

家用电器行业深度报告

电动两轮车行业深度：创新驱动价格增长，行业头部集中，盈利能力提升

方正证券研究所证券研究报告

分析师

吴慧迪 登记编号：S1220523110002

李珍妮 登记编号：S1220523080002

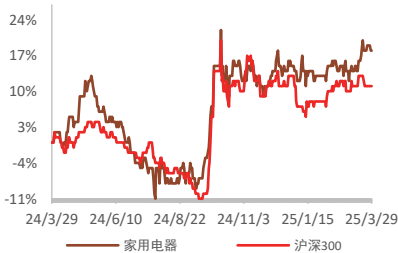
马莹 登记编号：S1220524040001

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	117
总股本(亿股)	1,185.56
销售收入(亿元)	25,273.50
利润总额(亿元)	2,156.94
行业平均 PE	31.54
平均股价(元)	22.26

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《德亚扫地机行业观察：行业结构升级均价提升，中国品牌占据主导地位》2024.08.17

《24Q2 美亚扫地机性价比需求&旧改新供给趋势凸显，推荐石头科技》2024.07.28

《扫地机器人行业系列深度（二）竞争格局国内篇：降价已成为行业确定性趋势，企业市场份额或取决于自身降本能力》2023.11.26

市场规模：历史上技术进步和使用场景拓宽促进了电动两轮车的持续渗透，预计受国补影响，2025 年两轮车销量或有双位数增长，均价或有 3%左右提升。2005–2013 年行业销量快速增长，2014–2019 年行业销量有所回落，2019–2023 年，行业销量恢复增长趋势，除了行业保有量持续增长带来的增量购买外，2019 年《新国标》的出台促进了消费者端的更新需求。2024 年以旧换新政策并未带来两轮车行业的爆发式增长。2025 年以旧换新的国家补贴政策进一步深化，对比浙江、江苏、湖北省，其他省的补贴力度仍有提升空间。我们认为 2025 年两轮车销量或有双位数增长，均价或有 3%左右提升。产业价值链方面，电动两轮车行业产业链贯穿原材料、制造和销售渠道，原材料和渠道是价值链占比较重的环节。

竞争格局：行业向头部集中，产品定义和技术创新推动产品升级，新势力品牌渠道扩张。2016–2021 年行业集中度不断提升，一方面，2019 年新国标要求严格，因此利好头部企业份额提升；另一方面，雅迪份额提升尤其明显，主要系雅迪正确判断消费升级的市场需求，推出中高端产品并同步铺设销售网络。从均价来说，第一梯队为极核、小牛和九号，第二梯队为爱玛、雅迪，第三梯队为绿源、新日等品牌。极核、小牛和九号在高端电动两轮车价格带弯道超车，主要系抓住了高端电动两轮车智能化的趋势。为进一步扩张市场份额，九号和小牛基于锂电+智能化的产品基础，针对下沉市场推出了铅酸+智能化的产品，降低了产品单价。雅迪研发费用绝对值显著增加，主要价格带的冠能和摩登系列更多是轻智能化的产品。门店方面，雅迪门店数量最多，爱玛仍有开店空间，九号和小牛在快速开店期。

盈利能力：我们认为两轮车行业以新国标新车型为契机整体提价和提升利润率是趋势，符合所有企业的利益。雅迪、爱玛市占率较高，提升盈利能力比提升市场规模对提升业绩的帮助更大。新日、绿源利润率较低，小牛 23 年亏损，均有提升利润率的动机。九号公司前期两轮车业务亏损，放量后两轮车业务实现盈利，处于加速开店期，规模还没有到天花板，没有降价获取市场份额的动力。行业短期通过产品升级推高毛利率，长期通过渠道改革来提升盈利能力。

投资建议：复盘历史股价，爱玛科技、雅迪控股和新日股份三家较为传统的电动两轮车公司股价走势具备一致性，受行业景气度影响明显。而九号公司和小牛电动由于科技属性和初始市占率较低，更多跟随产品和渠道布局周期走出了独立行情。从行业投资机会层面看，2025 年是两轮车行业的补库之年。24 年末由于应对 3C 认证各品牌渠道库存水位降低到最低，25Q1 春节后旺季补库。此外，在 25 年 7 月各品牌符合新国标政策两轮车产品发布后，由于 25 年 8 月底后企业不能再制造老国标产品，25Q3 或将又迎来一轮补库，渠道或囤积老国标产品销售至 25 年 11 月底。我们推荐【爱玛科技】、【雅迪控股】。在依靠产品发布和渠道铺设周期走出独立行情的九号公司和小牛电动方面，我们认为需要密切跟踪两家公司的新品发布和门店铺设进展，尤其关注小牛电动转向铅酸产品和下沉市场渠道布局战略后的困境反转机会。我们建议关注【九号公司】、【小牛电动】。

风险提示：消费需求不达预期，国补政策效果不达预期，新国标落地后产品成本提升，中小品牌出清不达预期，原材料成本波动等风险

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

正文目录

1 行业规模：长期仍有增量空间，25 年国补驱动销量增长.....	4
2 电动两轮车行业产业链贯穿原材料、制造和销售渠道，原材料和渠道是价值链占比较重的环节	7
3 竞争格局：行业向头部集中，产品定义和技术创新推动产品升级，新势力品牌渠道扩张	8
3.1 行业集中化是大趋势	8
3.2 产品定义和技术创新驱动产品力提升的先发优势决定品牌价格带定位	10
3.3 各品牌渠道扩张处于不同阶段	14
4 盈利能力：价格战概率较低，短期通过产品升级推高毛利率，长期通过渠道改革来提升盈利能力	16
5 投资建议	17
5.1 行业股价、业绩和估值表现复盘	17
5.2 投资节奏展望	19
6 风险提示	20

图表目录

图表 1: 中国电动两轮车行业发展历程.....	4
图表 2: 中国电动两轮车保有量持续增长.....	4
图表 3: 2019 年后中国电动两轮车销量恢复增长.....	4
图表 4: 各省电动两轮车以旧换新国补方案.....	5
图表 5: 电动两轮车产业链.....	7
图表 6: 电动自行车价值链.....	7
图表 7: 各公司市占率情况.....	8
图表 8: GB17761-2018 和 GB17761-1999 的重要区别.....	8
图表 9: 2020 年 8 月雅迪举行冠能系列新品暨 TTFAR7 级增程系统发布会.....	9
图表 10: 冠能 M8 参数.....	9
图表 11: TTFAR7 级增程系统 7 大核心部件.....	9
图表 12: 雅迪在 2020 年发布冠能系列后 2021 年产品均价显著提升.....	10
图表 13: 雅迪 2021 年门店数量 2.8 万家, 较 2020 年增加 1.1 万家.....	10
图表 14: 各品牌电动两轮车均价 (元/台).....	11
图表 15: 九号 F90M 智能功能宣传图.....	11
图表 16: 小牛 uie 智能功能宣传图.....	11
图表 17: 各公司毛利率.....	12
图表 18: 各公司销售费用率.....	12
图表 19: 各公司研发费用 (亿元).....	12
图表 20: 各公司研发费用率.....	12
图表 21: 九号公司电自产品.....	13
图表 22: 九号公司电轻摩产品.....	13
图表 23: 九号公司电摩产品.....	13
图表 24: 小牛电动电自产品.....	13
图表 25: 小牛电动电轻摩和电摩产品.....	13
图表 26: 雅迪新一代冠能 Q50-M 电轻摩智能功能介绍.....	14
图表 27: 雅迪冠能系列产品.....	14
图表 28: 雅迪摩登系列产品.....	14
图表 29: 雅迪经典系列产品.....	14
图表 30: 各品牌门店数 (家).....	15
图表 31: 各品牌店均两轮车销售额 (万元/店).....	15
图表 32: 各公司净利率.....	16
图表 33: 2022 年以来各公司股份收益率.....	18
图表 34: 各公司收入同比增速.....	18
图表 35: 各公司扣非归母净利同比增速.....	18
图表 36: 爱玛科技 PE-Band.....	18
图表 37: 雅迪控股 PE-Band.....	18
图表 38: 九号公司 PE-Band.....	19
图表 39: 新日股份 PE-Band.....	19

