

爱玛科技 (603529.SH) 渠道发力，中流击水，看好份额持续提升

2023年03月09日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/3/9
当前股价(元)	62.88
一年最高最低(元)	75.20/33.58
总市值(亿元)	361.37
流通市值(亿元)	91.91
总股本(亿股)	5.75
流通股本(亿股)	1.46
近3个月换手率(%)	194.69

● 两轮车行业龙头叠加当前低估值，首次覆盖，给予“买入”评级

新国标政策推行下，国内电动两轮车行业逐步趋于高质量、高标准的规范化方向发展，行业竞争格局也会逐步趋于稳定，龙头企业市占率预计逐步提升，集中度也预计趋高。公司作为电动两轮车行业的龙头企业，渠道布局、研发实力、产品迭代力均领先行业。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 17.19/23.31/30.13 亿元，对应增速为 158.8%/35.6%/29.2%，对应 EPS 为 2.99/4.06/5.24 元，当前股价对应 PE 为 21.0/15.5/12.0 倍。当前估值处于较低水平，看好公司 2023 年在推新主策略及渠道延续高效扩张模式下业绩的释放，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业格局持续优化，降维打击角逐小品牌

我们认为电动两轮车行业集中度提高的过程中，马太效应会愈发显现，强者恒强。主要基于（1）头部企业新品迭代力、营销力、资金实力等强于中小品牌，这是头部企业可以攫取较高利润的关键因素；（2）头部企业凭借完善的供应链体系及规模效应具有中小企业不可比拟的成本优势，这是头部企业可以降维打击清杂牌的有力抓手。2022 年公司产品优化升级策略已得到有效印证，2023 年公司会继续紧抓产品调整策略，底座-腰部-头部产品销量占比由 2022 年的 50%-30%-20%调整为 30%-40%-30%，目标进一步提升中高端产品占比牵引整体盈利水平的提升。另外凭借上游完善的供应链体系及内部规模效应带来的低成本优势（相对中小品牌），公司部分产品的调价并不会拉低毛利率的下滑。

● 储备产能打破瓶颈，为未来发展保驾护航

历史数据看公司产能利用率一直处于满负荷状态，较为紧张的产能影响公司接单容量，公司积极募资投建新基地，拟在重庆、台州、丽水和广西贵港四地投资 61.5 亿新建四个生产基地，投产后设计产能有望达到近 2000 万台，产能储备新台阶，另外看好公司持续高效开拓门店带来的业绩增长。

● 风险提示：终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、新品推广不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,905	15,399	21,110	27,534	32,241
YOY(%)	23.8	19.3	37.1	30.4	17.1
归母净利润(百万元)	599	664	1,719	2,331	3,013
YOY(%)	14.8	10.9	158.8	35.6	29.2
毛利率(%)	11.4	11.7	15.6	16.1	16.6
净利率(%)	4.6	4.3	8.1	8.5	9.3
ROE(%)	23.0	13.4	26.6	27.3	27.0
EPS(摊薄/元)	1.04	1.16	2.99	4.06	5.24
P/E(倍)	60.4	54.4	21.0	15.5	12.0
P/B(倍)	13.7	7.3	5.6	4.2	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、爱玛科技：转型中的绿色出行科技公司.....	4
1.1、深耕行业多年，迈向数智化新时代.....	4
1.2、股权结构集中，管理高效.....	4
1.3、业绩稳定增长，营收稳步上升.....	5
2、行业格局持续优化，降维打击逐杂牌.....	8
2.1、新国标抬高生产门槛加速行业集中度提升.....	8
2.2、产品升级顺应消费升级潮流，产品高端化带来议价空间.....	10
2.3、头部品牌抓产品升级主线，降维打击角逐小品牌.....	14
3、全方位储备发力，奠定中长线业绩成长.....	17
3.1、产能端：储备产能打破瓶颈，为未来发展保驾护航.....	17
3.2、渠道端：线下门店快速扩张，门店升级助力店效提升.....	18
4、盈利预测与投资建议.....	19
4.1、关键假设.....	19
4.2、盈利预测与估值.....	19
5、风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1：多年积淀，迈向数智化新时代.....	4
图 2：实际控制人张剑、张格格父女共计持股 69.88%.....	4
图 3：营业收入稳步上升.....	6
图 4：归母净利润快速上涨.....	6
图 5：公司 90%+渠道收入来自经销渠道.....	6
图 6：电动两轮车贡献主要收入.....	7
图 7：行业竞争环境催化出厂价不稳定波动 单位：元/辆.....	7
图 8：期间费率稳步下行.....	7
图 9：新品持续迭代带动研发费用持续投入.....	7
图 10：毛利率/净利率“W”型增长.....	8
图 11：《新国标》监管趋严，电动两轮车行业出清加快.....	9
图 12：头部品牌市占率稳步提升.....	9
图 13：主流品牌产品 SKU 主要集中在 2000-4000 价格带.....	12
图 14：中高端销量 CAGR 较高.....	12
图 15：爱玛科技城市旗舰店高档次化.....	16
图 16：爱玛科技城市旗舰店升级明显.....	16
图 17：公司上游原材料供应较为集中.....	16
图 18：公司销量攀升带来的规模效应逐渐显现.....	17
图 19：公司已布局七大制造基地辐射全国.....	18
图 20：2018-2021 单个经销商收入逐年提升.....	18
图 21：经销商网络全国覆盖.....	18
表 1：产品线高中低档多价格带全覆盖.....	5

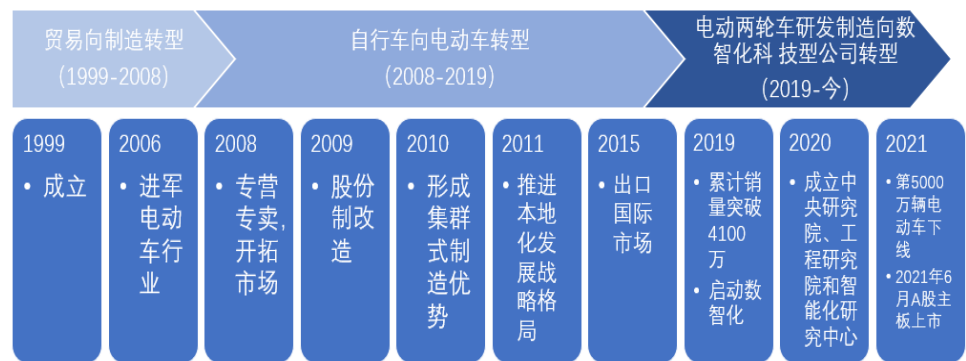
表 2: 部分地区超标车拟于 2023-2025 陆续禁止上路	9
表 3: 主要品牌在综艺营销、体育营销赛道发力	11
表 4: 各品牌 3500-5000 元价位畅销款配置差异带来定价不同	13
表 5: 各品牌 5000 元以上畅销款配置也较好	14
表 6: 爱玛科技引擎 MAX 系列产品配置较高且定价中高端	15
表 7: 爱玛科技重视店面升级	15
表 8: 公司产能一直处于满负荷高位运行状态	17
表 9: 未来产能储备充足有望突破产能瓶颈	18
表 10: 可比公司估值一览表	19

1、爱玛科技：转型中的绿色出行科技公司

1.1、深耕行业多年，迈向数智化新时代

公司成立于1999年，2004年步入电动自行车行业，深耕电动两轮车市场近20年，连续多年荣获中国品牌力指数（C-BPI）电动自行车品牌第一名。自成立起，公司经历了贸易向制造转型阶段、自行车向电动车转型阶段以及电动两轮车研发制造向数智化科技公司转型阶段。2015年公司开始进军国际市场，2019年公司全球累计销量突破4100万辆，2021年公司在上海证券交易所上市。公司不断进行研发创新，致力于为消费者提供高质量的产品和服务。2019年树立数智化发展目标，公司战略核心转向全面智能化、数字化。公司已形成以天津、江苏为核心基地的（天津、江苏、浙江、广东、广西、河南、重庆）7大制造基地。

