

两轮车专题：海内外短交通、休闲娱乐出行梳理分析

家电行业专题报告

我们在本篇报告解读短交通、休闲娱乐市场，并梳理分析主要玩家情况。

► 短交通：因地制宜的出行工具，中国制造优势凸显

国内外由于道路条件、路权管制、公共交通配套的差异，用于短交通的工具也不同。1) 国内电动两轮车为“国民车”，19 年正式实施的新国标供需双振，释放替换需求，加速供给侧改革。头部玩家雅迪、爱玛等完成新一轮产能、渠道扩张，份额持续提升。23 年钠电车型集中发布，后续行业产品升级有空间叠加格局优化，头部有望持续受益。2) 由于路权管制，电动滑板车、平衡车在国内需求仍在爬坡期，欧美为主要消费市场。但国内拥有 90% 以上产能，主导海外消费市场，九号公司为智能短交通龙头，在全球滑板车/平衡车市场份额分别为 42%/8.6%。

► 休闲娱乐出行：消费升级品类，国牌出海正当时

全地形车与中大排摩托车作为以休闲娱乐为主要目的的运动动力装备，以欧美为主要消费市场，当前在国内仍处在渗透初期。1) 全地形车销售规模与宏观经济关联度较高，目前全球规模在 100-110 万台。中国全地形车 90% 以上用于出口，且集中度较高，龙一春风动力销售自主品牌，相较外资品牌具备高性价比，目前在欧洲市场份额第一，美国市占率持续提升。2) 海外中大排摩托属于成熟市场，国内 22 年燃油两轮摩托车中 250cc 以上仅占比 5%。国内中大排市场高景气，17-22 年复合增速为 43%。国产逐步形成进口替代，头部玩家为钱江摩托、春风动力、隆鑫通用等。

► 投资建议

雅迪控股：高瞻远瞩、经营稳健的两轮车龙头。公司是国内电动两轮车龙头，战略前瞻，产品及渠道策略灵活，根据公司公告，23H1 针对更广泛客户群拓宽价格带，加大营销力度，扩大分销网络，电动两轮车销量增加 34% 至 821 万台，远超行业增速，份额持续提升。23 年 1 月发布股权激励，考核标准为以 2022 年为基，2023-2025 年营收及净利润增速分别不低于 20%/44%/73%，彰显长期信心。我们认为公司后续增量在于份额稳步提升、高端持续推进及海外市场拓展。

结合中报，我们对 23-25 年公司收入预测为

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

分析师：李琳

邮箱：lilin1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090001

联系电话：

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

368.20/434.17/509.24 亿元，同比分别
+18.55%/+17.92%/+17.29%。毛利率方面，预计 23-25 年分别
为 18.00%/18.80%/19.30%。对应 23-25 年归母净利润分别为
26.08/32.79/40.01 亿元，同比分别
+20.68%/+25.74%/+22.01%。相应 EPS 分别为 0.85/1.07/1.31
元，以 24 年 1 月 26 日收盘价 10.06 元（10.94 港元，按照
24/1/29 日汇率 0.92）计算，对应 PE 分别为 11.82/9.40/7.71
倍。选取爱玛科技、九号公司作为可比公司，其中九号按照
wind 一致预期，24 年平均 PE 为 16 倍，首次覆盖，给予增持
评级。

爱玛科技：短期承压不改长期向好趋势。截至 23M9 公司收入
174.6 亿元，同比+1.3%；归母净利润 15.6 亿元，同比
+13.2%。高基数下销售有所承压，但受益于控本降费，利润表
现好于收入。公司为电动两轮车头部企业，品牌及渠道积累深
厚，长期看产品升级有较大空间，规模放量进一步优化成本有
望增厚利润。

结合三季报信息，我们对 23-25 年公司收入预测为
211.25/242.51/277.99 亿元，同比分别
+1.55%/+14.80%/+14.63%。毛利率方面，预计 23-25 年分别为
16.20%/16.50%/16.80%。对应 23-25 年归母净利润分别为
19.02/21.64/25.66 亿元，同比分别
+1.52%/+13.76%/+18.59%。相应 EPS 分别为 2.21/2.51/2.98
元，以 24 年 1 月 26 日收盘价 25.17 元计算，对应 PE 分别为
11.41/10.03/8.45 倍。选取雅迪控股、九号公司作为可比公
司，其中九号按照 wind 一致预期，24 年平均 PE 为 16 倍，首
次覆盖，给予增持评级。

春风动力：国内全地形车及中大排摩托龙头，具备想象空间。
公司全地形车以自主品牌出海，凭借性价比优势在欧美已有份
额基础，产品中高端升级及北美份额提升仍有空间。根据公司
公告，国内中大排摩托高景气，公司差异化定位势头强劲，摩
托车出海近两年持续贡献收入增量。全地形车及中大排摩托壁
垒较高，公司自主研发自建渠道，护城河较深，具备长期想象
空间。

结合三季报信息，我们对 23-25 年公司收入预测为
121.51/150.58/178.41 亿元，同比分别
+6.79%/+23.93%/+18.48%。毛利率方面，预计 23-25 年分别为
30.50%/30.80%/31.10%。对应 23-25 年归母净利润分别为
10.21/12.98/16.02 亿元，同比分别
+45.58%/+27.13%/+23.38%。相应 EPS 分别为 6.79/8.63/10.65
元，以 24 年 1 月 26 日收盘价 94.60 元计算，对应 PE 分别为
13.94/10.96/8.89 倍。选取涛涛车业、九号公司作为可比公
司，其中九号按照 wind 一致预期，24 年平均 PE 为 20 倍，首
次覆盖，给予增持评级。

涛涛车业：高盈利水平，品类拓展打开收入空间。公司主营电
动低速车（滑板车、平衡车、电动自行车）及特种车（全地形
车、越野摩托车），聚焦出口，22 年美国/加拿大/欧洲收入占
比分别为 61%/8%/21%。根据公司公告，公司全地形车业务小排

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

量为基本盘，进军大排量，高尔夫球车、电动自行车打造第二增长曲线。盈利方面，公司依托区位优势具备较强的成本优势，盈利水平显著高于竞争对手。

结合三季报信息，我们对 23-25 年公司收入预测为 20.97/27.24/35.45 亿元，同比分别 +18.79%/+29.88%/+30.14%。毛利率方面，预计 23-25 年分别为 39.80%/40.60%/41.60%。对应 23-25 年归母净利润分别为 2.96/3.49/4.83 亿元，同比分别 +43.46%/+17.95%/+38.36%。相应 EPS 分别为 2.71/3.19/4.42 元，以 24 年 1 月 26 日收盘价 55.67 元计算，对应 PE 分别为 20.56/17.43/12.60 倍。选取春风动力、九号公司作为可比公司，其中九号按照 wind 一致预期，24 年平均 PE 为 17 倍，首次覆盖，给予增持评级。

风险提示

宏观经济风险；贸易政策变化及地缘政治风险；汇率变动风险；成本风险；新品开发风险等。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
1585.HK	雅迪控股	10.06	增持	0.74	0.85	1.07	1.31	16.24	11.82	9.40	7.71
603529.SH	爱玛科技	25.17	增持	3.31	2.21	2.51	2.98	7.60	11.41	10.03	8.45
603129.SH	春风动力	94.60	增持	4.68	6.79	8.63	10.65	24.04	13.94	10.96	8.89
301345.SZ	涛涛车业	55.67	增持	2.52	2.71	3.19	4.42	-	20.56	17.43	12.60

资料来源：wind、华西证券研究所（24/1/26 收盘价）

正文目录

1. 短交通：因地制宜的出行工具，中国制造优势凸显	5
1.1. 国内：电动两轮车“国民车”，新国标后马太效应加剧	5
1.2. 海外：电动滑板车及平衡车市场均由国内企业主导，九号为龙头	9
2. 休闲娱乐：消费升级品类，国牌出海正当时	11
2.1. 全地形车：欧美为主，国牌全球影响力提升	11
2.2. 中大排摩托：国内方兴未艾，国产逐步形成进口替代	14
3. 投资建议	15
3.1. 雅迪控股：高瞻远瞩、经营稳健的两轮车龙头	15
3.2. 爱玛科技：短期承压不改长期向好趋势	17
3.3. 春风动力：国内全地形车及中大排摩托龙头，具备想象空间	19
3.4. 涛涛车业：高盈利水平，品类拓展打开收入空间	21
4. 风险提示	22

