

## 轻工制造

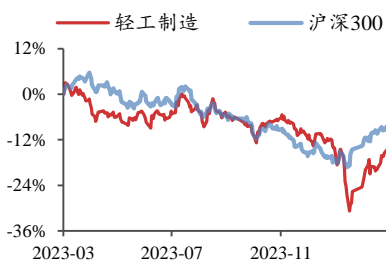
2024年03月19日

投资评级：看好（维持）

# 电动两轮车：行业回归产品维度高质量竞争，建议关注前瞻布局优质企业

——行业深度报告

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

骆扬（联系人）

luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790122120029

### ● 复盘 2023 年电动两轮车行业：国内行业销量稳增，海外市场潜力仍在

复盘 2023 年电动两轮车行业发展，国内销量维持稳健增长，行业马太效应明显；海外东南亚“油改电”驱动市场扩容逻辑持续，欧美“电动化”趋势已现。展望行业发展，国内行业集中度预计仍有提升空间，利好龙头发展，同时看好市场逐步回归产品维度的高质量竞争，产品迭代方向预计为智能化设计及电池研发；国产品牌海外布局逐步成熟，即将进入渠道及产能扩张期。推荐标的为在产品设计、电池技术研发、海外市场前瞻布局企业：雅迪控股、爱玛科技、九号公司。

### ● 国内：行业量价表现预计边际向好，回归产品维度高质量竞争或成趋势

市场总量上，2023 年市场销量预计保持平稳增长，销量主要影响因素有三：(1) 产品价格，价格仍是消费者在购买环节最关心因素，行业不同价位段产品销售情况出现分化，低价竞争主要集中于低端或老款车型，中高端市场销售并未出现明显疲软。(2) 旺季销售表现良好，2023 年旺季经销商认为总体市场仍处热销的占比达 49%，市场销售旺季仍表现良好，是托底行业销量稳增长的重要因素。(3) 新国标置换需求释放疲软，主系部分省份在“换购潮”结束后，市场遇冷较明显、多省份选择新国标延期；展望新国标未来走向，2024 年为过渡期截止最后一年，预计各地政府将不同程度加严监管，看好换购释放需求增量。竞争格局方面，行业仍为寡头竞争格局，雅迪、爱玛强者恒强；九号凭借智能化功能沉淀及渠道扩张，市占率提升逻辑通顺。展望行业变化，量上新国标置换及高保有量下的自然更新需求为行业需求稳增长驱动；价上目前各个品牌积极推新中高端产品、储备钠电相关技术，我们预计行业将逐步脱离产品低价内卷竞争，进入由供应品牌端发起的产品高端智能化、主导钠电推新的升级变革，行业新一轮价增逻辑孕育。

### ● 海外：东南亚市场潜力可观，欧美市场“电动化”趋势显现

东南亚：“油改电”驱动下市场扩容逻辑正持续兑现中，国产品牌雅迪、爱玛在市场渠道、产品提前储备；钠电技术能够有效解决当前产品质量重、续航不足的电摩需求痛点，有望推动当地产品迭代优化。欧美：“电动化”趋势显现，电踏车市场销量增长势头强劲；小牛、九号、雅迪等品牌已有前瞻布局。

### ● 公司层面：头部车企马太效应凸显，新势力车企凭借智能化突围

行业龙头雅迪、爱玛在销量、收入、网点铺设等多维度与行业其他公司拉开明显差距，其中雅迪 2023 年仍采取较为主动经营策略，2023H1 营收及利润延续较高增速；爱玛在价格战背景下坚持以利润为目标，收入增速相对有所放缓。新势力车企方面，2023H1 九号两轮车销量已超小牛，且公司在渠道扩张逻辑下销量增速远高于行业整体，对比之下小牛销售承压，品牌走势分化明显。推荐关注在产品设计、电池技术研发、海外市场有前瞻布局优质企业：(1) 雅迪控股：两轮车行业龙头，前瞻布局钠电研发，冠能 6 代成功发布，2024 或步入产品收获期；海外市场产品、渠道持续拓展，长期成长可期。(2) 爱玛科技：股权激励发布，坚定发展信心彰显，看好其领先行业的消费者洞察能力及渠道转型抢占行业份额。(3) 九号公司：智能化领域行业领先，看好业绩底部反转。

● 风险提示：终端需求下滑、行业出现大规模价格战、公司产品推广不及预期。

## 目 录

1、 国内市场回归产品维度高质量竞争或成趋势，海外市场潜力正现.....	4
1.1、 国内：行业销量预计稳增长，回归产品维度高质量竞争或成行业趋势.....	4
1.1.1、 拆解销量影响因素：产品价格、旺季销售表现、新国标替换需求释放节奏.....	4
1.1.2、 竞争格局变化：寡头竞争，强者恒强；九号凭借智能化成功突围.....	7
1.1.3、 国内市场展望：回归产品维度高质量竞争.....	9
1.2、 海外市场：东南亚市场潜力可观，欧美市场“电动化”趋势显现.....	13
1.2.1、 东南亚：油改电逻辑持续兑现，钠电或成市场新拉动.....	13
1.2.2、 欧洲市场：“电动化”趋势显现，中国企业已有前瞻布局.....	15
2、 公司层面：马太效应凸显，建议关注前瞻布局优质企业.....	16
2.1、 头部车企马太效应凸显，新势力车企或凭智能化突围.....	16
2.2、 雅迪控股：2024 冠能 6 代顺利发布、钠电研发或将步入收获期，海外市场拓宽想象空间.....	19
2.3、 爱玛科技：新发股权激励彰显公司发展信心，精准营销+时尚设计能力打造品牌溢价.....	22
2.4、 九号两轮车：机器人技术和团队的赋能品牌“真智能”发展.....	25
3、 盈利预测与投资建议.....	28
4、 风险提示.....	28

## 图表目录

图 1： 境内行业总体销量预计稳中有升.....	4
图 2： 雅迪及爱玛销量增速高于行业整体水平（万台）.....	4
图 3： 销售旺季消费者仍将价格作为主要考虑因素.....	5
图 4： 产品打折为最受消费者喜欢活动.....	5
图 5： 49%经销商反馈旺季仍处热销.....	6
图 6： 旺季市场呈现出较强的两极分化趋势.....	6
图 7： 自 2016 年起爱玛、雅迪市场份额持续领先.....	7
图 8： 2022 年 CR3 为 59.6%（以收入口径计算）.....	7
图 9： 2022 年行业智能化功能关注度提升.....	8
图 10： 新国标实行后头部厂商规模优势彰显.....	9
图 11： 2022 年替换及自然更新仍是需求支柱.....	10
图 12： 预计 2027 年共享单车及即时配送市场占比提升.....	10
图 13： 行业消费结构呈现高端化趋势.....	11
图 14： 2022 年锂电两轮车出货量承压.....	12
图 15： 2023 年碳酸锂价格下降幅度明显（元/吨）.....	12
图 16： 2023 年 1-10 月东南亚主要四国摩托车销量为 336 万辆.....	13
图 17： 欧洲摩托车市场同样呈“电动化趋势”.....	15
图 18： 预计欧美电踏车销量稳健增长.....	15
图 19： 头部车企表现稳健，新势力车企走势分化.....	16
图 20： 头部车企与行业其他公司业绩收入均拉开较大差距.....	17
图 21： 各车企单车 ASP 总体呈平稳上升趋势（单位：元）.....	17
图 22： 各车企单车净利相当（单位：元）.....	17
图 23： 小牛及九号毛利率水平显著高于行业平均（%）.....	18
图 24： 九号公司研发费用率高于同行业主要公司.....	18
图 25： 九号公司调整期间费用率高于同行业主要公司.....	18

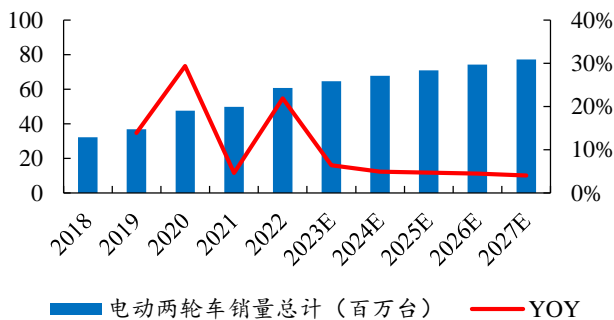
图 26: 各个车企持续进行网点扩张 (单位: 万) .....	19
图 27: 九号 2022 年单店收入已达行业相对较高水平 (单位: 万元) .....	19
图 28: 极钠 1 号钠电池具有超耐低温特性 .....	20
图 29: 极钠 1 号钠电池具有超高倍率 .....	20
图 30: 雅迪率先进入海外市场、具有先发优势 .....	21
图 31: 爱玛追星音乐节口碑、热度高涨 .....	22
图 32: 爱玛线下嘉年华热度火热 .....	22
图 33: 截至 2024.3.18 爱玛小红书笔记数达 23 万+条 (单位: 万条) .....	24
图 34: 爱玛 2023-2025 年渠道开拓规划以下沉市场为主 (单位: 家) .....	24
图 35: 九号公司掌握自平衡控制、UWB/视觉定位、多传感器融合定位、运动控制和轮毂电机等多项技术 .....	25
图 36: 九号两轮车在运算中心和驾驶辅助智能化方面远超同行 (单位: 评分值) .....	26
图 37: 两轮车核心智能化技术需算法+电控+传感器多方配合, 公司原有机器人以及智能短交通团队和底层技术可较好赋能两轮车智能化技术 .....	27
图 38: 深度学习+AI 算法识别车辆异动数据且持续可升级优化 .....	27
图 39: 九号电动车全车多处配备传感器 .....	27
表 1: 各大品牌双十一、618 促销活动力度较大 (单位: 元) .....	5
表 2: 各个省份新国标政策情况, 多省份选择延期新国标 .....	6
表 3: 2023 年主要品牌主推车型集中在 3000 元+价位段 .....	10
表 4: 同其他电池相比钠电池在寿命及比能量方面性能突出 .....	12
表 5: 雅迪、爱玛等品牌已在钠电布局 .....	12
表 6: 对比燃油摩托车, 电动摩托车仍存在产品质量重、续航短的消费痛点 .....	14
表 7: 国产品牌海外布局加速 .....	14
表 8: 以欧洲市场布局为主的品牌海外业务情况 .....	15
表 9: 雅迪发布冠能 6 代系列, 产品多维度性能领先行业 .....	19
表 10: 雅迪 TTFAR6.0 长续航系统及 OS 智慧中枢系统升级 .....	20
表 11: 雅迪控股钠电池未来发展方向更高安全/更高体能量/更长寿命 .....	21
表 12: 2023 年爱玛科技新品外形亮眼, 露娜 2024 顺利发布定位时尚百搭 .....	23
表 13: 爱玛科技最新股权激励计划, 2024-2026 营收/净利复合增速均不低于 20% .....	24
表 14: 推荐关注在产品的设计、电池技术研发、海外市场有前瞻布局优质企业 .....	28