图1：多年积淀，迈向数智化新时代

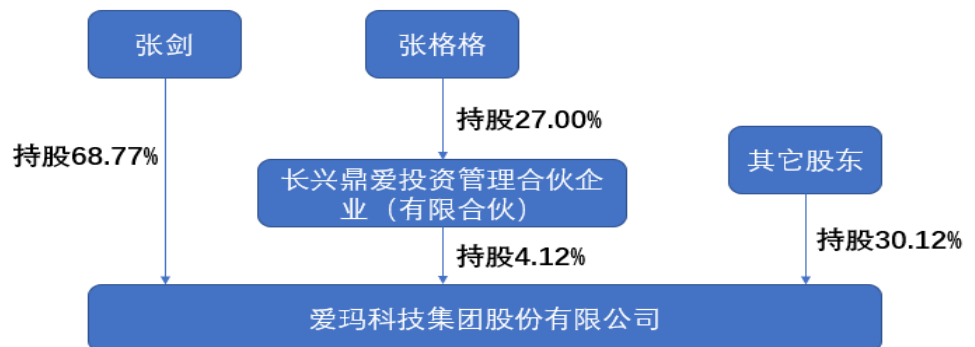


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构集中，管理高效

公司股权结构高度集中，实际控制人为张剑。截至2022年9月30日，爱玛科技集团股份有限公司发行总股本5.75亿，流通A股1.46亿，公司创始人张剑持有公司68.77%的股份，其女张格格通过长兴鼎爱投资管理合伙企业(有限合伙，持爱玛科技4.12%的股份)间接持股1.11%。根据一致行动安排，张剑与张格格为一致行动人。张剑与张格格为公司的实际控制人。

图2：实际控制人张剑、张格格父女共计持股69.88%






资料来源：同花顺、开源证券研究所 注：持股比例截至2022Q3末

1.3、业绩稳定增长，营收稳步上升

看好公司 2023 年业绩稳中有升。2022 年前三季度公司业绩增速靓丽，主要系产品结构调整顺畅（毛利率较高的中高端产品占比持续提升）及销量扩容带来的规模效应。2023 年公司会继续紧抓产品调整策略，底座-腰部-头部产品销量占比由 2022 年的 50%-30%-20%调整为 30%-40%-30%，目标进一步提升中高端产品占比牵引整体盈利水平的提升。另外面对市场的竞争，公司也会采取通过改良经典车型适度调价以较低的报复成本来较好应对。总体上我们看好公司 2023 年业绩的进一步提升。

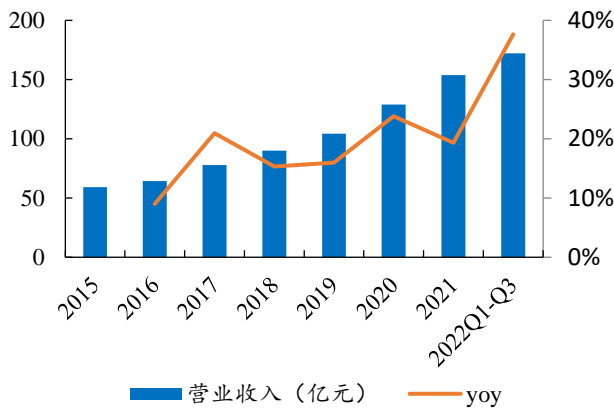
表1：产品线高中低档多价格带全覆盖

产品图片	产线系列	产品定位	价格带	电池	续航
	比熊	低端系列，通勤电动自行车	1699-2199	新国标 4812 铅酸电池	35km(含)-45km(不含)
	咖啡	中端系列，通勤电动自行车	2898-3699	48V24Ah 锂电池	约 70km
	VAVA	中端系列，时尚通勤电动自行车	4399-4799	48V24Ah 锂电池	约 70km
	A130	中端系列，可载人电动电瓶车	4599-5399	48V24Ah 锂电池	约 70km
	指挥官	高端系列，大功率、高续航电动摩托车	5499-6199	72V38AH 石墨烯电池	约 145km
	造梦师	高端系列，高速度、赛级轮胎电动摩托车	6999-8999	72v21.8Ah 铅酸电池	约 64km

资料来源：公司京东旗舰店、开源证券研究所

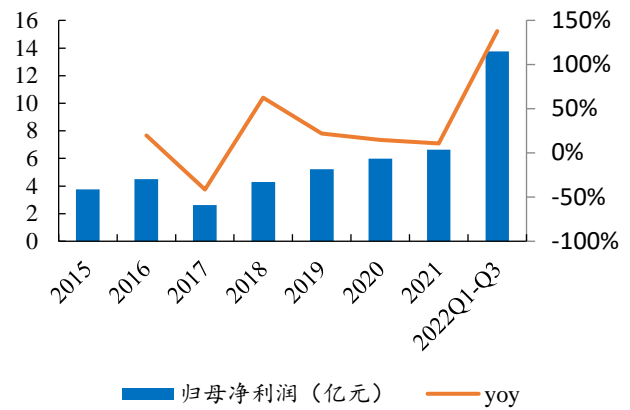
营业收入稳步上升，归母净利润快速上涨。2013~2021，公司营业收入实现从 59.12 亿元至 153.99 亿元的增长，CAGR 为 17.30%；归母净利润由 2015 年 3.75 亿增至 2021 年 6.64 亿元，CAGR 为 10.0%。其中，2022 年 Q1-Q3 营收同比增速达 37.7%，实现了高基数下的持续双位数增长，主要由于 2019 年《新国标》政策出台，换购带来短期市场扩容同时叠加疫情影响，个性化短途出行需求增加，从而带来增速提升；2022Q1-Q3 归母净利润同比增速达 138.1%，系产品结构优化改善带来出厂价提升，外加电池端的外延延伸降本增效综合拉动毛利率的提升，同时期间费率降低，进而提升归母净利润。

图3：营业收入稳步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

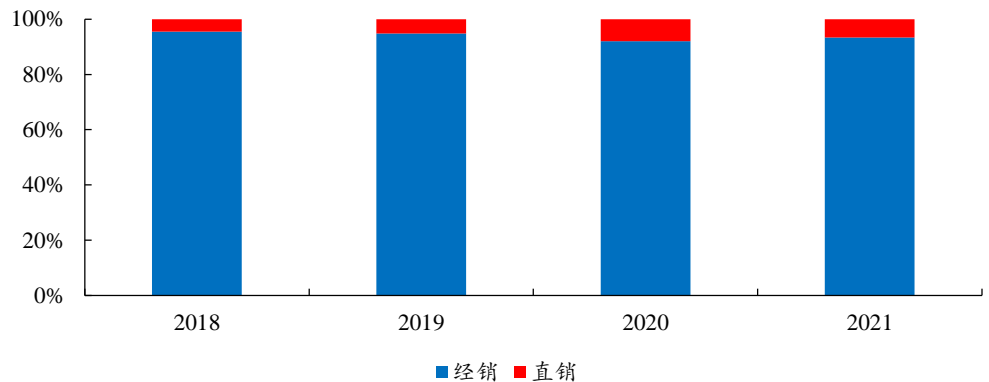
图4：归母净利润快速上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

从渠道看，公司经销渠道收入超90%。公司在2018~2021年，公司经销收入占比分别为95.54%、94.87%、92.04%和93.4%，占比较高，主要系公司产品型号众多，终端用户分散，售后维护以及市场拓展成本相对较高，通过经销商模式可以有效的发挥公司及经销商在各自领域的专长，实现效率最大化；2019年，因公司共享电单车销量增加，使得直销模式销售金额占比有所增加，经销模式销售金额占比下降。2020年，公司与杭州青奇科技有限公司进行深度合作，为其代工青桔单车与青桔电单车，使得直销模式销售金额占比进一步上升。2021年直销模式营业收入同比下降的主要原因是共享单车订单减少。