图表目录

图 1 中国电动自行车产量	5
图 2 中国电动两轮车销量及增速	5
图 3 新国标对于电动两轮车的分类	6
图 4 中国两轮车企业数量（家）	6
图 5 雅迪产能及销量（万台）	7
图 6 爱玛产能及销量（万台）	7
图 7 新日产能及销量（万台）	7
图 8 绿源产能及销量（万台）	7
图 9 各品牌经销商数量（家）	8
图 10 各品牌门店数量（家）	8
图 11 中国部分电动两轮车品牌市场份额变化	9
图 12 全球电动滑板车销量及增速	10
图 13 2020 年按销量划分的全球电动滑板车市占率	10
图 14 全球电动平衡车出货量及增速	10
图 15 中国电动平衡车相关企业数量（家）	11
图 16 电动平衡车市场竞争格局高度分散（2020 年）	11
图 17 ATV、UTV、SSV 对比说明	12
图 18 全球全地形车销量及增速（万台）	13
图 19 我国全地形车出口量额及同比	13
图 20 2020 年 1 月-9 月欧洲 ATV+SXS 市场竞争格局	14
图 21 分区域摩托车保有量按排量构成	15
图 22 按排量结构划分国内燃油二轮摩托车销量及增速（万辆）	15
图 24 雅迪控股盈利预测与估值	16
图 25 雅迪控股财务报表和主要财务比率	17
图 26 爱玛科技盈利预测与估值	18
图 27 爱玛科技财务报表和主要财务比率	19
图 28 春风动力盈利预测与估值	20
图 29 春风动力财务报表和主要财务比率	20
图 30 涛涛车业盈利预测与估值	21
图 31 涛涛车业财务报表和主要财务比率	22

1. 短交通：因地制宜的出行工具，中国制造优势凸显

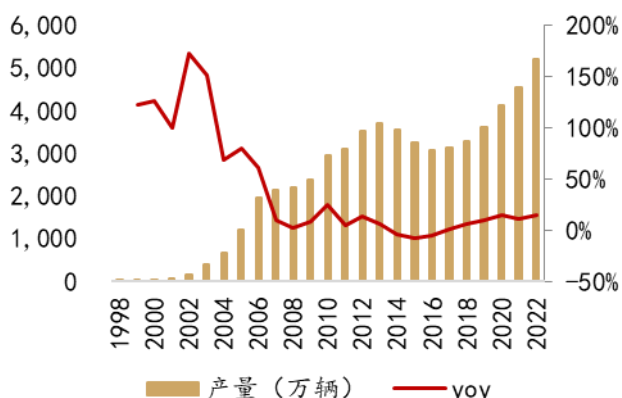
目前国内尚未有明确的短交通官方定义，参照海外观点，“短途交通”又被称为“微型交通”，指一系列非燃油类型的小型、轻型车辆，时速通常低于 25 公里，产品类型主要包括自行车、电动自行车、电动滑板车等。国内外由于道路条件、路权管制、公共交通配套的差异，用于短交通的工具也不同。

1.1. 国内：电动两轮车“国民车”，新国标后马太效应加剧

中国是全球电动两轮车行业最主要的市场，电动自行车为最大细分品类。根据智研咨询，22 年中国在全球电动两轮车市场销量占比 74%，其次是欧洲（10%）和东盟（8%）。2019 年实施的新国标将电动两轮车划分为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车。其中电动自行车为最大的细分品类，根据中国自行车协会统计的销量结构，22 年国内电动自行车/电动轻便摩托车/电动摩托车分别占比 81%/7%/12%。截至 22 年末国内电动自行车保有量 3.5 亿辆，每 4 个人即拥有 1 辆。

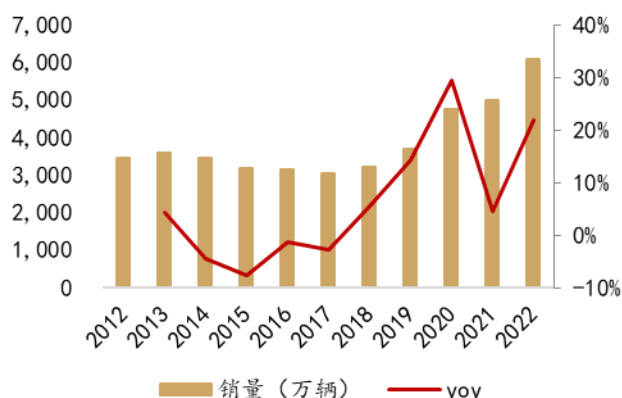
复盘国内电动两轮车的发展阶段：95 年第一台电动车问世，行业开始起步，04 年发布的《中华人民共和国道路交通安全法》首次将电动自行车确定为非机动车合法车型，此后伴随居民收入提升、多地限摩令，电动两轮车迎来黄金十年，逐渐取代自行车及摩托车成为“国民车”。14 年后行业进入成熟期，15-18 年销量维持在年 3200 万台左右，产品同质化严重，竞争激烈，行业加速出清。

图 1 中国电动自行车产量



资料来源：中国自行车行业协会、华西证券研究所

图 2 中国电动两轮车销量及增速



资料来源：绿源招股说明书、华西证券研究所

新国标释放部分替换需求，加速行业洗牌。2018 年《电动自行车安全技术规范》强制性标准（新国标）正式发布，并已于 19 年 4 月正式实施。新国标规定电动两轮车均需要 3C 认证管理，并对整车质量、最高车速、脚踏骑行等做出明确要求。2019 年 4 月 15 日起不符合技术规范的产品，不得生产、销售、进口。而对于此前已上市流通的超标车，大部分城市则给予 3-5 年的过渡期。过渡期后，不符合新国标要求的电动两轮车将禁止上路行驶。

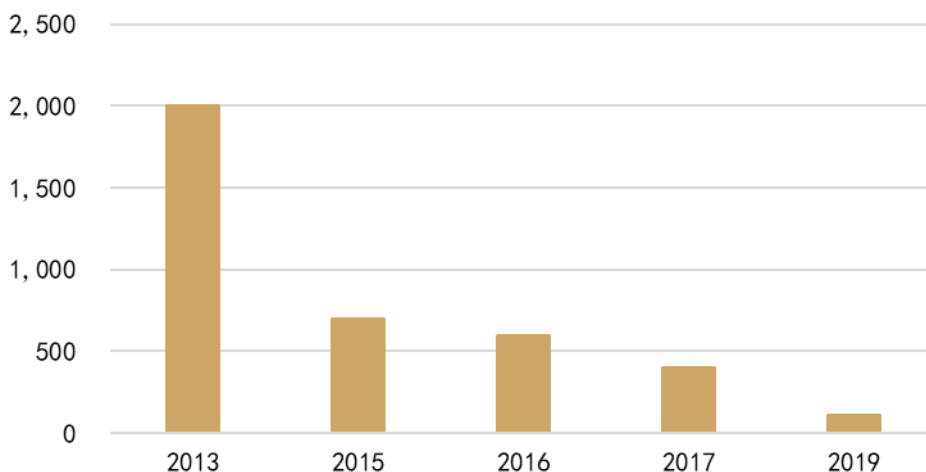
图 3 新国标对于电动两轮车的分类

产品分类	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
整车质量	≤55kg	可以≥55kg	可以≥55kg
最高车速	≤25km/h	≤50km/h	>50km/h
电池电压	≤48V	无限制	无限制
电机功率	≤400W	≤4KW	>4KW
是否载人	部分城市允许载12岁以下儿童	不能载人	可载一名成年人
产品属性	非机动车	机动车	机动车
脚踏骑行	必须具有	不具有	不具有
产品管理	3C认证	3C认证及工信部的目录公告	3C认证及工信部的目录公告
执行标准	《电动自行车安全技术规范》强制性标准	《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准	《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准

资料来源：《电动自行车安全技术规范》、《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》、华西证券研究所

从需求的角度，新国标意味着强制替换需求，但考虑到实际执行情况，部分地区过渡期到期后再延期，我们估计这部分需求较为有限。但从供给的角度，新国标直接抬升行业门槛，加速供给出清。根据头豹研究院，19 年中国电动两轮车企业数量为 110 家，而 13 年则多达 2000 家。

