

从国内到海外，深度透析公司电动两轮车业务成长逻辑

买入（维持）

2021年03月29日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证号：S0600520080001

huangrl@dwzq.com

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,586	6,002	9,368	13,151
同比（%）	8.0%	30.9%	56.1%	40.4%
归母净利润（百万元）	-455	73	481	971
同比（%）	74.8%	116.1%	556.6%	102.0%
每股收益（元/股）	-6.46	1.04	6.83	13.79
P/E（倍）	-100	623	95	47

投资要点

公司在巩固智能电动平衡车、滑板车主营业务竞争优势同时，延伸布局电动两轮车、全地形车等新产品，其中电动两轮车市场规模广阔，是公司未来重要的看点，本文主要深度透析电动两轮业务的成长逻辑。

■ 全球两轮车是天然的大市场，不同细分市场有差异

①中国是全球最大的电动两轮车市场，“禁摩令”和“非典”推动下，电动两轮车行业进入高速发展的黄金期，2019年电动两轮车销量达到3464万辆，保有量突破3亿辆。②东南亚&印度是全球最大的摩托车需求市场，2019年燃油摩托车合计销量达到3489万辆，占当年全球摩托车总需求量的65%。③欧美是全球主要的脚踏自行车消费市场，合计市场规模超过150亿美元，欧洲年销量约为2000万辆，美国年销量约在1500~2000万辆。

■ 各地区逻辑有所不同，电动两轮车市场具备较好成长性

①中国：短期看，“新国标”驱动2亿辆“非标车”更新，市场空间广阔，同时即时物流+共享单车，助力电动两轮车需求进一步提升；中长期看，消费升级背景下，电动两轮车智能化是长期发展趋势。②东南亚&印度：“限油换电”政策驱动下，两轮车开启电动化进程，我们预计2025年该地区电动摩托车需求量为1050万辆，对应市场规模630亿元。③欧美：消费升级以及环保推动，电踏板车、电动摩托车和电动轻便摩托车正在快速替代自行车和燃油摩托车，需求快速提升，电动车两轮市场正在快速打开。

■ 从国内到海外，九号电动两轮车具备持续扩张的条件

①国内：从产品技术到渠道形成竞争力，两轮车进入放量阶段。产品上，公司主打智能化，2021年发布N、A系列、升级C系列产品，完善产品系列同时，全面覆盖低、中、高端市场；技术上，公司重视持续研发投入，在AI、大数据方面积淀丰富，拥有多项智能短交通通用技术。渠道上，2020年底公司线下专营门店超过700家，21年有望超过2000家。公司重视线上流量营销，为线下渠道引流赋能，2020年电动两轮车销量突破10万辆，2021年中性预计销量超过60万辆。②借助Segway品牌和渠道，公司电动两轮车开始布局海外，相关产品已经在海外开售，21年有望形成一定规模销售。③中长期看，OTA升级收费将颠覆现有电动两轮车商业模式，提升公司电动两轮车盈利水平同时，夯实公司在该领域竞争力。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.04/6.83/13.79元，对应动态PE分别为623/95/47倍，2020-2022年收入分别为60/94/132/亿元，对应PS分别为8/5/4倍，基于公司未来出色的成长性，以及持续修复的盈利能力，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业政策风险，新产品推广进度不及预期，海外市场销量下滑，盈利能力不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.79
一年最低/最高价	33.00/112.70
市净率(倍)	16.09
流通 A 股市值(百万元)	3,736.06

基础数据

每股净资产(元)	38.83
资产负债率(%)	55.95
总股本(百万股)	70.41
流通 A 股(百万股)	5.77

相关研究

- 1、《九号公司 (689009)：Q4 单季度收入实现翻倍，收入端逻辑初步兑现》2021-02-27
- 2、《九号公司 (689009)：2020 年业绩实现扭亏，两轮车将打开成长空间》2021-01-31
- 3、《九号公司 (689009)：九号“真智能”，整装待起航》2021-01-31

内容目录

1. 全球两轮车是天然的大市场，不同细分市场有差异	6
1.1. 中国：全球最大两轮车市场，电动两轮车市场成熟	6
1.2. 东南亚&印度：全球最大燃油摩托车需求市场	8
1.3. 欧美：侧重健身、娱乐诉求，以脚踏自行车为主	10
2. 各地区逻辑有所不同，电动两轮车市场具备较好成长性	11
2.1. 中国：新国标驱动存量更新，智能化是长期趋势	11
2.1.1. 新国标落地驱动存量更新，利好行业格局优化	11
2.1.2. 即时物流+共享单车，打开电动两轮车需求空间	13
2.1.3. 消费升级背景下，电动两轮车智能化是长期发展趋势	15
2.2. 东南亚&印度：开启电动化进程，电动摩托车市场广阔	18
2.3. 欧美：向电动化和轻便化迭代，电动两轮车市场正持续打开	20
3. 从国内到海外，九号电动两轮车具备持续扩张的条件	23
3.1. 主打智能化，渠道不断完善，公司电动两轮车进入放量阶段	23
3.1.1. 产品主打智能化，研发技术优势显著	23
3.1.2. 线下渠道建设初具规模，电动两轮车已经进入放量阶段	28
3.2. 借助 Segway 品牌和渠道，公司海外市场值得期待	31
3.2.1. 海外燃油摩托车市场，本土企业难有立足之地	31
3.2.2. 产业链配套完善，本土电动两轮车具备全球竞争力	33
3.2.3. 依托 Segway 品牌渠道，公司电动两轮车出海开启征程	34
3.3. 中长期看，服务收费有望颠覆两轮车的商业模式	36
4. 盈利预测与投资建议	38
5. 风险提示	40

图表目录

图 1: 两轮车种类繁多, 不同细分市场的需求有所差异	6
图 2: 2019 年我国两轮车产量达到 1.03 亿辆	7
图 3: 2019 年国内电动两轮车需求占比约 50%	7
图 4: 我国电动两轮车产业较为成熟, 开始向高质量方向发展	8
图 5: 2010~2019 年我国电动两轮车销量约 3000-3500 万辆	8
图 6: 2019 年我国电动两轮车的保有量达到 3 亿辆	8
图 7: 2019 年东南亚&印度摩托车销量合计 3489 万辆	9
图 8: 2019 年东南亚&印度摩托车销量全球占比 65%	9
图 9: 2019 年大部分东南亚国家&印度汽车保有量较低	9
图 10: 2020 年东南亚&印度的城市轨道交通里程较短	9
图 11: 2018 年欧美自行车销量全球占比为 27%	10
图 12: 欧洲脚踏自行车销量维持在 2000 万辆/年左右	10
图 13: 2019 年欧盟摩托车注册量合计约 108 万辆	10
图 14: 2015~2019 年美国燃油摩托车的市场需求逐年下滑	10
图 15: 2013-2019 我国电动两轮车企业数量持续下降	12
图 16: 2016-2019 我国电动两轮车的行业集中度逐年提升	12
图 17: 本土头部电动两轮车企业的净利率依旧较低	13
图 18: 本土头部电动两轮车企业的销售费用率较高	13
图 19: 2019 年我国即时配送订单量仍以餐饮外卖为主	14
图 20: 2019 年我国即时配送订单量接近 200 亿	14
图 21: 2020 年上半年近 50% 的美团配送员每日骑程超过 30km	14
图 22: 我们预计 2025 年即时配送电动车需求量可达 480.5 万辆	14
图 23: 2020 年我国共享两轮车出行用户约 2.53 亿	15
图 24: 2020 年我国共享电单车用户以短途出行为主	15
图 25: 互联网巨头持续加码共享电单车	15
图 26: 高工锂电预计 2023 年共享电单车投放量将达 800 万辆	15
图 27: 80 后是目前我国电动两轮车的消费主力	16
图 28: 消费者购置电动两轮车时对价格的敏感度较低	16
图 29: 2018 年 42% 电动两轮车消费者的心理价位在 3K 以上	16
图 30: Apple 推动全球智能手机渗透率快速提升	17
图 31: 我国智能电动两轮车正处于产品导入期	17
图 32: 2008 年诺基亚占据我国 70% 的市场关注度	18
图 33: 2012 年诺基亚的市场关注度大幅下滑至 9%	18
图 34: 东南亚&印度的基础设施已得到明显改善	19
图 35: 泰国和越南大力推进基础交通建设	19
图 36: 2020 年印度机动两轮车的电动化率不足 1%	19
图 37: 2020Q2~Q3 Hero Electric 占据印度本土电动两轮车 35% 的市场份额	19
图 38: “禁摩令”下我国两轮车电动化率迅速提升	20
图 39: 2025 东南亚&印度电动两轮车需求达 1050 万辆	20
图 40: 我们预计 2025 年东南亚&印度电动摩托车市场规模可达 630 亿元	20
图 41: 2017 年欧洲电踏车销量同比增长 25.3%	21
图 42: 2017 年德国电踏车销量在欧洲市场的占比为 35%	21

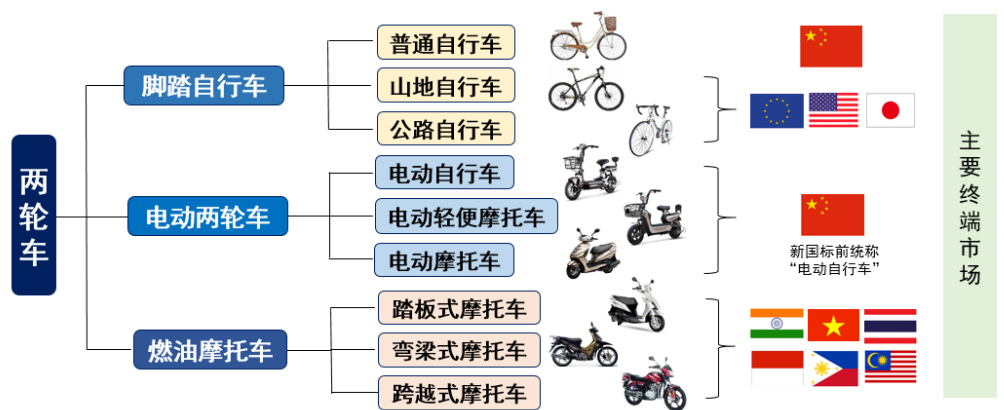
图 43: 美国重型燃油摩托车的市场份额逐年下滑	22
图 44: 欧盟地区的电动摩托车注册量快速增长	22
图 45: 疫情影响下美国消费者两轮车出行需求度明显提升	22
图 46: 公司的电动两轮车产品系列持续丰富 (红色为 2021 年 3 月天津展发布新品)	25
图 47: 2019 年公司的研发投入达 3.17 亿元	26
图 48: 2019 年公司电动车事业部的人员占比达 18%	26
图 49: 2019 年公司研发费用率高于竞争对手	27
图 50: 2019 年公司研发人员数量和占比均高于小牛	27
图 51: 公司正持续加大 OEM 工厂的产量占比	27
图 52: 我国电动两轮车的销售主要以经销模式为主	28
图 53: 2019 年各大厂商的经销商数量约在 2000 个	28
图 54: 2019 年雅迪线下两轮车销量占比 97%	28
图 55: 2016-2020 年雅迪经销商个数稳步提升	29
图 56: 2019 年雅迪销售点个数突破 12000 个	29
图 57: 2020 年雅迪电动两轮车销量突破 1000 万辆	29
图 58: 公司线下体验店&服务店主要覆盖华东华南	30
图 59: 小牛门店用了 5 年时间门店数量超过 1000 个	30
图 60: 公司正持续加大线上流量的营销力度	30
图 61: 2017~2020 年小牛线下门店的单位年销售量约 350-450 辆	31
图 62: 我们中性预计公司 2021 电动两轮车销量达 60 万辆	31
图 63: 2016 年日系品牌垄断东南亚燃油摩托市场	32
图 64: 2020 年印度燃油摩托车由 Hero 和 Honda 主导	32
图 65: 2020 年 Piaggio 在意大利本土市场的占有率较高	32
图 66: 2020 年法国的燃油摩托市场竞争较为激烈	32
图 67: 2019 年我国摩托车主要出口到墨西哥、菲律宾和缅甸	33
图 68: 我国电动两轮车的配套产业链完善	33
图 69: 2019 年我国出口电动两轮车 145.3 万辆	34
图 70: 2016 年我国电动两轮车的海外市场较为分散	34
图 71: 2019 年公司海外业务营收占比达到 39.45%	35
图 72: 2019 年公司海外业务主要集中在欧美地区	35
图 73: 软件收费是特斯拉主要的利润来源	37
图 74: 2019 年雅迪、新日单车销售净利不足 100 元	37
图 75: 软件收费进一步提升公司盈利水平	38
表 1: 新国标对电动两轮车进行了严格分类	11
表 2: 全国绝大部分省市非国标过渡期将在 2024 年前截至	12
表 3: 电动两轮车的部分智能化需求已在其余场景得到实现	17
表 4: 印度及东南亚部分国家陆续推出“限油换电”摩托车政策	18
表 5: 电踏车与自行车、电动自行车差异较大	21
表 6: 公司的电动两轮车具备多项智能化黑科技	23
表 7: 对标小牛, 公司具备明显的性价比优势	24
表 8: 公司的核心技术具备一定的通用性	25
表 9: 公司正加大电动两轮车产品矩阵的拓展力度	26

表 10: Segway 遍布全球的销售渠道.....	34
表 11: 公司同款产品在海外的定价明显高于国内	35
表 12: 公司相较印度本土企业具备明显的性价比优势	36
表 13: 公司分业务收入预测 (百万元)	39
表 14: 可比公司估值 (PE, 截至 3 月 29 日收盘价)	40
表 15: 可比公司估值 (PS, 截至 3 月 29 日收盘价)	40

1. 全球两轮车是天然的大市场，不同细分市场有差异

两轮车种类繁多，按照动力源划分，可分为脚踏自行车、电动两轮车和燃油摩托车三大类，不同细分市场需求有所差异。脚踏自行车历史悠久，遍布全球，作为环保的交通工具用来代步、出行，现在越来越多的人将其作为健身器材用来骑行锻炼；电动两轮车和燃油摩托车是发展中国家重要的短途出行工具，我国是全球电动两轮车的产销中心，据 EBWR 统计，我国电动两轮车销量的全球占比约 90%，而燃油摩托车需求主要集中在印度、东南亚和中国台湾地区。

图 1: 两轮车种类繁多，不同细分市场需求有所差异



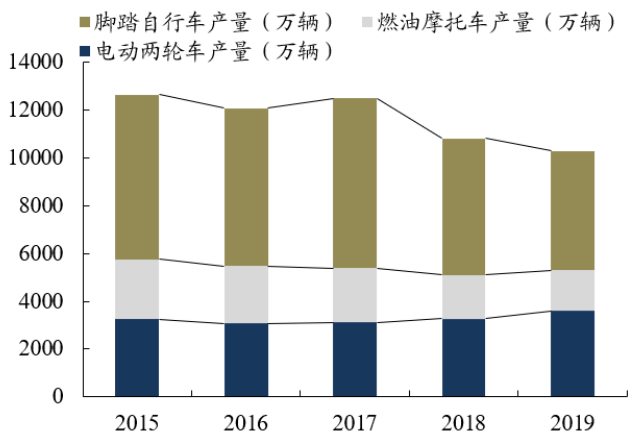
数据来源：东吴证券研究所绘制

1.1. 中国：全球最大两轮车市场，电动两轮车市场成熟

我国是全球最大的两轮车生产基地，电动两轮车需求占比约 50%。根据国家统计局数据，2019 年我国两轮车总产量达到 10287 万辆，其中脚踏自行车 4979 万辆、电动两轮车 3609 万辆、燃油摩托车 1699 万辆，我国作为全球最大的两轮车的生产基地，其中约有一半以上产量用于出口。

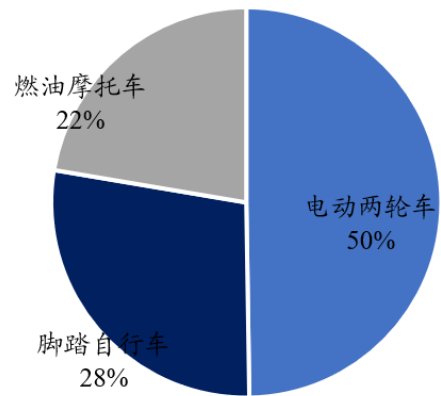
由于上述三类两轮车的国内销量缺乏官方统计数据，我们用各类两轮车整体销量扣除当年出口量近似看成国内需求量，计算得出：2019 年我国两轮车总需求量约为 4476 万辆，其中电动两轮车、脚踏自行车和燃油摩托车的需求占比分别为 50%、28% 和 22%，可见电动两轮车已成为国内两轮车需求最大组成部分。

图 2: 2019 年我国两轮车产量达到 1.03 亿辆



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2019 年国内电动两轮车需求占比约 50%



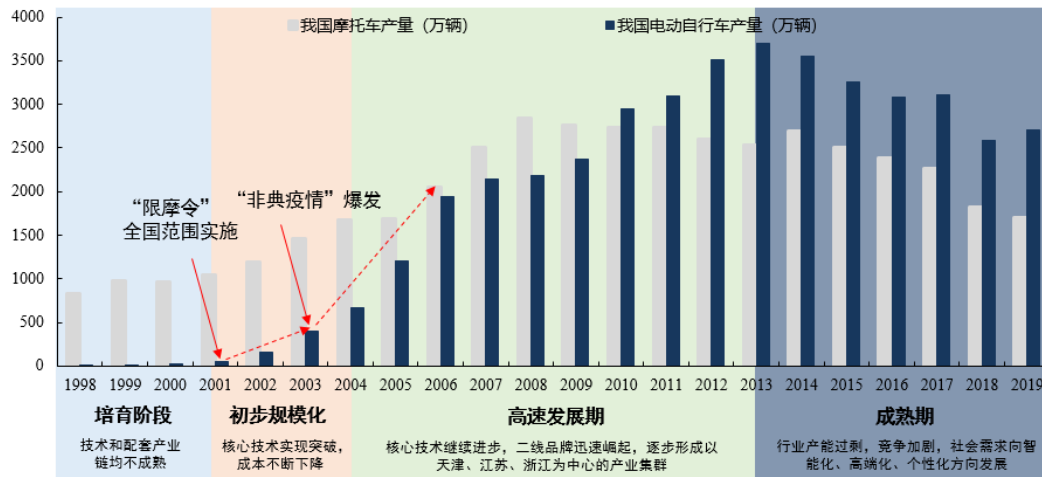
数据来源: Wind, 华经产业研究院, 中国自行车协会, 东吴证券研究所

上世纪 90 年代我国电动自行车从实验室走向市场, 到现在电动两轮车已经成为本土十分普及的短途交通工具, 我们认为电动两轮车在国内风靡市场, 除了电动两轮具有价格低廉、运行成本低等优势, 还受益于国内政策以及特殊事件驱动。

“禁摩令”和“非典疫情”加速我国两轮车的“油换电”进程。2001 年后“禁摩令”在全国各地陆续实施, 电动两轮车作为替代品迎来了初步产业化发展。2003 年“非典”爆发, 公共交通大幅降低发车频次, 乘坐率也断崖式下滑, “非典”改变了人们的出行方式, 电动两轮车需求快速增长。在技术和产业链不断优化的背景下, 电动两轮车行业进入高速发展的黄金期, 2013 年我国电动两轮车产量达 3695 万辆。

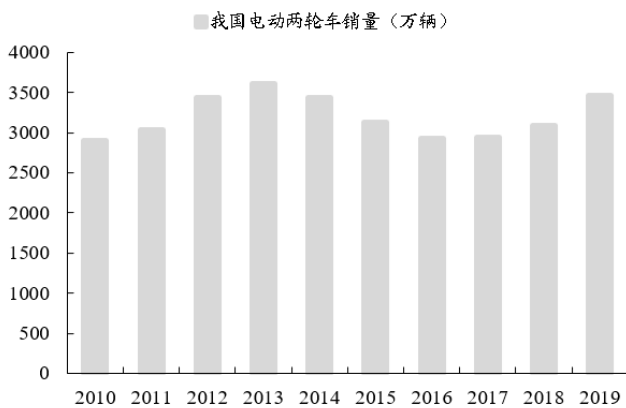
2013 年以来, 我国电动两轮车进入存量主导的成熟期, 市场庞大, 需求趋于饱和, 年销量稳定在 3000-3500 万辆, 截至 2019 年保有量已达到 3 亿辆, 目前我国电动两轮车行业产能过剩, 产品质量良莠不齐, 开始进入市场整合新阶段。

图 4: 我国电动两轮车产业较为成熟, 开始向高质量方向发展



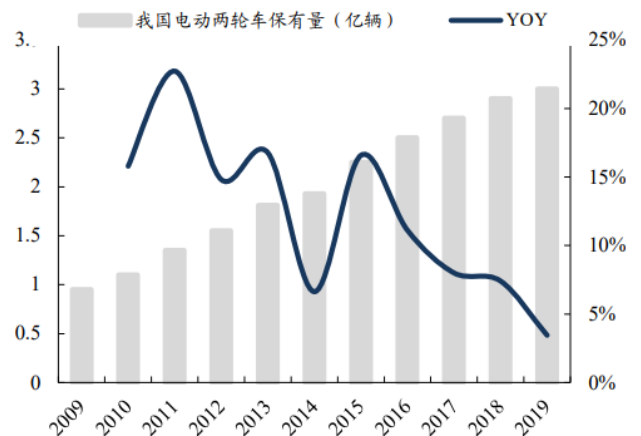
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 新国标前, 统称电动自行车)

图 5: 2010~2019 年我国电动两轮车销量约 3000-3500 万辆



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图 6: 2019 年我国电动两轮车的保有量达到 3 亿辆

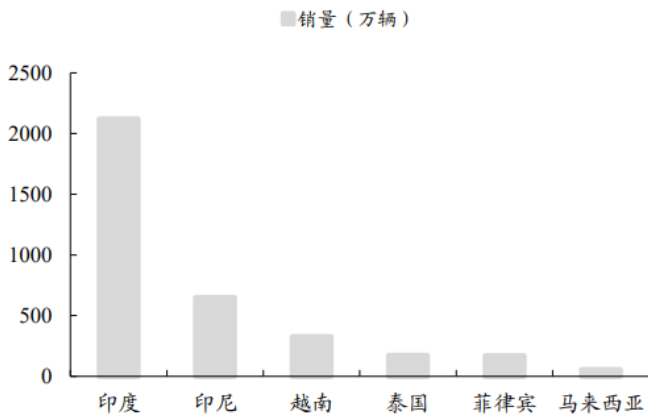


数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

1.2. 东南亚&印度: 全球最大燃油摩托车需求市场

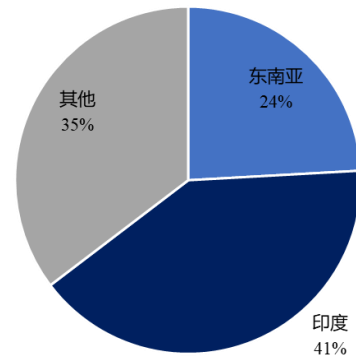
不同于我国对电动两轮车的需求热度, 东南亚&印度是全球最大的燃油摩托车需求市场。根据 Marklines 数据, 2019 年全球摩托车需求 5339 万辆, 其中 2019 年印度销量达 2118 万辆, 超过中国, 是全球最大摩托车需求国, 东南亚地区 (印尼、越南、泰国、菲律宾和马来西亚) 摩托车合计销量达到 1371 万辆。东南亚&印度 2019 年燃油摩托车合计销量达到 3489 万辆, 占当年全球摩托车总需求量的 65%。

图 7: 2019 年东南亚&印度摩托车销量合计 3489 万辆



数据来源: SIAM, AISI, VAMM, McD, TAIA, Statista, 东吴证券研究所

图 8: 2019 年东南亚&印度摩托车销量全球占比 65%



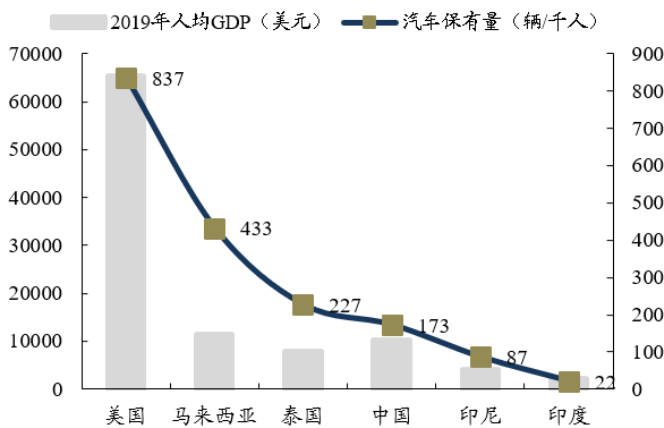
数据来源: SIAM, AISI, VAMM, McD, TAIA, Statista, Markline, 东吴证券研究所

我们认为造成燃油摩托车在东南亚&印度需求旺盛, 成为主要的交通工具的主要原因有:

①当地经济发展水平不高, 群众购买力不足。除马来西亚外, 2019 年印尼、越南、泰国、菲律宾以及印度人均 GDP 均不足 10000 美元, 尤其印度和印尼仅为 4136 和 2099 美元, 且本土汽车品牌缺失, 导致汽车保有量普遍较低。

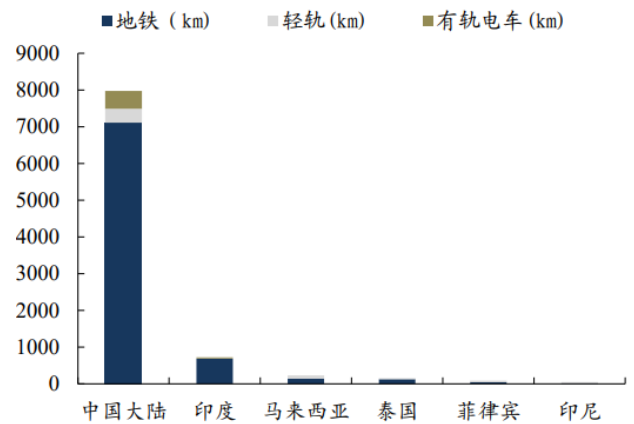
②基础设施建设普遍较差, 公共交通不完善, 以地铁为例, 2020 年我国城市轨道交通通车里程达到 7978Km, 全球人口第二多的印度仅为 722 公里, 东南亚人口前二的印尼和菲律宾 2020 年城市轨道交通通车里程不足 100 公里, 给两轮车需求孕育了机会。由于燃油摩托车载重大, 可以满足更长距离的出行, 加上当地产业政策等原因, 导致了两轮车电动化率极低。

图 9: 2019 年大部分东南亚国家&印度汽车保有量较低



数据来源: WorldBank, 东吴证券研究所

图 10: 2020 年东南亚&印度的城市轨道交通通车里程较短

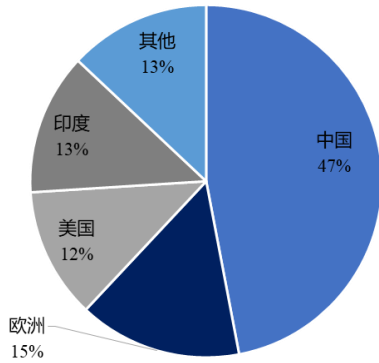


数据来源: 《2020 年世界城市轨道交通运营统计与分析综述》, 东吴证券研究所

1.3. 欧美：侧重健身、娱乐诉求，以脚踏自行车为主

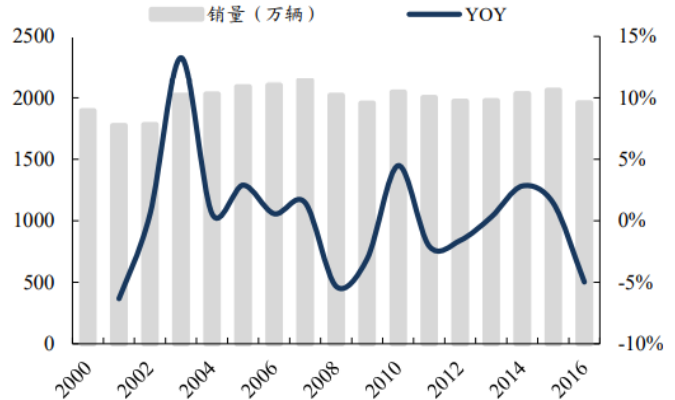
欧美地区汽车保有量较高，汽车是主要的通勤工具，对两轮车的需求主要集中在健身娱乐属性的脚踏自行车。据立鼎产业研究院统计，欧美是全球主要的脚踏自行车消费市场，合计市场规模超过 150 亿美元，其中欧洲需求量较为稳定，年销量约为 2000 万辆，而美国年销量约在 1500~2000 万辆。

图 11：2018 年欧美自行车销量全球占比为 27%



数据来源：立鼎产业研究院，东吴证券研究所

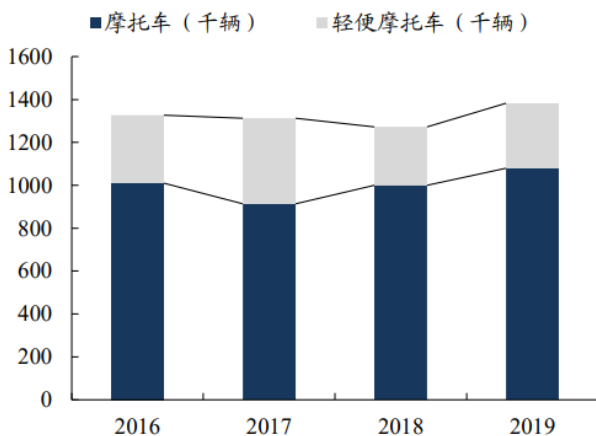
图 12：欧洲脚踏自行车销量维持在 2000 万辆/年左右



数据来源：Conbei，东吴证券研究所

相较脚踏自行车的高普及度，电动两轮车和燃油摩托车在欧美的需求度较低。电动两轮车在欧美地区渗透率极低，主要适用于中老年妇女的日常出行。燃油摩托车在欧美市场属于小众市场，更多被赋予高端娱乐属性，终端用户对价格的敏感度不高，更多追求产品的品质。ACEM 和 MIC 数据显示：2019 年欧盟和美国的摩托车注册量仅分别约 108 万辆和 33 万辆，其中约 80% 为大排量的重型摩托车。

图 13：2019 年欧盟摩托车注册量合计约 108 万辆



数据来源：ACEM，东吴证券研究所

图 14：2015~2019 年美国燃油摩托车的市场需求逐年下滑



数据来源：MIC，Harley-Davidson 年报，东吴证券研究所

2. 各地区逻辑有所不同，电动两轮车市场具备较好成长性

综上所述，整体上来看两轮车是天然的大市场，但不同细分市场略有差异，每块细分市场电动两轮车有较好的成长性，下面我们将作详细阐述。

2.1. 中国：新国标驱动存量更新，智能化是长期趋势

现阶段我国电动两轮车渗透率较高且需求量趋于稳定，未来本土电动两轮车需求主要是存量的更新换代为主导，背后的驱动力逻辑主要有两点：短期是新国标落地加速非达标车辆更换，中长期则是消费升级带来对智能化产品的需求。

2.1.1. 新国标落地驱动存量更新，利好行业格局优化

新国标对电动两轮车的分类趋严，国内约 70% 的保有量不符合要求。2019 年 4 月，《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准（GB 17761-2018）（下称“新国标”）实施。新国标按照时速、电机功率、整车质量等参数将电动两轮车划分为电动自行车、电动轻便摩托车和电动摩托车三大类，所有电动两轮车出厂前均需要通过 3C 认证，电动轻便摩托车和电动摩托车还需对生产厂商进行资质认证。当前存量超过 3 亿辆电动两轮车，我们粗略估算约 70% 是不符合新国标要求的“非标车”。

表 1: 新国标对电动两轮车进行了严格分类

	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
			
时速范围	≤ 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 ≥ 55kg	可 ≥ 55kg
电池电压	≤ 48V	无限制	无限制
脚踏骑行功能	✓	×	×
3C 认证	✓	✓	✓
属性	非机动车	机动车	机动车
电摩生产资质	×	✓	✓
工信部许可	×	✓	✓
驾驶证	×	✓	✓
牌照	电自牌照	蓝牌	蓝牌

数据来源：《电动自行车安全技术规范》，东吴证券研究所

地方政策陆续推出，将加速非国标电动两轮车淘汰。按照现有的电动车管理政策，非国标电动车不具备上牌资格，绝大部分省市的过渡期将在 2024 年前截至，

其中北京、上海、天津、浙江等省市更是将截止期提至 2021 年，届时现存的非国标电动两轮车将无法上路，面临提前淘汰。政策的强制执行将缩短市场上非国标电动两轮车的生命周期，我们预计将有近 2 亿辆非规电动两轮车将在 2024 年前遭到替换，市场空间广阔。

表 2: 全国绝大部分省市非国标过渡期将在 2024 年前截至

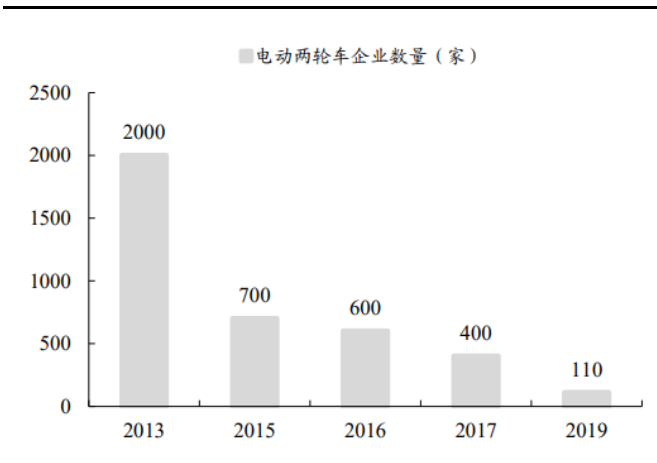
截至年份	主要地区
2021	北京、上海、天津、杭州、郑州、兰州、嘉兴、宁波、佛山、咸宁等
2022	山东全省、重庆、西安、中山、广东梅州、荆州、宜昌等
2023	长沙、昆明、南宁、合肥、湖南株洲、湖南湘潭、江西赣州等
2024	无锡、扬州、江苏徐州、江苏泗洪、山西忻州等

数据来源：全球电动车网，东吴证券研究所

此外，我们认为新国标落地也会提升电动两轮车的进入门槛，持续利好市场格局优化。

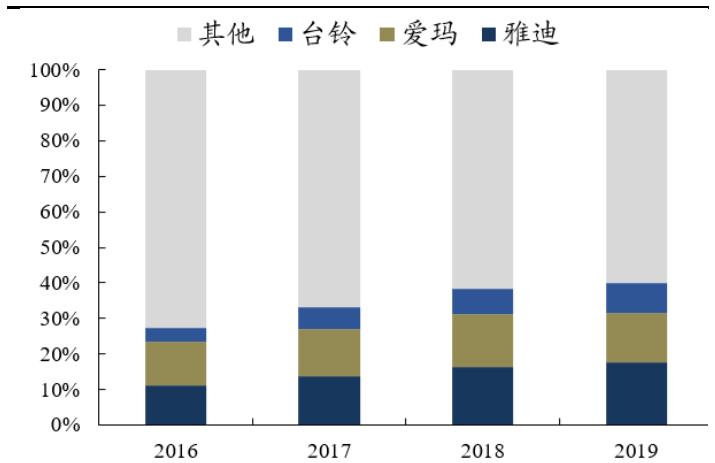
电动两轮车市场份额持续向头部集中，但行业竞争依然激烈。①2013 年我国电动两轮车企业数量为 2000 家，2019 年下降至 110 家，竞争格局得到优化。中小企业的退出带动行业集中度持续提升，CR3 已由 2016 年的 27% 上提至 2019 年的 40%，行业整体竞争格局持续向好。

图 15: 2013-2019 我国电动两轮车企业数量持续下降



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

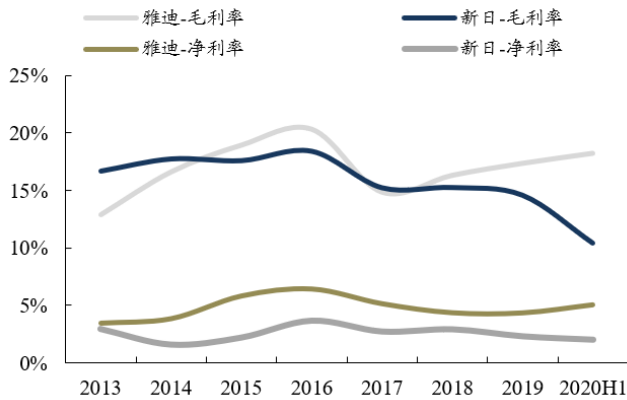
图 16: 2016-2019 我国电动两轮车的行业集中度逐年提升



数据来源：各公司公告，《2019 年中国电动车产业发展白皮书》，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

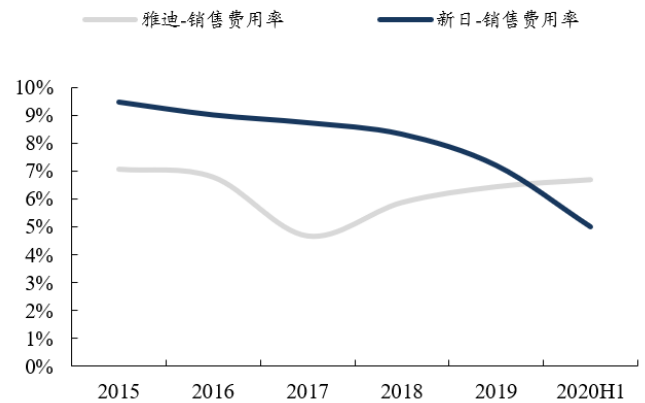
②电动两轮车行业竞争依然激烈，整车企业盈利能力普遍偏弱，行业整体净利率常年维持在 5% 以下，相较家电（10%~15%）、自行车（5%~10%）等可比行业，盈利能力明显偏弱。随着行业格局优化，2017 年后领先企业加码销售渠道的开拓，市场份额不断扩充，盈利能力也随之上行，利润龙头企业雅迪 2020H1 净利率达到 5.06%，2019 年仅为 4.35%。

图 17: 本土头部电动两轮车企业的净利率依旧较低



数据来源: Wind, 雅迪公告, 东吴证券研究所

图 18: 本土头部电动两轮车企业的销售费用率较高



数据来源: Wind, 雅迪公告, 东吴证券研究所

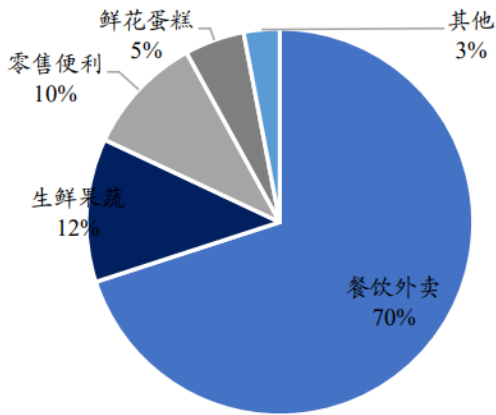
展望未来, 我们认为电动两轮车有望复制家电行业, 头部企业将从市场脱颖而出: ①电动两轮车行业进入成熟期, 优胜劣汰, 领先企业的规模优势被深化, 成本管控能力更强, 渠道建设效率更高, 对其市场份额的扩充起到正反馈作用; ②新国标落地, 行业准入标准提升, 已由生产许可证转为 3C 强制认证, 整车和重要配件全部过关才具备入市资格, 要求整车企业和配套厂家进行高标准联合作业, 资质不高的杂牌企业在优质上游资源的争夺上处于明显劣势。

2.1.2. 即时物流+共享电单车, 打开电动两轮车需求空间

短期内, 除了新国标落地驱动存量电动两轮车更新带来的需求外, 国内电动两轮车依然具备较好的成长性, 即时物流、共享电单车便是其中的代表, 下面我们作详细分析。

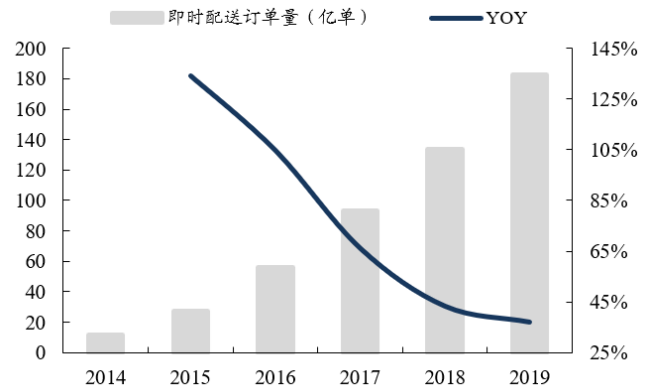
即时物流需求常态化, 到家 O2O 类服务成长性更佳。2019 年我国即时配送用户规模达到 4.21 亿人, 订单量达到 182.8 亿, 同比增长 36.9%, 应用场景已由餐饮外卖逐步拓展至生鲜宅配、零售、医药配送等。相关催化因素主要包括: ①疫情短期刺激 O2O 类服务需求脉冲式增长, 该消费习惯在疫情好转后有所保留; ②群众经济水平提升, 生活节奏加快, 导致物理活动半径减小, “懒人经济”盛行。

图 19: 2019 年我国即时配送订单量仍以餐饮外卖为主



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图 20: 2019 年我国即时配送订单量接近 200 亿

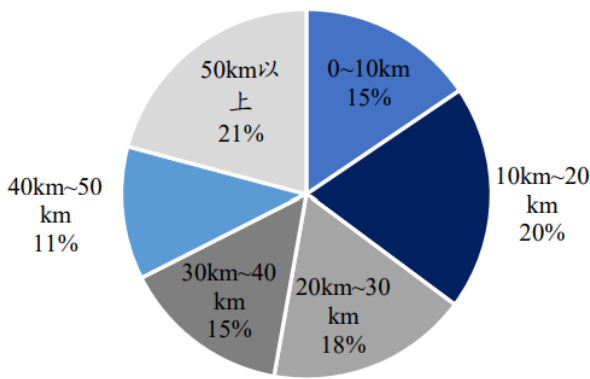


数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

截至目前, 各平台注册骑手已超过 700 万 (考虑到重复注册和过半的兼职比例, 全职骑手要少得多), 对应电动两轮车需求空间仅百万辆级别。据美团研究院调研, 近一半的骑手每日骑程在 30km 以上, 配送人员的高频使用导致其更换频率是普通用户的 2~3 倍, 故骑手电动两轮车市场虽体量小但更换周期短。

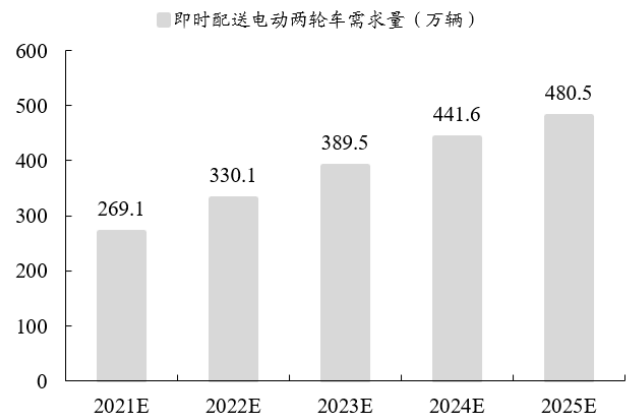
若假设 2020~2025 年即时配送订单分别持 30%/25%/20%/15%/10%/5% 的同比增速, 配送员每日接单量 30 单, 平均 2 年更换一次车辆, 我们预估 2025 年即时配送电动两轮车市场的年需求量将达到 480.5 万辆。

图 21: 2020 年上半年近 50% 的美团配送员每日骑程超过 30km



数据来源: 美团研究院, 东吴证券研究所

图 22: 我们预计 2025 年即时配送电动车需求量可达 480.5 万辆

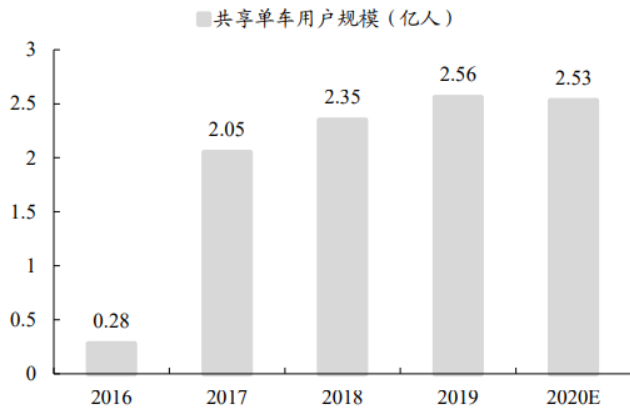


数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所测算

共享电单车是具备中长期发展潜力的蓝海市场。驱动力主要包括: ①在共享电单车大规模普及下, 群众对共享两轮出行的接受度明显提升, 2020 年我国共享电单车用户达到 2.53 亿; ②99% 共享电单车客户用于满足 10 公里以内的短途出行, 电动两轮车相比共享电单车优势明显, 满足替代共享电单车的条件; ③随着新国标的实施, 各地政府逐步放开对共享电单车的管控, 共享电单车有望在一二线城市迅速

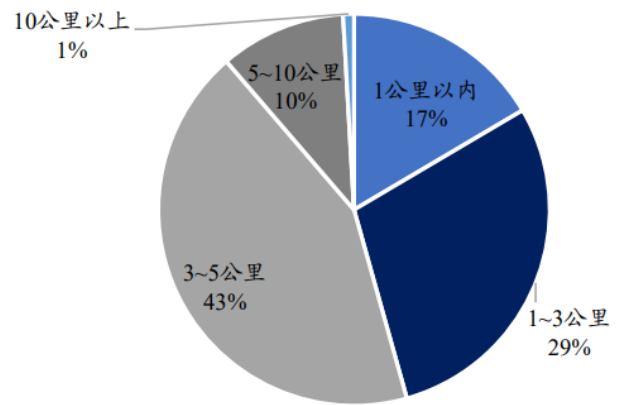
铺开。

图 23: 2020 年我国共享两轮车出行用户约 2.53 亿



数据来源: 艾媒咨询, 东吴证券研究所

图 24: 2020 年我国共享电单车用户以短途出行为主



数据来源: 艾媒咨询, 东吴证券研究所

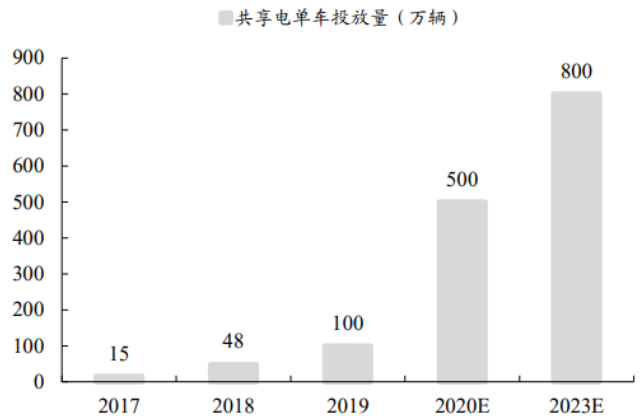
互联网巨头持续加码, 驱动共享电动两轮车需求快速提升。据高工锂电调研, 共享电单车已在三四线城市实现快速渗透, 2020 年投放量超过 500 万辆, 其中美团、滴滴、哈啰的投放量均超过 100 万辆。目前共享电单车的产业重心正逐步转移至一二线城市, 高工锂电预计 2023 年投放量将突破 800 万辆, 届时将带动我国电动两轮车每年近千万辆的需求扩容。

图 25: 互联网巨头持续加码共享电单车

哈啰	2017	开始布局共享电单车业务
	2020M2	哈啰共享电单车已入驻320城
	2020M3	发布第五代共享电单车, 配备北斗定位
美团	2020M3	开始布局共享电单车业务
	2020M4	向富士达、新日等下单超百万辆共享电单车订单
	2020Q2	向市场投放电单车30万辆
滴滴	2020M4	青桔单车获超10亿美元融资
	2020M5	青桔单车与国网什马签署战略合作
	2020M8	青桔单车推出三款共享车型, 两种为电单车新品
	2020M8	与国轩高科签署战略合作协议, 预计全年供货超60万套

数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

图 26: 高工锂电预计 2023 年共享电单车投放量将达 800 万辆



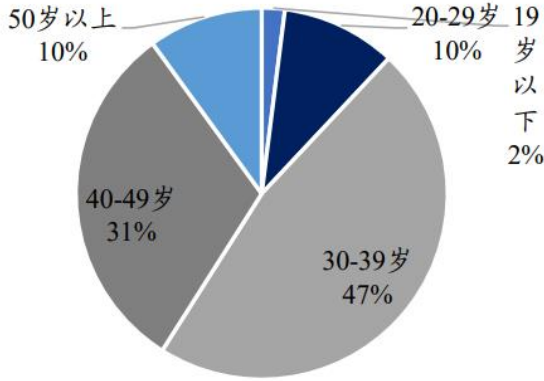
数据来源: 艾媒咨询, 高工锂电, 东吴证券研究所

2.1.3. 消费升级背景下, 电动两轮车智能化是长期发展趋势

80 后成为电动两轮车的消费主力, 电动两轮车消费升级的趋势已经显现。据《2019 年中国电动车产业发展白皮书》数据, 电动两轮车 40 岁以下的消费群体占比达到 59%, 80 后作为我国电动两轮车的消费主力, 对新鲜事物的接受度更高, 在购置产品时更多从骑行舒适度、动力、产品质量等维度综合考察, 对价格的敏

感度相对较低。2018年我国消费者的心理价位在3K以上的占比为42%，同比增加6%，电动两轮车消费升级的趋势已经显现。

图 27: 80 后是目前我国电动两轮车的消费主力



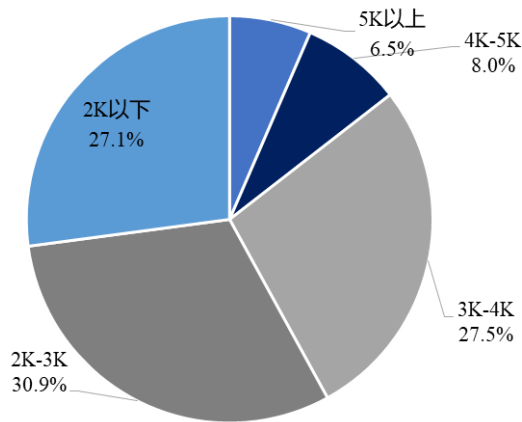
数据来源:《2019年中国电动车产业发展白皮书》, 东吴证券研究所

图 28: 消费者购置电动两轮车时对价格的敏感度较低



数据来源:《2019年中国电动车产业发展白皮书》, 东吴证券研究所

图 29: 2018 年 42% 电动两轮车消费者的心理价位在 3K 以上



数据来源:《2019年中国电动车产业发展白皮书》, 东吴证券研究所

AI、物联网等核心技术日益成熟，为电动两轮车智能化提供支撑。智能短程移动交通的技术亮点主要包括人机交互、导航与路径规划等，涉及到的核心技术已在智能手机、智能家电、智能汽车上得到不同程度的发展，而且该类技术具备一定的可移植性，可随时下沉至电动两轮车。我们认为，目前智能电动两轮车在技术端并不处于攻坚阶段，行业爆发只丞待市场需求放量带来的降本效应。

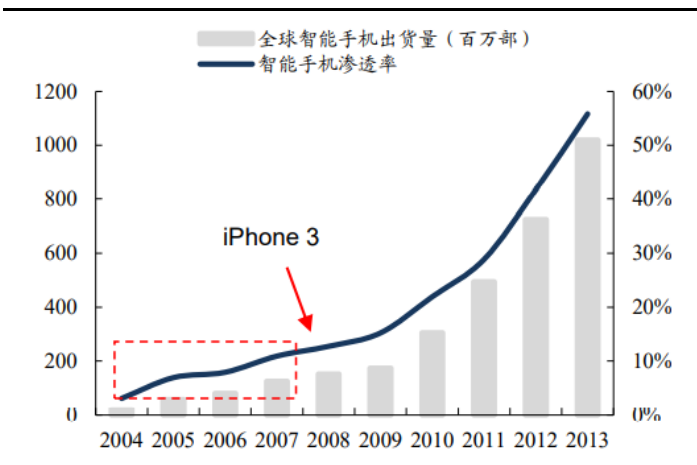
表 3: 电动两轮车的部分智能化需求已在其余场景得到实现

	功能	功能简介	相关技术进展
管理智能化	实时监控	基于物联网技术，及时上报车辆的位置、行驶状态等信息，实现智能防盗和公共管理	已广泛应用于智能手机
	故障自诊断	自动读取车辆的性能数据，对照故障码推断发生故障的具体情况	已在汽车上实现
	剩余里程估算	搜集天气、路况等信息，通过大数据整合分析，得出较为精准的剩余里程估算值	已在互联网行业高度渗透
行驶智能化	自动识别避障	通过测距传感器和图像识别技术采集车辆行驶过程中周围的安全状态，做出及时避障的口令	已初步在无人驾驶汽车上实现
	智能语音系统	车辆捕捉语音信号，并执行相关操作	已广泛应用于智能手机

数据来源：东吴证券研究所整理

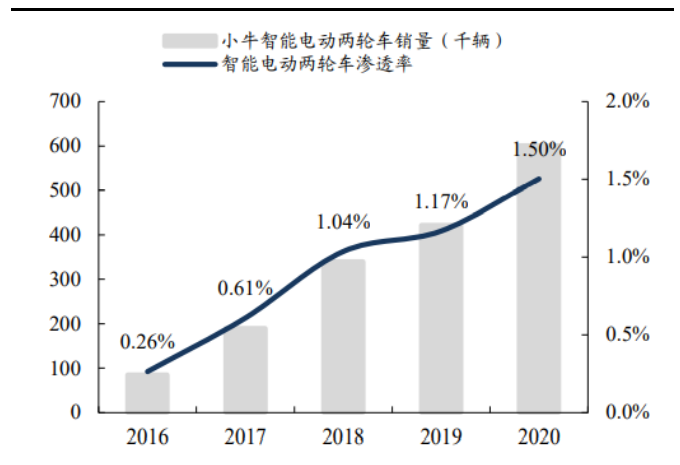
中长期看，电动两轮车智能化是大势所趋。参照智能手机、智能家电、电动汽车的发展历史，可以发现消费者在各领域的需求正逐一向智能化交互属性迭代。在消费升级的大背景下，我们认为电动两轮车同样具备向智能化转变的需求逻辑。目前国内相关先行者较少，若以小牛销量为行业需求标准，则 2020 年智能化渗透率仅 1.5%，我们认为目前行业可对标 2004~2007 年的智能手机，智能电动两轮车正处于稳定产品导入阶段，已实现初步规模化，市场影响力也在不断深化，需求拐点的出现亟待明星品牌打造的爆款效应。

图 30: Apple 推动全球智能手机渗透率快速提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 31: 我国智能电动两轮车正处于产品导入期

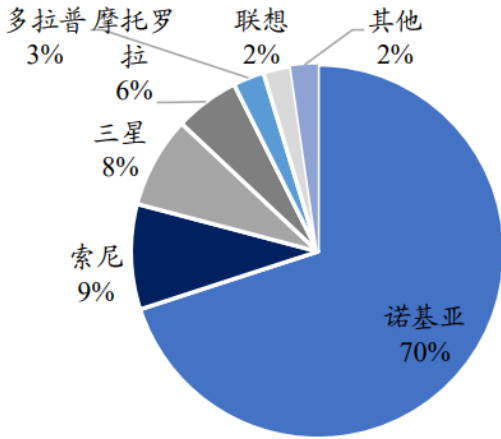


数据来源：小牛公告，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

智能化给了新进入者实现对传统电动两轮车企业弯道超车的机会。同样参考智能手机，随着苹果、三星、华为等智能新锐的崛起，诺基亚的市场份额极速萎缩，由此可见在技术迭代的浪潮下，企业的渠道优势微不足道。如前文所言，电动两轮车行业的技术壁垒不高，整车企业的护城河主要体现在渠道力上，对于新

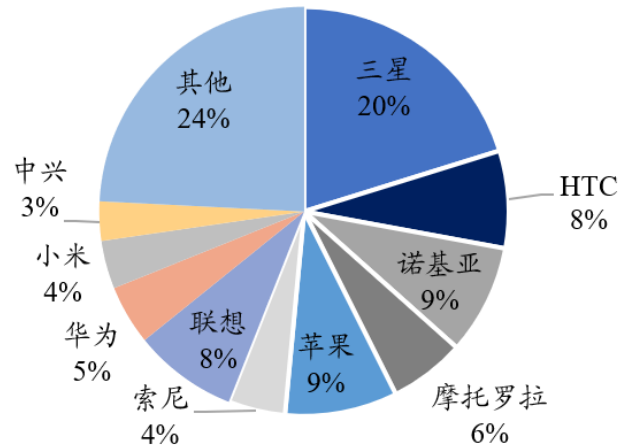
进企业而言，难以在短时间内形成与之抗衡的渠道优势，技术便成为最有效的突破口。新进企业依靠智能化切入高端市场，再逐步下沉至中低端，更易实现弯道超车，该模式已在小牛的发展策略上成功验证。

图 32: 2008 年诺基亚占据我国 70% 的市场关注度



数据来源: ZDC, 东吴证券研究所

图 33: 2012 年诺基亚的市场关注度大幅下滑至 9%



数据来源: ZDC, 东吴证券研究所

2.2. 东南亚&印度: 开启电动化进程, 电动摩托车市场广阔

“限油换电”政策落地, 推动电动化进程。在化石能源紧缺、环保意识提升的大环境下, 印度及东南亚各国陆续出台各项“限油换电”政策, 旨在推动两轮车电动化, 其中越南胡志明市自 2025 年起全面禁摩, 印度下调电动车税率, 并拟自 2025 年起将销售的 150cc 以下燃油摩托车全部替换成电动两轮车。

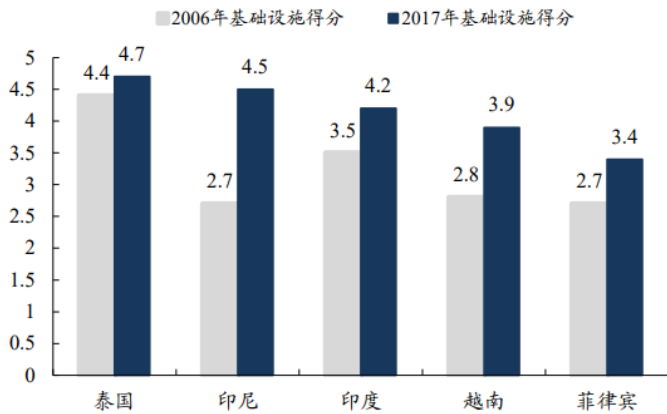
表 4: 印度及东南亚部分国家陆续推出“限油换电”摩托车政策

国家	时间	相关“限油换电”政策
印度	2018M3	启动国家电动交通计划, 计划至 2030 年实现 100% 电动交通
	2019M7	将电动车的商品和服务税率从之前的 12% 降至 5%
泰国	2020	颁布摩托车征税新规, 以 CO2 排放量为标准, 最高税率可达 18%
越南	2019M2	2025 年起禁止摩托车行驶进胡志明市市中心

数据来源: OFweek, 东吴证券研究所整理

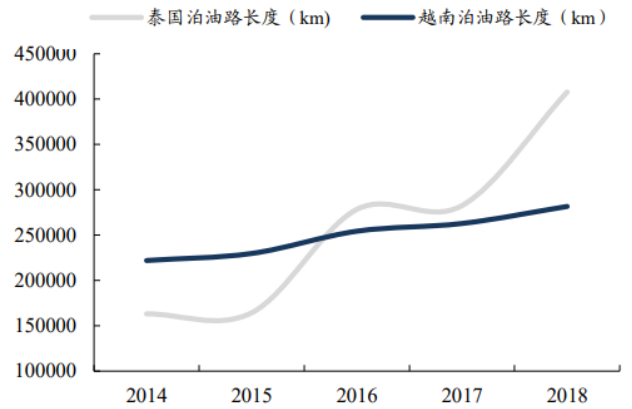
基础设施建设顺利推进, 为机动两轮车的电动化普及打下基础。伴随着经济的快速发展, 印度及东南亚地区的各项基础设施已得到明显改善, 其中电力设施的改进缓解了电动两轮车充电难的问题, 路况的改善缓解了电动两轮车相较于燃油摩托车动力不足的弊端, 更有助于中低功率电动摩托车在印度及东南亚市场的渗透。

图 34: 东南亚&印度的基础设施已得到明显改善



数据来源: WEF, 东吴证券研究所

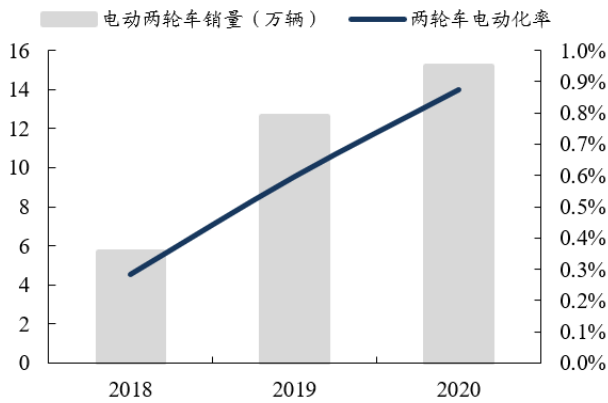
图 35: 泰国和越南大力推进基础交通建设



数据来源: ASEAN Secretariat, 东吴证券研究所

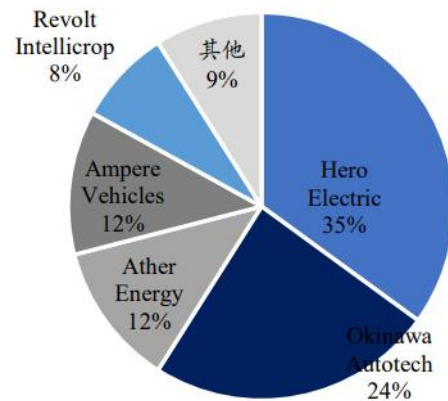
电动摩托车尚处于市场培育阶段, 电动化渗透率较低。目前电动摩托车在东南亚尚未大规模普及, 渗透率较低。印度借助燃油摩托的产业基础切入电动两轮车领域, 据 Tecnova 数据, 2020 年印度销售电动两轮车 15.2 万辆, 对应电动化渗透率不到 1%, 基本来自本土品牌, 其中超过 80% 属于 25km/h 以下的低速车, 由于缺乏完善的配套供应链, 印度电动两轮车降本空间有限, 暂未获得相较于燃油摩托车的性价比优势。

图 36: 2020 年印度机动两轮车的电动化率不足 1%



数据来源: Tecnova, SIAM, 东吴证券研究所

图 37: 2020Q2-Q3 Hero Electric 占据印度本土电动两轮车 35% 的市场份额



数据来源: Auto Car INDIA, 东吴证券研究所

参考“禁摩令”对我国两轮车电动化的影响, 政策驱动下, 我们认为印度&东南亚两轮车电动化进程有望加速提升。

预测未来印度&东南亚电动两轮车市场, 我们首先需要做如下几点假设:

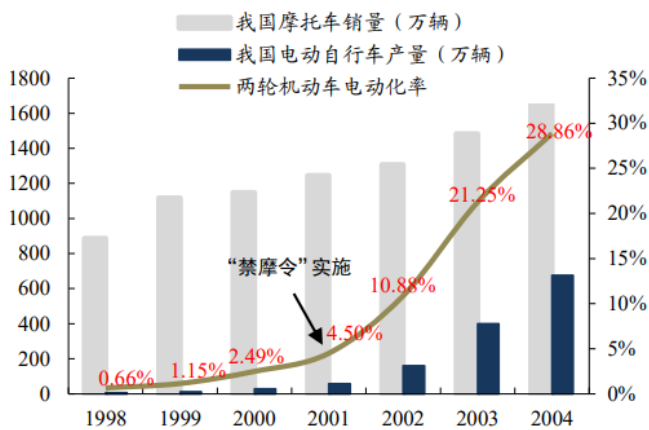
- ①印度&东南亚每年保持 2000 万辆和 1500 万辆的两轮机动车需求;
- ②随着“禁摩令”的逐步落地, 以及全球电动两轮车供应链已十分成熟, 该

地区的电动化率提升速度不低于我国当时电动化率提升速度, 2021-2025 电动化率分别为 4%、9%、15%、22%和 30%;

③印度&东南亚电动两轮车需求主要为电动摩托车, 销售单价我们取 6000 元。

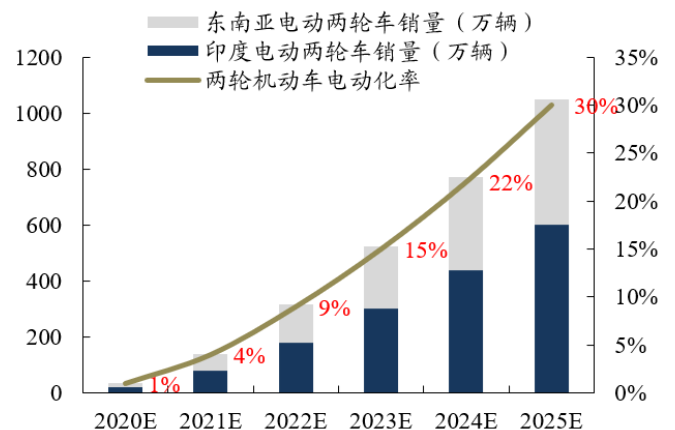
测算结果显示: 我们预计 2021-2025 年印度&东南亚电动摩托车需求量为 140/315/525//770/1050 万辆,对应的市场规模 84/189/315/462/630 亿元, 由此可见, 印度&东南亚电动两轮车市场广阔。

图 38: “禁摩令” 下我国两轮车电动化率迅速提升



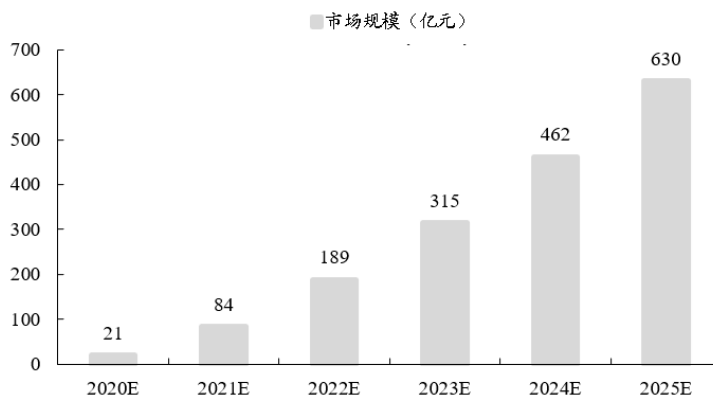
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 未有公开的电动两轮车销售数据, 考虑到我国是全球电动两轮车产销中心, 故以其产量表征销量)

图 39: 2025 东南亚&印度电动两轮车需求达 1050 万辆



数据来源: McD, 东吴证券研究所测算

图 40: 我们预计 2025 年东南亚&印度电动摩托车市场规模可达 630 亿元



数据来源: McD, 东吴证券研究所测算

2.3. 欧美: 向电动化和轻便化迭代, 电动两轮车市场正持续打开

电踏车以自行车为基础，配备有动力电池和电机用作辅助动力源，是一种可实现人力骑行和电机助动一体化的新型交通工具。电踏车搭载成套的电气系统，可通过传感器捕捉骑行信号，理解骑行者的骑行意图，提供“智慧式”的动力辅助，在不改变骑行特质的前提下，使骑行更加轻松，将骑行半径扩大至 50-100km，在满足日常通勤的前提下也能较好地满足户外郊游与运动的需求。

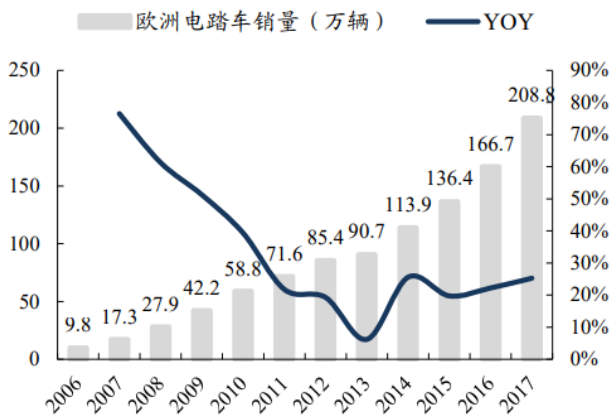
表 5: 电踏车与自行车、电动自行车差异较大

	自行车	电踏车	电动自行车
			
最大骑行半径	-	50-100km	~100km
动力来源	人力	人力+电力	电力
动力调节机制	无	传感器自动感应	旋转手把
产品定位	-	中高端	中低端
主要终端市场	-	欧、美、日	中国
平均售价	-	500 欧元以上	1500~2500 元

数据来源：八方股份招股书，东吴证券研究所

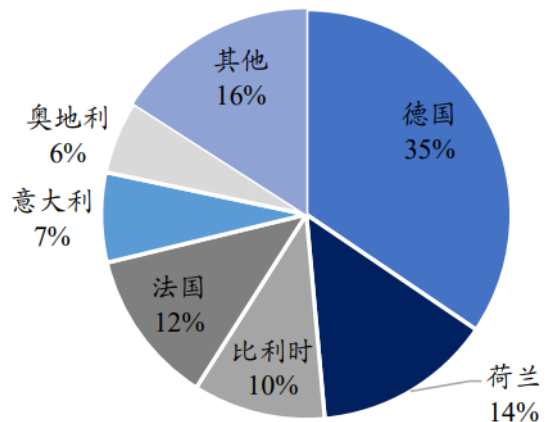
欧洲对两轮车的消费需求正逐步由脚踏自行车向电踏车渗透。欧洲自行车文化浓厚，群众更注重两轮出行的体验感，对终端价格的敏感度较低，辅之各国优惠政策的推动，使其成为目前全球最大的电踏车消费市场，2017 年销售达 208.8 万辆，2006-2017 年 CAGR 32.06%。相较而言，电踏车在美国市场的表现较为滞后，八方股份招股书披露数据显示年销量约 25-30 万台，这主要缘于北美地广人稀，汽车出行的观念相对固化。

图 41: 2017 年欧洲电踏车销量同比增长 25.3%



数据来源：Conbei，东吴证券研究所

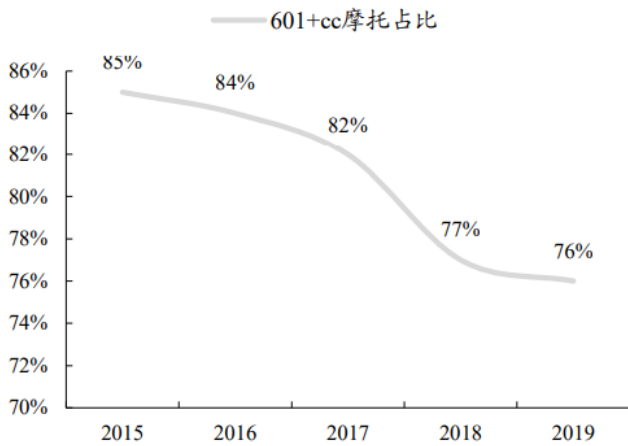
图 42: 2017 年德国电踏车销量在欧洲市场的占比为 35%



数据来源：Conbei，东吴证券研究所

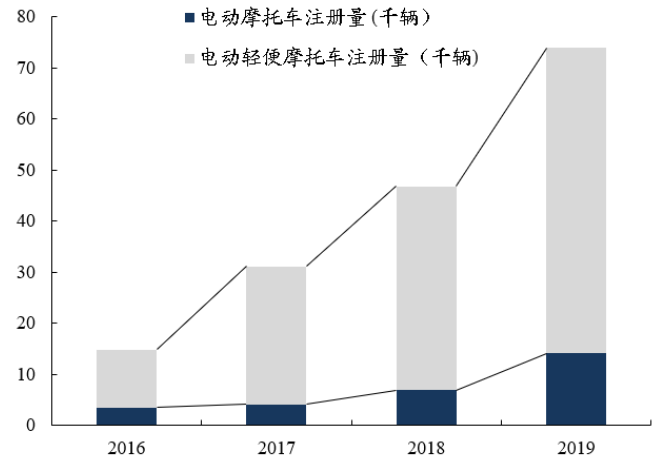
对于燃油摩托车，欧美市场向轻便化及电动化发展的趋势也已显现。欧四排放标准的全面实施进一步刺激欧美群众对环保车型好感度的提升，美国超过 601cc 重型摩托车的市场份额逐年萎缩，2019 年注册量较 2015 年大幅下降 23.1%，据 ACEM 统计，欧盟地区的摩托车电动化进展迅速，2019 年电动摩托车和电动轻便摩托车注册量同比增长 104.5% 和 49.7%，其中轻便摩托车的电动化率已达 16.47%。

图 43: 美国重型燃油摩托车的市场份额逐年下滑



数据来源: MIC, Harley-Davidson 年报, 东吴证券研究所

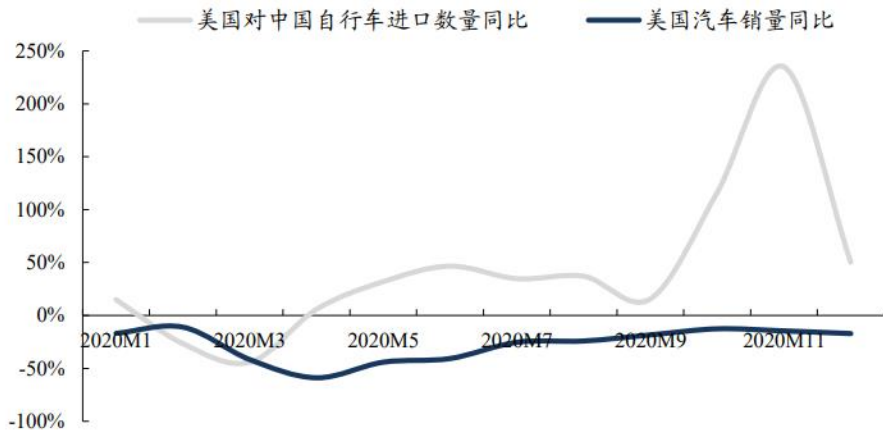
图 44: 欧盟地区的电动摩托车注册量快速增长



数据来源: ACEM, 东吴证券研究所

2020 年新冠疫情将催化欧美电动两轮车出行需求提升。疫情影响下，欧美群众趋于降低公共交通的乘坐频率，转而将两轮车作为优先的短中途出行工具。据 NPD 统计，疫情爆发以来，美国两轮车销量激增，2020 年 3 月和 6 月电踏车的销量同比大幅增加 121% 和 190%。我们认为在环保意识加强和疫情因素刺激的双轮驱动下，两轮车作为日常出行工具的功能属性将在欧美地区得到进一步加强，电动两轮车有望迎来发展机遇。

图 45: 疫情影响下美国消费者两轮车出行需求度明显提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 从国内到海外，九号电动两轮车具备持续扩张的条件

3.1. 主打智能化，渠道不断完善，公司电动两轮车进入放量阶段

3.1.1. 产品主打智能化，研发技术优势显著

公司电动两轮车主打智能化，具备多项独家黑科技。2019年12月公司正式发布新国标电动车C系列和电摩E系列，2020年又推出主打性价比的B系列电动车，与传统车企产品不同，公司全系列产品被赋予丰富的智能化属性。基于Ninebot Airlock蓝牙技术的感应解锁、乘车感应、驻车感应、助力推行、智能光感等功能为行业首创，整车OTA可在客户终端对车辆系统进行实时升级，BMS技术延长锂电使用寿命，三重定位系统和事故求救功能更是提升了车辆安全性。

表 6: 公司的电动两轮车具备多项智能化黑科技

功能	功能简介
感应解锁	基于Ninebot Airlock蓝牙感应技术，用户手机接近车辆时自动解锁，离开后自动落锁
乘坐感应	自动判断车辆是否处于驾驶模式，在用户未坐稳时，即使转动油门也不会前行
驻车感应	车辆处于边撑未收起状态时，即使转油门也不会行驶
锂电 BMS 5.0 技术	可实现智能并联/快充、健康状态估算、双重过流/短路/过压保护等 20 多项保护措施
三重定位功能	利用 GPS、北斗、基站三重技术实现车辆位置的实时精准测定
AHRS 姿态感应系统	车辆出行异动或倾倒时会在 APP 端自动报警
整车 OTA 升级	在终端设备上通过无线网络下载升级包，对车辆系统或软件应用进行升级
SOS 急救通知功能	车辆出现意外事故时会通知预设的紧急联系人
定速巡航	车辆可按照设定的速度匀速前行，用户无需手握电动油门，缓解手部疲劳
EABS 制动系统	可将每次刹车时损失的能量回充给电池，提升车辆续航力
智能龙头锁	车辆停止行驶后，直接扳动龙头便可实现自动落锁
助力推行	车辆在爬坡状态时，自动开启助力模式，无需拧动油门
智能光感技术	可随环境亮度自动开启或关闭车辆前灯，无需手动操作
智能交互仪表盘	通过车辆表盘实时读取车辆的所有骑行数据
APP 实时监测	APP 客户端可实时呈现车辆的各项性能参数

数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

与同行竞争对手相比，公司产品智能化水平更加出色，且具备性价比优势。目前电动两轮车高端市场的参与者有九号、小牛、雅迪和爱玛，后者的高端属性主要集中在续航、极速等底层功能，暂未进入智能化市场，小牛是目前唯一主打智能化产品的企业，为公司目前主要的竞争对手。相较小牛，公司产品的科技含量更高，智能化优势更加突出，可比产品下定价更低，更具备打开高端市场的潜力。

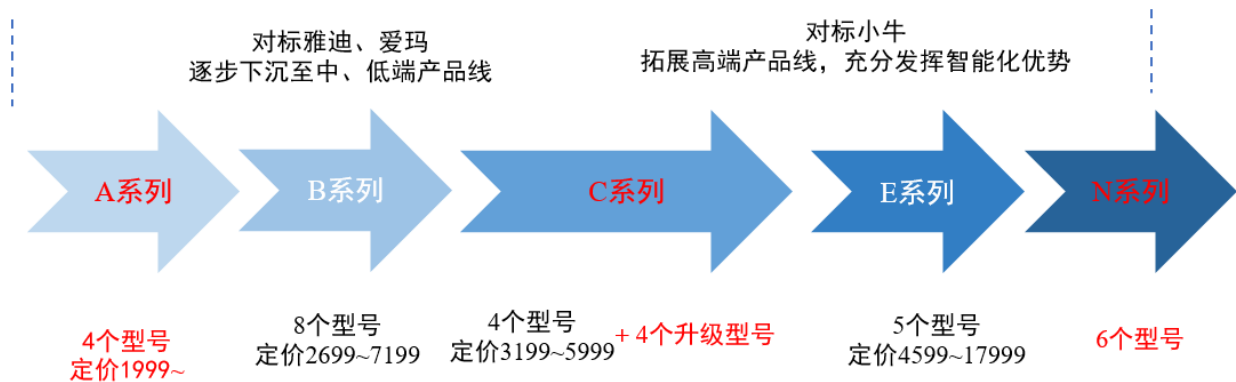
表 7: 对标小牛, 公司具备明显的性价比优势

	九号 E125	小牛 NQi GT	九号 C80	小牛 NQi 都市版
				
价格	10499 元	15299 元	5999 元	6499 元
电池类型	锂电 74V 27Ah	锂电 35Ah	锂电 48V 24Ah	锂电 26Ah
续航	120-240km	180km	75-85km	48-52km
极速	75-80km/h	70km/h	25km/h	-
售后	电机 6 年、锂电 3 年	电机 2 年、锂电 3 年	电机 6 年、锂电 3 年	电机 2 年、锂电 3 年
APP 监测	✓	✓	✓	✓
整车 OTA	✓	✓	✓	✓
智能定位	✓	✓	✓	✓
感应防盗	✓	✓	✓	✓
定速巡航	✓	✓	✓	✓
智能 BMS	✓	✓	✓	✓
EABS 制动	✓	✓	✓	✓
远程开关机	✓	×	✓	×
感应解锁	✓	×	✓	×
助力推行	✓	×	✓	×
驻车感应	✓	×	✓	×
乘坐感应	✓	×	✓	×
光感智能车灯	✓	×	✓	×
事故求救	✓	×	✓	×
智能龙头锁	✓	×	✓	×

数据来源: 公司官网, 小牛官网, 东吴证券研究所

2021 年公司在天津电动车展上发布 N、A 两个全新系列产品, 迭代了全新 C 系列产品, 在产品矩阵进一步完善的同时, 全面覆盖低、中、高端市场。公司新品 A30C 售价 1999 元、N70C 售价 2999 元 (券后价格), 正式切入中低端市场, 二者通过牺牲一定续航能力来降低硬件成本, 但仍搭载大部分智能化黑科技。相比同等价位的竞品, 公司的差异化竞争优势明显, 受众标的正逐步向大众化群体渗透。

图 46: 公司的电动两轮车产品系列持续丰富 (红色为 2021 年 3 月天津展发布新品)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

智能化产品不同于传统电动车简单的零部件采购集成, 需要持续不断的研发创新, 依托软件硬件结合能力, 提升产品智能化体验, 很显然公司具备这样的技术能力。

公司在 AI、大数据、物联网等领域拥有丰富的研究经验, 已掌握远程控制、远程监测、远程人机交互、实时数据采集与分析等核心技术, 并直接或间接参与多项行业标准的制定。在生产环节中, 公司已掌握车架系统、转向系统、动力系统、制动系统等核心部件的组装工艺。

公司掌握的核心技术具备可移植性, 给电动两轮车智能化提供了天然优势。公司拥有多项智能短交通通用技术, 包括自平衡技术、电池保护技术、电机驱动技术等。基于技术的可移植性, 公司已顺利完成由平衡车到滑板车的拓展, 仅用 2 年时间便成为亚马逊销量第一。公司自 2019 年底切入电动两轮车, 我们看好公司在核心技术的加持下复制平衡车和滑板车的成功。

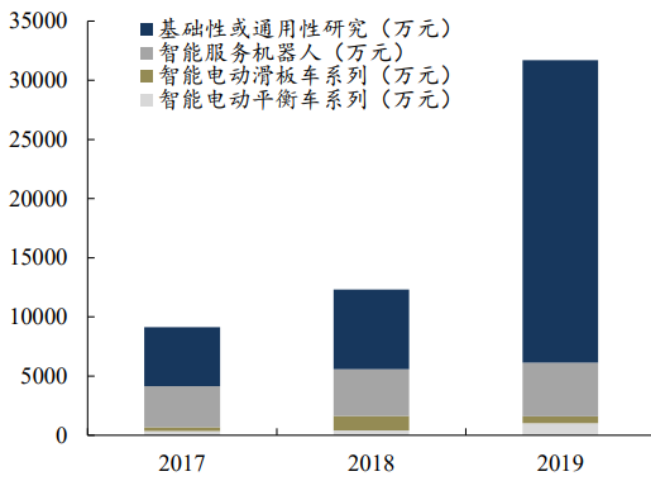
表 8: 公司的核心技术具备一定的通用性

核心技术	技术来源	应用产品	技术先进性
自平衡技术	自主研发	电动平衡车类、自平衡机器人、电动自行车类、电动摩托车类	国际领先
高可靠双重保护电池技术	自主研发	电动平衡车类、电动滑板车类、电动自行车类、电动摩托车类、机器人系列	国际等同
高精度低成本永磁同步电机驱动技术	自主研发	电动平衡车类、电动滑板车类、电动自行车类、电动摩托车类、机器人系列	国内领先
超宽带无线定位技术	自主研发	九号平衡车 Plus、自平衡机器人	国际等同
视觉为主的多传感器室内定位技术	自主研发	自平衡机器人, 室内配送类机器人	国际领先
高动态室内环境机器人运动控制技术	自主研发	自平衡机器人, 室内配送类机器人	国际领先
基于视觉的人体跟随系统	自主研发	自平衡机器人, 室内配送类机器人	国际等同
基于视觉的自主充电技术	自主研发	自平衡机器人, 室内/室外配送类机器人	国际等同

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

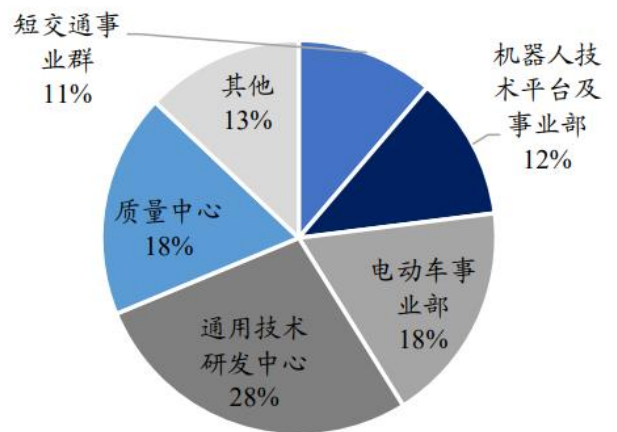
公司重视持续研发投入，进一步巩固在智能电动两轮车领域的技术领先性。2019 年公司研发投入达 3.17 亿元，同比增长 157.6%，高于同期收入增速，与一般的电动两轮车企业不同，从底层的三电技术再到感知技术均为公司自研。从研发人员配比来看，在公司的一级研发部门中，电动车事业部共计 182 人，远多于短交通事业群（113 人）和机器人平台及事业部（118 人），电动两轮车在研项目包括物联网电助动电动自行车和物联网智能电动摩托车。

图 47：2019 年公司的研发投入达 3.17 亿元



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 48：2019 年公司电动车事业部的人员占比达 18%



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

表 9：公司正加大电动两轮车产品矩阵的拓展力度

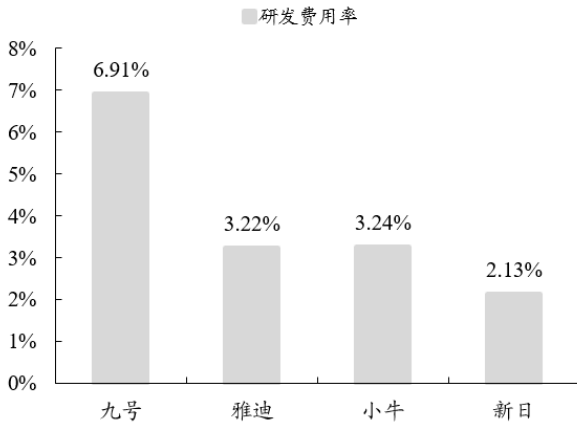
在研项目	项目拟达成目标	项目进展	项目人员
物联网电助动电动自行车	研发完全符合 GB17761-2018 的智能电动自行车 A 系列，丰富产品线，提升智能化水平，目标市场规模达每年千万台	ID 设计和产品样机已完成，即将进入小批量试制阶段，进行设计验证	产品线 33 人、技术中台 40 人（兼任）
物联网智能电动摩托车	研发完全符合 GB24155-2009 和欧盟摩托车标准的智能电动车项目，拓展 E 系列，实现三电、灯具、ABS 等系统自研，提升产品智能化水平、动力、续航和耐受性等综合性能	正处于第二次小批量试产设计验证阶段，已完成路试 10000 公里	电摩项目组 33 人、技术中台 55 人（兼任）

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

横向对比，公司研发投入力度强于竞争对手。2019 年公司对应研发费用率为 6.91%，远高于小牛（3.24%）、雅迪（3.22%）和新日（2.13%）。从人员构成来看，2019 年公司研发团队共计 1004 人，人员占比高达 42.13%，同期小牛的研发人员

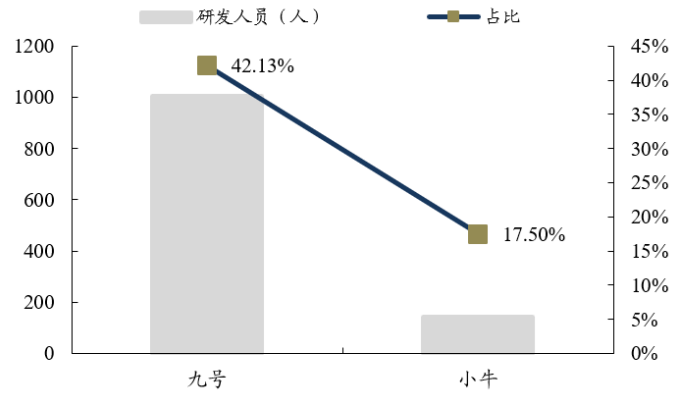
140人，占比17.5%，由此可见公司不论是研发人员数量还是占比，均大幅领先于小牛，我们认为重视研发是公司智能电动两轮车具备持续竞争力的重要因素。

图 49: 2019 年公司研发费用率高于竞争对手



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图 50: 2019 年公司研发人员数量和占比均高于小牛

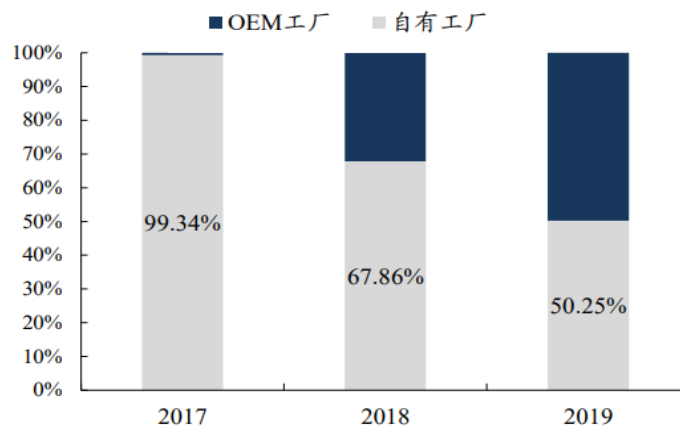


数据来源：各公告公告，东吴证券研究所

除了研发技术，有效的降本对于智能电动两轮车产品市场空间彻底打开、提升产品竞争力同样至关重要。

分析公司的生产模式：公司主要从事产品硬件、软件以及生产工艺的设计，生产过程以组装为主，核心部件的生产模式包括自主生产及 OEM 两种，2017-19 年 OEM 占比持续提升，对于公司降本有积极作用：①将通用化的产品通过 OEM 的方式外包给专业从事生产组装的企业，以此减少较大的资金投入，使公司得以轻资产运作，降低产品的生产成本。②随着行业经营的精细化程度将不断加深，具有技术创新优势的企业将进一步加大对技术创新的投入，以确保自身产品的技术领先优势，OEM 模式将更加普遍。

图 51: 公司正持续加大 OEM 工厂的产量占比

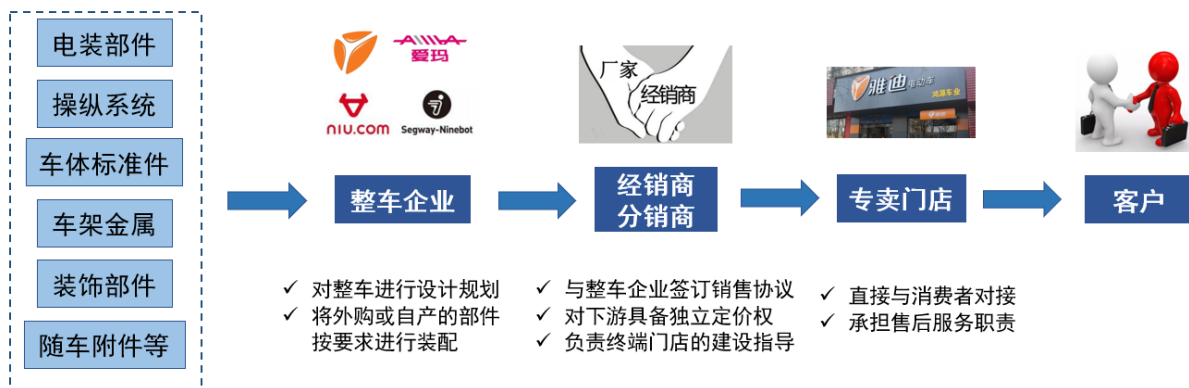


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.1.2. 线下渠道建设初具规模，电动两轮车已经进入放量阶段

我国电动两轮车的 2C 销售仍以线下渠道为主，门店是销售链条的核心。电动两轮车不同于公司其他类别产品，是天然的线下销售液态，目前国内电动两轮车行业仍以经销模式为主，专卖店作为供应链末梢，在经销商的管理下设施高度统一，利于企业的形象宣传，并且专卖店拥有更为专业的导购能力和售后服务机制，销售效率更高。因此，线下门店的覆盖率和**管理质量在一定程度上是决定企业渠道力的核心要素**。

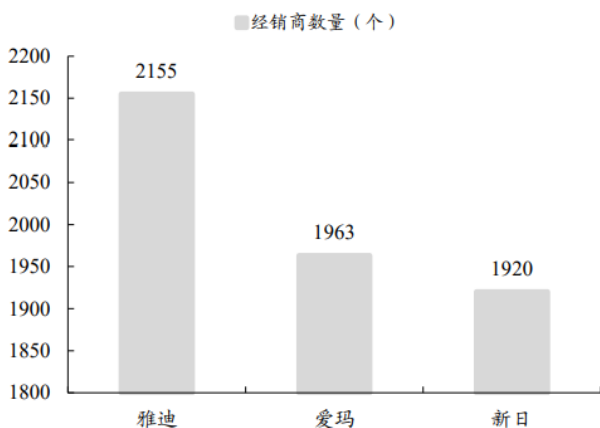
图 52: 我国电动两轮车的销售主要以经销模式为主



数据来源：爱玛科技招股书，东吴证券研究所

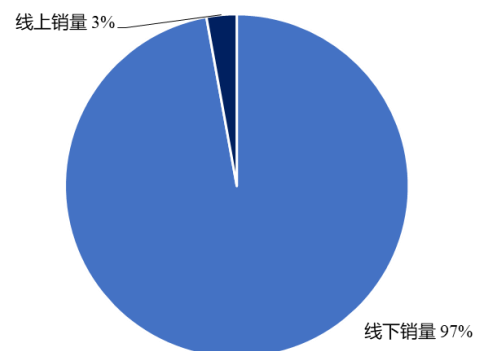
分析雅迪、爱玛、新日等传统电动两轮车企业，无一不建立了庞大的线下销售渠道，2019 年上述三家企业的经销商数量分别高达 2155/1963/1920 个，2019 年雅迪电动两轮车总销售 609.4 万辆，其中线下渠道实现销售 592.1 万辆，占比 97%，两轮车行业“渠道为王”的特性彰显无疑。

图 53: 2019 年各大厂商的经销商数量约在 2000 个



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图 54: 2019 年雅迪线下两轮车销量占比 97%

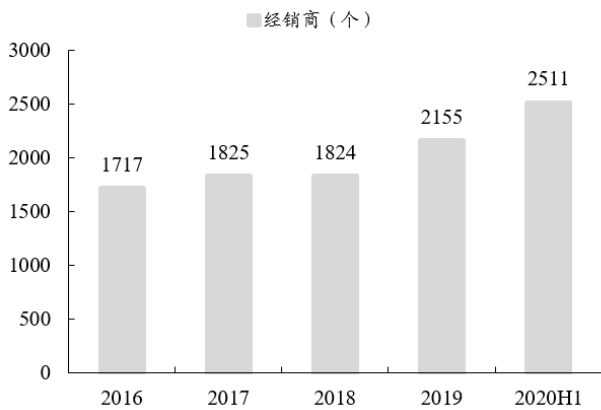


数据来源：雅迪公告，东吴证券研究所

雅迪作为国内电动两轮车龙头，也是“渠道为王”最坚定的践行者，2017 年行业开始分化后，雅迪加速线下渠道的拓展力度，2020 上半年已将经销商扩增至

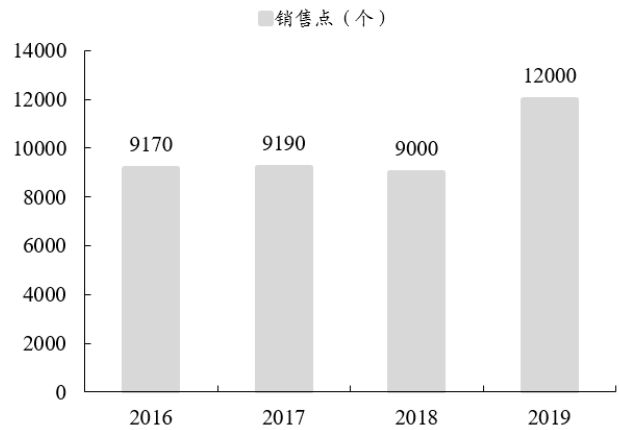
2511 家，销售点数量也在 2019 年突破 12000 个，销售网点持续扩张直接带动企业的销量快速增长，2020 年电动两轮车销量超过 1000 万辆，同比增速超过 60%，市场份额进一步突破。

图 55: 2016-2020 年雅迪经销商个数稳步提升



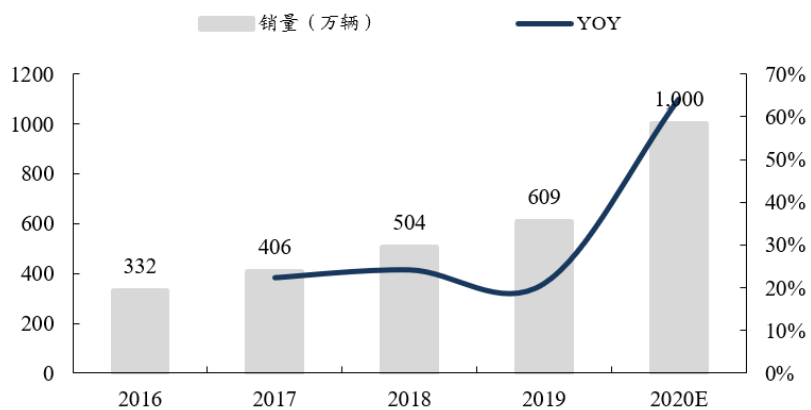
数据来源：雅迪公告，东吴证券研究所

图 56: 2019 年雅迪销售点个数突破 12000 个



数据来源：雅迪公告，东吴证券研究所

图 57: 2020 年雅迪电动两轮车销量突破 1000 万辆



数据来源：雅迪公告，东吴证券研究所

作为电动两轮车领域新势力，除了打造差异化智能化产品外，公司也积极拓展线下渠道建设，并取得了一定成果。

2020 年线下渠道建设初具规模，2021 年渠道建设仍持续加大。据 2020 年底公司“九号电动渠道赋能大会”披露数据，2020 年公司拥有一级代理商超过 300 家，线下专营门店超过 700 家，线下体验店&服务店覆盖东部、华南一二线主要城市，2020 年电动两轮车销量突破 10 万辆。

2021 年公司仍将持续加大渠道建设投入，加密一二线门店同时，逐步下沉到三四线城市，我们预计 2021 年底一级代理商将超过 1000 家，线下专营店将超过

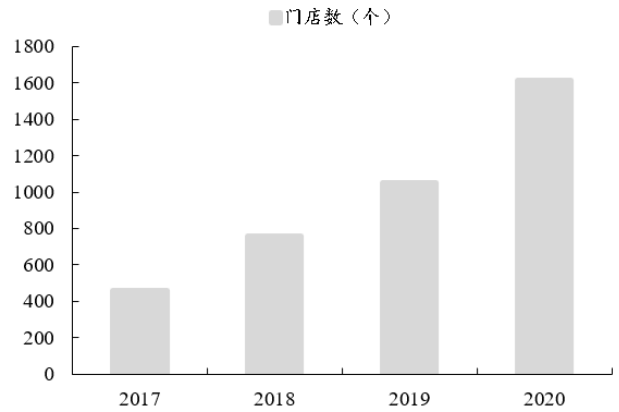
2000 家。对比当前市场主打智能电动两轮车龙头小牛，2014 年成立，2015 年第一款电动车 NQi 发布，用了 5 年时间，2019 年才将线下门店数量扩增至 1050 个，2020 年达到 1616 个，相比之下，公司线下渠道建设的力度可见一斑。

图 58: 公司线下体验店&服务店主要覆盖华东华南



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 59: 小牛门店用了 5 年时间门店数量超过 1000 个



数据来源：小牛公告，东吴证券研究所

在拓展线下门店同时，公司主打线上流量营销，为线下渠道导流赋能。公司联合抖音、微博、小红书等流量池进行精准广告投放，逐步形成以 85 后为主的个性化传播生态圈。①相较于雅迪等企业的硬广投放，新媒体营销的传播效率更高，品牌定位更加突出，可在短时间内提升品牌影响力，弱化在线下渠道建设上的后发劣势；②消费者在新媒体营销下的购买行为不再仅以需求为驱动，可在短期内将兴趣变现为订单，省去传统营销模式下的信息搜集和竞品评估过程，缩短销售转化链条，进而提升公司的营销效率。

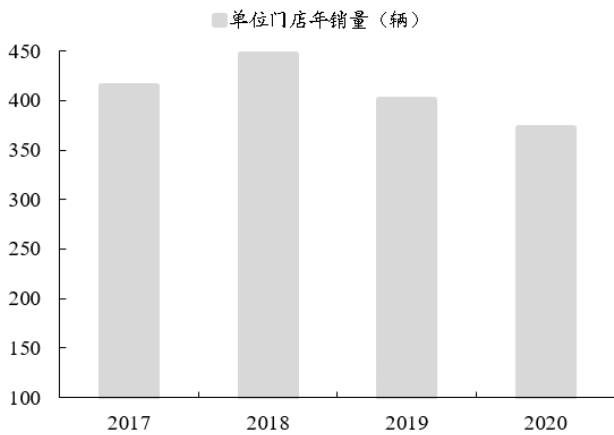
图 60: 公司正持续加大线上流量的营销力度



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

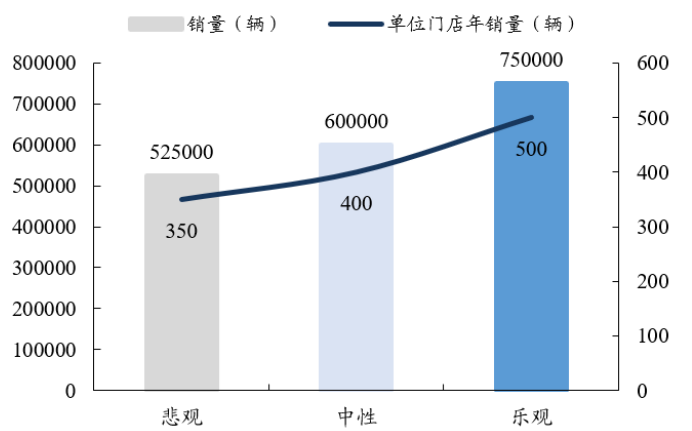
募投产能快速爬坡，我们预估 2021 公司电动两轮车销量超过 60 万辆。公司拟在常州新建年产 100 万台电动摩托车/自行车产能，目前基地已基本建成，2021 年产能有望快速爬坡。对标小牛，若假设九号线下门店年销售量分别为 350 辆/400 辆/500 辆，2021 年底门店数量达到 2000 家（实际运行一年的我们按 1500 家），我们悲观/中性/乐观估计 2021 公司电动两轮车年销量分别可达 52.5/60/75 万辆。

图 61: 2017~2020 年小牛线下门店的单位年销售量约 350-450 辆



数据来源：小牛公告，东吴证券研究所

图 62: 我们中性预计公司 2021 电动两轮车销量达 60 万辆



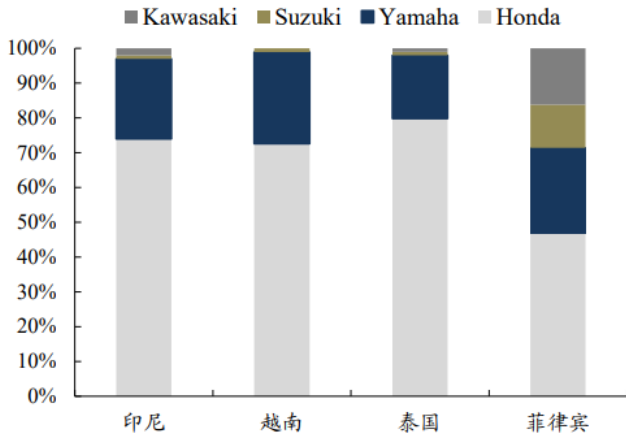
数据来源：东吴证券研究所测算

3.2. 借助 Segway 品牌和渠道，公司海外市场值得期待

3.2.1. 海外燃油摩托车市场，本土企业难有立足之地

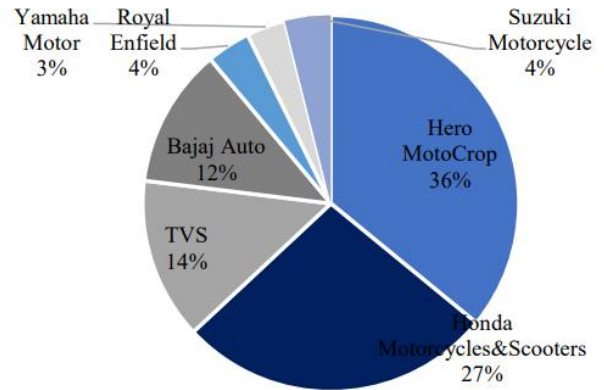
纵观海外各燃油摩托车细分市场，以日系和海外其他本土品牌为主导。①东南亚的燃油摩托产业主要为代工模式，以 Honda、Yamaha、Suzuki、Kawasaki 为主的日系品牌“占地为王”，长期垄断该地区的市场。②印度拥有自主的燃油摩托产业链，政府通过提高进口关税等措施保护国内市场，2019 年以 Hero、TVS 和 Bajaj 为首的本土品牌占有过半的市场份额。③在美国市场中，Harley-Davidson 和日企 Honda、Yamaha 占据主导地位，其中 Harley-Davidson 占有本土约 50% 的 601+cc 重型摩托的市场份额。④欧洲各细分市场的竞争格局差异较大，多以本土品牌和日企为主。

图 63: 2016 年日系品牌垄断东南亚燃油摩托市场



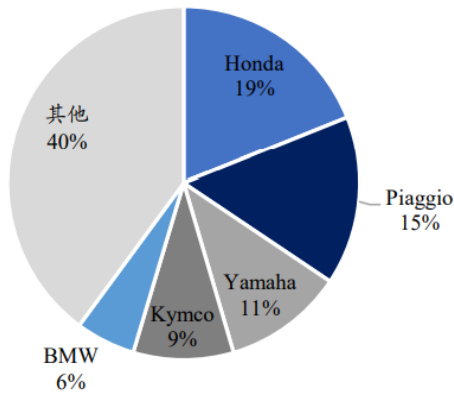
数据来源: 牛摩网, 东吴证券研究所

图 64: 2020 年印度燃油摩托车由 Hero 和 Honda 主导



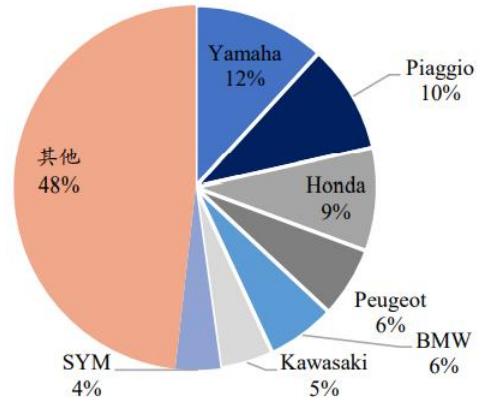
数据来源: Statista, 东吴证券研究所

图 65: 2020 年 Piaggio 在意大利本土市场的占有率较高



数据来源: McD, 东吴证券研究所

图 66: 2020 年法国的燃油摩托市场竞争较为激烈



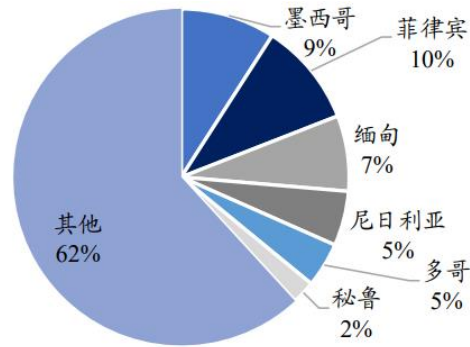
数据来源: McD, 东吴证券研究所

国产燃油摩托车在海外主要燃油摩托车市场难有立足之地。据海关总署数据, 2019 年我国累积出口燃油摩托车 915.9 万辆, 海外市场主要包括菲律宾、缅甸, 以及南美和非洲等新兴市场, 对泰国、越南、印尼、马来西亚等“摩托大国”的出口比例仅为 0.39%、0.25%、0.77% 和 1.07%, 市场份额极低。

究其原因, 我们认为主要包括: ①核心技术落后。发动机等核心零部件技术壁垒较高, 至今依旧高度依赖进口, 国内配套产业链落后; ②国内行业生态不佳。2001 年“禁摩令”后, 燃油摩托被政策打压, 市场份额迅速被电动两轮车和汽车蚕食, 终端需求萎靡, 本土企业缺乏持续成长的动力; ③未把握好海外市场开拓的良机。上世纪 90 年代中后期, 国产品牌曾依靠低价战略短期垄断部分东南亚市场, 为抢占市场份额, 国产品牌一味降本, 恶性竞争激烈, 最终受制于产品力的

缺失和售后服务的匮乏被迅速淘汰。

图 67: 2019 年我国摩托车主要出口到墨西哥、菲律宾和缅甸



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2.2. 产业链配套完善, 本土电动两轮车具备全球竞争力

不同于燃油摩托车, 我们认为本土企业在电动两轮车领域具备全球竞争力, 将充分受益海外两轮车电动化。

我国电动两轮车在技术、制造、销售渠道建设等方面已达到超一流水准, 具备全球性扩张的潜能。在电机、电池和控制器等上游核心器件领域, 我国已成功构建完整的供应链体系, 产业集群效应显著, 成本控制能力极强。在中下游环节, 巨大的消费市场孵化了雅迪、爱玛等龙头企业, 据国家统计局和汽车工业协会数据, 2019 年我国电动自行车、电动摩托车的产量分别约 2707 万辆和 232 万辆, 产能全球占比超过 80%。

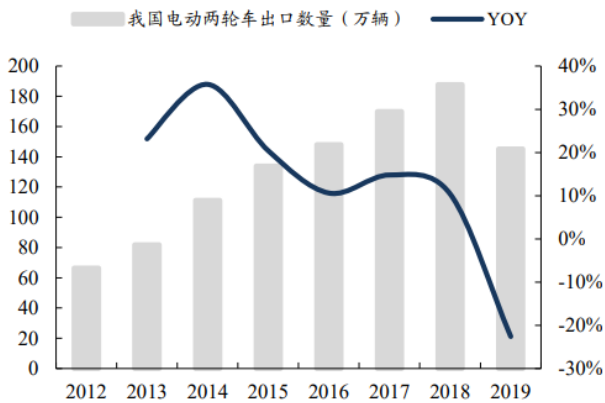
图 68: 我国电动两轮车的配套产业链完善



数据来源：东吴证券研究所整理

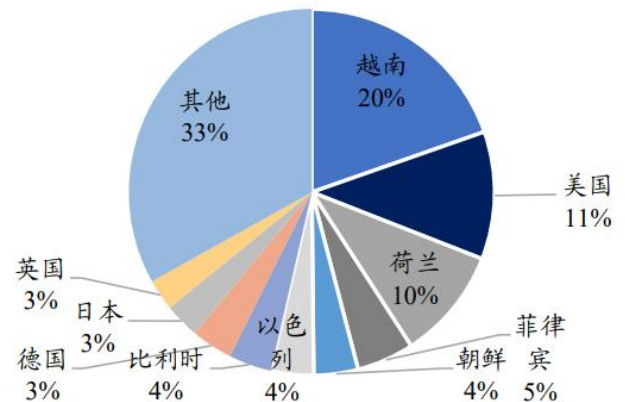
受制于公众消费习惯和高额税率等因素，我国电动两轮车的海外市场暂未全面打开，2019年出口电动两轮车145.3万辆，仅占当年产能的4%，终端市场较为分散，以欧美和部分东南亚国家为主。2020年11月，我国与东盟十国签署RCEP协议，旨在通过消减关税构建自由贸易区域，将直接利好于我国电动两轮车在东南亚市场的开拓。

图 69：2019 年我国出口电动两轮车 145.3 万辆



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图 70：2016 年我国电动两轮车的海外市场较为分散



数据来源：海关总署，爱玛科技招股书，东吴证券研究所

3.2.3. 依托 Segway 品牌渠道，公司电动两轮车出海开启征程

首先，海外市场普遍拥有更完善的质量标准和知识产权保护机制，国内不具备技术优势的二三线企业在海外市场将被自动出清。相较于国内市场的无秩序竞争，海外市场的竞争格局将更加优异。截至2020年3月1日，公司已在海外授权专利268项，获得DEKA公司排他性独立授权近300项，在美国、德国等地区具有限制性竞争优势。

其次，公司整合 Segway 品牌和渠道，较其他本土企业具备无法比拟的天然优势。公司于2015年收购全球知名短交通和机器人技术企业 Segway，Segway 在全球拥有250多个零售网点，遍布80多个国家。公司利用 Segway 已有的品牌渠道对新产品进行全球推广，已成功打入欧美市场，2019年海外营收占比高达39.45%，成功开拓了Voi、Uber、Skinny和Encosta等境外客户，并赢得客户的高度认可。

表 10：Segway 遍布全球的销售渠道

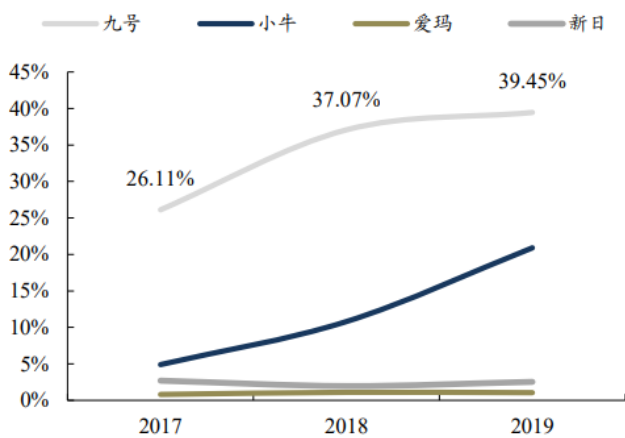
渠道分类	合作渠道/电商品牌
官方线上	Segway 官方商城、Amazon (全球)
零售店	ABT (美国最大的电子产品、数码配件、家电等零售商)、Brandsmart USA (美国东南部领先的消费电子和家电零售商)、B&H (美国专业消费电子、摄影器材零售商)、Canadian Tire (加拿大)

大连锁电子、家电产品零售商)、Tanguay (加拿大零售商)、Home Hardware (加拿大零售商)、Federated Co-op (加拿大零售商)等

会员店	Costco (全球)
线上零售商	Rev Rides (美国最大的娱乐型电动车辆零售商)、BestBuy (美国、加拿大、墨西哥线上零售商)、Target (加拿大电商)、Wellbots (美国智能产品零售商)、Brandsmart USA、B&H、ABT 等
线上经销商	Walmart (全球)、Ebay (全球)

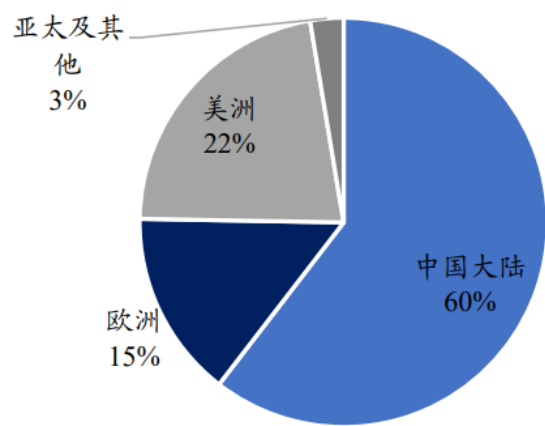
数据来源: Segway 官网, 东吴证券研究所

图 71: 2019 年公司海外业务营收占比达到 39.45%



数据来源: Wind, 小牛公告, 东吴证券研究所

图 72: 2019 年公司海外业务主要集中在欧美地区



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

鉴于欧美市场良好的竞争格局, 以及对产品价格敏感度较低, 公司的智能消费产品在欧美拥有更大的溢价权。从历史售价来看, 公司同款电动平衡车和滑板车在美国的售价相较国内平均溢价 50% 以上, 2021 年 Segway 投放海外的 C80 型智能电动两轮车定价 2199.99 美元, 相较国内溢价高达 156.71%。(如无特殊说明, 本文相关货币单位均以人民币为基准)




表 11: 公司同款产品在海外定价明显高于国内

型号	国内售价 (元)	美国售价 (美元)	海外溢价
Ninebot One 二代 S2	3299	599	27.10%
九号平衡车	1999	489	71.24%
九号平衡车 Plus	3499	780	56.04%
Segway Drift W1	1999	469	64.23%
九号滑板车 ES1	1799	549	113.62%
九号滑板车 ES2	2799	589	47.30%
智能电动车 C80	5999	2199.99	156.71%

数据来源: 公司招股书, 公司官网, 东吴证券研究所 (注: 人民币对美元汇率取 7.0: 1)

对于东南亚及印度等新兴市场，公司同样拥有较强的发展潜力。国内成熟的供应链系统为公司的成本控制提供了有效支撑，相较于该地区的本土企业，公司产品具备明显的性价比优势。相较于雅迪、爱玛等国内传统厂商，公司的产品附加智能化交互属性，更具吸睛力，海外销售渠道的建设也更加成熟，在海外新兴市场中更易突出重围，考虑东南亚及印度电动两轮车以电摩为主，且竞争生态好，我们预计盈利能力将大幅高于国内市场。

表 12: 公司相较印度本土企业具备明显的性价比优势

型号	Hero Electric NYX	九号 B40	Hero Electric Photon	九号 E80C
				
最大续航	50km	50km	80km	90km
最高时速	40km/h	25km/h	45km/h	51km/h
电池	铅酸	锂电	铅酸	锂电
智能化功能	×	✓	×	✓
售价	5732 元	3999 元	7556 元	4999 元

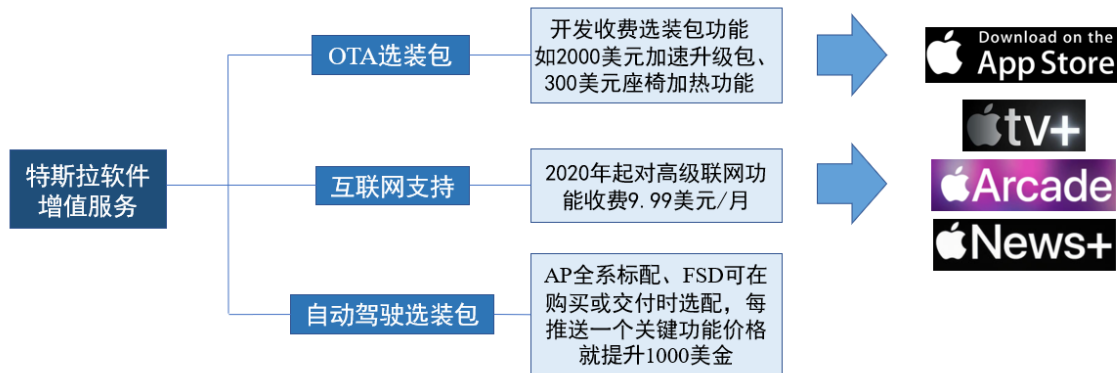
数据来源: Bikewale, 公司官网, 东吴证券研究所 (注: 卢比对人民币汇率取 1: 08867)

3.3. 中长期看，服务收费有望颠覆两轮车的商业模式

短期来看，公司两轮车的商业模式与雅迪、爱玛等传统车企无异，但公司电动两轮车的智能服务（包括车辆定位、实时车况、监控等）免费使用 1 年，超期后将按 66 元/年进行流量续费，中长期看，随着公司电动车的保有量提升，有望颠覆现有电动两轮车商业模式。

软件收费在汽车行业已经有先例，特斯拉便是其中的典型代表。从业务布局来看，特斯拉和苹果相近，营收构成包括硬件销售和软件收费。以 OTA 升级为例，特斯拉收费标准可对标苹果 APP Store，用户需付费安装软件才可享受专用服务。目前特斯拉正通过硬件降价抢占市场份额，同时逐步加大软件收费力度。相较于整车的降价让利，软件获利更具连续性，且由于无需进行额外营销，软件收费才是特斯拉未来利润的主要来源。

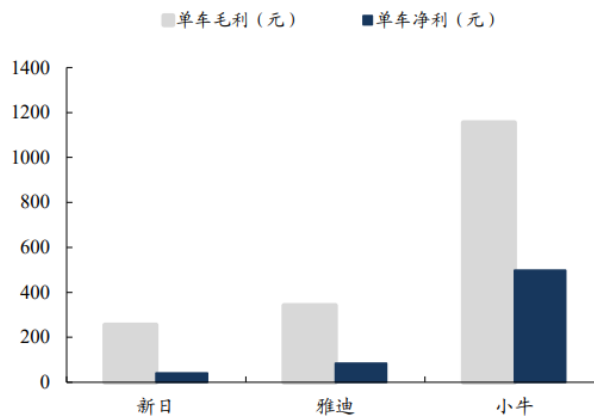
图 73: 软件收费是特斯拉主要的利润来源



数据来源: 市商网, 东吴证券研究所

公司 OTA 业务有望打开行业的薄利天花板。我国电动两轮车行业的利润水平极低, 雅迪、新日等传统企业的单车净利不足 100 元。和特斯拉相近, 公司在智能服务方面同样采取软件收费的模式, 目前 OTA 付费升级业务的年收费为 66 元, 相当于传统企业的单车净利, 而且该业务还可进一步提升客户粘性, 进而带动该项收入逐年累计递增。

图 74: 2019 年雅迪、新日单车销售净利不足 100 元



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

OTA 付费业务将带动公司电动两轮车业务的毛利率持续上行。参考我们 2021 年 1 月 31 日外发的公司深度报告《九号“真智能”, 整备待起航》对公司未来电动两轮车的销售测算, 假定软件付费续费率为 90%。综合以上假设, 我们得出 2025 年公司软件收费 6.06 亿元, 届时电动两轮车业务的综合毛利率将提升至 25.88%, 考虑到软件收费基本为纯利润, OTA 付费模式将明显提升公司盈利水平。

图 75: 软件收费进一步提升公司盈利水平

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
销售量 (万辆)	10	60	130	290	450	750
YoY		500%	117%	123%	55%	67%
其中: 国内-中高端车型 (万辆)	10	30	60	100	140	200
ASP	4,500	4,374	4,248	4,122	3,996	3,870
毛利率	22%	24%	24%	24%	24%	24%
国内-低端车型 (万辆)	0	25	60	150	250	470
ASP	2,200	2,134	2,070	2,008	1,948	1,889
毛利率	18%	18%	18%	18%	18%	18%
海外-中高端车型 (万辆)	0	5	10	40	60	80
ASP	8,000	7,760	7,527	7,301	7,082	6,870
毛利率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
存量(万辆)	10.00	70.00	200.00	490.00	940.00	1690.00
收入 (亿元)	4.50	22.34	45.44	100.54	147.14	221.14
毛利 (亿元)	0.99	5.27	10.61	24.08	34.94	51.04
毛利率 (%)	22.00%	23.61%	23.35%	23.95%	23.75%	23.08%
软件收费 (亿元)		0.06	0.42	1.19	2.91	5.58
毛利 (亿元) (含软件收费)	0.99	5.33	11.03	25.26	37.85	56.63
毛利率 (%) (含软件收费)	22.00%	23.88%	24.27%	25.13%	25.73%	25.61%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算

4. 盈利预测与投资建议

核心假设:

- 1) 智能电动平衡车系列:** 鉴于行业增速放缓, 我们假设 2020-2022 年公司智能平衡车销量同比增长 12.7%、12.0%、12.0%, 同时售价逐年降低 2.0%, 随着自有销售渠道建设的完善, 我们预计公司智能平衡车的盈利能力将得到稳定提升, 假设 2020-2022 年毛利率分别为 21.0%、21.5%、22.0%。
- 2) 智能电动滑板车系列:** 随着各国路权的陆续放开, 海外 2C 业务有望实现进一步放量。若按销售渠道划分, 我们假设 2020-2022 年公司 2C 业务的销量增速 35%、45%、30%, 售价逐年增长 5.0%, 毛利率分别为 35.0%、35.0%、35.0%; 2B 业务的销量增速 5%、6%、6%, 售价逐年降低 2.0%, 毛利率分别为 31.0%、32.0%、32.0%; 对于小米销售渠道, 我们假设 2020-2022 年销量分别同比增长 20.0%、18.0%、10.0%, 平均售价逐年增长 2.0%, 毛利率稳定在 20.0%。
- 3) 智能电动两轮车系列:** 随着线下渠道的快速铺建, 以及中低端产品线的拓展, 公司电动两轮车业务在国内有望进入快速放量期。对于海外市场, C80 已在美国正式开售, 售价大幅高于国内。我们预计 2020-2022 年公司智能电动两轮车业务分别实现营收 5.0 亿、22.4 亿、45.9 亿, 受益于规模效应显现和海外市场的放量, 该业务的盈利能力有望持续提升, 我们预计 2020-2022 年毛利率分别为 22.0%、23.9%、24.3%。

4) **智能服务机器人**: 行业仍处于导入期, 假设 2020-2022 年营收分别同比增长 30.0%、100%、60.0%, 毛利率维持在 40.0%。

5) **其他业务**: 全地形车放量, 假设 2020-2022 年营收分别同比增长 5.0%、95.0%、30.0%, 毛利率分别为 50.0%、40%、40%。

盈利预测:

基于以上假设, 我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 60.02 亿、93.68 亿、131.51 亿, 分别同比增长 30.9%、56.1%、40.4%。公司 2020-2022 年的净利润分别为 0.73 亿、4.81 亿、9.71 亿, 分别同比扭亏为盈、+556.6%、+102.0%。

表 13: 公司分业务收入预测 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
智能电动平衡车系列	1237.88	995.49	1099.48	1206.79	1324.57
YoY	20.3%	-19.6%	10.4%	9.8%	9.8%
毛利率	25.7%	21.3%	21.0%	21.5%	22.0%
智能电动滑板车系列	2822.91	3231.15	4024.27	5183.96	6278.48
YoY	724.6%	14.5%	24.5%	28.8%	21.1%
毛利率	29.3%	25.0%	27.0%	27.7%	28.3%
智能电动两轮车系列			500.00	2239.64	4585.08
YoY				347.9%	104.7%
毛利率			22.0%	23.9%	24.3%
智能服务机器人	12.97	4.12	5.36	10.72	17.15
YoY	27.6%	44.6%	30.0%	100.0%	60.0%
毛利率	34.3%	41.0%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	173.89	355.13	372.89	727.14	945.28
YoY	81.2%	4.2%	5.0%	95.0%	30.0%
毛利率	44.0%	66.0%	50.0%	40.0%	40.0%
公司营业总收入	4247.65	4585.89	6002.00	9368.25	13150.55
YoY	207.5%	8.0%	30.9%	56.1%	40.4%
毛利	1225.80	1257.37	1614.74	2525.55	3563.97
毛利率	28.9%	27.4%	26.9%	27.0%	27.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

投资建议:

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.04/6.83/13.79 元, 对应动态 PE 分别为 623/95/47 倍, 2020-2022 年收入分别为 60/94/132/亿元, 对应 PS 分别为 8/5/4 倍, 基于公司未来出色的成长性, 以及持续修复的盈利能力, 维持“买入”评级。

表 14: 可比公司估值 (PE, 截至 3 月 29 日收盘价)

	股价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2020E(A)	2021E	2022E	2020E(A)	2021E	2022E
603486.SH 科沃斯	134.5	770.0	5.5	9.6	13.5	140.9	79.9	57.1
603868.SH 飞科电器	46.0	200.3	6.5	7.5	8.1	30.8	26.7	24.7
688169.SH 石头科技	1,160.0	773.3	13.7	17.2	21.5	56.4	45.0	36.0
可比公司平均						67.0	44.8	34.9
689009.SH 九号公司	64.8	456.2	0.7	4.8	9.7	623.2	94.9	47.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (九号公司为东吴预测, 科沃斯、飞科电器、石头科技来自 Wind 一致预期, 其中飞科电器、石头科技已公布 2020 年业绩)

表 15: 可比公司估值 (PS, 截至 3 月 29 日收盘价)

	股价 (元)	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS		
			2020E(A)	2021E	2022E	2020E(A)	2021E	2022E
603486.SH 科沃斯	134.5	770.0	70.4	96.0	122.3	10.9	8.0	6.3
603868.SH 飞科电器	46.0	200.3	35.6	40.1	43.3	5.6	5.0	4.6
688169.SH 石头科技	1,160.0	773.3	45.3	58.1	72.3	17.1	13.3	10.7
可比公司平均						11.2	8.8	7.2
689009.SH 九号公司	64.8	456.2	60.0	93.7	131.5	7.6	4.9	3.5

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (九号公司为东吴预测, 科沃斯、飞科电器、石头科技来自 Wind 一致预期, 其中飞科电器、石头科技已公布 2020 年业绩)

5. 风险提示

- 1、行业政策风险: 电动平衡车、滑板车及电动二轮车在各国受交通法规约束, 获取当地路权是实现销售的基础, 政策变化可能给公司产品销售带来影响;
- 2、新产品推广进度不及预期: 未来九号公司将推出较多新产品, 如果新产品推广进度不及预期, 可能对销售收入的增长带来影响;
- 3、海外市场销量下滑: 海外是九号重要的销售组成部分和增长点, 如果海外电动滑板车、平衡车等销量下滑, 可能对公司的业务拓展带来负面影响;
- 4、盈利能力不及预期: 目前公司的盈利能力受股权激励费用、重研发销售投入等因素影响, 后续有望逐步恢复, 存在恢复进度不及预期的风险。

九号公司三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,350	5,400	6,769	9,789	营业收入	4,586	6,002	9,368	13,151
现金	989	2,309	2,986	3,987	减:营业成本	3,329	4,387	6,843	9,587
应收账款	305	1,198	1,148	2,145	营业税金及附加	16	23	35	46
存货	903	1,613	2,312	3,187	营业费用	291	438	637	776
其他流动资产	153	279	323	470	管理费用	741	1,166	1,541	2,015
非流动资产	959	1,434	2,131	2,904	财务费用	-4	-43	-55	-47
长期股权投资	3	5	7	9	资产减值损失	-83	-30	-47	-66
固定资产	104	241	525	827	加:投资净收益	4	3	3	4
在建工程	240	523	818	1,135	其他收益	-593	0	0	0
无形资产	325	378	491	640	营业利润	-398	64	418	844
其他非流动资产	287	288	291	294	加:营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	3,309	6,834	8,900	12,693	利润总额	-400	64	418	844
流动负债	1,039	2,524	2,986	4,951	减:所得税费用	55	-10	-63	-127
短期借款	100	100	100	100	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	520	1,803	1,820	3,256	归属母公司净利润	-455	73	481	971
其他流动负债	420	620	1,067	1,595	EBIT	-424	20	363	797
非流动负债	150	150	1,273	2,131	EBITDA	-361	88	495	1,025
长期借款	0	0	1,123	1,981					
其他非流动负债	150	150	150	150					
负债合计	1,190	2,674	4,259	7,082	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	-6.46	1.04	6.83	13.79
归属母公司股东权益	2,120	4,160	4,641	5,611	每股净资产(元)	30.10	59.08	65.91	79.70
负债和股东权益	3,309	6,834	8,900	12,693	发行在外股份(百万股)	63.4	70.4	70.4	70.4
					ROIC(%)	-21.0%	0.5%	6.7%	11.0%
					ROE(%)	-21.5%	1.8%	10.4%	17.3%
					毛利率(%)	27.4%	26.9%	27.0%	27.1%
					销售净利率(%)	-9.9%	1.2%	5.1%	7.4%
					资产负债率(%)	35.9%	39.1%	47.9%	55.8%
					收入增长率(%)	8.0%	30.9%	56.1%	40.4%
					净利润增长率(%)	74.8%	116.1%	556.6%	102.0%
					P/E	-100.29	623.20	94.91	46.99
					P/B	21.52	10.97	9.83	8.13
					EV/EBITDA	-121.53	482.97	87.34	42.30

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