图5：公司90%+渠道收入来自经销渠道



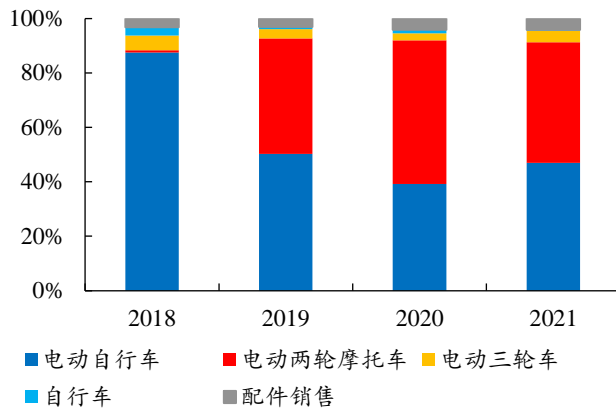
数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品看：电动自行车、电动两轮摩托车为主要收入来源。2021年电动自行车收入71.6亿元，占比47%；电动两轮摩托车收入67.66亿元，占比44%。自2019年起，电动两轮摩托车销售收入逐渐上升，电动自行车销售收入略有下降，两种产品占比逐渐均衡，系公司产品结构调整的结果。受电动自行车新的国家标准实施影响，公司停止生产《旧国标》下的豪华款电动自行车，转而加大电动两轮摩托车的投入。2020年，公司进一步加大电动两轮摩托车的投入，尤其是电动轻便摩托车的投入。同时，2019年上半年正值公司停止豪华款电动自行车生产，转而生产电动两轮摩托车的过渡期间。因此，公司电动两轮摩托车的收入对比2018年同期实现较大幅度

增长。电动三轮车销售额占比下降。2019年，电动自行车新国标正式实施，满足新国标要求是公司的首要目标，因此2019年公司聚焦主要产品电动自行车业务的拓展及产品线调整上。与此同时，电动三轮车市场竞争激烈，公司对电动三轮车进行了产品结构优化，减少特种三轮车与货运三轮车，以适应新的市场环境；自行车销售额占比较小。2019年，共享单车市场趋于饱和，新增需求较小，影响公司自行车销量，自行车销售额逐渐下降，2021年自行车销售额占比不足1%。

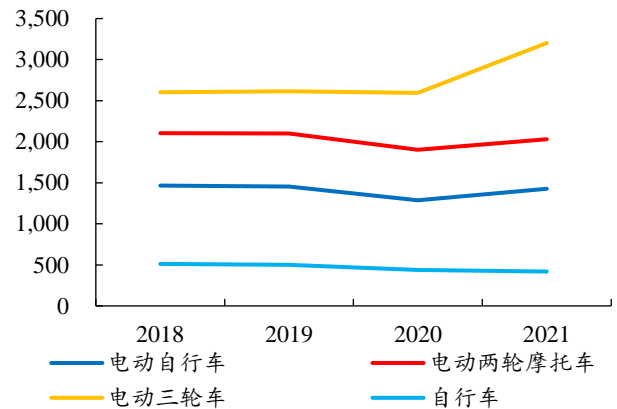
出厂价方面，2020年出厂价出现明显下调系随着国内市场竞争日趋激烈，公司为抢占市场有利地位，加大营销力度，促销车型占比相应提升，使得销量提升的同时平均单价有所下降。

图6：电动两轮车贡献主要收入



数据来源：公司公告、开源证券研究所

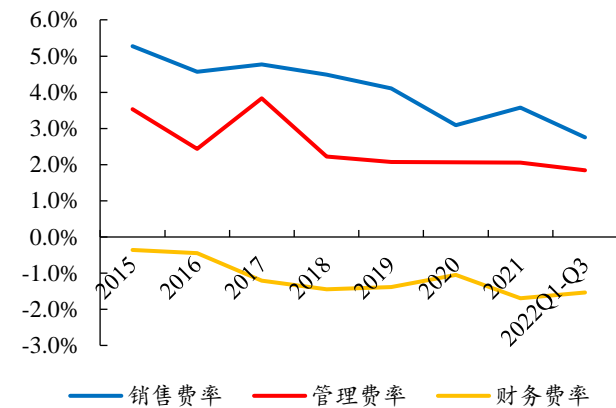
图7：行业竞争环境催化出厂价不稳定波动 单位：元/辆



数据来源：公司公告、开源证券研究所

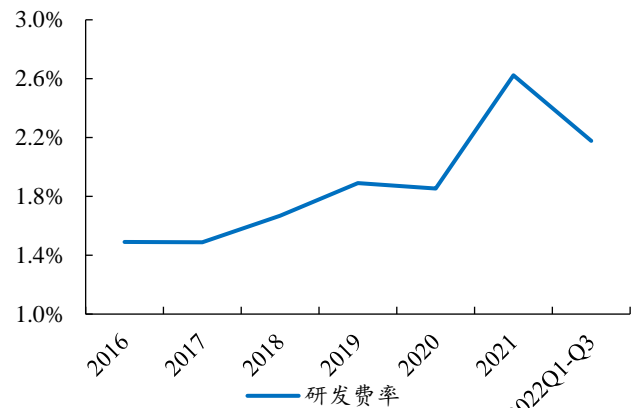
费用端，期间费率稳步下降，研发费率有所提高。2015-2022Q1-Q3，公司各项费用均有所下降，2022前三季度销售费率为2.8%，管理费率为1.8%，财务费率为-1.5%。2015-2022年Q1-Q3，财务费率一直为负，并呈下降趋势，公司资金宽裕。研发费率整体上逐渐增加，2019年同比下降主要受电动自行车新的国家标准实施影响，公司停止豪华款电动自行车的投入。

图8：期间费率稳步下行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

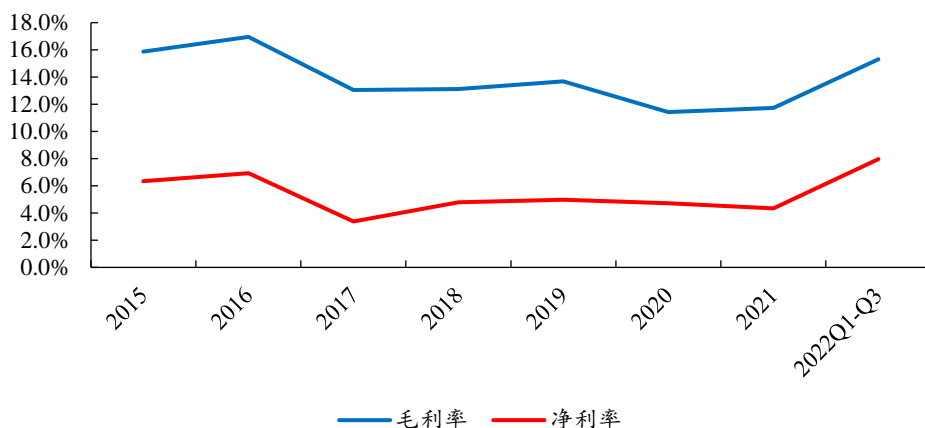
图9：新品持续迭代带动研发费用持续投入



数据来源：公司公告、开源证券研究所

利润端，毛利率/净利率整体先降后升，小幅波动。2016年毛利率为16.9%，净利率为6.9%，2017年毛利率和净利率同比下降系价格战加剧行业整体下降，公司当年新增共享单车业务，拉低整体毛利率；2019年，公司主营业务毛利率略有上升，主要原因系：（1）公司电动两轮摩托车业务占比增加，拉高了公司综合毛利率水平；（2）公司产销规模进一步增大，固定成本摊薄；2020年毛利率回落主要系为抢占市场，增加促销车型；2021年毛利率回升主要系低毛利自行车占比大幅下降。2022Q1-Q3毛利率明显提升系经典款产品市场需求旺盛，整体市场动销良好，出厂价抬升同时公司全面提升运营效率，合理控制相关费用，综合作用下盈利能力提升明显。

