证券研究报告

行业报告 | 行业深度研究

2023年01月05日

新兴产业&海外&电新

电动两轮车行业：市场扩容+格局优化持续演绎，两轮车市场亮点纷呈

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009

分析师 蒋梦晗 SAC执业证书编号：S1110519110001



行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

- **立足当下：经历四轮发展阶段后，电动两轮车行业逐渐进入存量发展时代，新国标持续推进下，市场扩容+格局优化持续演绎**
- ✓ **新国标替换需求可观，市场持续扩容。**新国标政策出台带动存量替换需求，同时即时配送、共享电单车等场景生机焕发。预计电动两轮车市场将持续增长，据弗若斯特沙利文预测，2026年全国电动车销量将达6970万辆。
- ✓ **格局持续优化，份额向头部企业集中。**新国标出台推动中小产能出清，加速行业洗牌并带动行业龙头份额持续集中，2021年CR4份额已提升至63.6%；同时消费升级趋势下，电动两轮车产品持续迭代升级，产品升级助力溢价提升并驱动企业盈利能力加速修复，行业格局持续优化，具备核心技术的头部厂商有望深度受益。此外，我们认为行业当下已摆脱“同质化、价格战”的恶性竞争阶段，并逐渐进入以产品升级、产能扩张、渠道布局、品牌价值为主导的良性发展阶段，行业逐渐由“制造集成商”向“消费品牌商”转变，估值体系有望重塑。
- **展望未来：产品出海、锂电化、智能化趋势方兴未艾，两轮车市场亮点纷呈**
- ✓ **产品出海空间广阔，2026年海外市场规模有望达4630万辆。**欧美市场环保理念深入人心，政策补贴有望成为销量增长的主要推手；东南亚及印度油换电起步较晚，叠加RCEP未来成长空间可期；根据沙利文估计，2026年海外电动两轮车年销量有望达4630万辆。此外，电动两轮车国产厂商布局积极，技术&成本优势显著，有望复刻入世后自行车行业的出海历程，打造新的增长驱动。
- ✓ **锂电化+智能化有望带动单车ASP提升并驱动盈利模式转变。**需求、技术与产业链发展驱动锂电化、智能化持续渗透，驱动单车价值量提升；同时软件OTA升级有望驱动行业盈利模式转变：硬件成为入口，软件成为利润重要来源，如九号公司智能服务包66元/年，显著提升单车盈利。
- **投资标的：**建议关注**具备核心技术&产能和渠道优势并不断进行高端智能化布局的雅迪控股、爱玛科技、绿源集团控股（拟上市），**以及**定位高端智能并不断下沉市场的九号公司和小牛电动。**

风险提示：新冠疫情相关风险、海外市场推广不及预期、研发进展不及预期、材料价格波动风险、假设条件误设。

电动两轮车：传统头部厂商、智能化新兴厂商

传统头部厂商

雅迪控股：电动两轮车领航者，产能扩充&盈利优化深度享受行业红利

爱玛科技：领先的出行科技时尚公司，高端化布局加速盈利能力修复

绿源集团控股（拟上市）：电动两轮车核心技术派，产能扩充奠定成长基础

智能化新兴厂商

九号公司：中短距离出行平台型公司，不断向中低端市场渗透

小牛电动：高端智能锂电新物种，GOVA品牌加速市场下沉

目录

1. 新国标加速推进，市场扩容+格局优化持续演绎

2.产品出海+锂电化+智能化趋势已成，行业增长空间打开

3. 电动两轮车行业投资建议

4. 风险提示

1.1、电动两轮车：新国标技术规范出台，电动两轮车可分为三类

➢ **根据“新国标”技术规范，两轮电动车可分为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车三类。**《电动自行车安全技术规范》的出台使得长期以来分类不明确的电动踏板车等被归为电动自行车。《新国标》的出台正式将两轮电动车划分为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车三类，其中电动摩托车功率最大且具备载人标准。

	外观	技术标准	性能要求	认证及产品标准
电动自行车		**整车质量：**<55kg **最高车速：**≤25km/h **电车电压：**≤48V **电机功率：**≤400W	**是否载人：**部分城市允许载12岁以下儿童 **脚踏骑行：**具有 **产品属性：**非机动车	**认证：**3C认证 **产品标准：**《电动自行车安全技术规范》强制性标准
电动轻便摩托车		**整车质量：**可以≥55kg **最高车速：**≤50km/h **电车电压：**无限制 **电机功率：**≤4kW	**是否载人：**不能载人 **脚踏骑行：**不具有 **产品属性：**机动车	**认证：**3C认证及工信部的目录报告 **产品标准：**《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准
电动摩托车		**整车质量：**可以≥55kg **最高车速：**>50km/h **电车电压：**无限制 **电机功率：**>4kW	**是否载人：**可载一名成人 **脚踏骑行：**不具有 **产品属性：**机动车	**认证：**3C认证及工信部的目录报告 **产品标准：**《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准

资料来源：艾瑞咨询公众号、京东爱玛旗舰店，天风证券研究所

1.1、电动两轮车：行业发展趋于成熟，新国标落地后行业迎来新机遇

➢ 两轮电动车行业经历过了四次发展阶段，目前发展已经趋于成熟；2019年《新国标》落地为行业带来发展新机遇。

起步阶段（1995-2000）

早期实验性生产阶段，主要是对电动自行车的电器四大件（电机、蓄电池、充电器和控制器）关建技术的摸索研究。

电动自行车续航里程短，电池寿命低。行业处于培育阶段，进入市场的厂家和商家不多。

初步规模化阶段（2000-2004年）

关键技术突破和整车性能提升，电动自行车凭借环保、实惠、方便等优势逐步成为了摩托车的替代产品和自行车的升级换代产品。行业产能开始扩展，2004年电动自行车行业的总产量达到676万辆。

高速发展阶段（2005年-2013年）

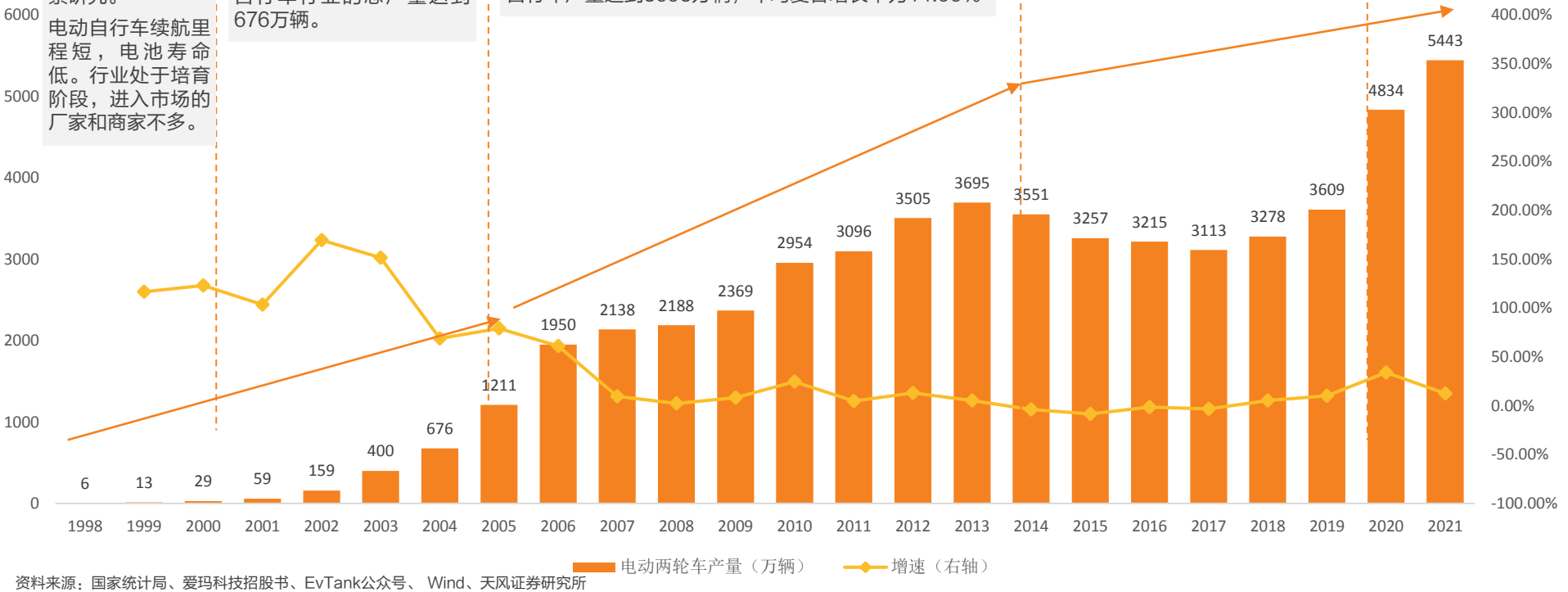
电动自行车被确定为非机动车的合法车型，行业技术水平获得大幅提高，电机从单一的有刷有齿电机发展到无刷高效电机成为主流，蓄电池的寿命和容量获得大幅提高，充电器和控制器也不断改进。大量的小品牌凭借低价优势获取区域市场。根据中国自行车协会数据，2005年中国电动自行车产量为1211万辆，2013年全年电动自行车产量达到3695万辆，年均复合增长率为14.96%

成熟阶段（2014年-2019年4月15日）

行业发展速度开始放缓，步入成熟阶段。产业集中度开始提高，众多品牌淘汰退出。消费升级带动电动自行车厂商改进产品及服务体系。

《新国标》实施阶段（2019年4月15日之后）

对行业发展起到规范作用，拓展了传统电动自行车企业的发展空间，明确了电动自行车与电动摩托车的界限。

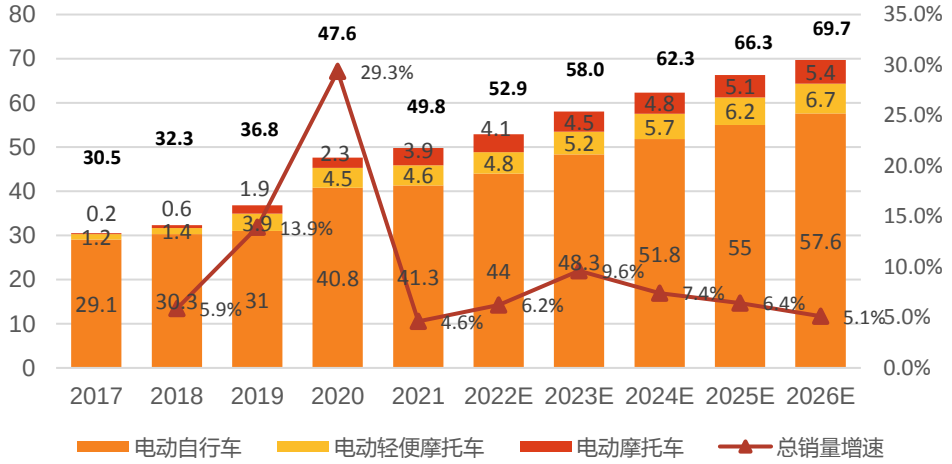


资料来源：国家统计局、爱玛科技招股书、EvTank公众号、 Wind、天风证券研究所

1.1、电动两轮车：存量替换有望成为发展主旋律，预计2026年全国销量达6970万辆

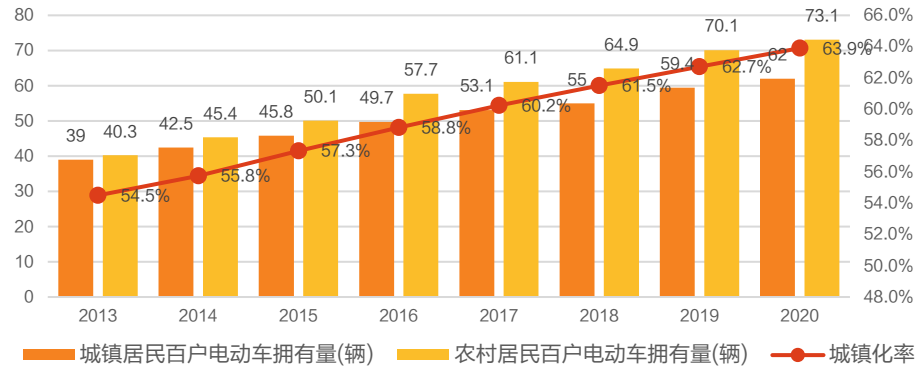
- **从渗透率角度来看，行业渗透率增长已明显放缓。**截至2020年末，城镇居民家庭平均每百户电动自行车拥有量为62辆，较2013年增长23辆；农村居民家庭平均每百户电动自行车拥有量为73.1辆，较2013年增长32.8辆；但近年来行业渗透率提升相较于过去明显放缓，并不断接近行业渗透率天花板。
- **近年来销量呈现增长趋势。**2017年~2021年期间，行业年销量呈稳步上涨趋势，2021年年销量接近五千万辆，但增速放缓，行业高速增长时期已过。据弗若斯特沙利文预测，2026年全国电动车销量将达6970万辆。
- **从保有量看，行业已进入存量时期。** 2009-2016年电动自行车存量总体呈上升趋势，保有量从1亿辆增长至2.5亿辆；2019-2020年期间，中国电动自行车保有量均为3亿辆，近年来未发生明显变化，行业近乎进入存量发展阶段，未来存量替换有望成为行业发展的主旋律。

