

商贸零售

报告日期：2023年03月05日

1-2月开门红，龙头α强大、竞争格局持续优化 ——电动两轮车行业点评

投资要点

- 电动两轮车行业三龙头迎来终端销售开门红，雅迪控股、爱玛科技、九号公司销量大超预期，预计分别实现高两位数、中两位数增长、高增长；1-2月龙头品牌的超预期表现，再次印证我们对于行业竞争格局寡头化的趋势研判！
- 扩大内需战略指引下，电动两轮车行业迎来蓬勃发展

国务院总理李克强3月5日在政府工作报告中提出，坚定实施扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化。畅通国民经济循环，打通生产、分配、流通、消费各环节，增强内需对经济增长的拉动力。

我们认为，此次会议把恢复和扩大消费摆在优先位置，国内消费缓步复苏的确定性将进一步增强。同时推动生活服务消费恢复，倡导绿色低碳消费。而电动两轮车为城乡低碳交通首选，契合时代脉搏，扩大内需促进消费有望拉动行业整体销量持续增长。

□ 行业总量边际变化：增量来自新客扩容与老客换车频率增加

各省市政策呈现明显边际变化，多为延长新国标过渡期，例如安徽省2020年开始发放登记牌照，原计划2023年12月对未登记牌照或者临时通行证车辆处罚，目前该时效已改为2023年3月1日实施，临时通行期限3年。

我们认为，如这说明行业过去增长并非新国标“强行换购”所致，更多反应了行业自身的温和扩容，包含新消费客群扩容与老客群换购频率增加，以及部分统计数据口径问题。

□ 坚定看好：N线城镇“双寡头”与一线城市“新势力”

(1) 在N线城镇，行业双寡头竞争格局的核心驱动，在于两龙头在渠道效率、品牌认知、产品上新等能力远超同业，带来其他品牌一二网经销商的涌入。根据百度地图&大众点评等，预计雅迪和爱玛在22年初总门店量级分别为4.2万/2.5万家，预计23年初总门店量级分别达到了4.5万/3万，分别 $YoY 7\% / 20\%$ ，并在这其中专营门店占比显著提升，预计均有低两位数比例提升；因此我们认为门店扩张伴随店效提升是两龙头销量份额提升的有力保障。

(2) 在一、二线城市，电动两轮车行业产品结构升级会显著带来客群基数提升，行业整体从无效供给市场转为有效供给市场，我们看好目前在城市市场发力开店、走城市高端化的雅迪控股的VFLY子品牌与九号公司，并且旗下中高端产品已然得到市场认可。

□ 投资建议：重视电动两轮车行业竞争格局改善机遇

(1) 销量端：随着门店扩张与店效提升，预计1-2月雅迪控股、爱玛科技、九号公司销量大超预期，预计分别实现高两位数、中两位数增长、高增长，实现23年开门红；23年全年来看，我们认为雅迪和爱玛有望实现销量20%以上的增长，九号公司有希望实现50%以上增长。

(2) 利润端：受益于规模效应，雅迪控股叠加电池降本增效，爱玛科技和九号公司叠加结构小幅优化，23年单车净利均有提升空间。

□ 风险提示：疫情反复、产能扩张不及预期

行业评级：看好数(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

研究助理：王家艺

wangjiayi@stocke.com.cn

相关报告

1 《龙头展现强大α、估值体系重构进行时——电动两轮车行业点评》 2022.07.17

2 《总量不减、高端已来，龙头新锐共舞——电动两轮车行业争议点大探讨》 2022.06.03

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>