图10：毛利率/净利率“W”型增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、行业格局持续优化，降维打击逐杂牌

2.1、新国标抬高生产门槛加速行业集中度提升

尚处过渡期的省份中仍有大量电动车强制性替换需求，需求加速释放将带来需求量的进一步提升。由于部分省市过渡期延长一至三年不等，超标电动车替换峰值延后，替换需求将在未来两年内持续释放。2024-2025年间，山西、天津、河北、陕西、山西等人口大省将逐步结束过渡期，新国标的换购需求有望陆续释放。部分地区采取补贴手段激励激励车主完成超标车替换：云南省昆明市政府为超标电动车提供最高1000元补贴，对“只报废不购车”针对只报废不购车的超标电动自行车车主最高提供1500元补贴。

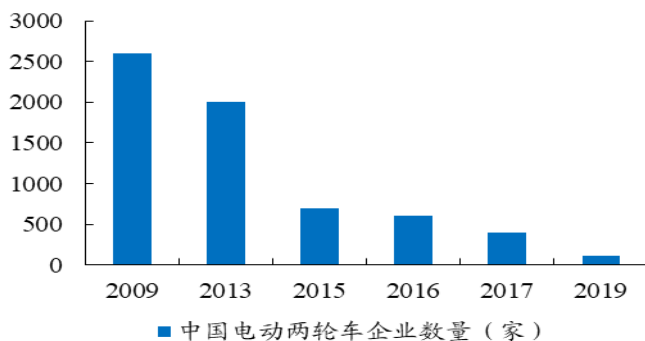
表2: 部分地区超标车拟于 2023-2025 陆续禁止上路

省/市	新国标政策实施情况	超标车禁止上路时间
广东省	新国标过渡期结束时间: 中山市 2022 年 4 月 15 日、梅州市 2022 年 4 月 15 日、深圳 2022 年 8 月 1 日	2022 年 4 月至 8 月不等
北京市	2019 年 5 月 1 日禁止无牌电动车上路, 2021 年 10 月 31 日超标电动车不得再上路	2021 年 10 月 31 日
福建省	2019 年 4 月 15 日实施, 过渡期为 3 年, 2022 年 12 月 31 日截止	2022 年 12 月 31 日
重庆市	过渡期三年 (2019 年 10 月 15 日至 2022 年 10 月 14 日), 过渡期满后不得上路行驶	2022 年 10 月 14 日
浙江省	过渡期三年, 2019 年 4 月 1 日-2021 年 12 月 31 日, 后延长一年; 2023 年 1 月 1 日起超标车不允许上路	2023 年 1 月 1 日
云南省	自 2019 年 4 月 15 日起过渡期为 4 年, 截止到 2023 年 4 月 15 日过渡期满, 超标电动自行车不得上道路行驶。	2023 年 4 月 15 日
各地设置不超过 5 年的过渡期限, 待过渡期届满后将不得再上道路行驶;		
山西省	过渡期结束时间: 太原市 2019 年 5 月 1 日、晋城市 2023 年 11 月 30 日、长治市 2025 年 3 月 1 日	2023 年至 2025 年不等
天津市	延长过渡期 2 年 (2022 年 5 月 9 日至 2024 年 5 月 8 日) 期满后禁止超标车上路行驶	2024 年 5 月 8 日
江苏省	新国标过渡期结束时间: 南京市 2022 年 12 月 31 日, 苏州等 10 市 2024 年 4 月, 扬州和泰州 2024 年 6 月	2022 年 12 月 31 日 / 2024 年 4 月至 6 月不等
广西省	过渡期延长三年, 2022 年 2 月 1 日至 2025 年 2 月 1 日, 过渡期满后, 不得上道路行驶	2025 年 2 月 1 日
河北省	2022 年 10 月 31 日后对非国标电动自行车不再进行登记上牌; 2025 年 4 月 30 日过渡期满后非国标电动自行车不得上道路行驶	2025 年 4 月 30 日
江西省	过渡期延长三年至 2025 年 6 月 30 日, 期满禁止超标车上路行驶	2025 年 6 月 30 日
陕西省	原过渡期于 2022 年 6 月 30 日到期, 过渡期延长三年至 2025 年 6 月 30 日	2025 年 6 月 30 日
山东省	过渡期于 2022 年 12 月 31 日结束, 2023 年 1 月 1 日起停止办理超标电动车的过户上牌业务	

资料来源: 各省市公安厅官网、各省市政府官网、大城交警官方公众号、电动车充电网、开源证券研究所

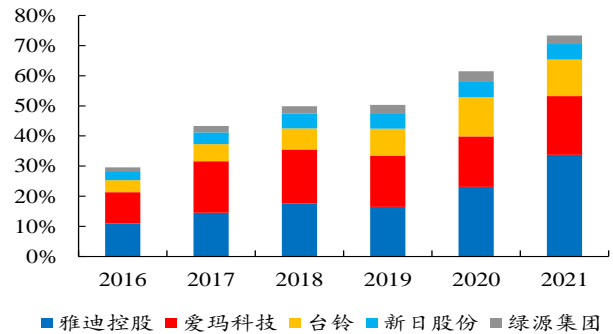
新国标换购带来电动车需求的集中释放, 生产要求抬高倒逼中小企业出清。新国标对行业供给端的影响体现在: 第一, 将电动两轮车划分为三类: 电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车, 对每一类车的最高车速、电机功率、整车质量、电池电压等做出规定; 第二, 强制要求国家 3C 认证。3C 认证成本包括申请费、注册和批准费、产品检测费、验厂费等合计费用约 20 万元/年左右, 加大了中小厂的摊薄成本, 新国标推出后中小企业加速出清。

图11: 《新国标》监管趋严, 电动两轮车行业出清加快



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图12: 头部品牌市占率稳步提升



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2、产品升级顺应消费升级潮流，产品高端化带来议价空间

新国标的颁布与实施进一步促进了消费者需求的转向，消费者已由早期的低价导向，转变为对品质、功能、个性、体验等方面提出更高要求。为顺应消费者需求转型和消费升级趋势，电动两轮车企业未来将着力于消费者新兴需求，不断淘汰传统低端车型，大力发展以智能化、高端化和个性化为代表的新一代高端车型，提升产品竞争力和品牌形象。我们认为，电动两轮车行业的产品升级趋势主要体现为：

第一，产品高端化营销趋势显现，品牌叙事能力开始形成。新国标的实施提升了电动两轮车行业的进入门槛，并提升了消费者对于电动两轮车质量安全和产品力优化的关注。用户需求的变化也在推动电动两轮车产品走向个性化、高端化、多元化升级的道路。对于头部企业，通过推动高端化、品牌化来提升产品竞争力已经成为行业发展共识。这推动着头部企业加大品牌营销投入力度，通过有效的营销手段夯实市场基础、提高品牌认知度。近年来，多家头部企业采取冠名热播综艺、开展体育营销等宣传方式，提升品牌叙事能力。