图：我国电动两轮车销量（百万辆）



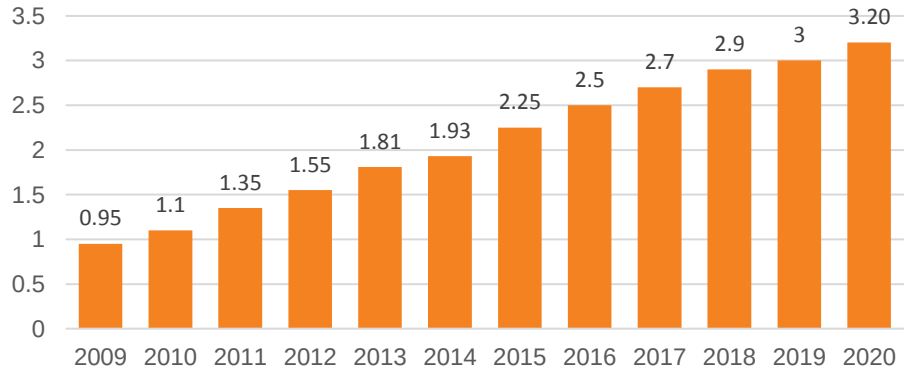
资料来源：绿源招股书、沙利文咨询、中国自行车协会、中国摩托车商会、中国汽车工业协会，天风证券研究所

图：中国居民家庭平均百户拥有电动自行车（辆）



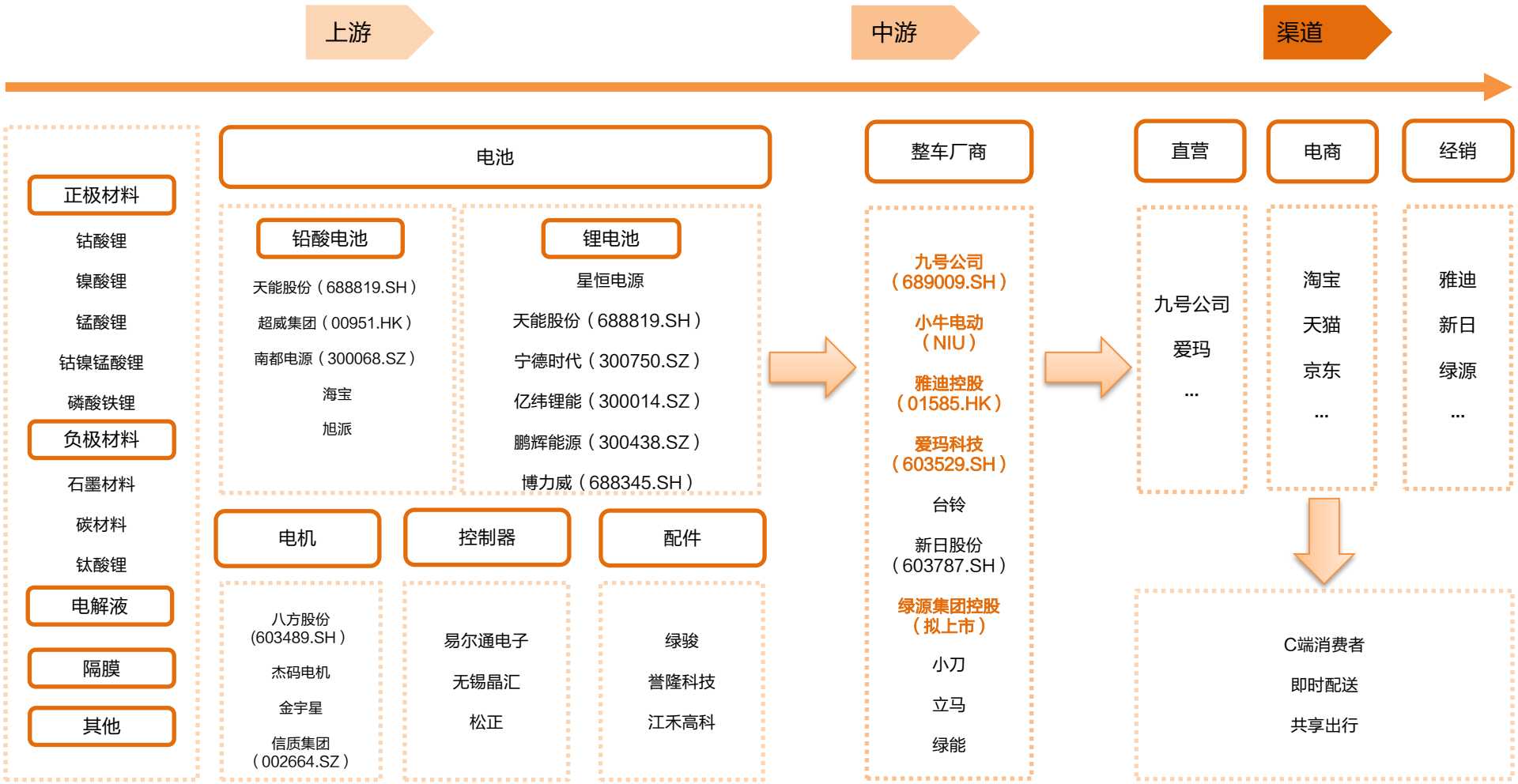
资料来源：国家统计局，艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

表：中国电动自行车保有量（亿辆）



资料来源：爱玛科技招股书，国家自行车电动自行车质量监督检验中心，中国自行车协会，华经产业研究院，天风证券研究所

1.2、产业链：电池、电机为上游核心，自营、电商、经销是下游主要渠道

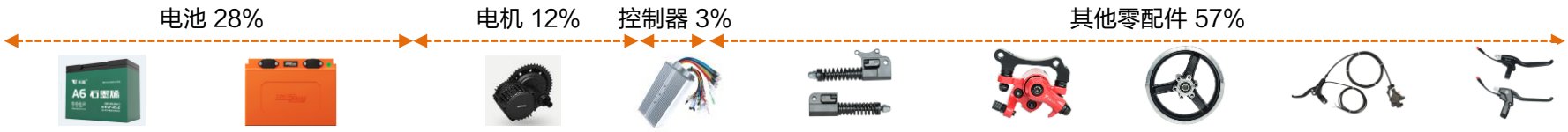


资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

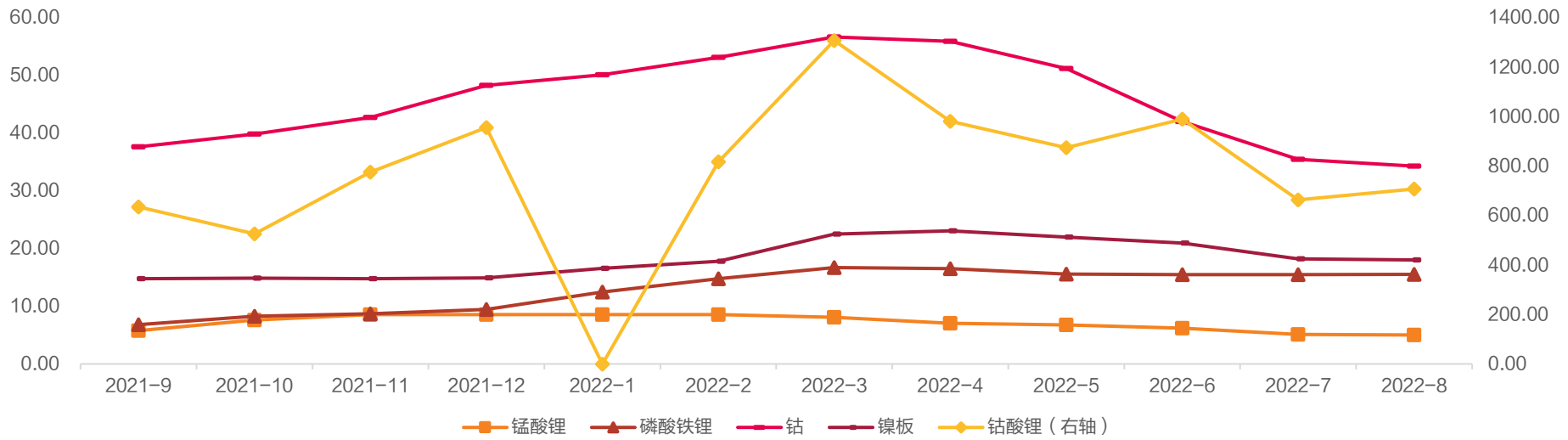
1.2、产业链：上游原材料价格触顶回落，中游制造商盈利能力有望迎来修复

- **动力电池占据电动两轮车重要成本，而动力电池主要由正极材料、负极材料、隔膜、电解液等构成，其中正极材料对电池成本影响较大。**目前锂离子动力电池最常用的正极材料有钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂和三元材料等，正极材料的性能直接影响着锂离子电池的性能，也直接决定电池成本高低。
- **原材料价格回落，动力电池产品价格有望随之下降，中游制造商盈利能力有望随之加速修复。**2020年开始受新冠疫情影响，原材料涨幅较大，对电动车制造商盈利能力带来显著压力；但2022年3月开始，原材料价格有所回落，下游动力电池产品价格有望不断降低，中游制造商盈利能力有望随之加速修复。

两轮电动车成本占比



图：2021年9月-2022年8月锂电池上游原材料价格变动情况（万元/吨）

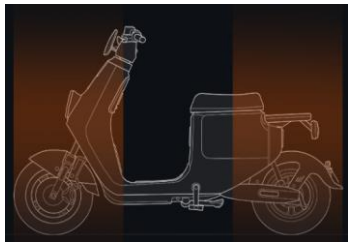


资料来源：头豹研究院、Wind，天风证券研究所

1.2、产业链：行业质变进行中，掌握核心技术是中游制造商实现产品差异化之关键

- **过去行业以同质化竞争为主，伴随消费升级趋势，行业逐渐向高品质方向发展。**传统电动两轮车仅具有代步及其他简易功能，各厂商之间产品同质化较为严重，而价格便成为消费者的主要关注点，行业因此进入价格战的恶性竞争之中。伴随消费升级趋势，行业需求端正逐渐发生本质上的变化：1）电动两轮车消费者购车关注因素逐渐由价格向产品品质、性能和智能化等方面转变；2）供给端：互联网技术、人工智能技术的进步以及市场绿色排放要求的驱使下，两轮电动车市场走向锂电化、智能化、个性化、高端化，为两轮电动车厂商创造机遇。
- **核心技术是实现差异化优势、助力产品溢价和品牌向上升级之关键。**近年来以小牛电动、九号公司为代表互联网电动两轮车品牌以高端智能化为主要卖点实现异军突起，传统两轮车企也纷纷加快核心技术的布局，目前主流厂商在电池电机设备、充电系统、智能系统等方面均不断实现核心技术的把控和产品的升级，来为用户提供更长的续航和更加智能的动力系统，并打造个性化的产品体验。我们认为核心技术是电动两轮车厂商实现产品差异化的主要抓手，亦是企业实现产品溢价和品牌向上升级之关键。

表：行业逐渐摆脱“同质化价格战”竞争，并向设计自主化、产品智能化和性能增进等“高质量”方向发展

设计自主化	产品智能化	性能增进
		
设计自主化：品牌以独特的印记、家族式设计语音等塑造整体风格，获得用户青睐。 **外观年轻化：**品牌产品外观设计更加鲜明、时尚、个性，更符合90、95后两轮电动车消费群体偏好	**感知智能：**基于传感器、通信技术等打造车辆智能感知系统，实现无接触或接触式智能感知，启、停、防盗等。 **交互智能：**通过APP无感解锁，实时远程控制车辆自动设防、撤防、查看历史记录、行车轨迹、精准定位等。语音交互系统查询天气、播放音乐等。	**续航提升：**随着电池、电机技术水平提升，两轮电动车续航能力提高。此外，能力回收系统性能优化持续提高电动车续航能力。 **极端环境性能：**材料、工艺升级使两轮电动车产品在低温环境下仍然保持较佳的性能。

资料来源：绿源官网、艾瑞咨询公众号、雅迪电动车官网、爱玛科技官网、天风证券研究所

表：电动两轮车高质量主要体现在外观、材质等方面

高质量	外观	品牌独立设计使外观更具标签化、个性化和品牌辨识度。
	材质	采用新的合金、塑材，减轻车身重量的同时，提升车体质感。
	工艺	车身一体化工艺在满足轻量化的同时更具时尚感。
	智能	使用更多传感器、智能硬件设备提供智能化功能；智能电气架构满足更高级智能化功能。
	车型	研发更多品类两轮电动车，满足消费者个性化出行场景需求

资料来源：艾瑞咨询公众号、天风证券研究所

1.2、产业链：行业“质变”进行中，掌握核心技术是中游制造商实现产品差异化之关键

图：雅迪、爱玛、绿源等国内一线电动两轮车厂商在性能和智能化方面均有自身的核心技术和布局

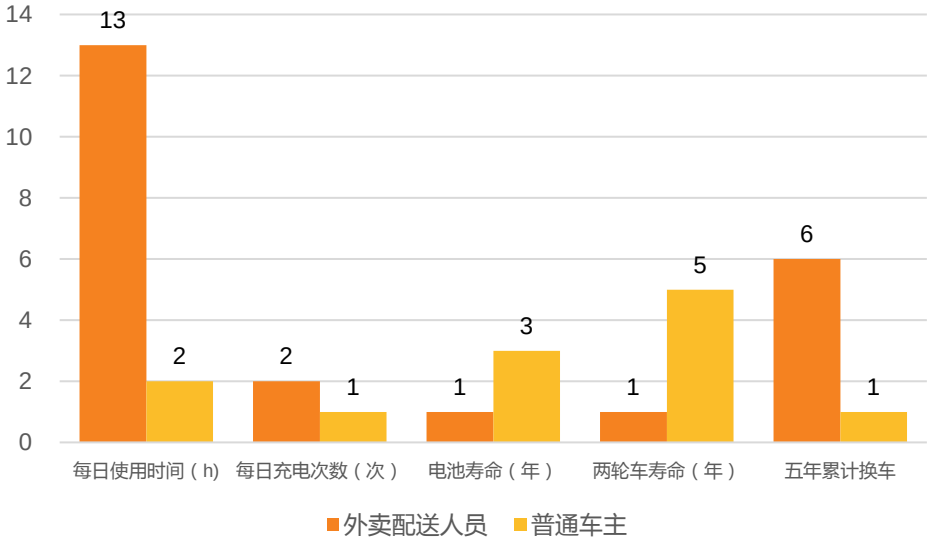
项目	性能	雅迪	爱玛	新日	小牛	绿源
性能	电机	TTFAR电机（自研），高能效、低损耗，动力里程兼顾；中置电机，卓越平衡性、齿轮+链条传动、高效运行、操控更佳；轮边电机，减速器、控制器、电机三合一，双控算法，加速快	引擎MAX聚能电机：能最密度+持续聚能，损耗降低15%，扭矩提升15%	变频动力电机：高效区间宽、动力更强、跑的更远，点动三速，自由切换满足不同骑行速度需求	NIUXBOSCH共同调校电机动力输出、瞬间扭矩、能效比均显著提升	液冷电机：似油非油专利配方，高抗氧化，绿源专利冷却液（耐热160℃以上），防护达到IP68，密封标准最高等级
	电池	TTFAR石墨烯3代电池：体积不变容量提升25%；TTFAR碳纤维锂电：寿命延长、能量密度更高（轻）；TTFAR超纳米锂电：高倍率充放电	抗衰石墨烯电池：能量密度较普通电池提升20%，寿命提升	新一代汽车级锂电池完全按高速乘用车锂电池标准开发和生产，更安全，重量仅为铅酸的1/4，在充放电循环1500次以后容量保持率仍在70%以上	NIU Energy(TM)睿电TM)AI动力锂电系统科技	石墨烯高能电池:相同体积电池容量提高20%，一次充电多跑60里，充放电循环次数是普通电池三倍以上。高能量电池：容量及续航里程提升10%。
	能量回收	TTFAR能量回收控制器：下坡、滑行、制动时的动能变成电能储存在电池之中	CES专利制动能量回收：将刹车动能转变为电能能量利用效率提升10%	边走边充电技术：在滑行以及制动模式下通过磁生电对电池进行反充电	EBS动能回收：每次制动都会产生动能，将其转化成电能	动能回收：研发“陡坡缓降”技术，电动车下坡时可回收惯性动能给电池充电，同时保持匀速，更加安全。
	系统	TTFAR2.0增程系统：一次充电，多跑一倍	整车LED低能耗待机系统：能量损耗降低50%，亮度提升30%	双芯双动力系统：有效增加绕组系数，大扭矩区更高效超10%	第7代NIU EnergyAI动力锂电系统：全面提升电池续航、动力、寿命、安防等各项性能指标	SOC智能续航系统、智能充电系统，全密封锂电快充，充电快两倍，智能快充自动断电，三小时充满
智能	驾驶智能	快捷解锁（声纹、蓝牙、NFC、APP）、导航投屏、语音交互、智能蓝牙头盔、乘坐感应、驻车感应、推行辅助、自感应灯	快捷解锁（NFC、APP）SDS智能识别坡度、一键倒车	快捷解锁（指纹、蓝牙、NFC、APP）智能加速性控制、一键倒车、语音控制、自动落锁、ASP驻车系统、自感应灯	快捷解锁（蓝牙、NFC、APP）、乘坐感应、导航投屏、驻车感应、FOC矢量控制器、自感应灯、自动转向回位灯	快捷解锁（蓝牙、NFC、APP）、定速巡航系统、自感应大灯、鞍座传感
	车况智能	车辆自检、三模卫星定位、电子围栏、账号共享、异动报警、远程控车、快充BMS智能电池管家、整车OTA	异动报警、远程控车、车辆自检	异动报警、远程控车、车辆自检、账号共享、BMS智能电池管家、整车OTA	三模卫星定位、异动报警、远程控车、车辆自检、倾倒提醒、账号共享、失窃黑名单、BMS智能电池管家、整车OTA	智能防盗、远程车辆分享、GPS北斗双重定位，异动报警，电池管理（APP查看剩余电量），远程控车。

资料来源：芯八哥公众号，绿源官网，新能源营销官公众号，绿源公众号等，天风证券研究所

1.2、产业链：下游应用场景不断丰富，即时配送、共享、换电等场景生机焕发

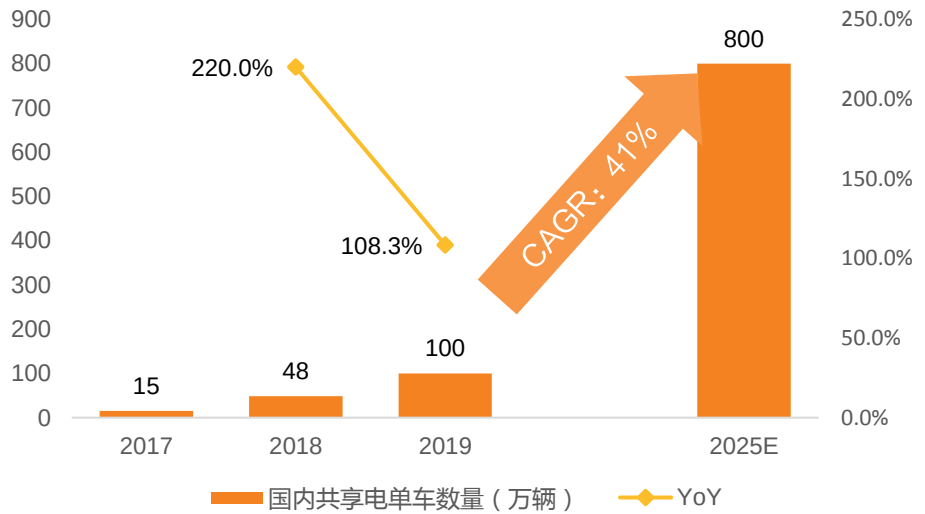
- **外卖等即时配送对于电动自行车需求更大，高频用车特点带来显著增量需求。**我国外卖市场规模庞大，根据中国证券报及工人日报公众号数据，截止2021年年底，我国外卖用户数量达5.4亿人次，相关配送人员超过1000万人。配送骑手具有行驶里程高，使用时间长，充电频率高等特点；据智租换电公众号数据，平均每位骑手单日使用时间长达12.5h，行驶里程达120km，日充电至少2次。
- **共享电单车相较共享自行车优势显著，未来有望加速普及。**据艾媒咨询数据，2019年共享电单车投放规模达到100万辆，预计2025年共享电单车投放数量有望超过800万辆。共享电单车近两年发展迅速，相比共享自行车，在舒适度与快捷性方面具备明显优势，可以更好的解决居民3公里~10公里的短途出行痛点。
- **电动车换电是重要发展趋势之一，增长空间较大。**换电模式能够显著降低两轮电动车首购成本，换电模式具备充高充电效率、高安全性等优势，是两轮电动车发展重要趋势之一。目前已有多家两轮电动车换电服务提供商，为即时配送、快递等B端用户提供服务，未来将发展至C端个人换电，行业成长空间较大。

表：相较于普通车主，外卖配送人员使用车辆更加高频，通常在两年内更换新车



资料来源：芯八哥公众号，天风证券研究所

表：2025年国内共享电单车保有量有望增长至800万辆



资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

1.3、新国标落地：新国标对电动两轮车提出更严标准，千亿蓝海“重焕新机”

- **新国标出台使得生产标准规范化，对厂商生产能力提出更高要求。**与旧国标相比，新国标具有更加明确细致的要求：如要求电单车具有防速度篡改，且超速行驶时须持续发出提示音等；此外新国标将电单车分为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车三类，并按照不同标准分别进行管理。
- **新国标落地驱动两轮车存量替代需求快速释放。**新国标的实施将淘汰超标车辆，带来两轮车存量替换需求，各省市相应制定了最晚过渡日期，随着截止日期的到来，存量替换将助力两轮车销量提升。

表：2021年新国标政策各省市实施及两轮车销量情况

省/市	新国标政策实施情况	销量（万辆）
广东省	2019年4月实施，过渡时间有差异（中山：2022年4月15日；韶关2021年4月30日；茂名：2020年9月30日；佛山：2021年6月15日；梅州：2022年4月15日；深圳：2021年12月31日）	560
江苏省	2019年4月15日开始实施新国标，5年过渡期后对未上牌依法处罚	500
山东省	对在用不达标电动自行车设置不超过3年过渡期（2022年12月31日）	460
河南省	2019年4年1日开始，2021年12月31日超标车将被强制报废	430
浙江省	2019年4月15日开始实施新国标，2021年12月31日备案车辆停止使用	300
河北省	2022年5月1日前购买需上牌；对临时号牌设置三年过渡期（2025）	290
安徽省	2020年6-12月开始登记发牌，2023年12月后开始处罚	260
四川省	2019年10月15前办理注册登记，过渡期为3年（2022年10月14日）	150
北京市	2019年5月1日禁止无牌电动车上路行驶，2021年10月31日超标电动车不得再上路	140

资料来源： 芯八哥公众号、天风证券研究所

表：新旧国标对比

项目	新国标	旧国标
实施时间	2019.4.15	1999.10.1
最高车速	≤25km/h，且控制系统内应当具有防速度篡改设计	≤25km/h
提示音	行驶速度超过15km/h时持续发出提示音	无要求
制动性能	以最高速骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应≤7m，湿态同时使用前后闸的制动距离应≤9m	以最高速骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应≤4m，湿态同时使用前后闸的制动距离应≤15m
整车质量	≤55kg	≤40kg
电动机功率	额定连续输出功率应≤400W	额定连续输出功率应≤240W
蓄电池的标称电压	蓄电池的标称电压≤48V	蓄电池的标称电压≤48V
蓄电池最大输出电压	60V	无要求
整车尺寸	整车高度≤1100mm,车体宽度（除车把、脚蹬部分）≤450mm，前后轮中心距≤1250mm，鞍座高度≥635mm，鞍座长度≤350mm	无要求
脚踏行驶能力	30min的脚踏行驶距离应≥5km	30min的脚踏行驶距离应≥7km
是否需要安装脚踏板	是	否

资料来源： 京球电池公众号、浙江省标准化协会公众号、珲春交警公众号、天风证券研究所

目录

1. 新国标加速推进，市场扩容+格局优化持续演绎

2.产品出海+锂电化+智能化趋势已成，行业增长空间打开

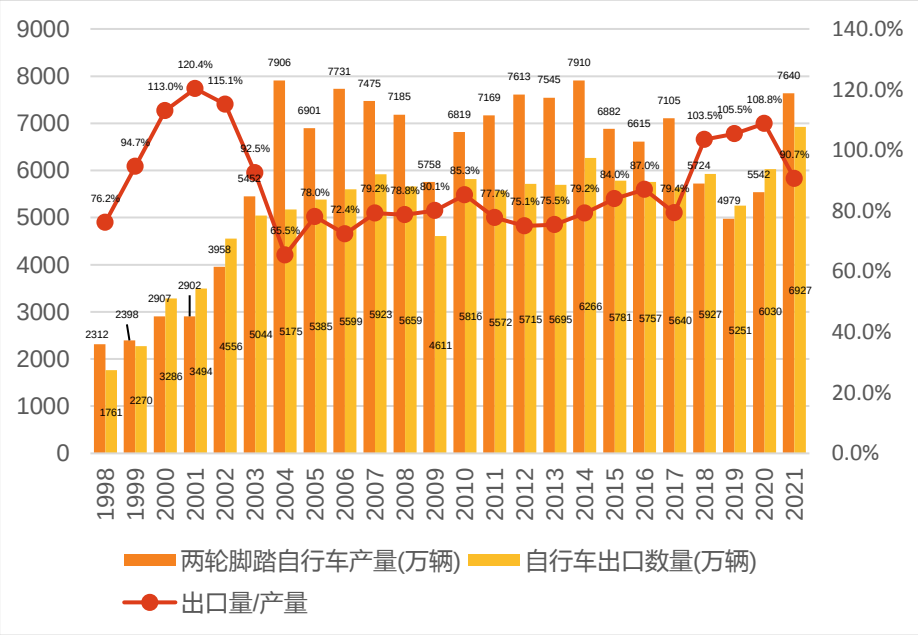
3. 电动两轮车行业投资建议

4. 风险提示

2.1、产品出海 | 供给端：类比自行车行业，国产电动自行车出海前景广阔

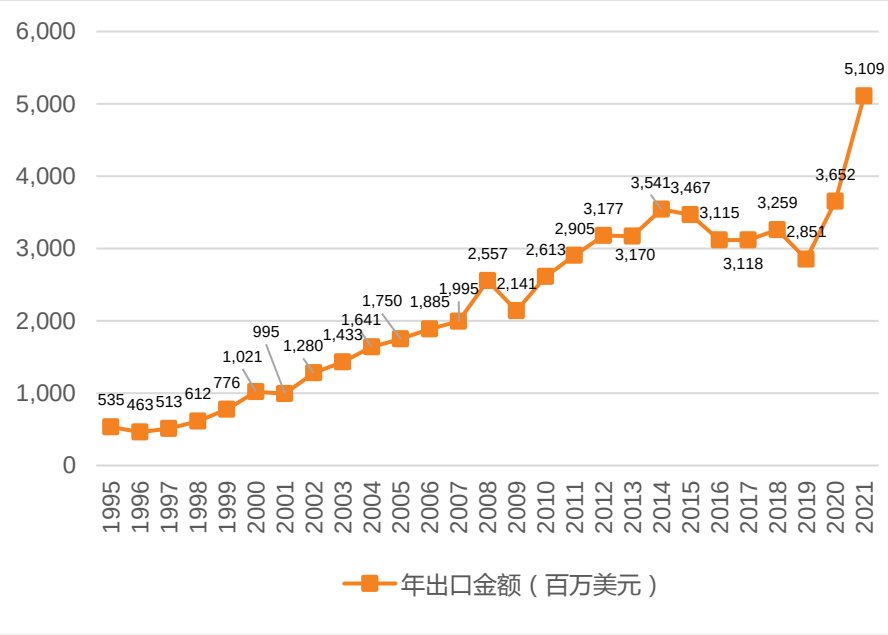
- **自行车出口占比高，多年来国产自行车已占据全球自行车市场相当份额。**根据国家统计局及海关总署数据，我国自行车产量自2001年入世后迅速上升：从1998年的1761万辆提升至2007年的5923万辆；自行车出口量占产量比例常年高于75%；同时出口金额呈现上涨趋势，1995—2021年，自行车出口金额从5.35亿美元上涨至51.09亿美元，CAGR为9.06%。
- **类比自行车市场，国产电动自行车有望打开出口市场实现放量。**与自行车市场类似，我国电动自行车具有产业链优势，技术成熟，劳动力成本仍处于较低水平。2020年，11月15日，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式签署，旨在通过削减关税及非关税壁垒。我们认为，RCEP的签订，有望使电动自行车出口复刻自行车行业在入世前后的出口增长，成为电动自行车市场扩张的重要驱动力。

图：海外市场已成为中国自行车行业主要销售市场



资料来源：海关总署，国家统计局，wind，中国自行车协会，天风证券研究所

图：中国自行车年出口金额（百万元）

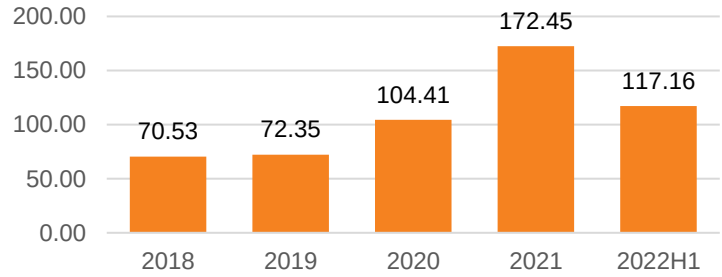


资料来源：海关总署，wind，天风证券研究所

2.1、产品出海 | 供给端：国产厂商争相布局，海外市场成绩斐然

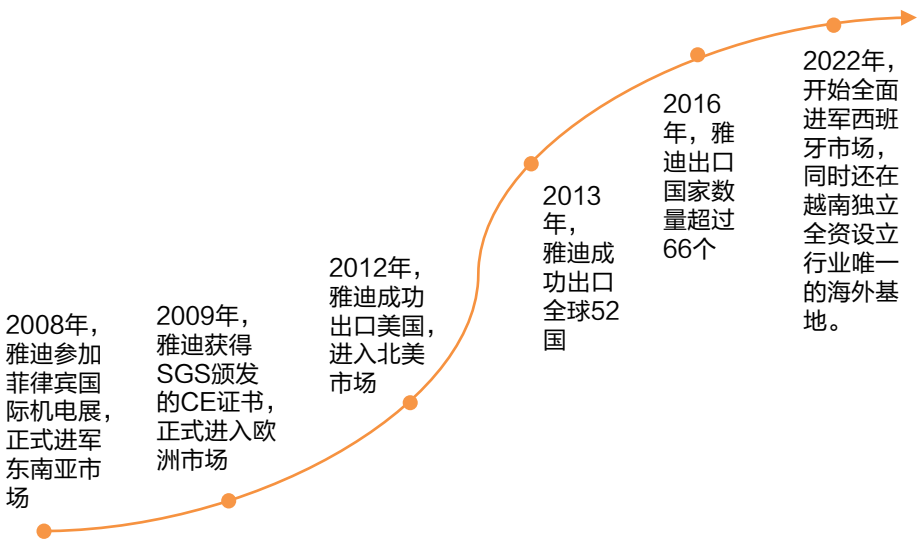
- **雅迪：**2021年全球电动车销量达1390万辆，连续5年全球第一，产品成功出口超100个国家和地区，全球用户超6000万。
- **爱玛：**在海外市场建设生产基地和研发中心，并与Juiced Bikes在津签署全球战略合作协议。
- **绿源：**通过海外经销商在44个国家销售。
- **小牛：**2022年第二季度国际市场销量同比大幅上涨309.1%，增速远超国内市场。
- **台铃：**打造全球化运营团队，成立单独的国际市场产品线。

图：爱玛科技海外市场收入逐年上涨（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：雅迪布局海外市场多年



资料来源：新能源风云公众号，COZMOX公众号，天风证券研究所

图：绿源电动车出海历史悠久

1998年	2003年	2021年
前往参加了中国进出口商品交易会(广交会),中国电动车产品首次亮相于国际外贸平台，为绿源带来第一批洽谈业务的海外客商。	携车型THD-9与新型折叠车产品参加德国展会，开始与日本的明和产业株式会社以及印度尼西亚等多家国际性的大客户合作。	绿源贵港智能工厂建成并全面启动，工厂总投资4亿元，占地面积约258亩，年产能200万辆，年产值将超过50亿元，旨在进军东盟市场。

资料来源：绿源官网，中国汽车网，天风证券研究所

2.1、产品出海 | 需求端：欧美市场政策补贴，认证完善，带来电动两轮车新机遇

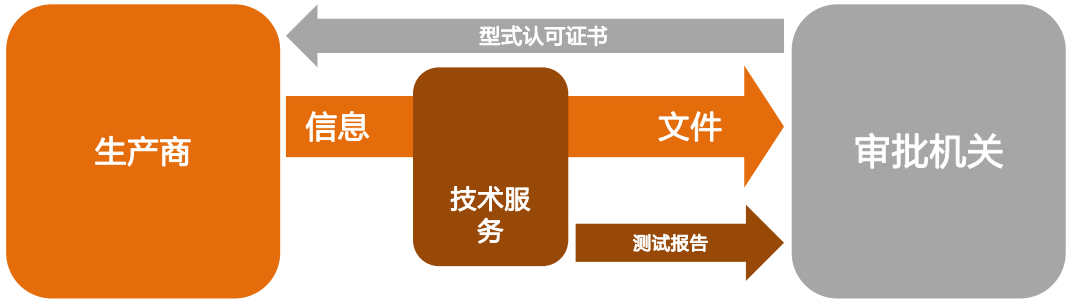
- **电动自行车在疫情下获得欧洲民众青睐，大额补贴成热销背后主推手。**从2020年下半年开始，电动自行车迅速成为整个欧洲的主流通勤载具，销售额增长52%，年销量直逼450万辆，年销售额达到100亿欧元。法国、德国、意大利、西班牙、荷兰、奥地利和比利时等国都推出了电动自行车补贴政策。
- **欧洲经济委员会、欧盟针对电动两轮车及其零部件产品出台有详细完善的emark认证制度。**包括三电系统、车灯、轮胎、喇叭等都有详细的要求，通过测试和检查，获得认证通过的车辆，不但可以进入德国、法国等三十多个欧洲国家市场，也同步可以进入土耳其、日本、韩国等亚洲国家，还有非洲、大洋洲的部分国家。
- **环保理念深入人心，欧洲电踏车年销量至2019年已增长至300万辆。**欧洲正掀起提倡用清洁电动能源取代燃油的大趋势，两轮电动车亦将受益。根据Statista数据，在疫情前的2013~2019年电踏车年销量已经呈现逐年上涨趋势，至2019年年销量已达到300万辆。

图：欧洲各国纷纷出台补贴政策

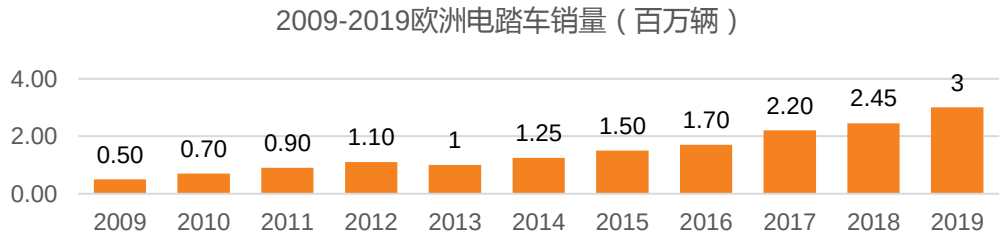
国家	政策
法国	电动自行车的平均补贴额为400欧元
意大利	所有人口大于5万的城市，市民只要购买电动自行车或电动滑板车，就可享受最高达车辆售价70%的补贴（限额500欧元）
荷兰	给每款电动自行车发放相当于售价30%的补贴
德国	在慕尼黑等城市，任意公司、慈善机构或自由职业者都可以获得政府补贴用以购买电动自行车。其中，电动自行货车最高可获补贴1000欧元；电动自行车最高可获补贴500欧元
芬兰	购买电动自行车的芬兰公民将获得每人400欧元的国家补贴
瑞典	政府将为电动自行车提供可达售价25%的政府补贴
西班牙	马德里市政府为购买电动滑板车、电动自行车等车辆补贴最高车辆价格的50%，但有最高限额

资料来源：自行车与电动车公众号、轮彦国际公众号、SegurCaixa Adeslas安德赛公众号、洪堡易优投公众号、电动车时代公众号、ebike益骑行公众号、天风证券研究所

图：欧盟制定了完善的型式认证流程



资料来源：TÜV SÜD官网，天风证券研究所

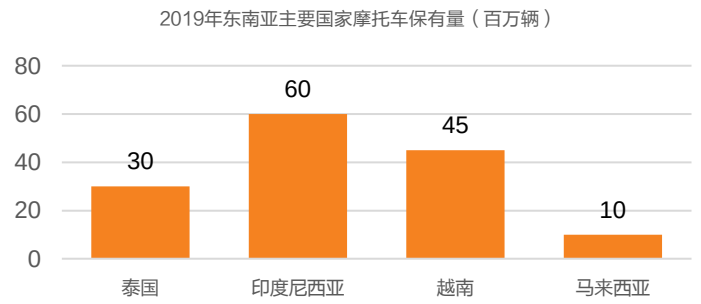


资料来源：statista，天风证券研究所

2.1、产品出海 | 需求端：东南亚及印度油换电起步较晚，叠加RCEP未来市场空间广阔

- **东南亚地区是世界上最大的摩托车市场之一，油改电政策逐渐推行。**在东南亚地区，摩托车产销量大约占全球总量的25%。在越南，每天有2000多万辆摩托驰骋在城镇、乡间。2019年，印尼、泰国、越南及马来西亚四个国家总保有量约1.5亿辆，具有良好的两轮车文化。然而，这也造成了严重的空气污染、噪音污染以及日益增加的能源消耗和碳排放等问题。为了解决这些问题，印度及东盟国家鼓励消费者将摩托车更换为电动两轮车。
- **RCEP签订降低东盟进口关税，国产电动自行车迎来蓝海市场。**根据《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），印尼和越南将调低中国出口两轮车关税。向印尼出口摩托车关税部分于2021年降至零税率，部分将在签署协定后15年内匀速降至零税率；向越南出口摩托车的关税大部分将在20年内匀速降至零税率。关注东南亚电动两轮行业的中国企业迎来新机遇。

图：东南亚摩托车保有量基数庞大



资料来源：地球知识局公众号，天风证券研究所

图：RCEP将极大降低中国向东南亚出口关税

降税模式	协定生效立即降为零	最终零关税比例	部分降税	例外产品
马来西亚、越南、新加坡、泰国、印尼、菲律宾、文莱	74.90%	90.50%	5.50%	4%
老挝、柬埔寨、缅甸	29.90%	86.30%	0	13.70%

资料来源：贵阳海关发布公众号，天风证券研究所

表：东南亚国家及印度纷纷启动政策推进“油换电”

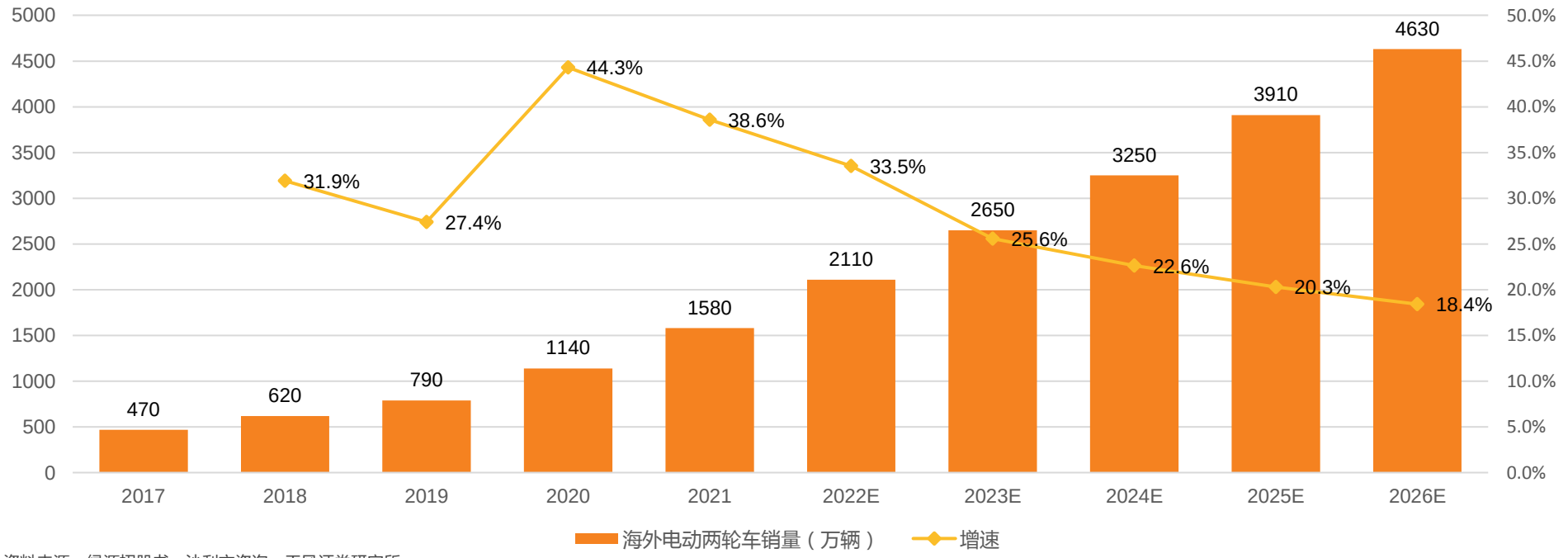
国家	政策
印度	启动了其电气化计划，即到2030年使印度成为100%电动汽车国家，该计划建议2025年3月31日后在该国销售的发动机容量低于150毫升的两轮车应为电动车。2021年6月，印度将电动摩托车的补贴从每千瓦时1万卢比提高到1.5万卢比，并将最高补贴从车辆售价的20%提高到40%。
泰国	泰国根据传统摩托车的二氧化碳排放水平对其征收更高的税，自 2020 年起，泰国对摩托车依照二氧化碳排放量征税，征税新规的税率根据摩托车 CO2 排放量分为 3% 、5%、9%、18%，以鼓励更多消费者采用电动两轮车。2022年起的10年作为燃油车向电动车的过渡期，每辆电动摩托车提供18000泰铢补贴。
印尼	印尼政府宣布到2025年实现176万辆电动两轮汽车上路。2021年6月，印尼宣布到2050年销售的所有汽车和摩托车都转型为电动车。
越南	即将实行“禁摩令”，其中，胡志明市从2021年起全面禁摩，河内市从2030年起全面禁摩。
马来西亚	本地组装的电动车组件可获全面进口关税豁免，CKD全散进口完全免征消费税和销售税（无进口税），CBU 整车进口完全免征进口关税和消费税，对电动车充电设施的安装、租赁、购买或订购最高减免个人所得税2500令吉（接近600美元）。

资料来源：36氪出海公众号，牛摩网，Marklines，证券时报网，电动车时代公众号、ebike益骑行公众号、天风证券研究所

2.1、产品出海 | 总结：电动两轮车海外市场年销量可达4630万辆

- **根据沙利文预测，到2026年电动两轮车在海外市场年销量可达4630万辆，欧美、东南亚、印度市场销量可期。**
- ✓ **欧洲：**欧洲市场道路条件较好，骑行文化由来已久，消费者环保意识和消费能力也更强，政策补贴有望成为销量增长的主要推手。
- ✓ **北美：**北美由于地广人稀等总体特征，其电动两轮车市场尚处于起步阶段，但发展势头向好。美国轻型电车协会（LEVA）公布的数据表示，2021 年美国进口了近 79 万辆 ebikes，较 2020 年的 46.3 万辆增加了 70%。
- ✓ **东南亚：**最大的摩托车市场之一，禁摩令、油换电激励政策、基础设施建设、电商及线上餐饮服务业的发展共同推动电动两轮车销量增长；RCEP的签订利好中国电动两轮车厂商向东南亚出口
- ✓ **印度：**截至 2021 年，电动车型仅占印度摩托车和踏板车总销量 1450 万辆的 1%。其政府的目标是到 2030 年达到 40%。

图：海外市场销量逐年增长，预计2026年达4630万辆

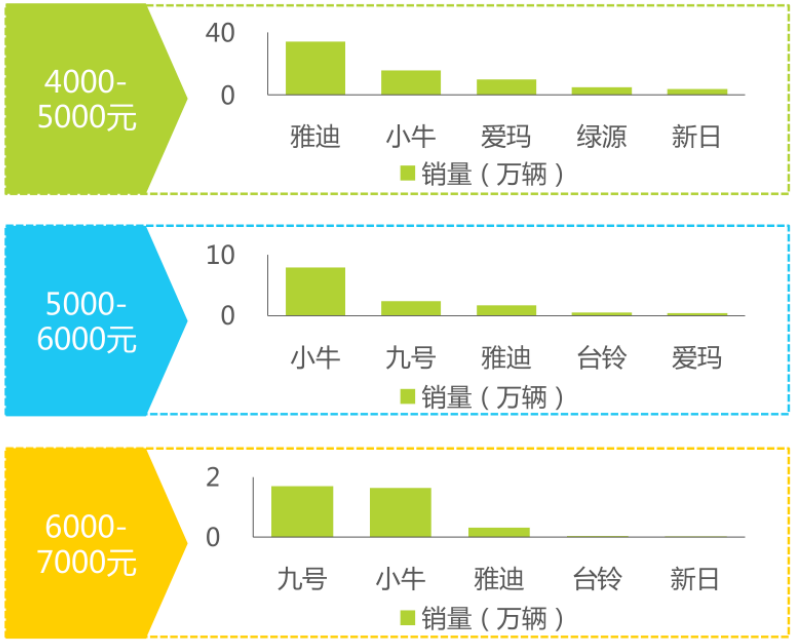


资料来源：绿源招股书，沙利文咨询，天风证券研究所

2.2、智能化：未来价格适中的智能化车型市场空间庞大，驱动单车ASP提升

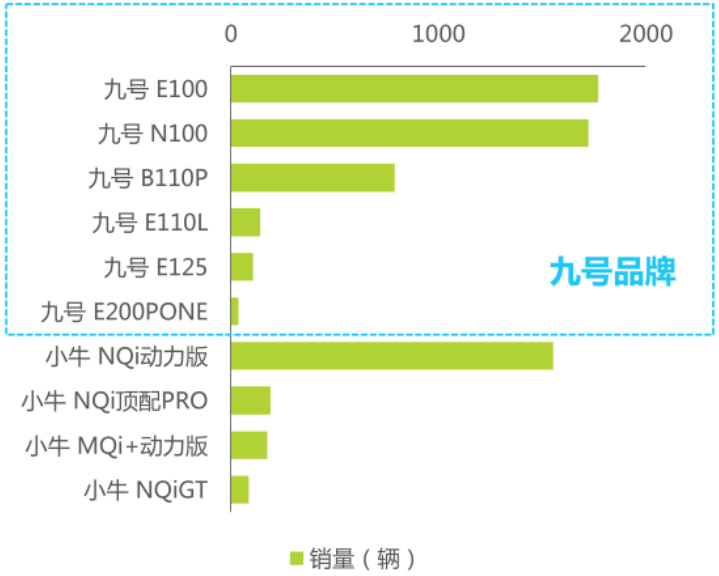
- **传统品牌低价段车型集中，中高价位智能产品市场空间更大**
- ✓ **传统品牌：**主要集中在低价格段车型，低端经济车型、性价比车型、性能车型常常是传统品牌的热销主力车型；随着两轮电动车的智能化发展，雅迪、爱玛、台铃、新日等传统品牌也大力推出“智”版车型。
- ✓ **新势力品牌：**如小牛、九号以智能化车型为主，价格相对较高，市场销售规模远不及低价段车型规模，未来价格相对适中、兼具性能与智能的车型市场空间会更大。九号通过弱化续航将智能化代入2k-3k元价格段。
- **驱动ASP提升：**智能化推动电动两轮车单车ASP提升，同时通过软件OTA升级方式亦有望实现行业盈利模式转变：硬件成为入口，软件成为利润重要来源，例如九号公司智能服务包66元/年，能够显著提升单车利润数量及盈利周期。

图：2021年两轮电动车细分价格段TOP5品牌销量



资料来源：艾瑞咨询公众号，鲁大师2021年电动两轮车行业调研报告，天风证券研究所

图：2021年天猫平台7000元以上两轮电动车销量



资料来源：艾瑞咨询公众号，鲁大师2021年电动两轮车行业调研报告，天风证券研究所

表：九号通过弱化续航降低售价

项目	A30C	B30C
售价	2599-2999元	2999-3399元
续航	35km-45km	25km-35km
BMS	有	有
感应解锁	有	有
NFC解锁		有
智能定位	有	有
智能报警	有	有
整车OTA	有	有
定速巡航	有	有

资料来源：天猫九号电动旗舰店，天风证券研究所

目录

1. 新国标持续推进，规模扩容&格局优化进行中

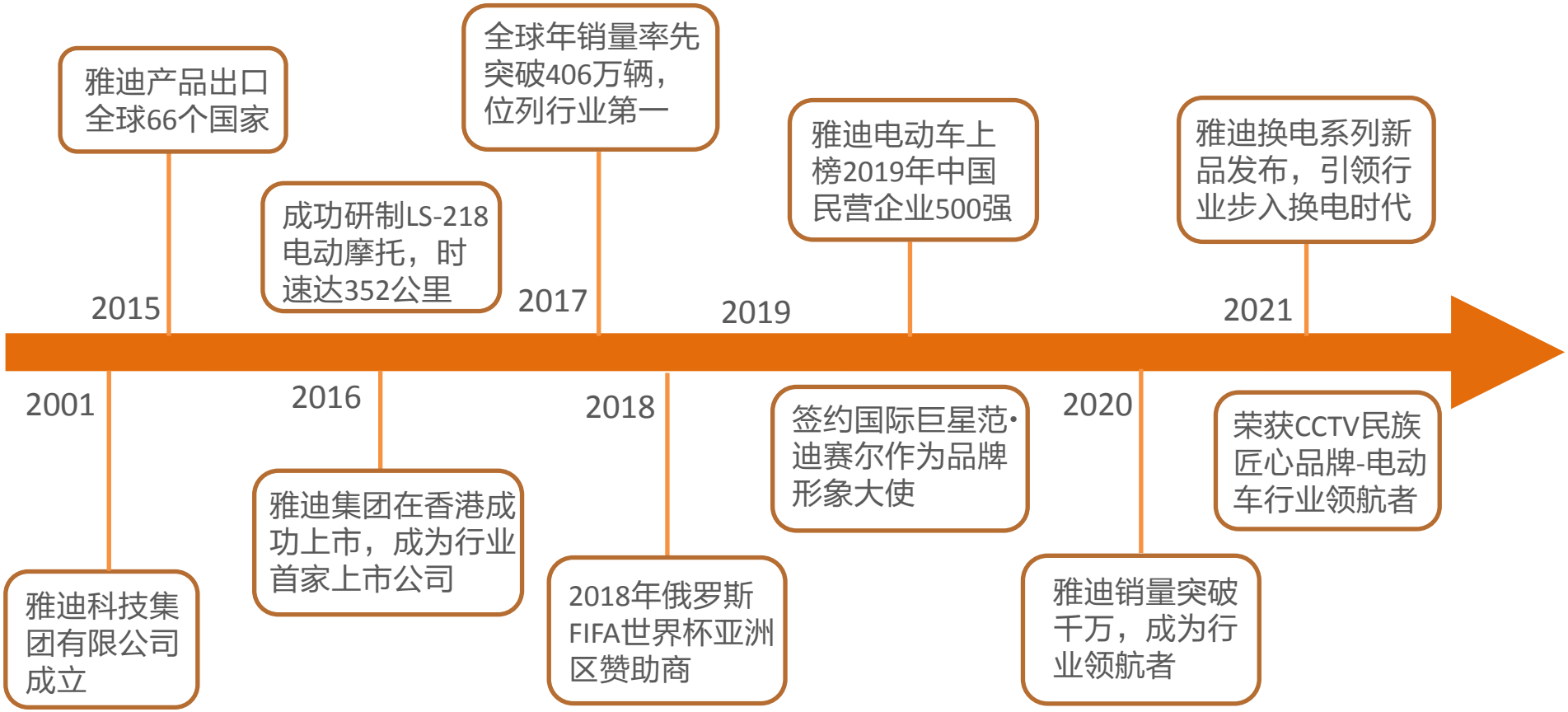
2. 产品出海、智能化、锂电化趋势催生行业新机遇

3. 电动两轮车行业投资建议

4. 风险提示

3.1、雅迪控股：电动两轮车领航者，销量全球遥遥领先

- **雅迪控股：**公司成立于2001年，专注于电动自行车、电动摩托车及其零部件研发、生产与销售，公司产品畅销全球100个国家和地区，连续五年全球销量第一，现已成为电动车行业的领航者，并于2016年5月在香港上市。

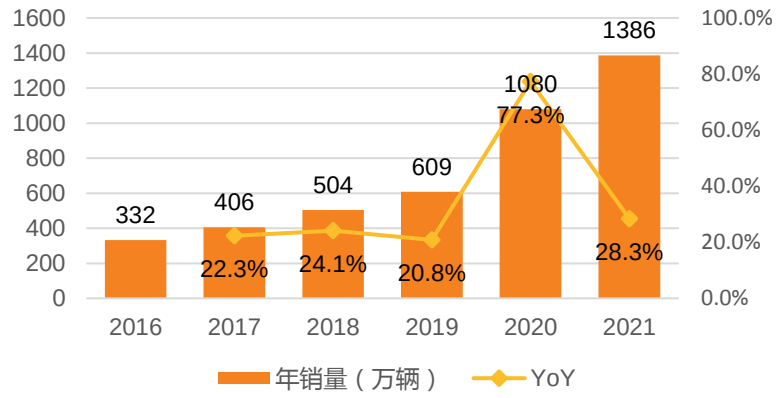


资料来源：雅迪公司官网、天风证券研究所

3.1、雅迪控股：充分受益新国标落地，龙头地位持续强化

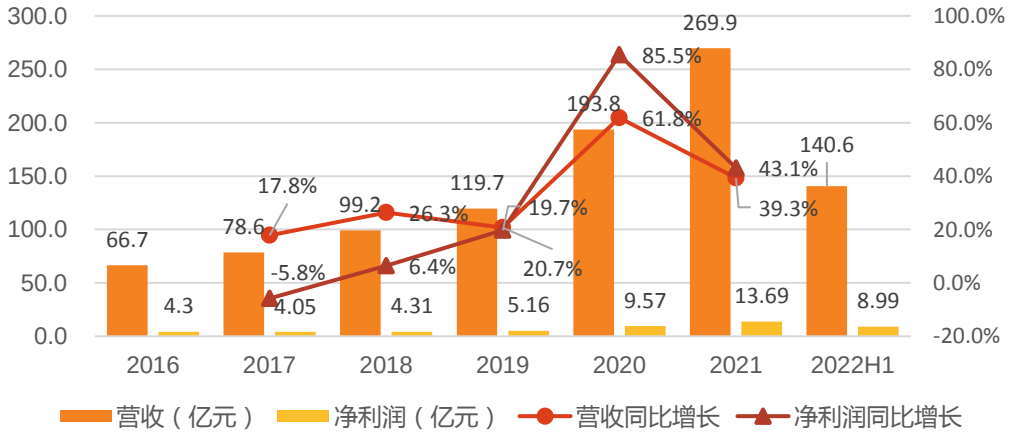
- **公司充分抓住“新国标”成长机遇，与2016-2019期间的业绩增长较为平淡相比，2019年后公司营收&利润、销量、市场份额等均实现了显著的增长，伴随行业加速洗牌，公司龙头地位有望持续强化。**
- ✓ **营收&利润：**2021年公司营收/净利润为269.9/13.7亿元，同比增长39.3%/43.1%，相较于2019年的119.7/5.2亿元的营收和利润已实现翻倍；同时公司22H1营收/净利润为141/9亿元，同比增长13.5%/52.6%，行业格局优化推动公司盈利能力加速修复。
- ✓ **销量：**2016-2019期间公司销量维持20%的增长，2019年新国标落地带来存量替换需求快速释放，2020年销量同比增长77%，并突破千万大关，同时2021年销量已较2016年实现3倍增长。
- ✓ **市场份额：**2017-2019年公司份额在13~17%，2019年新国标加速中小产能出清，公司作为龙头充分受益，21年份额提升至28%。

图：新国标落地推动存量替换需求快速释放，公司2020年销量增长显著



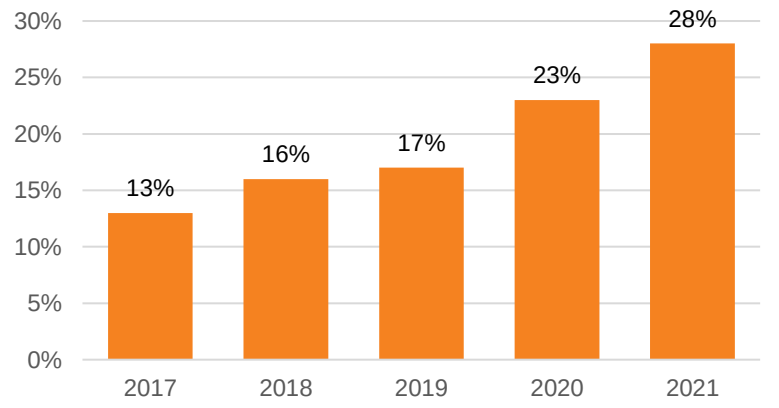
资料来源：Wind、天风证券研究所

图：公司充分受益于新国标落地，2019年以来营收&利润大幅提升



资料来源：Wind、天风证券研究所

图：新国标落地带来行业格局优化，公司2021年份额提升至28%

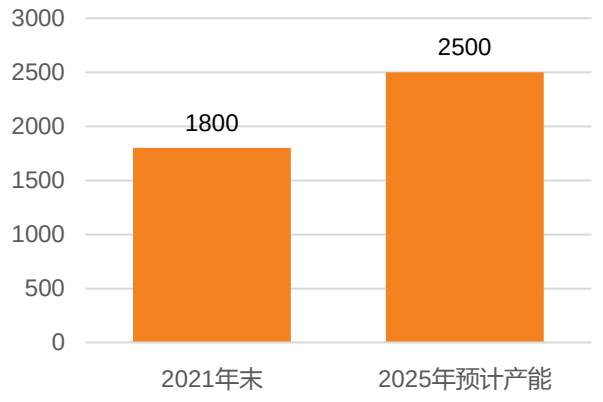


资料来源：雅迪公告、爱玛公告、全球电动车网、天风证券研究所

3.1、雅迪控股：品牌、渠道、成本优势显著，有望深度享受格局优化&利润扩容红利

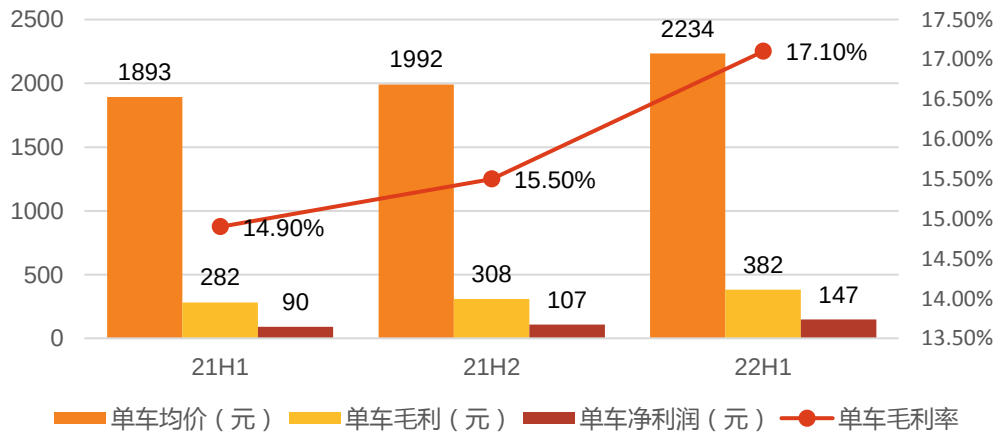
- **立足当下，公司品牌美誉度深入人心、产品矩阵丰富、渠道不断扩张，同时公司作为行业龙头采购量大，相较于同行具有更大的议价权，成本管控方面优势明显。**
  - ✓ **产品矩阵丰富：**产品结构丰富，不仅覆盖高中低端需求，冠能系列更成了行业爆款。
  - ✓ **渠道持续扩张：**公司2021年拥有3353家经销商、2.8w+门店，相较于同行渠道优势明显。
- **展望未来，行业产品出海、高端智能化趋势方兴未艾，伴随公司产品结构优化、产能扩张、海外业务高增，公司有望持续享受行业格局优化&利润扩容的红利：**
  - ✓ **产品结构持续优化：**公司冠系列2C销量占比已由2021年的31%提升至22H1的42%，产品结构优化带动产品ASP增长，并驱动单车净利润由21H1的90元增长至22H1的147元。
  - ✓ **产能不断扩张：**2020年，雅迪新建安徽、重庆和越南3个生产基地。截至2020年底，加上无锡、天津、慈溪、清远4个生产基地，雅迪已拥有了7个生产基地，总产能达到每年1500万台。2025年产能有望增至2500万辆，产能增长助推公司份额持续提升。
  - ✓ **海外业务进展喜人：**根据欧睿国际权威认证，公司已成为“全球第一”和“全球领先”品牌，同时22H1电动车出口数量同比增长104%，海外业务进展喜人，未来有望持续高增。

图：当下产能约为1800万辆，2025年预计达2500万辆



资料来源：芯八哥公众号、天风证券研究所

图：公司产品结构持续优化，产品APS提升的同时实现了单车盈利的高增长



资料来源：雅迪电动车公众号、天风证券研究所

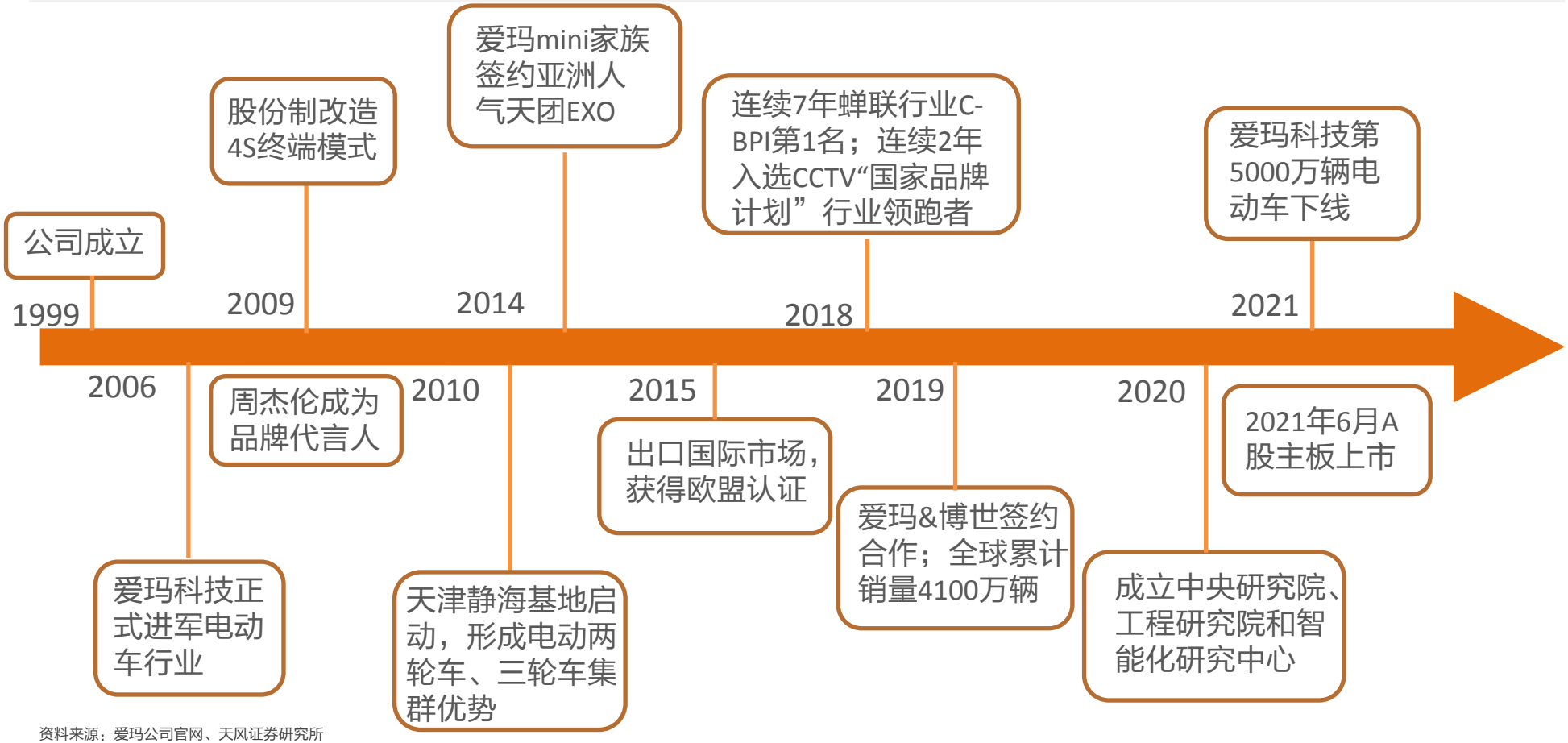
图：公司产品结构持续优化，产品APS提升的同时实现了单车盈利的高增长



资料来源：雅迪公司官网、天风证券研究所

3.2、爱玛科技：全球领先的绿色出行科技时尚公司

- **爱玛科技：**公司成立于1999年，2004年步入电动车行业，主营业务为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车的研发、生产及销售；公司在行业内拥有较高的市场占有率，并连续多年荣获工信部C-BPI电动自行车品牌第一；并于2021年6月成功在A股主板上市。

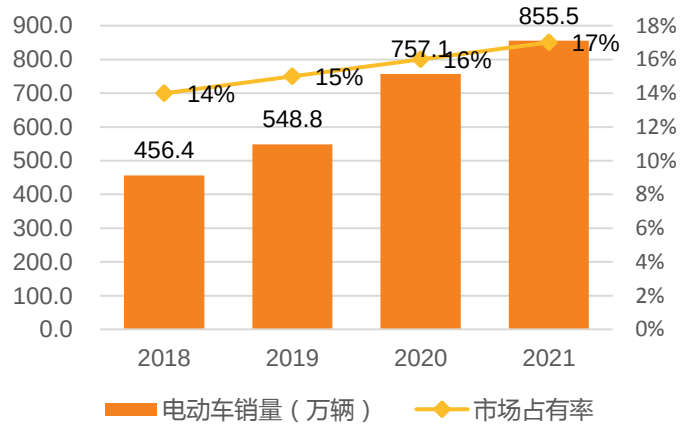


资料来源：爱玛公司官网、天风证券研究所

3.2、爱玛科技：产能持续扩张助力份额提升，高端化布局有望加速盈利能力修复

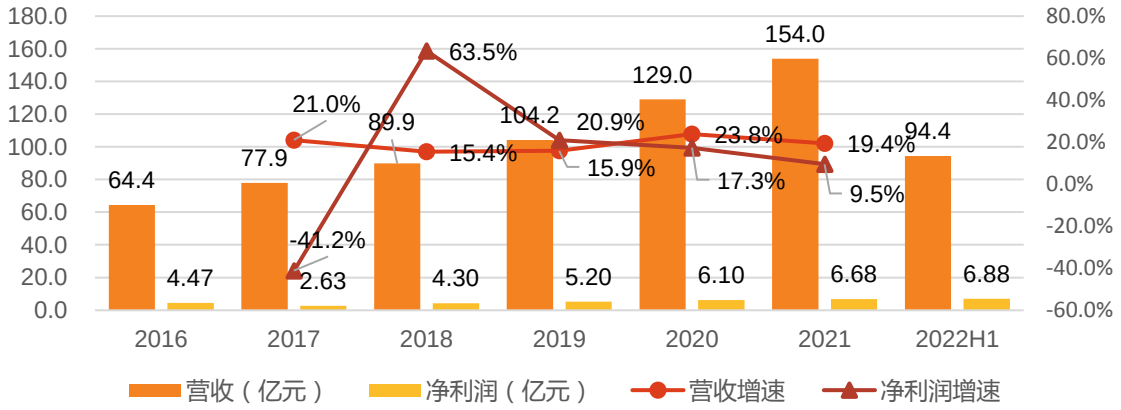
- **公司2021年市场占有率为17%，仅次于雅迪；近年来营收&利润稳步增长，销量&市场份额持续扩张，产品矩阵、品牌、渠道布局完善，未来成长可期。**
- ✓ **营收&利润：**相较于2016年，2020年营收已实现翻倍增长，但受制于行业竞争，利润增长不及营收，随着新国标落地加速产能出清，叠加行业产品迭代升级趋势，公司盈利能力逐渐优化，22H1净利润6.88亿元，同比增长119%。
- ✓ **科技时尚品牌深入人心：**科技和时尚助力打造高端、差异化，公司产品品类丰富，能满足不同群体的产品需求，我们认为有助于实现ASP和单车利润的提升。
- ✓ **渠道资源丰富：**公司2022H1经销商数量超2000家，终端门店数量25000家，仅次于雅迪，同时不断在天猫、京东、抖音等平台打造线上渠道体系。
- **产能持续扩张：**据芯八哥数据，公司目前产能合计约900万辆以上，同时21年投资50亿元扩产，产能不断扩张助力公司持续享受行业规模扩容和格局优化红利。
- **高端产品占比有望持续提升：**公司基于过硬的产品和差异化产品矩阵，并通过IP打造、门店升级等营销方式，以扩大高端收入占比，盈利能力亦有望随之改善。

图：公司销量和市占率不断扩张，现仅次于雅迪



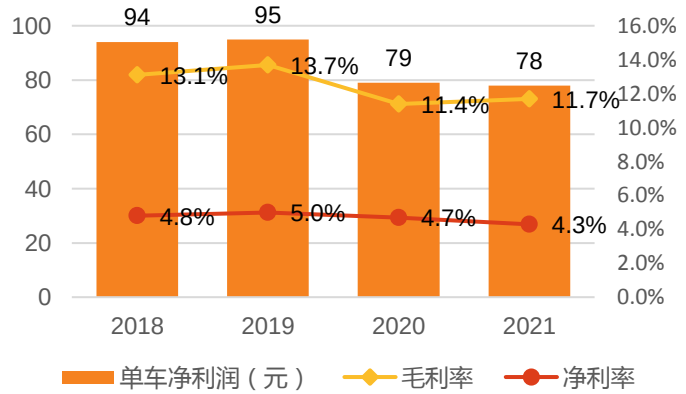
资料来源：Wind、雅迪公告、爱玛公告、全球电动车网、天风证券研究所

图：近年来公司营收及利润稳定增长，其中22H1净利润表现亮眼，同比增长119%



资料来源：Wind、天风证券研究所

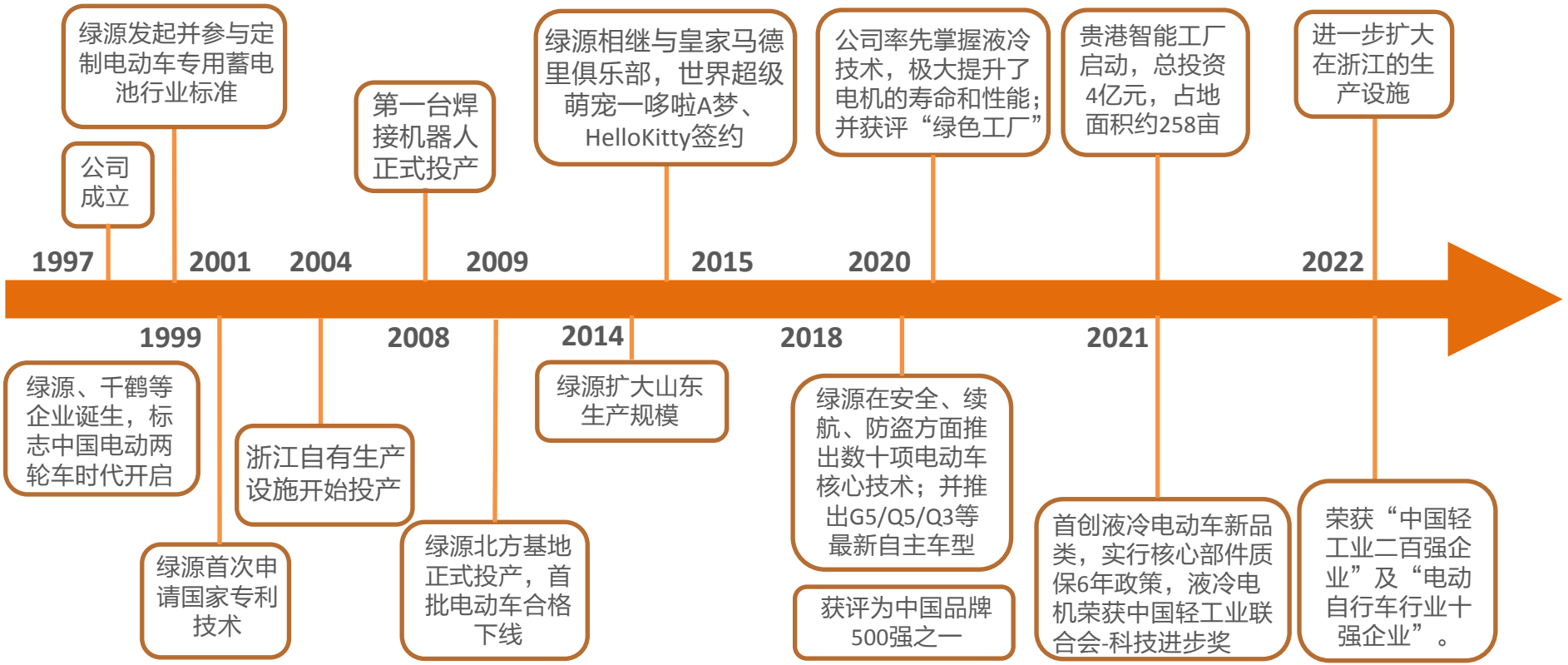
图：过去受制于行业竞争，公司盈利压力较大，未来有望改善



资料来源：Wind、天风证券研究所整理

3.3、绿源集团控股（拟上市）：中国电动车创始品牌，行业核心技术派

➢ **绿源集团控股：**公司成立于1997年，是中国电动车创始品牌、电动车标准制定者、电动车核心技术与智能制造引领者；产品涵盖电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车三大品类，公司独有液冷电机，可以做到持久续航，保用10年，并有九大核心技术加持，续航可达百公里，品质保10年，致力于让电动车成为耐用品。

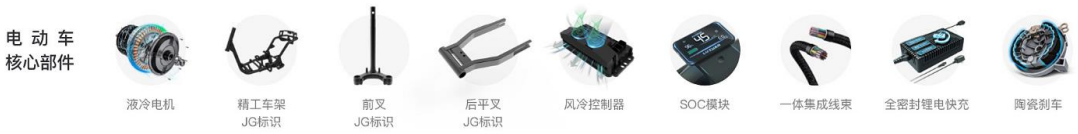


资料来源：绿源公司官网、公司招股书、天风证券研究所

3.3、绿源集团控股（拟上市）：关键部件性能优于行业水平，核心技术构筑竞争壁垒

- **核心技术积累深厚：**公司现已形成完善的核心技术矩阵，包括液冷电机、风冷控制器、SOC智能续航系统、石墨烯高能电池等九大核心技术，其中液冷电机是公司核心技术中的革命性产品：
- ✓ **业内首创液冷电机：**公司革命性地将液冷技术应用在电动两轮车电机上，液冷电机工作温度较普通降低30℃，长年使用仍能保持峰值性能，配合多项续航技术，动力续航能够双提升；此外，绿源液冷电机已获授26项技术专利，并荣获中国轻工业联合会颁发的科学技术进步奖。
- **国家发明专利数量位居行业首位：**截至2022年11月，公司国家发明专利数量为42个。截至2021年末，电动两轮车厂商中公司拥有最多项发明专利，发明专利数量是核心技术的体现。
- **核心零部件质保年限提升3~10倍+关键部件性能参数远超行业水平：**
- ✓ **行业质保年限天花板：**绿源液冷电动车的液冷电机、精工车架、前叉、后平叉质保10年，风冷控制器、SOC模块、一体集成线束、全密封锂电快充质保6年，陶瓷刹车质保3~5年，据公司官网，质保年限为行业天花板水平。
- ✓ **关键部件参数远超行业水平：**绿源液冷电动车整车车架前叉振动、电机温升等关键零部件通过22项可靠性测试，各项部件可靠性、耐用性指标上均远超行业普通电动车标准值。

图：与普通零部件相比，公司核心零部件质保年限提升3~10倍，为行业质保天花板水平



	液冷电机	精工车架 JG标识	前叉 JG标识	后平叉 JG标识	风冷控制器	SOC模块	一体集成线束	全密封锂电快充	陶瓷刹车
绿源	10年	10年	10年	10年	6年	6年	6年	6年	3-5年
普通	2年	2年	1年	1年	1-2年	/	1年	1年	1年

资料来源：绿源公司官网、天风证券研究所

图：绿源现已形成完善的核心技术矩阵，其中液冷电机为革命性产品

绿源核心技术	技术优势
液冷电机	**更好的温度控制能力:** •非液冷电机：60-120℃ •液冷电机：30-70℃ •电机正常工作温范围：30-100℃ **功率效率:** •绿源液冷电机:90%以上 •具有更高功率效率的电机可以降低电池的功耗延长电池寿命
陶瓷刹车片	**性能:** •更短的烘烤距离:缩短约30% •降低刹车噪音 •更长的磨损寿命:比金属制动器长500%，延长制动器寿命达5年 •更好的耐高温性能 •更高的抗侵蚀性能
SOC精准电量显示	**首创铅酸电池仪表电量百分比显示：** •电量显示精确到1% •具有低电量续航保护功能。
石墨烯高能电池	**性能：** •单位体积能量密度增加20% •具备大电流充放电能力，最快90分钟充满
石墨烯增程钢丝胎	**性能：** •在启动、过弯、刹车时轮胎变得较软 •能耗降低7%

资料来源：绿源公司官网、天风证券研究所

3.3、绿源集团控股（拟上市）：份额、渠道位于行业前列，产能扩充奠定成长基础

- **市场份额与新日接近，位居行业前列：**根据沙利文数据，2021年绿源销量为194.8万辆，市场份额为3.9%，略低于新日股份的4.6%，销量与市场份额位居行业前列。
- **产品矩阵丰富，覆盖高中低端车型：**公司产品矩阵丰富，有多个系列产品，覆盖两千到五千价位，能够满足不同客户群体的个性化需求。
- **渠道资源位居行业前列，电商销售成果斐然：**截至2022年6月末，公司国内门店数量超9200家，经销商数量达1086家，渠道资源位居行业前列；同时公司电商渠道成果斐然，2022年618期间全平台销售额同比增长298%，共有7款车进入行业热销榜TOP10，并诞生了1个亿级单品。
- **产能持续扩充，远期产能有望达1000万辆：**公司目前共有三大生产基地，分别在浙江、山东、广西。截至2021年末，公司年产能约210万辆。公司计划2023-2026年在东部城市建造新的生产基地并扩充现有产能，2026年远期总产能达1000万辆。

图：三大生产基地+东部在建基地，远期产能总计1000万辆

绿源基地	基地产能及基本情况
浙江智造基地	**产能达110万辆：** •拥有行业领先整车同步装备线11条，配备AGV智能运车。 •2021年整车年产能110万辆，远期（2026年）年产能达200万辆
广西智造基地	**产能达20万辆：** •华南地区集电动自行车及核心零配件研产服于一体 •2021年整车年产能20万辆，远期（2026年）年产能达200万辆
山东智造基地	**产能达80万辆：** •能够对电池、电机、控制器、车架等关键部件自主研制 •2021年整车产能达80万辆，远期产能（2026年）达350万辆
中国东部	**远期产能达250万辆：** •计划在具有成熟供应链及配套资源的中国东部城市兴建新设施基地，远期（2026年）产能达250万辆

资料来源：绿源公司招股书、绿源公司官网、天风证券研究所

图：公司产品矩阵丰富，包括S、Moda、极影、INNO、Coco、COLA、LIVA等系列产品，产品覆盖高中低端车型

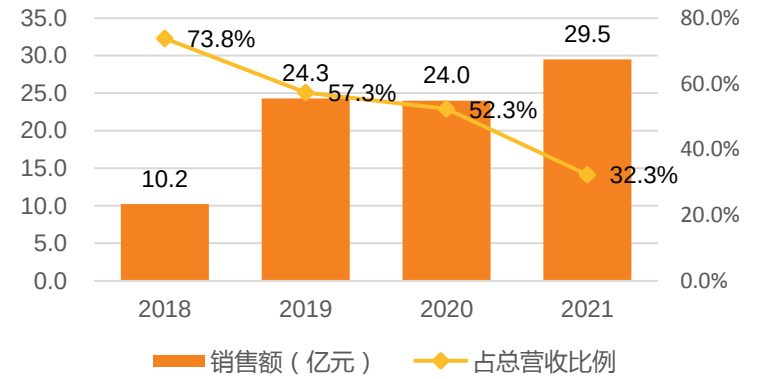


资料来源：绿源公司官网、绿源电动车官方京东旗舰店、天风证券研究所（注：价格数据截至2022年9月，价格仅供参考）

3.4、九号公司：中短距离出行平台型公司，2019年正式进军电动两轮车市场

- **九号公司：**公司成立于2012年，专注于创新短交通和机器人领域，旗下有Ninebot九号和Segway赛格威两大品牌；目前在全球累计申请4800多项知识产权，产品遍及100多个国家和地区，并于2020年在科创板上市。
- **中短距离出行平台型公司：**公司起家于双轮电动平衡车，后逐渐丰富产品矩阵，发布了电动单轮平衡车、电动滑板车、电动平衡轮、服务机器人、混合动力全地形车等产品，**2019年公司正式进军电动两轮车领域**，推出电动摩托车和电动两轮车产品，并不断丰富产品体系，满足不同客户群体需求。
- **公司与小米生态链深度绑定：**小米集团旗下People Better曾持有公司10.91%股份（现持有6.36%），亦是公司主要的销售渠道之一；公司与小米深度绑定，2018~2020年小米收入占公司总收入的50%以上，公司在共享小米生态资源的同时也在逐步降低对单一客户的依赖，21年小米收入占总营收的32.3%，未来客户结构有望持续改善。

图：公司与小米深度绑定，2018~2020期间小米占据营收50%以上



资料来源：九号公司招股书、公司年报、天风证券研究所

2012

- ✓ 公司成立

2013

- ✓ 发布**双轮电动平衡车** Ninebot E 系列产品

2015

- ✓ 发布**电动单轮平衡车** Ninebot C 系列产品；
- ✓ 发布第三代**电动双轮平衡车**“九号平衡车”系列

2017

- ✓ 发布“九号**电动滑板车**”系列产品；
- ✓ 推出儿童自行车产品；
- ✓ 研发的“智能配送机器人”问世

2018

- ✓ 推出**电动平衡轮**系列产品；
- ✓ 搭载在智能电动平衡车上的**服务类机器人**“路萌”上市
- ✓ 推出“卡丁改装套件”可与平衡车拼接使用增强体验

2019

- ✓ 发布**电动摩托车**E系列和**电动两轮车**C系列，以及电动越野摩托；
- ✓ 推出全球首款**混合动力全地形车**ATV、UTV、SSV三个车系；
- ✓ 发布智能共享滑板；
- ✓ 推出第二款平衡轮产品“九号平衡轮”

Segway-Ninebot
九号公司

资料来源：九号公司官网、九号公司招股书、天风证券研究所

3.4、九号公司：定位高端智能，丰富产品矩阵不断向中低端市场渗透

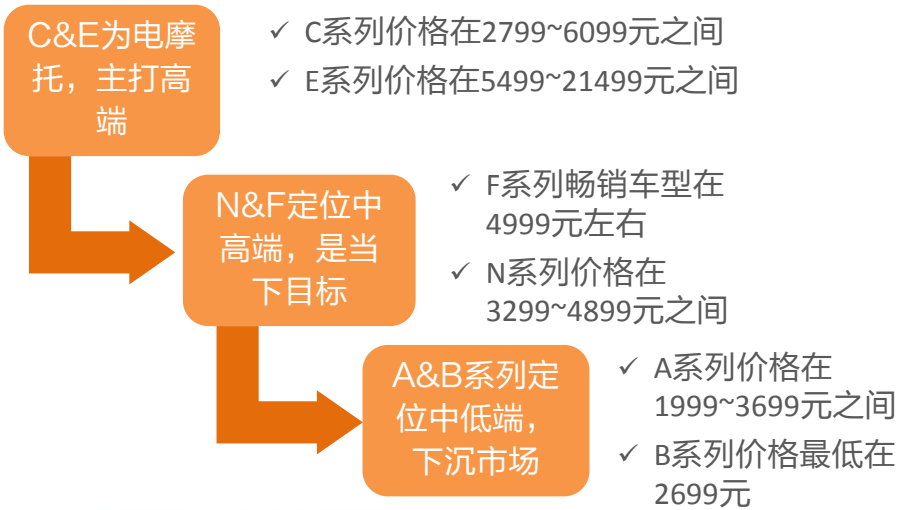
- **公司真智能“软硬兼备”：**公司通过云盒ECU及光感、温度、电子锁等多传感器实现硬件智能，软件方面通过BMS系统保护充放电，并基于GPS等定位和车辆网系统方便用户查看车辆相关信息、远程检测控制等。
- **硬件为基+软件OTA，有望复刻特斯拉FSD商业模式：**九号智能服务包按年收费，首年试用，续费订阅价格为66元/年，这使得公司商业模式有望由“硬件销售商”向“软件服务商”蝶变；同时软件收入大部分可以转化为净利润，随着公司电动两轮车保有量的持续提升，未来软件服务费用有望成为持续稳定的利润来源。
- **产品矩阵丰富，并不断向中低端市场下沉：**目前公司电动两轮车包括F、C、B、A等品类电动自行车以及E、N系列电动摩托车；起初公司产品定位高端“真智能”，推进高端品牌建设；同时公司并不断丰富产品矩阵，向中低端市场下沉，根据在京东商城九号官方旗舰店到手价格统计，A与B系列价格亲民，畅销车型在2000~3000元之间，我们认为公司有望持续享受高端智能品牌溢价，中低端车型助力市场不断下沉。

图：九号智能包功能，可通过续费订阅获得该服务



资料来源：九号公司官网、天风证券研究所

图：公司产品矩阵丰富，定位高端智能，并不断向中低端市场下沉



资料来源：九号公司年报、京东ninebot九号电动旗舰店、连线出行公众号、天风证券研究所整理（注：价格仅供参考）

图：公司智能化基于云盒ECU，体现在车辆智能、控制智能、数据智能三个方面

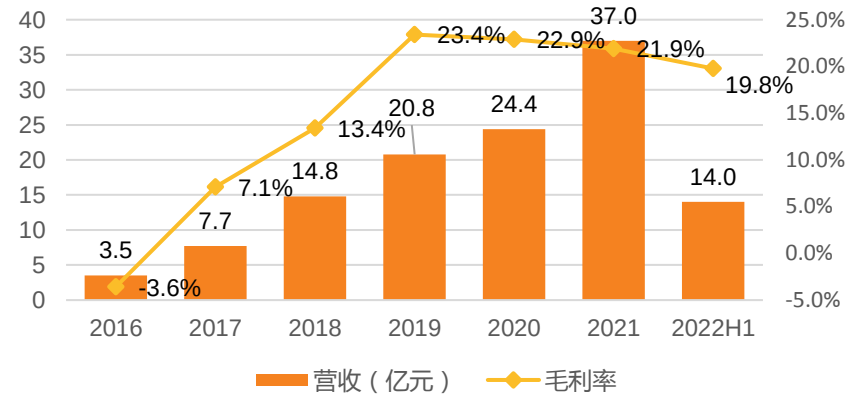


资料来源：艾瑞咨询公众号、天风证券研究所

3.5、小牛电动：高端智能锂电新物种，创始以来营收增长迅速

- **小牛电动：**公司成立于2014年，是全球智能城市出行解决方案商，产品包括小牛电动多个系列电动自行车、电动摩托车和周边文化产品，以及专业户外运动自行车、电动助力车、电动滑板车等；目前公司在国内有3108家品牌体验店及专卖店，覆盖239个城市，同时进入海外50个国家市场，并为全球多家共享电动车运营商提供基于SaaS的两轮电动车智能共享业务解决方案。
- **全球高端锂电两轮车企业：**公司产品定位智能锂电，近年来营收增长迅速，已由2016年的3.5亿元增长至2021年的37亿元，增长近十倍；公司产品定位高端，近年来毛利率在20%左右，高于行业水平；同时公司高端智能锂电品牌深入人心，伴随欧洲、东南亚等海外市场电动两轮车持续渗透，公司全球化布局有望深度受益。

图：公司定位高端，近年来营收增长迅速，毛利率处于行业较高水平



资料来源：Wind、天风证券研究所

2014

- ✓ 公司成立

2015

- ✓ 发布第一款车型**小牛电动 Nqi；**
- ✓ 单日销售额破亿

2016

- ✓ 发布**小牛电动 MQi；**
- ✓ 进入欧洲市场
- ✓ 小牛电动 Nqi 获天猫品牌日电动车行业销量第一

2017&2018

- ✓ 发布**小牛电动 UQi ；**
- ✓ 全球累计销量30万辆
- ✓ **2018.10于纳斯达克上市；**
- ✓ 公司全球用户累计行程达十亿公里

2019&2020

- ✓ 推出户外自行车NIU AERO；
- ✓ 启动 NIU 2.0 战略，发布小牛电动 MQi2及 MQis 及 GOVA G0、G2、G3。
- ✓ 公司产品累计销量超过 150 万辆

2021

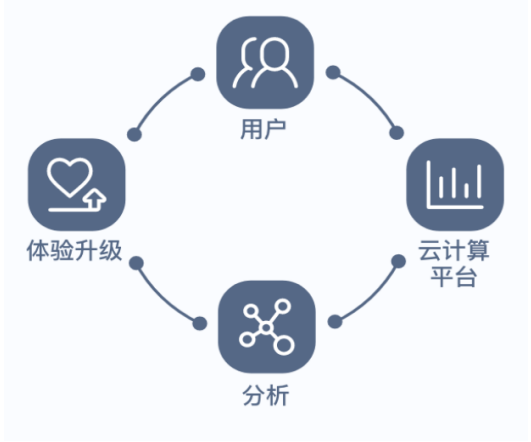
- ✓ 升级 NIU 2.0 战略，发布小牛电动 MQi2s 及 **GOVA F0、F2、F4、C0；**
- ✓ 小牛电动全球用户累计骑行里程突破 100 亿公里；
- ✓ 全球门店数量超 3300 家，累计销量超过 270 万辆

资料来源：小牛公司官网、天风证券研究所

3.5、小牛电动：电动智能系统持续进化，GOVA品牌加速市场下沉

- **产品定位高端锂电智能：**公司整合硬件、软件和互联网等，并创造高效的能源科技、先进驾驶辅助技术和人车交互系统，系统具备互联网属性，可持续优化迭代，具体为：
- ✓ **小牛电动锐智™科技：**是小牛电动智慧的灵魂，其整合BIG DATA 庞大的数据库、NIU IoT、CLOUD ECU智能中央控制器，系统可搜集并分析电池使用状况、性能表现、续航里程，甚至路况、时间、驾乘习惯等各维度数据，持续优化迭代。
- ✓ **睿电™AI 动力锂电系统：**该系统基于亿万条车辆大数据分析，深挖安全范围内的放电临界点，通过自研BMS芯片和算法等，全面提升电池续航、动力、寿命、安防等性能指标。
- **自高端向中低端渗透，GOVA产品占比持续提升：**公司是全球智能两轮车开拓者，起初公司N系列、M系列产品定位高端，指导价在4899元及以上；公司推出GOVA系列产品旨在下沉市场，以加速公司产品向中低端市场渗透；自2019年以来GOVA系产品销量增长迅速，并推动公司营收持续高增，2021年GOVA系列产品营收占比已达61%，我们认为公司智能锂电优势明显，随着各系产品持续渗透，未来营收有望持续高增。

图：公司 BIG DATA系统可实现不断进化迭代



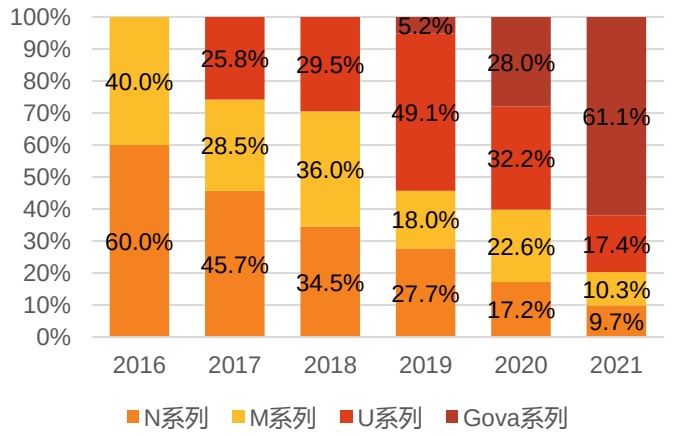
资料来源：小牛电动公众号、天风证券研究所

图：公司起初定位高端，并启动市场下沉战略，成立GOVA品牌，主打中低端市场



资料来源：天猫小牛电动旗舰店、天风证券研究所（注：价格数据截至截至2022年9月，价格仅供参考）

图：公司产品结构逐渐优化，平价品牌Gova营收占比持续增加



资料来源：小牛公司公告、天风证券研究所

目录

1. 新国标持续推进，规模扩容&格局优化进行中

2. 产品出海、智能化、锂电化趋势催生行业新机遇

3. 电动两轮车行业投资建议

4. 风险提示

4、风险提示

- **新冠疫情相关风险：**目前，全球新冠疫情形势依然严峻，疫情仍有反复的风险。如果全球新冠疫情不能得到有效控制或持续反复，将会对全球经济的发展带来极大的挑战，特别是受海外及国内疫情影响，全球海运集装箱可能会面临舱位紧张、运费高涨的情形，国内部分地区物流的中断可能会导致公司的重要原材料、零部件或者核心设备等发生供应短缺、延迟交货等情况，可能对相关公司业务带来不利影响。
- **海外市场推广不及预期：**行业内越来越多企业选择出海开拓市场，参与全球竞争。如果未来相关公司海外业务开拓不力、主要客户发展不及预期，将对经营业绩产生较大不利影响。
- **研发进展不及预期：**随着消费者消费意识的提升及消费升级的趋势愈发明显，消费者对电动两轮车的需求呈现出时尚化、智能化、网联化的特征，这就要求电动两轮车生产企业不断对消费需求的趋势进行研究和预判，持续进行产品创新和技术研发，推出具有新造型、新功能的新车型以满足用户不断升级的消费需求，若生产企业预判失误或新车型的市场接受度未达预期，则会对业绩产生不良影响。
- **材料价格波动风险：**行业原材料采购价格受到宏观趋势、产业政策等因素的影响，存在波动的可能性，增加了采购成本的管控难度，可能对生产企业的经营业绩产生一定影响。
- **假设条件误设风险：**行业规模测算具有主观性，其中假设条件根据历史数据、调研数据及相关资料结合主观判断设定，存在假设条件误判的可能性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS