

# 家电行业：两轮车开启新周期，龙头量价齐升

2021年11月17日

看好/维持

家电

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
研究助理	喇睿萌 电话：(+86) 15311295095 邮箱：larm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121040011

## 投资摘要：

**电动两轮车具有刚性需求，行业受新国标影响，2021-2024年为存量替换高峰期。**电动两轮车的功能性和适用性是介于人力脚踏车和汽车之间，具有载重量大，舒适度高、性价比高的特点，具有刚需属性。当前行业渗透率较高，以存量更新为主。新国标落地后，一二线城市强制执行，我们预计未来4年行业迎来存量替换高峰期，叠加共享单车和即时物流需求增长，我们预计2021-2024年分别对应5000-6000万台换车需求（2019年行业3600万台产量）。同时，我们认为共享单车受地区政策限制，对品牌商冲击有限。

**锂电化、智能化打开价格空间，个性消费品属性显现。**锂电池相对传统铅酸电池具有明显的性能优势，顺应新国标自行车的重量要求，在满足实际需求的前提下，我们认为行业锂电渗透率将加速提升（2018年渗透率约13%），锂电池成本较铅酸高，产品均价向上；同时，智能电动车满足消费者追求体验好、安全性高的需求。2015年后小牛为代表的高端智能锂电车型迎来快速增长，我们认为这背后是行业高端产品供给存在空白，电动两轮车正在从纯粹的骑行工具向个性消费品转变，我们预计未来行业高端产品占比将逐渐提升。

**行业格局改善，新国标落地加速落后产能出清，龙头份额持续提升。**龙头规模效应持续增强，新国标落地提高了行业进入门槛，未来行业集中度将加速提升。近五年，头部公司为抢占市场份额，加大营销力度，提升促销车型比例，头部公司份额持续提升，最近五年CR5份额从2016年30%提升到了2020年的61%。同时根据新国标要求，电动自行车生产厂商将由工业产品生产许可证管理转为3C认证管理，验证周期和验证费均有不同程度的增加，电动轻便摩托和电动摩托车也需要电摩生产资质，极大的提高了行业生产门槛。根据艾瑞咨询，2013年同时具备两个资质的公司超过1000家，到2019年仅剩110家，行业出清速度加快。

**渠道仍然是行业竞争的第一要素，新进入者凭借优质产品差异化竞争。**电动两轮车使用频率高，舒适性要求高，且售后维修属性强，消费者倾向于就近购买。（1）渠道竞争维度看，传统厂商占据优质渠道资源，产品矩阵丰富，渠道生存能力更强。新进入者则从高端市场切入，在本轮渠道扩张中，其经销商服务能力和产品差异化程度将决定渠道扩张效率。（2）产品竞争维度看，长续航、强智能是差异化主要来源。九号公司、小牛在BMS管理和智能产品研发方面经验丰富，具有一定先发优势，传统品牌雅迪加大研发投入力度，冠能系列放量，后发进入不容忽视。

**投资建议：**新国标落地和商用需求增长打开未来5年行业增长空间，新国标准入政策加速行业集中度提升。产品竞争从同质化转向差异化，锂电化、智能化助力产品高端化，看好行业龙头量价齐升。

## 建议重点跟踪雅迪控股和九号公司：

**雅迪控股：**1) 新国标落地加速行业集中度提升，行业龙头产业链议价能力强，市场份额持续提升；2) 高端自主车型占比提升，有望改善盈利能力。3) 渠道扩张，渠道精细化管理，店数扩张、店效增长双轮驱动。

根据我们拆分预测，以冠智、冠能为代表的高端自主车型占比将从2020年的20%提升至2023年的40%，由于高端车型毛利率超过20%，高于通用车型（毛利率15%以上），预计将在未来三年将带动电动车业务的量价齐升。

**九号公司：**1) 技术驱动型公司，技术中台提高横向拓展能力，电动两轮车和全地形车成为滑板车后新的增长点；2) 智能电动两轮车放量，产品+渠道双轮驱动。公司两轮车产品具有更好的智能体验，凭借过去深厚的锂电池管理经验，公司产品力强

---

大。随着渠道扩张、产能利用率提升，规模效应带动盈利能力提升；3) 滑板车海外需求旺盛，未来有望保持快速增长。  
根据我们的预测，公司电动两轮车方面，公司处于产能爬坡阶段，我们预计今年公司销量在 55 万台，明年将达到 100 万台，2021-23 年预计收入分别同比增长 284.0%、86.2%和 28.7%，电动车业务毛利率逐渐爬升至 20%。

**风险提示：**行业价格竞争加剧，产品研发及推广不及预期，原材料价格上涨。

## 目 录

<b>1. 新国标落地加速存量替换，高端化、智能化趋势明显</b>	<b>5</b>
1.1 电动两轮车具有刚性需求，2021-2024 年为存量替换高峰期	5
1.2 锂电化、智能化打开价格空间，个性消费品属性显现	9
1.3 行业高端化空间大，以小牛电动为例	11
<b>2. 政策推动集中度提升，从渠道驱动走向渠道、产品双驱动</b>	<b>13</b>
2.1 新国标落地加速行业集中度提升	13
2.2 传统品牌渠道优势明显，新进入者凭借优质产品差异化竞争	14
2.2.1 传统厂商渠道先发优势大，后进品牌渠道力、产品力要求高	14
2.2.2 产品差异化主要来自电池管理、智能化体验	15
<b>3. 投资建议</b>	<b>18</b>
<b>4. 重点公司</b>	<b>19</b>
4.1 雅迪控股：龙头优势持续强化，自主车型放量推动量价齐升	19
4.2 九号公司：两轮车放量，规模效应改善盈利能力	20
4.3 小牛电动：智能锂电开创者，推出中端产品扩份额	22
4.4 爱玛科技：渠道服务能力强，多品牌战略扩大受众群体	23
4.5 新日股份：高研发投入打造差异化产品，渠道扩张空间大	23
<b>5. 风险提示</b>	<b>23</b>
相关报告汇总	24

## 插图目录

图 1:两轮交通工具功能和使用场景对比	5
图 2:2018 年电动两轮车是第二大产量的交通工具（产量统计标准）	5
图 3:问卷调查反映电动两轮车具有刚需	5
图 4:摩托车和电动两轮车进入存量市场	6
图 5:新国标对电动自行车和电摩的性能要求	6
图 6:部分地区新国标政策截止时间	6
图 7:未来市场空间预测	7
图 8:即时物流行业订单量同比	7
图 9:即时物流需求场景细分	7
图 10:美团外卖 2019 年和疫情期间新增骑手日均订单量分布	8
图 11:预计即时物流需求所需电动车数量	8
图 12:共享电单车使用场景	8
图 13:共享电单车替换需求	8
图 14:共享单车投放量	8
图 15:锂电相对铅酸电池优势明显	9
图 16:电动两轮锂电车渗透率	9
图 17:锂电采购和换购成本高于铅酸	10

图 18:2018 年锂电池供应商行业格局 .....	10
图 19:九号传感器分布图 .....	10
图 20:九号电动车智能功能 .....	10
图 21:消费者对智能系统的溢价接受比例 .....	11
图 22:小牛电动均价和销量 .....	11
图 23: 空冰洗和两轮车零售价格对比 .....	11
图 24:小牛智能锂电产品核心科技 .....	12
图 25:销售费用率对比 .....	12
图 26:广告费用占收入比 .....	12
图 27:牛油故事网页 .....	13
图 28:小牛周边产品 .....	13
图 29:上市电动两轮车出厂价呈下滑趋势 .....	14
图 30:两轮车行业市场份额向头部品牌集中 .....	14
图 31:3C 认证流程 .....	14
图 32:新国标后同时具有新国标和电摩生产资质的企业数量 .....	14
图 33:头部公司经销商数量对比 .....	15
图 34:头部公司单个经销商收入对比 .....	15
图 35:爱玛科技经销商布局 .....	15
图 36:小牛电动向中端价格带延伸 .....	15
图 37:传统电动车品牌 2019 年后不断推出新型电池技术和智能系统 .....	16
图 38:九号公司 BMS 开发经验丰富 .....	16
图 39:消费者最关心的产品性能 .....	16
图 40:市场主要品牌智能化梯队 .....	17
图 41:2021 年 7 月前量产市售机型智能性排名 .....	17
图 42:头部电动两轮车公司研发投入对比 .....	17
图 43: 九号电动智能系统结构图 .....	17
图 44:头部品牌京东旗舰店/自营店 SKU 价格分布 (活动价), 左轴为 SKU 数量 .....	18
图 45:各品牌旗舰店评价数量前 3 的 SKU, 评价数依次自左向右 (活动价后, 存在并列) .....	18
图 46:雅迪控股公司收入拆分 .....	19
图 47:九号公司收入拆分 .....	21

## 1. 新国标落地加速存量替换，高端化、智能化趋势明显

### 1.1 电动两轮车具有刚性需求，2021-2024 年为存量替换高峰期

电动车是适用性广泛的短距离通勤、运输工具，具有一定刚需属性。电动车的功能性和适用性是介于人力脚踏车和燃油摩托车之间。相较于人力脚踏车，电动车活动半径可以轻松超 10km，且载重量大，舒适度高，相对燃油摩托车，则具有性价比高、更加环保的优势。在低线城市和农村地区，法规管理宽松，公共交通工具不够发达，电动车和电摩是主要交通工具。在一二线城市，2001 年相继推出禁摩令，城市公共交通工具效率不断提升，但在市区短距离通勤（上下班）、载人（送学）和运输（外卖）等场景中，电动车仍然是主要交通工具。