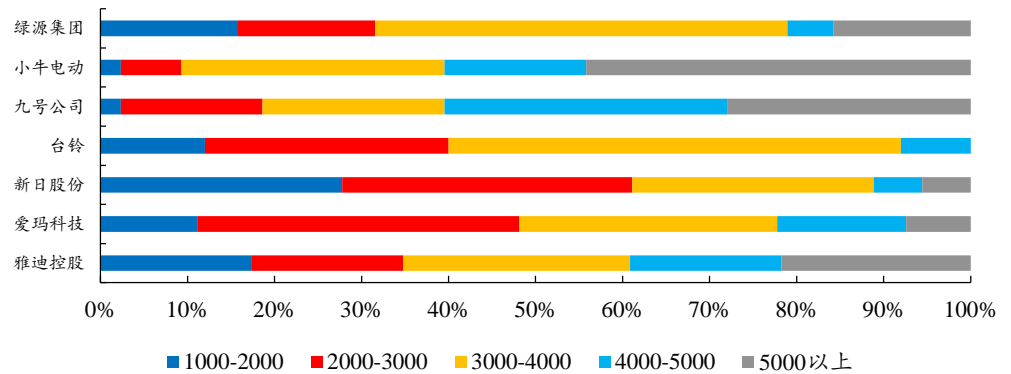
借助爆款综艺流量，有效场景实现高效销量转化。多家头部企业选择在综艺营销赛道出击，借助综艺大流量、大声量的背景，提升自身品牌声量和产品声量，收获数亿级流量曝光。爱玛科技采取“科技+时尚”双轮驱动模式，在品牌年轻化、影响力等软实力方面形成反哺未来销量增长的深厚品牌底蕴。爱玛科技与品牌代言人周杰伦自2009年起已持续合作十余年，深度绑定周杰伦使爱玛能够借助其超高国民度为终端吸引源源不断的年轻消费者，持续释放品牌势能。2021-2022年，爱玛科技接连与《追星星的人2》、《乘风破浪3》等顶流时尚综艺签约，并与芒果TV达成深度战略合作，为自身构筑超级流量平台，掀起此起彼伏的终端热销浪潮，强势引爆口碑效应。

表3：主要品牌在综艺营销、体育营销赛道发力

品牌	代言人 (2018-2023年)	其他推广方式 (2018-2023年)	
		活动	主推车型
雅迪	胡歌 (2016-2019)	2018年俄罗斯FIFA世界杯官方亚洲赞助商	-
	范·迪塞尔(2019至今)	2021年登上央视春节联欢晚会	春晚同款“冠能系列M6”
		2022年卡塔尔多哈FIFA世界杯官方亚太赞助商	-
		2023年登上央视春节联欢晚会	春晚同款“冠能旗舰Q7新春版”
爱玛	周杰伦(2009至今)	2021年浙江卫视《追星星的人2》电动车行业合作伙伴	-
		2022年芒果TV《乘风破浪3》行业指定	推出《乘风破浪3》指定款“晴天”
		2023年湖南卫视芒果TV春晚合作伙伴	推出“指挥官2023”
新日	黄晓明、赵丽颖 (2016至今)	2020年江苏卫视《我们签约吧》独家冠名	-
		2022年“中国足协女足联赛”、“女甲联赛”合作伙伴	-
台铃	邓超(2019至今)	2021年湖南卫视综艺《云上的小店》独家冠名	超智X5
		2022年浙江卫视综艺《奔跑吧·共同富裕篇》节目官方指定电动自行车	领跑400
		2022年腾讯视频《奔跑吧·共同富裕篇》网络总冠军	-
九号	易烊千玺(2022至今)	2021年湖南卫视、芒果TV《拿来吧！小芒》甄选好物推荐	N70C
小牛	乔治、AK东 (2020至今)	2020年《这！就是街舞3》总决赛第一顺位创意中插广告口	-
绿源	胡继红(总裁) (2017至今)	2021年《脱口秀大会4》电动车行业赞助	INNO7
		2021年《这！就是街舞4》官方指定电动车	INNO7
		2021年《向往的生活》唯一交通类赞助品牌	INNO7

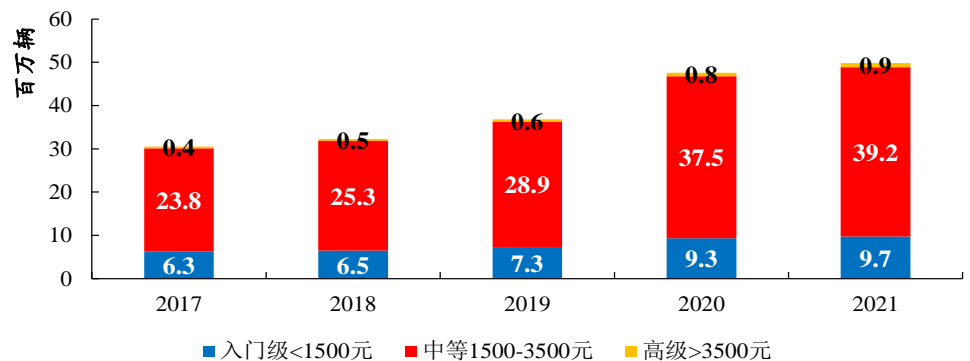
资料来源：各品牌京东旗舰店、电动车第一资讯、砍柴网、电动车头条、开源证券研究所

第二，低端车型低毛利且同质化严重，头部厂商锚定中高端差异化配置谋取议价空间。除去高端车及部分中端车型，一般电动两轮车的成本在1000-2000元。终端零售价在1000-2000元的低端车型毛利一般较低或没有利润空间。该类车型受成本限制比较难有配置迭代空间因而同质化较强，生产厂商数量较多，除去规模效应带来部分成本摊薄优势外头部品牌也难以与中小品牌拉开差距。而对于定价在2000元以上产品，随着终端售价的抬高与成本价差的扩大，厂商可做差异化的空间也得以释放。从终端产品布局上也可以看到主流品牌如雅迪、爱玛、新日、台铃、绿源主要SKU集中在2000-4000价格带且向4000-5000价格带延伸。小牛和九号则以高端车型为主。配置差异可带来额外的定价空间，比如雅迪DS5-90SL和小牛F2在控制器上的差异布局，导致雅迪DS5-90SL终端定价比小牛F2高160元且依然能成为畅销款。

图13: 主流品牌产品 SKU 主要集中在 2000-4000 价格带


数据来源: 各品牌京东旗舰店、开源证券研究所

中高端车型 CAGR 较高, 消费者对产品高端化的需求显现。根据自行车协会、摩托车商会及汽车工业协会统计的数据, 我们测算, 2017-2021 年间, 入门级车型销量的 CAGR 为 11.4%, 中等价位车型销量的 CAGR 为 13.3%, 高级电动两轮车型销量的 CAGR 为 22.5%。2017-2021 年电动两轮车总销量的 CAGR 为 13%, 中等、高级车型的复合增长率均高于整体复合增长率。销量是产能的导向, 国内市场已经显现出持续增长的中高端电动车需求。

图14: 中高端销量 CAGR 较高


数据来源: 中国自行车协会、中国摩托车商会、中国汽车工业协会、开源证券研究所

表4: 各品牌 3500-5000 元价位畅销款配置差异带来定价不同

性能指标	雅迪 DS5-90SL	爱玛晴天	新日 K5 3.0	台铃 A3	九号远行者 F90	小牛 F2	绿源 INNO7
最高时速	25km/h	40km/h	70km/h	51km/h	25km/h	31km/h	25km/h
电池	锂电池 48V24Ah	铅酸电池 60V20Ah	石墨烯电池 72V35Ah	石墨烯电池 72V32Ah	动力锂电池 48V25Ah	锂电池 48V24Ah	锂电池 48V30Ah
最长续航	90km	100km	200km	150km	90km	90km	100km
电机	400W	500W	变频电机/1200W	1200W	九号定制无刷电机/400W	400W	液冷电机/400W
控制器	6管控制器	6管控制器	12管控制器	/	/	/	6管控制器
轮胎	真空胎 2.75-10 4PR	/	6PR 石墨烯真空胎	/	/	/	石墨烯钢丝轮胎
智能化功能	NFC 智能解锁、NFC 智能防盗	NFC 感应解锁	NFC 解锁、电子鞍座锁、新日出行 app	/	RideyGo.!, 三种行驶模式切换、感应解锁、驻车感应、乘坐感应、智能定位、智能报警、远程操控、主动求救、定速巡航	NFC 智能解锁	绿源智能 APP 防盗、远程开启、一键寻车、骑行轨迹
其他设计	后靠背+后搁脚 5A 快充	液压减震、LED 液晶仪表	3 档变速、液压双减震、32L 大座桶、	LED 仪表、前液压后弹簧液压减震、25L 大座桶	双段式外置双弹簧避震、电动座桶锁、BMS 电池管理系统	前液压阻尼式+后套筒油阻尼式减震	中置减震、全密封锂电快充
价格	4259	3699	4399	3849	4749	4099	4099

资料来源: 各品牌官网、各品牌京东官方旗舰店、开源证券研究所

智能化是电动两轮车行业配置差异化的高阶导，成为行业关键角逐点。随着人们在日常生活中愈发习惯智能化，消费者对两轮电动车智能化的需求也持续提升，智能化已经成为用户继电池续航、动力性能后的一大重要购车考虑因素。目前在售的 3500 元以上高端车型中，九号和小牛能够提供最为丰富的智能化使用体验。在雅迪、爱玛、台铃、新日分别以石墨烯电池、引擎 MAX、汽车级锂电池、超长续航为核心卖点的背景下，其对于智能化功能的探索基本停留在 NFC 智能解锁与防盗方面，其中主打性价比的台铃在畅销款上能够提供的智能化功能甚至趋近于空白。相较以上传统电动两轮车企业，九号能为用户提供形式模式切换、感应解锁、驻车感应、远程操控、主动求救、智能报警、GPS+北斗+基站三重定位等智能安全保障，在电池容量与续航与竞品相比略弱的情况下依然实现畅销。

表5：各品牌 5000 元以上畅销款配置也较好

性能指标	雅迪冠能 3 代 E9 PRO	爱玛指挥官	新日 GF6	台铃领跑 400	九号 MMAX90	小牛 NQi 动力版	绿源 INNO9
最高时速	52km/h	55km/h	50km/h	50km/h	25km/h	60km/h	25km/h
电池	TTFAR 石墨烯铅酸 3 代 Plus 电池、72V38Ah	石墨烯电池 72V38Ah	汽车级锂电池 72V24Ah	铅酸电池 72V32Ah	动力锂电池 48V25Ah	锂电池 60V26Ah	锂电池 48V26Ah
最长续航	90km	145.4km	120km	200km	95km	81km	100km
电机	TTFAR 电机/1200W	1200W	变频电机 /1200W	CN12 电机 /1200w	九号定制无刷电机 /400W	1500W	液冷电机/400W
控制器	TTFAR 智驾电控核心 /12 管控制器	12 管 40A 控制器	12 管控制器	12 管控制器	九号定制 FOC 适量控制器	/	6 管控制器
轮胎	TTFAR 防滑胎	防爆真空胎	3.0-10 低滚阻轮胎	/	16 英寸 长续航轮胎	/	石墨烯钢丝轮胎
智能化功能	5 大驾驶模式切换、蓝牙解锁、APP 解锁、立车自动上锁/关机、异动报警定速巡航、智能 APP	NFC+蓝牙+APP 控车	EG2.0 智能变频、NFC 解锁、接入 HarmonyOS Connect 生态系统、新日出行 app	安全防飞车 RD 键	RideyLong 长续航系统、RideyGo.!, 感应解锁 2.0、驻车感应 2.0、乘坐感应 2.0、GPS+北斗+基站三重定位、AHRS 姿态感应防盗、黑匣子+事故主动求救、定速巡航	智能龙头锁、电池移动报警、异动报警、边撑开关	NFC 感应报警器、NFC 解锁、蓝牙解锁、远程开启、一键寻车、GPS 定位、骑行轨迹、定速巡航、坐垫感应
其他设计	后靠背+后搁脚、前后液压减震、5A 快充、32L 大座桶	引擎 5 技术系统、前后液压减震、X 型蓝牙集成智能屏、32L 大座桶	前后液压减震、35L 大座桶	对置缸卡钳碟刹、前正制液压减震、35L 大座桶	前液压减震+双段式外置双弹簧避震	前液压阻尼式+后弹簧液力阻尼式减震	前液压+中置减震、全密封锂电快充
价格	5999	5499	5199	4789 (品牌在售最高价车型)	6749	8099	7999

资料来源：各品牌官网、各品牌京东官方旗舰店、开源证券研究所

2.3、头部品牌抓产品升级主线，降维打击角逐小品牌

我们认为电动两轮车行业集中度提高的过程中，马太效应会愈发显现，头部企业强者恒强。主要基于（1）头部企业新品迭代力、营销力、资金实力等强于中小品牌，这是头部企业可以攫取较高利润的关键因素；（2）头部企业凭借完善的供应链体系及规模效应具有中小企业不可比拟的成本优势，这是头部企业可以降维打击清杂牌的有力抓手。

2023 年产品结构持续优化升级牵引利润率稳中有升仍是头部企业的主基调。2022 年两轮车行业量价齐升，行业高景气度的同时大品牌纷纷发力产业结构优化升级，提高中高端产品占比释放利润空间。2022H1 雅迪控股定位腰部毛利较高的冠能系列产品销量占比由 2021H1 的 21%提升至 42%，牵引 ASP 同比+18%。与此同时爱

玛科技全力打造引擎MAX系列,2022年MAX系列产品销量占比由2021年的21.33%提升至30%+。2023年爱玛科技会继续紧抓产品调整策略,底座-腰部-头部产品销量占比由2022年的50%-30%-20%调整为30%-40%-30%,目标进一步提升中高端产品占比牵引整体盈利水平的提升。

表6: 爱玛科技引擎MAX系列产品配置较高且定价中高端

产品	图片	电池	电机功率	续航里程	价格带
劲霸 692		72V35AH	1200W	250 公里	5000-5200 元
全新一代 A500		72V35AH 石墨烯	800w	200 公里	4999-5999 元
A130		48V24AH 锂电池	251-400W	70 公里	4599-5399 元
露娜 W390		60/72V20Ah 石墨烯	800W	100 公里	3799-5199 元

资料来源:爱玛科技官网、京东旗舰店、开源证券研究所

产品升级叠加终端店面展示高档化,助力产品结构向上迁移。终端门店直接展示品牌形象,终端门店的装修更新可以带动品牌营销网络升级和优化,营销终端形象的领跑将最大化品牌视觉营销战略,营造品牌高端化氛围,提升品牌终端议价能力。近年来公司不断加大终端店面装修奖励:2017年起,由经销商提出装修申请,公司依据装修面积和装修标准核算装修总费用并予以奖励;2018年在原有基础上增加了装修后提货量的考核指标以确定是否发放装修奖励;2019年增加了店面装修奖励的比例。2022年公司公开发行人可转换公司债券以用于营销网络的升级和终端店面提升,将终端门店类型分为四类,对店面装修投入制定不同的标准,以实现面向不同受众的品牌形象提升。

表7: 爱玛科技重视店面升级

门店类型	面积	所处商圈区域	店面定位	投入标准 (万元)
城市旗舰店	200-400	一类、二类商圈市中心	对品牌形象加分,有辐射带动作用的所在城市的形象、销售、体验及服务标杆店面	25
城市标准店	80-200	一类、二类商圈电动两轮车市场中心	以突出爱玛形象,有辐射带动作用的所在城市的销售主力店	11
城市社区店	50-120	一类、二类、三类商圈电动两轮车市场中心	在某一地域,为实现全面辐射和市场布局,专营爱玛的中大型社区销售店面	5.8
乡镇样板店	50-200	三类、四类商圈电动两轮车市场中心	位于城乡结合部、乡镇贸易中心等具有广告效应的大门头销售店	5
乡镇基础店	50-120	三类、四类商圈电动两轮车市场中心	地处乡镇,面积及市场容量小销售门店	3

资料来源:2022年9月《爱玛科技集团股份有限公司公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见之回复报告》、开源证券研究所

图15: 爱玛科技城市旗舰店高档次化



资料来源: 中国日报

图16: 爱玛科技城市旗舰店升级明显



资料来源: 中国日报

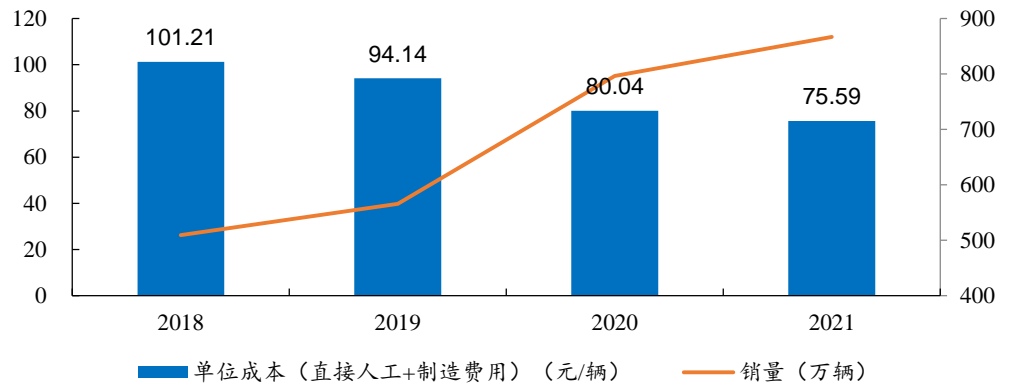
较高集中度的供货体系带来向上较强议价能力。根据爱玛科技招股书中披露的信息, 电动两轮车成本中核心是四电系统合计成本占比 38.5% (电池占比 22.1%、电机 11.1%、控制器 3.6%、充电器 1.70%) 及车架 (成本占比 9%)。拆分公司上游供应体系, 核心零部件供应较为集中且多数为行业头部企业: 电池方面长兴天能+超威+星恒电源合计满足了公司 99% 的电池需求; 电机方面主要是金宇+博世; 轮胎主要是中策橡胶、控制器主要是高标电子。头部品牌凭借订单优势相对中小企业对上游有较强谈判力, 以电池供应为例, 电池厂给雅迪、爱玛及小厂供货差异明显体现在给小厂价格更高, 比大厂高 5% (20-30 元) 且在付款方式方面对小厂要求较为苛刻, 要求小厂现款现货, 雅迪和爱玛等大厂则可以汇票方式。

图17: 公司上游原材料供应较为集中

产品	采购对象	2018		2019		2020	
		金额 (万元)	对应采购品类占比	金额 (万元)	对应采购品类占比	金额 (万元)	对应采购品类占比
铅酸电池/锂电池	长兴天能	148,436.12	99.8%	173,500.64	99.4%	202,992.95	99.2%
	超威	36,198.72		25,807.45		27,118.73	
锂电池	星恒电源	14,998.44	79%	38,291.64	83.9%	22,520.50	75.3%
	金宇	26,805.32		29,695.10		45,345.86	
电机	博世(宁波)轻型电动车电机有限公司	30,217.55	79%	49,827.62	83.9%	38,847.39	75.3%
	芦台经济开发区亨帝龙机电科技有限公司	15,339.27		13,145.76		16,036.16	
碟刹/刹把/开关/把套	温州庆瓯科技股份有限公司	14,132.50		20,647.81		24,649.91	
轮胎	中策橡胶	10,026.11	37.9%	14,645.45	50.8%	19,464.53	48.9%
控制器	广东高标电子科技有限公司	10,627.38	42.5%	15,485.81	46.7%	18,442.63	42.7%

数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

除了上游定价优势外, 头部企业自身的规模优势也带来较为明显的降本效应。2018-2021 随着爱玛科技销量的逐年攀升, 单位人工+制造成本逐年下降, 可以预见未来随着公司产销的持续放量生产成本有进一步下降趋势。基于上述成本优势, 在行业景气度下行出现价格战时, 公司的防御空间也相对小厂大一些。比如公司可以通过改良迭代往年经典款车型来应对低端市场的竞争。经典款车型改良后的成本较低, 给了公司较高的价格调整阈值, 这些优势是中小企业欠缺的。

图18：公司销量攀升带来的规模效应逐渐显现


数据来源：公司招股说明书、公司 2021 年度报告、开源证券研究所

3、全方位储备发力，奠定中长线业绩成长

3.1、产能端：储备产能打破瓶颈，为未来发展保驾护航

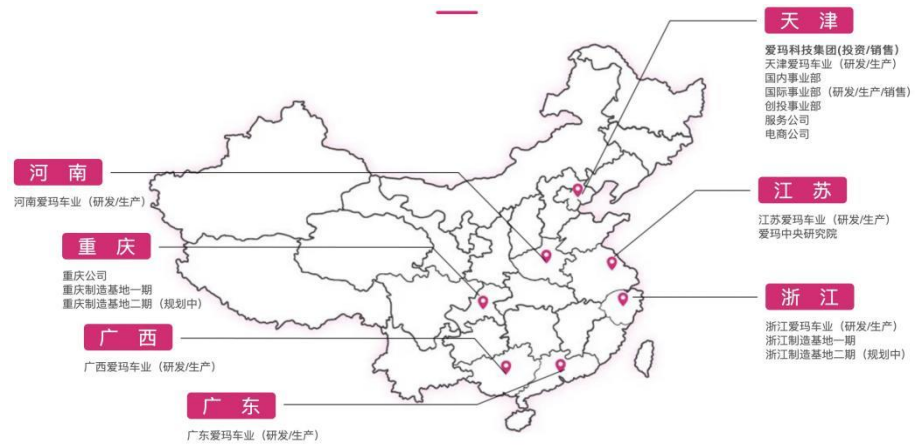
积极募资投建新基地，未来有望突破产能瓶颈。2018-2021 公司产能从 480 提升至 872 万台，2022H1 产能达 436 万台，同比增长 20.13%。与此同时随着公司销售规模不断扩大，2020 年以来产能利用率一直在 99% 以上。为突破产能瓶颈，公司积极募资投建新基地，2021 年七月以来，分别在重庆、台州、丽水和广西贵港四地投资 61.5 亿新建四个生产基地。重庆制造基地一期已在 2022 年投产，丽水的新能源智慧出行项目资金主要来自可转债发行，项目达产后预计可增加 300 万辆电动两轮车，有望逐步缓解产能瓶颈。

表8：公司产能一直处于满负荷高位运行状态

	2018	2019	2020	2021	2022H1
产量 (万台)	455.33	564.5	754.07	866.25	486.56
销量 (万台)	456.37	548.8	757.07	855.50	495.98
产销率	100.23%	97.22%	100.40%	98.76%	101.94%
产能 (万台)	479.87	592.92	761.06	871.88	435.94
产能利用率	94.89%	95.21%	99.08%	99.35%	111.61%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：公司已布局七大制造基地辐射全国



资料来源：爱玛科技官方网站

表9：未来产能储备充足有望突破产能瓶颈

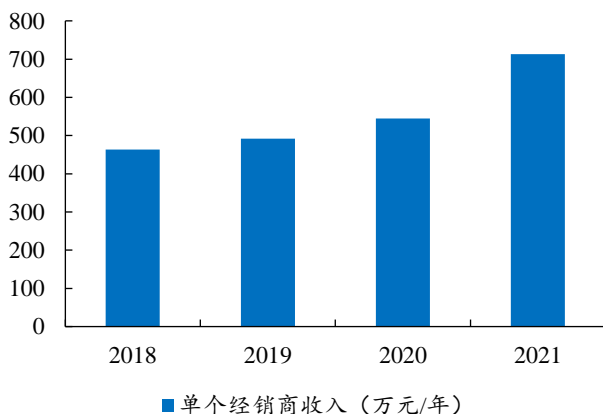
项目	项目所在地	拟投资金额	开工时间	项目建设工期	设计产能
新能源智慧出行项目一期	浙江省丽水市	20 亿	未披露	24 个月	300 万台/年
爱玛西南制造基地项目	重庆市铜梁区	20 亿	2023 年 1 月	24 个月	未披露
台州智能电动车及高速电摩项目	浙江省台州市	10 亿	2022 年 12 月	24 个月	未披露
爱玛智慧出行产业园项目	广西省贵港市	11.5 亿	2023 年 3 月	24 个月	未披露

