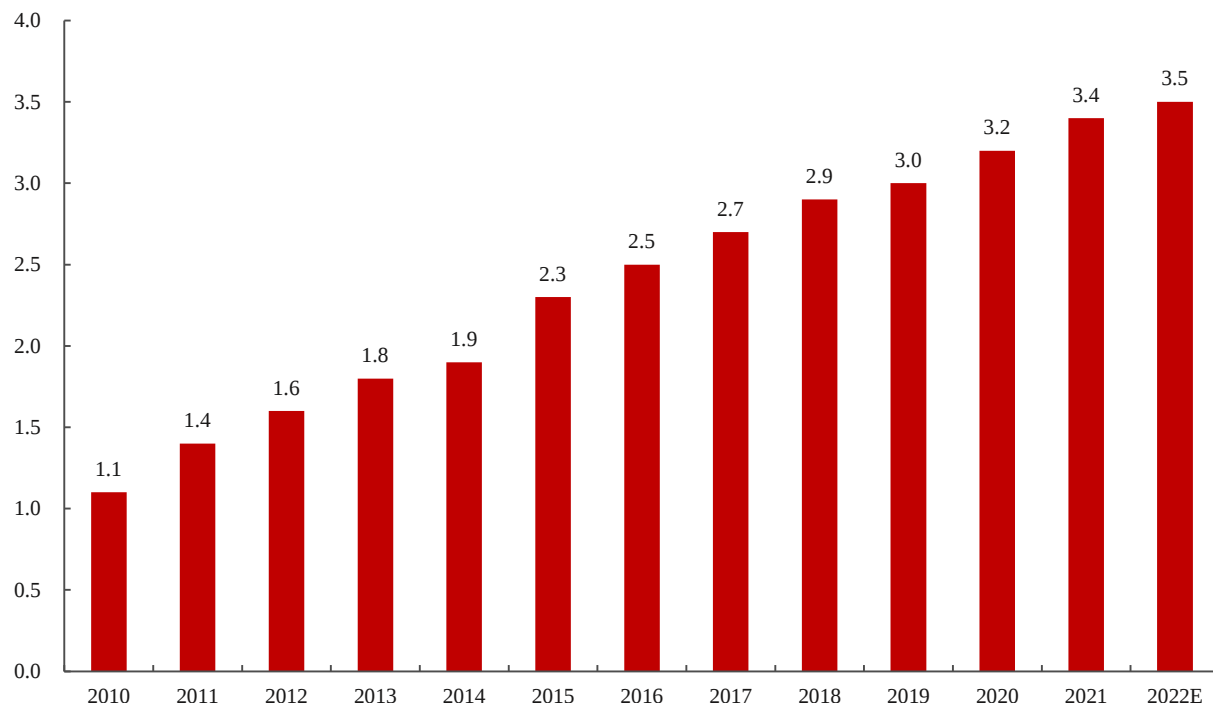
04

投资建议&推荐标的

➤ 行业总量：我们认为行业规模会稳定在7000+万台=6000+万【保有量/换车周期】+接近1000万【城市+油摩贡献增量】。

- *根据中国自行车协会数据，22年电动两轮车保有量预计3.5亿，两轮车自然更替周期3-5年，其中保有量数据存在一些废弃车辆难以分离出，总数可能略偏高；更替周期近些年受技术迭代和外观推新加快，实际可能更短。
- 根据摩托车商会数据，我们测算油摩可被迭代的存量空间预计600万左右；
- 根据多品牌一线城市门店数占比推测，当前一线城市市场预计销量占比不到10%，随着新产品新技术的推动，城市市场保有量有望扩容。

图：电动两轮车保有量（单位：亿辆）



资料来源：中国自行车协会数据、浙商证券研究所

表：油摩增量贡献测算（单位：万辆）

2022年摩托车销量与结构

燃油	1,378.73	存在被迭代可能	1,005
50cc系列	58	√	
110cc系列	152	√	
125cc系列	494	√	
150cc系列	301	√	
250cc及以上	191		
其他	183		
电动	763		
2020-2022年内销/总销量			
2020年	1,707	998	58%
2021年	2,019	1,122	56%
2022年	2,142	1,378	64%
平均			59%
国内市场油转电可继续释放的上限			598

资料来源：中国摩托车商会、中国汽车工业协会、浙商证券研究所

1.1 国内市场：新国标对需求的影响探讨已成为过去式

我们认为新国标对需求的短期影响偏弱，因为各省纷纷延期新国标最终实施时间，侧面表明过去各省在新国标的严格执行上有挑战。

表：21年全国销量预估4400万台，表为销量过140万的省市

省/市	新国标政策实施情况	销量（万台）		评价
广东省	2019年4月实施，过渡时间有差异（中山：2022年4月15日；韶关：2021年4月30日；茂名：2020年9月30日；佛山：2021年6月15日；梅州：2022年4月15日；深圳：2021年12月31日）	560	广州：过渡期号牌有效期至2023年11月30日止； 深圳：超标电动车2023年1月1日起全面禁止上路（此前是22年开始禁止）； 佛山：2022年10月起，黄牌电动自行车禁止上路，2023年1月1日起，蓝牌非标电动车禁止上路；（此前是21年中禁止） 韶关：2022年5月30日临时号牌失效； 茂名：2020又延期一年，处理方案未定	总体基本延期1年
江苏省	2019年4月15日开始实施新国标，5年过渡期后对未上牌依法处罚。	500		
山东省	对在用不达标电动自行车设置不超过3年过渡期（2022年12月31日）	460	2022年12月31日电动自行车临时号牌过渡期满后，暂不禁止上路行驶，快递外卖用车需更换新国标。	要求放宽，仅对快递外卖等严监管
河南省	2019年4月1日开始，2021年12月31日超标车将被强制报废。	430	2023年12月31日后郑州超标车辆不允许上路	延期2年
浙江省	2019年4月15日开始实施新国标，2021年12月31日备案车辆停止使用	300	自2023年1月1日起非标电动车不得上道路行驶，如果继续违法上路行驶，公安交管部门可以处以300-500元罚款，拒不改正的将被没收车辆。	延期1年
河北省	2022年5月1日前购买需上牌；对临时号牌设置三年过渡期（2025）	290		
安徽省	2020年6-12月开始登记发证，2023年12月后开始处罚	260	2023年3月1日实施，临时通行期限3年，期满后，不符合强制性国家标准的电动自行车不得上道路行驶。	延期3年
四川省	2019年10月15前办理注册登记，过渡期为3年（2022年10月14日）	150		
北京市	2019年5月1日禁止无牌电动车上路行驶，2021年10月31日超标电动车不得再上路	140		

资料来源：《全球电动车联盟》、《电动车联盟网》、《电动车360》、各地政府网站、浙商证券研究所

更多免费行业报告

并购家

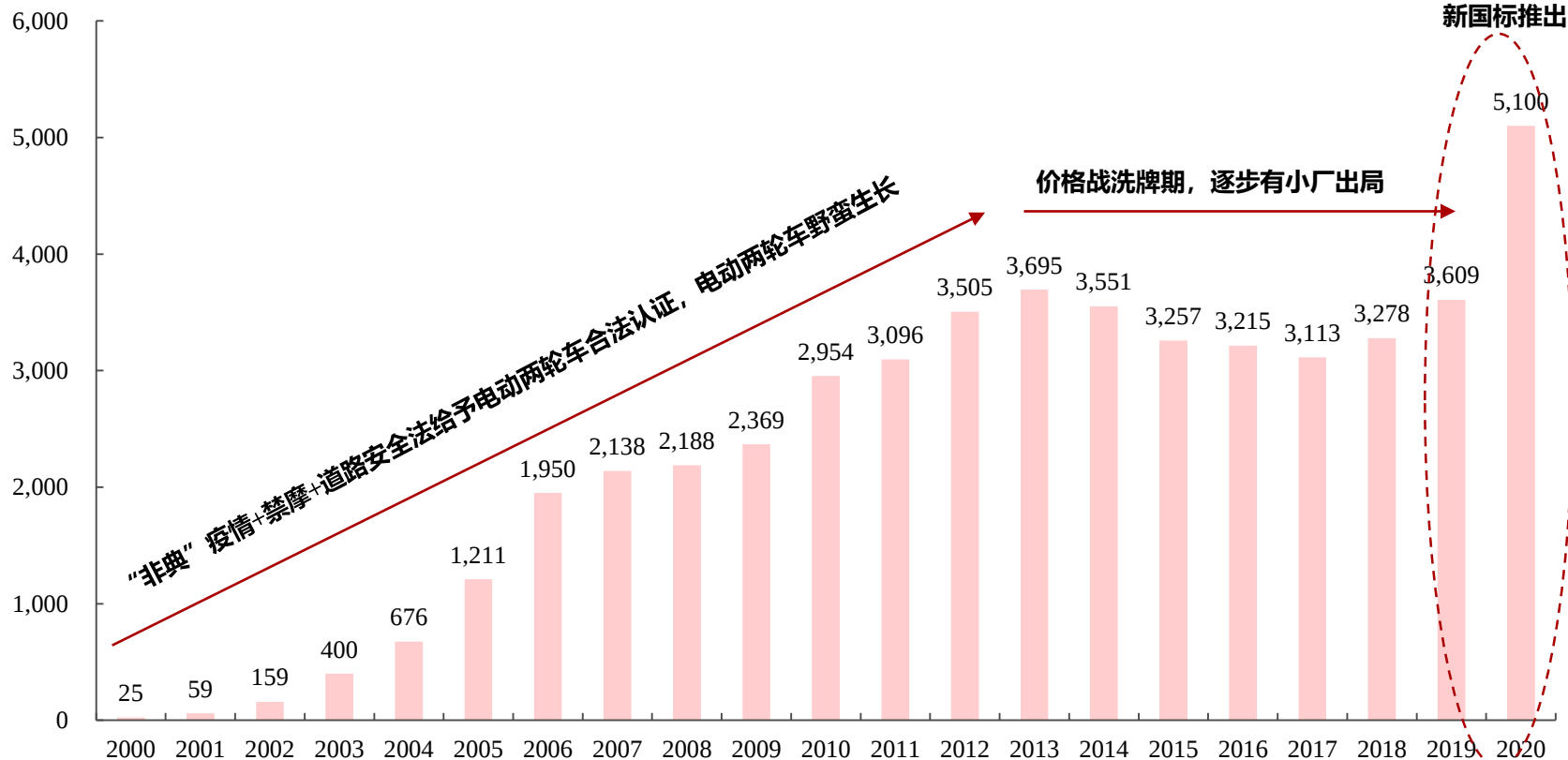
www.ipoipo.cn

➤ 2020年行业产量飙至新阶段，新国标影响核心在于供给端：隐形指标显性化

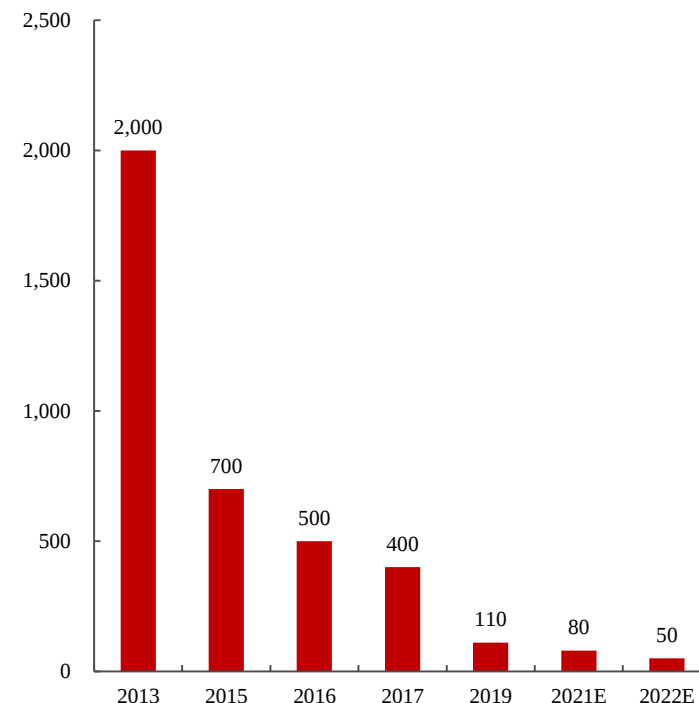
过去行业内存在很多小厂，而这些小厂的产销数据可能并未完全被纳入统计

- ✓ 新国标强制性要求3C认证，直接抬升行业门槛、带来供给出清，行业内本身存在合规经营风险的、无力支付认证费的小厂可能直接出局，其份额被易于纳入统计的大厂攫取。
- ✓ 新国标3C认证间接保护大厂知识产权，以雅迪爱玛为首的头部玩家逐步减少通路车型（公模车），纷纷增加自主车型占比，进一步加速无力应对自主化的小品牌出局。

图：电动自行车行业产量（万）



图：电动两轮车企业数量不断减少，集中度提升（单位：家）

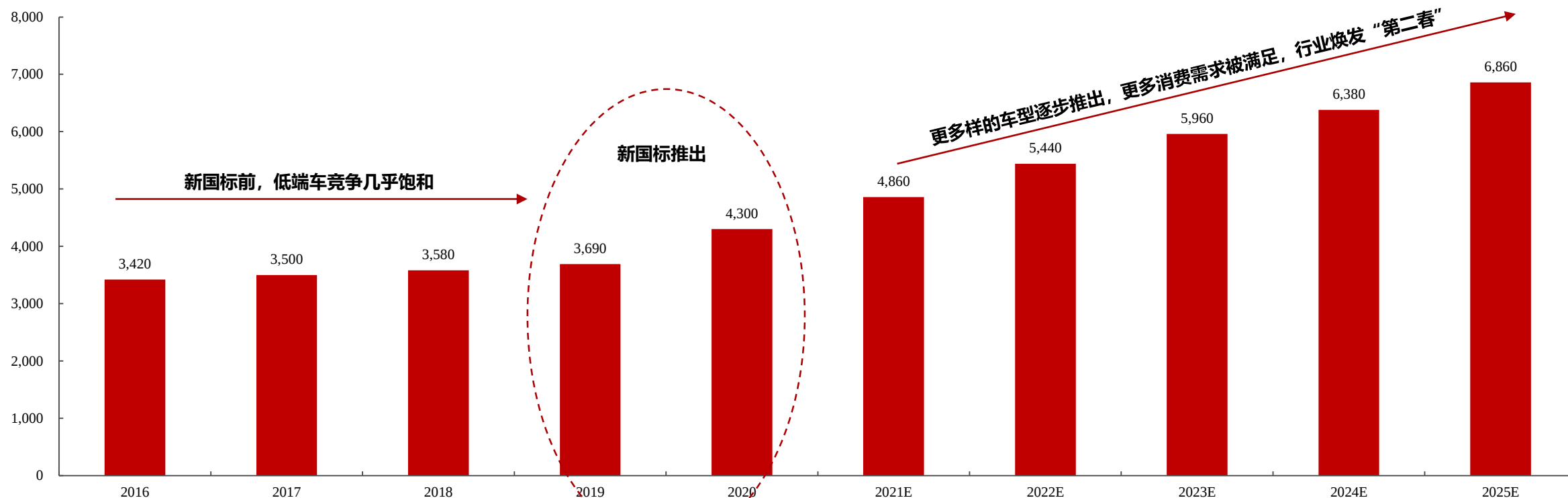


1.1 国内市场：一个可供参考的数据

➤ 根据沙利文数据，预计2021年年销量4,800万，2020至2025年cagr约9.79%：

- 1) 根据对头部企业的调研，多家厂商反映新国标虽然有部分驱动，但影响有限。
- 2) 根据对二网经销商的调研，多家门店反映换车周期约在3-4年。
- 3) 我们认为，过去电动两轮车多以低端车型为主，行业陷于价格战；随着低中高端全面覆盖，而两轮车作为便捷短交通选择之一，过去游离在行业客群之外的用户也会逐步回归，行业有望借新国标焕发第二春。

图：中国市场电动两轮车销量（万）



资料来源：沙利文研究、浙商证券研究所

1.2 海外市场：欧美增量收益品类蓝海红利+“电气”补贴

欧美市场电动两轮车以高端品类（Ebike）为主，补贴政策助力市场规模进一步扩大。

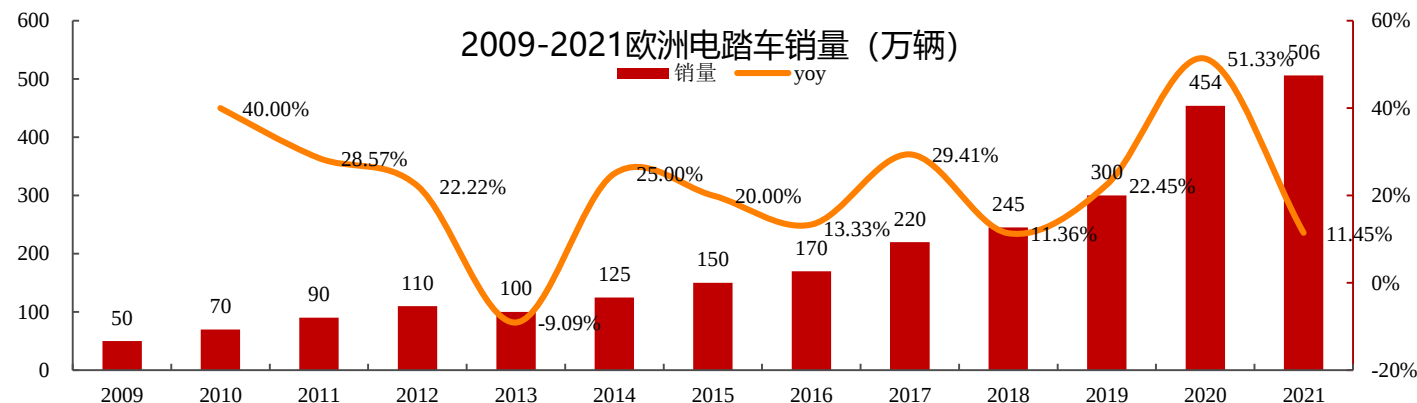
- 欧洲：电动两轮车主要为电踏车（E-bike），电摩占比较小。根据statista数据，09-21年欧洲电踏车销量由50万增加至506万辆，19年市场规模达65.34亿美元，并预计25年市场规模达118.36亿美元，我们推算2025年电踏车销量会达到543+万辆。
- 北美：以电动自行车（含E-bike）为主，整体市场规模小于欧洲。根据ResearchandMarkets，2019年北美Ebike市场规模6.2亿美元，预测2026年规模达34.06亿美元。



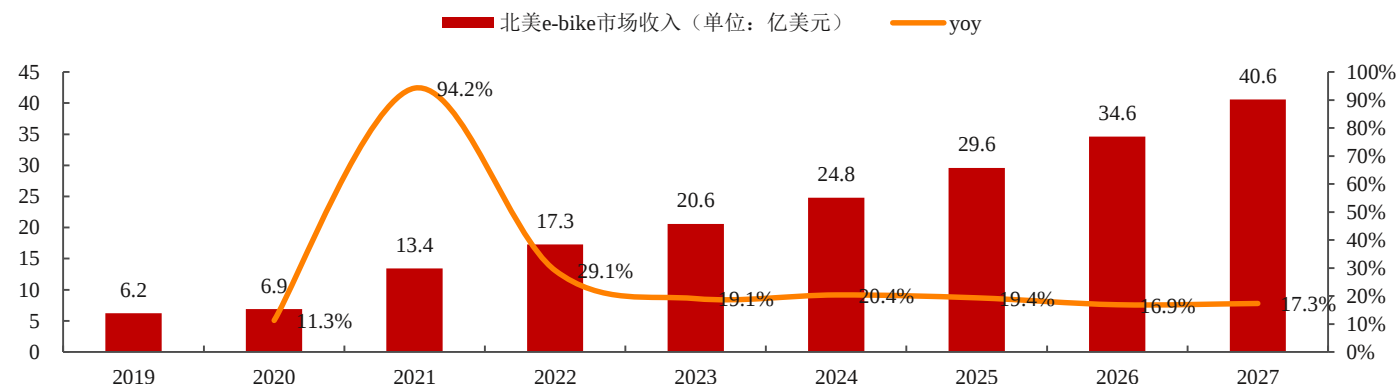
表：欧洲部分国家补贴政策

国家	时间	政策内容
意大利	2020年	为购买微型机动车（包括电动自行车、踏板车和滑板车）的公民提供最高500欧元补贴。
英国	2021年	电动摩托车将获得35%的折扣，最高可达500英镑；电动轻便摩托车也将提供35%的折扣，最高可达150英镑。
法国	2020年	国家给予不超过200欧元每辆的电动自行车补贴；巴黎及其周边地区的居民可以获得高达500欧元的财政援助用于购买电动自行车。
美国	2021年	消费者购买某些电动两轮车可以获得30%的税收抵免。

资料来源：各国政府官网、浙商证券研究所



资料来源：statista、浙商证券研究所



- “油换电”政策有望推动电动两轮车逐步替代燃油摩托车。东南亚各国受制于经济水平/基建水平+缺少国产廉价汽车品牌，燃油摩托车仍为主要交通工具，消费者主要是20-60岁男性，目前存量油摩市场年销量规模约为2000-3000万，存在广阔的油换电替换空间。
- 钠电等新技术有望推动电动两轮车逐步打开潜在市场。东南亚各国交通相对落后，燃油摩托车多由家庭男性主导使用，妇女、青少年等群体出行交通工具受限，该部分客群数量约为男性客群的2.5倍，预计钠电推出有望解决锂电两轮车高企、铅酸两轮不够用等困境，推动两轮在妇女、青少年等潜在客群的渗透，释放巨大增量市场。

表：印度+东南亚国家“油换电”政策

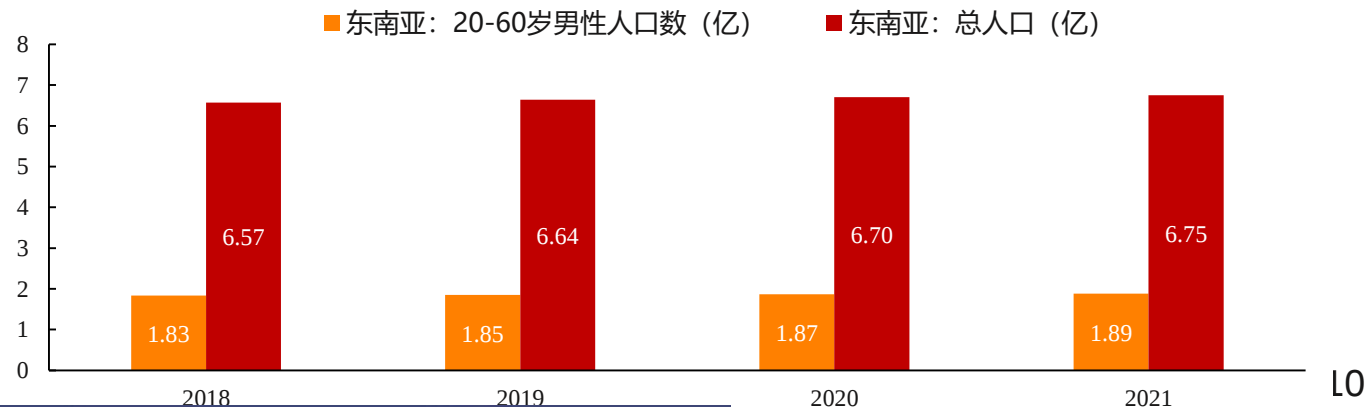
国家	时间	政策内容
印尼	2023年	将向25万辆电动摩托车的购买者发放每辆700万印尼盾(约3200元人民币)的补贴。其中20万辆为新购置的电动摩托车、5万辆为传统燃油摩托车改装为电动摩托车。
	2022年	每辆电动摩托车补贴约800万卢比，每辆改装为电动摩托车的摩托车将获得500万卢比的补贴。
	2021年	在2050年之前全面停止销售燃油车，只允许电动汽车和电动摩托车注册上路。
越南	2021年	在2030年禁止摩托车上路，河内市、胡志明市计划在2025年全面禁摩。
	2021年	河内市自2025年在三环路和长沙、黄沙和5号国道的范围之内禁摩；2030年后在红河以南地区的四环以内、红河以北地区三环以内地区禁摩。
菲律宾	2022年	取消电动汽车关税，规定未来五年将乘用车、客车、载货汽车、摩托车和自行车等电动汽车及电动汽车部件的最惠国关税将至零。
	2022年	实施《电动车产业发展法》，免除电动车制造商四到七年的所得税。
泰国	2022年	为鼓励民众尽快广泛使用电动车，对售价不超过150,000泰铢的电动摩托车(包括全散件进口组装和整车进口)补贴18,000泰铢/辆(2022-2025年)，同时免征/减征电动摩托车整车(CBU)进口关税，下调消费税率，并按规定给予补贴，以期通过降低售价来刺激消费者对电动车的需求

表：东南亚摩托车销量（万辆）

印度+东南亚销量	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
印度	1,176.9	1,340.9	1,379.7	1,480.7	1,597.6	1,645.6	1,759.0	2,020.0	2,118.1	1,910.0	1,480.0
印尼	736.9	801.3	706.4	774.4	786.7	648.0	593.1	588.6	638.3	648.7	366.1
越南	307.0	356.2	310.9	279.3	271.1	284.9	312.1	327.2	338.6	325.5	271.3
泰国	183.6	200.2	212.6	199.9	169.9	167.1	173.8	181.1	178.8	171.9	151.6
马来西亚							39.6	43.5	47.2	54.7	50.0
合计	2,404.4	2,698.6	2,609.6	2,734.3	2,825.3	2,745.6	2,877.7	3,160.4	3,321.1	3,110.8	2,318.9

资料来源：MarkLines、FAMI、浙商证券研究所

图：东南亚国家总人口及20-60岁男性人口数（亿）



目录

CONTENTS

01

行业总量

国内总量不减，海外空间可期

02

竞争格局加速集中

管理层：龙头经营信心超越行业

渠道端：门店效率碾压后排品牌

产品端：产品体系钳制后排品牌

03

赛道新思考：消费品品牌竞争壁垒

产品力提升+渠道优化+品牌营销能力进化

04

投资建议&推荐标的

2023年以来，雅迪、爱玛纷纷落地股权激励政策。二者的股权激励条件均绑定了未来3年业绩增长目标，彰显出公司对于自身发展的信心和对盈利优化的确定性；授予对象均绑定核心员工利益，团结了一批经验丰富和细分赛道中较稀缺的核心员工，有利于充分激发公司内部活力。

表：雅迪和爱玛股权激励对比

	雅迪	爱玛
股份数	3355万份购股权	481.2万份股票期权
占公司当前股本总额比重	1.10%	0.84%
激励对象	公司及（或）附属公司员工	中层管理人员及核心技术（业务）骨干
人数	263	328
人数占比	2.87%	4.50%
期权来源	增发	定向增发
行权价格	行使价16.14港元/股	48.07元人民币/份
授予时间	2023年1月17日	2023年4月14日
行权条件	以2022年为基，2023-2025年营收及净利润增速分别不低于20%/44%/73%。各归属期比例划分30%/30%/40%。 个人层面也将全面评估授予人表现。	以2022年为基，2023-2025年收入或利润yoy分别不低于20%/44%/72.8%；或2023年、2023-2024两年、2023-2025三年收入或利润累计值增长率分别不低于20%/164%/336.8%。

资料来源：各公司公告、浙商证券研究所

2.1 管理层：龙头战略始终高瞻远瞩、自我完善能力强

- **雅迪**：自15年起，首次提出“更高端的电动车”，16年着手研发石墨烯电池，19年推出，20年推出搭载石墨烯电池的冠系列；21年推出保时捷合作子品牌“VFLY”；
- **爱玛**：“时尚”起家，时尚与性能策略交替推行；
- **九号**：属于跨界玩家，19年依托“智能化”切入电动两轮车领域，预计23年进一步深化推行下沉策略；
- **小牛**：“锂电”起家，20年开始下沉价格带，推出Gova系列。

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
雅迪			首次提出“更高端的电动车”	开始研发石墨烯电池			推出石墨烯电池	推出凸极电机 推出冠能系列，主打中高端市场，搭载石墨烯电池、凸极电机	推出冠能二代和高端VFLY系列	继续推行高端化，推出冠能3代/4代，预计高端占比39% 开始往上游电池延伸	供应链优化+双升双降（推冠能5代）
爱玛				推出子品牌小帕			和博世签约 发布专用石墨烯电池		推出引擎MAX系列 重启子品牌斯波兹曼	推行高端化，预计高端占比30%	供应链优化
九号	推出智能双轮电动平衡车“NinebotE”			推出智能电动滑板车“米家电动滑板车”		推出服务机器人“路萌”	推出智能电动车E系列和C系列； 推出全地形车		推出智能电动车A系列和N系列	推出MMax和F系列，深耕城市市场，不走下沉路线	推Q系列、F系列、V系列
小牛			推出NQi系列，开启智能锂电时代	推出MQi系列	推出UQi系列			推出GOVA系列，下沉价格带	推出滑板车		

	姓名	职务	年龄	薪酬 (万元)	简介
雅迪	董经贵	董事长	1968	233	1992-1997年，就职于机车工厂。1997年筹备成立江苏雅迪。2013年7月起任江苏省自行车电动车协会副理事长
	钱静红	副董事长、行政总裁	1971	137	1994-1997年，就职于机车工厂。1997年筹备成立江苏雅迪。2019年任雅迪控股行政总裁。
	沈喻	执行董事、董事长助理	1974	90	1995年西安交大工业自动化毕业，2013年东南大学毕业，工商管理硕士学位。2001年加入。
	周超	副总裁 (VFLY+海外)	1979	-	2002-2007年任钱江摩托集团销售主管。2007年加入公司，2014年任雅迪控股广东公司总经理，负责广州基地营运。2018年起担任副总裁。
	王家中	副总裁 (国内)	1977	-	1999年加入雅迪担任主管。2009年起担任天津伟业执行董事。2011年起担任天津实业执行董事。2006-2013年担任江苏雅迪天津分公司总经理。2014年起担任雅迪销售常务副总经理。2017年起担任副总裁。 有股权（15年为0.45%）
	周朝阳	副总裁	1982	-	2000年加入雅迪，2010年成为广东雅迪总经理，2014年起担任无锡基地总经理，2016年起担任雅迪销售总经理，2020年起担任本集团副总裁，负责技术研究中心工作。 有股权（15年为0.15%）
	石锐	财务总监	1977	-	北京中昌会计师事务所多个职位，项目经理、部门经理、高级经理及合伙人；2006-2008年，深圳市维新康北京分公司财务经理及顾问。
新日	张崇舜	董事长	1969	70	中国自行车协会副理事长、江苏省自行车电动车协会副理事长
	赵学忠	董事、总经理	1969	70	曾就职于陕西电信集团宝鸡分公司，历任北京新日电动车制造有限公司总经理。
	王晨阳	董事、副总经理、董秘	1979	44	曾任申达科技工业园管委会主任秘书、申达集团有限公司董事局秘书
	陈玉英	董事	1969	30	曾任北京新日副总、公司监事会主席。
	李青	董事	1970	59	曾任农业银行宝鸡分行助理经济师，设计了风雅系列、云燕系列等多款电动自行车及四轮多功能巡逻车。
	张晶晶	董事	1992	-	本科，曾任锂享出行科技有限公司总经理。
	徐勇	副总经理	1968	62	曾任天津新日机电有限公司总经理、川北电子工业公司项目负责人、捷安特

	姓名	职务	年龄	薪酬 (万元)	简介
爱玛	张剑	董事长、总经理	1969	361	大专，曾任天津骑遇互动科技有限公司执行董事，天津三商投资管理有限公司董事。
	段华	副董事长、副总经理	1968	361	大专，曾任爱玛科技副总经理。
	张格格	董事	1993	61	高中，曾任爱玛科技总经理助理、董事长秘书。
	彭伟	董事	1970	86	曾任邦德富士达总经理，爱玛运动总经理。 发起人之一
	刘建欣	董事	1974	-	曾任爱玛科技安全专员，邦德富士达副总经理，天津乐普宁包装材料有限公司董事、总经理。现任公司董事，天津三商投资监事。 发起人之一
	李玉宝	副总经理	1975	289	曾任天津新时代车业采购部长，天津泰美自行车采购部长，爱玛采购部总监。 有股权（0.413%）
	王春彦	副总经理，董秘	1979	142	曾任上海海洋大学讲师，三商投资董事长、总裁。 有股权（0.413%）
	高辉	副总经理	1979	471	曾任公司特种及国际事业部总裁。 有股权激励
	罗庆一	副总经理	1979	358	曾任宁波吉利罗佑发动机零部件有限公司行政副总经理。 有股权激励
	郑慧	副总经理，财务总监	1981	235	曾任美的产品公司财务经理，美智光电科技副总、CFO，悍格电商副总经理，云米电器公司高级财经总监，爱玛高级财经总监。 有股权激励

数据来源：各公司公告、浙商证券研究所，薪酬为2022年数据

注：蓝色表示为直系亲属or夫妻

2.1 管理层：行业新锐管理团队创新驱动，不断打磨

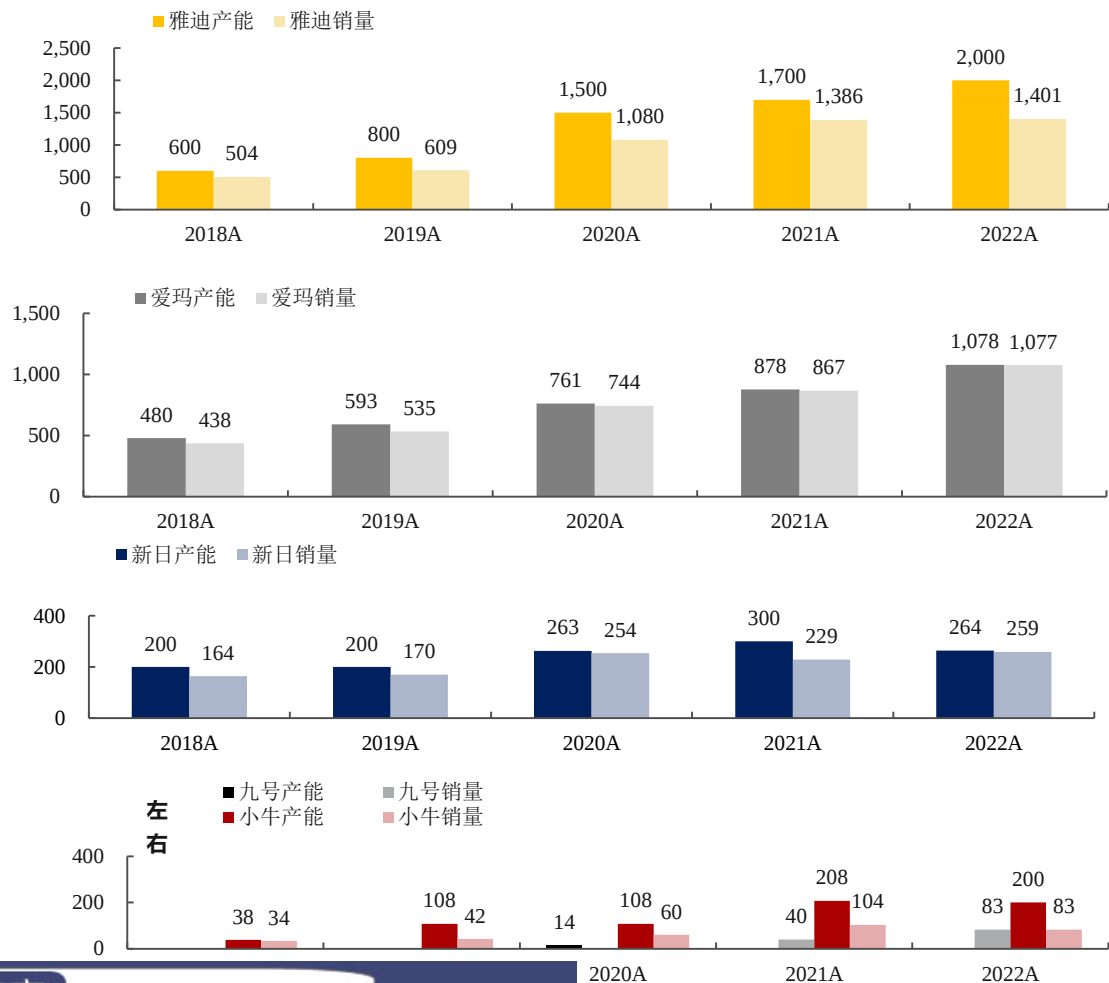
	姓名	职务	年龄	薪酬 (万元)	简介
九号	高禄峰	董事长	1979	510	北航机械工程及自动化学院飞行器控制专业学士学位，曾任北京时代杰诚科技项目经理、中国金融网运营总监、新索科技（北京）CEO
	王野	CEO	1980	511	北航机器人研究所工学硕士、机械工程及自动化学院机械电子工程专业学士，曾任博创兴业有限公司智能机器人业务负责人、博创兴盛机器人技术有限公司总经理，出任北京市人工智能学会常务理事、全国自动化系统与集成标准化技术委员会-机器人与机器人装备分标委（SAC/TC159）委员
	陈中元	总裁	1987	398	北航机器人研究所工学硕士、机械工程及自动化学院机械电子工程专业学士，曾任博创兴业有限公司智能机器人业务负责人、博创兴盛机器人总经理。
	黄琛	高级副总裁	1979	214	香港城市大学工商管理学院Mini-MBA，四川外语学院学士。TCL通讯控股有限公司亚太区销售主管、TCL多媒体东南亚区域总裁助理、拉美区副总裁，中联重科海外区域总监、欧普照明海外区域总监
	肖潇	新区域拓展副总裁	1980	150	北方工业大学机械自动化学士，04-06年任首都机场技术工程师、06-12年任爱瑞雷格市场经理，12年加入公司。
	陶运峰	副总裁	1982	274	哈尔滨理工大学国际经济与贸易专业学士学位，华为技术有限公司人力资源部门任职、达闼科技有限公司人力资源部门任职、世纪互联宽带数据有限公司人力资源部门任职
	徐鹏	董秘	1979	227	中国海洋大学国际金融学士。历任信永中和审计、普华永道中天高级审计、瑞沃迪国际教育财务分析经理、联想控股财务经理
	凡孝金	CFO	1974	354	北京机械工业学院理财学、南京大学工商管理硕士。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
	刘淼	CTO	1980	332	北航机械电子工程博士，计算机学院博士后。中国科学院上海微系统与信息技术研究所，任职汽车电子工程中心副研究员，同时兼任浙江中科领航汽车电子有限公司技术总监、上海友衷科技有限公司任职联合创始人兼CTO
小牛	李彦	董事会主席、CEO、COO	1979		斯坦福电子电气工程学士，曾于高通公司担任高级研究工程师，麦肯锡咨询，曾负责监督KKR在中国投资组合。
	胡依林	董事、研发副总裁	1985		曾创办UTLAB，在航空航天和汽车领域使用高科技材料创造极致穿着体验；与全球知名设计公司FrogDesign合作，领导设计师团队帮助跨国客户创造创新产品和体验；在微软中国。
	周雯娟	CFO	1984		对外经贸财务管理学士和巴黎高商工商管理硕士，曾任阿里巴巴财务总监、一点资讯首席财务官、搜狗首席财务官。
	MeiweiCheng	董事	1950		曾担任希捷科技公司董事会审核委员会及财务委员会成员、文思海辉科技国际有限公司董事会主席、西门子东北亚首席执行官、福特汽车（中国）有限公司董事长兼CEO、副总裁、通用电气公司和AT&T担任多个行政职位
	ChangqingYe	董事	1971		摩托车产品开发20+年经验，历任几家头部工程设计公司总经理，为本田、雅马哈、Kymco等提供产品解决方案。
	JohnJinshuZhang	董事	1960		曾担任EdwardsWildmanLLP、ReedSmithLLP和GreenbergTraurig,LLP的合伙人、众达律师事务所和Graham&James,LLP的合伙人
	JulianJuulWolhardt	董事	1974		曾担任KKRAsiaLimited大中华区合伙人、摩根士丹利亚洲私募股权投资公司的执行董事、在LazardFreres&Co担任分析师

- 18年起，雅迪持续快速扩产（从18年600w到22年2000w），有7大产地布局，长期规划来看并未放下脚步；爱玛上市后加快产能布局，目前有7大产地布局；
- 九号、小牛等新势力车企，主要集中在江苏常州，近几年产能爬坡速度同样较快。

表：各家产能布局（万台），部分为预估数

	21年基地分布（产能万台）	未来产能计划
雅迪	江苏无锡（300） 浙江慈溪（300） 安徽金寨（100） 天津（500） 广东清远（300） 重庆永川（300） 越南北江（20）	近期： 重庆产能为21年底投产 江苏产能300万预计22年可完工 越南扩产，3年内增至50万 安徽和天津后续还会有500、300筹备中 长期计划： 2025年达到2500万
	合计约1800+	
爱玛	江苏（155） 浙江（78） 天津（202） 河南（62） 广东（93） 广西（62）	近期： 2021年7月，投资20亿，西南基地 2021年9月，投资10亿，台州 2021年10月，投资20亿，建产业园 预计2年左右可投产 2022年7月，投资11.5亿，贵港基地
	加上共享和换电，合计约900	
新日	江苏无锡（~200） 天津（不详） 湖北襄阳（<100） 广东东莞（不详） 浙江温州（50）	近期： 19年6月，无锡中心项目进行中； 21年6月，天津投资7.6亿，300万产能 21年6月，广东博罗县投资
	合计（约300）	
小牛	江苏常州（208）	其中21年底100万刚投产，预计22年会发挥较大作用
	合计208	
九号	江苏常州 深圳400内包含滑板车、平衡车	
	合计400	

图：各家产能和销量对比（万）



2.2 渠道：线下为王的品类，主战场三四线城市，重体验重售后

□ 雅迪、爱玛、新日等业已形成全国覆盖经销网络，县、镇下沉市场渠道优势明显，已基本完成对当地人群覆盖：

✓ 18年起，雅迪渠道加速扩张，经销商和专营店数量均快速上升，目前已进入择优阶段，预计23年继续加大对终端门店把控，预计23年扩张至45000+家；爱玛门店扩张速度加快，22年门店预计30000家左右，预计23年扩张至35000+家。

□ 九号、小牛渠道布局以一线城市门店为重心。23年继续加密一线门店建设，九号预计门店扩张至4500-5000家。

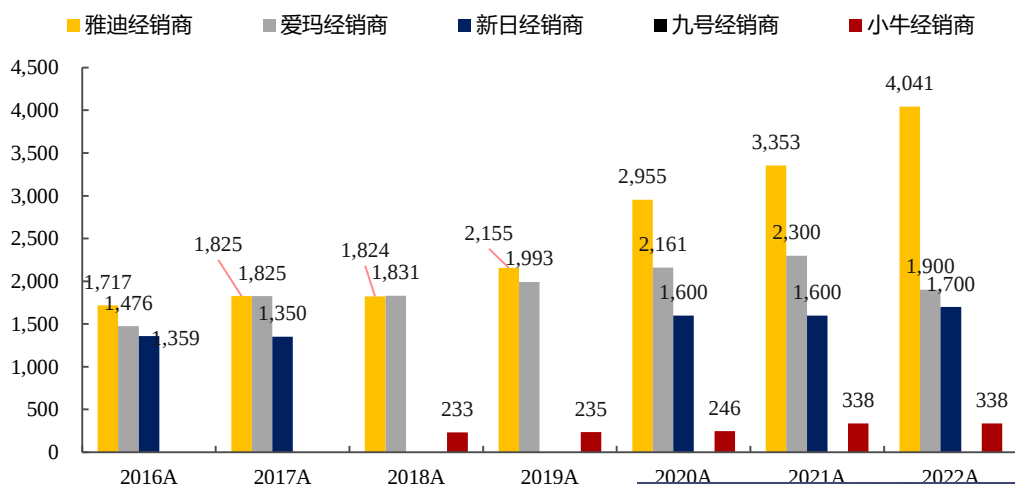
门店数 (百度)	雅迪	爱玛	台铃	小牛	九号 (京东)
合计	39,533	28,786	23,429	7,389	2,469
一线占比	7%	8%	8%	17%	16%
新一线占比	16%	17%	17%	20%	22%
二线占比	19%	20%	19%	25%	23%
其他城市占比	58%	54%	57%	38%	39%

资料来源：百度地图、各品牌京东旗舰店、《2022城市商业魅力排行榜》、浙商证券研究所

注：一线（北上广深）、新一线（成都、重庆、杭州、西安、武汉、苏州、郑州、南京、天津、长沙、东莞、宁波、佛山、合肥、青岛）

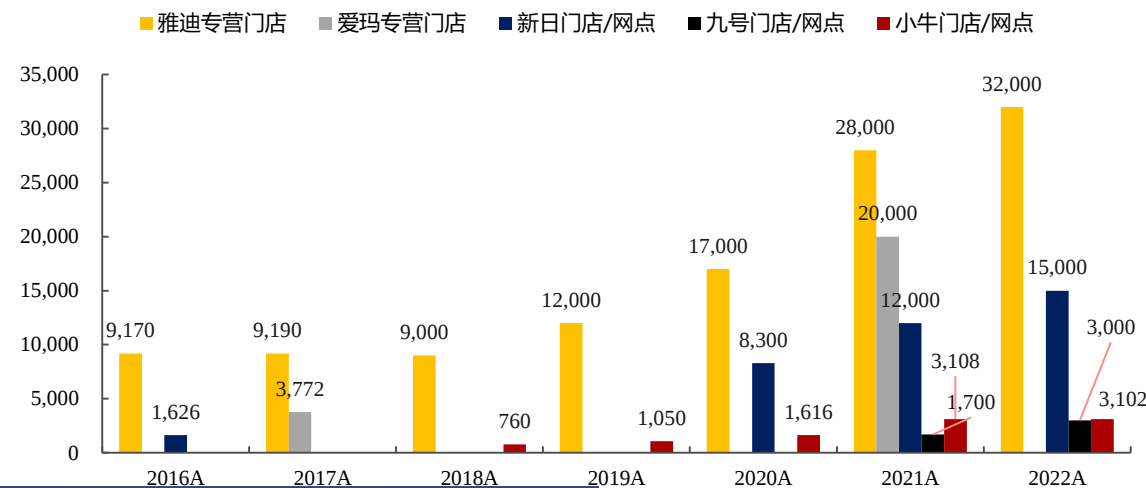
注：时间截止2022年12月3日

图：各家经销商数量对比（家）



数据来源：各公司公告、浙商证券研究所

图：各家门店数量对比（个）



注：雅迪和爱玛均为专营店，与总门店数有一定出入

直接考量：二网门店的加盟选择

- ✓ 由于二网门店并没有太多切换负担或协议、纯粹以利益为核心考量，因此电动两轮车的渠道应当聚焦二网的加盟选择。
- ✓ 由于门店利润=单店销量*单车利润+售后维修，因此二网大概率会优选平均单店销量高、高价格产品销售占比高、售后客群充足的品牌。

品牌	一网 (经销商)	二网 (门店)	单店销量 (辆)	2021A	2022A
	- 存在粘性 - 承担区域销售规划、资金周转等职责	- 容易切换 - 优秀门店主会天然切换至往高效率门店的品牌 - 最近2-3年，头部品牌加快对优秀门店主的争夺	雅迪*	396	334
			爱玛	342	359
			新日	191	187
			绿源	/	247
			九号	247	275
			小牛	318	229

国内总门店数	2021A	2022A
雅迪*	35,000	42,000
爱玛	25,000	30,000
新日	12,000	15,000
绿源	/	9,800
九号	1,700	3,000
小牛	3,108	3,102

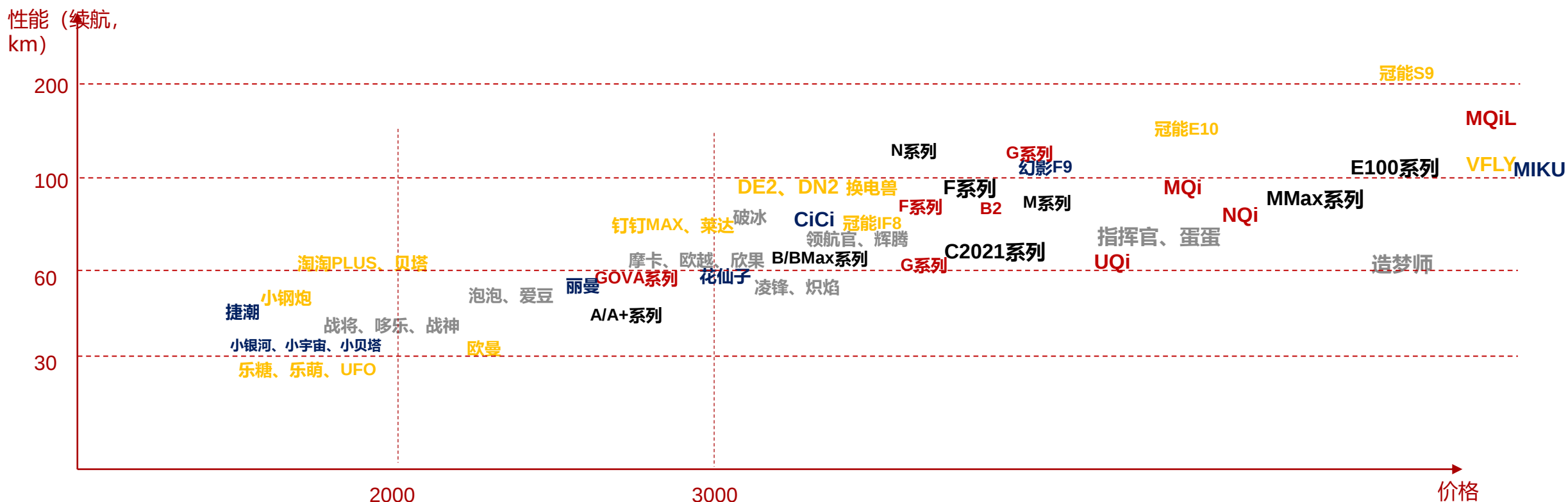
单店收入 (品牌端)	2021A	2022A
雅迪*	77.11	73.95
爱玛	61.37	69.34
新日	35.67	32.69
绿源	/	48.81
九号	70.65	81.03
小牛	101.64	83.30

数据来源：各公司公告、浙商证券研究所
注：本表中雅迪门店数为总门店数估计值，我们根据百度地图估算

头部品牌单店效益测算		二线城市假设
投资回收期		常熟
每个月稳定的净现金流		约18个月
每年稳定的净现金流		约2.72万
ROIC (假设100%分红)		约32.63万
		稳定后72.5%
单店面积		180m ²
单店投资成本 (万)		55-66万
租金 (万)		12-13万
装修 (万) (自己承担)		押金2万，满三年会返回
备货		40-50万，备货150-180台
仓储费		1万
单车收入		3000-4000元，纯卖车
每年每店销量		1000+
单店单日销量		约等于3
单店年营收		300-400万 (卖车) + 50-60万 (售后)
卖车收入		300-400万
	卖车利润	260-350万
	进货本 (车)	40-50万 (约12-13%)
售后服务收入		50-60万
	售后利润	30-40万
	进货成本 (零部件)	20万 (约30-40%)
租金及相关开支		12-13万
单店人工费 (万)		6万+
仓储费		1万
融资成本		不考虑，假设全为自有资金
其他开支		无
所得税		25%，税前估计40-50万
成熟单店经营层面利润率		20-30万 (卖车) + 10万 (售后)
成熟单店年经营利润		1.5-2年

2.3 产品端：龙头品牌各价格带布局咬合较紧、钳制后排品牌

- ✓ 高价格带，目前雅迪、九号和小牛均有推出超高端系列，填补了高端市场空白，同时雅迪高端的性价比要略胜一筹。
- ✓ 中价格带，2000-3500左右产品较为丰富，总体以雅迪和爱玛等老牌龙头以性能力压，新兴品牌推出部分产品试探延展为主；23年龙头补齐产品矩阵，市场部分误读成激烈价格战。
- ✓ 低价格带，主要为行业老牌企业的引流产品带，价格基本体现了各家的规模效应与供应链管理能力。



资料来源：各公司公告/官网、浙商证券研究所
注：黄色对应雅迪，灰色对应爱玛，蓝色对应新日，黑

2.3 产品端：龙头品牌持续投入进化产品力

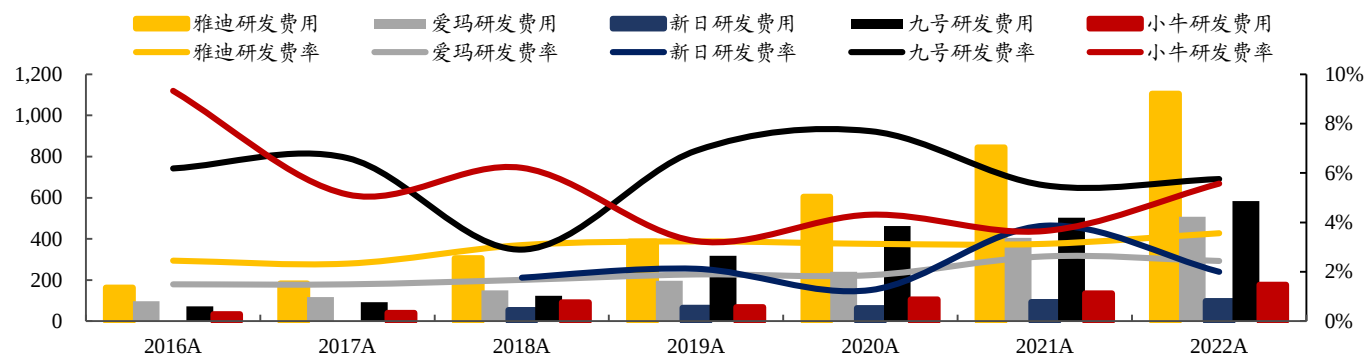
- 各家产品力均有发力，相比于第一阶段通路车型更多比例上下游把控能力不同，第二阶段更看重产品专有卖点：
- ✓ 雅迪“性能”提升上一马当先，成立了实验室进行电机、电池和系统的自研；“智能”，不输造车新势力，同样有较多储备。
 - ✓ 九号主打智能，黑科技电子3C应用角度，已然行业标杆。

		雅迪	爱玛	新日	九号	小牛
“性能”	电机	TTFAR电机（自研），高效、低损耗，动力里程兼顾 中置电机，卓越平衡性、齿轮+链条传动、高效运行、操控更佳 轮边电机，减速器、控制器、电机三合一，双控算法，加速快	引擎MAX聚能电机： 能量密度+持续聚能，损耗降低15%，扭矩提升15%	变频动力电机： 高效区间宽、动力更强、跑的更远，点动三速，自由切换满足不同骑行速度需求	九号定制无刷电机	NIU×BOSCH共同调校电机： 动力输出、瞬间扭矩、能效比均显著提升
	电池	TTFAR石墨烯3代电池：体积不变容量提升25% TTFAR碳纤维锂电：寿命延长、能量密度更高（轻） TTFAR超纳米锂电：高倍率充放电	抗衰石墨烯电池：能量密度较普通电池提升20%，寿命提升	新一代汽车级锂电池： 完全按高速乘用车锂电池标准开发和生产，更安全，重量仅为铅酸的1/4，在充放电循环1500次以后容量保持率仍在70%以上	九号定制铅酸电池： 九号定制18650锂电池	
	能量回收	TTFAR能量回收控制器： 下坡、滑行、制动时的动能变成电能储存在电池之中	CES专利制动能量回收： 将刹车动能转变为电能能量利用效率提升10%	边走边充电技术： 在滑行以及制动模式下通过磁生电对电池进行反充电	EABS能量回收制动： 在减速、制动时，将动能转变为电能并储存	EBS动能回收： 每次制动都会产生动能，将其转化成电能
	系统	TTFAR2.0增程系统：一次充电，多跑一倍	整车LED低能耗待机系统： 能量损耗降低50%，亮度提升30%	双芯双动力系统： 有效增加绕组系数，大扭矩区更高效超10%	TCS牵引力控制系统： 在湿滑路面发挥牵引力防止车轮打滑以及提升加速性能和爬坡能力	第7代NIUEnergyAI动力锂电系统： 全面提升电池续航、动力、寿命、安防等各项性能指标
“智能”	智能化	驾驶智能：快捷解锁（声纹、蓝牙、NFC、APP）、导航投屏、语音交互、智能蓝牙头盔、乘坐感应、驻车感应、推行辅助、自感应灯	驾驶智能：快捷解锁（NFC、APP）、SDS智能识别坡度、一键倒车 车况智能：异动报警、远程控车、车辆自检	驾驶智能：快捷解锁（指纹、蓝牙、NFC、APP）、智能加速性控制、一键倒车、语音控制、自动落锁、ASP驻车系统、自感应灯 车况智能：异动报警、远程控车、车辆自检、账号共享、BMS智能电池管家、整车OTA	驾驶智能：快捷解锁（密码、蓝牙、NFC、APP）、乘坐感应、驻车感应、一键倒车、辅助推行、自感应灯、Siri控车、AHRS姿态感应系统、摔车求助、自动P档 车况智能：三模卫星定位、异动报警、远程控车、车辆自检、倾倒提醒、账号共享、电池拔出提醒、BMS智能电池管家、整车OTA	驾驶智能：快捷解锁（蓝牙、NFC、APP）、乘坐感应、导航投屏、驻车感应、FOC矢量控制器、自感应灯、自动转向回位灯 车况智能：三模卫星定位、异动报警、远程控车、车辆自检、倾倒提醒、账号共享、失窃黑名单、BMS智能电池管家、整车OTA

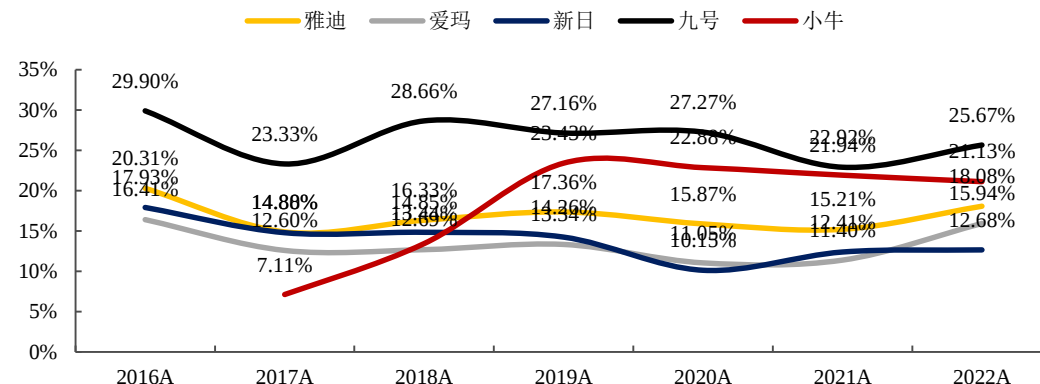
2.3 产品端：龙头品牌持续投入进化产品力

- 投入端，雅迪近几年研发投入发力，费用率与小牛/九号齐平；绝对值上，雅迪研发投入遥遥领先，从18年投入3.05亿到22年11.06亿，把握供应链核心环节，石墨烯电池已实现自产，电机已然2-3成自产。
- 效果端，雅迪平均出厂价逐步提升，产品结构升级成果彰显市场认可；小牛与九号等高端化品牌ASP亮眼。

图：各公司研发费用（百万）&研发费率（%）

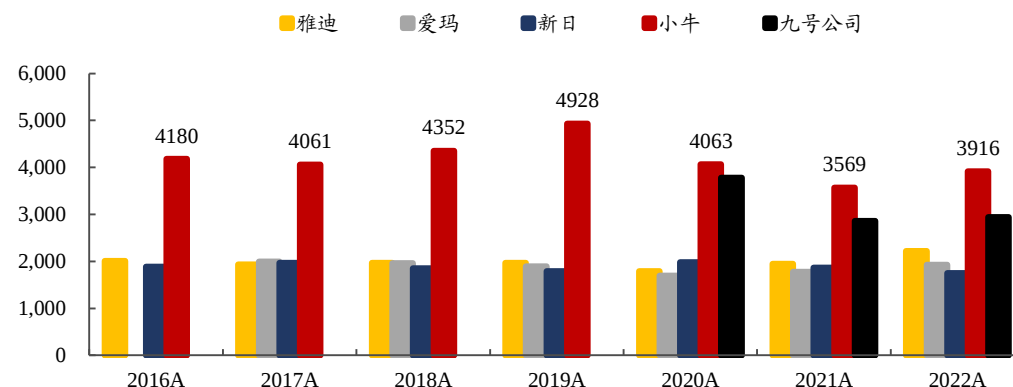


图：各公司产品毛利率



部件	公司	自研or外购
电池	雅迪	自研石墨烯电池，已实现自产
	爱玛	外购
	新日	自主开发汽车级锂电
	九号	外购
	小牛	外购
电机	雅迪	2-3成自产
	爱玛	外购
	新日	自研变频动力电机
	九号	自研
	小牛	外购

图：各公司平均单车收入（元）



2.3 产品端：龙头品牌低端价格带具备供应链与规模效应强优势

- 各品牌低端电动自行车产品续航多在~40km。
- 雅迪/爱玛/新日等低端产品价格相对更低，始终成本压在中低端小厂成本线上；九号/小牛等尝试推出部分低端款，智能化功能相对丰富，但整体售价仍不低。

	雅迪	爱玛	新日	九号	小牛
系列	小飞侠、小钢炮、小金果	比奇、泡泡、小糖豆	乐感、小蓝莓	A	GOVA
产品	乐骑L	小糖豆	小蓝莓	A30C	GOVAG0
价格元	1,499	1,499	2,199	2499	2399
电池类型	锂电池/铅酸电池48V12Ah	锂电池48V12Ah	铅酸电池48V12Ah	铅酸电池48V12Ah	18650锂电池48V12Ah
最高续航km	35-45	35-45	35-45	40	40
电机			永磁电机	九号定制无刷电机	金顺/金字星
功率W	350	350	350	400	400
最高时速km/h	25	25	25	25	25
制动	前后鼓刹	前后鼓刹	前后鼓刹	前后鼓刹+能量回收制动系统（EABS）	前后鼓刹
智能功能	AQ智能防盗	电启动锁电机有空防盗	ASP驻车系统	RideyGo!2.0、标配ECU、无钥匙解锁（密码、电子钥匙分享、感应、刷卡、智能APP）、整车OTA、边撑感应、乘坐感应、三重智能定位、AHRs姿态感应系统、异动报警	定速巡航、异动报警、车速提示音、整车OTA、智能APP（GPS定位、电量查询、历史轨迹等）
产品图片					

2.3 产品端：龙头品牌中高端性能为主、智能为辅、兼具性价比

□ 中高端电自产品多以锂电池为主，续航雅迪=新日>小牛>爱玛>九号

□ 智能化水平，雅迪VFLY、九号、小牛相对较高

	雅迪		爱玛	新日	九号	小牛
系列		VFLY		风雅	C	GOVA
产品	DM2	VFLYL80Pro	VAVA	Q3	C40	G280
价格	4,399	5,590	4,599	3,699	4,399	3,899
电池类型	锂电池48V24Ah	锂电池48V20Ah	锂电池48V24Ah	锂电池48V24Ah	锂电池48V13Ah	18650锂电池48V20Ah
最高续航km	80	80	65	80	35	75
电机		自研GTR电机		同步变频电机	九号定制无刷电机	金顺/金字星
功率W	400	400	400	400	400	400
最高时速km/h	25	25	25	25	25	25
制动	前碟后鼓	前碟后鼓	前碟后鼓	前碟后鼓	前碟后鼓+能量回收制动系统（EABS）	前盘后鼓
智能功能	AQ智能防盗	全场景AI智能、LTM三方蓝牙技术、AI语音助手； 解锁方式（声纹解锁、蓝牙解锁、APP解锁、NFC解锁）； 智能APP（导航投屏、车辆自检、小迪语音、防盗提醒、三模卫星定位、电子围栏、账号共享）； 整车OTA、汽车级Canbus通讯	NFC解锁	NFC解锁、蓝牙解锁、语音控制、整车OTA	RideyGo!、自动P档、乘坐感应、感应解锁、NFC解锁、智能龙头锁、三重卫星定位、异动提醒、电池拔出提醒、智能APP	定速巡航、异动报警、车速提示音、整车OTA、智能APP（GPS定位、电量查询、历史轨迹等信息）
产品图片						

2.3 产品端：龙头品牌中高端性能为主、智能为辅、兼具性价比

- 电摩时速可突破限制，对功率、续航等要求更高
- 雅迪VFLY性能优渥时速可达80km/h，功率峰值可达6000w，整体智能化配备相对较高；九号和小牛同样智能水平较高，但性能还有提升空间

	雅迪		爱玛	新日	九号	小牛
系列	冠能二代	VFLY	引擎MAX	HiLink	E	NQi
产品	E8	G100MAX	空军壹号MAX	GF6	E90	都市版
价格（元）	5,399		4,999	5,699	6,199	6,499
电池类型	TTFAR石墨烯3代电 池72V38Ah	锂电池72V20Ah*2	石墨烯电池60V20Ah	锂电池60V20Ah	九号定制锂电池72V20Ah	18650锂电池60V20Ah
最高续航（km）	200	80	100	70	100	80
电机	TTFAR电机	轮边电机	博世电机	单线高节能电机	九号定制10寸无刷电机	高效能电机
功率（W）	1200	峰值6000	500	1200	1200	800
最高时速（km/h）	50	80	50		55	
制动	前后碟刹+TTFAR能 量回收控制器	CBS联动刹车+前后双碟	前碟后鼓+CES专利 制动能量回收系统	前碟后鼓+能量回收系统	前碟后鼓+能量回收制动系统（EABS）	前后碟刹+EBS能力回收系统
智能功能	TTFAR2.0增程系统， AQ智能防盗	三模卫星定位、AI语音助手 PKE解锁、蓝牙解锁、声纹解锁 智能APP（导航投屏、车辆自检、 小迪语音、防盗提醒、三模卫星 定位、电子围栏、账号共享）	NFC解锁、全车自检、 一键倒车	HUAWEIHiLink生态系统 、NFC解锁、全车自检、 一键倒车、自动落锁、整 车OTA、蓝牙遥控报警	RideyG0!中控、乘坐感应、AHRs姿态 感应、驻车感应、 感应解锁、智能龙头锁、车载数据总线 、整车OTA、 智能APP（车辆信息、远程开/关机、车 况开机自检）、定速巡航、异动报警 、电池拔出提醒、倾倒提醒、摔车求助	V3CloudECU中控、三模定位 、GPS+AGPS双重保障、三 重报警（整车位移提醒、车 辆振动报警、电池移动提醒 ）、车况实时查询、智能 APP
产品图片						

□ 整体雅迪和九号评价相对比较好，雅迪减震功能赞、九号智能化赞。

□ 服务态度是门店重要竞争力，售后和员工培训仍是龙头大厂占优

图：雅迪旗舰店店铺评价



图：九号旗舰店店铺评价



图：爱玛旗舰店店铺评价



图：小牛旗舰店店铺评价



图：新日旗舰店店铺评价



资料来源：各品牌淘宝/京东旗舰店、浙商证券研究所

注：对各品牌3款线上畅销款，按时间顺序选30条评价；

更多免费行业报告

并购家

www ipoipo.cn

目录

CONTENTS

01

行业总量

国内总量不减，海外空间可期

02

竞争格局加速集中

管理层：龙头经营信心超越行业

渠道端：门店效率碾压后排品牌

产品端：产品体系钳制后排品牌

03

盈利能力上限探讨

规模效应+结构优化+产业链延伸

04

投资建议&推荐标的

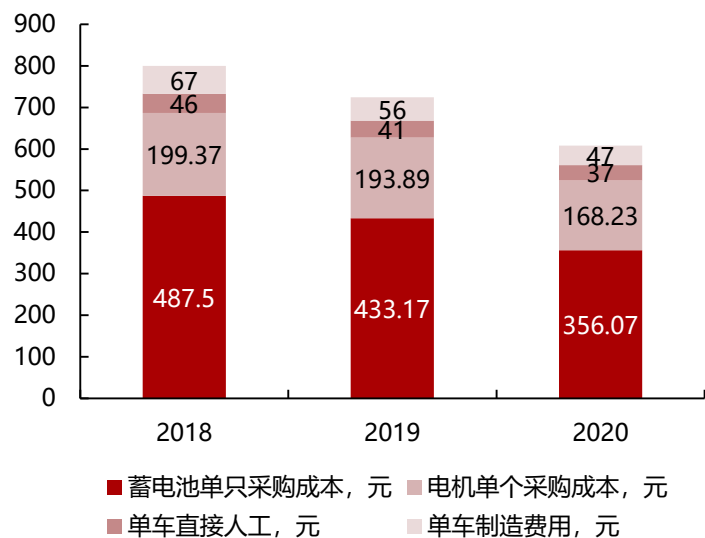
3.1 规模效应：自身供应链效率提升+产业链地位提高→可观弹性

□ 规模效应：一方面是自身供应链效率的提升，另一方面是产业链地位的提高带来的优势

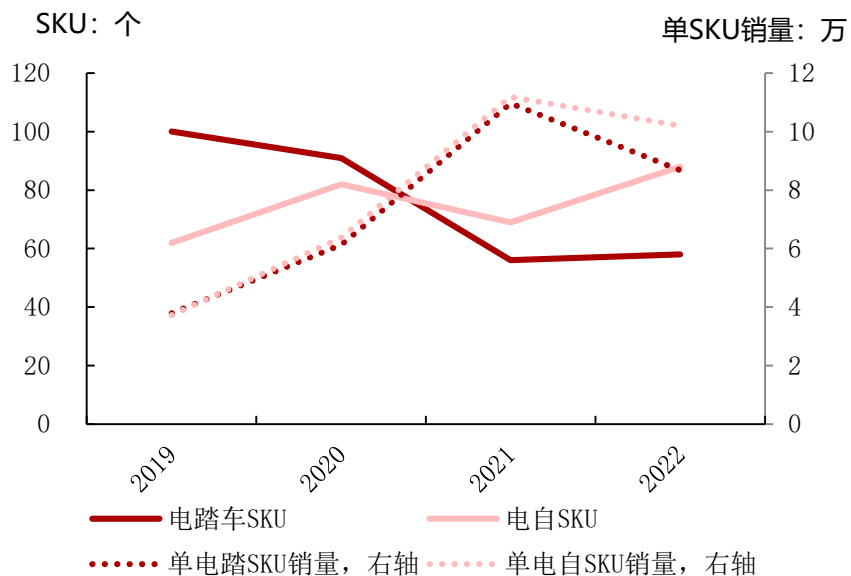
- 自身供应链效率提升：①平台化研发，预计可通过采用平台化车型研发、管理SKU等来降低研发及各项费用；②标准化生产，预计可通过增加通用件比例等增效，摊薄单车制造成本和人效；
- 产业链地位提高：①原材料集中采购带来价格优势；②同时随龙头核心部件（电池电机）自产比例提高，对上游企业议价能力将持续增强，头部品牌ROE提升为产业链地位提升的重要标志。

□ 规模效应释放的弹性仍较为可观，两轮车行业在消费行业中盈利能力偏低，个位数的净利率之下若规模效应释放带来的利润成长弹性或较为可观。

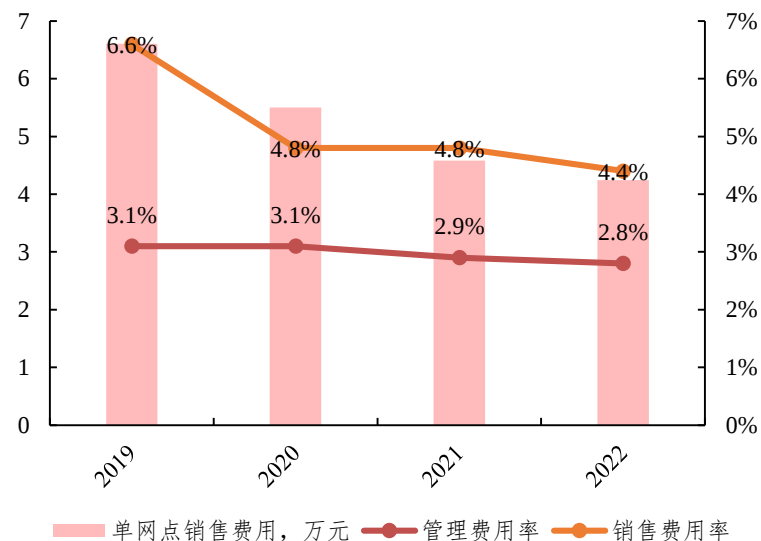
图：以爱玛为例，原材料、制造成本和单车人工都有规模效应



图：雅迪优化SKU→单SKU销量走高，平台化研发降低研发费用



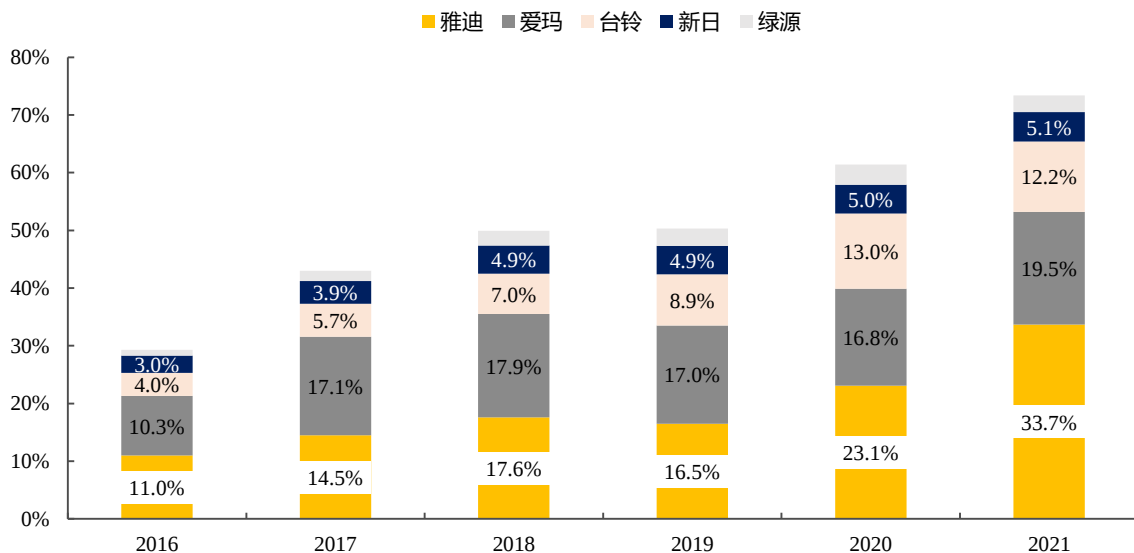
图：雅迪在疫情期间扩充渠道之后，销售费用和管理费用的使用效率亦有提升



3.2 结构优化：集中度提升→产品结构自然升级

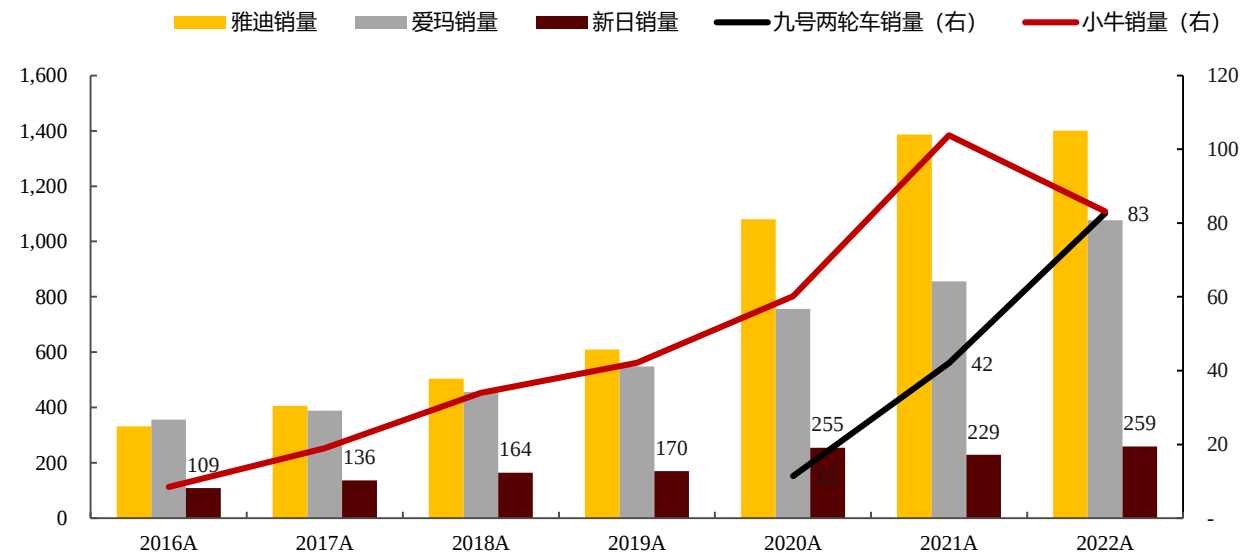
- ✓ **行业竞争格局不断集中。**根据艾瑞咨询数据，2016年CR3为25.3%，2021年CR3已达65.4%；2018年CR5和CR10分别为44%和58%，2021年已达76%和92%。**同时借助新国标，头部品牌有能力且有意愿逐步加码打磨产品力和充分挖掘消费者多样性需求，推出差异化更多的高品质产品。**
- ✓ **产品结构快速升级。**截止22年，雅迪冠能+VFLY系列占比已达39%（约545万台）；爱玛新品占比预计30%（约320万台）；小牛和九号公司几乎全部为高端车型，分别销量83.1万台和82.6万台。**可以认为，中高端车型在推出约2-3年时间里，渗透率迅速攀升至19%。**

图：2016-2021年中国电动两轮车头部品牌市场份额



资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

图：2016-2022年中国电动两轮车高端品牌销量



资料来源：各公司公告、浙商证券研究所

3.2 结构优化：产品力+渠道+品宣自然快速进化

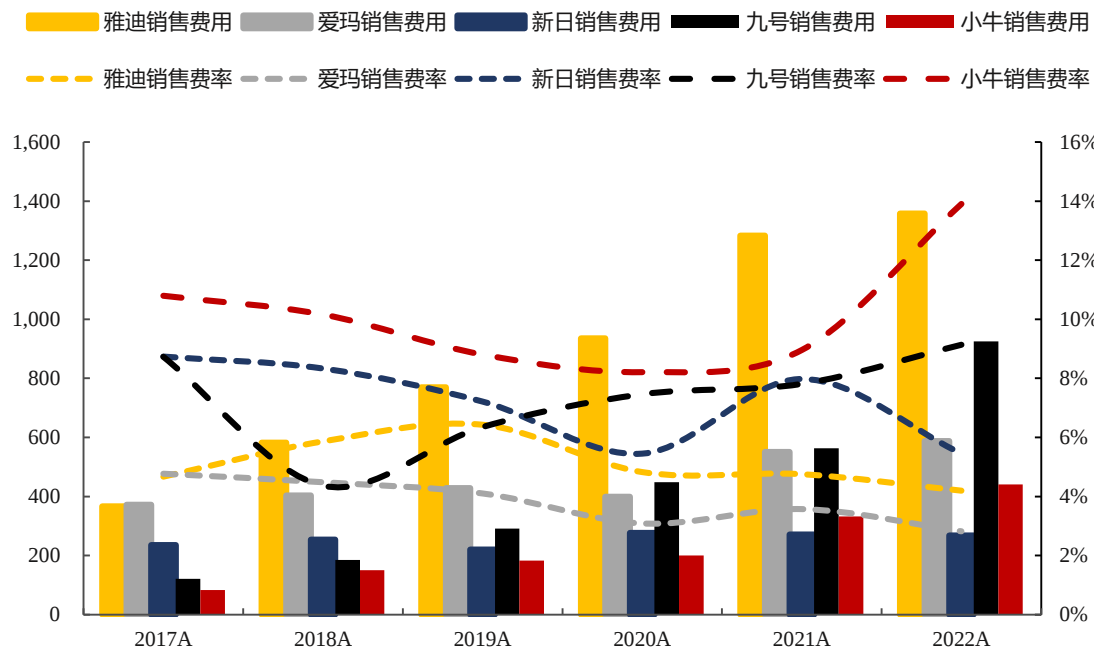
- 在两轮车行业第一阶段，野蛮生长时期，我们认为雅迪、爱玛等头部企业，已经证明了其对于上游供应链和下游渠道能力的把控能力。
- 新国标后，行业进入第二阶段——消费品品牌打造阶段：
- ✓ **产品力**：“性能”为基础产品质量，是产品复购的保障；“智能”为获取年轻和高端客群的抓手。
- ✓ **渠道**：不止于售前触达，还有售后高品质服务。如雅迪门店密度行业最大，推出“双倍质保”、24H救援、1年内免费上门等。
- ✓ **品牌**：从基础产品质量保障，转为精神赋予。如雅迪与保时捷工作室合作推出VFLY系列，拉升品牌调性；九号召开新车发布会，产品+系统同时出新，推出AG电竞联名款等。

图：雅迪VFLY品牌发布会



资料来源：公开资料整理、wind、浙商证券研究所

图：销售费用对比（单位：百万元）



图：九号发布远行者&机械师系列



3.2 结构优化：钠电接棒解决痛点，新一代产品升级可期

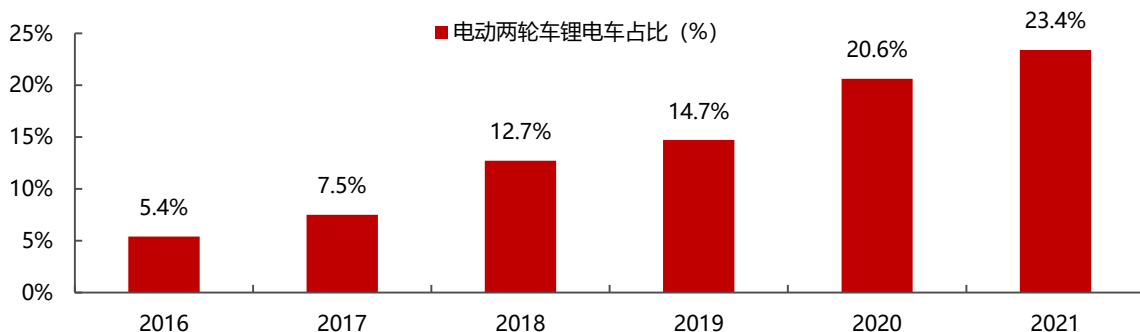
- ✓ **产品升级1.0——锂电时代**，估计为16年-20年，锂电产品具备轻量化、寿命长优势，是攻克城市市场的重要抓手；但价高、安全性差，我们估算目前行业锂电占比已有所走低。
- ✓ **产品升级2.0——石墨烯时代**，估计为20年-至今，石墨烯产品寿命长、稳定性佳，雅迪于20年下半年首发，目前已成为行业高端产品最主要的动力源，预计会在接下来相当长的时间内仍占据主导地位；美中不足的是石墨烯电池能量密度较低，攻克城市市场有限。
- ✓ **产品升级3.0——钠电时代**，23年为元年，钠电产品同时兼具寿命长、安全性强、能量密度适中等特点，既能解决城市市场痛点，又能满足N线城市的升级需求，有望引领行业新一代产品升级。

电池特征对比	铅酸	锂电	石墨烯	钠电
能量密度	30-50wh/kg	150-300wh/kg	80-120Wh/kg	100-130Wh/kg
寿命 (次)	300-500	2000-3000	600-800	3000+
成本	0.4元/Wh	0.7元/Wh	0.4-0.5元/Wh	成本目前预计0.8-0.9元/Wh 有望降到0.5元/Wh
其他特色属性	1.成本低 2.再利用产业较成熟	1.寿命长 2.体积小 3.使用免激活	1.具有柔韧性 可应用场景广 2.可有效散热提高安全性	1.原材料资源丰富 2.安全性高 3.高低温都能适应

注：锂电池成本中，碳酸锂价格假设15万元/吨

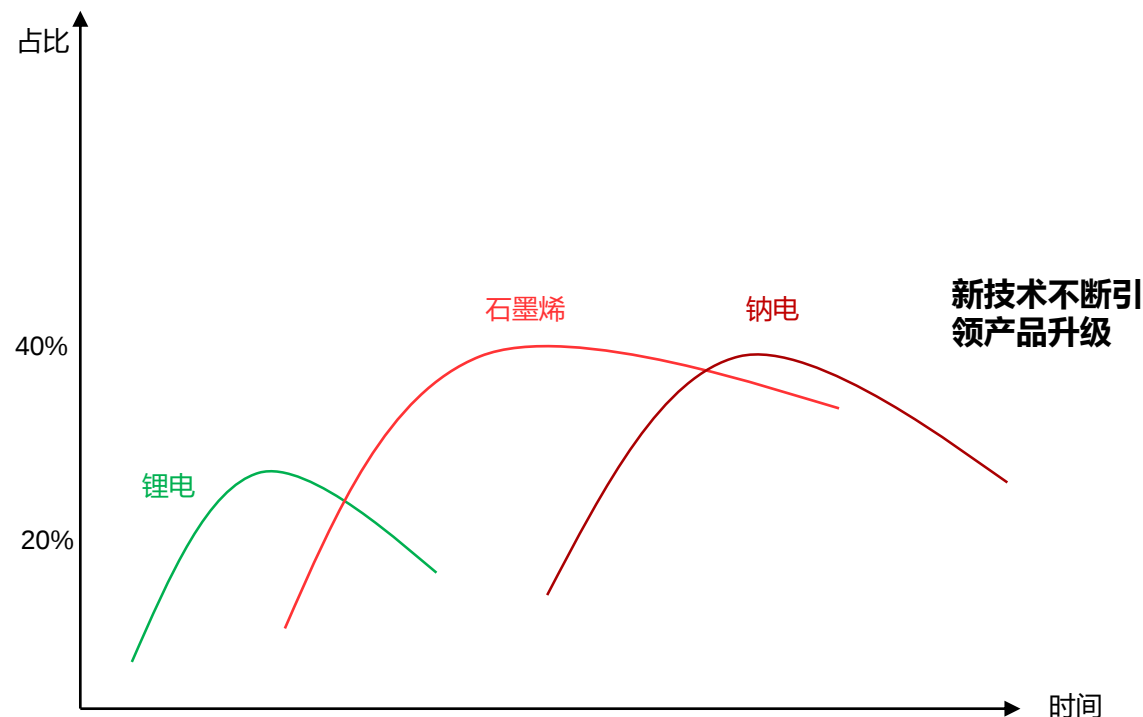
资料来源：中冶有色技术网、中国化学与物理电源行业协会、上海证券报，浙商证券研究所

图：电动两轮车行业锂电产品占比



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

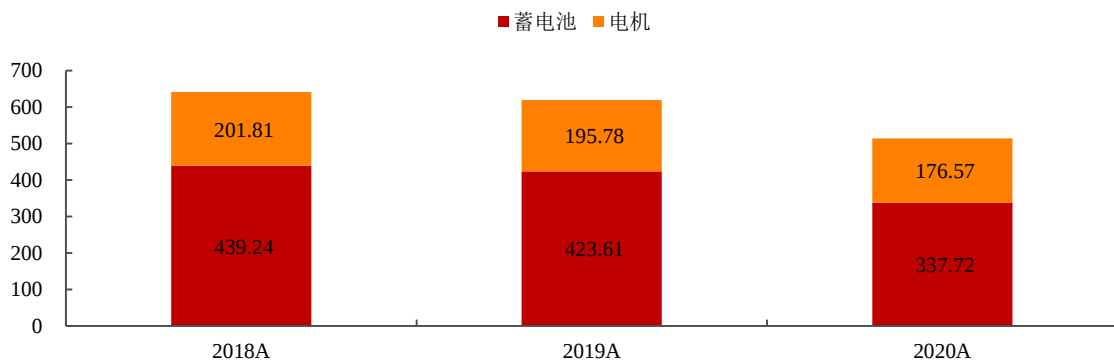
图：电动两轮车行业产品升级方向：大路线阶梯、小技改不断



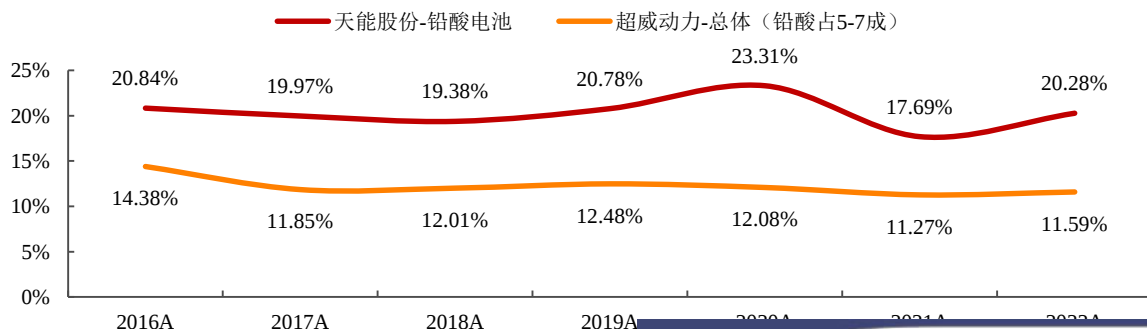
3.3 产业延伸：上游核心零部件+下游经销商职能→逐步内部化

- ✓ **上游：延展高价值环节（电池电机）**，根据爱玛招股书披露，18-20年平均单车采购电池和电机的成本为640/637/512元；根据上游电池厂商披露，铅酸电池的毛利率基本维持在20%左右，利润空间可观；预计整机厂往上游延展①可以增厚利润；②封闭技术、提高产品与市场之间的差异化，更甚可以形成生态、提高客户粘性。
- ✓ **下游：精简经销体系**，①渠道利润空间有望直接部分收回公司；②增强对终端的把控力，以便更好执行公司销售战略（配货模型）等，间接带来管理端的提质增效。

图：爱玛平均单车铅酸电池（蓄电池）和电机采购金额（元/辆）



图：铅酸电池厂毛利率水平（天能股份和超威动力）



目录

CONTENTS

01

行业总量

国内总量不减，海外空间可期

02

竞争格局加速集中

管理层：龙头经营信心超越行业

渠道端：门店效率碾压后排品牌

产品端：产品体系钳制后排品牌

03

赛道新思考：消费品品牌竞争壁垒

产品力提升+渠道优化+品牌营销能力进化

04

投资建议&推荐标的

4.1 投资建议

行业端：①行业仍有增量，品牌龙头成长空间确定；②行业龙头具备较强自身 α 优势，我们对头部市占率提升有信心；③行业高端化趋势明显，单车净利提升值得期待；④渠道优化步入深水区，行业价值链有望重塑。综上，我们认为行业ROE仍有较大提升空间。

具体公司：

雅迪控股为深耕行业龙头，在产品力+渠道+品牌兼具优势，一二线+N线+海外市场均具备较强竞争力；

爱玛科技为行业老牌龙头，收拾行囊、时尚为基、科技助力、渠道发力，呈现较强追赶态势；

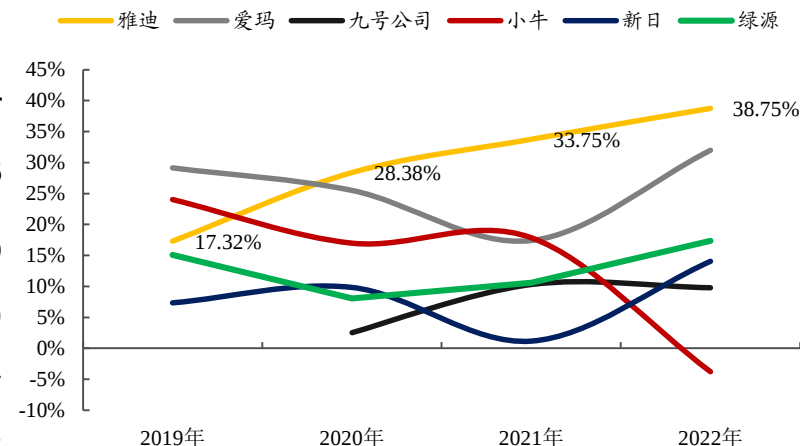
九号公司以技术起家，在智能化方面领先行业，在一二线+海外市场具备较强竞争力。

重点推荐：雅迪控股、爱玛科技、九号公司

建议关注：新日股份、绿源集团控股、星星科技（立马）、NIU（小牛电动）

上市公司	市值(亿元)	归母净利 (亿元)				归母净利增速				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
雅迪控股	391.25	21.61	27.12	35.76	48.64	58%	25%	32%	36%	18.10	14.43	10.94	8.04
爱玛科技	242.72	18.73	19.29	24.11	29.75	182%	3%	25%	23%	12.96	12.58	10.07	8.16
九号公司-WD	235.02	4.51	4.84	6.60	9.01	10%	7%	36%	36%	52.16	48.57	35.59	26.09
小牛电动	11.02	-0.49	1.17	2.07	2.91	-122%	-337%	76%	41%	-22.28	9.42	5.34	3.79
新日股份	30.26	1.62	-	-	-	1326%	-	-	-	18.66	-	-	-
绿源集团控股	29.00	1.18	-	-	-	99%	-	-	-	24.57	-	-	-

图：各家ROE对比（%）



数据来源：除雅迪、爱玛、九号外均为wind一致预期，浙商预测内容可参考最新外发报告

数据截止：2023年10月24日

数据来源：除雅迪、爱玛、九号外，其他为wind、浙商证券研究所

4.2 推荐标的——雅迪控股

战略前瞻、经营稳健，龙头地位进一步加固国内：

- **产品：**逐步推出自主车型&黑科技积淀（石墨烯电池、华宇钠电、TTFAR增程系统、自研电机等），并有望于23年推出钠电车型。
- **渠道：**业内渠道网点最多，21年逐步进行渠道优化，预计23年打通终端监控
- **品牌：**高端系列不断推出（冠系列、VFLY飞越系列针对中高端市场），同时从公益到国潮到综艺/明星代言积聚品牌势能。

海外：积极开拓中，管理架构变革、权责链清晰，提升海外市场高度；渠道与产能相应匹配

单位/百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31,059	37,281	47,252	60,515
(+/-)(%)	15.2%	20.03%	26.75%	28.07%
净利润	2,161	2,712	3,576	4,864
(+/-)(%)	57.8%	25.48%	31.89%	36.01%
EPS	0.71	0.89	1.17	1.59
P/E	16.96	14.43	10.94	8.04

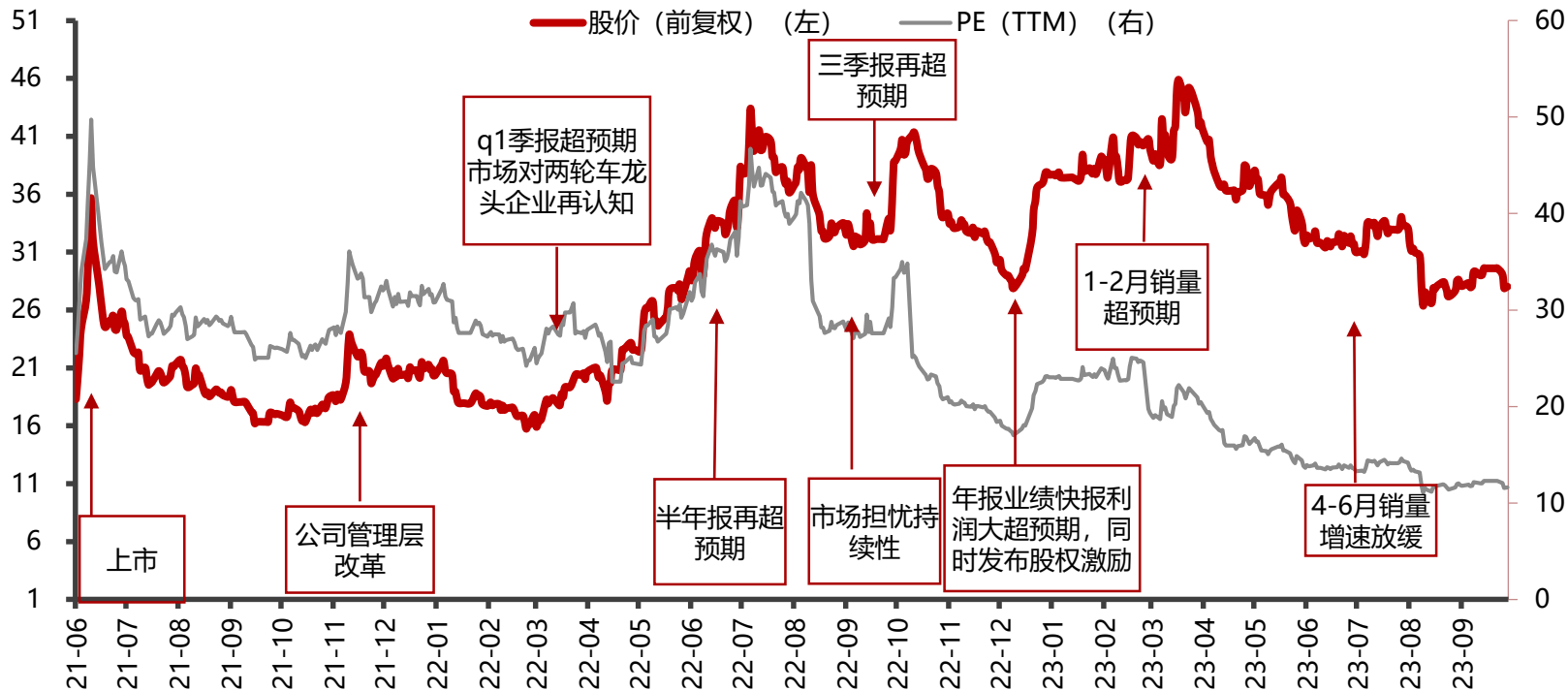
数据来源：截止2023/10/24



4.3 推荐标的——爱玛科技

22年快速追赶，23年休整，公司渠道底蕴深厚，静候蓄势待发：

- **产品体系优化：**公司拥有庞大的用户数据库，不断围绕用户需求研发推新，增强“需求识别到需求满足”的综合竞争力，为用户提供在产品性能、用户服务方面有竞争力的产品。后续公司将以中高端产品为主要市场突破点，兼顾高性价比市场。
- **系列降本增效举措：**①提出造车平台化、优化开发和生产，打造爱玛电动两轮车造车平台已进入2.0阶段；②设立专门物流管理平台，整合物流资源，



单位/百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,802	21,553	26,442	32,163
(+/-)(%)	35.09%	3.61%	22.69%	21.63%
净利润	1,873	1,929	2,411	2,975
(+/-)(%)	182.14%	2.97%	25.01%	23.38%
EPS	2.17	2.24	2.80	3.45
P/E	12.96	12.58	10.07	8.16

数据来源：wind一致预期，截止2023/10/24

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
收入 (亿元)	64	78	89	104	129	153	208
yoy	21.10%	15.38%	16.06%	23.78%	19.38%	21.10%	35.09%
销量(万)	357	389	456	549	757	856	1077
yoy	-	9.07%	17.25%	20.25%	37.95%	13.00%	24.25%

数据来源：公开资料整理、wind、浙商证券研究所

4.4 推荐标的——九号公司

深耕智能短交通，电动两轮车智能化领先，有望引领行业

- 管理层：技术团队出身，在智能化方面具有领先优势，深耕智能短交通蓝海赛道，凭借其产品力+较强新消费运营能力搭建其国内品牌优势。
- 产品：从驾驶智能到车况智能均具有竞争力。
- 渠道：国内主攻一二线城市，海外Segway品牌知名度高、海外渠道运营能力有积淀。

单位/百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,124	11,918	15,118	19,244
(+/-)(%)	10.70%	17.72%	26.85%	27.29%
净利润	451	484	660	901
(+/-)(%)	9.73%	7.40%	36.46%	36.43%
EPS	0.63	0.67	0.92	1.27
P/E	48.25	48.57	35.59	26.09

资料来源：wind、浙商证券研究所，截止2023/10/24

【浙商大制造】九号公司2023年H1业绩快报

表：九号公司-WD三表摘要(单位：百万元)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2021	2022H1	2022	2023H1
利润表摘要										
营业收入	1,917.32	2,903.17	2,811.67	2,492.16	1,661.97	2,718.18	9,146.05	4,820.49	#####	4,380.15
yoy	7.80%	-1.26%	13.20%	28.23%	-13.32%	-6.37%	52.36%	2.16%	10.70%	-9.13%
毛利率	22.02%	26.71%	25.88%	28.27%	28.22%	27.31%	23.23%	24.84%	25.97%	27.65%
毛利	422.23	775.41	727.53	704.58	468.97	742.20	2,124.26	1,197.64	2,629.75	1,211.17
yoy	10.79%	0.22%	4.37%	158.66%	11.07%	-4.28%	27.80%	11.69%	23.80%	1.13%
期间费用率	18.95%	15.07%	17.45%	25.93%	27.31%	16.91%	18.76%	16.61%	19.14%	20.85%
销售费用	106.53	209.53	277.74	331.57	170.66	285.98	592.43	316.06	925.37	456.64
销售费用率	5.56%	7.22%	9.88%	13.30%	10.27%	10.52%	6.48%	6.56%	9.14%	10.43%
管理费用	122.14	153.35	178.30	146.54	136.79	185.96	520.24	275.49	600.33	322.75
管理费用率	6.37%	5.28%	6.34%	5.88%	8.23%	6.84%	5.69%	5.71%	5.93%	7.37%
研发费用	116.22	145.46	144.99	176.46	127.18	166.72	503.51	261.68	583.13	293.90
研发费用率	6.06%	5.01%	5.16%	7.08%	7.65%	6.13%	5.51%	5.43%	5.76%	6.71%
财务费用	18.38	-70.69	-110.46	-8.42	19.26	-179.09	99.42	-52.31	-171.19	-159.83
财务费用率	0.96%	-2.43%	-3.93%	-0.34%	1.16%	-6.59%	1.09%	-1.09%	-1.69%	-3.65%
归母净利润	38.45	217.11	138.07	56.92	17.50	207.63	410.60	255.56	450.55	225.13
yoy	51.32%	-5.00%	2.77%	155.15%	-54.49%	-4.36%	458.87%	5.30%	9.73%	-11.91%
归母净利率	2.01%	7.48%	4.91%	2.28%	1.05%	7.64%	4.49%	5.30%	4.45%	5.14%
扣非归母净利润	22.51	213.53	161.22	-17.56	0.83	210.52	256.19	236.04	379.70	211.35
yoy	14.76%	6.85%	23.80%	-81.21%	-96.31%	-1.41%	399.76%	7.56%	48.21%	-10.46%
扣非归母净利率	1.17%	7.36%	5.73%	-0.70%	0.05%	7.74%	2.80%	4.90%	3.75%	4.83%
资产负债表摘要										
货币资金	1,959.41	2,890.02	3,315.61	3,080.61	3,173.26	3,912.62	1,726.09	2,890.02	3,080.61	3,080.61
应收票据及应收账款	772.58	1,163.90	1,185.92	1,184.62	779.22	979.48	770.94	1,163.90	1,184.62	1,184.62
yoy	-9.10%	-15.65%	23.00%	53.66%	0.86%	-15.85%	1.89%	-15.65%	1.78%	0.00%
应付账款	1,876.73	2,635.21	3,194.93	1,782.01	1,760.40	1,447.17	1,876.73	2,635.21	1,782.01	1,782.01
yoy	-1.35%	5.83%	44.04%	-7.74%	-6.20%	-45.08%	8.67%	5.83%	-32.38%	0.00%
预付账款	249.60	161.87	117.42	107.91	147.20	213.57	183.29	161.87	107.91	107.91
yoy	170.22%	38.88%	7.09%	-41.13%	-41.03%	31.94%	140.25%	38.88%	-33.34%	0.00%
其他应付款	176.42	225.72	37.36	365.52	370.99	458.12	175.31	225.72	365.52	365.52
yoy	45.84%	31.81%	-79.40%	108.50%	110.29%	102.96%	12.73%	31.81%	61.93%	0.00%
现金流量表摘要										
经营性现金流净额	-43.48	1,026.43	651.26	-45.11	-19.85	1,078.17	-161.45	982.95	1,589.10	1,589.10
投资性现金流净额	309.56	-351.20	-208.42	-411.99	28.92	-308.78	-8.30	-41.64	-662.05	-662.05
筹资性现金流净额	-3.99	141.71	-137.18	49.22	-4.45	18.80	-304.40	137.72	49.76	49.76

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

- 1、**宏观经济失速影响消费需求：**若整体经济环境不好，可能会对国内消费需求有负面影响；
- 2、**原材料价格波动：**原材料价格波动会对利润有影响；
- 3、**海外地缘政治风险：**若海外存在较强地缘政治影响，可能会导致海外开拓新市场进度不及预期

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>