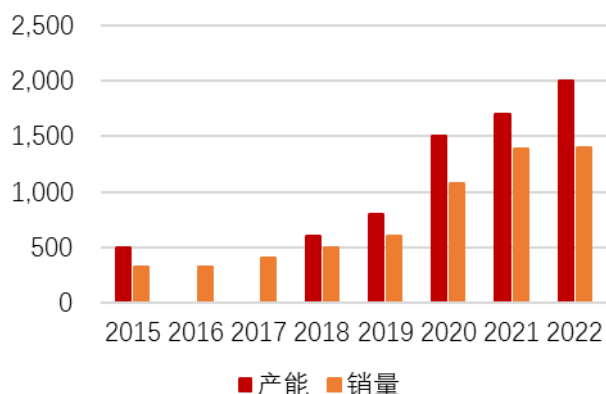
图 4 中国两轮车企业数量（家）



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

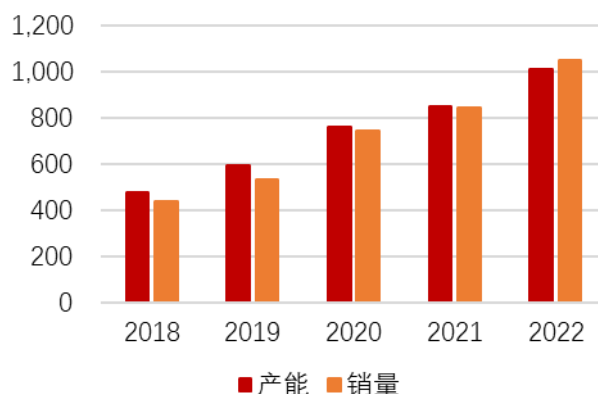
借新国标契机，头部企业加快进攻，产能、渠道完成新一轮扩张。在电动两轮车市场中，雅迪、爱玛分别是中高端、中低端龙头，而新势力九号、小牛则聚焦高端市场。雅迪、爱玛率先扩产，根据各公司公告，18 年以来产能持续扩充，至 22 年年末产能分别达到 2000、1000+万台，较 18 年末分别增加 1400 万台、520+万台。

图 5 雅迪产能及销量（万台）



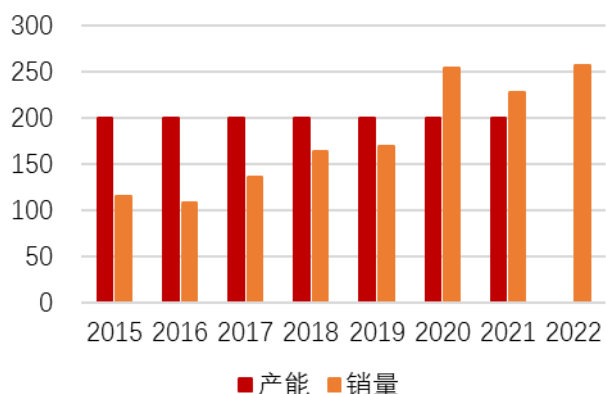
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 6 爱玛产能及销量（万台）



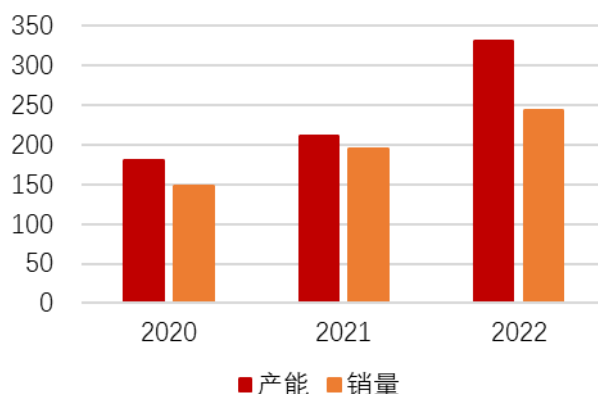
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 7 新日产能及销量（万台）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

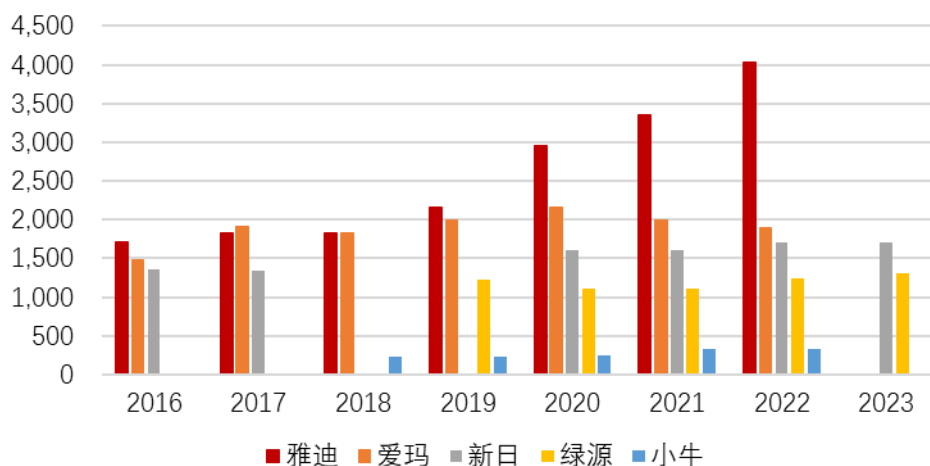
图 8 绿源产能及销量（万台）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

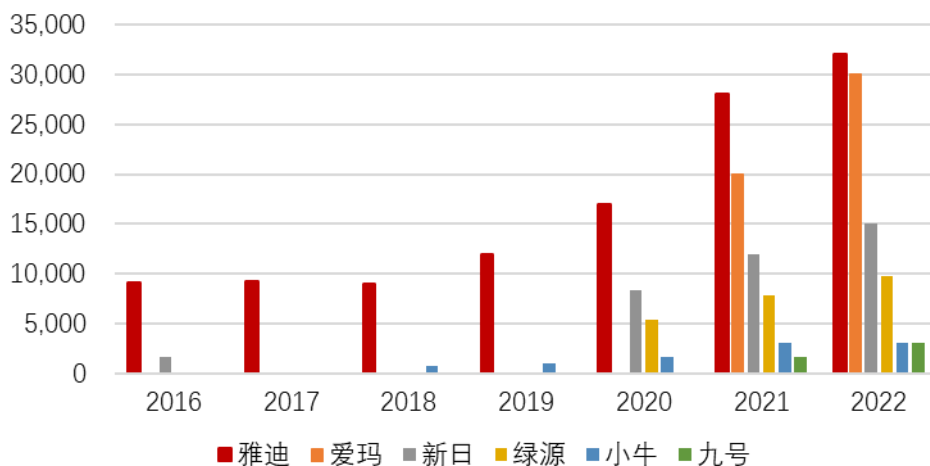
两轮车销售渠道以线下为主，伴随产能扩张，经销商数量及门店数量亦大幅增加。根据各公司公告，22年雅迪经销商数量达到4041家，较18年翻倍+，门店数量扩张至32000家，而18年为9000家。22年爱玛终端门店数量超3万家，较21年增加1万家。新日、绿源门店数量亦显著扩张。

图9 各品牌经销商数量（家）



资料来源：各公司公告、华西证券研究所（23年数据：新日截至23M6、绿源截至23M4）

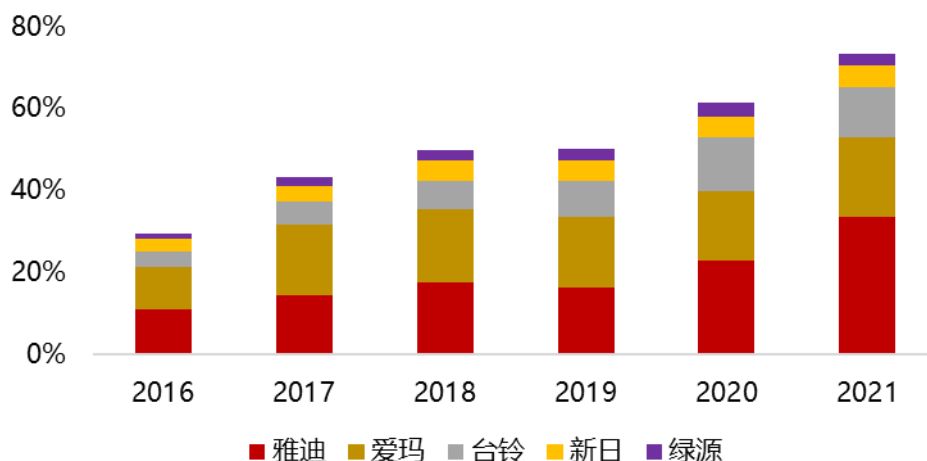
图10 各品牌门店数量（家）



资料来源：各公司公告、华西证券研究所

行业马太效应加剧，份额持续向头部集中。头部企业具备品牌及渠道优势，从竞争格局看，新国标后市场份额进一步向头部集中，电动两轮车行业两超多强格局已经形成。根据艾瑞咨询，18-21年雅迪份额提升16.1pct至33.7%，爱玛份额则提升1.6pct至19.5%。

图 11 中国部分电动两轮车品牌市场份额变化



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

1.2. 海外：电动滑板车及平衡车市场均由国内企业主导，九号为龙头

欧美和亚太大部分城市和地区允许滑板车上路，而在国内滑板车、平衡车既不符合机动车安全标准，也不在非机动车产品目录内，多地明确限制上路，因此难以作为代步工具广泛使用。根据九号招股书，目前在智能电动平衡车及电动滑板车领域，国内集聚了全球范围内 80% 以上的知识产权和 90% 以上的产能，国外市场竞争格局由国内企业主导。

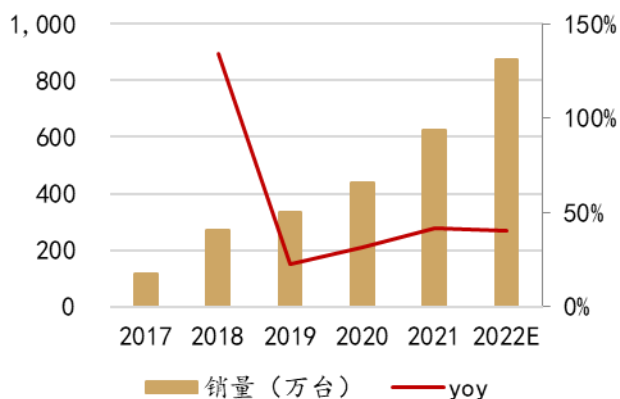
1.2.1. 电动滑板车：全球渗透率较低，九号单寡头垄断

北美、欧洲为主要消费市场，受共享业务拉动，近年来规模高增。93 年滑板车起源于德国，2000 年左右在美国流行。美国全球家庭旅行调查结果表明，0-5 英里的短距离出行占美国出行需求的 60%，叠加北美滑板文化盛行；而欧洲通勤人口众多、汽车保有量低于美国，滑板车在欧美具备渗透基础。根据 Global Info Research，22 年全球滑板车市场中北美/欧洲/中国份额分别为 60%/20%/10%。

17 年 Bird 率先在北美投放共享滑板车，创业公司 Lime、早期的共享出行服务巨头 Uber、Lyft 等迅速跟进。受共享业务拉动，17 年后全球电动滑板车销量高速增长。根据研精毕智，21 年全球电动滑板车按下游划分，零售/共享分别占比 63%/37%。22 年全球销量达 872 万台，17-22 年 CAGR5 为 50%。销售额方面，根据 QY Research 的统计及预测，22 年全球电动滑板车市场销售额达 16 亿美元，预计 2029 年将达到 38 亿美元，CAGR 为 13%。

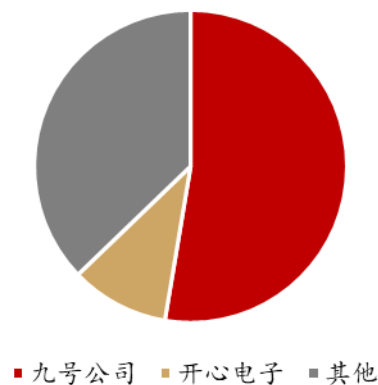
竞争格局九号单寡头垄断。21 年九号电动滑板车销量达 260 万台+，我们测算在全球市场中占比 42%（20 年为 52%，第二为开心电子 10%），仍是龙头。

图 12 全球电动滑板车销量及增速



资料来源：研精毕智、华西证券研究所

图 13 2020 年按销量划分的全球电动滑板车市占率



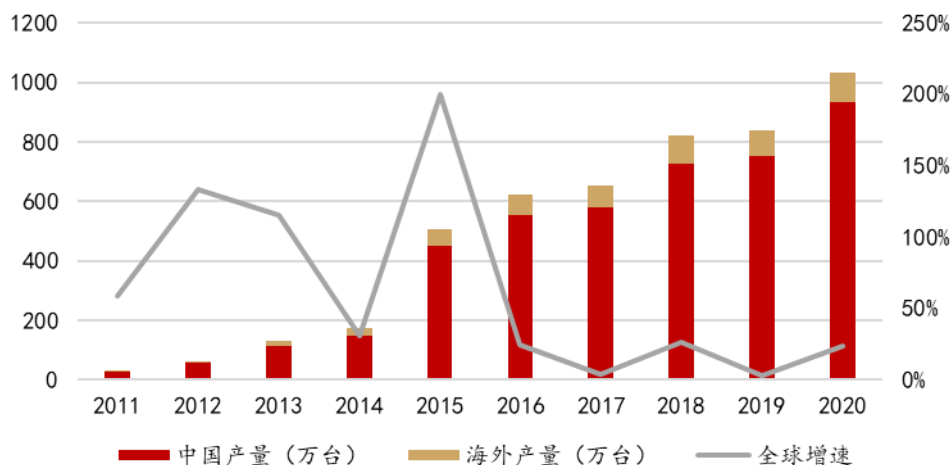
资料来源：研精毕智、华西证券研究所

1.2.2. 电动平衡车：以出口欧美为主，格局高度分散

中国平衡车市场仍以出口欧美为主，国内受路权尚未开放等政策限制，市场需求量仍然处于爬坡阶段，消费定位较为高端。电动平衡车起源于国外市场，由于价格昂贵推出时在国外并未放量，直到中国企业入局，受益国内成本优势，产品价格明显下降。根据《中国电动平衡车行业发展白皮书（2021）》，国内生产全球大约 90% 的电动平衡车，其中 60% 用于出口。根据涛涛车业公告，国内电动平衡车出口始自 2011 年，并在 2014 年开始放量，2015 年爆发式增长，与全球电动平衡车出货量趋势吻合。

电动平衡车作为短期快速发展出来的产品，早期缺乏相应的国家或行业标准，由于安全问题，部分国家禁止电动平衡车上路，叠加中美贸易战等影响，16-19 年处于行业低谷期。疫后无接触出行需求增加，根据 EVTank，20 年全球电动平衡车出货量达到 1032 万台，同比增长 23.7%。

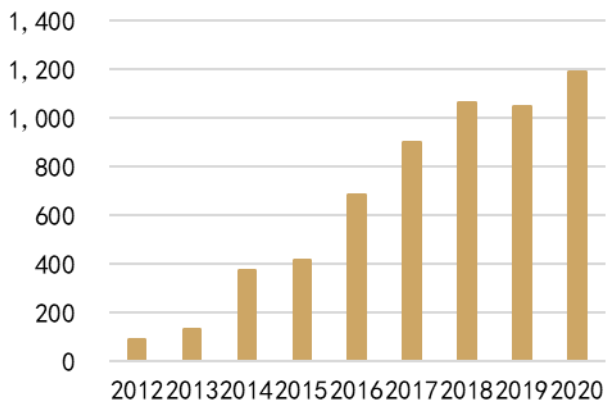
图 14 全球电动平衡车出货量及增速



资料来源：EVTank、华西证券研究所

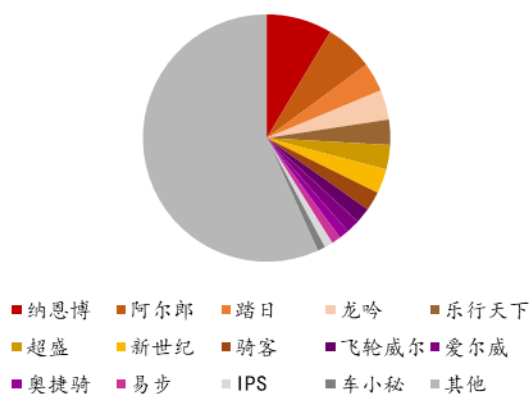
众多企业入局，竞争格局高度分散，20 年龙一纳恩博（九号旗下品牌）市占率仅 8.6%。快速崛起的消费需求刺激大量国内企业入局，12-20 年中国电动平衡车相关企业数量持续增加，2020 年达到 1188 家。市场份额高度分散，2020 年 CR3 合计市占率仅 18.8%。

图 15 中国电动平衡车相关企业数量（家）



资料来源：观研天下、华西证券研究所

图 16 电动平衡车市场竞争格局高度分散（2020 年）



资料来源：EVTank、华西证券研究所

2. 休闲娱乐：消费升级品类，国牌出海正当时

2.1. 全地形车：欧美为主，国牌全球影响力提升

全地形车（All Terrain Vehicle，适合所有地形之交通工具）是一种被设计用于非高速公路行驶的、具有 4 个或以上低压轮胎且可用在非道路上行驶的轻型车辆。实际应用中根据功能结构可划分为 ATV、UTV、SSV，即全地形车、多用途地形车、并排车。其中 ATV 和 SSV 更偏向于越野和赛车等休闲娱乐活动，UTV 则更加注重工具车的特性，辅助人们实现载货或者特殊作业等功能。

图 17 ATV、UTV、SSV 对比说明

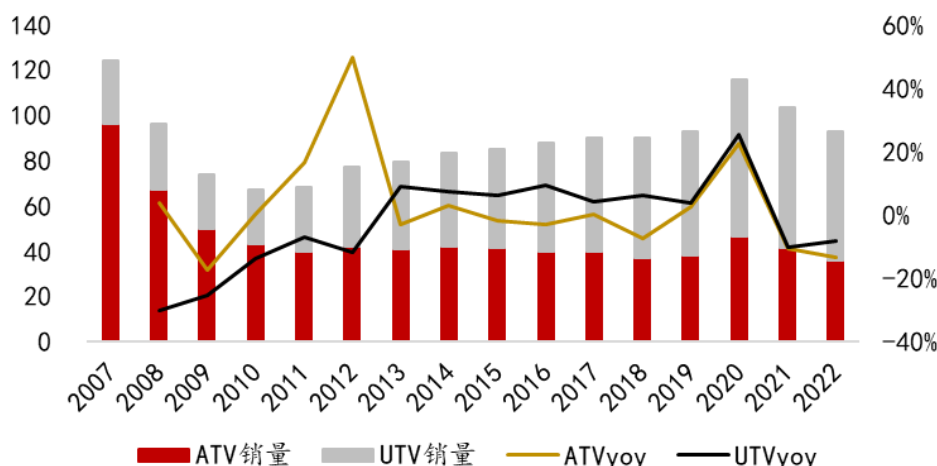
	类型	外观	座位数量	驾驶操作	应用场景
	ATV	更小巧，没有装物的斗	单人	使用车把作为转型系统；跨座驾驶，操作类似于摩托车	更适合狭窄的表面和快速转弯，通常用于越野、赛车等休闲娱乐活动，一种常见的户外动力设备
	UTV	更大，有装物的斗	双人或多人	使用类似于汽车的方向盘，坐在座椅上驾驶，类似于汽车	专为崎岖地形、运输和公用事业任务而设计，更常作为一种工具车使用
	SSV	和UTV基础结构相同，但没有装物的斗	双人或多人	拥有独特的并排座椅设置，操作方式与UTV相同	相较于更注重实用性与载物性能的UTV，SSV更注重越野，比赛的特性

资料来源：涛涛车业微信公众号《全地形车 | 未来市场规模将超千亿，涛涛车业加速全球布局》、华西证券研究所

欧美为主要消费市场，销售规模与宏观经济关联度较高。欧美国家多草地、山路等复杂地形，且收入水平较高，人们追求刺激，适合全地形车消费。根据 Statistia，全球全地形车消费市场中北美/欧洲分别占比 73%/16%。全地形车作为以休闲娱乐及日常实用为主要目的的动力运动装备，属于消费升级品类，与宏观经济关联度较高，08 年受金融危机影响规模萎缩，2010 年后市场规模稳步回升。根据春风动力 2022 年年报披露，目前全地形车行业总量基本维持在 100-110 万台水平。

结构升级，UTV 占比提升。UTV 更舒适、更安全，2010 年后 ATV 全球年销量基本维持在 40 万台左右，行业增量主要系 UTV 贡献。

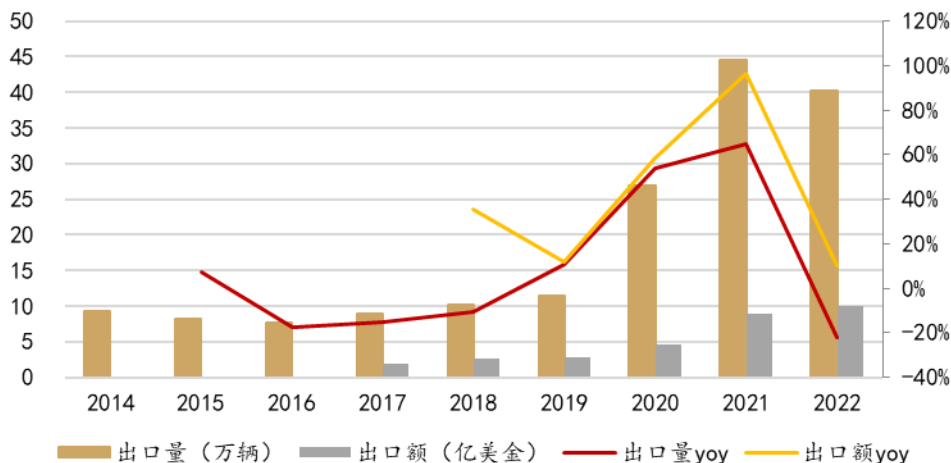
图 18 全球全地形车销量及增速（万台）



资料来源：涛涛车业招股说明书、春风动力招股说明书、北极星年报、华西证券研究所

全地形车产能早期集中在北美日本，中国全地形车出口导向，20-21 年疫情期间出口量高增。根据春风动力招股书，2015 年北美/日本厂商在全球产能占比分别为 52%/29%。中国全地形车 90%以上用于出口，20-21 年中国全地形车出口量高增，22 年受需求下滑影响，出口量 40 万台，同比下滑 22%。出口集中度较高，前五厂家春风动力、涛涛车业、重庆润通、林海动力、华洋赛车 22 年合计出口量占总量 97%。

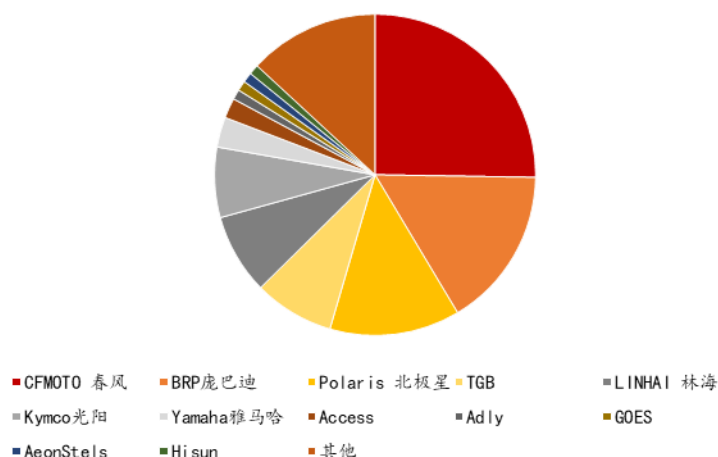
图 19 我国全地形车出口量额及同比



资料来源：春风动力公司公告、智研咨询、华西证券研究所

春风动力为中国全地形车出口龙一，以自主品牌销售，欧洲市场份额第一，美国市占率稳步提升。14-22 年春风出口额在行业占比 70%左右，主要通过经销商向欧美销售自主品牌“CFMOTO”。欧洲市场春风龙一份额稳固，根据春风欧洲官网，截至 20M9 公司市占率 25%。美国、日本最早发展全地形车，全球最大的全地形车市场北美，美日企业份额较高。春风产品性能及性价比优势突出，根据公告披露，公司北美市占率逐年提升。

图 20 2020 年 1 月-9 月欧洲 ATV+SXS 市场竞争格局



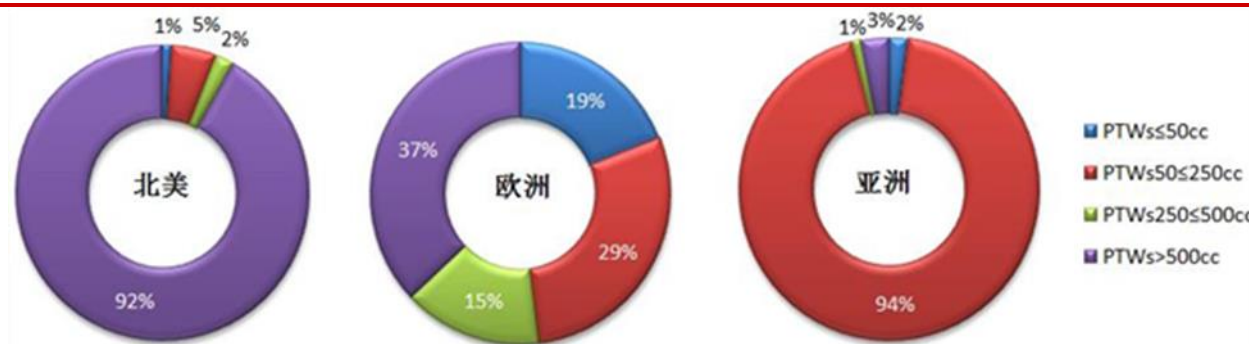
资料来源：春风动力欧洲官网、华西证券研究所

涛涛车业以小排量为主，22 年进军大排量全地形车。根据中国汽车工业协会摩托车分会，22 年公司全地形车出口量 10.6 万辆，仅次于春风 15.6 万辆。但涛涛以小排量产品为主，主要使用人群为儿童和青少年，因此均价低于以生产大排量为主的春风。以 21 年出厂均价对比，春风为 32038 元，涛涛为 4719 元（根据各公司公告披露销额及销量计算）。23 年涛涛上市，根据公司公告，加快拓展大排量，目前 300ATV 和 250 运动款 ATV 均已逐步实现批量生产，650cc、800cc、1000cc 的 ATV 和 UTV 等大排量全地形车也按计划稳步推进，未来有望成为公司新的业绩增长点。

2.2. 中大排摩托：国内方兴未艾，国产逐步形成进口替代

中大排摩托在海外发达国家为成熟市场，国内尚处在渗透早期。摩托车按排量划分，可分为助力车（50cc 以下）、小排量（50cc-250cc）、中等排量（250cc-500cc）、大排（500cc 及以上）。发展中国家和地区以助力车和小排量摩托车消费为主，经济发达国家和地区则以中、大排量为主。根据中国汽车工业年鉴，22 年国内燃油二轮摩托车销量中 >250cc 中大排仅占比 5%。

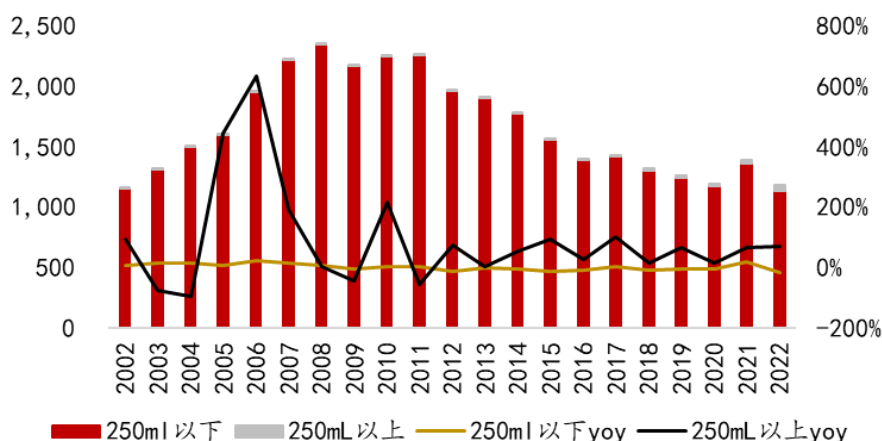
图 21 分区域摩托车保有量按排量构成



资料来源：国际摩托车制造商协会（IMMA）、2012Productiondata、华西证券研究所

国内中大排量摩托车高景气，国产中大排形成进口替代，头部玩家为钱江摩托、春风动力、隆鑫通用等。国内燃油两轮摩托车市场销量呈现结构性增长，休闲娱乐摩托车高景气。根据中国汽车工业年鉴，22 年国内燃油两轮摩托车销量为 1185 万辆，同比-15%，CAGR5 为-4%，其中大排量摩托车（>250cc）销量为 55 万辆，CAGR5 为 43%。

图 22 按排量结构划分国内燃油二轮摩托车销量及增速（万辆）



资料来源：中国汽车工业年鉴、华西证券研究所

钱江摩托 05 年全资收购百年意大利摩企 Benelli（贝纳利），并聚焦研发大排量摩托车，为国产自主大排量技术的破冰者，根据公司公告，2012 年以来在国内 250cc 以上大排量市场保持市占率第一。春风动力则深耕消费型摩托车市场，产品和技术研发过硬，不断完善产品谱系和排量段，≥250cc 跨骑式摩托车销量位列行业前茅。

3. 投资建议

3.1. 雅迪控股：高瞻远瞩、经营稳健的两轮车龙头

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司是国内电动两轮车龙头，战略前瞻，产品及渠道策略灵活，根据公司公告，23H1 针对更广泛客户群拓宽价格带，加大营销力度，扩大分销网络，电动两轮车销量增加 34%至 821 万台，远超行业增速，份额持续提升。23 年 1 月发布股权激励，考核标准为以 2022 年为基，2023-2025 年营收及净利润增速分别不低于 20%/44%/73%，彰显长期信心。我们认为公司后续增量在于份额稳步提升、高端持续推进及海外市场拓展。

结合中报，我们对 23-25 年公司收入预测为 368.20/434.17/509.24 亿元，同比分别 +18.55%/+17.92%/+17.29%。毛利率方面，预计 23-25 年分别为 18.00%/18.80%/19.30%。对应 23-25 年归母净利润分别为 26.08/32.79/40.01 亿元，同比分别+20.68%/+25.74%/+22.01%。相应 EPS 分别为 0.85/1.07/1.31 元，以 24 年 1 月 26 日收盘价 10.06 元（10.94 港元，按照 24/1/29 日汇率 0.92）计算，对应 PE 分别为 11.82/9.40/7.71 倍。选取爱玛科技、九号公司作为可比公司，其中九号按照 wind 一致预期，24 年平均 PE 为 17 倍，首次覆盖，给予增持评级。

图 23 雅迪控股盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	269.68	310.59	368.20	434.17	509.24
YoY (%)	39.29%	15.17%	18.55%	17.92%	17.29%
归母净利润(百万元)	13.69	21.61	26.08	32.79	40.01
YoY (%)	43.04%	57.80%	20.68%	25.74%	22.01%
毛利率 (%)	15.21%	18.08%	18.00%	18.80%	19.30%
每股收益 (元)	0.48	0.74	0.85	1.07	1.31
ROE	0.30	0.33	0.28	0.26	0.24
市盈率	29.26	16.24	11.82	9.40	7.71

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 24 雅迪控股财务报表和主要财务比率

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	310.86	368.20	434.17	509.24	净利润	21.61	26.08	32.79	40.01
YoY (%)	15.19%	18.44%	17.92%	17.29%	折旧和摊销	4.12	0.00	0.00	0.00
营业成本	254.45	301.92	352.55	410.96	营运资金变动	4.17	21.21	19.15	22.49
营业税金及附加					经营活动现金流	30.78	45.34	50.41	61.41
销售费用	13.58	16.85	19.71	23.04	资本开支	-6.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	8.96	10.31	12.45	14.50	投资	-16.24	-1.25	-0.91	-1.38
财务费用	-1.20	-1.12	-1.00	-1.14	投资活动现金流	-20.56	1.79	1.80	1.29
资产减值损失					股权募资	7.44	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.33	-0.32	-0.42	-0.50	债务募资	-2.43	6.41	7.48	8.01
营业利润	22.80	26.78	34.78	43.42	筹资活动现金流	-3.79	5.71	6.48	6.67
营业外收支					现金净流量	7.10	53.43	59.26	69.95
利润总额	26.15	30.67	38.49	47.23	主要财务指标				
所得税	4.32	4.47	5.52	6.98	成长能力 (%)				
净利润	21.83	26.20	32.97	40.25	营业收入增长率	15.17%	18.55%	17.92%	17.29%
归属于母公司净利润	21.61	26.08	32.79	40.01	净利润增长率	57.80%	20.68%	25.74%	22.01%
YoY (%)	57.80%	20.68%	25.74%	22.01%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.74	0.85	1.07	1.31	毛利率	18.08%	18.00%	18.80%	19.30%
资产负债表 (亿元)					净利率	6.96%	7.08%	7.55%	7.86%
货币资金	67.83	121.25	180.51	250.46	总资产收益率ROA	8.66%	8.19%	8.42%	8.39%
预付款项					净资产收益率ROE	32.53%	28.02%	25.93%	23.95%
存货	14.58	16.01	19.15	22.35	偿债能力 (%)				
其他流动资产	38.70	49.58	55.29	65.86	流动比率	0.99	1.12	1.23	1.33
流动资产合计	173.95	242.26	313.02	400.39	速动比率	0.69	0.82	0.94	1.04
长期股权投资	1.02	1.32	1.63	1.92	现金比率	0.39	0.56	0.71	0.83
固定资产	32.91	32.91	32.91	32.91	资产负债率	73.38%	70.73%	67.46%	64.88%
无形资产	11.28	11.28	11.28	11.28	经营效率 (%)				
非流动资产合计	75.58	76.16	76.48	76.76	总资产周转率	1.40	1.30	1.23	1.18
资产合计	249.53	318.43	389.50	477.16	每股指标 (元)				
短期借款	12.82	19.23	26.70	34.71	每股收益	0.74	0.85	1.07	1.31
应付账款及票据	135.93	170.12	194.88	227.36	每股净资产	2.17	3.04	4.13	5.45
其他流动负债	24.40	24.71	29.74	35.50	每股经营现金流	1.00	1.48	1.65	2.00
流动负债合计	175.20	216.77	254.29	301.13	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	7.90	8.46	8.46	8.46	PE	16.24	11.82	9.40	7.71
非流动负债合计	7.90	8.46	8.46	8.46	PB	5.54	3.31	2.44	1.85
负债合计	183.10	225.22	262.75	309.58					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00					
少数股东权益	0.00	0.12	0.30	0.54					
股东权益合计	66.43	93.20	126.75	167.57					
负债和股东权益合计	249.53	318.43	389.50	477.16					

资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.2. 爱玛科技：短期承压不改长期向好趋势

截至 23M9 公司收入 174.6 亿元，同比+1.3%；归母净利润 15.6 亿元，同比+13.2%。高基数下销售有所承压，但受益于控本降费，利润表现好于收入。公司为电动两轮车头部企业，品牌及渠道积累深厚，长期看产品升级有较大空间，规模放量进一步优化成本有望增厚利润。

结合三季报信息，我们对 23-25 年公司收入预测为 211.25/242.51/277.99 亿元，同比分别+1.55%/+14.80%/+14.63%。毛利率方面，预计 23-25 年分别为 16.20%/16.50%/16.80%。对应 23-25 年归母净利润分别为 19.02/21.64/25.66 亿元，同比分别+1.52%/+13.76%/+18.59%。相应 EPS 分别为 2.21/2.51/2.98 元，以 24 年 1 月 26 日收盘价 25.17 元计算，对应 PE 分别为 11.41/10.03/8.45 倍。选取雅迪控股、九号公司作为可比公司，其中九号按照 wind 一致预期，24 年平均 PE 为 16 倍，首次覆盖，给予增持评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 25 爱玛科技盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	154	208	211	243	278
YoY (%)	19.3%	35.1%	1.5%	14.8%	14.6%
归母净利润 (亿元)	7	19	19	22	26
YoY (%)	10.9%	182.1%	1.5%	13.8%	18.6%
毛利率 (%)	11.7%	16.4%	16.2%	16.5%	16.8%
每股收益 (元)	1.79	3.31	2.21	2.51	2.98
ROE	13.3%	27.9%	24.7%	21.9%	20.6%
市盈率	14.06	7.60	11.41	10.03	8.45

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 26 爱玛科技财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率									
利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	208	211	243	278	净利润	19	19	22	26
YoY (%)	35.1%	1.5%	14.8%	14.6%	折旧和摊销	3	2	2	2
营业成本	174	177	202	231	营运资金变动	31	-3	15	16
营业税金及附加	1	1	1	1	经营活动现金流	51	17	38	44
销售费用	6	6	7	8	资本开支	-8	0	0	0
管理费用	4	4	5	6	投资	-14	0	0	0
财务费用	-4	-3	-3	-4	投资活动现金流	-22	3	0	0
研发费用	5	5	6	7	股权募资	0	-3	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	5	3	3	3
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-2	-7	3	3
营业利润	22	23	25	30	现金净流量	27	14	41	46
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	22	23	25	30	2022A	2023E	2024E	2025E	
所得税	4	4	4	5	成长能力 (%)				
净利润	19	19	22	26	营业收入增长率	35.1%	1.5%	14.8%	14.6%
归属于母公司净利润	19	19.0	21.6	25.7	净利润增长率	182.1%	1.5%	13.8%	18.6%
YoY (%)	182.1%	1.5%	13.8%	18.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.31	2.21	2.51	2.98	毛利率	16.4%	16.2%	16.5%	16.8%
资产负债表 (亿元)					净利率	9.0%	9.0%	8.9%	9.2%
2022A	2023E	2024E	2025E		总资产收益率ROA	10.1%	9.7%	9.1%	9.0%
货币资金	66	80	121	167	净资产收益率ROE	27.9%	24.7%	21.9%	20.6%
预付款项	0	0	0	0	偿债能力 (%)				
存货	8	9	10	11	流动比率	1.01	0.94	1.12	1.28
其他流动资产	41	21	22	22	速动比率	0.62	0.74	0.94	1.11
流动资产合计	115	111	153	201	现金比率	0.58	0.69	0.89	1.06
长期股权投资	1	1	1	1	资产负债率	63.5%	60.8%	58.4%	56.2%
固定资产	20	19	17	16	经营效率 (%)				
无形资产	5	5	5	5	总资产周转率	1.31	1.11	1.12	1.06
非流动资产合计	69	86	85	83	每股指标 (元)				
资产合计	185	197	238	285	每股收益	3.31	2.21	2.51	2.98
短期借款	5	8	11	14	每股净资产	11.70	8.94	11.46	14.43
应付账款及票据	94	94	108	123	每股经营现金流	8.79	1.99	4.43	5.08
其他流动负债	16	16	18	20	每股股利	1.30	0.35	0.00	0.00
流动负债合计	115	117	136	157	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	7.60	11.41	10.03	8.45
其他长期负债	3	3	3	3	PB	3.92	2.81	2.20	1.74
非流动负债合计	3	3	3	3					
负债合计	117	120	139	160					
股本	6	9	9	9					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	67	77	99	125					
负债和股东权益合计	185	197	238	285					

资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.3. 春风动力：国内全地形车及中大排摩托龙头，具备想象空间

公司全地形车以自主品牌出海，凭借性价比优势在欧美已有份额基础，产品中高端升级及北美份额提升仍有空间。根据公司公告，国内中大排摩托高景气，公司差异化定位势头强劲，摩托车出海近两年持续贡献收入增量。全地形车及中大排摩托壁垒较高，公司自主研发自建渠道，护城河较深，具备长期想象空间。

结合三季报信息，我们对 23-25 年公司收入预测为 121.51/150.58/178.41 亿元，同比分别 +6.79%/+23.93%/+18.48%。毛利率方面，预计 23-25 年分别为 30.50%/30.80%/31.10%。对应 23-25 年归母净利润分别为 10.21/12.98/16.02 亿元，同比分别 +45.58%/+27.13%/+23.38%。相应 EPS 分别为 6.79/8.63/10.65 元，以 24 年 1 月 26 日收盘价 94.60 元计算，对应 PE 分别为 13.94/10.96/8.89 倍。选取涛涛车业、九号公司作为可比公司，其中九号按照 wind 一致预期，24 年平均 PE 为 20 倍，首次覆盖，给予增持评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 27 春风动力盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	79	114	122	151	178
YoY (%)	73.7%	44.7%	6.8%	23.9%	18.5%
归母净利润 (亿元)	4	7	10	13	16
YoY (%)	12.8%	70.4%	45.6%	27.1%	23.4%
毛利率 (%)	21.5%	25.4%	30.5%	30.8%	31.1%
每股收益 (元)	3.01	4.68	6.79	8.63	10.65
ROE	11.3%	16.7%	19.7%	20.0%	19.8%
市盈率	31.43	20.21	13.94	10.96	8.89

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 28 春风动力财务报表和主要财务比率

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	114	122	151	178	净利润	7	10	13	17
YoY (%)	44.7%	6.8%	23.9%	18.5%	折旧和摊销	1	1	1	2
营业成本	85	84	104	123	营运资金变动	9	4	4	5
营业税金及附加	1	2	2	2	经营活动现金流	17	16	19	24
销售费用	9	12	14	16	资本开支	-4	-4	-4	-4
管理费用	5	6	7	8	投资	4	0	0	0
财务费用	-3	-2	0	-1	投资活动现金流	-1	-7	-5	-5
研发费用	8	8	10	12	股权募资	0	1	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	-1	0	-1	-1	筹资活动现金流	-1	-1	0	0
营业利润	8	11	14	18	现金净流量	17	9	14	19
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	8	11	14	18	成长能力 (%)				
所得税	0	1	1	1	营业收入增长率	44.7%	6.8%	23.9%	18.5%
净利润	7	10	13	17	净利润增长率	70.4%	45.6%	27.1%	23.4%
归属于母公司净利润	7	10	13	16	盈利能力 (%)				
YoY (%)	70.4%	45.6%	27.1%	23.4%	毛利率	25.4%	30.5%	30.8%	31.1%
每股收益	4.68	6.79	8.63	10.65	净利率	6.2%	8.4%	8.6%	9.0%
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率ROA	7.3%	9.2%	9.6%	9.8%
货币资金	43	52	66	85	净资产收益率ROE	16.7%	19.7%	20.0%	19.8%
预付款项	1	1	2	2	偿债能力 (%)				
存货	21	21	26	31	流动比率	1.51	1.55	1.62	1.71
其他流动资产	12	12	15	17	速动比率	1.06	1.13	1.19	1.28
流动资产合计	77	87	109	135	现金比率	0.85	0.93	0.98	1.07
长期股权投资	0	0	1	1	资产负债率	55.0%	52.3%	51.0%	49.4%
固定资产	10	12	14	17	经营效率 (%)				
无形资产	1	1	1	1	总资产周转率	1.30	1.18	1.22	1.19
非流动资产合计	19	24	27	29	每股指标 (元)				
资产合计	96	111	135	164	每股收益	4.68	6.79	8.63	10.65
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	28.11	34.45	43.08	53.73
应付账款及票据	46	50	60	71	每股经营现金流	11.33	10.51	12.70	15.67
其他流动负债	5	6	7	8	每股股利	1.41	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	51	56	67	79	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	20.21	13.94	10.96	8.89
其他长期负债	2	2	2	2	PB	4.00	2.75	2.20	1.76
非流动负债合计	2	2	2	2					
负债合计	53	58	69	81					
股本	1	2	2	2					
少数股东权益	1	1	1	2					
股东权益合计	43	53	66	83					
负债和股东权益合计	96	111	135	164					

资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.4. 涛涛车业：高盈利水平，品类拓展打开收入空间

公司主营电动低速车（滑板车、平衡车、电动自行车）及特种车（全地形车、越野摩托车），聚焦出口，22 年美国/加拿大/欧洲收入占比分别为 61%/8%/21%。根据公司公告，公司全地形车业务小排量为基本盘，进军大排量，高尔夫球车、电动自行车打造第二增长曲线。盈利方面，公司依托区位优势具备较强的成本优势，盈利水平显著高于竞争对手。

结合三季报信息，我们对 23-25 年公司收入预测为 20.97/27.24/35.45 亿元，同比分别 +18.79%/+29.88%/+30.14%。毛利率方面，预计 23-25 年分别为 39.80%/40.60%/41.60%。对应 23-25 年归母净利润分别为 2.96/3.49/4.83 亿元，同比分别 +43.46%/+17.95%/+38.36%。相应 EPS 分别为 2.71/3.19/4.42 元，以 24 年 1 月 26 日收盘价 55.67 元计算，对应 PE 分别为 20.56/17.43/12.60 倍。选取春风动力、九号公司作为可比公司，其中九号按照 wind 一致预期，24 年平均 PE 为 17 倍，首次覆盖，给予增持评级。

图 29 涛涛车业盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,018	1,766	2,097	2,724	3,545
YoY (%)	45.6%	-12.5%	18.8%	29.9%	30.1%
归母净利润（百万元）	243	206	296	349	483
YoY (%)	11.4%	-15.0%	43.5%	18.0%	38.4%
毛利率 (%)	33.0%	35.8%	39.8%	40.6%	41.6%
每股收益（元）	2.96	2.52	2.71	3.19	4.42
ROE	32.8%	21.6%	10.0%	10.5%	12.7%
市盈率	18.81	22.09	20.56	17.43	12.60

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 30 涛涛车业财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,766	2,097	2,724	3,545	净利润	206	296	349	483
YoY (%)	-12.5%	18.8%	29.9%	30.1%	折旧和摊销	45	48	56	61
营业成本	1,134	1,263	1,618	2,070	营运资金变动	-212	112	-222	-250
营业税金及附加	5	5	7	9	经营活动现金流	39	476	210	326
销售费用	254	352	435	575	资本开支	-76	-108	-111	-105
管理费用	72	107	139	181	投资	0	0	0	0
财务费用	-15	-46	27	27	投资活动现金流	-76	-116	-123	-120
研发费用	64	84	106	139	股权募资	0	1,868	0	0
资产减值损失	-10	0	0	0	债务募资	49	49	56	52
投资收益	-10	-8	-12	-15	筹资活动现金流	-37	1,732	41	35
营业利润	240	343	403	558	现金净流量	-70	2,104	128	240
营业外收支	-3	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	237	343	403	558	成长能力 (%)				
所得税	31	47	54	75	营业收入增长率	-12.5%	18.8%	29.9%	30.1%
净利润	206	296	349	483	净利润增长率	-15.0%	43.5%	18.0%	38.4%
归属于母公司净利润	206	296	349	483	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-15.0%	43.5%	18.0%	38.4%	毛利率	35.8%	39.8%	40.6%	41.6%
每股收益	2.52	2.71	3.19	4.42	净利率	11.7%	14.1%	12.8%	13.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率ROA	12.2%	7.7%	8.1%	9.6%
货币资金	191	2,295	2,423	2,663	净资产收益率ROE	21.6%	10.0%	10.5%	12.7%
预付款项	22	25	31	40	偿债能力 (%)				
存货	723	698	923	1,192	流动比率	1.95	4.30	4.05	3.88
其他流动资产	337	324	419	548	速动比率	0.75	3.32	2.99	2.77
流动资产合计	1,273	3,342	3,796	4,443	现金比率	0.29	2.95	2.58	2.32
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	43.6%	22.4%	23.5%	24.4%
固定资产	302	347	392	429	经营效率 (%)				
无形资产	38	39	40	40	总资产周转率	1.11	0.76	0.67	0.76
非流动资产合计	418	483	538	583	每股指标 (元)				
资产合计	1,690	3,825	4,334	5,026	每股收益	2.52	2.71	3.19	4.42
短期借款	264	314	370	422	每股净资产	11.63	27.13	30.32	34.74
应付账款及票据	294	361	446	572	每股经营现金流	0.48	4.36	1.92	2.98
其他流动负债	94	102	122	152	每股股利	1.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	652	778	938	1,146	估值分析				
长期借款	9	9	9	9	PE	22.09	20.56	17.43	12.60
其他长期负债	76	72	72	72	PB	0.00	2.05	1.84	1.60
非流动负债合计	85	81	81	81					
负债合计	737	859	1,019	1,227					
股本	82	109	109	109					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	954	2,966	3,315	3,798					
负债和股东权益合计	1,690	3,825	4,334	5,026					

资料来源：公司公告、华西证券研究所

4. 风险提示

宏观经济风险，若经济下行将导致需求较弱；贸易政策变化及地缘政治风险，关税政策变化将影响出口；汇率变动风险，影响出口业务盈利；成本风险；新品开发风险，若新品周期不及预期将影响业绩表现等。

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业分析师，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。