1 行业规模：长期仍有增量空间，25 年国补驱动销量增长

历史上技术进步和使用场景拓宽促进了电动两轮车的持续渗透。2005-2013 年行业销量快速增长，2014-2019 年行业销量有所回落。2005-2013 年，受益于政策对于电动自行车作为非机动车的合法认定和全行业技术水平提高，电动自行车产品快速渗透，中国电动自行车产量从 1211 万辆增长至 3695 万台，CAGR 为 14.96%。2014-2019 年，受益于即时配送行业的快速发展，全社会对于两轮车的需求仍在增长，电动两轮车保有量数量仍在增长，但由于社会保有量已经较高，行业年度销量同比有所回落。

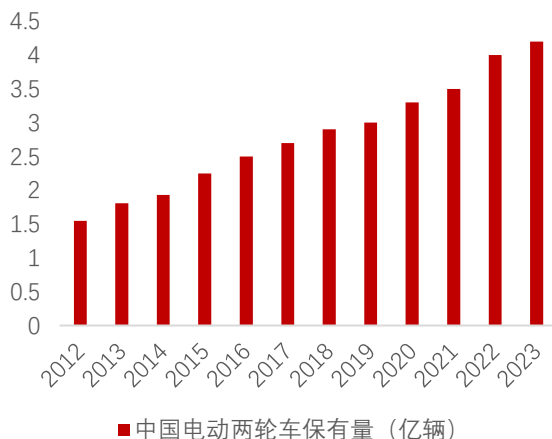
2019-2023 年，行业销量恢复增长趋势，除了行业保有量持续增长带来的增量购买外，2019 年《新国标》的出台促进了消费者端的更新需求。从 2019 到 2023 年，行业保有量从 3 亿辆增长到 4.2 亿辆，增量需求 1.2 亿台，而 2020-2023 年 4 年间的销量合计 1.94 亿台，4 年间换新需求 0.74 亿台，以 8 年为换新周期，占 2012-2015 年销量合计 1.37 亿辆的比例为 54%。2014-2019 年，行业保有量从 1.93 亿辆增长到 3 亿辆，增量需求 1.07 亿台，而 2015-2019 年 5 年间销量合计 1.63 亿辆，更新需求 0.56 亿辆。按 14.96% 的 CAGR，以 2013 年 3695 万辆为基数，推测 2007-2011 年销量合计 1.08 亿辆，更新比例 51.8%。

图表1: 中国电动两轮车行业发展历程



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表2: 中国电动两轮车保有量持续增长



资料来源：《营商年度报告》，方正证券研究所

图表3: 2019 年后中国电动两轮车销量恢复增长



资料来源：wind，方正证券研究所

长期看，电动两轮车销量存在增量空间。展望未来，电动两轮车的销量需求一方面来自于新增需求，如更多商品品类的即时配送以及即时上门服务业务的发展带来对新增电动车的需求，另一方面来自于车龄 8 年左右的电动两轮车进行更新替换，亦或是出于监管政策要求对于老车型的更新，后者亦要观察对于消费者端的监管政策落实力度。

2024 年 8 月商务部等 5 部门敲定了电动两轮车以旧换新的实施方案，2025 年以旧换新的国家补贴政策进一步深化，对比浙江、江苏、湖北省，其他省的补贴力度仍有提升空间。电动两轮车国补一方面是为了促进电动车更新需求拉动内需增长，另一方面由于 2024 年 2 月南京起火事件的广泛影响，政策利用国补力度区别引导消费者更换铅酸电池的电动车。2025 年浙江省国补力度为各省之首，补贴最终销售价格的 40%，最高不超过 1200 元；江苏省补贴新车最终销售价格的 30%，总价不超过 1000 元，每人限一辆；湖北满 1500/2000/3000/4000 元分别补贴 500/600/700/800 元，换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，额外再补 100 元。

图表4: 各省电动两轮车以旧换新国补方案

序号	省份	政策
1	北京市	最终销售价格不低于 1500 元新车，每辆新购车辆补贴 500 元，其中，对交售老旧锂离子电池电动自行车并购买铅酸蓄电池电动自行车的消费者，额外补贴 100 元；对所交售旧车经过电池健康评估的消费者，额外补贴 50 元。
2	天津市	对交回个人名下废旧锂离子电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的个人消费者给予一次性 600 元补贴，对其他情形交旧购新的个人消费者给予一次性 500 元补贴。
3	河北省	对交回老旧电动自行车，并购买新国标铅酸电池电动自行车新车的，按照产品销售价格（剔除所有折扣优惠后成交价格）的 20% 补贴，每辆补贴不超过 500 元；对交回老旧电动自行车，并购买锂离子电池电动自行车新车的，按照产品销售价格的 10% 补贴，每辆补贴不超过 300 元。
4	山西省	对交回个人名下老旧电动自行车并换购电动自行车新车的消费者予以一次性 500 元补贴
5	内蒙古	一次性 500，换购铅酸电池额外 100
6	辽宁省	对消费者将个人名下电动自行车报废并购买满足补贴条件的电动自行车新车予以一次性补贴 500 元，购买铅酸电池的额外给予 100 元补贴
7	吉林省	对交回老旧锂离子电池、铅酸蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，按照销售价格给予 20% 补贴，每辆补贴不超过 500 元。
8	黑龙江省	对交回老旧锂离子电池、铅酸蓄电池电动自行车并换购锂离子电池电动自行车的消费者，按照销售价格给予 15% 补贴，每辆补贴不超过 400 元。
9	上海市	交售废旧锂离子电池电动自行车（整车含电池）并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的给予一次性 600 元补贴，对其他情形交旧购新（均为电动自行车）的给予一次性 500 元补贴。
10	江苏省	一次性 500 元补贴。
11	浙江省	政府按照最终销售价格的 30% 进行补贴，最高补贴金额不超过 1000 元。
12	安徽省	最终销售价格的 40%，最高不超过 1200 元
13	福建省	消费者交回个人名下老旧电动自行车并换购锂离子电池电动自行车新车，可享受新车销售价格 15% 的购置立减补贴、最高补贴 500 元；对交回个人名下老旧电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车，可享受新车销售价格 20% 的购置立减补贴，最高补贴 600 元。每位消费者最多可享受 2 次补贴，同一新车不得重复补贴。
14	江西省	对个人消费者交售报废老旧电动自行车并换购合格新车的，给予一次性以旧换新补贴 500 元；对交售报废老旧锂离子电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，额外再给予 200 元补贴。每位消费者可享受 1 次补贴
15	山东省	以旧换新给予 500 元补贴，其中对交回老旧锂离子电池电动自行车并购买铅酸蓄电池电动自行车的消费者额外再增加 100 元补贴。每位消费者享受不超过 2 次补贴。

16	河南省	最高不超过 500 元的以旧换新补贴
17	湖北省	采用阶梯补贴的方式，分为 500-800 元 / 辆四个档次，满 1500 元(含)，每辆车补贴 500 元；满 2000 元(含)，每辆车补贴 600 元；满 3000 元(含)，每辆车补贴 700 元；满 4000 元(含)，每辆车补贴 800 元；换购铅酸蓄电池电动自行车新车的车主还可获额外补贴。线上线 下共三次
18	湖南省	对每辆新车给予 500 元定额资金补贴
19	广东省	报废已登记上牌的老旧电动自行车(含电池)，购买符合有关要求的合格新车且新车售价在 1500 元及以上，一次性补贴 500 元。
20	广西	新车购置发票价格 2500 元(不含)以下的，补贴 300 元；发票价格 2500 元(含)-3000 元(不含)的，补贴 400 元；发票价格 3000 元(含)以上的，补贴 500 元。
21	海南省	对个人消费者交回锂离子蓄电池电动自行车旧车且购买铅酸蓄电池电动自行车新车的，给予定额补贴 600 元。对个人消费者交回旧车并购买新车不属于上述定额补贴条件的，按照新车销售价格的 20%给予补贴，最高补贴 500 元。
22	重庆市	500 元/辆定额资金补贴，消费者每年最多补贴三辆新车
23	四川省	补贴标准按新车销售发票含税价格的 20%予以补贴，最高不超过 500 元。其中，对报废锂离子蓄电池旧车并购买和登记符合有关规定的铅蓄电池新车的，额外给予 100 元
24	贵州省	消费者通过新车销售门店回收旧车并购买符合国家标准电动自行车新车按购车交易发票金额的 20%给予补贴，每辆车最高补贴不超过 500 元，对于交回锂电池电动自行车购买铅酸电 池电动自行车的最高补贴不超过 600 元。
25	云南省	500 元/辆定额资金补贴
26	陕西省	对个人消费者报废老旧电动自行车并购买新电动自行车的补贴 500 元，对交回老旧锂离子蓄 电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的，再增加补贴 100 元
27	甘肃省	500 元/辆定额资金补贴
28	青海省	交售老旧锂电池电动自行车，若换购铅酸，补贴 600 元；换购其他类型，补贴 500 元。
29	宁夏	补贴标准为最终售价 20%，每辆电动自行车补贴不超过 500 元。对交回老旧锂离子电池电 动自行车并换购符合国标的铅酸电池电动自行车，补贴最终售价 25%，不超过 700 元。
30	新疆	一次性补贴 500 元；对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消 费者，给予一次性补贴 600 元
31	西藏	产品最终售价 30%补贴，最高不超过 1000 元

资料来源：各地政府官网，方正证券研究所

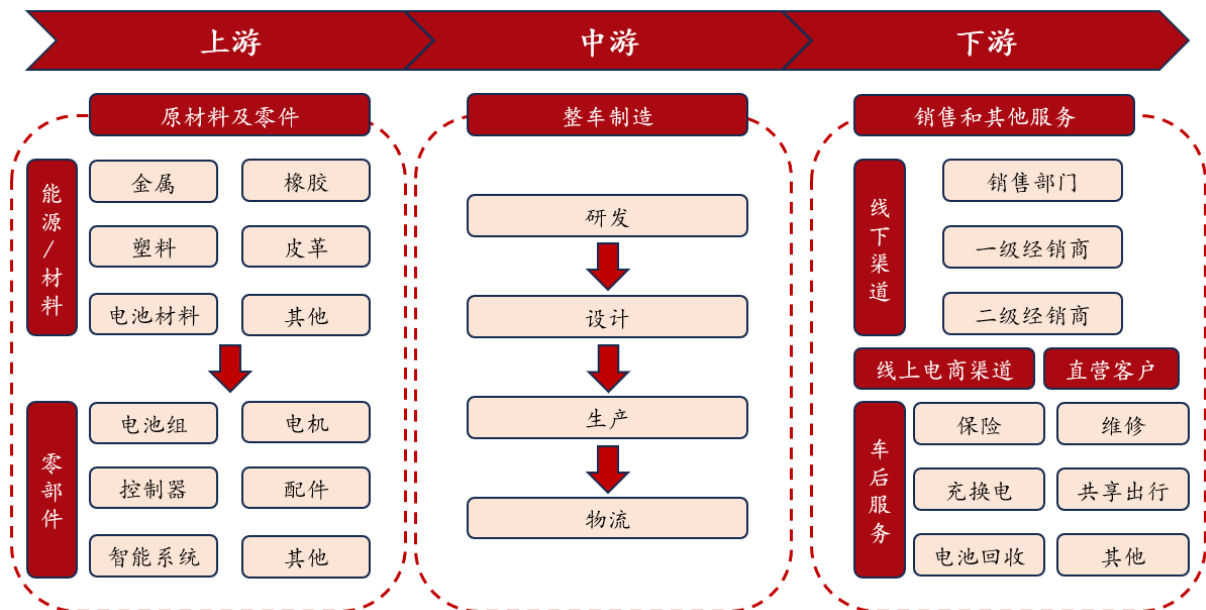
2024 年以旧换新政策并未带来两轮车行业的爆发式增长。第一，宏观经济环境仍处于恢复阶段，购买两轮车的消费者均为普通工薪阶层，消费意愿仍较低；第二，两轮车作为耐用消费品，换车周期长，消费者换车意愿不迫切。第三，部分人群对以旧换新政策仍处于观望阶段，未作充分了解。最后，国补偏向电动自行车和城市中的新国标锂电电动自行车，南方市场以电摩和电轻摩为主，相对来说不在补贴范围之内。

预计国补政策将促进 2025 年行业销量和价格均有所增长。电动两轮车偏刚需且市场较为饱和，可以类比刚需饱和和家电品类冰洗进行国补政策的效用预测，冰洗品类的国家补贴政策成效显著。据奥维数据，冰箱线上 24W01-W35/24W36-52 销量同比增速分别为 1.77/17.23%，均价同比增速分别为 0.49/5.50%，国补后冰箱线上销量和均价增速较国补前分别提升 15.46/5.01pct；洗衣机线上 24W01-W35/24W36-52 销量同比增速分别为 11.06/16.24%，均价同比增速分别为 -4.10/-3.11%，国补后洗衣机线上销量和均价增速较国补前分别提升 5.18/0.99pct。综合，我们认为 2025 年两轮车销量或有双位数增长，均价或有 3%左右提升。

2 电动两轮车行业产业链贯穿原材料、制造和销售渠道，原材料和渠道是价值链占比较重的环节

中国两轮电动车产业链的参与者包括原材料供应商、零部件制造商、两轮电动车制造商、经销商及客户服务供应商。上游核心部件包括电池、电机和控制器等，其中电池、电机成本合计约占40%。中游制造商受原材料及零件价格波动以及下游需求及市场偏好影响，雅迪、爱玛等传统电动两轮车龙头，在国内深耕多年，形成强大渠道网络；以九号和小牛为代表的新势力企业从海外市场差异化突围，海外市场营收占比较高。下游包括线上线下经销渠道、直营渠道与售后服务等。

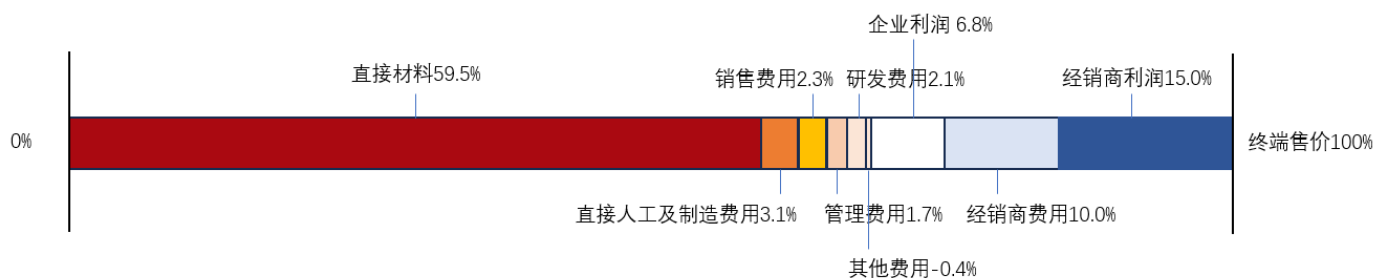
图表5: 电动两轮车产业链



资料来源：前瞻产业研究院，方正证券研究所

从行业价值链看，原材料和渠道是价值链占比较重的环节。产品直接材料价值链占比超50%，同时渠道价值链占比25%，行业渠道加成费用较高。

图表6: 电动自行车价值链



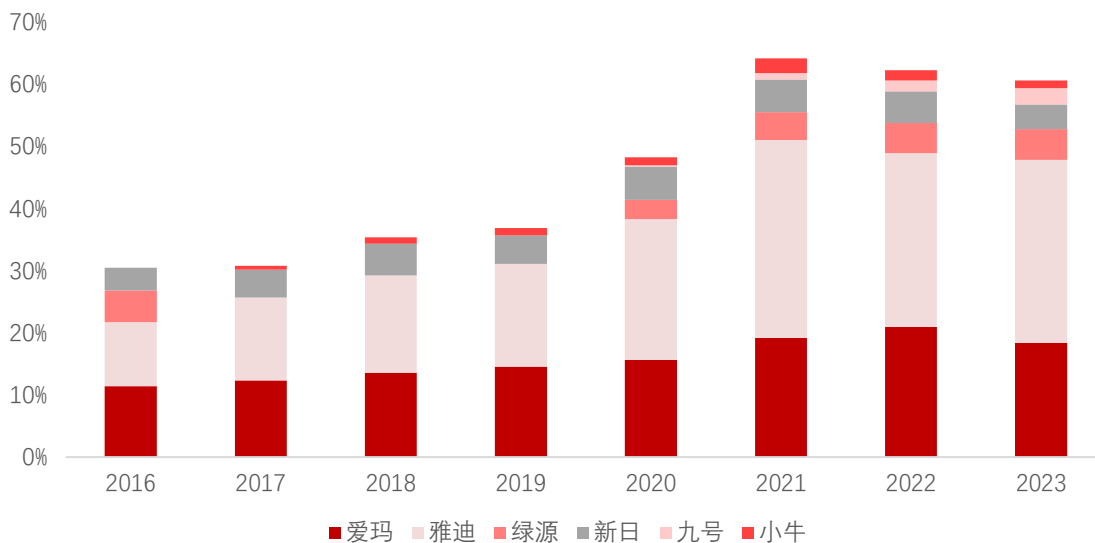
资料来源：公司公告，小红的灵感时刻，方正证券研究所

3 竞争格局：行业向头部集中，产品定义和技术创新推动产品升级，新势力品牌渠道扩张

3.1 行业集中化是大趋势

2016-2021 年行业集中度不断提升，2022-2023 年集中度基本持平略有回落。国内电动车销量 2016 年 CR5/CR10 分别为 33/43%，2018 年 CR5/CR10 分别为 44/58%，2021/2022/2023 年爱玛、雅迪、绿源、新日、九号和小牛 6 家公司市占率合计为 64.19/62.28/60.66%。2022 和 2023 年 6 家公司市占率下滑或因龙头公司产品提价，提升毛利率。

图表7:各公司市占率情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：部分年份部分公司数据缺失

2021 年雅迪和爱玛的销量市占率分别为 27.96/20.97%，较 2019 年提升

15.31/4.66pct。一方面，2019 年新国标要求严格，因此利好头部企业份额提升。另一方面，雅迪份额提升尤其明显，主要系雅迪正确判断消费升级的市场需求，推出中高端产品并同步铺设销售网络，造就了当前的品牌体系。

2019 年新国标政策要求严格，小品牌的合规成本增加，利好头部。《电动自行车安全技术规范》（GB17761-2018）较《电动自行车通用技术条件》（GB17761-1999）在标准的强制性和防火阻燃等性能方面有显著提升。

图表8:GB17761-2018 和 GB17761-1999 的重要区别

	GB17761-1999	GB17761-2018
标准的 强制性	标准细则分为否决项目、重要项目和一般项目。出厂车辆否决项目应全部达标，重要项目应有十五项及以上达标，一般项目应有九项及以上达标，给厂商在重要和一般项目留下了回旋余地	所有技术内容变成强制性硬指标
防火阻燃 等性能	不完善	对电动车的防火、阻燃、充电器保护、无线电骚扰等方面补充和完善了要求

资料来源：《电动自行车通用技术条件》（GB17761-1999），《电动自行车安全技术规范》（GB17761-2018），方正证券研究所

顺应消费升级的趋势，雅迪在 2020 年 8 月发布了冠能系列新品，定位更高端，同时研发技术显著突破。雅迪自主研发 TTFAR7 级增程系统，该系统由 7 大核心

部件组成，分别为：TTFAR 电机、TTFAR 石墨烯电池、TTFAR 能量回收控制器，以及 TTFAR 电能监测仪表、TTFAR 低滚阻轮胎、TTFAR 降电阻电缆和 TTFAR 低风阻车身。

图表9:2020年8月雅迪举行冠能系列新品暨 TTFAR7 级增程系统发布会



资料来源：雅迪电动车公众号，方正证券研究所

图表10:冠能 M8 参数

指标	参数
车身	1770*695*1095mm
电池	60V20Ah 石墨烯二代
电机	600W30H
制动	前碟后鼓
减震	液压减震
防盗器	AQ 防盗器

资料来源：方正证券研究所

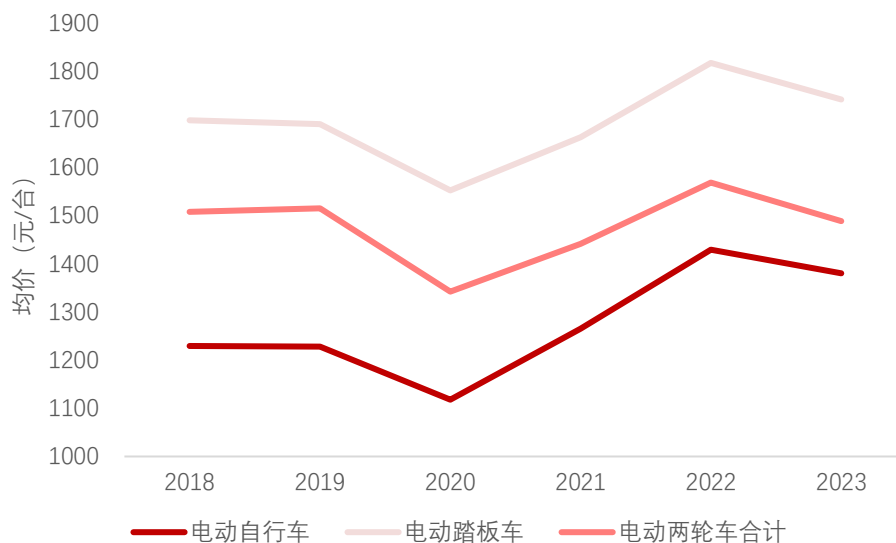
图表11:TTFAR7 级增程系统 7 大核心部件

七大核心部件	技术进步
TTFAR 电机	将汽车及高速电摩上的凸极技术应用到了两轮电动车之上，凸极率达到 1.7，凸极电机的运转高效面达到了 43%，比普通电机增加了约 35%，电动车跑得更远和更快
TTFAR 能量回收控制器	可充分吸收滑行、下坡、制动状态下的动能并转换为电能储存在电池之中，边骑边充电
TTFAR 石墨烯电池	能量密度比普通电池提升约 20%，支持 20A 反向充电电流，支持 1 小时快充，电池寿命达到普通铅酸电池的 3 倍，为 TTFAR 石墨烯电池提供长达 2 年的质保服务
TTFAR 电能监测仪表	帮助用户实时了解电能状态
TTFAR 低滚阻轮胎	滚阻降低约 46%，续航更远
TTFAR 降电阻电缆	内阻降低电耗减少，严密设计防水防短路
TTFAR 低风阻车身	有效降低骑行阻力

资料来源：雅迪电动车公众号，方正证券研究所

在 2020 年发布冠能系列后，公司 2021 年产品均价显著提升。2021 年公司电动自行车/电动踏板车/电动两轮车合计均价分别为 1265/1662/1441 元，较 2020 年均价提升 147/110/99 元。

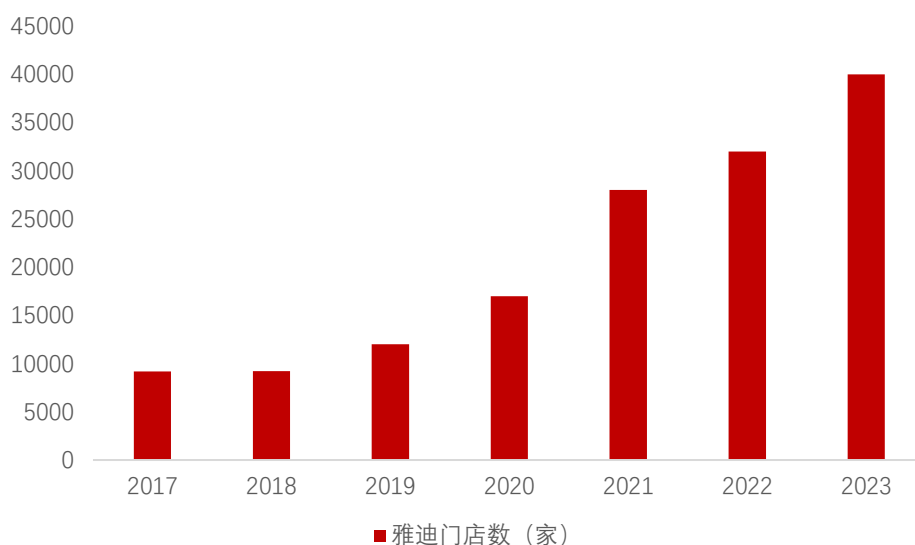
图表12:雅迪在 2020 年发布冠能系列后 2021 年产品均价显著提升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

与技术突破、产品升级匹配的是雅迪的销售渠道铺开。2021 年雅迪门店数量 2.8 万家，较 2020 年增加 1.1 万家，渠道网络的建设叠加产品结构升级，帮助雅迪快速抢占市场份额。

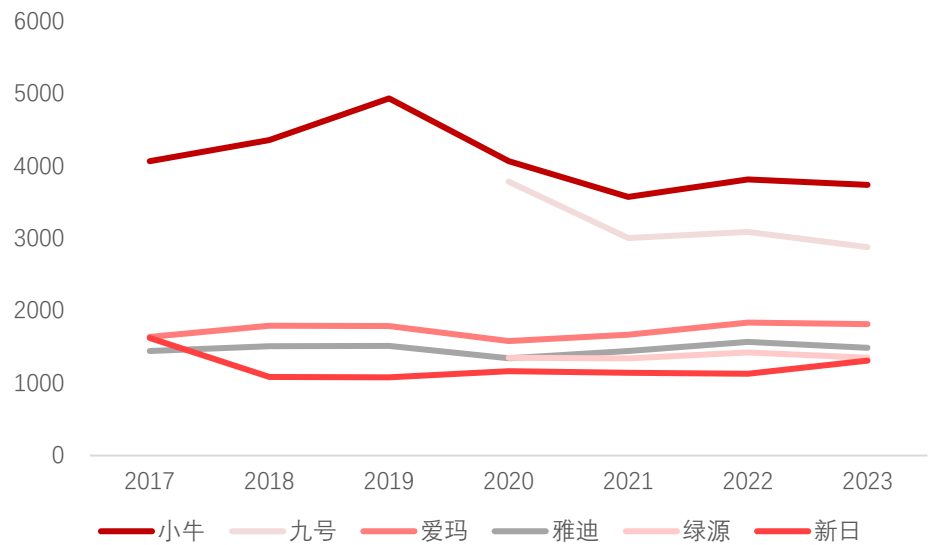
图表13:雅迪 2021 年门店数量 2.8 万家，较 2020 年增加 1.1 万家



资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.2 产品定义和技术创新驱动产品力提升的先发优势决定品牌价格带定位
从不同品牌电动两轮车均价来说，第一梯队为极核、小牛和九号，第二梯队为爱玛、雅迪，第三梯队为绿源、新日等品牌。2023 年小牛/九号/爱玛/雅迪/绿源/新日电动两轮车销售均价分别为 3736/2876/1813/1488/1348/1311 元。

图表14:各品牌电动两轮车均价（元/台）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

极核、小牛和九号之所以能够在雅迪和爱玛在电动两轮车行业市占率较高且有先发优势的情况下，在高端电动两轮车价格带弯道超车，主要是因为他们抓住了高端电动两轮车智能化的趋势。2014 年小牛电动车开辟智能锂电赛道，2019 年九号将智能化技术作为宣传点。彼时雅迪和爱玛还在中低端市场卷价格战。

图表15:九号 F90M 智能功能宣传图



资料来源：淘宝，方正证券研究所

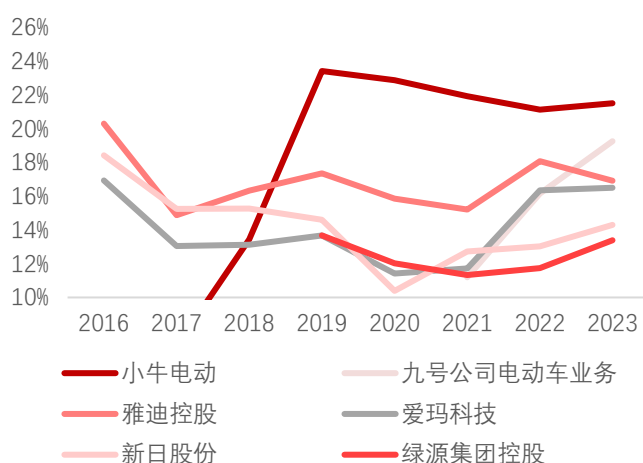
图表16:小牛 uie 智能功能宣传图



资料来源：淘宝，方正证券研究所

和传统电动两轮车企业的性价比竞争相比，为了弯道超车，小牛和九号采用了不同的打法，锂电+智能化的高端定位下是更高的均价和更高的研发、销售费用率。2021 年小牛/九号电动车业务/雅迪/爱玛毛利率为 22/11/15/12%，销售费用率为 9/6/5/4%，研发费用率为 4/6/3/3%。尽管 2021 年九号电动车业务由于尚未放量毛利率较低，九号仍大力投入销售和研发费用率，尤其研发费用率超过小牛、爱玛和雅迪。从研发费用绝对值看，九号公司 21 年研发费用 5.04 亿元，在 6 家上市公司中也是仅次于雅迪控股研发费用 8.44 亿元。

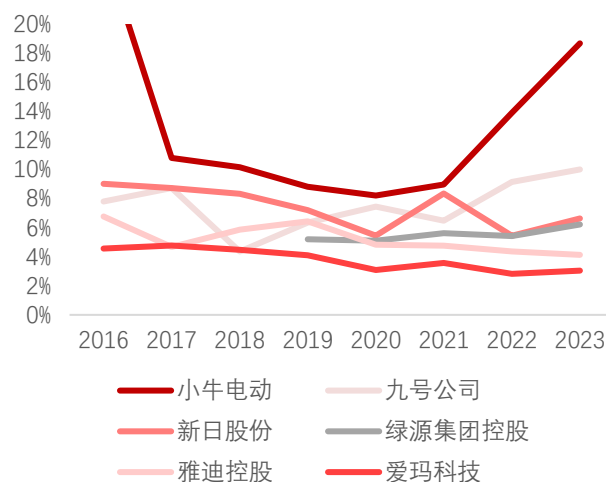
图表17:各公司毛利率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

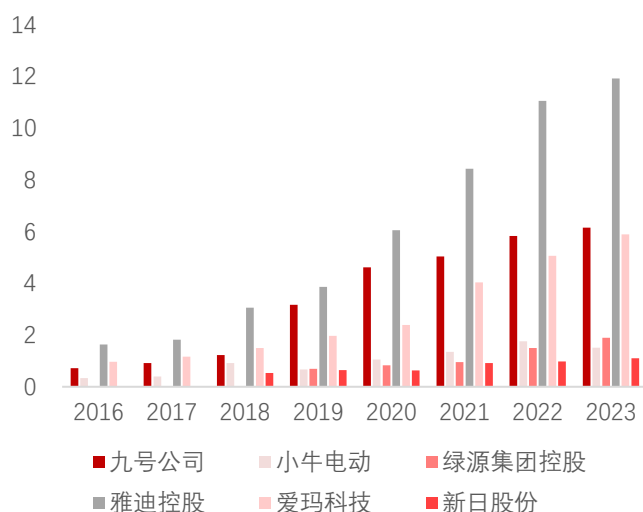
注：九号公司毛利率仅为电动车业务毛利率

图表18:各公司销售费用率



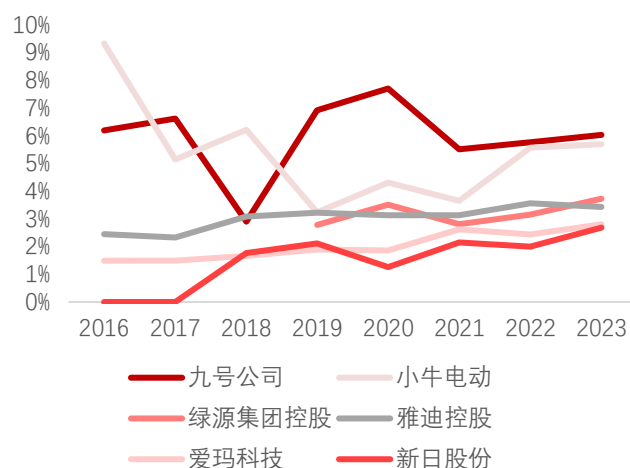
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表19:各公司研发费用（亿元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表20:各公司研发费用率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

为进一步扩张市场份额，九号和小牛基于锂电+智能化的产品基础，针对下沉市场推出了铅酸+智能化的产品，降低了产品单价，符合下沉市场需求，为铅酸产品带来智能化体验。和九号相比，小牛在铅酸产品布局刚起步，尤其电轻摩铅酸 sku 显著少于九号，说明一方面九号在铅酸+智能化产品领先，另一方面小牛学习铅酸+智能化的产品战略具备比较确定的成长路径。

图表21:九号公司电自产品

	Az			F		F2z		Fz	MMAX2	VZ	Nz	XYBER	KZ
	A2z 35c	A2z 40	A2z 90	F90M	F90	F2z 110	F2z 110 MAX	Fz 110	MMAX2 110P	VZ MIX	Nz 90	XYBER	KZ11 0
电池类型	铅酸	锂电	锂电	锂电	锂电	锂电	锂电	锂电	锂电	铅酸	锂电	锂电	锂电
价格 (元)	2999	3409	4299	5609	5009	5999	6399	5199	8999	2999	5299	12399	8999

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表22:九号公司电轻摩产品

	N3		N	Q	M	M+	C
	N3 70c	N3 80c	N70c	Q80c	M80c	M80c+	C80c
电池类型	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸
价格（元）	4099	4399	3799	4399	4599	5299	5399

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表23:九号公司电摩产品

电池类型 价格 (元)	N3	N	Q	M		M+		E MK2				C	
	N3 85c	N85c	Q85c	M85c	M95c	M85c+	M95c+	E80c MK2	E125 MK2	E150 MK2	E200p MK2	E300p MK2	C85c
	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	锂电	锂电	锂电	锂电	铅酸
	4899	4499	4199	4999	5999	5699	6588	6999	10399	16399	21499	27999	5799

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表24:小牛电动电自产品

	MMT2025		MT2025	Umax	NXT	NT	F200	F400T	Uqi+	U	OT	F100
电池类型	铅酸		锂电	锂电	锂电	锂电	锂电	锂电	锂电	锂电	锂电	锂电
价格 (元)	3199		4199	7999	8199	5599	3999	5199	6099	4299	5099	3399

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表25:小牛电动电轻摩和电摩产品

	电轻摩				电摩						
	O	FX	FX ProPlay	Nplay	NX play	NX Sport	NX ultra	NX Hyper	G400	Rqi	X3
电池类型	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	铅酸	锂电	锂电	锂电	铅酸	锂电	锂电
价格 (元)	3999	5999	7499	4499	6499	9799	19800	29800	4399	29980	24980

资料来源：公司官网，方正证券研究所

随着雅迪收入规模增长，雅迪研发费用绝对值显著增加，也推出了具备智能化功能的产品，但是主要价格带的冠能和摩登系列更多是轻智能化的产品。这主要是因为雅迪品牌对应的消费价格带下比较难支持扎实的硬件材料和复杂智能

化研发费用摊薄。如果需要向更高的价格带进军，雅迪需要把握外卖送餐者和玩车用户群体的需求，重新定义高端产品，而不仅是扎实的电动两轮车基础技术，目前雅迪的高端品牌 VFLY 飞越仍处于高端产品摸索期。

图表26:雅迪新一代冠能 Q50-M 电轻摩智能功能介绍



资料来源：淘宝，方正证券研究所

图表27:雅迪冠能系列产品

	星舰 s80	E80-M	E80 Lite	M85-M	T60-M	T60	T35-M	T35	Q50-M	Q50 豪华版	Q50 钠电版	B60	C60	E10	Q9
电池类型	锂电池	铅酸	铅酸	铅酸	石墨烯	铅酸	石墨烯	铅酸	石墨烯	铅酸	钠电	铅酸	铅酸		
价格 (元)	11999	6390	4690	4890	4531	4540	3999	3899	4140	3840	4399	3231	3190		
分类	电摩	电摩	电自	电摩	电摩	电自	电摩	电自	电轻摩	电自	电轻摩	电自	电自	电自	

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表28:雅迪摩登系列产品

	光芒	光芒	追光	追光	莱茵	绽放	绽放	绽放
电池类型	石墨烯 3 代	石墨烯 3 代	石墨烯 3 代	石墨烯 3 代	石墨烯 3 代	石墨烯 3 代	石墨烯 3 代	石墨烯 3 代
价格 (元)	4299	4299	3499	3499	2999	3599	3299	3199
分类	电轻摩	电自	电摩	电自	电自	电摩	电轻摩	电自

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表29:雅迪经典系列产品

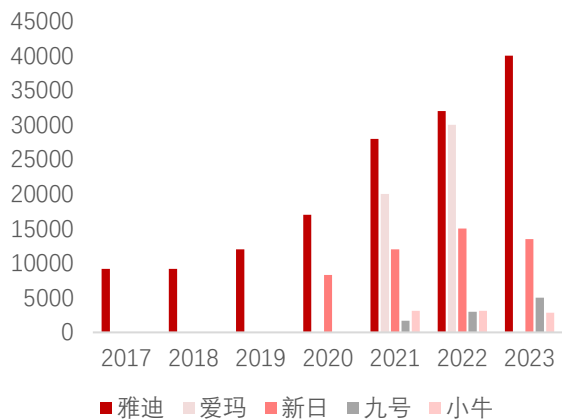
	C15	G30LITE	G30-M
电池类型	铅酸	铅酸	铅酸
价格 (元)	2649	3199	3199
分类	电自	电自	电摩

资料来源：公司官网，方正证券研究所

3.3 各品牌渠道扩张处于不同阶段

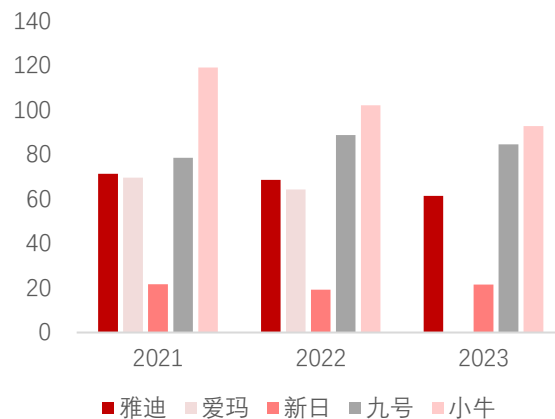
雅迪门店数量最多，爱玛仍有开店空间，九号和小牛在快速开店期。2023 年雅迪门店约 4 万家，而 2022 年爱玛门店约 3 万家，和定位类似的雅迪相比，爱玛仍有开店空间。此外，2023 年九号/小牛门店数量分别为 5000/2856 家，两家公司都在向铅酸产品和下沉市场渠道的方向去拓展，均处于快速开店期。

图表30:各品牌门店数（家）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表31:各品牌店均两轮车销售额（万元/店）

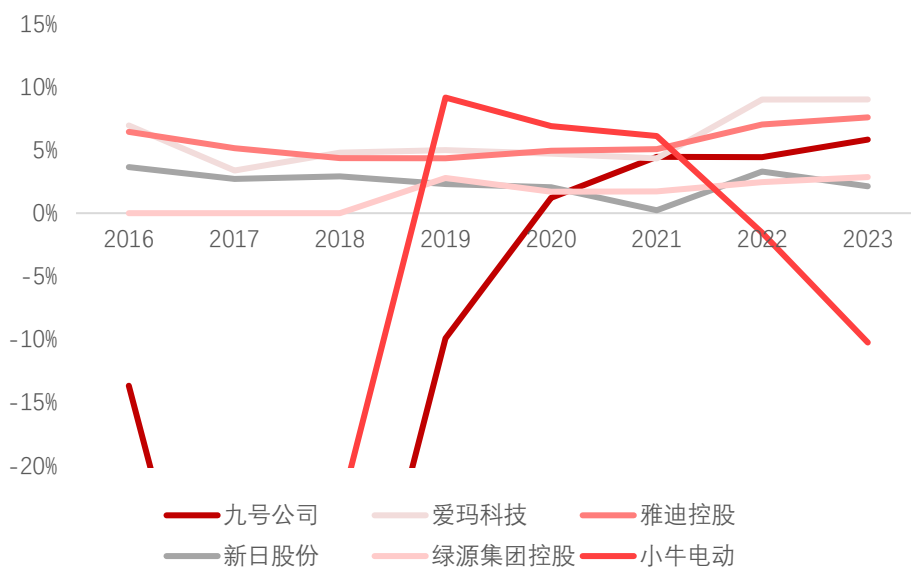


资料来源：公司公告，方正证券研究所

4 盈利能力：价格战概率较低，短期通过产品升级推高毛利率，长期通过渠道改革来提升盈利能力

我们认为电动两轮车发生价格战的概率不大，主要因为几方都没有发起价格战的动机。第一，存量市场中，雅迪、爱玛已经拥有市场份额的优势，而小牛九号本身定位高端，雅迪、爱玛需要的是更高端的产品，同时新日、绿源是上市公司具备融资渠道，价格战也较难耗尽对手品牌现金流。第二，小牛九号采用高毛高费用率的形式，本身就是高举高打，价格战会损伤品牌形象，需要的是持续升级产品拓宽渠道。第三，新日、绿源本身净利率就比较低，盈利能力较弱，没有发起价格战的动力。

图表32: 各公司净利率



资料来源：wind，方正证券研究所

我们认为两轮车行业以新国标新车型为契机整体提价和提升利润率是趋势，符合所有企业的利益。雅迪、爱玛市占率较高，提升盈利能力比提升市场规模对提升业绩的帮助更大。新日、绿源利润率较低，小牛23年亏损，均有提升利润率的动机。九号公司前期两轮车业务亏损，放量后两轮车业务实现盈利，处于加速开店期，规模还没有到天花板，没有降价获取市场份额的动力。

短期行业可以通过产品升级如智能化等推高毛利率。首先高价格带的小牛、九号电动车毛利率高于雅迪、爱玛，其次雅迪、爱玛22-23年通过产品结构升级不断提升毛利率。短期，智能化趋势和新国标要求将提升产品质量，推高产品毛利率。

长期行业可以通过渠道改革来提升盈利能力。两轮车行业渠道加价率较高，在整体产业链占价值链比重也较高，目前经销商仍存在一网和二网。如何进行渠道的精细化管理，提升行业企业利润率，是企业的长期命题。

5 投资建议

5.1 行业股价、业绩和估值表现复盘

观察 2022 年以来各公司股份收益率：爱玛科技、雅迪控股和新日股份三家较为传统的电动两轮车公司股份走势具备一致性，受行业景气度影响明显。而九号公司和小牛电动由于科技属性和初始市占率较低，更多跟随产品和渠道布局周期走出了独立行情。

爱玛科技、雅迪控股、新日股份：

2022 年：22 年行业产品结构升级，龙头规模效应凸显，原材料成本下降，爱玛、雅迪、新日净利率均提升，出现板块性集体上涨机会，22 年爱玛因份额提升而涨幅领先。**业绩方面**，22 年爱玛、雅迪、新日业绩均快速增长，爱玛业绩增速尤其快。**估值方面**，22 年爱玛/雅迪 PE 均在上市以来/近 5 年 PE 中位数以上 1-2 倍标准差的水平，主要系市场对 22 年业绩增速预期较高。

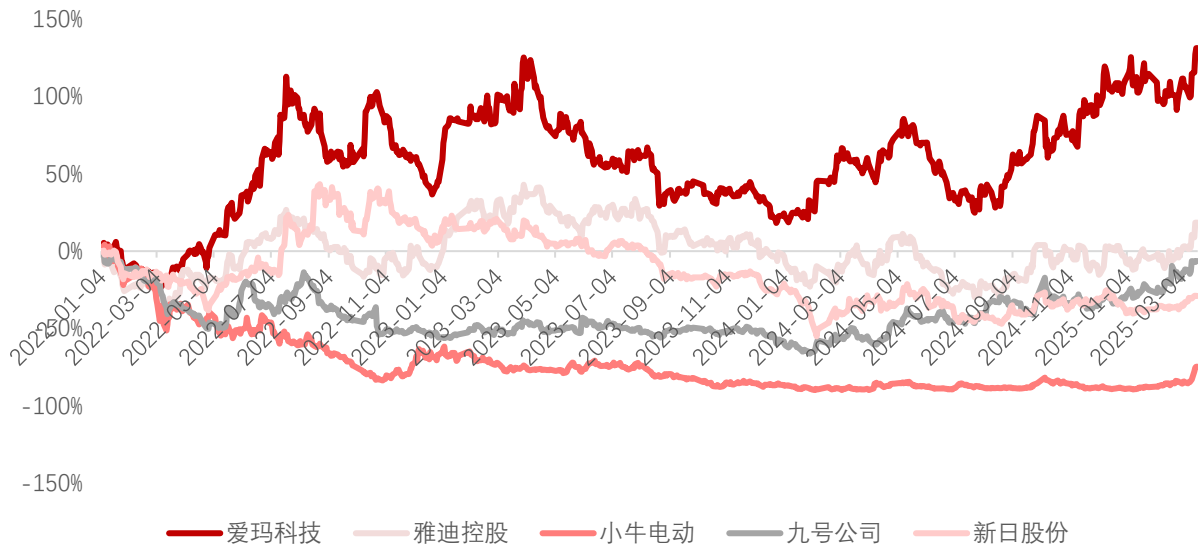
2023 年：23Q2 起行业出现价格竞争，爱玛和新日 23Q2 起收入同比下滑，爱玛 23Q2 起毛利率环比下降，23Q2 起行业股价整体下行。**业绩方面**，23 年雅迪、爱玛业绩增速较 22 年下滑收敛，新日 23Q2 起业绩下滑。**估值方面**，由于 23 年股价较大幅度的下跌，爱玛、雅迪、新日估值逐步回落到近 5 年 PE 中位数以下 1 倍标准差左右的水平。

2024 年以来：24Q1 由于国检抽查行业见底，24Q2 初反弹，24M7 由于内需消费疲软再度见底，24Q3 起受益于国补政策和新国标驱动 25 年补库和中小品牌出清预期，一路上涨至今。**业绩方面**，雅迪、爱玛由于 24 年受国检、新国标政策和渠道去库影响，业绩并无快速增长或有下滑。**估值方面**，由于对于 25 年及未来业绩预期提振，24H2 起行业股价上涨，估值显著提振。

九号公司：22-23 年受困于两轮车业务毛利率过低，而公司费用率过高。24Q1 末以来，九号公司由于产品迭代、渠道铺设、销售放量、规模和盈利能力同步提升，业绩实现快速增长，23 年高估值被 24 年业绩增长消化，24H2 以来公司 PE 在上市以来 PE 中位数以下 1-2 倍标准差之间波动，而公司股价由业绩持续高速增长驱动上涨至今。

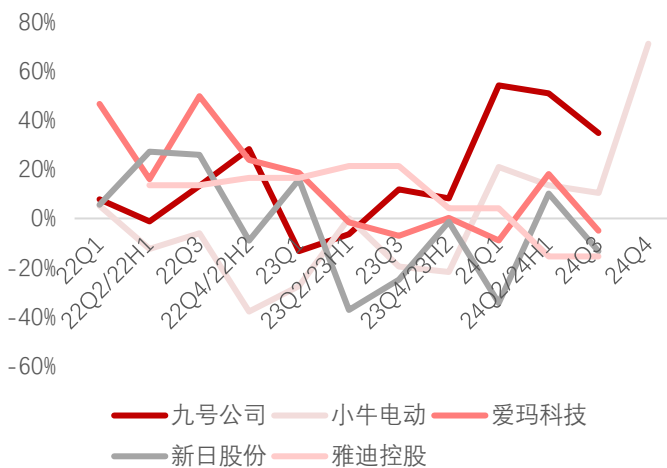
小牛电动：22 年以来收入下滑持续亏损，在新势力品牌中份额被九号反超，股价下探。25 年初发布 24 年业绩，24Q4 收入高增，铅酸+智能化产品和下沉市场渠道战略切换完成，股价反应明显，有望迎来规模和业绩的反转。

图表33:2022年以来各公司股价收益率



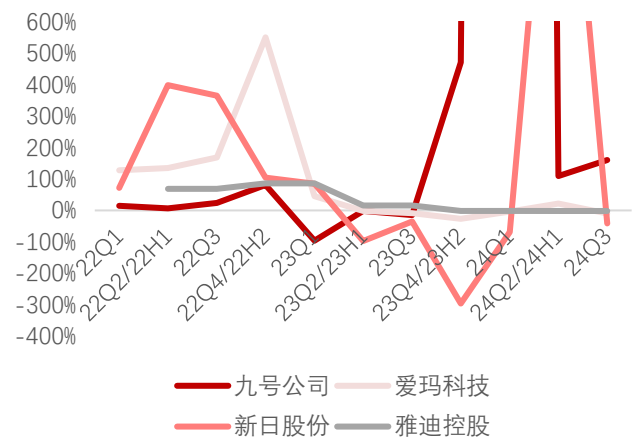
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表34:各公司收入同比增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表35:各公司扣非归母净利润同比增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表36:爱玛科技 PE-Band



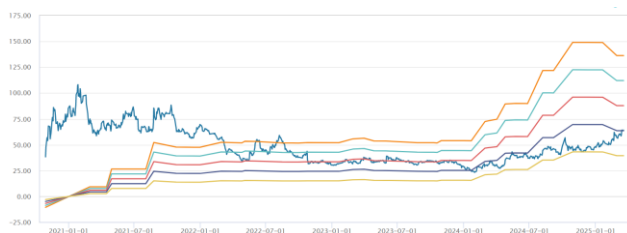
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表37:雅迪控股 PE-Band



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表38:九号公司 PE-Band



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表39:新日股份 PE-Band



资料来源: wind, 方正证券研究所

5.2 投资节奏展望

从行业投资机会层面看，2025 年是两轮车行业的补库之年。24 年末由于应对 3C 认证各品牌渠道库存水位降到低位，25Q1 春节后旺季补库。此外，在 25 年 7 月各品牌符合新国标政策两轮车产品发布后，由于 25 年 8 月底后企业不能再制造老国标产品，25Q3 或将又迎来一轮补库，渠道或囤积老国标产品销售至 25 年 11 月底。我们推荐爱玛科技、雅迪控股。

在依靠产品发布和渠道铺设周期走出独立行情的九号公司和小牛电动方面，我们认为需要密切跟踪两家公司的新品发布和门店铺设进展，尤其关注小牛电动转向铅酸产品和下沉市场渠道布局战略后的困境反转机会。我们建议关注九号公司、小牛电动。

6 风险提示

消费需求不达预期，国补政策效果不达预期，新国标落地后产品成本提升，中小品牌出清不达预期，原材料成本波动等风险

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com