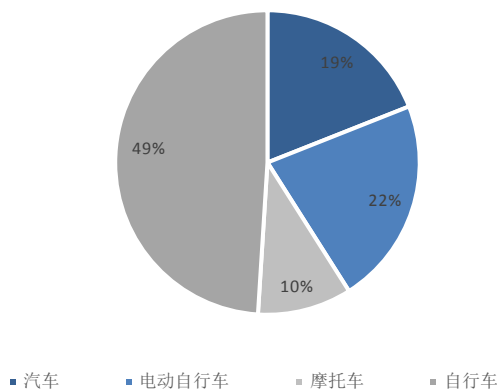
新国标提升电动车安全标准，但未改其刚需属性。2019 年 4 月新国标执行后，明确了电动自行车的重量（55kg 以内）和速度（25KM/H 以下）限制，同时电摩按照机动车管理，但电动车在便捷性、舒适性和性价比上仍具有明显优势，我们认为其刚需属性不变。

图 1:两轮交通工具功能和使用场景对比

项目	自行车	电踏车（新国标）	电动车（新国标）		燃油摩托车
			电动自行车	电动轻便摩托车&电动摩托车	
使用场景	通勤&运动	通勤+运动：人力自行车功能升级和拓展；	市区通勤&运输；	市区、郊区通勤&运输	通勤运输：城镇农村的长距离、中大重量场景；大型车有禁摩
纯电/纯电续航 KM	-	15-35km	25-45km	45-200km	70-200km
载人	-	整车载重下，后座可载成年人，但不利于电驱；	部分地区可载儿童	电动摩托可载一名成年人	-
牌照	-	电自牌照	电自牌照	蓝牌，属机动车	机动车牌照
驾驶证	无	无	无	有	有
价格 元	300以上	1500-4000	2000-6000	3000-6000	3000-1万元以上
时速 KM/H	10-20为主，可到25；	要求最高25	要求最高25	50上下	超过50，性能强劲
重量 kg	15	25	要求55以下	-	-

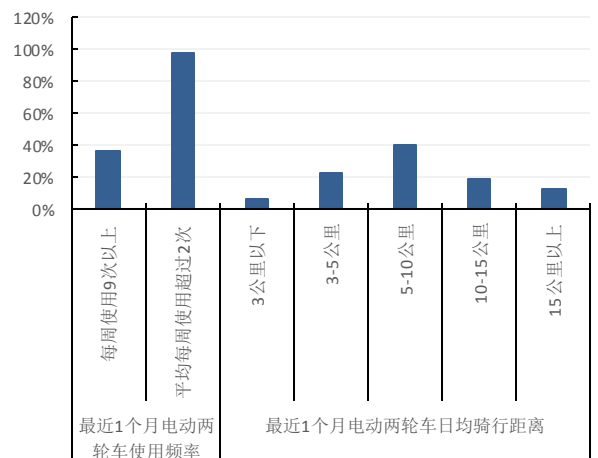
资料来源：公司官网，天猫，东兴证券研究所整理

图 2:2018 年电动两轮车是第二大产量的交通工具（产量统计标准）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 3:问卷调查反映电动两轮车具有刚需

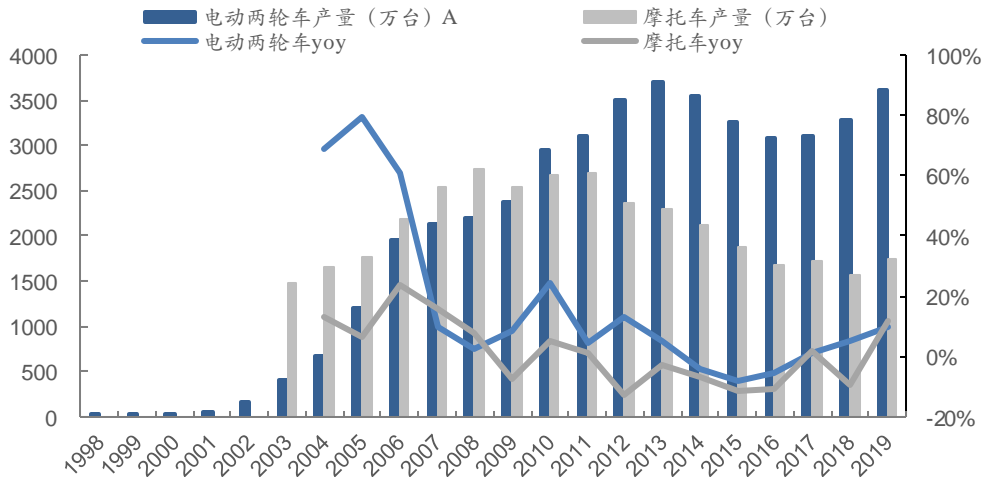


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所；

注：超过 60% 问卷调查用户来自一二线城市

行业进入存量市场，以更新需求为主。两轮车行业以2013年为分界点，2013年前行业为成长阶段，受益电动两轮车正式纳入非机动车合法车型和非典疫情催化等因素，电动车2003-2013年CAGR达25%。2013年后，随着城市轨道交通逐渐成为城市人口主要交通工具，电动车供给过剩显现，行业进入整合阶段，以存量替换为主，2013-2020年CAGR仅为1.3%。

图4:摩托车和电动两轮车进入存量市场



资料来源：国家统计局，自行车协会，东兴证券研究所

新国标落地促进旧车更新，各地强制要求截止时间集中在2021-2024年。新国标政策对电动自行车的重量、电压、时速进行了明确限制，结合大城市有“禁摩令”，过去政策管理非强制性，因此市面存在的大量“超标车”。新国标出台后，各省市先后出台了超标车过渡期政策，浙江、河南等电动车保有量大省的部分城市的过渡期截止日期设定为2021年，而山东、江西、广西、安徽、江苏等几个电动车保有量大省的过渡期则陆续在2022-2024年截止。由于各省市超标车过渡期政策不一，预计新国标替换需求将于2022年-2024年达到高点。

图5:新国标对电动自行车和电摩的性能要求

	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
最高时速 KM/H	不大于25	不大于50	不大于50
电机功率 W	不大于400	400-4K (非强制)	可大于4K (非强制)
电池电压 V	不大于48	无限制	无限制
整车质量 KG	不大于55	可不小于55	可不小于55
产品属性	非机动车	机动车	机动车
脚踏骑行	有	无	无
驾驶证	无	有	有
生产资质和产品管理	3C认证	电摩生产认证&3C认证	
文件	GB17761-2018《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准	《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性国家标准	
标准实施日期	2019.4.15	2019.4.1	
牌照	电动自行车牌照	蓝牌	黄牌

资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图6:部分地区新国标政策截止时间

城市	截止日期	过渡期年
北京	2021.10.31	3
上海	2021.12.31	3
深圳	2021.12.31	3
广东梅州	2022.04.15	3
重庆	2022.10.14	3
山东	2022.12.31	3
长沙	2023.12.31	4
南宁	2023.08.31	3
合肥	2023.12	3
徐州	2024.04.14	5
扬州	2024.04.14	5

资料来源：各地政府官网，东兴证券研究所整理

新国标催生2021-2024年换车高峰，预计分别对应5000-6000万台换车需求。我们将电动车需求分为家用（占比80%-90%）和商用需求（占比10%-20%）两类：



家用需求中，根据各地集中替换截止日期多在 2022 年前后，我们预计在 2020-2024 年不符合新国标、强制更换的需求量分别在 700、1500、1600、1600 和 1500 万辆，**高峰期占总需求比将接近 30%**，家用需求合计更换量在 2021-2025 年期间将达到 4500-5000 万辆。

商用需求包括共享单车需求和即时物流需求。即时物流需求处于发展初期，增速较高，其使用者存在兼职情况，且用车强度大，多使用电摩，更新频率更高，因此我们在总产量中减去即时物流需求，然后单独测算即时物流增量需求。预计到 2025 年，商用需求将达到 1400 万辆。具体测算详见下文。

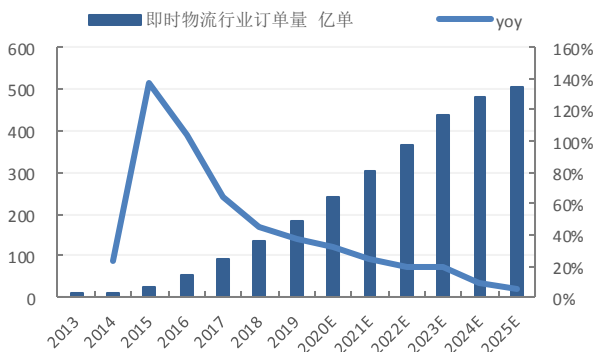
**图 7:未来市场空间预测**

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动两轮车产量(万台) A	3080	3113	3277	3609	4,126	5,356	5,783			
电动两轮车产品-商用需求	3003	2986	3093	3356	3,662	4,647	4,882			
电动两轮车保有量(亿台)					2.61					
不符合新国存量(亿台)					2.22					
不符合新国标需要更换的存量					0.56					
(1)不符合新国标的强制替换需求 万台 估算					500	1500	1600	1600	1500	
估算非新国标强制替换量的产量	3002	2986	3093	3356						
自然替换量					3,052	3,017	3,132	3,367	3,832	4,459
<b>家用合计需求</b>					<b>3,552</b>	<b>4,517</b>	<b>4,732</b>	<b>4,967</b>	<b>5,332</b>	<b>4,459</b>
即时物流累计需求电动两轮车	77	127	184	253	334	417	501	601	661	694
即时物流新增需求					81	83	83	100	60	33
即时物流更新量					180	248	326	409	494	587
即时物流增量需求预测					260	331	410	509	554	620
共享单车投放量预测					280	378	491	614	737	811
<b>商用需求合计=即时物流增量需求+共享单车投放量</b>					<b>540</b>	<b>709</b>	<b>901</b>	<b>1123</b>	<b>1291</b>	<b>1431</b>
新增、出口等新增需求					110	130	150	180	190	200
<b>总需求</b>					<b>4,203</b>	<b>5,356</b>	<b>5,783</b>	<b>6,270</b>	<b>6,813</b>	<b>6,090</b>

资料来源：国家统计局，自行车协会，艾瑞咨询，东兴证券研究所预测

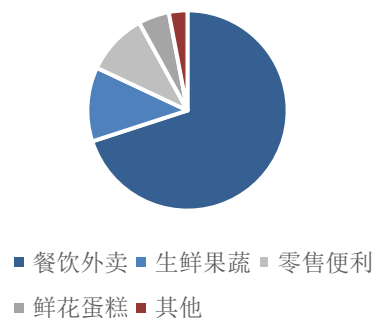
预计 2025 年即时物流行业的电动两轮车年需求量约 700 万辆。即时物流应用场景包括餐饮外卖、生鲜，零售便利等。根据产业信息网，餐饮外卖和生鲜需求分别占了 70%和 12%，餐饮外卖需求爆发推动 2014-19 年行业订单量 CAGR 高达 74%，2019 年同比 32%，我们预计 2020-2025 年将保持 16%的 CAGR，至 2024 年即时物流行业订单量达到 483 亿。由于即时物流配送主要以外卖骑手为主，骑手一人一车，我们预计平均每个外卖骑手日均 20 单，基于此，预计 2025 年即时物流电动两轮车累计需求量为 694 万辆。在我们的预测中，存在一定比例的骑手为兼职，且车辆损耗速度远高于家用，因此我们仅计算每年新增需求和其更新需求量。

**图 8:即时物流行业订单量同比**



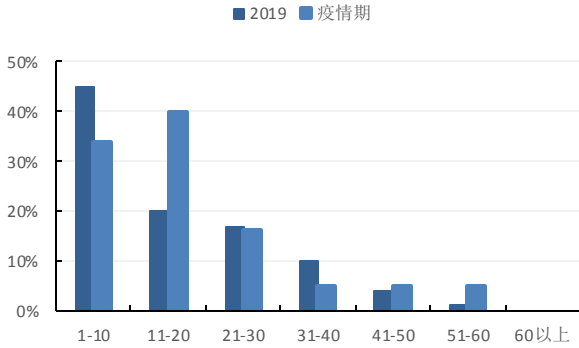
资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所预测

**图 9:即时物流需求场景细分**



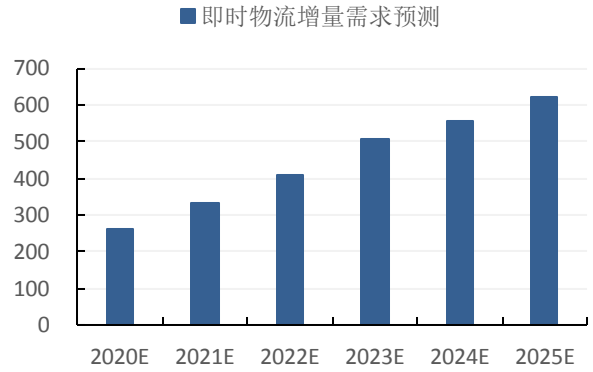
资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

图 10:美国外卖 2019 年和疫情期间新增骑手日均订单量分布



资料来源：美团，东兴证券研究所

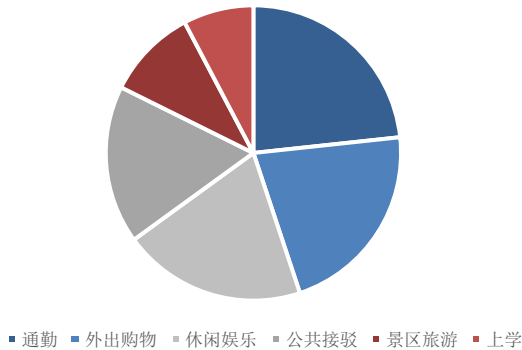
图 11:预计即时物流需求所需电动车数量



资料来源：东兴证券研究所预测

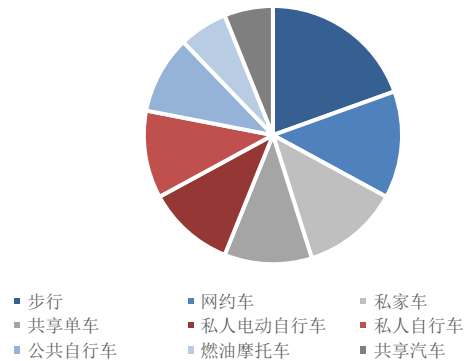
**共享电单车使用场景丰富。**因为电动两轮车具有电助力功能，兼具通勤和运输能力，使用场景丰富。根据澎湃新闻报道，根据宁波市交通部门的数据显示，当地共享单车日周转率只有 13.29%，而共享电单车日均周转率接近 340%。哈罗数据也有相似结论，在昆明市场，哈罗助力车每辆车的日均骑行次数在 5 次以上，超过共享单车。

图 12:共享电单车使用场景



资料来源：极光数据，东兴证券研究所

图 13:共享电单车替换需求

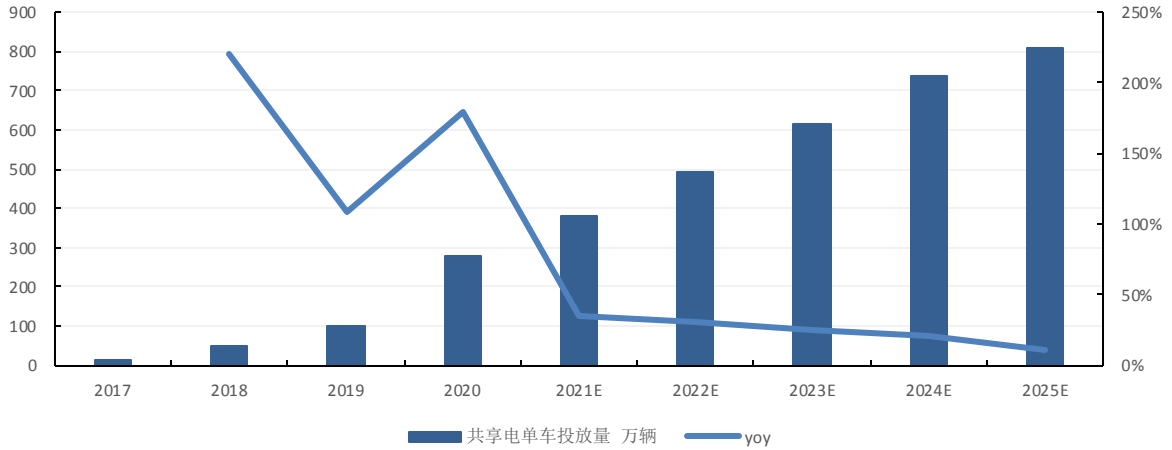


资料来源：极光数据，东兴证券研究所

**共享电单车数量稳定增长，预计 2025 年年需求量为 800 万台左右。**根据虎嗅网，美团 2020、2021 年共享单车投放量分别在 100 万台左右，滴滴分别在 150、200 万辆左右。根据城市公共交通协会和极光数据统计，目前全社会累计投放量超过 500-800 万台。整体上看，年投放量超过百万台的头部公司对市场投入持谨慎态度，我们认为主要系共享电单车使用涉及交通安全、电池安全、车辆管理等问题，因此在交通资源丰富的一二线城市还是三四线城市，政府政策上均有一定限制。根据艾媒咨询，至 2025 年共享电单车的年投放量预计在 800 万台。

图 14:共享单车投放量





资料来源：艾媒资讯，东兴证券研究所预测

## 1.2 锂电化、智能化打开价格空间，个性消费品属性显现

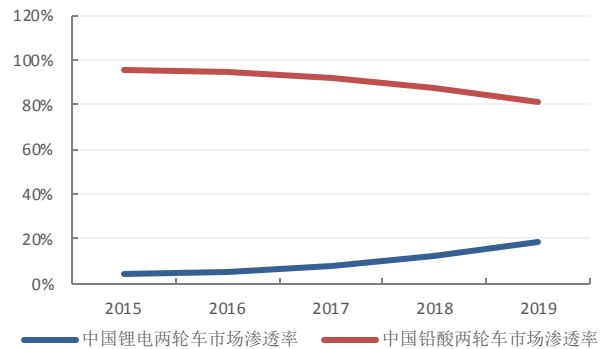
新国标落地加速锂电车渗透率提升，行业均价有望抬高。新国标要求电动自行车重量控制在 55kg 以内，由于铅酸电池重量较大，因此必须在将车型的尺寸减小或采用更加昂贵的轻型材料，对比而言，锂电池能量密度显著高于铅酸电池，具有更强的续航能力；同等容量下，其质量、体积分别为铅酸电池的 1/4 与 1/2，寿命是铅酸电池的 2-3 倍，且是绿色新能源产品，优势明显。但在普及过程中，受限于锂电的安全风险和价格过高，市面上的锂电车型定位偏高端，因此过去锂电车型的渗透率提升的速度并不快，根据 GGII，2019 年国内锂电自行车渗透率已经接近 20%。但新国标落地后，在大城市刚性需求下，我们认为锂电渗透率的提升有望带动行业均价提升。

图 15: 锂电相对铅酸电池优势明显

电池特点	铅蓄电池	锂离子电池
价格	较低	较高
安全性	好	一般
温度适应性	宽	一般
能量密度	较低	高
循环寿命	较短	较长
重量	较重	较轻
回收再生利用率	高	低

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 16: 电动两轮锂电车渗透率



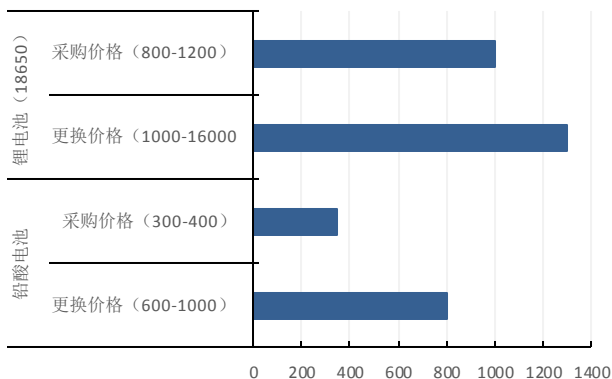
资料来源：GGII，东兴证券研究所

锂电渗透率提升，电池管理技术逐渐成为核心竞争技术。锂离子电池组的性能和品质主要取决于所使用的电芯和 PACK 技术，相应的，产业链也分为电芯生产商和电池组 PACK 厂商，但是目前部分上下游企业开始垂直布局，部分下游整车厂公司也参与电池 PACK 环节。

首先，高端电芯生产技术以海外的 LG、松下、三星、村田等国际知名品牌企业技术最为领先。中端产品（主流容量）上，国内厂商如博力威、亿纬锂能、宁德时代等已经与海外厂商不相上下。国内两轮车厂商均有采购，因此头部厂商的元件差异不大。

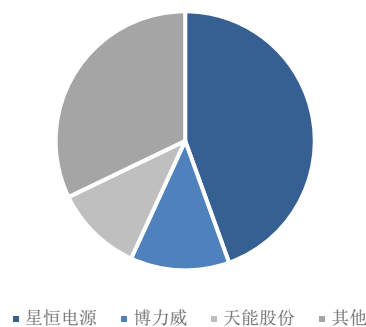
其次是 **PACK 技术方面**，在使用相同性能指标电芯的情况下，锂离子电池组的性能和品质差异主要受电池组智能管理系统(BMS)水平和结构件设计能力影响。而且，现阶段锂电池安全性低于铅酸电池，较高的 BMS 和结构件研发设计能力有助于提高锂电池的安全性。我们认为在电芯等原材料供应商同质化的情况下，终端用户的数据沉淀更多、软件开发经验丰富的两轮车企业将在续航、电池寿命和稳定性方面形成差异化优势，主要以自研 BMS 经验丰富的小牛、九号公司为代表。

图 17:锂电采购和换购成本高于铅酸



资料来源：博力威招股说明书，东兴证券研究所

图 18:2018 年锂电池供应商行业格局



资料来源：博力威招股说明书，东兴证券研究所

**智能功能可以切实改善骑行体验，提升安全性。**我们以九号电动车的智能系统为例，九号通过遍布电动车全身的传感器，实现了人机感应，可以感应到骑车者的靠近、骑行、停车和推车等动作场景，配合骑车者完成对应行为，极大地简化了其操作流程，同时可以有效防止车辆出现紧急启动、被盗、边撑忘收等情况，切实提升了乘车安全性和消费者体验。

图 19:九号传感器分布图



资料来源：公司官网；

注：B0 指用户可通过设备了解车辆信息，B1 指用户可感知车辆状态；B2 指车辆可处理环境信息；B3 指车辆具备 AI 学习能力；B4 指辅助、全自动车辆

图 20:九号电动车智能功能

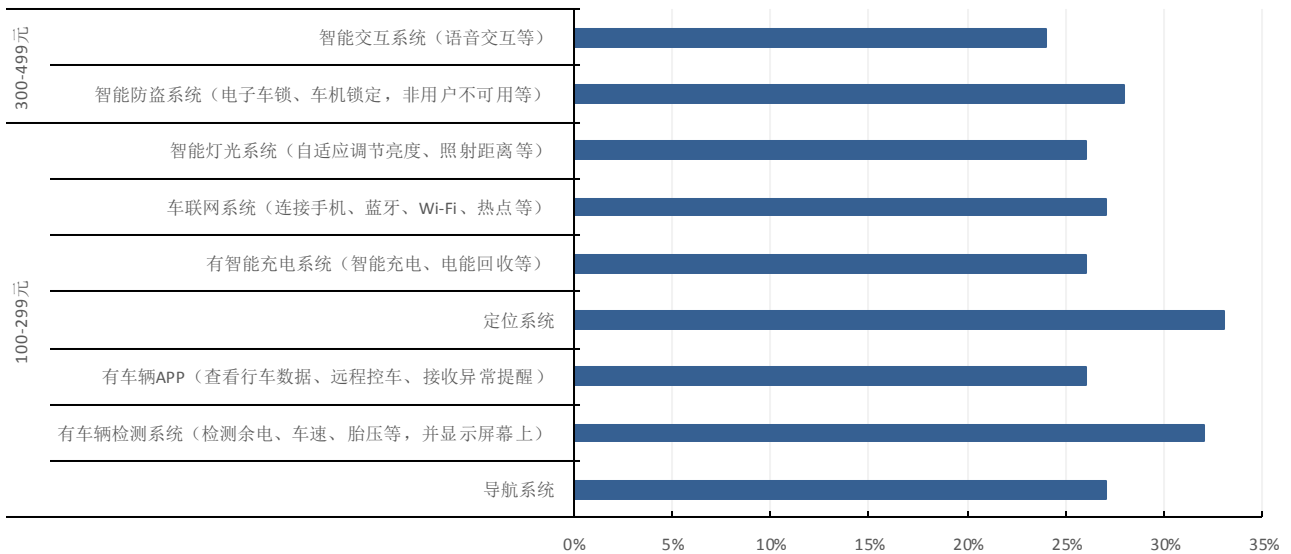
智能功能	体验价值
感应解锁	通过车辆与手机之间的感应来做到随时感知用户；
远程解锁	朋友就可以一键开机，长按自定义键即可关机锁车；
智能龙头锁	停车放下边撑后，直接将龙头向左打到底，便自动锁住；
乘坐感应	避免误碰转把，一时失控、启动的情况；如果没有人坐在坐垫上，就算随意转把，车子也不会启动；
驻车感应	边撑打开的情况下，转动油门车辆不会启动；
助力推行	车辆爬坡状态下，拧动油门车辆会以 2-3km/h 的时速前进；
MoleDrive	柔性油门手记忆；根据路况调整油门；

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

自行完成驾驶行为。

电动车功能拓展空间大，外观需求强，两轮车具有“个性消费品”潜质。功能上，电动车面临的路况环境复杂，载重量大，因此在驾驶感、乘坐舒适性、交互需求等方面存在拓展空间，附加值也更高。根据艾瑞咨询的网上调查问卷，针对智能交互系统和防盗系统，有约 30% 的消费者愿意支付 300-500 元的溢价，针对其他的智能功能也有 30% 以上的消费者愿意支付 100-299 的溢价。从外观上看，越来越多的女性、Z 世代年轻人逐渐成为两轮车主要消费者，两轮车的造型从某种程度上可以作为个性表达延伸，因此我们认为其具有作为“个性消费品”、“科技潮玩”的属性。

**图 21:消费者对智能系统的溢价接受比例**



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所；

注：图中所示比例仅表示特定功能、特定价格下，有多少比例消费者愿意接受，同时存在一定比例消费者愿意接受针对该功能下更高或者更低的溢价；

### 1.3 行业高端化空间大，以小牛电动为例

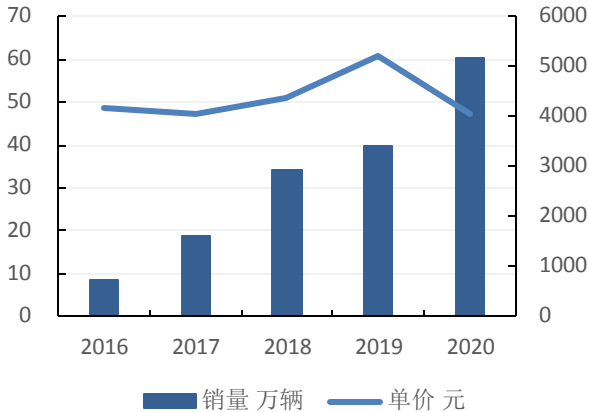
1) 差异化布局智能锂电产品。过去多年电动两轮车行业处于激烈的价格竞争中，均价提升有限，行业供给集中在中低端产品。头部企业价格终端价格定位普遍集中 3000 元以内，行业均价仅从 2014 年的 2484 元每台小幅上升至 19 年的 2716 元每台，提升幅度有限。

但我们认为高端产品需求客观存在，过去几年消费者对高端电动两轮车的需求没有得到充分满足。小牛电动智能锂电为卖点，立足国内市场（国内收入占比超过 85%），通过锂电配置、时尚的外观、智能模块切入 4000 元高端市场，过去 5 年销量复合增速超过 60%，同时小牛电动为客户提供了 OTA 升级服务，首年免费后的续费率超过 70%，小牛电动的动销情况说明了行业存在高端供给的空白。

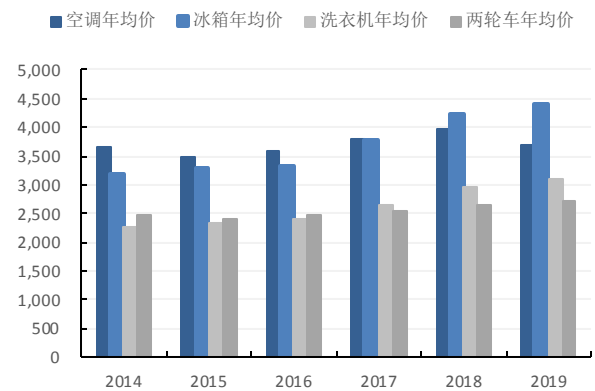
从价格空间考虑，同为家用大电器的空冰洗，随着行业格局改善，龙头企业通过不断拓展新功能、提升产品品质，实现了终端均价的持续提升，我们认为同为家庭耐用品的电动两轮车，未来随着格局改善和功能升级，其均价有望不断打开向上空间。

**图 22:小牛电动均价和销量**

**图 23: 空冰洗和两轮车零售价格对比**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：中怡康，沙利文，东兴证券研究所

图 24: 小牛智能锂电产品核心科技

• 对亿万条车辆大数据进行分析。深挖电芯安全范围内的放电临界点、自主研发增效聚能矩阵PACK、动态校准BMS 智能电池管理芯片、优化充电动态平衡算法，并整合EBS动能回收系统、自适应电机及基于大数据研发的可配置动力输出控制单元，全面提升电池续航、动力、寿命、安防等各项性能指标。

第7代NIU Energy  
AI动力锂电科技



• 整合车内多维度数据。整合BIG DATA 庞大的数据库、NIU IoT、CLOUD ECU 智能中央控制器，持续分析骑行数据，优化骑行体验，合力使得小牛电动成为一台真正意义上的智能两轮出行工具。功能包括：近场感应钥匙 SmartKey、坐垫感应、导航投屏、彩屏仪表换肤、实时胎压监测

锐智科技 NIU  
Smart



• 设计理念“每一个细节都经典”。多项国际顶尖设计大奖。尽量减少零散感及细碎感，突破性的大量采用几何、理性线条，通过流畅的大面造型来包裹和环绕，同时融入科技和时尚，赋予小牛电动与众不同的独特设计语言。

出众的外观设计

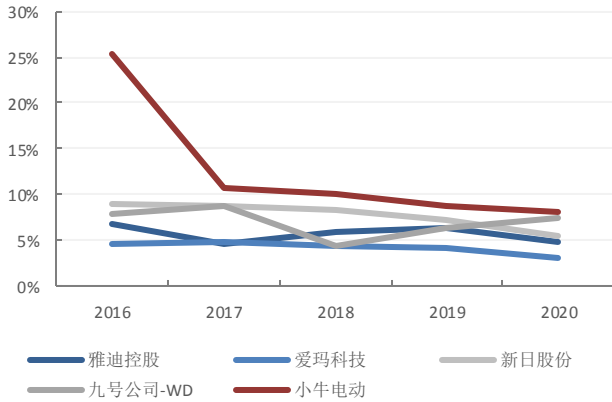


资料来源：公司官网，东兴证券研究所整理；

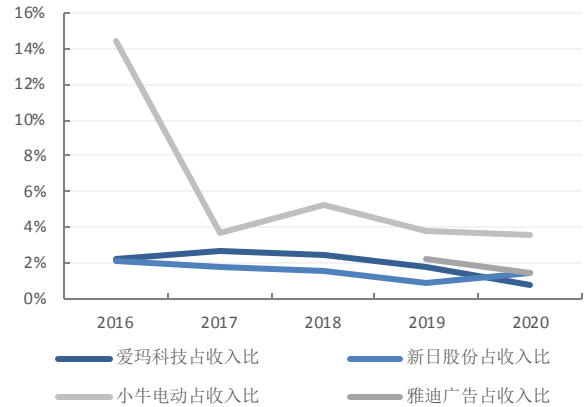
2) 通过培养品牌忠诚度塑造产品溢价。在营销策略方面，小牛电动一直以来坚持社区运营，定位自己为中国城市出行领域第一家 lifestyle 品牌公司，传播科技、潮流、自由的 brand 理念，通过传播用户故事、app 上线社交模块等方式将小牛用户群体联系在一起，辅以富有辨识度的小牛电动“天使眼”和周边商品等鲜明标识，满足了小牛用户群体个性化需求，建立了消费群体对品牌的归属感，进而塑造了产品溢价。在营销费用投入力度上，小牛销售费用率超过 8%，广宣占收入比在 4% 左右，明显高于同行。

图 25: 销售费用率对比

图 26: 广告费用占收入比



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 27: 牛油故事网页

图 28: 小牛周边产品



资料来源：公司官网



资料来源：公司官网

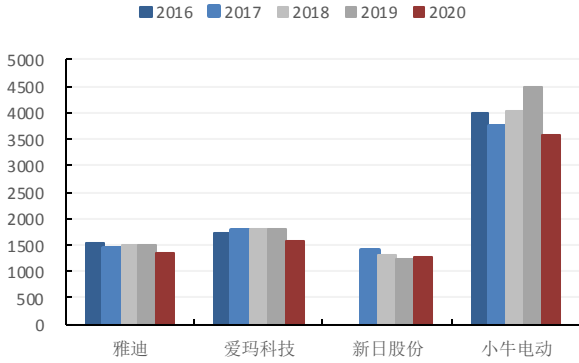
## 2. 政策推动集中度提升，从渠道驱动走向渠道、产品双驱动

### 2.1 新国标落地加速行业集中度提升

行业竞争加剧，市场份额向头部品牌集中。近五年，行业中头部公司为抢占市场份额，加大营销力度，提升促销车型比例，雅迪控股、爱玛科技、新日股份等公司的电动两轮车出厂单价均有不同程度的下滑，后进者小电动定位中高端锂电车，出厂价相对坚挺。从格局来看，电动车行业份额前五公司为雅迪、爱玛科技、台铃、新日股份和绿源，最近五年 CR5 份额不断提升，从 2016 年 30% 提升到了 2020 年的 61%。而市场中生产规模较小、自主创新能力低的电动自行车生产企业，正逐渐从市场中退出。

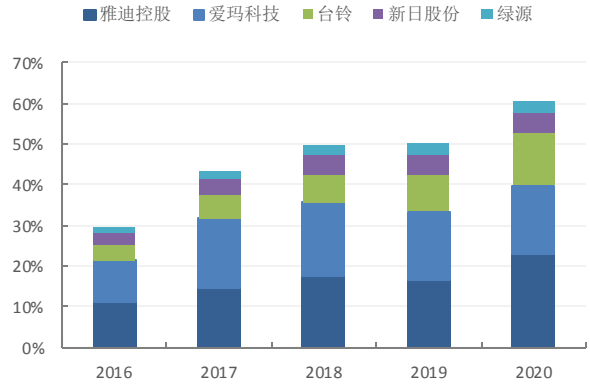


图 29:上市电动两轮车出厂价呈下滑趋势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

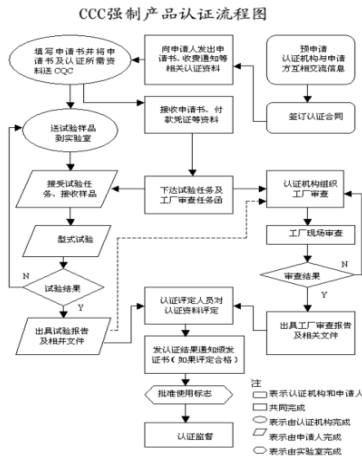
图 30:两轮车行业市场份额向头部品牌集中



资料来源：国家统计局，公司公告，东兴证券研究所预测

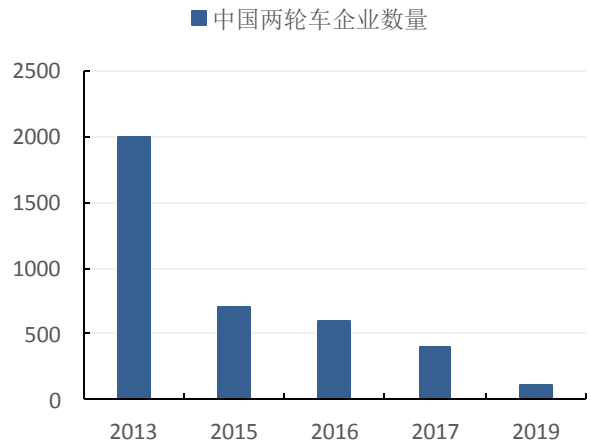
**新国标落地后提升行业门槛，加速行业出清。**根据新国标要求，电动自行车生产厂商将由工业产品生产许可证管理转为 3C 认证管理，验证周期和验证费均有不同程度的增加，3C 认证通过后还需要年审，极大的提高了行业生产门槛；电动轻便摩托和电动摩托车也需要电摩生产资质。根据艾瑞咨询，2013 年同时具备两个资质的公司超过 1000 家，到 2019 年仅剩 110 家，行业出清速度加快。

图 31:3C 认证流程



资料来源：中国 CCC 认证技术服务中心

图 32:新国标后同时具有新国标和电摩生产资质的企业数量



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

## 2.2 传统品牌渠道优势明显，新进入者凭借优质产品差异化竞争

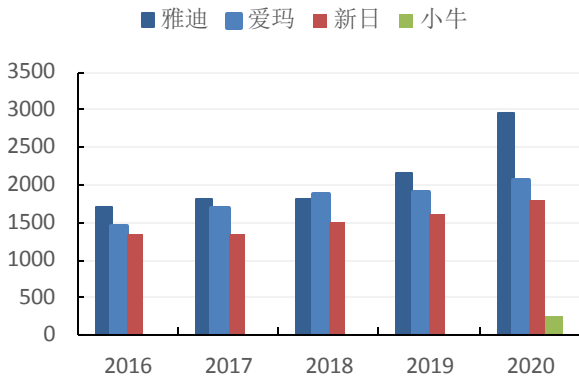
### 2.2.1 传统厂商渠道先发优势大，后进品牌渠道力、产品力要求高

渠道仍然是电动两轮车公司竞争的首要因素。电动两轮车属于通勤工具，使用频率高，消费者有较高的舒适性和安全性要求，因此通常需要线下体验选购；同时电动两轮车涉及后续维修、电池更换，具有强服务属性。需要线下经销商及时跟进，消费者也会就近选购，因此行业主要以线下销售为主。以行业龙头雅迪为例，2020 年收入规模接近 200 亿，对应的是下游遍布全国的近 3000 家经销商，17000 多家门店。我们预计新国标推



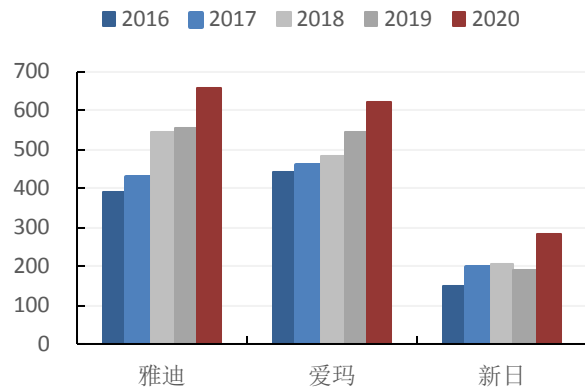
出后，随着行业中小品牌的退出，龙头公司为抢夺份额将会开启新一轮渠道扩张，渠道资源会进一步向头部厂商靠拢。

图 33:头部公司经销商数量对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 34:头部公司单个经销商收入对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

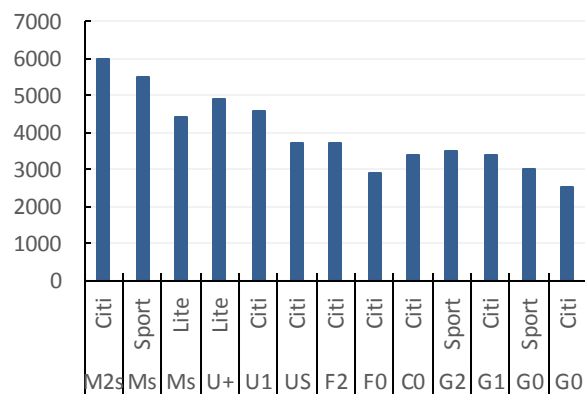
传统厂商占据优质渠道资源，产品矩阵丰富，渠道生存能力更强。我们认为优质的渠道资源、门店位置具有一定稀缺性，传统电动车厂商渠道资源积累更加深厚，经销管理运营体系也更加成熟；其次，行业龙头产品矩阵丰富，受众群体广泛，在低线城市的经销商生存能力更强。对应新进入者，小牛电动和九号公司当前渠道分布主要以一二线为主，2020年开始小牛电动和九号公司开始布局中端价格带，推出GOVA系列和A系列，进入价格竞争激烈的3000元以下价格带，通过加快周转提升门店店效。我们认为在本轮渠道扩张中，后发者的经销商服务能力和产品差异化能力将决定其渠道扩张效率。

图 35:爱玛科技经销商布局



资料来源：招股说明书

图 36:小牛电动向中端价格带延伸



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.2.2 产品差异化主要来自电池管理、智能化体验

长续航、强智能是高端溢价主要来源。九号、小牛具备一定先发优势，雅迪不容忽视。

首先，电池作为电动车三大核心部件之一，整车成本占比超过20%，具有一定的技术壁垒。根据艾瑞咨询的调查，消费者购买电动两轮车的最看重的因素是电池及续航。从头部厂商布局来看，传统厂商具有更多铅酸

电池使用经验，雅迪控股和爱玛科技均有推出石墨烯电池，在兼顾性价比的同时实现了理论 100 公里以上的续航，以 2020 年销量超过 200 万台的雅迪冠能系列为代表。新秀品牌九号和小牛在锂电池方面优势明显。结合前文分析，锂电电芯供应商区别不大，主要体现在各个厂商在 BMS 管理技术上的差异。其中九号公司过去在平衡车、滑板车领域具有诸多行业领先的专利技术，和电动车 BMS 管理具有同源性，因此具备一定先发优势，并在低端产品中首创铅酸 BMS 技术，而小牛早在 2015 年便率先布局锂电两轮车。

图 37:传统电动车品牌 2019 年后不断推出新型电池技术和智能系统

核心部件	公司	产品名	时间	特点
电池	雅迪控股	石墨烯2代	2020年8月	1h快充，反向充电，续航122km，寿命普通铅酸电池3倍，2年质保；
		石墨烯3代	2021年9月	1h 快充，反向充电，工作温度-20-55度，可循环充放电1000次，续航提升；
	爱玛科技	石墨烯1代	2019年底	充电1小时80%，2.5小时充满，快充10分钟能跑20里，-20度可续航58km；
		石墨烯2代	2021年	充电两小时畅行100km，满电120km；
	新日股份	魔方电池	2017年	1500次充放电循环寿命，车电一体保五年，铅酸重量三分之一，BMS智能电池管理，-20-55度环境充放电超过600次（普通电池300次），质量仅为7KG（普通电池35kg），充电4小时（普通电池8小时）；
		汽车级锂电	2020年	
九号公司	增程锂电池	2020年4月	较原电池增程一倍，达到100-200km或者120-240km；65km/h提速至80km/h；支持10A快充；	
(搭载的)智能系统	雅迪	冠智系列	2021年	GPS定位、APP智能管家、行车轨迹、电子围栏；
	爱玛科技	爱玛智能系统	2019年底	远程控制、实时行为、电子围栏、故障报警、OTA升级、骑行数据等；
	新日	Hi-Link	2021年	携手华为，NFC进场解锁，AI人工智能语音，智能设备互通等；
	小牛	智能电动车M1（锂电车）	2017年年前	智能防盗、一体化智能仪表盘、手机app、电子边撑开关、自动感应大灯、自动回位转向灯、定速巡航等；
	九号公司	Ridey Go!、5.0智能用车助手、OTA	2019年底	感应解锁、智能龙头锁、乘坐感应、驻车感应、助力推行、OTA 无线升级、黑匣子技术、电池BMS管理等；

资料来源：公司公众号，东兴证券研究所整理

图 38:九号公司 BMS 开发经验丰富

自主研发锂电智能BMS 5.0

超过 600 万台 全球交付

3 亿+ 锂电池交付经验

MIL\_STD 810 军标级抗震  
IPX7 防水等级  
20+ 安全保护  
智能充电 可设充电限值  
智能多电池并联技术 更快更远

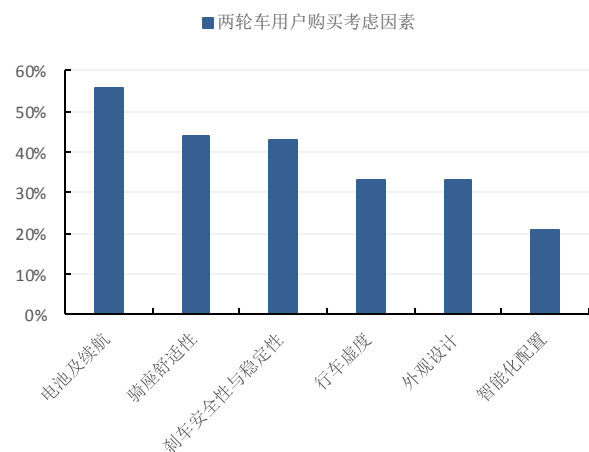
行业首创铅酸电池BMS技术

第五代智能BMS同样应用到九号电动车铅酸车型上  
可实现5%级别的精确电量显示，电量更准，寿命更长

资料来源：公司官网；

注：B0指用户可通过设备了解车辆信息，B1指用户可感知车辆状态；B2指车辆可处理环境信息；B3指车辆具备AI学习能力；B4指辅助、全自动车辆自行完成驾驶行为。

图 39:消费者最关心的产品性能



资料来源：鲁大师，东兴证券研究所

其次是智能性方面，九号公司遥遥领先。根据鲁大师的划分标准，我们认为电动车的智能程度可分为入门级（B0-B2级），用户可以了解车辆信息，车辆具备环境感知能力，包括GPS定位、行车轨迹、电子围栏、APP管理和车速显示等。进阶的中高级（B3-B4）表现为车辆具备AI学习能力，辅助驾驶，如感应解锁、驻车感应、OTA升级等。

根据第三方鲁大师评测，九号和小牛的产品具有更强的智能性，达到了B3级别，车辆具备算法处理器，可通过持续学习用户驾驶习惯提供改善方案、提升驾驶舒适度；传统品牌中新日、雅迪（冠智DE3）具备B2级技术，车辆具备环境感知能力，可以向用户反馈环境信息。从终端价格来看，九号和小牛在满足基本续航、安全性的基础上通过提供差异化的服务成功切入了高端市场，并通过过去多年累积的用户数据不断地为用户提供更多增值服务，强化产品优势。

图 40:市场主要品牌智能化梯队



资料来源：鲁大师，东兴证券研究所；

注：B0指用户可通过设备了解车辆信息，B1指用户可感知车辆状态；B2指车辆可处理环境信息；B3指车辆具备AI学习能力；B4指辅助、全自动车辆自行完成驾驶行为。

雅迪加大研发投入，九号技术驱动横向扩品类。研发投入方面，雅迪控股2020年研发投入额超过6亿元，费用率自2017年的2.3%提升至3.1%，绝对投入遥遥领先。新兴品牌中九号公司研发费用率超过5%，主要系公司坚持技术驱动导向，自电动平衡车、滑板车市场切入电动两轮车领域，SKU较多，2020年研发投入绝对值仅次于雅迪控股。

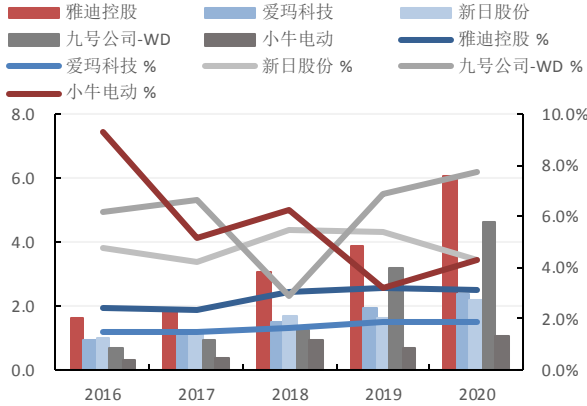
图 42:头部电动两轮车公司研发投入对比

图 41:2021年7月前量产市售机型智能性排名



资料来源：鲁大师

图 43:九号电动智能系统结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

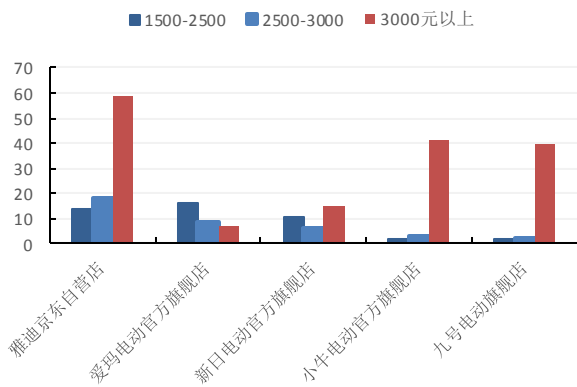


资料来源：公司公告

**产品竞争从同质化转向差异化，玩家从机海战术转向高端精品策略。**过去两轮车行业普遍采用上游开模模式，公司通过机海战术、低价模式抢占份额，随着格局逐渐稳定，传统头部公司转向高端精品策略，开始提高自主高端车型占比、精简 SKU。根据京东官方旗舰店 SKU 分布，截止 2021 年 10 月 22 日，雅迪向高端化趋势明显，近 2/3 的产品均布局在了 3000 元以上，新日其次；新兴品牌则错开了传统品牌主要布局的 2500 元价格带，产品集中分布在 3000 元价格带。

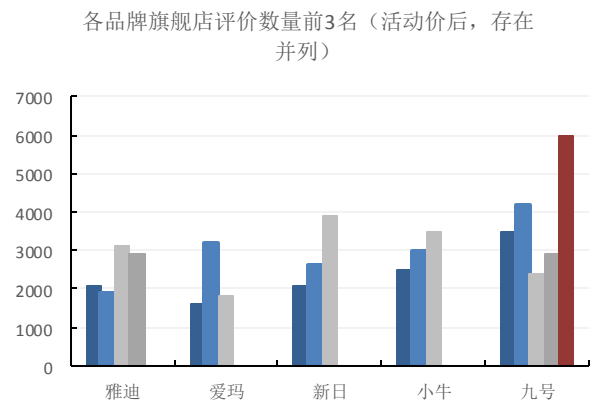
**传统品牌和新兴品牌量价策略不同。**从各品牌主力产品价格定位来看，传统品牌主销产品分依然集中在 2500 元以下，而新兴品牌小牛和九号集中在 3000 元价格带，小牛和九号分别在 21 年推出了小牛 GOVA 和九号电动 A 系列。我们认为因为中端市场仍然是现在规模最大的市场，因此传统公司通过高端化策略提高盈利能力、树立高端品牌形象，新兴公司则通过增加中端 SKU 提振销量。

图 44:头部品牌京东旗舰店/自营店 SKU 价格分布(活动价), 左轴为 SKU 数量



资料来源：京东，东兴证券研究所

图 45:各品牌旗舰店评价数量前 3 的 SKU, 评价数依次自左向右 (活动价后, 存在并列)



资料来源：京东，东兴证券研究所

### 3. 投资建议

**投资建议：**新国标落地和商用需求增长打开未来 5 年行业增长空间，新国标准入政策加速行业集中度提升。产品竞争从同质化转向差异化，锂电化、智能化助力产品高端化，看好行业龙头量价齐升。

## 4. 重点公司

### 4.1 雅迪控股：龙头优势持续强化，自主车型放量推动量价齐升

行业绝对龙头，产业链议价能力强。公司是国内电动两轮车行业绝对龙头，2020年实现销量1080万台，销量份额占比23%，领先第二名、第三名6pct、10pct，成本端具有明显规模优势，单车毛利领先。同时，公司产业链议价能力强。2020年应收账款周转天数仅为5.2天，略低于爱玛科技4.3天，不到其他同业的一半；应付周转天数为195天，同业爱玛科技、小牛电动和九号公司分别为46、63、93天，可侧面验证公司产业链话语权。我们认为公司作为行业龙头，过去多年的价格战加速了集中度提升，强化了其规模效应，随着行业低端产能的出清，龙头份额将持续提升。

**渠道服务能力强，加强精细化管理。**1) 电动两轮车渠道端具有强服务属性，雅迪有全行业覆盖区域最广的经销商体系，门店数超过17000家，同时单个经销商提货额行业领先，2020年每个经销商提货额达到656万，略高于爱玛科技621万，远高于新日股份282万。公司凭借多年积累优秀渠道资源有望在本轮存量替换、集中度提升阶段中获取更高的市场份额。2) 推动渠道精细化管理，强化经销商服务能力。2020年公司销售人员增加了近700人至1064人，经销商服务能力进一步提升，积极推进千店一面工程。2020年公司单店店效贡献了30%增长，店数扩张贡献了40%增长。我们认为雅迪通过提升经销商服务能力有助于帮助公司在终端完成产品结构升级，品牌高端化。

**加大研发投入打造差异化新品，产品结构升级战略逐步落地。**2018年以来，公司加大研发投入，成立深圳研究院，研发费用自2017年1.83亿提升至2020年的6.05亿，相继推出石墨烯铅酸电池、能量回收控制器和凸极电机等硬件创新。产品结构方面，公司目前已形成了以Vfly为代表的高端产品线（5000元）、冠能2.0、冠智为代表的中高端产品线（3000-5000元）和经典、通用车型的低端产品线（3000元以下）。2020年公司冠能系列销量67万辆，其中冠能M6踏板车成为2020年最畅销车型之一，公司自主车型占比持续提升。

**收入拆分：**从产品端看，我们认为高端自主车型占比提升是推动电动车业务量价齐升、毛利率提升的主要驱动力。根据我们的预测，以冠智、冠能为代表的高端自主车型占比将从2020年的20%提升至2023年的40%，由于高端车型毛利率超过20%，高于通用车型（毛利率15%以上），预计将在未来三年将带动电动车业务的量价齐升。

**(1) 两轮车：**我们预计21-23年公司两轮车收入分别为217亿、263亿、306亿，毛利率分别为17.5%、18.5%和19.8%。

**(2) 配件：**我们认为电池销量占两轮车销量比将保持在90%左右，基于此我们预计21-23年收入分别为71亿、90亿、111亿，毛利率分别为12.0%、12.3%和12.5%

图 46:雅迪控股公司收入拆分



	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其中冠智冠能高端车型销量 万台			215	463	649	853
销量占比			20%	30%	35%	40%
高端车型收入 百万			3,770	8,389	11,809	15,606
高端车型毛利率			22%	22%	23%	24%
<b>电动自行车</b>	2,515	2,838	5,840	8,892	10,777	12,517
yoy	25.8%	12.9%	105.8%	52.3%	21.2%	16.2%
占比	25.4%	23.7%	30.2%	30.8%	30.5%	30.0%
销量 万台	205	231	522	784	940	1,081
yoy	16.1%	13.0%	126.1%	50.0%	20.0%	15.0%
均价 (元)	1,230	1,228	1,118	1,135	1,146	1,157
yoy	8.4%	-0.1%	-9.0%	1.5%	1.0%	1.0%
毛利率 (%)	22.3%	23.1%	21.1%	20.1%	20.6%	21.6%
<b>电动踏板车</b>	5,084	6,393	8,660	12,906	15,534	18,043
yoy	32.0%	25.8%	35.4%	49.0%	20.4%	16.2%
占比	51.3%	53.4%	44.7%	44.7%	44.0%	43.3%
销量 万台	300	378	558	770	908	1,045
yoy	30.3%	26.3%	47.5%	38.0%	18.0%	15.0%
均价 (元)	1,697	1,690	1,552	1,676	1,710	1,727
yoy	1.4%	-0.4%	-8.2%	8.0%	2.0%	1.0%
毛利率 (%)	17.2%	15.4%	14.8%	15.8%	17.0%	18.5%
<b>汇总电池、充电器及其他</b>	2,318	2,737	4,861	7,096	8,999	11,117
yoy	15.8%	18.1%	77.6%	46.0%	26.8%	23.5%
占比	23.4%	22.9%	25.1%	24.6%	25.5%	26.7%
毛利率	8.0%	16.0%	11.5%	12.0%	12.3%	12.5%
电池销量 万台	380	542	978	1,398	1,664	1,914
充电器销量 万台	349	418	674	944	1,227	1,595

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

## 4.2 九号公司：两轮车放量，规模效应改善盈利能力

公司是专注于智能短交通和服务类机器人领域的技术驱动型公司。公司依托多年持续积累的自平衡技术、轮式移动技术、视觉识别技术等智能短程移动技术，从平衡车开始，相继在 2017 年、2018、2019 年布局滑板车、智能服务机器人、智能电动摩托车等相关品类。拆分收入结构，2020 年平衡车、滑板车合计收入占比 88% 亿，分别同增 1.0%、31.8%，其中滑板车收入占比 71%，为第一大收入来源；后发业务电动两轮车和智能服务机器人合计收入占比 7.3%。

双线化机制保证公司的持续创新能力，技术中台提高横向拓展能力。由于产品开发项目高度商业化、面向市场、结果导向，需要高度确定性和时效性。但同时产品技术创新往往具有高度不确定性和较高失败风险，为了兼具创新能力和产品上市时间表的确切性，公司研发组织按“研”、“发”去耦管理，确立了以“产品线/事业部研发组织”与“技术研发中心”相结合的研发体系。公司无论从研发人员数量、研发投入还是过去的研



发成果看，均具有明显的领先优势。累计专利数量方面，公司当前的专利数量遥遥领先同行，截止 2020 年底，公司具有 2000 多项获得专利，2021 年上半年申请专利数为 883 件，其中 678 件获批，反映了公司深厚的技术积淀和持续的创新力。

**发力智能电动两轮车，产品+渠道双轮驱动。**九号电动以“真智能”作为差异化卖点，依托公司过去 7 年的智能交通产品研发和锂电池管理经验，推出了 RideyGo! 智能系统和锂电 BMS 管理技术，为客户提供了像电子龙头锁、车垫感应、定速巡航等独特功能，从消费电子的视角为客户提供领先行业的智能产品。在 19 年公司以电动 E 系列切入 5000 元高端市场，今年向下延伸价格，提振销量，推出了电动 A 系列。

渠道方面，公司处于渠道发展初期，对比同为高端定位的小牛电动，2021 年初全国仅有 1000 余家门店，仅为小牛电动门店数的一半，拓店空间巨大。公司截止 21 年中报，电动两轮车销量 17.61 万台，已超过 20 年全年销量。我们认为随着公司渠道开拓、价格带下沉，电动车业务有望迎来高速增长，成为公司收入增长的主要驱动力。

**收入拆分：我们认为滑板车和电动两轮车业务是公司未来收入增长的主要驱动力。**滑板车方面，海外市场滑板车需求旺盛，我们预测滑板车业务未来将保持高增长，21-23 年收入分别同比增长 42.1%、35.9%和 23.6%；**电动两轮车方面**，公司处于产能爬坡阶段，我们预计今年公司销量在 55 万台，明年将达到 100 万台，21-3 年收入分别同比增长 284.0%、86.2%和 28.7%，毛利率逐渐爬升至 20%。

**图 47:九号公司收入拆分**

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>平衡车</b>	1,029	1,238	995	1,004	1,117	1,213	1,301
yoy	-9.1%	20.3%	-19.6%	0.9%	11.2%	8.6%	7.3%
占比	74.5%	29.1%	21.7%	16.7%	11.2%	8.3%	7.1%
销量 万台	59	70	58	58	63	67	71
yoy	#DIV/0!	19.6%	-16.5%	-0.3%	8.0%	7.0%	6.0%
均价 (元)	1,756	1,767	1,702	1,722	1,774	1,800	1,822
yoy	#DIV/0!	0.6%	-3.7%	1.2%	3.0%	1.5%	1.2%
毛利率(%)	26.47%	25.66%	21.32%	21.80%	23.80%	23.80%	23.80%
<b>滑板车</b>	342	2,823	3,231	4,258	6,052	8,222	10,162
yoy	1851.8%	724.6%	14.5%	31.8%	42.1%	35.9%	23.6%
占比	24.8%	66.5%	70.5%	70.9%	60.6%	56.5%	55.8%
销量 万台	24	161	175	232	320	416	499
yoy	0.0%	576.5%	8.7%	32.4%	38.0%	30.0%	20.0%
均价 (元)	1,438	1,753	1,846	1,837	1,893	1,978	2,037
yoy	0.0%	21.9%	5.3%	-0.4%	3.0%	4.5%	3.0%
毛利率(%)	15.48%	29.30%	25.04%	28.40%	25.45%	25.65%	25.65%
<b>电动自行车和电动摩托车</b>				432	1,659	3,089	3,976
yoy					284.0%	86.2%	28.7%
占比				7.2%	16.6%	21.2%	21.8%
销量 万台				11	55	104	136
yoy					380.0%	90.0%	30.0%
均价 (元)				3,779	3,024	2,963	2,933
yoy					-20.0%	-2.0%	-1.0%
毛利率				18.26%	18.60%	19.00%	20.00%
<b>智能服务机器人</b>	1.4	13.0	4.1	7.8	13.3	18.6	22.3
yoy	#DIV/0!	819.9%	-68.2%	88.0%	71.5%	40.0%	20.0%
占比	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	35.55%	34.32%	40.99%	38.42%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>全地形车</b>					288.9	405.7	501.4
yoy						40.40%	23.60%
占比					2.90%	2.79%	2.75%
毛利率					48.0%	48.0%	48.0%
<b>其他产品</b>	8.7	173.9	355.1	300.6	841.7	1599.3	2239.0
yoy	113.7%	1904.0%	104.2%	-15.4%	180.0%	90.0%	40.0%
占比	0.6%	4.1%	7.7%	5.0%	8.4%	11.0%	12.3%
毛利率	23.94%	44.00%	66.00%	50.87%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

### 4.3 小牛电动：智能锂电开创者，推出中端产品扩份额

智能锂电两轮车开创者，产品体验佳，打造 NIU 品牌，高端品牌基因之一。公司具有科技基因，初创团队多有微软、高通、英特尔、华为等高科技公司工作背景，公司以互联网产品的思维进行产品迭代，打造极致产品体验。1) 公司通过 app、社区互动征求客户意见，并快速反馈到下一代产品或者下一次软件更新中，比如彩屏仪表换肤等功能。以小牛电动 MQi、UQi 为例，在过去 20 年中是仅有的两款获得德国红点、德国 IF、美国 IDEA、日本 G-Mark、中国红星、台湾 Golden pin、香港 DFA 全球 7 项最主要设计奖项大满贯的出行产品。2) 区别于传统电动车企业，小牛电动一直以来坚持“互联网+”营销模式。小牛电动定位自己为中国城市出行领域第一家 lifestyle 品牌公司，传播科技、潮流、自由的 brand 理念，用传播用户故事、成立小牛部落和骑行团等方式将小牛用户群体聚集在一起，通过社区运营建立用户对品牌的深刻认同感，赋予“NIU”品牌生命感，树立独树一帜的品牌形象。

**技术优势明显，高端品牌基因之二。**小牛通过数据分析可以帮助产品升级、指导新开门店和广告投放。公司于 2015 年发布第一台智能锂电两车，拥有多年锂电池管理经验和用户使用习惯数据积累，核心技术主要包括 1) NIU Energy 睿电 AI 动力锂电系统科技，基于对过往车辆大数据分析以及 NIU 的骑行数据，通过 AI 自学习，实现电芯和电池效能的最大化，进而实现对续航和电量显示的精准把握。2) 锐智 TM 科技 NIU Smart，通过整合 BIG DATA 的数据库、遍布车身的传感器和 CLOUD ECU 智能中央控制器，小牛电动可以实现 OTA 升级、边撑感应、导航投屏等智能功能。

**渠道扩张空间大，中端产品占比提升推动份额增长。**公司 2020 年底在国内仅有 246 个经销商，1616 家门店，主要集中在二线城市，单个经销商提货额超过 800 万，因为高端产品为主，小牛经销商提货额高于雅迪、爱玛大概 25% 左右。截止 21 年年中，公司现有门店数 2300 家，预计年底达到 3000 家。产品结构方面，公司过去产品定价 5000 元左右，针对一线二线高端用户，今年推出 3500 元价格以下的 GOVA 系列，通过开拓产品线帮助公司渠道下沉。

#### 4.4 爱玛科技：渠道服务能力强，多品牌战略扩大受众群体

**渠道服务能力行业领先，加大自主车型研发。**公司是电动两轮车销量份额第二名，具有成熟的经销商体系，现有 2077 家经销商，单个经销商提货额 621 万仅次于雅迪 656 万，优质渠道资源丰富。产品研发方面，公司截止 20 年底已取得 923 项专利，包括 11 项发明专利，218 项实用新型专利和 694 项外观设计专利，21 年公司推出了 AimaOS 智慧骑行系统和全新智能锂电产品；同时公司加大自研产品比例，推出了包括引擎 MAX、A500 在内的多款畅销系列产品。

**多品牌战略扩大受众群体。**公司针对不同用户需求搭建系统的产品矩阵，搭建了“爱玛”、“斯波兹曼”和“小帕”在内的三大品牌体系。“爱玛”是公司的主品牌，定位于科技、时尚，具有 20 多年经营历史；“斯波兹曼”是在乡镇市场有着良好口碑和市场基础的品牌，公司联合县、乡镇的优质营销渠道，满足三、四线市场用户的购车需求；“小帕”是主打复古、优雅、经典、时尚、轻奢路线的品牌，其原型源于 1939 加州康普顿的 Powell 制造公司制造的 Powell P-39 Streamliner。

#### 4.5 新日股份：高研发投入打造差异化产品，渠道扩张空间大

**高研发投入打造差异化产品。**公司注重产品研发，过去 5 年研发费用率保持在 4% 以上，领先雅迪、爱玛科技，公司在 2017 年开始陆续推出魔方电池、汽车级锂电等新技术，2020 年公司启动“超高端智能锂电车”品牌新定位，向外部供应商采购车规级电芯，自主设计 BMS、电气和结构，推出质保 5 年锂电池，配套于公司部分中高端电动两轮车产品，打造差异化卖点。同时，公司积极研发锂电新车型，在电动摩托车品类，推出高端跨界系列 MIKU SUPER，女性系列的 Q5、Q6，中性系列的 F6、R5，运动系列的 K3、K5、K7 等。

**渠道扩张空间大，受益行业集中度加速提升。**公司是行业内最早实现百万销量的电动两轮车品牌，品牌积淀深厚，公司构建了覆盖全国，整合跨界、批发、零售、直销等多元化渠道网络体系，截止 2020 年公司拥有国内经销商约 1600 家，经销网点约 8300 个，但相对于头部厂商雅迪、爱玛科技分别 2900、2000 家经销商的规模，空间尚大。新日 2021 年上半年经销商网点增加 1800 多个，拓展迅速，未来还有很大渠道开拓空间。

## 5. 风险提示

行业价格竞争加剧，产品研发及推广不及预期，原材料价格上涨。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	【东兴家电】：厨电行业是否正面临“诺基亚时刻”？	2021-01-12
公司普通报告	极米科技（688696）：产品渠道并举，力拓海外，21Q2 可更乐观	2021-04-25
公司深度报告	极米科技（688696）：从黑马到龙头，常胜之道何在？	2021-03-12
公司普通报告	九阳股份（002242）：品类多维拓展，激励彰显盈利信心	2021-04-07
公司深度报告	九阳股份（002242）：是否由产品驱动走向品牌驱动？（一）	2020-12-30

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

## 研究助理简介

---

### 喇睿萌

2021年加入东兴证券家电组。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526