资料来源：公司公告、开源证券研究所 注：公司西南制造基地项目包括一期和二期，其中一期已投入使用。

3.2、渠道端：线下门店快速扩张，门店升级助力店效提升

公司主要采用经销模式。2018-2021 期间公司单个经销商收入逐年提升。根据公司 2022 年半年报显示,公司经销商数量超过 2300 家,终端门店数量超过 25000 家,6 个月时间门店迅速增加至 5000 家,此外,公司与 2022 年发行可转债 20 亿,其中 5 亿用于营销网络升级计划,将在 2023-2025 年新建城市旗舰店、城市标准店、城市社区店、乡镇样板店和乡镇基础点 5 类门店共 11463 家,通过积极扩张线下门店,大力拓展经销商渠道,形成遍布全国、领先行业的线下销售网络。

图20：2018-2021 单个经销商收入逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：经销商网络全国覆盖



资料来源：公司公告

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

收入端：未来业绩增长的核心点在于销量的释放。销量方面，短期内新国标的集中换购会释放行业的集中替换需求，公司凭借较高的品牌知名度、纵深的渠道布局及不断迭代升级的产品力等竞争优势有望领先捕捉市场的增量需求，电动两轮车的销售量预计逐年提升。我们假设 2022-2024 年公司销量分别为 1090/1420/1652 万台，对应销量增速为 26%/30%/16%。

费用端：从历史财务数据看，公司期间费率一直处于稳中下行的态势。我们假设 2022-2024 期间费率依然延续此良好趋势，2022-2024 期间费率分别为 6.5%、6.1%、5.9%。

利润端：在产品结构持续优化及期间费率稳中有降的假设下，公司毛利率也预计稳步小幅抬升，我们预计公司 2022-2024 年毛利率分别为 15.6%/16.1%/16.6%。

4.2、盈利预测与估值

新国标政策推行下，国内电动两轮车行业逐步趋于高质量、高标准的规范化方向发展，行业竞争格局也会逐步趋于稳定，龙头企业市占率预计逐步提升，集中度也预计趋高。公司作为电动两轮车行业的龙头企业，渠道布局、研发实力、产品迭代力均领先行业。综合前述假设，我们预计 2022-2024 公司营收为 211.10/275.34/322.41 亿元，对应增速为 37.1%/30.4%/17.1%，归母净利润为 17.19/23.31/30.13 亿元，对应增速为 158.8%/35.6%/29.2%，对应 EPS 为 2.99/4.06/5.24 元，当前股价对应 PE 为 21.0/15.5/12.0 倍。同可比公司相比，公司当前估值处于较低水平，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值一览表

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元)			PE (X)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
689009.SH	九号公司 -WD	238.70	33.41	6.3	9.85	14.9	53.52	34.25	22.63
1585.HK	雅迪控股	542.91	15.73	0.69	0.92	1.11	22.80	17.10	14.17
603787.SH	新日股份	40.47	19.84	0.78	1.28	1.58	25.44	15.50	12.56
	行业均值			2.59	4.02	5.86	33.92	22.28	16.45
603529.SH	爱玛科技	361.37	62.88	2.99	4.06	5.24	21.0	15.5	12.0

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2023年3月9日汇率：1港币=0.8875人民币 九号公司、雅迪控股、爱玛科技盈利预测来自开源证券研究所，新日股份盈利预测与估值数据来自 Wind 一致预测，收盘价日期为 2023/3/9。

5、风险提示

终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品升级不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3684	5507	6825	8532	9447
现金	1249	2846	3902	5089	5959
应收票据及应收账款	188	208	334	373	455
其他应收款	86	150	173	248	245
预付账款	18	22	33	38	45
存货	495	796	896	1298	1256
其他流动资产	1648	1486	1486	1486	1486
非流动资产	5929	7890	8483	9110	9459
长期投资	33	105	177	249	321
固定资产	1796	1966	2503	3074	3372
无形资产	316	332	327	321	315
其他非流动资产	3784	5487	5476	5465	5451
资产总计	9613	13397	15308	17641	18906
流动负债	6839	8251	8198	8435	7034
短期借款	0	0	6999	7038	5483
应付票据及应付账款	5937	7058	0	0	0
其他流动负债	902	1193	1199	1397	1551
非流动负债	126	166	166	166	166
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	126	166	166	166	166
负债合计	6965	8417	8364	8601	7200
少数股东权益	18	5	16	32	60
股本	339	404	1001	1001	1001
资本公积	320	1936	1774	1774	1774
留存收益	1971	2635	4234	6358	9037
归属母公司股东权益	2630	4975	6928	9009	11646
负债和股东权益	9613	13397	15308	17641	18906

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1155	2094	-5457	2329	3379
净利润	610	668	1730	2347	3041
折旧摊销	180	211	222	291	339
财务费用	-135	-261	-61	60	-69
投资损失	-72	16	-33	-39	-32
营运资金变动	539	1362	-7313	-329	99
其他经营现金流	33	99	-2	-1	1
投资活动现金流	-561	-2024	-776	-870	-647
资本支出	364	660	744	845	616
长期投资	-236	-1540	-72	-72	-72
其他投资现金流	39	175	39	48	41
筹资活动现金流	371	1798	290	-310	-307
短期借款	0	0	6999	39	-1555
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	65	598	0	0
资本公积增加	-3	1616	-161	0	0
其他筹资现金流	373	117	-7146	-349	1248
现金净增加额	962	1867	-5944	1149	2425

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12905	15399	21110	27534	32241
营业成本	11431	13594	17825	23112	26902
营业税金及附加	53	56	82	107	122
营业费用	399	551	545	702	806
管理费用	266	317	391	413	451
研发费用	239	404	435	551	645
财务费用	-135	-261	-61	60	-69
资产减值损失	-1	-12	0	0	0
其他收益	29	23	20	19	23
公允价值变动收益	12	10	7	8	9
投资净收益	72	-16	33	39	32
资产处置收益	-4	-11	0	0	0
营业利润	764	739	1949	2649	3437
营业外收入	26	31	28	30	29
营业外支出	11	11	13	14	12
利润总额	779	758	1964	2665	3453
所得税	169	91	234	318	412
净利润	610	668	1730	2347	3041
少数股东损益	11	4	11	16	28
归属母公司净利润	599	664	1719	2331	3013
EBITDA	928	898	2317	3271	4036
EPS(元)	1.04	1.16	2.99	4.06	5.24

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	23.8	19.3	37.1	30.4	17.1
营业利润(%)	14.7	-3.3	163.8	35.9	29.7
归属于母公司净利润(%)	14.8	10.9	158.8	35.6	29.2
获利能力					
毛利率(%)	11.4	11.7	15.6	16.1	16.6
净利率(%)	4.6	4.3	8.1	8.5	9.3
ROE(%)	23.0	13.4	26.6	27.3	27.0
ROIC(%)	21.6	11.9	13.6	16.7	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	72.5	62.8	54.6	48.8	38.1
净负债比率(%)	-44.0	-54.6	49.4	24.0	-3.2
流动比率	0.5	0.7	0.8	1.0	1.3
速动比率	0.3	0.5	0.7	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.5	1.7	1.8
应收账款周转率	84.2	77.9	77.9	77.9	77.9
应付账款周转率	7.9	7.7	16.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.16	2.99	4.06	5.24
每股经营现金流(最新摊薄)	2.01	3.64	-9.50	4.05	5.88
每股净资产(最新摊薄)	4.58	8.66	11.30	14.92	19.50
估值比率					
P/E	60.4	54.4	21.0	15.5	12.0
P/B	13.7	7.3	5.6	4.2	3.2
EV/EBITDA	66.1	65.7	28.0	19.5	15.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn