

电动两轮车：格局优化，盈利有望改善

汽车行业证券分析师：黄细里

执业编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199790

2023年2月5日

总量：新国标替换需求有限，出口市场或成主要助力

- **总量复盘：**中国庞大的消费群体及收入水平的提高是电动两轮车行业发展的基础，在城市轨道交通建设以及其余公共交通建设相对不足&居民出行半径不断增加情况下，电动两轮车成为人们改善出行条件的重要选择。自2013年起行业基本达到年销3000万的稳态水平，行业增速放缓同时竞争加剧。2018新国标正式发布，换购需求提升，同时疫情影响下外卖等行业快速发展产生增购需求，行业重回高增长。
- **总量预测：**1) 预计由新国标带来的违规车替换需求预计于2022年达到高峰后逐步回落。主要原因为替换需求多已释放+过渡期基本涵盖自然使用寿命。2) 政策推动下东南亚地区电动两轮车行业将迎来高速发展期。东南亚市场潜力大+自贸协定保驾护航+中国企业积极布局等因素影响下中国电动两轮车企业在东南亚地区的出口量有望持续攀升。最终我们预测2022-2025年电动两轮车销量预计为5711/5290/4894/5044万辆。

格局：行业集中度将持续提升，形成寡头竞争格局

- **格局复盘：**品牌认知不断加深叠加新国标带来的高行业准入门槛，行业集中度不断提升。电动两轮车行业CR3由2016年27%提升至2021年68%，雅迪和爱玛逐步形成双寡头格局。
- **格局推演：**竞争要素分为渠道、产能、营销和研发，展望后续渠道仍为根基，产能/营销因素弱化，研发核心关注一体化布局，龙头将持续受益。
 - 1) 渠道能力为电动两轮车厂商发展根基。从消费者购买流程来看，试驾体验、本地上牌、售后维修更换电池等均需要线下门店参与，渠道数量/服务质量是厂商开拓当地市场的重要基础。
 - 2) 产能方面雅迪在产能方面同样抓住先机扩产，其余厂商跟进扩产。
 - 3) 资金实力使得龙头厂商在营销方面具有较显著优势，而在龙头厂商内部进行对比，营销能力未有显著差异。
 - 4) 研发方面各家厂商电池/电机自研深度存在差异，向产业上游整合成新趋势。

价格：过去以价换量为竞争常态，后续供需共同推动均价提升

- **价格复盘：**由于电动两轮车产品本身差异小，且消费群体多属于价格敏感型，在行业整体增速放缓后**价格战成为车企提高市占率的主要方式**，因此行业均价基本以单车2200元为中枢波动，行业单车净利也维持在70元上下。
- **价格预测：**行业均价上行需要行业从价格竞争过渡至产品竞争阶段，**供需双侧共同推动产品均价提升**。我们认为这个转型更多取决于需求端，即需消费者自身对电动两轮车智能化/品牌等要求提升，才能最终带来行业均价的上修；从供给端来看，新国标带来的产品标准提高也有望提升产品均价和行业盈利水平。
- **盈利能力预测：**由于空调行业与两轮车行业单价/消费频次等消费特质类似，同时行业格局相近，均为寡头垄断格局，因此参考空调企业格局-盈利演化趋势，我们认为龙头企业在市占率达到一定水平、行业地位较稳固后盈利能力提升即可期待。

投资逻辑：核心关注格局优化带来的盈利能力提升

- **行业总量提升核心来自出口市场是否能放量；价格提升核心来自产品力提升；渠道、产能、营销和研发竞争要素变化下龙头将持续受益。**综合判断下我们认为格局优化带来的盈利能力提升将是未来电动两轮车行业投资主线逻辑，建议关注雅迪控股/爱玛科技行业双寡头以及以高端产品定位+智能化能力+品类创新进行差异化竞争的九号公司。

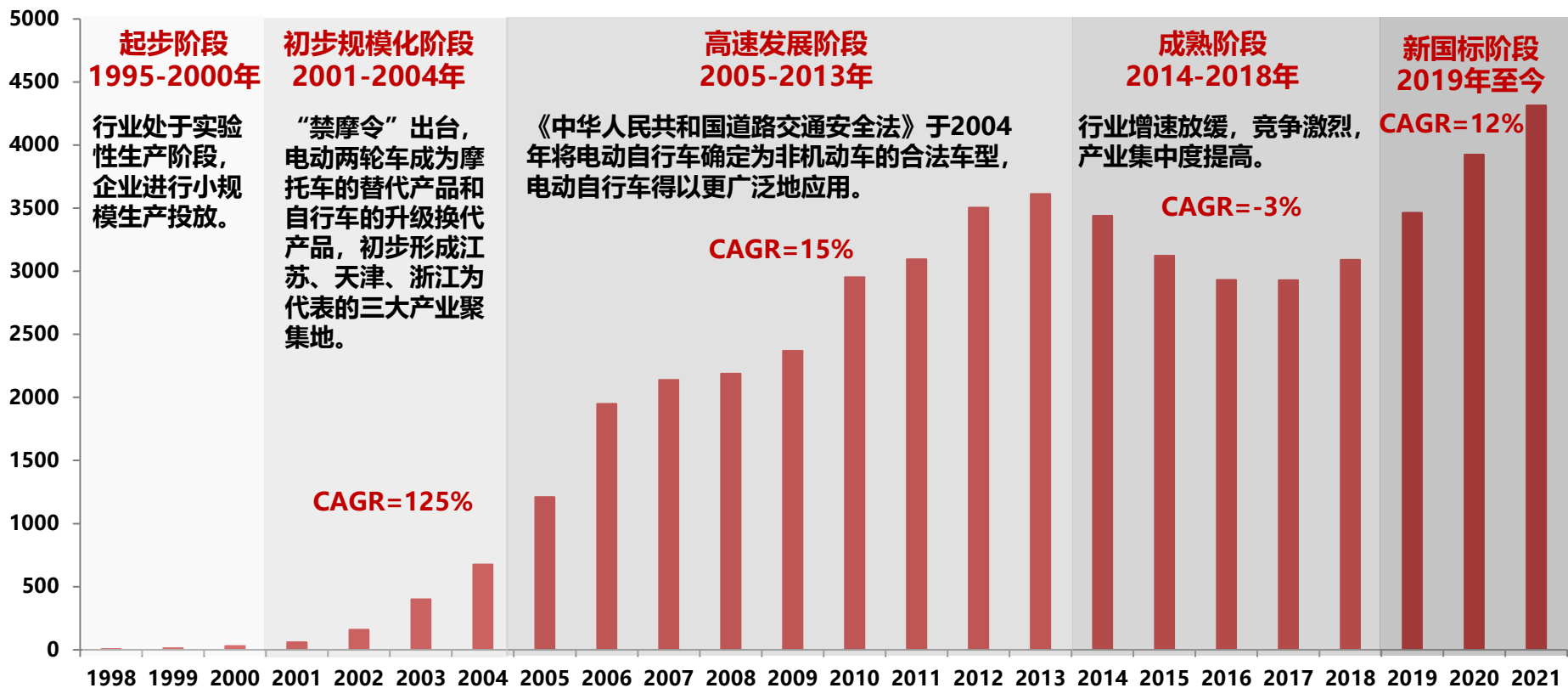
风险提示

- ◆ **行业价格战超预期。**若行业重回价格战竞争状态，企业盈利能力将受较大影响。
- ◆ **出口增速低预期。**出口为电动两轮车行业销量未来几年总量提升核心推动之一，若由于地缘政治等其他因素影响出口规模，将影响行业总销量，进而影响企业经营能力。

量：新国标替换需求有限，东南亚市场或成主要助力

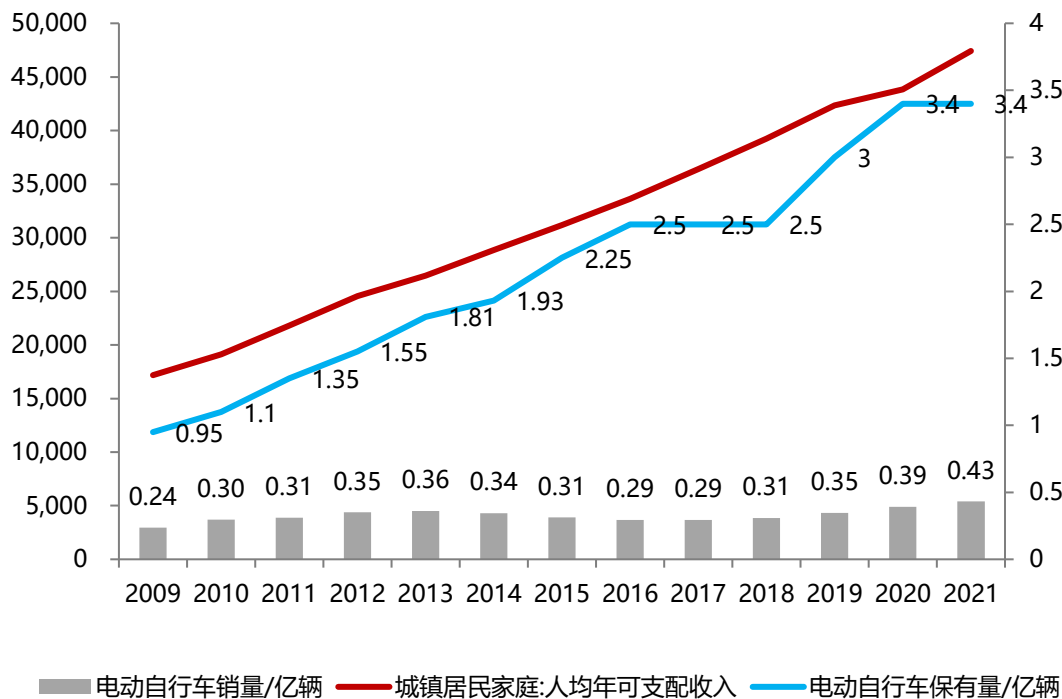
◆ 电动两轮车行业自1995年起步发展以来，历经十余年的高速发展期逐步成为国民短途出行的主要工具。自2013年起行业基本达到年销3000万的稳态水平，销量增速放缓同时竞争加剧。2018年《电动自行车安全技术规范》（GB17761-2018）强制性国家标准（新国标）正式发布，换购需求提升，同时疫情影响下外卖等行业快速发展产生增购需求，行业重回高增长。

图：电动两轮车销量情况及发展阶段（万辆）

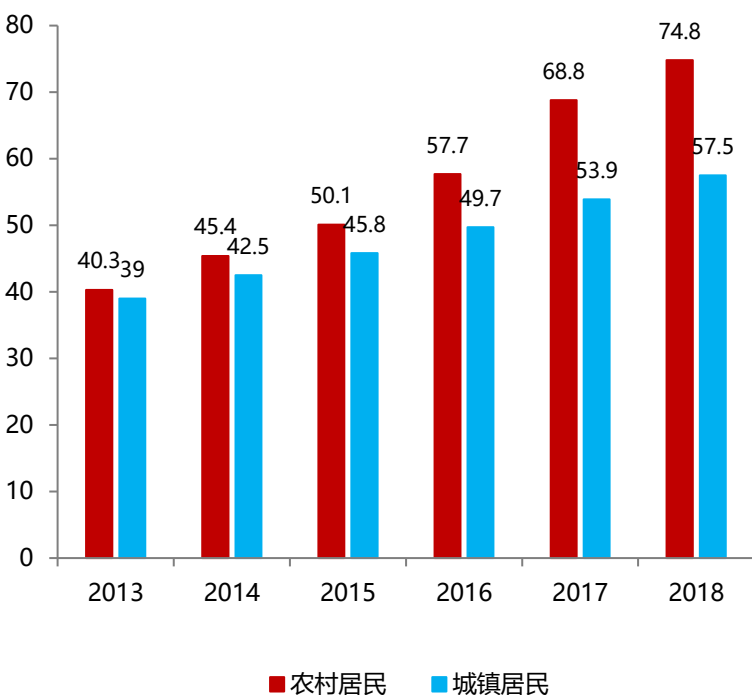


◆中国庞大的消费群体及收入水平的提高是电动两轮车行业发展的基础。中国作为全球最大的交通工具消费市场，居民生活质量不断提升是行业发展重要基础。

图：城镇居民人均年可支配收入（左轴/元）及电动自行车保有量&销量情况（右轴/亿辆）



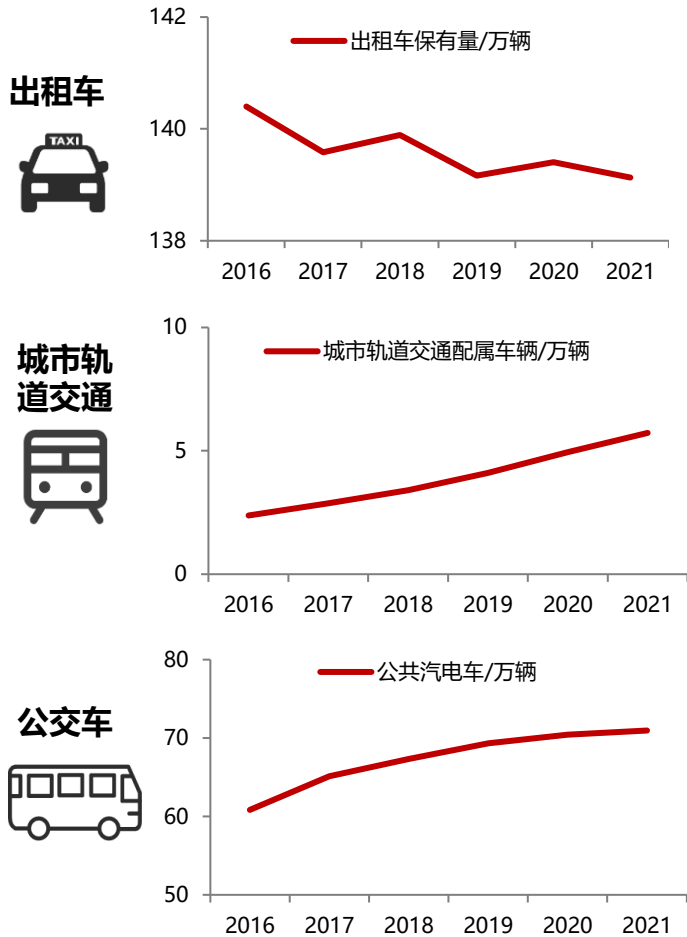
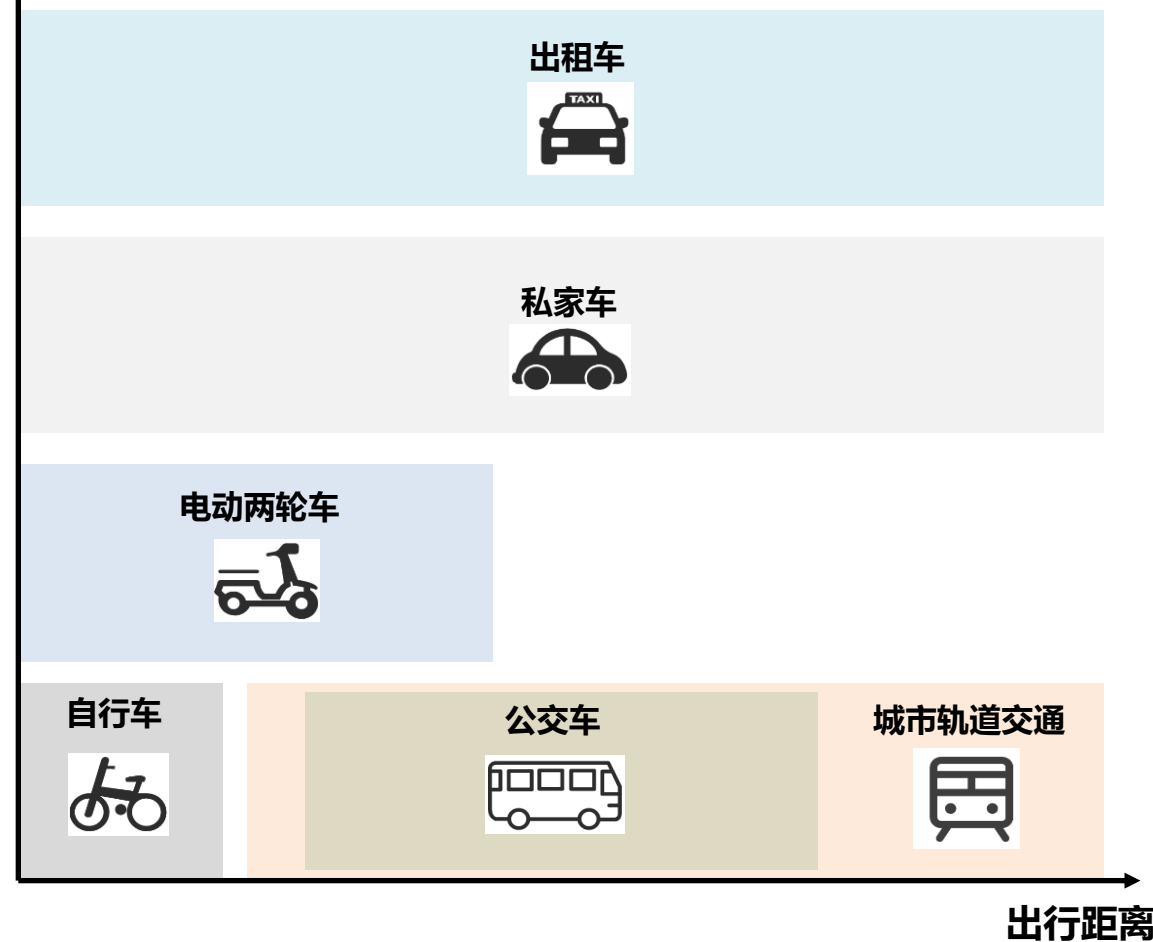
图：中国居民家庭平均每户拥有电动自行车/辆



总量复盘：需求1-居民短途便捷出行需求

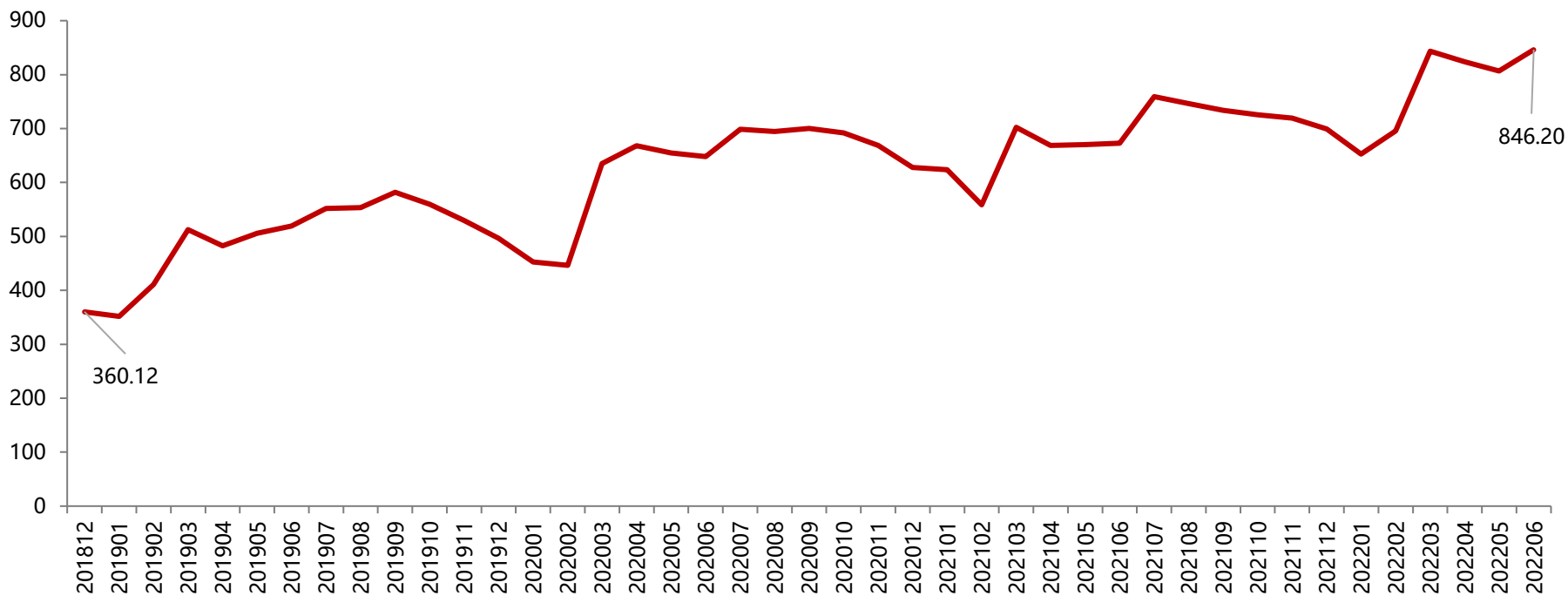
◆ 电动两轮车核心满足**居民短途便捷出行需求**。在城市轨道交通建设以及其余公共交通建设相对不足，同时居民出行半径不断增加情况下，电动两轮车以其操作简易、方便快捷、省时省力、性价比高等特点，成为人们改善出行条件的重要选择。

出行成本



◆**短途配送服务（外卖+快递等）提升电动两轮车行业需求。**外卖配送最主要的交通工具即为电动自行车，我们计算了主流骑手APP2018年以来的用户活跃数，即美团众包+蜂鸟众包+美团骑手+达达骑士版+顺丰同城骑士五款APP合计用户活跃数，若不考虑重叠率问题，则2018年至2022年骑手数量增速达到了134.98%，截至2022年6月骑手数达846.2万人。同时骑手用车**使用频率高、更换周期短**，为电动两轮车市场增长提供重要助力。

图：骑手APP月度活跃人数情况/万人



注：即美团众包+蜂鸟众包+美团骑手+达达骑士版+顺丰同城骑士五款APP合计用户活跃数，存在重叠率问题，因此图中数据仅供趋势参考

◆新国标于2019年4月15日正式实施，标准调整整体趋严。新国标增加提示音、整车尺寸、防篡改等的技术要求；且规定所有检验项目均符合要求的情况下检验结论才为合格，不再允许旧国标中“重要项目和一般项目”不合格仍可出厂情形出现，整体标准趋严。

图：新旧国标对比情况

序号	项目	新国标	旧国标
1	最高车速	不大于 25km/h，且控制系统内应当具有防速度篡改设计	不大于 20km/h
2	提示音	行驶速度超过 15km/h 时持续发出提示音	-
3	制动性能	以最高车速电动骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应不大于7m，湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于 9m	以最高车速电动骑行时，其干态制动距离应不大于4m，湿态制动距离应不大于15m
4	整车质量	不大于 55kg	不大于40kg
5	整车尺寸	整车高度小于或等于1100 mm； 车体宽度（除车把、脚蹬部分外）小于或等于450 mm； 前、后轮中心距小于或等于1250mm； 鞍座高度大于或等于635mm； 鞍座长度小于或等于350mm	-
6	脚踏行驶能力	30min的脚踏行驶距离应不小于5km	30min的脚踏行驶距离应不小于7km
7	电动机功率	额定连续输出功率应不大于400W	额定连续输出功率应不大于240W
8	蓄电池的标称电压	蓄电池的标称电压应不大于48V	蓄电池的标称电压应不大于48V

总量展望：替换需求预计于2022年达到高峰

◆新国标实施后，各地对不符合强制性国家标准的电动两轮车办理临时号牌后实施过渡期限管理，过渡期内非合规车辆仍可上路。各地过渡期截止时间不同，多集中于2022-2024年。**我们认为由新国标带来的违规车替换需求预计于2022年达到高峰后逐步回落**，主要原因为：

- 1) **替换需求多已释放**：2021年电动两轮车保有量位居前十名的省份合计保有2.69亿辆，其中过渡期于2022年结束的省份保有量占比42%，替换需求多数已释放。
- 2) **过渡期基本涵盖自然使用寿命**：电动自行车使用寿命约为3-5年，其所普遍使用的铅酸蓄电池使用寿命一般在2-3年左右，过渡期基本涵盖自然使用寿命，新增替换需求相对有限。

图：2021年电动两轮车保有量前十省份保有量数据

	保有量/万辆	新国标过渡截止日期
山东	3900	2022/12/31
河南	3800	2023/12/31
江苏	3600	2024/4/14
河北	2500	2025/4/30
浙江	2500	2021/12/31
安徽	2500	2023/12/31
广东	2500	2020/6/20-2023/11/30 (市级层面要求各异)
四川	2300	2022/10/14
广西	2000	2025/2/1
湖南	1300	2022/6/15-2024/3/31 (市级层面要求各异)

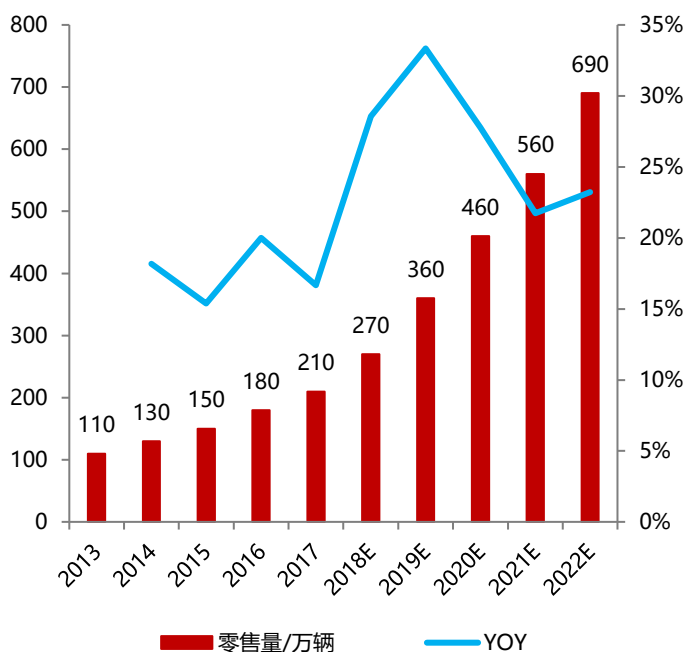
◆ **政策推动下东南亚地区电动两轮车行业将迎来高速发展期。** 东盟国家使用摩托车作为出行工具较为普遍，随着东盟各国环保意识的加强，以绿色环保的电动自行车取代摩托车作为代步工具的趋势逐渐显现。

- **1) 政策指引：**泰国、缅甸、越南等东南亚地区推动支持低碳环保出行政策落地，通过限制摩托车路权或增加税收提高燃油摩托车使用成本的方式推动电动两轮车的发展，可参考中国推行禁摩令后行业规模迅速提升进程，东南亚电动两轮车市场广阔。
- **2) 电动两轮车可满足基本出行需求：**大多数东盟国家的公共交通系统不够发达完备，电动自行车以其方便快捷、节能环保、价廉物美的优质属性，可以满足人们日常出行的需求。

表：东南亚部分国家限制摩托车路权/提高使用成本政策

国家	提案时间	政策内容
越南	2021年	河内市自2025年在三环路和长沙、黄沙和5号国道的范围之内禁摩；2030年后在红河以南地区的四环以内、红河以北地区三环以内地区禁摩。
	2022年	胡志明市多个区域计划分别自2025年至2030年起，禁止摩托车行驶。2030年后越南五大直辖市河内、海防、岘港、芹苴和胡志明市要在部分地区限行或停止摩托车。
老挝	2022年	能源矿产部指定政策鼓励在交通运输中使用清洁能源，特别是鼓励使用电动车。
缅甸	2022年	仰光多地颁布了禁摩令，包括丹仑、丹兑、德拉及克严等镇区。
马来西亚	2021年	轻便摩托车、助动车、和个人交通工具禁止上路，满足马来西亚MS 2514标准要求的电动自行车可以上路
新加坡	2021年	自2023年逐步提升摩托车检验标准，在2028年全面禁止老旧摩托车上路
印度	2019年	2025年起禁止销售高于150cc排量的摩托车 加大对燃油摩托车的征税税率至28% 将电动车的商品/服务税由12%下调到5% 为两轮电动车企业提供补贴
	2021年	印度联邦政府将电动两轮车补贴提高到每千瓦时电池容量15000卢比，对电动两轮车制造商的财务激励上限提高到车辆成本的40%。
印尼	2022年	2040年起仅销售电动摩托车。 每辆改装为电动摩托车的摩托车将获得500万卢比的补贴。

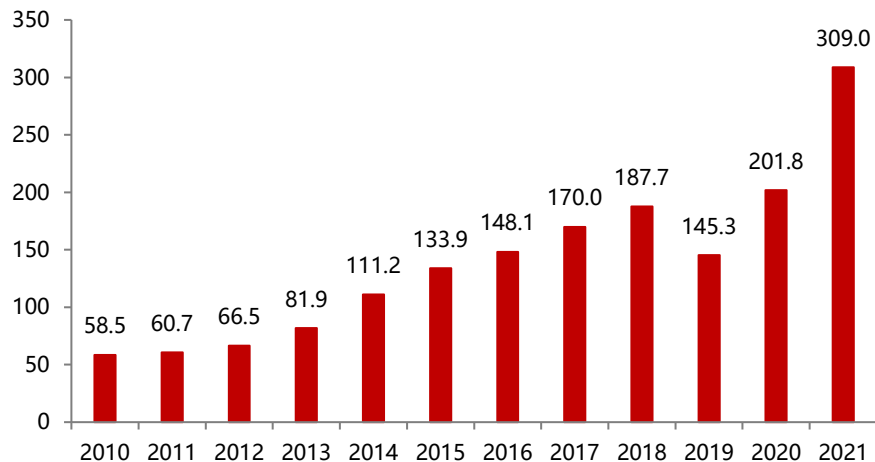
图：东南亚电动两轮车零售量（左轴/万辆）及同比增速（右轴/%）



◆ 东南亚市场潜力大+自贸协定保驾护航+中国企业积极布局等因素影响下中国电动两轮车企业在东南亚地区的出口量有望持续攀升。

- 1) 从现有出口数据来看，2019年-2021年出口销量增速均保持在较高水平，三年复合增长率达45.82%。根据华经产业研究院统计，出口至北美洲和欧洲比例达76.8%，东南亚市场出口潜力仍待挖掘。
- 2) **2020年中国签署RCEP贸易协定，加深与东盟地区经济一体化合作，电动两轮车出口政商环境较佳。**2020年11月有15个成员国参与的RCEP在东亚合作领导人系列会议期间正式签署，全球最大自由贸易区形成，为电动两轮车出口至东盟等国家营造良好政商环境。
- 3) **多家车企积极布局海外市场。**2018年爱玛入驻“中国东盟新能源车生产基地”；2019年雅迪宣布越南北江生产基地正式投产，该基地集生产-仓储-办公等功能于一体，产能20万台/年。

图：中国电动自行车出口销量（万辆）



注：2021年出口数据参考行业出口额增速近似计算而来

图：雅迪越南工厂



◆将销量分为新国标带来的替换需求、自然需求、海外市场新增需求，计算可得2022-2025年行业销量预计为5711/5290/4894/5044万辆。

- **替换需求：**假设违规车占保有量（2019年底数据）比例为30%，新国标带来的替换需求自2019年开始启动，2021-2025年过渡期结束的省份占比为10.3%/31.0%/24.1%/17.2%/17.2%，考虑电动两轮车使用寿命为3-5年，因此我们预计2024年之后违规电动两轮车会自然更新不会替换。
- **自然需求：**假设自然新增+更新需求稳态为2015-2018年行业平均销量3000万左右。
- **出口测算：**假设出口市场电动两轮车市场增速25%左右。

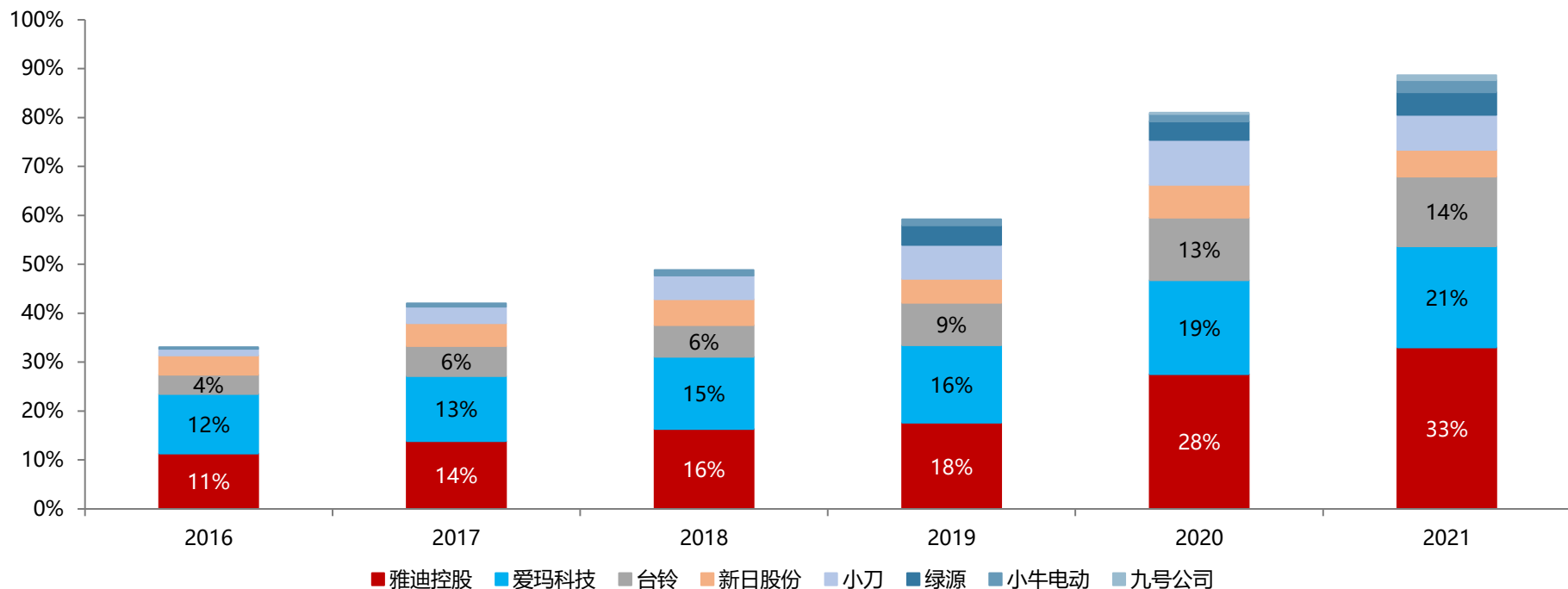
图：电动两轮车销量预测

	2021 (测算值)	2022E	2023E	2024E	2025E
新国标替换需求	773	2325	1808	1290	1290
行业稳态需求	3000	3000	3000	3000	3000
出口需求	309	386	483	604	754
合计/万辆	4082	5711	5290	4894	5044

格局：行业集中度将持续提升，形成寡头竞争格局

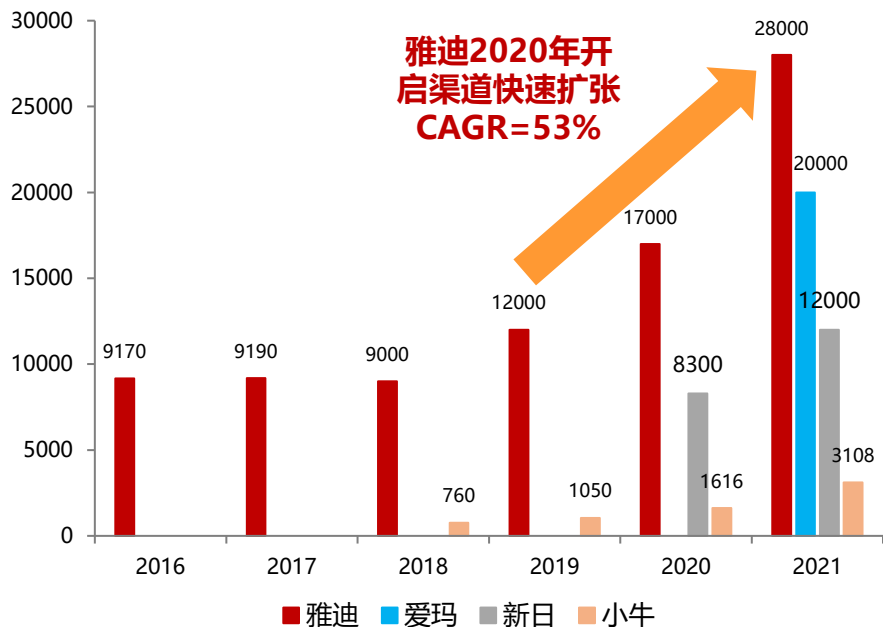
- ◆ **品牌认知不断加深叠加新国标带来的高行业准入门槛，行业集中度不断提升。** 电动两轮车行业CR3由2016年27%提升至2021年68%，雅迪和爱玛逐步形成双寡头格局。
- **品牌：**随着保有量逐步提升行业进入成熟期，电动两轮车行业已从依靠同质化产品竞争状态逐步向品牌化竞争演进，产品创新能力、经销商布局广度、售后体系完善度都成为重要竞争要素，龙头企业将受益于此发展趋势。
- **新国标：**新国标新增多项强制性功能，且对于生产资质要求提升，提高行业准入门槛，加速不合规企业淘汰出局，进一步提升行业集中度。

图：2016-2021年电动两轮车头部企业市占率（%）变化情况

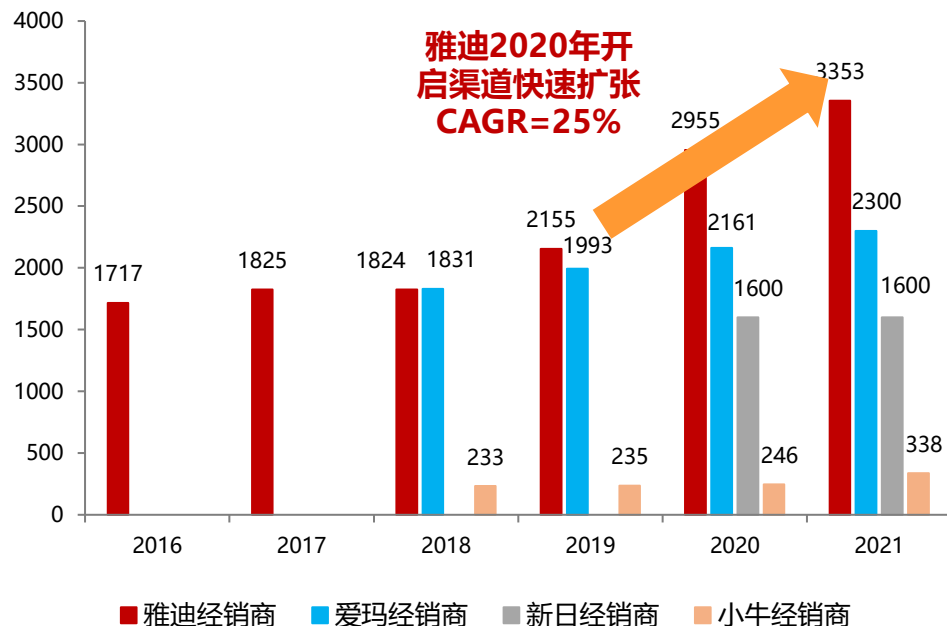


- ◆ **渠道能力为电动两轮车厂商发展根基。**从消费者购买流程来看，试驾体验、本地上牌、售后维修更换电池等均需要线下门店参与，渠道数量/服务质量是厂商开拓当地市场的重要基础。
- ◆ **从渠道扩张速度来看雅迪在2019年起迅速扩张渠道数量，实现市占率18%-33%的高速增长，目前门店数/经销商数都处于行业首位。**
- ◆ **门店经营效率为下一阶段核心竞争要点。**头部品牌逐步调整渠道考核指标，提升门店经营效率。如爱玛在招股说明书中提出，公司在3年内将投资4.88亿元对旗舰店、标准店、主题店以及碎片店进行装修改造。雅迪则早在2016年计划在终端门店实施“智美终端”计划，改善门店形象以提升消费者购物兴趣和体验。

图：2016-2021年部分厂商终端门店数（家）

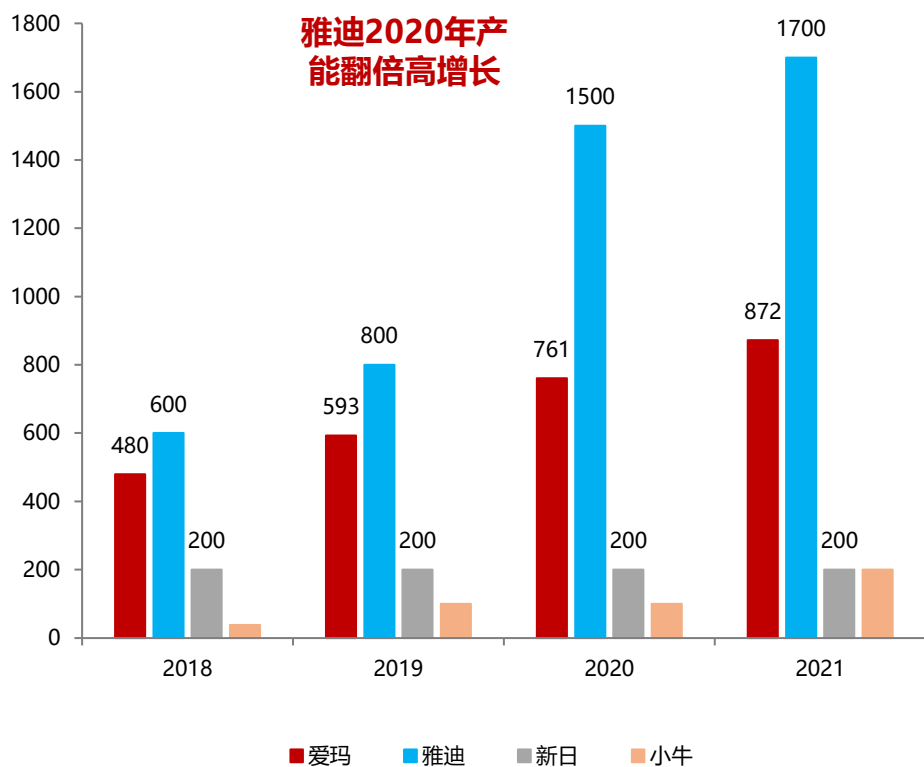


图：2016-2021年部分厂商经销商数（家）

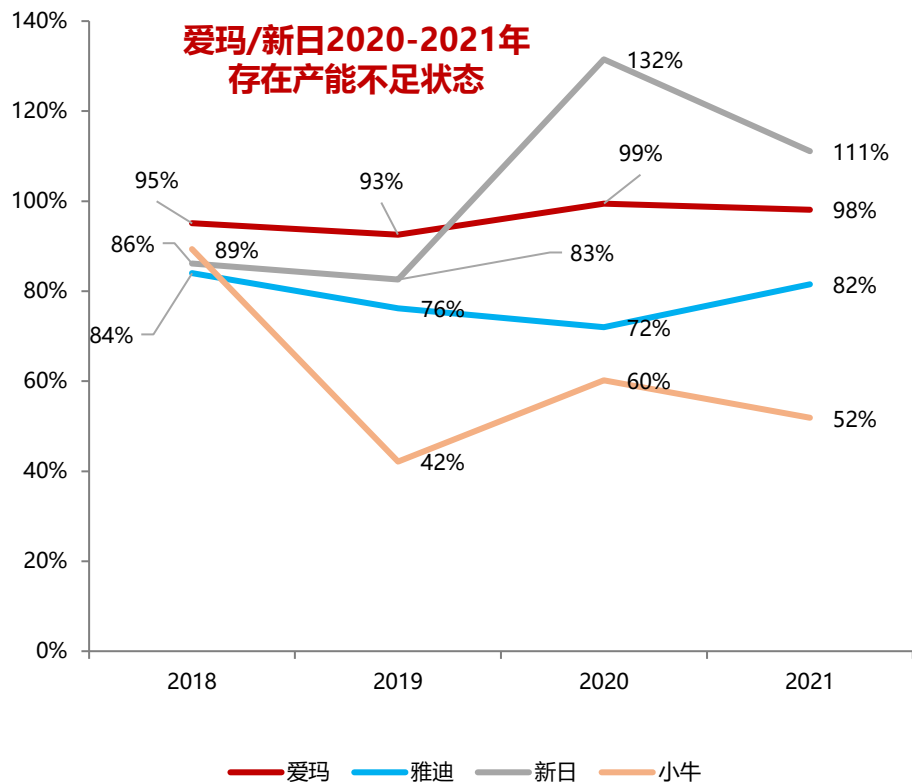


- ◆ **雅迪在产能方面同样抓住先机扩产。**雅迪于2020年新建安徽/重庆/越南三大生产基地，2020年产能同比增速达87.5%。爱玛自2018年以来扩产力度较稳健，而新日基本没有进行扩产，因此在行业需求旺盛时期工厂出现超负荷生产情况，产能受限影响公司份额提升。

图：2018-2021年部分厂商年产能对比（万辆）



图：2018-2021年部分厂商产能利用率对比（%）



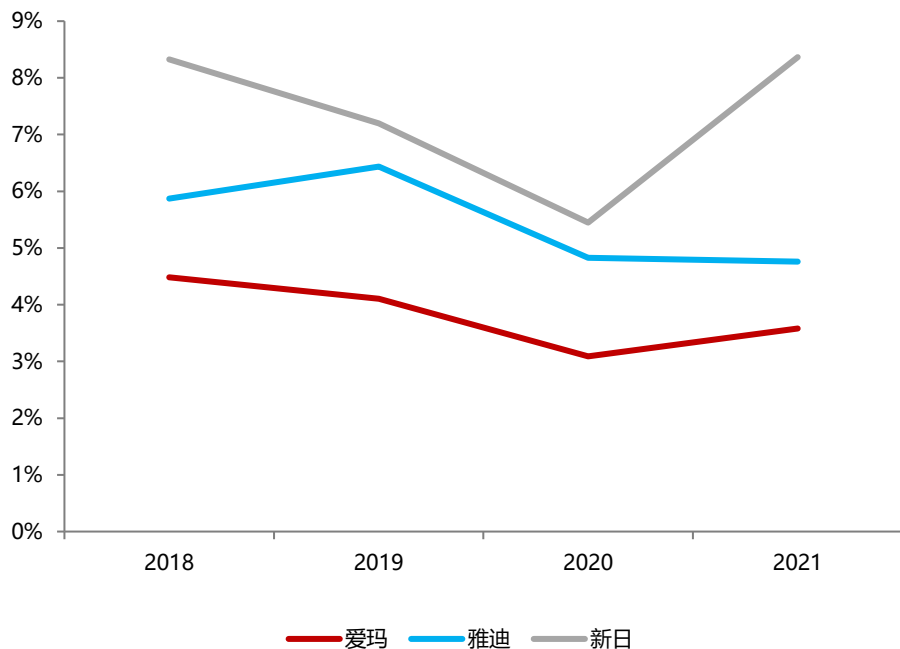
- ◆ **雅迪之外其余厂商跟进扩产，产能竞争要素将得到弱化。** 新日2022、2023、2024规划年产能为370、370、600万辆；爱玛通过发行可转债及自有资金投资多项扩产项目，我们预计到2024年合计产能将达1800万辆（部分扩产项目未公告产能，按照投资额近似计算），基本与雅迪现有年产能持平。**产能差距逐渐抹平，我们认为产能竞争要素将弱化。**

图：2018-2021年部分厂商年产能对比（万辆）

车企	产能规划
爱玛	<ul style="list-style-type: none">• 重庆投资20亿建设西南制造基地项目，建设期2年。一期于2022.1投产。• 2021.9于台州投资10亿建设智能电动车及高速电摩项目，建设期2年。• 2022年拟投资20亿建设丽水新能源智慧出行项目（一期），预计2年后投产，年产300万辆。• 2022.7于贵港投资11.5亿元建设智慧出行产业园项目，建设期2年。
新日	<ul style="list-style-type: none">• 天津工厂建设项目（一期）预计2023年底完成，产能200万辆。• 惠州工厂建设项目（一期）预计2023年底完成，产能120万辆。• 温州50万产能电摩项目竣工，进入设备调试阶段。• 2022.2无锡工厂改扩建完工，完全达产后年产能200万辆。

- ◆ 主要电动车企在营销与销售端持续发力，通过多种方式增强消费者对品牌的认知度，资金实力使得龙头厂商在营销方面具有较显著优势，而在龙头厂商内部进行对比，营销能力未有显著差异。
- 明星代言：由于电动两轮车使用场景较为下沉，多家厂商通过邀请国民度较高的明星代言的方式提高产品热度。雅迪曾请李敏镐、胡歌、范迪塞尔等人代言，爱玛则深度绑定周杰伦进行宣传，新日电动车曾与华人影视巨星黄晓明，赵丽颖签约，启动“双星代言战略”。
- 广告投放线上线下相结合：1) 线下：在商场、地铁站、火车站等人流密集初投放地广。2) 线上：与电视节目合作投放广告；积极拥抱新媒体，线上直播间同步送福利。

图：主要厂商销售费用率变化情况 (%)

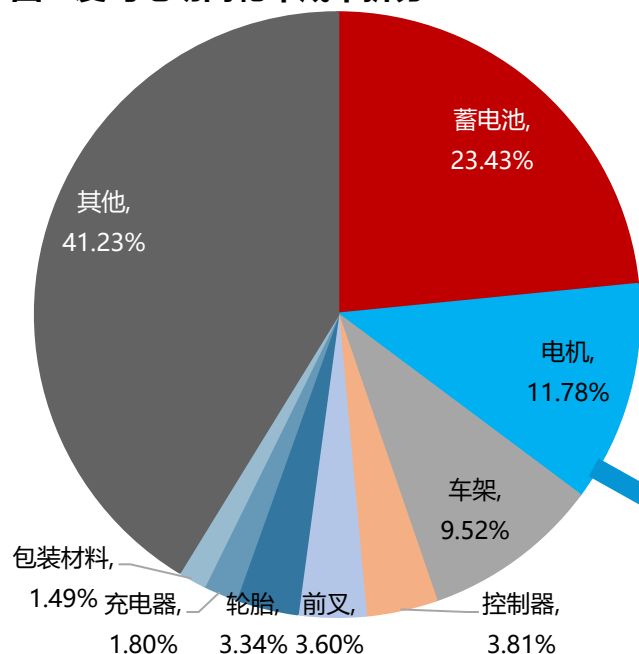


图：爱玛代言广告



- ◆ **电池+电机为影响产品力&成本控制能力的核心部件。** 电池和电机为电动两轮车整车中最核心的原材料组成，两者成本总和约占总成本的35.45%。同时根据艾瑞咨询客户用户画像调研电池&续航及动力性能入选车主最关注因素Top3。
- ◆ **各家厂商电池/电机自研深度存在差异，向产业上游整合成新趋势。** **电池：**雅迪已自主研发第三代TTFAR石墨烯电池，相较普通铅酸电池更加安全、耐用、环保。同时其打造换电技术并推出相关车型，使得电动车单次续航达130km里程。2021年7月，爱玛推出钠离子电池系统。新日自研汽车级锂电，宣称“保5年，用10年”；**电机：**雅迪于2021年推出自研新版TTFAR2.0八级增程系统，提升了电池寿命和续航里程，以及电动车在极端天气条件下的表现。截至2015年其电动车搭载的电机有45%为自主生产；爱玛基本为外购，主要合作博世电机等。

图：爱玛电动两轮车成本拆分



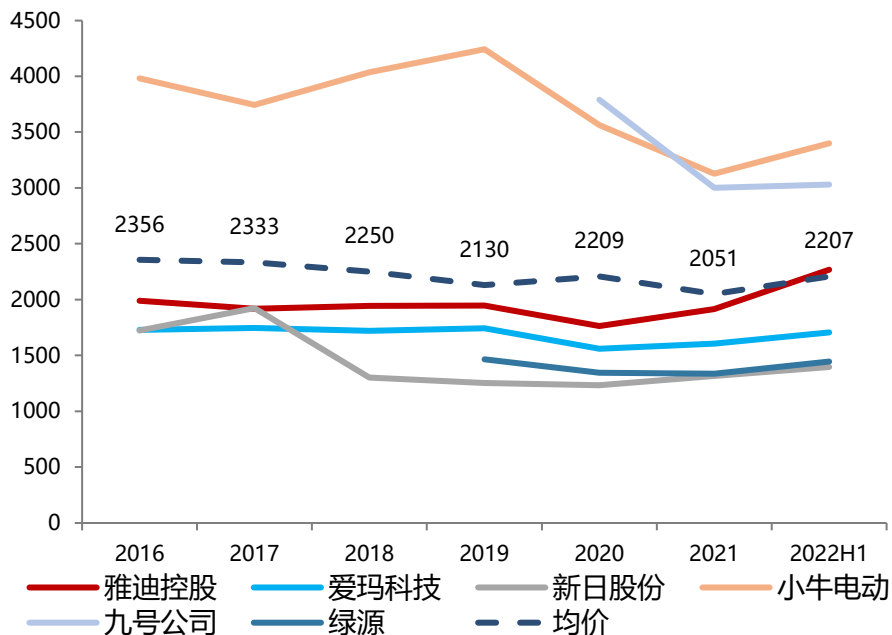
厂商	向上游布局动作
雅迪	2021年12月/2022年8月分别收购南都华宇和长兴南都，布局铅酸电池研发生产
爱玛	2021年10月购买爱德邦21%股权，布局智能锂电、网联生态系统的研发及生产

- ◆ 爱玛主要合作博世电机
- ◆ 雅迪外采（2015年比例为55%）+自产并行

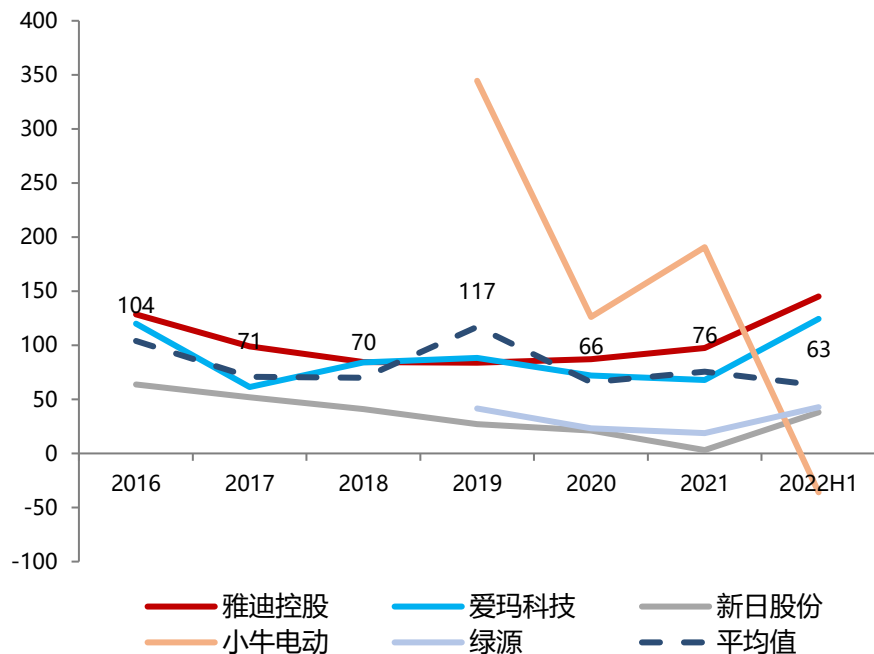
价：过去以价换量为竞争常态，后续供需共同推动均价提升

◆**行业均价基本保持稳定。**由于电动两轮车产品本身差异小，且消费群体多属于价格敏感型，在行业整体增速放缓后价格战成为车企提高市占率的主要方式，多主动选择以价换量，因此行业均价（以已上市公司为样本统计）近年来未有明显上行，基本以单车2200元为中枢波动，行业单车净利也维持在70元上下。

图：各车企单车收入变化情况（元/辆）

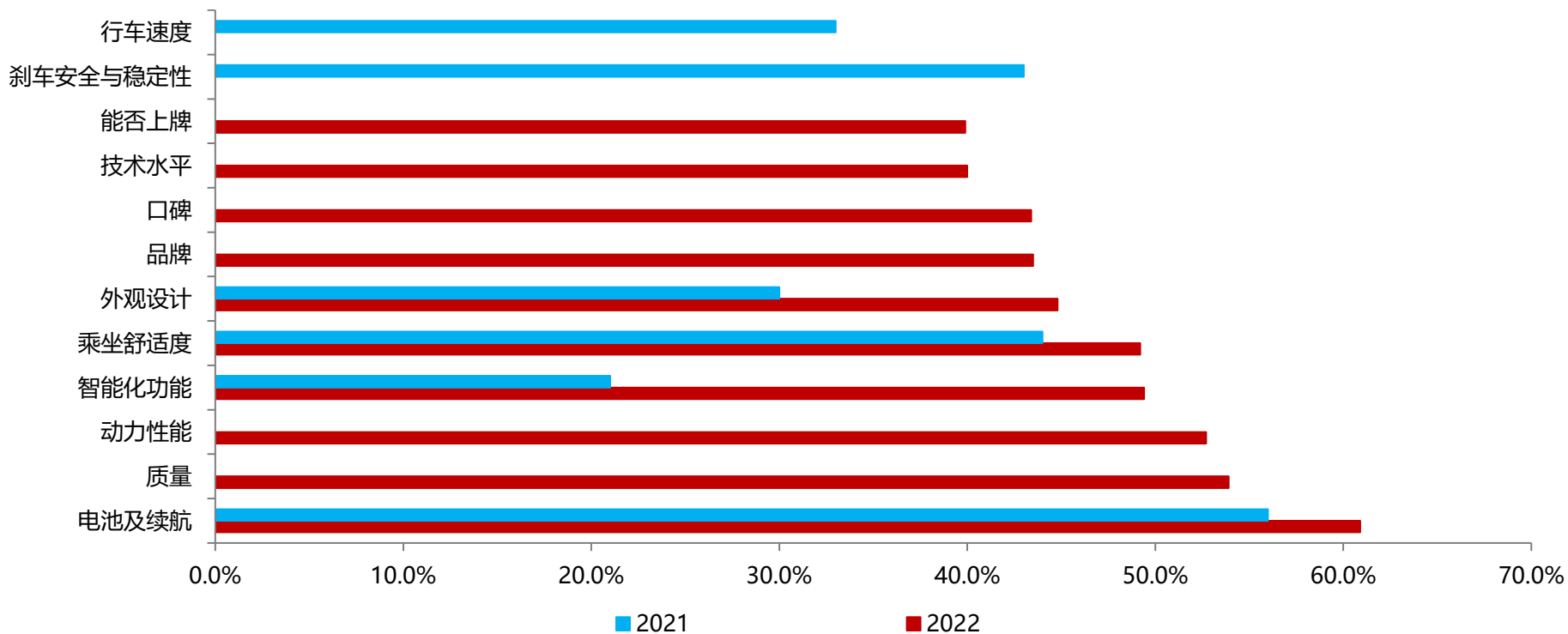


图：各车企单车净利变化情况（元/辆）



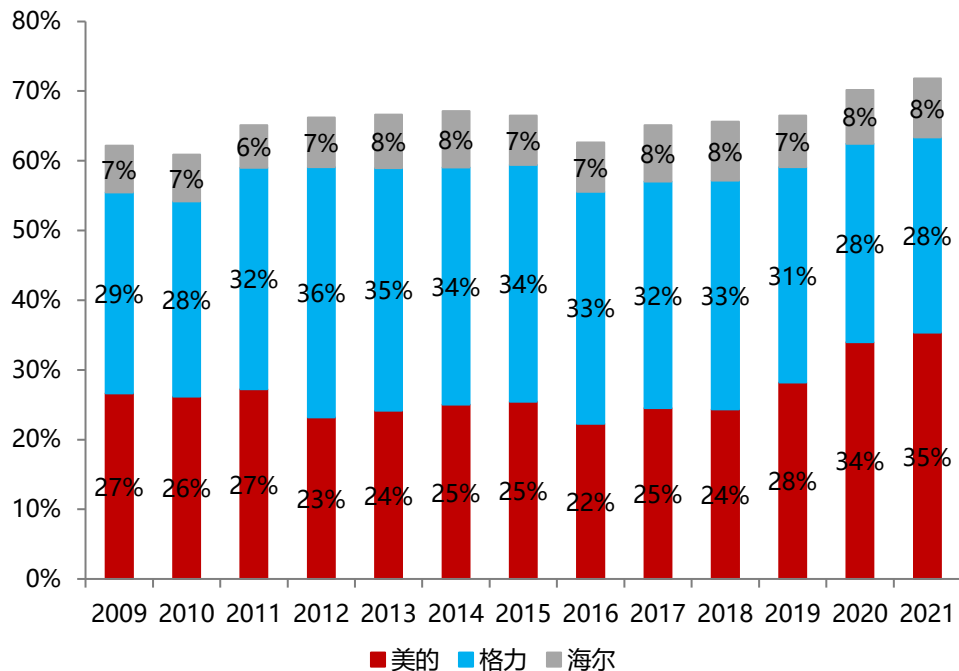
- ◆行业均价上行需要行业从价格竞争过渡至产品竞争阶段，供需双侧共同推动产品均价提升。
- 我们认为这个转型更多取决于需求端，即需消费者自身对电动两轮车智能化/品牌等要求提升，才能最终带来行业均价的上修。参考艾瑞咨询进行的消费者需求调查数据，可以看到2022年环比2021年消费者对于智能化功能、乘坐舒适度等需求提升，有望驱动行业均价提升。
- 从供给端来看，新国标带来的产品标准提高也有望提升产品均价和行业盈利水平。

图：受访车主购买两轮电动车关注因素占比 (%)

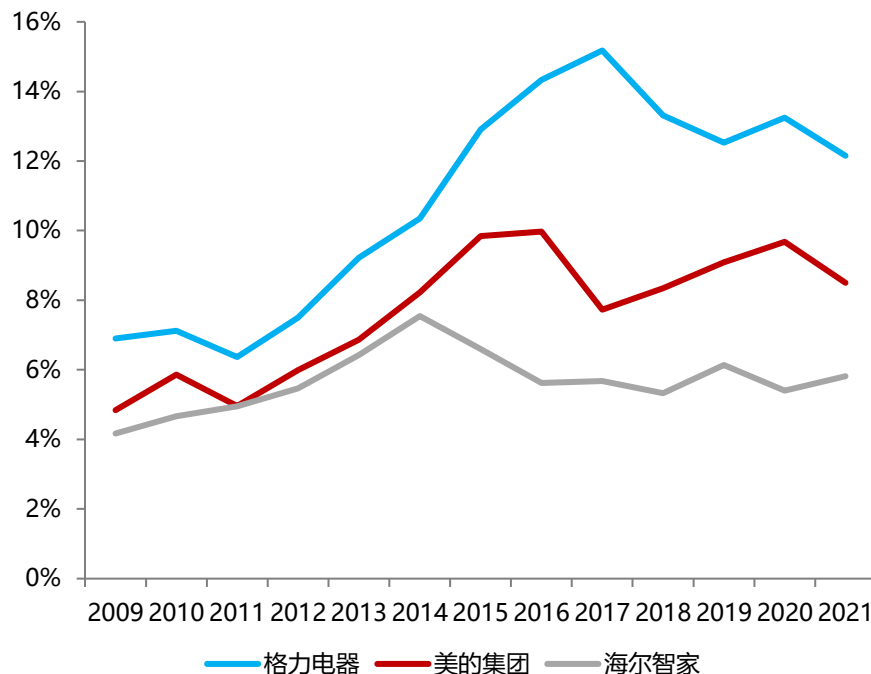


- ◆ 由于空调行业与两轮车行业单价/消费频次等消费特质类似，同时行业格局相近，均为寡头垄断格局，因此参考空调企业格局-盈利演化趋势——
- 格局方面空调行业CR3最高值为72%，且自2016年以来行业集中度处于持续提升趋势。
- 盈利能力方面净利率提升最明显阶段（2009-2016年）头部企业的市占率没有明显变化，即龙头企业在市占率达到一定水平、行业地位较稳固后盈利能力提升即可期待。目前两轮车行业处于雅迪爱玛龙头地位初显阶段，盈利能力提升可期。

图：2009-2021年空调企业市占率（%）变化情况



图：2009-2021年空调企业销售净利率（%）变化情况



风险提示

- ◆ **行业价格战超预期。** 若行业重回价格战竞争状态，企业盈利能力将受较大影响。
- ◆ **出口增速低预期。** 出口为电动两轮车行业销量未来几年总量提升核心推动之一，若由于地缘政治等其他因素影响出口规模，将影响行业总销量，进而影响企业经营能力。

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>

东吴证券 财富家园