## 1、国内市场回归产品维度高质量竞争或成趋势，海外市场潜力正现

### 1.1、国内：行业销量预计稳增长，回归产品维度高质量竞争或成行业趋势

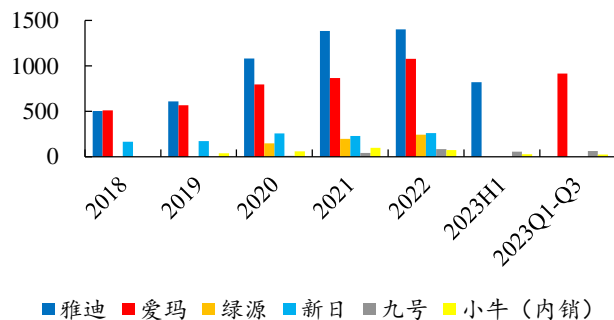
复盘我国 2023 年电动两轮车行业内销总体情况，我们预计整体将符合我们年初对行业判断——行业销量并未因为高基数出现明显下滑，2020 年行业增速因新国标推出明显拔高，预计 2023 年及以后行业总量增长将恢复稳态，以自然换新为主要拉动，即时配送、国内共享骑行等为行业潜在增长点。代表公司方面，头部企业雅迪及爱玛增速仍持续高于行业整体水平，雅迪 2023H1 销量为 821 万台，同比增长 34%；爱玛科技 2023Q1-Q3 预计实现销量约 916 万辆。

图1：境内行业总体销量预计稳中有升



数据来源：绿源集团控股招股说明书、开源证券研究所

图2：雅迪及爱玛销量增速高于行业整体水平（万台）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

#### 1.1.1、拆解销量影响因素：产品价格、旺季销售表现、新国标替换需求释放节奏

我们通过各大品牌 2023 年销售表现，营商电动车调研报告、艾瑞咨询等第三方资料，试图总结 2023 年影响电动两轮车国内市场销售的因素，以此作为后文行业趋势判断的依据之一：

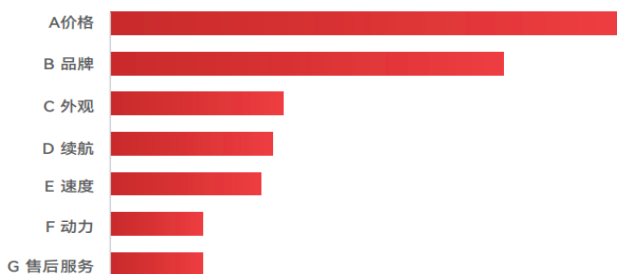
##### ■ 影响因素一：价格仍对销量产生重要影响，中高端市场销售并未出现疲软

根据营商电动车旺季消费者的调研报告显示，价格仍是消费者在购买环节最关心因素。2023 年各大商家集中在 2000-3000 元价格段产品进行促销活动，而从主打中高端车型的九号、小牛品牌销量看，中高端产品销量并未出现疲软，九号两轮车 2023Q3 销量为 61 万台，同比增长 85%；雅迪高端系列的冠能摩登自 2023 年 3 月上市以来，受到市场的热烈追捧，销售迅猛，三个月内售出超 261,000 台。同时，品牌 618 及双十一促销活动多集中为 2022 年及之前老款或超高端电摩车型，部分车型降价幅度在 6%-40% 之间，新车型多为原价销售，甚至部分联名款式有产品溢价（雅迪冠能奢享 Q9 迪士尼草莓熊限量版比普通版贵 500 元）。

我们预计，2023 年行业不同价位段产品销售情况或出现分化，低价竞争主要集中于低端或老款车型，中高端市场销售并未出现明显疲软，背后原因或为行业消费

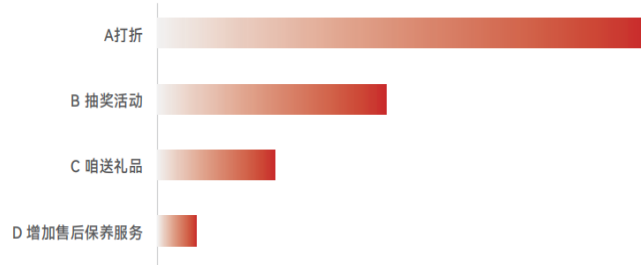
用户的价格偏好走向多元，价格接受程度高的外卖骑手、追求时尚个性化用户等群体消费需求新起。因此，我们不可简单定义行业整体需求价格弹性，需拆分价位段及目标用户群体讨论。

图3：销售旺季消费者仍将价格作为主要考虑因素



资料来源：营商电动车《2023 中国电动车行业旺季调研报告》

图4：产品打折为最受消费者喜欢活动



资料来源：营商电动车《2023 中国电动车行业旺季调研报告》

表1：各大品牌双十一、618 促销活动力度较大（单位：元）

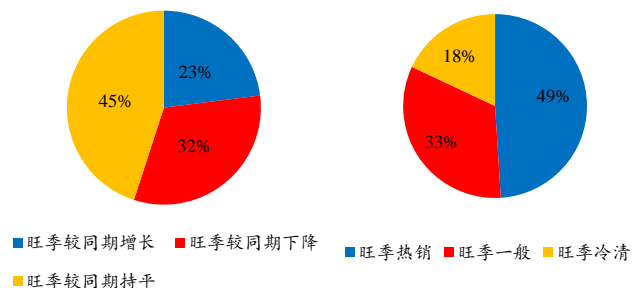
品牌	促销时间	促销活动	主要降价车型	原价	现价	降价幅度	其他促销活动
雅迪	6.4-6.18	京东 618 开门红	雅迪 DE2-100	3699	2999	-18.92%	省 1700
	11.1-11.15	天猫双十一	雅迪 DV1	4599	2799	-39.14%	满 500 减 100；24 期免息
爱玛	10.31-11.13	京东爱玛疯抢节	爱玛路豪 A707	3899	3199	-17.95%	指定车型 9.9 元抵 300 元
			爱玛爱朵 PRO	3599	2899	-19.45%	
小牛	10.31-11.12	天猫双十一	B2 动力版套装	5058	3576	-29.30%	满 7000，减 580
	6.1-6.19	九号 618	九号电动 E300P	26499	24999	-5.66%	24 期免息
九号	10.23-11.12	京东双十一	新品 Dz 110P	10499	9499	-9.52%	全店 3 期免息
			九号电动 Q85C	4499	3799	-15.56%	
			九号电动 F90M	5499	4849	-11.82%	

资料来源：九号电动微信公众号、小牛电动微信公众号等、开源证券研究所

## ■ 影响因素二：行业旺季销售表现良好，两极分化特征明显

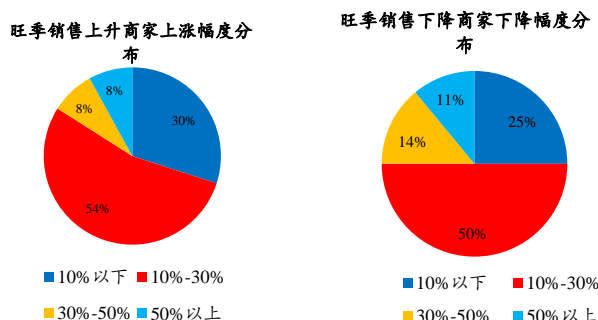
与此前市场对行业旺季销售的悲观预期不同，根据营商电动车调研数据，整体看 2023 年旺季认为总体市场仍处热销的经销商占比达 49%，旺季较同期增长的经销商占比 23%，市场销售旺季仍表现良好，是托底全年行业销量稳增长的重要因素。同时，终端市场旺季销售情况出现两极分化特征，旺季销售上升的商家上涨幅度大多为 30%以内（占比 84%），相比之下 25%的商家反馈旺季销售降幅超过 30%。旺季市场总体呈现出两极分化趋势。

图5: 49%经销商反馈旺季仍处热销



数据来源: 营商电动车《2023中国电动车行业旺季调研报告》、开源证券研究所

图6: 旺季市场呈现出较强的两极分化趋势



数据来源: 营商电动车《2023中国电动车行业旺季调研报告》、开源证券研究所

■ 影响因素三: 新国标置换需求释放疲软, 多省份过渡期延长。我们推测, 2023年新国标替换对行业整体拉动偏弱, 依据为:

- (1) 部分省份在“换购潮”结束后, 市场遇冷较明显。浙江于2022年初大规模启动淘汰置换工作, 2022年至2023年初市场处于较快增长阶段, 但换购之后浙江部分区域出现了较为严峻的市场形势, 根据温州当地的上牌数据显示, 温州市场1月份销售9万辆, 2月份16.5万辆, 3月份开始下跌至8.7万辆, 随后的4-6月销量均处于5万多辆。
- (2) 多省份选择延期新国标, 政策执行挑战仍存。作为电动两轮车保有量大省, 山东济南、河南郑州、陕西等选择延期至2024年及以后, 新国标置换需求仍未释放。

展望新国标未来走向, 2024年为新国标过渡期截止的最后一年, 预计各地政府将不同程度加严监管, 比如电动两轮车保有量大省江苏目前已经出台部分补助措施, 目的或为在2024年推行换购; 此外江西、山西省份新国标政策也将于2024年截止。总体趋势看, 我们看好2024年新国标强制替换需求对行业总量仍将起到拉动作用, 但长期看其对行业总量的贡献预计会逐年减弱。

表2: 各个省份新国标政策情况, 多省份选择延期新国标

过渡期截止年份	过渡期截止日期	省份	城市
2020年	2020年6月20日	广东	中山
	2020年12月31日	江苏	南京
2021年	2021年5月8日	天津	
	2021年6月15日	广东	佛山
	2021年8月19日	湖北	咸宁
	2021年10月31日	北京	
	2021年11月8日	甘肃	兰州
	2021年12月31日	上海	
2022年	2021年12月31日	浙江	杭州、宁波
	2022年4月30日	湖北	宜昌、荆州
	2022年6月15日	湖南	益阳
	2022年10月14日	重庆	

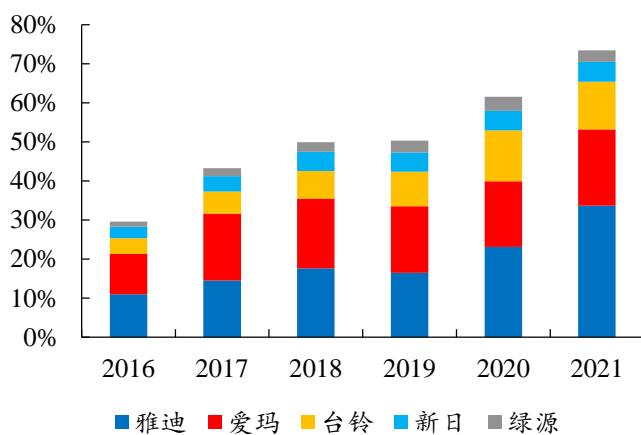
过渡期截止年份	过渡期截止日期	省份	城市
2023 年	2022 年 12 月 31 日	山东	全省
	2023 年 3 月 1 日	湖南	长沙、湘潭、株洲等
	2023 年 4 月 14 日	云南	昆明
	2023 年 8 月 31 日	广西	南宁
	2023 年 12 月 31 日	江西	赣州
	2023 年 12 月	安徽	合肥
2024 年	2024 年 4 月 14 日	江苏	扬州、无锡、徐州等
	2024 年 4 月 14 日	山西	忻州
	2024 年 9 月 30 日	江西	新余

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

### 1.1.2、竞争格局变化：寡头竞争，强者恒强；九号凭借智能化成功突围

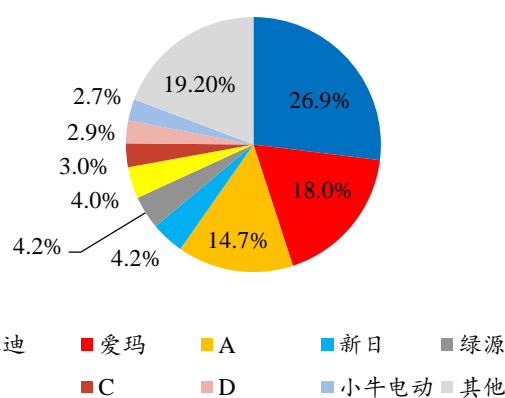
市占率排位呈现寡头竞争，强者恒强。从近几年的行业竞争格局来看，雅迪、爱玛、台铃市占率领先行业于行业其他企业，根据艾瑞咨询以及沙利文，2020-2022 年两轮车行业 CR3 分别为 52.9%/65.4%/59.6%。进入 2023 年，行业出现价格战，雅迪爱玛等头部企业推出特价车型价格下探，进一步抢占中低端市场份额，我们预计 2023 年两轮车行业 CR3 集中度将进一步提升，寡头格局更为凸显。新势力车企方面，九号、小牛凭借其智能化接力突围，与头部车企形成差异化竞争，在细分群体方面具有一定的竞争优势。

图7：自 2016 年起爱玛、雅迪市场份额持续领先

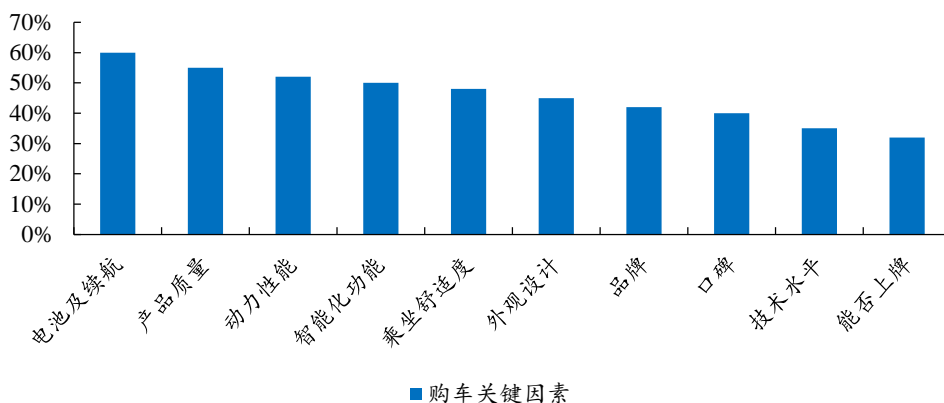


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图8：2022 年 CR3 为 59.6% (以收口径计算)



数据来源：沙利文、绿源集团控股招股说明书、开源证券研究所

**图9：2022年行业智能化功能关注度提升**


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

**我们预计行业集中度将继续提升。**据艾瑞咨询数据，销量口径下，行业 CR5 从 2016 年的 29.6% 提升至 2021 年的 73.4%，整体呈现上升趋势。根据沙利文数据，2022 年行业 CR5 为 68.0%（收入口径）。我们预计，2023 年国内电动车行业集中度仍在提升。原因为：

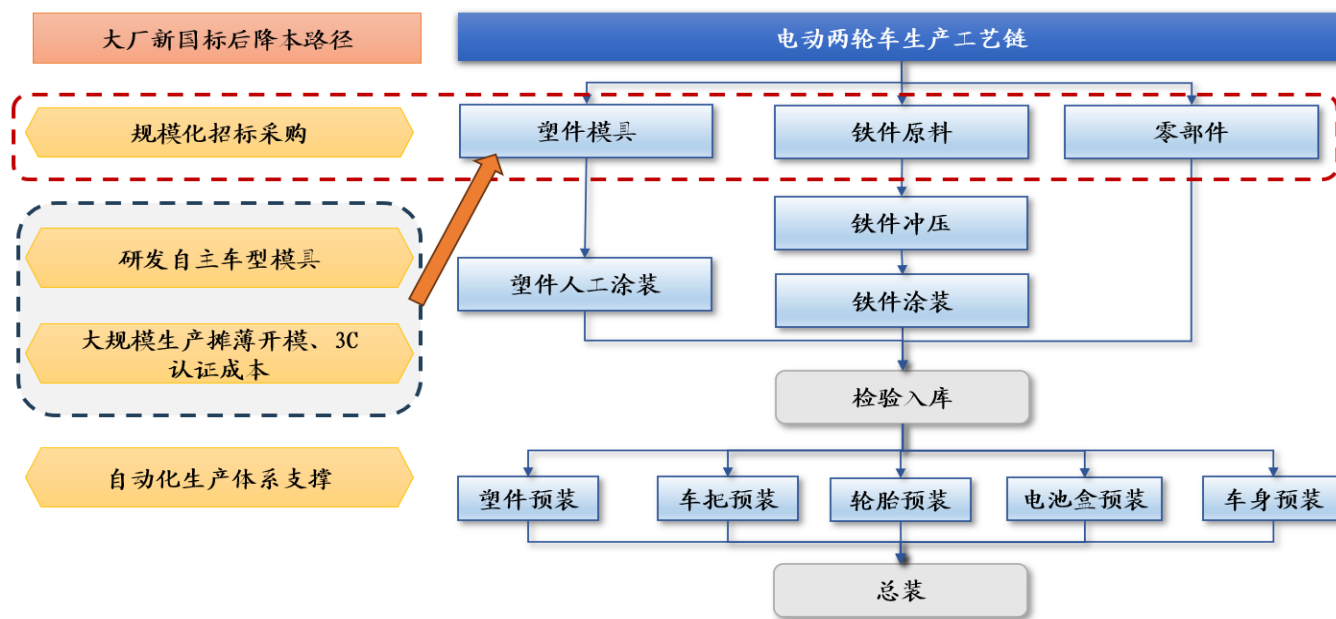
**(1) 国内新国标严监管加速供给出清。**据天眼查数据显示，2023 年我国电动两轮车新注册相关企业数量为 36 家，同比减少 66.4%。

**(2) 龙头价格带下探，依靠渠道及品牌力形成降维打击。**2023 年龙头公司持续在腰部价格带推出性价比高的产品挤压杂牌市场份额。2023H1 雅迪加大新车型的推新力度，销量同比增长 33.8%，整体单车 ASP 下降 -6.8%，呈现量增价降表现，推断有效抢夺杂牌车市场所致。

**(3) 龙头规模化生产效应彰显，全方位挤压小厂盈利空间。**从电动两轮车生产工艺链看，大厂主要通过上游原材料规模化招标采购、生产全流程自动化两项措施有效降低产品全流程生产成本。另一方面，新国标后产品强制要求国家 3C 认证，目的为保护生产制造商知识产权，大厂借此有意精简 SKU 数量，加大自主车型研发；小厂依附大厂共模生产机率大大降低，高昂的开模成本将进一步摊薄小厂盈利空间。



图10：新国标实行后头部厂商规模优势彰显



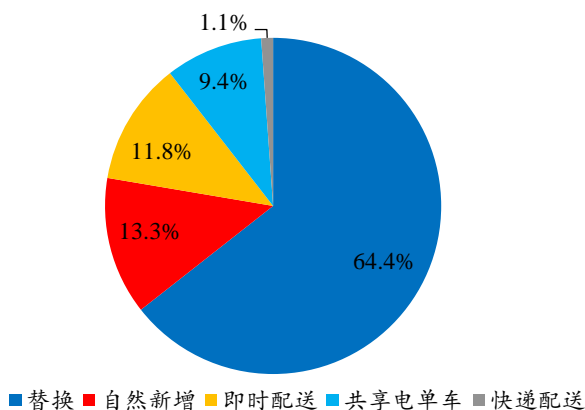
资料来源：爱玛科技招股说明书、开源证券研究所

### 1.1.3、国内市场展望：回归产品维度高质量竞争

- **内销总量：预计内销行业驱动逐步回归自然更新，看好B端市场需求潜力。**

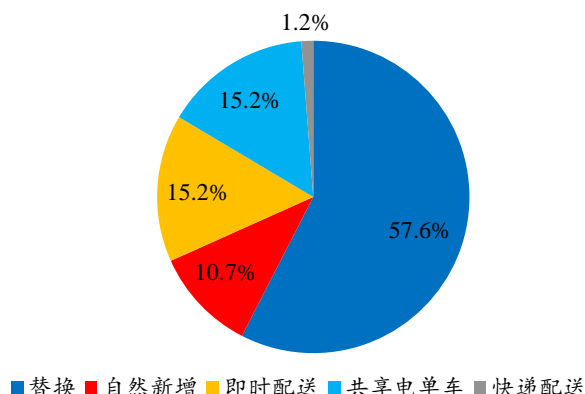
如上文对行业 2023 年销量影响因素分析，我们维持此前对行业总量的预测：预计未来 1-2 年内需求驱动将回归以存量自然更换和保有量提升带来的新增需求为主，新国标剩余执行的更换需求为 2024 年的增量点，但长期看其对行业总量的贡献会逐年减少，更长时期内需求增长动力或来自于产品品质提升和消费场景延伸带来的新增需求。另一方面，我们认为行业以共享电单车、即时配送服务为主的 B 端需求值得重点关注。嘉世咨询预计，共享电单车的市场规模在 2025 年有望达到 800 万辆；即时配送行业市场规模将于 2026 年接近千亿量级，该行业高度依赖电动自行车，行业的扩大或激发电动两轮车新一轮市场扩张。

图11: 2022 年替换及自然更新仍是需求支柱



数据来源: Wind、德勤、开源证券研究所

图12: 预计 2027 年共享单车及即时配送市场占比提升



数据来源: Wind、德勤、开源证券研究所

### 行业变化: 关注结构性变化, 回归产品维度高质量竞争

展望国内两轮车行业 2024 年及之后变化, 我们认为行业将逐步脱离产品低价内卷、渠道无序扩张的阶段, 逐步回归产品维度的高质量竞争, 行业新一轮价增逻辑孕育, 彼时产品迭代研发能力将会是企业核心竞争力。我们认为 2024 年行业产品竞争预计会聚焦以下两个方向:

**方向一: 中高端智能化产品预计增多。**不同于市场观点, 我们认为电动两轮车该轮的产品中高端智能化升级, 是由供应品牌端发起的行业产品升级变革, 与消费降级的大背景及行业总量增速放缓关联性不大, 且相较于用户端自行发起的消费需求, 将更具备持久性。我们从各个品牌新品推新分析, 各大品牌 2023 年推新新品价位大多在 3000 元+, 并侧重产品智能化功能的迭代更新, 同时有意缩减终端门店 2500 元以下的产品上样。同时, 行业产品高端化趋势已显, 以线上销售为例, 久谦数据显示电动自行车 3500 元以上价位段产品销量份额(京东/天猫)由 2019 年的(48%/4%)提升至 2023 的(62%/49%), 电动摩托车 3500 元以上价位段产品销量份额(京东/天猫)由 2019 年的(66%/33%)提升至 2023Q3 的(92%/84%)。

表3: 2023 年主要品牌主推车型集中在 3000 元+价位段

品牌	雅迪	爱玛	台铃	九号电动	小牛	新日
系列	冠能摩登	蛋蛋	台铃超能 S 周末	九号 q85c	小牛 F400T	幻影 F9
图片						
定位	专为女性用户设计的零压力气垫	潮流时尚	清新甜美	多元撞色, 时尚个性	酷炫机甲气质	沉稳大气
产品类型	电动自行车	电动自行车	电动摩托车	电动摩托车	电动自行车	电动摩托车
价格	2999-3299	5499	3599	3999	4499-4899	4799
续航	70KM	80KM	80-90KM	78KM	90KM	90KM
制动(刹车)	前后鼓刹	前碟后鼓	前碟后鼓	前碟后鼓+能量制动	大盘双碟刹	前后双碟

品牌	雅迪	爱玛	台铃	九号电动	小牛	新日
方式)	NFC 智能解锁	蓝牙智能 app 操控	无感蓝牙控车, 手机实现一键解锁/寻车/设防/亲友分享, 靠近自动解锁, 离开自动落锁	TCS 牵引力控制系统、真智能操作系统 (提供个性化音效、无钥匙启动、手机解锁、智能推送、行车记录等)	回收系统	全场景智能骑行辅助, 智能 APP、模式选择 (动力模式、远航模式、自定义)、OTA 升级、靠近解锁、APP 解锁、电子坐子鞍解锁、震动报警
智能化功能						

资料来源: 各个公司天猫旗舰店、开源证券研究所 (注: 各个产品价格以 2024 年 3 月 14 日产品天猫官方旗舰店到手价为准)

图13: 行业消费结构呈现高端化趋势

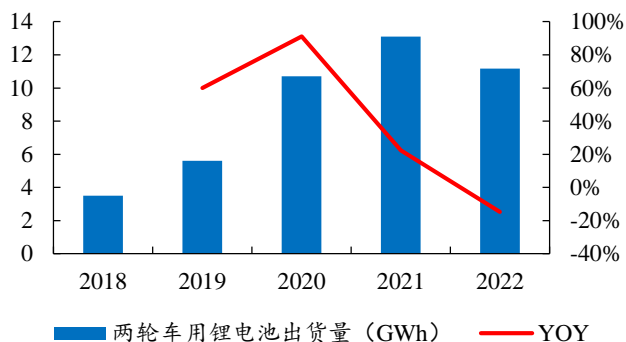
品牌	2019	2020	2021	2022	2023	2024QTD
<b>京东</b>						
电动自行车						
<2000	12%	15%	20%	30%	19%	13%
2000-3500	41%	36%	39%	33%	30%	24%
3500-4500	29%	29%	24%	16%	14%	19%
4500-5500	13%	15%	10%	11%	21%	20%
>5500	6%	5%	6%	10%	15%	23%
电动摩托车						
<2000	1.9%	2.5%	1.3%	2.1%	0.6%	0.4%
2000-3500	32%	31%	36%	54%	27%	7%
3500-4500	21%	29%	35%	23%	20%	29%
4500-5500	15%	14%	13%	11%	20%	28%
>5500	30%	23%	15%	11%	33%	35%
<b>天猫</b>						
电动自行车						
<2000	28%	42%	43%	35%	27%	19%
2000-3500	68%	54%	47%	32%	28%	32%
3500-4500	2%	3%	6%	11%	10%	7%
4500-5500	0.3%	0.9%	1.9%	10%	17%	26%
>5500	1.0%	1.0%	2.3%	12%	18%	16%
电动摩托车						
<2000	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%
2000-3500	66%	59%	41%	33%	16%	16%
3500-4500	24%	27%	29%	34%	28%	9%
4500-5500	3%	6%	11%	12%	18%	35%
>5500	7%	8%	19%	21%	38%	40%

数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

**方向二: 钠电产品量产进度加快, 有力抢夺锂电产品市场。**2023 年电动两轮车行业电池产品结构仍在变化, 锂电产品占比预计同比继续降低。据 EVTank 统计数据显示, 2022 年起两轮车锂电池出货量已显颓势, 同比-14.7%。起点研究院 (SPIR) 预计 2023 全球电动两轮车用锂电池出货量为 7GWh, 同比下降 37.6%。锂电池原材料碳酸锂价格回落至低位, 成本优势明显, 但渗透率不升反降底层原因或为锂电安全性能不足: 锂电电解液介质属于可燃性物, 外界因素易导致锂电隔膜破裂引发短路。

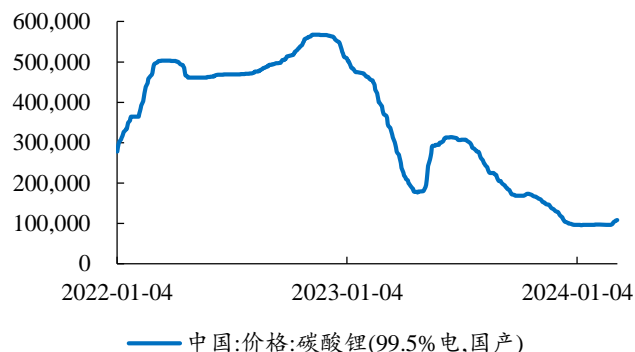
相比之下, 钠电池能够较好解决锂电池产品存在的安全问题, 其具有较好的低温性能, 同时钠能源丰富程度大幅高于锂, 长期看降本潜力较大。与传统的铅酸电池相比, 钠电池能量密度等性能明显优于铅酸, 能有效实现新国标要求下的车身减重。2023 年, 雅迪、台铃等企业加大对钠电池的研发, 且已有相关的技术产品落地, 预计 2024 年钠电池量产产品将带来新一轮的品牌竞争。

图14: 2022年锂电两轮车出货量承压



数据来源: EVTank、开源证券研究所

图15: 2023年碳酸锂价格下降幅度明显 (元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

表4: 同其他电池相比钠电池在寿命及比能量方面性能突出

电池类型	原料成本	循环次数	单体质能密度	低温性能 (零下20度容量保持度)	安全性能	环保性能
铅酸电池	0.4 元/Wh	300-500 次	30-50Wh/kg	低于 60%	优	差
锂电池(磷酸铁锂)	0.3-0.5 元/Wh	3000 次-6000 次	150-190Wh/kg	低于 70%	良	优
锂电池 (三元锂电)	0.5-0.7 元/Wh	1000 次-2000 次	180-280Wh/kg	大于 70%	一般	优
钠电池	0.35-0.7 元/Wh	1200 次-2000 次 (100%DOD)	80-150Wh/kg (与截止电压有关)	低于 80%	良	优

资料来源: 中国储能网、开源证券研究所

表5: 雅迪、爱玛等品牌已在钠电布局

公司	主营行业	两轮车领域钠电布局
雅迪	两轮电动车	2023年3月推出第一款钠电产品-极钠 S9
新日	两轮电动车	推出钠电产品飞驰 DK 系列
小牛	两轮电动车	计划推出首款钠电产品
台铃	两轮电动车	2023年12月发布超级钠电技术, 并完成钠电产品全球首次交付
爱玛	两轮电动车	在钠电领域有与外部厂商合作的研发布局、暂未将钠电池应用于公司的两轮车产品中
钠创新能源	钠离子电池制造	与爱玛科技合作, 制作钠离子电池动力系统搭载于电动两轮车
孚能科技	锂离子电池制造	2023年全面进入钠电池产业化阶段, 并已与多家知名两轮车企和乘用车企开展合作

资料来源: 中关村在线等、开源证券研究所

## 1.2、海外市场：东南亚市场潜力可观，欧美市场“电动化”趋势显现

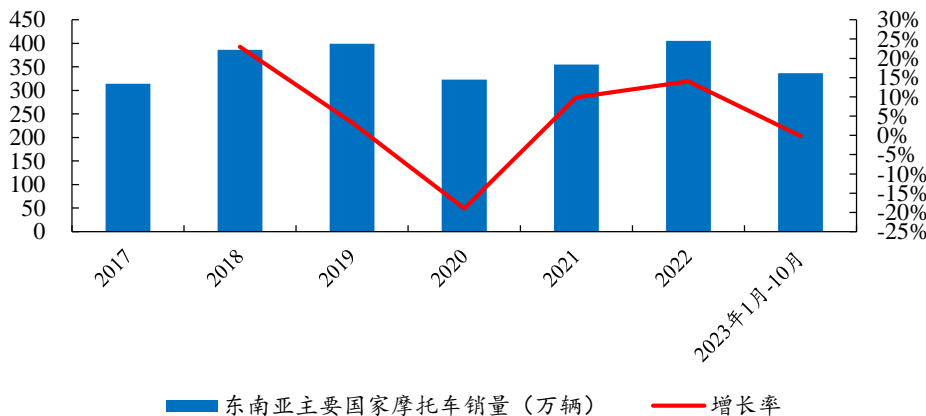
### 1.2.1、东南亚：油改电逻辑持续兑现，钠电或成市场新拉动

2023年海外东南亚市场“油改电”驱动下市场扩容逻辑正持续兑现中，地区两轮车需求仍强劲。

政策端看，地区顶层政策持续加码，大力支持电动两轮车发展。2023年印尼政府制定了到2025年将20%的燃油二轮车转换为电动车、电动二轮车；同时承诺在2050年之前全面停止销售燃油车。2023年3月，印尼宣布将向25万辆电动摩托车的购买者发放每辆700万印尼盾(约3200元人民币)的补贴。此外，泰国、越南等政府也在持续致力于促进电动交通，推出建立完善充电基础设施等措施。

销售端看，地区仍存百万级别销售市场，电动化率有望提升。东南亚地区主要国家马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国每年的摩托车销量合计仍在300万辆以上，根据ASEAN统计数据，东南亚主要国家(马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国)2022年销售总和为405万辆(+14.05%)，销量同比提升明显，2023年1月-10月销量为336万辆(-0.23%)。同时国际可再生能源机构(IRENA)对地区电动化率做出乐观预判，至2025年东南亚道路上约20%的车辆将是电动车辆。因此，我们预期东南亚市场电动化率仍有提升空间，叠加地区两轮车需求饱满，东南亚地区电动两轮车的销售市场潜力较大。

图16：2023年1-10月东南亚主要四国摩托车销量为336万辆



资料来源：ASEAN、开源证券研究所（注：该数据指马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国四国家销售量总和）

产品品牌端看，国产品牌进入加速扩张，钠电技术有望推动产品迭代。日本品牌在东南亚摩托车市场入局较早，已占据绝对的市场份额，日系摩托车市占率预计为80%以上。其中，本田和雅马哈表现最为突出，2022年本田在越南/泰国/菲律宾摩托车市场市占率分别为72.1%、76.7%和43.5%，雅马哈市占率分别为25.5%/16.5%/35.1%；中国品牌雅迪、爱玛等作为行业较新入局者，借助电动化东风，进入加速扩张期。细看行业公司发展策略及产品，我们预计行业存在两方面的变革趋势：

(1) 看重电动化产品的迭代推新：传统强势品牌本田、雅马哈、铃木等都将电动两轮车作为未来产品迭代的主力方向，雅马哈计划到2035年实现产品的20%电动化，2050年将新车销量的90%改为电动车。本田表示将在2025年前将推出10款以

上纯电动二轮车,并计划在2030年销售350万辆纯电二轮车,约占到全球销量15%。

(2) **钠电技术推出有望助力中国品牌弯道超车**:对比东南亚市场热销产品,目前雅迪推出的锂电电动踏板车在最高速度、续航已经接近同价位段的小排量燃油摩托车,并超过了本土品牌的电动踏板车。但国产电动两轮车产品仍存在产品重量较重及高速骑行下产品续航缩短明显的问题,雅迪、台铃、绿源等企业目前已经加大钠电池技术及相关产品量产研发,我们预计钠电池或可凭借高能量密度和低重量优势,攻克市场产品痛点。

**表6: 对比燃油摩托车, 电动摩托车仍存在产品质量重、续航短的消费痛点**

产品	燃油摩托车			电动摩托车	
	雅马哈 FreeGo S	本田 Wave RSX	本田 Vision	雅迪 Voltguard	VinFast Felize S
外观					
类型	踏板车	弯梁摩托车	踏板摩托车	TTFAR 石墨烯电池电动踏板车	电动智能踏板车
整车重量(kg)	102	98	98	129	110
排量/带电量	124.9CC			72v · 38Ah	3.5kW · h
最高速度				50 km/h	78 km/h
续程	206km	256km	265km	100km	194km
价格(元)	9982	6876	10665	8153	8153

资料来源: 各个品牌海外官网、开源证券研究所

**表7: 国产品牌海外布局加速**

品牌	海外业务及其规划
日系品牌	
本田	全线两轮车产品力争在2040年实现碳中和。公司还表示,将在2025年前将推出10款以上纯电动二轮车,并计划在2030年销售350万辆纯电二轮车,约占到全球销量15%。
雅马哈	计划到2035年旗下的二轮车要实现20%的电动化,2050年将新车销量的90%改为电动车。
铃木	计划在2030年前推出8款全新的电动机车,并期望其电动二轮车的销售占比能达到25%
川崎	计划在2035年前,将其在发达国家的主要车型转为非汽油摩托车。
国产品牌	
雅迪	根据公司海外官网,公司共拥有82家海外门店,主要以东南亚为主,其中越南门店布局已经较为成熟;海外产品:拥有电动两轮车、电动摩托车、电动滑板车和电动助力车四条产品线,产品SKU相对丰富,2023年推出KEMPER等新品。
爱玛	根据Google Map数据,公司共拥有15家海外门店,门店布局较为分散,后续公司门店拓展主要以东南亚市场为主;拥有电动两轮车、电动摩托车、电动滑板车和电动助力车四条产品,产品SKU相对单一。
绿源	通过与海外经销商合作,产品已出海至包括泰国、印尼、菲律宾等在内的27个国家,截至2023年5月,公司共拥有40家海外经销商。针对东南亚市场主推S-30、极影、INNO9-lite等产品。

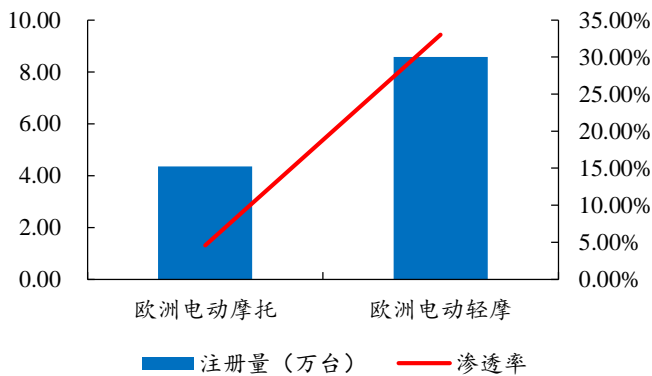
资料来源: 雅迪电动车海外官网、Google Map、绿源集团控股招股说明书等、开源证券研究所

## 1.2.2、欧洲市场：“电动化”趋势显现，中国企业已有前瞻布局

欧美市场电动摩托注册规模较小，“电动化”趋势显现。受环保理念、油价上涨、政府补贴推动，相较于欧洲摩托车主要国家摩托车注册量同比平稳，欧洲地区消费需求进一步呈现出“电动化”趋势，电动摩托需求同比增幅较大。根据八方股份公告，2022年欧洲电动摩托车注册量4.35万辆（+88.4%），渗透率提升至4.58%。电动轻便摩托车注册量8.58万辆（+17.4%），渗透率提升至33%。同时，欧美市场电踏车在骑行文化和运动需求背景下，销量增长势头强劲，2022年欧洲及美国电踏车销量分别同比增长29.5%/40.0%。

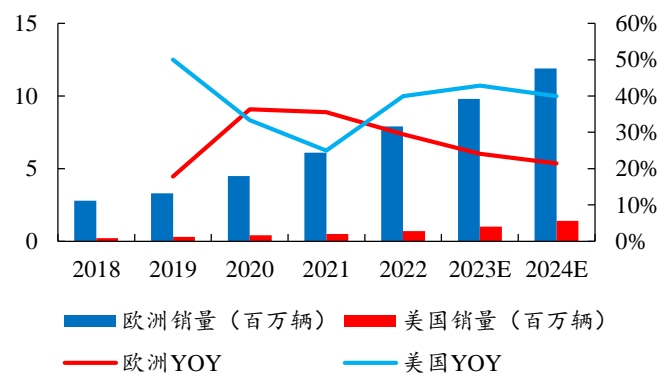
目前中国企业在欧美两轮车市场大多处于早期布局阶段，电踏车市场主要布局上游制造端。欧美电动摩托车市场方面，小牛布局较早，截至2023Q3公司已从电动助力车和电动摩托车扩展到e-bike；九号、雅迪处于布局初期阶段，如雅迪目前在西班牙、法国等地有门店开设，连续5年携全品类两轮车产品亮相米兰展会。电踏车市场方面，我国企业主要布局上游制造端，八方股份是全球化电助力自行车及两轮交通工具用电机、控制器、电池、仪表、传感器等驱动系统供应商，2022年电踏车电机营收13.7亿元；久祺股份则依靠旗下自主品牌HILAND打入欧洲市场。

图17：欧洲摩托车市场同样呈“电动化趋势”



数据来源：欧洲摩托车制造商协会、八方股份公告、开源证券研究所

图18：预计欧美电踏车销量稳健增长



数据来源：沙利文、绿源集团控股招股说明书、开源证券研究所

表8：以欧洲市场布局为主的品牌海外业务情况

2023 海外业务情况	
小牛	目前公司在53个海外国家拥有55个海外分销商，主要以欧洲市场为主，布局已较为完善；拥有电动两轮车、电动摩托车、电动滑板车和电动助力车四条产品线共8个系列产品，SKU丰富。2023Q3公司海外产品销量3.6万台。
九号	目前海外电动两轮车业务还处于起步阶段，推出E系列产品，公司旗下Segway拥有高端全地形车、电动助力车等产品线，借助Segway前期品牌和渠道势能有望逐步打开欧美市场。
久祺股份	公司旗下自主品牌HILAND拥有山地车、通勤车、货运车、折叠车在内的4大类电踏车产品。
八方股份	公司在国际市场占据重要地位，是行内驱动系统领先的供应商之一，2022年电踏车电机营收13.7亿元，营收占比48%

资料来源：各个品牌海外官网、驱动之家、Wind、开源证券研究所

## 2、公司层面：马太效应凸显，建议关注前瞻布局优质企业

### 2.1、头部车企马太效应凸显，新势力车企或凭智能化突围

销量规模上，头部车企表现稳健，新势力车企走势分化。头部车企方面，雅迪及爱玛 2022 年销量已突破 1000 万台，销量规模已与行业其他车企拉开较大差距。行业龙头雅迪 2023H1 销量为 821 万台，同比增长 34%，销量增速仍持续高于行业整体水平，呈现出较强马太效应，爱玛 2023Q1-Q3 销量有所放缓，预计同比+1%，或主系为保证利润空间，主动收缩促销折扣。新势力车企方面，2023H1 九号两轮车销量已超小牛，且公司在渠道扩张逻辑下销量增速远高于行业整体，对比之下小牛销售承压，品牌走势分化明显。

图19：头部车企表现稳健，新势力车企走势分化

销量（万台）	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-Q3
雅迪	504	609	1080	1386	1401	821	
YoY		20.9%	77.3%	28.3%	1.1%	33.8%	
爱玛	510	566	796	867	1077		916
YoY		11.0%	40.6%	8.9%	24.2%		1.0%
绿源			147	195	242		
YoY				32%	24%		
新日	164	170	254	229	259		
YoY		3.7%	42.6%	-10.1%	13.2%		
九号			11	42	83	54	61
YoY				281.8%	96.7%	76.0%	85.0%
小牛（内销）		39	57	99	71	26	23
YoY			42.6%	72.7%	-28.1%	-21.0%	-12.4%
小牛（外销）		3	3	5	12	4.6	3.5
YoY			42.6%	73.6%	142.6%	7.1%	-38.4%
行业	3220	3680	4760	4350	5010		
YoY		14.3%	42.6%	-8.6%	15.2%		

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**营收及业绩端：头部车企营收及利润规模与行业拉开较大差距，九号电动车追赶势头强劲。**

各个公司整体营收及归母净利润看，头部车企雅迪和爱玛收入已超百亿，与行业其他公司拉开较大差距，其中，雅迪控股营收及利润延续较高增速，爱玛科技受到价格战较大影响，低价产品推新节奏相对较慢，营收增长阶段性承压。另一方面，雅迪及爱玛利润增速高于收入增速，或主要受益于公司控费降本持续推进、单车盈利同环比增长。新势力车企方面，九号两轮车业务营收增速亮眼，2023Q1-Q3 营收 16.75 亿元，智能化高端品牌影响力持续提升下，我们预计业务利润率有望由 2022 年盈亏平衡提升至 2023H1 中单位数；小牛或因智能化产品迭代速度放缓、赛道竞争加剧，2023H1 营收及业绩承压。

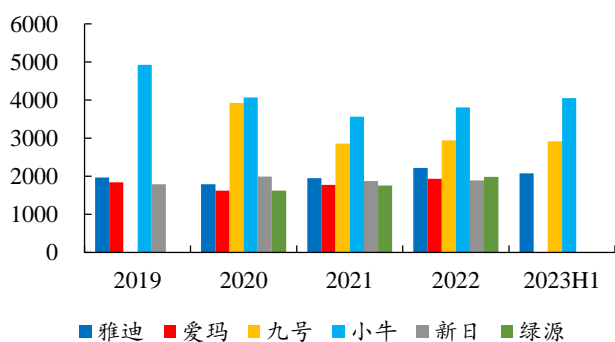
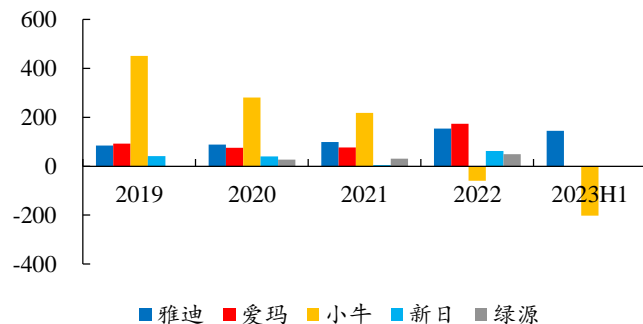


**图20：头部车企与行业其他公司业绩收入均拉开较大差距**

	营收情况 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2019	2020	2021	2022	2023H1	2019	2020	2021	2022	2023H1
雅迪	119.73	193.77	269.87	310.86	170.64	5.16	9.57	13.69	21.61	11.88
		61.8%	39.3%	15.2%	21.3%		85.4%	43.0%	57.8%	32.1%
爱玛	104.24	129.05	153.99	208.02	102.17	5.22	5.99	6.64	18.73	8.95
		23.8%	19.3%	35.1%	8.3%		14.8%	10.9%	182.1%	29.7%
九号		4.32	12.01	24.31	15.75					
			177.9%	102.4%	69.4%					
绿源	25.01	23.88	34.30	48.03		0.70	0.40	0.59	1.18	
		-4.5%	43.6%	40.0%			-42.1%	47.1%	99.2%	
新日	30.56	50.68	42.81	49.04	20.21	0.71	1.02	0.11	1.62	0.47
		65.9%	-15.5%	14.5%	-15.0%		44.8%	-88.9%	1326.2%	-28.3%
小牛	20.76	24.44	37.05	31.69	12.46	1.90	1.69	2.26	(0.49)	(0.62)
		17.7%	51.6%	-14.5%	-11.2%		-11.3%	33.9%	-121.9%	309.1%

数据来源：Wind、九号公司公告、开源证券研究所（注：九号公司营收取公司公告披露的两轮车收入，未披露业务归母净利润；其余公司因两轮车为公司主营业务，营收及归母净利润为公司整体营收及归母净利润）

拆分至各公司单车 ASP 及单车净利指标看，各车企单车利润相当，小牛出现亏损。雅迪、爱玛单车 ASP 呈整体平稳向上趋势，2023H1 雅迪单车 ASP 为 2078 元，爱玛 2023 年前三季度 ASP 为 1906 元，两家车企产品结构处持续调整，高端智能化产品趋势下单车 ASP 仍有提升空间。相比之下，定位高端、智能化的小牛和九号两轮车处品牌扩张阶段，整体 ASP 相较于行业头部品牌处于较高位置，九号 2023H1 单车 ASP 为 2915 元，小牛 2023H1 单车 ASP 为 4055 元；2023 年九号及小牛产品仍定位中高端、智能化，单车 ASP 预计仍明显领先于行业。单车净利方面，2023H1 雅迪单车净利为 145 元、爱玛 2023 年前三季度单车净利为 170 元，均处于同一水平；小牛自 2022 年起，因受到原材料碳酸锂价格上涨、高推广费用投入，利润端出现亏损，2023H1 公司高举高打策略延续，单车亏损呈扩大走势。

**图21：各车企单车 ASP 总体呈平稳上升趋势(单位：元)**

**图22：各车企单车净利相当(单位：元)**


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：各个公司 ASP 计算公式为：公司营业收入/单车销量）

数据来源：Wind、开源证券研究所

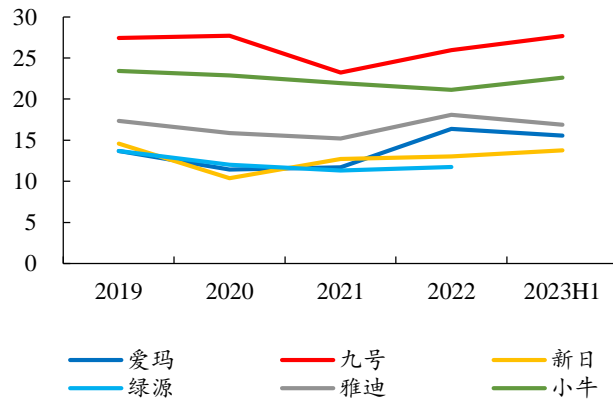
**盈利能力方面：头部车企规模效应下成本端优势明显。**

毛利率方面，头部车企方面，2023H1 雅迪及爱玛主要受到原材料成本下降以及低价格带产品增多两方面影响，毛利率略有承压，但仍然凭借原材料集中采购招标以及产品品牌溢价优势，毛利率明显领先于行业。雅迪 2023H1 毛利率及归母净利率分别为 16.9% (-1.1pct) / 7.0%(+0.6pct)；爱玛 2023Q1-Q3 毛利率及归母净利率分别为 15.80% (+0.5pcts) / 8.9% (-0.1pct)。新势力车企方面，九号相较于小牛公司毛利

率已达到相对高位。考虑建店补贴情况下预计 2023 年九号两轮车毛利率超 20%，若剔除建店补贴影响与小牛毛利率相当。

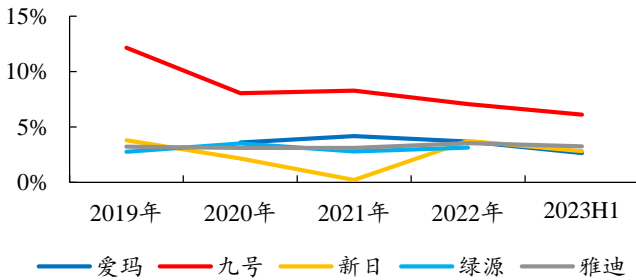
费用率方面，头部公司规模效应凸显，九号公司费用率仍有较大提升空间。2023H1 雅迪/爱玛/九号/新日的调整后期间费用率（不含研发费用）分别 7.71%/5.43%/20.85%/11.06%，雅迪及爱玛作为行业龙头控费能力凸出；九号公司相较于同行期间费用率处于高位，伴随收入规模扩大公司两轮车板块仍有较大费用改善空间。研发费用率方面，九号公司研发费用率明显高于同行业主要公司，2023H1 雅迪/爱玛/九号/新日的研发费用率分别 3.26%/2.66%/6.13%/2.82%

图23：小牛及九号毛利率水平显著高于行业平均（%）



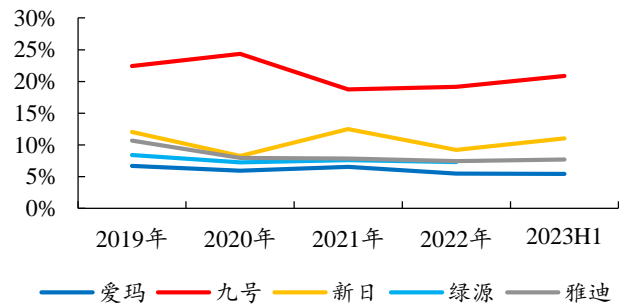
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：九号公司研发费用率高于同行业主要公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：九号公司调整期间费用率高于同行业主要公司

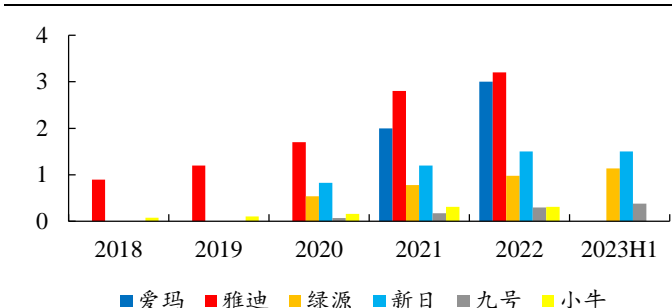


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：调整期间费用率为销售、财务、管理、研发费用率之和）

渠道方面，头部车企渠道优势显著，九号加快网点铺设。雅迪及爱玛渠道优势显著。2022 年雅迪在中国已有 4,041 名分销商以及其众多子分销商，共有超过 32,000 个销售点（相比 2021 年新增约 4000 个）；此外，雅迪还建立了稳固的国际业务据点，在欧洲、东南亚等地区超过 80 个国家建立分销渠道，龙头渠道优势凸出，2023 年我们预计雅迪保持了较快的网点铺设节奏。爱玛在价格战反复情况下，更专注于保证门店店效，网点铺设节奏预计放慢，至 2023 年末门店网点预计为 3.2 万左右。**新势力车企方面**，九号自 2022 年起加快网点铺设节奏，品牌蓄能充分，2023 年网点铺设预计进一步加快；小牛因行业竞争加剧，网点同比呈下降趋势，2023H1 网点为 2844

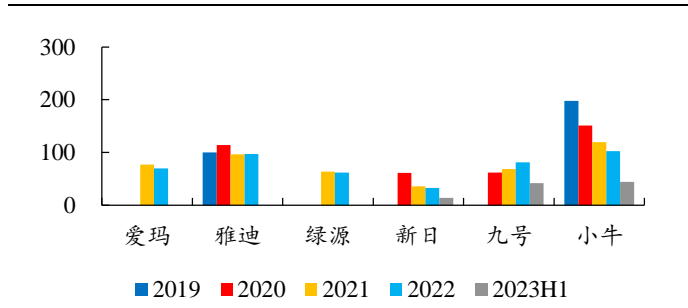
家，同比 2022 年末减少 258 家。单店收入上看，小牛/九号凭借高出出厂价收入高于绿源/新日/爱玛，九号 2021-2022 单店收入同比分别+11%/+18%，2022 年单店收入达到行业相对较高水平。

图26: 各个车企持续进行网点扩张 (单位: 万)



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图27: 九号 2022 年单店收入已达行业相对较高水平 (单位: 万元)



数据来源: 各公司公告、Wind、开源证券研究所

## 2.2、雅迪控股: 2024 冠能 6 代顺利发布、钠电研发或将步入收获期, 海外市场拓宽想象空间

2024 年雅迪推出新品冠能 6 代, 聚焦高端产品市场, 性能、安全性、智能化等多方面升级助力品牌成长。2024 年 2 月, 雅迪举行以“聚光前行”为主题的雅迪领先技术峰会暨雅迪冠能 6 代新品上市发布会。公司官方推出了冠能 6 代 Q50、T60、M85 为代表的系列新品, 新品售价均为 4000 元以上, 体现雅迪作为龙头引领行业摆脱低价内卷, 回到聚焦于产品的高质量发展决心。同时, 公司围绕性能、安全性、智能化推出 TTFAR6.0 长续航系统、方舟智能安控系统以及智行系统, 强产品研发能力持续验证, 公司产品竞争壁垒持续筑高。

表9: 雅迪发布冠能 6 代系列, 产品多维度性能领先行业

项目	冠能 6 代		
	Q50-M	T60-M	M85-M
产品图			
吊牌价 (元)	4390	5090	4890
制动	前碟刹后鼓刹	前后碟刹	前后碟刹
减震	液压减震	液压减震	液压减震
负载	75KG	150KG	150KG
电池型号	TTFAR 常青藤石墨烯电池	TTFAR 石墨烯 3 代 Plus 电池	TTFAR 常春藤石墨烯铅酸电池
电池类型		72V38Ah	72V25Ah
智能化	蓝牙无感解锁等 22 项功能	蓝牙解锁等 13 项功能	蓝牙解锁等 12 项功能
电机	TTFAR 全能电机	TTFAR 全能电机	TTFAR 全能电机



**表11：雅迪控股钠电池未来发展方向更高安全/更高体能量/更长寿命**

标题	第一代	第二代	第三代
比能量	145Wh/kg	180Wh/kg	260Wh/kg
寿命	3000次	5000次	>8000次
其他	快充 10min80%	超级快充 5min 充满 80%	本质安全：固态电池

资料来源：雅迪控股极钠 1 号发布会、开源证券研究所

**公司领先于行业开启海外布局，产品+渠道双轮驱动增长。**海外市场仍是公司发展的重点，2023 年，公司海外市场进展亮点频出：**(1) 产能：**进一步加大产能投入，新增与越南北江省政府签署投资备忘录，计划投资 1 亿美元，于北江省建设电动摩托车制造和装配厂（雅迪越南第二座工厂），计划年产能 200 万辆。**(2) 产品：**雅迪携 Trooper 01、Innovator 等 E-bike 产品于欧洲参展亮相，先后于越南市场发布 VoltGuard 滑板车、Fierider 电动摩托车和 Keeness 电动摩托车 3 款新品。

**展望公司未来海外业务发展，产能配套逐步成熟，钠电技术或助力产品迭代适应市场。**2022 年 5 月公司完成 8.57 亿港元配股融资，将均用于海外研发中心、工厂及分销网络建设，为公司海外产能及渠道扩张提供较充沛资金支持。2024 年 1 月，雅迪在越南北江省举行了第二家工厂的奠基仪式，工厂占地 232,200 平方米，耗资 1 亿美元，设计产能为每年 200 万辆电动摩托车，预计将于 2025 年投入运营，该工厂奠基标志着雅迪在东南亚的发展进入又一新阶段。**产品方面，**目前，东南亚市场以油摩为主，电摩相较于油摩仍存在续航、动力不足的产品缺点。因电池特性不同，我们预计钠电产品相较于雅迪在东南亚市场广泛售卖的石墨烯产品，能够在同等的重量下做到更强的动力及更远的续航。我们认为，公司在钠电的研发储备落地，将有利于更快在东南亚市场推出适应用户需求的新一代产品。

**图30：雅迪率先进入海外市场、具有先发优势**



资料来源：雅迪电动车官网、雅迪电动车官方微博、中国日报网等、开源证券研究所

## 2.3、爱玛科技：新发股权激励彰显公司发展信心，精准营销+时尚设计能力打造品牌溢价

**营销端：发布品牌全新定位，线上线下联动赋能品牌 IP 换新。**2023 年 4 月，爱玛全新的品牌定位“时尚爱玛 自在出行”正式发布，实现全域时尚领先，开启了爱玛时尚战略的新纪元。从 2023 年来看，爱玛精准捕捉到音乐节 IP 打造风口，线上接连赞助《乘风 2023》、《披荆斩棘 3》等音乐相关顶流综艺，借势筑起了连贯性的时尚流量池，并实现了对行业传统旺季时段的宣传的全面覆盖。同时，爱玛线下的多元化时尚战略落地，通过多站“追星音乐节”、“追星-爱玛 Miss 大小姐驾到”时尚嘉年华的布局，成功实现了与线上流量的同频共振，引导全新品牌定位的快速落地，让爱玛品牌 IP 在年轻一代中再次换新。

图31：爱玛追星音乐节口碑、热度高涨



资料来源：爱玛电动车微信公众号

图32：爱玛线下嘉年华热度火热



资料来源：营商电动车微信公众号

**产品端：2024 年初公司新品成功接棒推出，高端产品占比预计明显提升。**2023 年底公司推出仰望系列(售价 3999-5399 元),定位面向男性用户的高端电动摩托车，进一步助力公司抢占高端市场份额；系列产品成功实现上市即热销，区域单场订购量频频突破新高。2024 年 2 月公司于经销商大会上接连推出爱玛露娜 2024、爱玛骁龙、爱玛机甲师等多款旗舰产品，其中主推产品露娜 2024 (售价 2999 元)，市场反响热烈，接棒仰望成为公司高端产品的又一爆款。**展望公司 2024 产品战略变化**，一方面公司将依靠多年积淀的研发设计及消费者洞察能力，缩短产品推新周期，我们预计 2024 年全年公司新品及高端车型收入占比或将明显提升，有效拉高整体产品均价及公司盈利水平。另一方面，“以利润为先”的整体战略导向下，我们预计公司将进一步缩减产品 SKU 数量，有利于提升成本端规模效应；使得总部的资源能够更精准地投放于新品爆款打造，爆款的接力推新将进一步刺激终端动销，提升终端库存周转效率。

**表12: 2023 年爱玛科技新品外形亮眼, 露娜 2024 顺利发布定位时尚百搭**

系列	指挥官 2023	蛋蛋	优贝	爱琪 QB33	仰望	露娜 2024
图片						
上市时间	2023/2/6	2023/4/28	2023 年末	2023 年末	2023/12/1	2024/2/21
最高时速	70km/h	25km/h	40km/h	45km/h	50km/h	50km/h
续航里程	145km	约 60km	55km-65km	70km	100km	100km
产品类型	电动摩托车	电动自行车	电动摩托车	电动摩托车	高端电动摩托车	电动摩托车
价格(元)	4799	5499	3099	约 3000	3999	2999
智能化功能	NFC 智能系统、智能蓝牙 app 操作	蓝牙智能 app 操控	蓝牙+智能 app 解锁	双遥控启动	蓝牙智能操作系统、NFC 智能系统、智能引擎专用闪充充电器 蓝牙 app 操作	

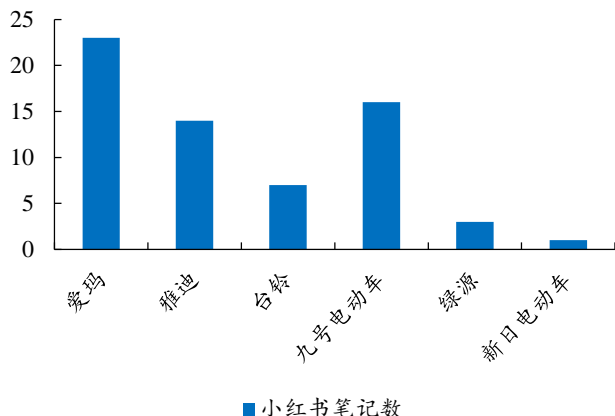
资料来源: 爱玛天猫官方旗舰店、全球电动车网微信公众号、开源证券研究所 (注: 各个产品价格以 2024 年 3 月 14 日产品天猫官方旗舰店到手价为准)

**渠道端: 渠道领先于行业转型, 线上引流线下成效初显, 线下渠道改革持续推进, 2024 或实现渠道数量及质量双增。**

**线上渠道方面,** 公司重视以小红书、抖音为代表的社交平台, 2023 年 4 月正式和小红书达成战略合作后, 7 月份和抖音本地生活签约深度合作。另一方面, 公司借助庞大的线下经销商网络, 培训经销商建立独属于自己的线上社交账号, 专为线下引流, 该模式成本低且可复制性高, 截至 2023 年 11 月, 爱玛在小红书、抖音已经搭建了 14000 多个矩阵账号, 仅在小红书就发表累计了数十万的种草笔记。据爱玛郑州门店了解, 来自于抖音、小红书等社交平台线上种草, 线下选购的内容引流方式, 目前已经占门店销量的 60%。

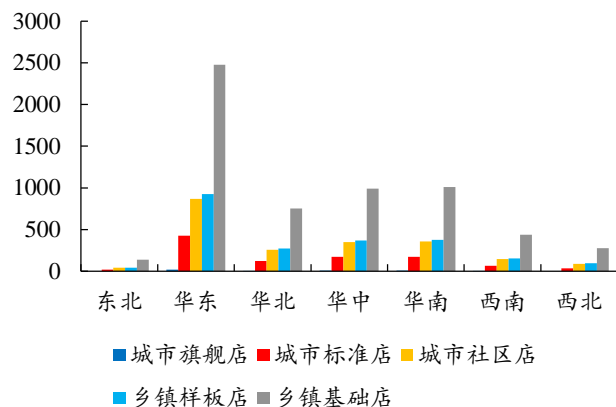
**线下渠道方面,** 公司将以**渠道数量和质量共同提升**作为目标, 数量上公司预计将在 2023-2025 年新建城市旗舰店、城市标准店、城市社区店、乡镇样板店和乡镇基础店 5 类门店共 11463 家, 根据公告披露的新开门店区域分布, 我们推测公司以补足空白区域+下沉市场为主要开店目标。**质量上**公司积极推进渠道改革, 渠道结构经历了从传统的以经销商为主到 2023 年的经销商与运营中心并存的转变, 2024 年我们预计公司将继续加大渠道端改革, 使得公司总部资源能够更有效投放、并采取相应措施更好帮扶终端销售实现量价增长。

图33: 截至 2024.3.18 爱玛小红书笔记数达 23 万+条(单位: 万条)



数据来源: 各公司小红书搜索页面、开源证券研究所

图34: 爱玛 2023-2025 年渠道开拓规划以下沉市场为主(单位: 家)



数据来源: 爱玛科技公司公告、开源证券研究所

**股权激励发布, 公司坚定发展信心彰显。**公司于 2024 年 1 月发布 2024 年限制性股票激励计划(草案), 激励计划拟向董事、高级管理人员、中高层管理人员及核心技术(业务)人员 204 人授予的限制性股票 1,370 万股, 约占公司股本总额的 1.59%。股权激励考核给予明确业绩增长目标: 以 2023 年营收或净利润为基数, 2024/2025/2026 营收或净利润增速分别不低于 20%/44%/72.8%, 即 2024-2026 营收或净利复合增速均不低于 20%。该激励较 2023 年股权激励, 业绩目标调整为均以 2023 年为基数, 重申三年收入及业绩 20%复合增长目标, 体现出公司并未因业绩短期波动丢失长期发展信心, 我们预计在此激励下, 公司将以更为积极的举措应对市场挑战。

表13: 爱玛科技最新股权激励计划, 2024-2026 营收/净利复合增速均不低于 20%

股权激励项目	激励对象	拟授予股票数量	授予价格	解除限售期	考核指标
2024 年限制性股票激励计划(草案)	公司董事、高级管理人员及中高层管理人员(共 5 人); 中高层管理人员、核心技术(业务)人员(共 199 人)	1370 万股	12.61 元/股	第一个解除限售期	以 2023 年营业收入/净利润为基数, 2024 年度营业收入/净利润增长率不低于 20%;
				第二个解除限售期	以 2023 年营业收入/净利润为基数, 2025 年度营业收入/净利润增长率不低于 44%;
				第三个解除限售期	以 2023 年营业收入/净利润为基数, 2026 年度营业收入/净利润增长率不低于 72.8%;

资料来源: 爱玛科技公告、开源证券研究所



2.4、九号两轮车：机器人技术和团队的赋能品牌“真智能”发展

自 2015 年系统研发机器人产品以来，公司已积累包括室内外定位导航、机器人运动控制、高精度伺服轮毂电机等机器人关键技术。(1) 定位导航技术方面，公司已掌握 UWB 室内定位、RTK-GPS 室外定位、激光雷达/毫米波雷达、双目视觉/IMU (视觉惯导) 等核心技术。(2) 避障技术方面，公司掌握 激光+视觉融合、结构光摄像头、超声波传感器以及内置 AI 的传感器避障 (可检测识别物体) 关键技术。除核心定位导航和避障技术外，公司亦掌握计算机视觉 (识别人体数据) 核心技术。

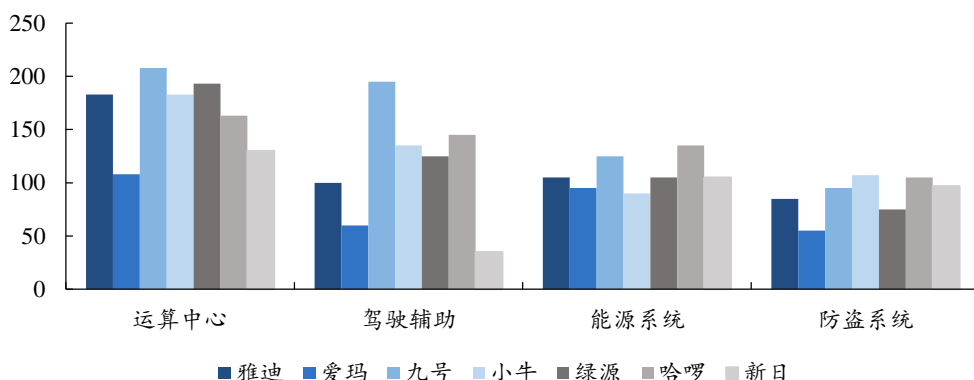
图35：九号公司掌握自平衡控制、UWB/视觉定位、多传感器融合定位、运动控制和轮毂电机等多项技术



资料来源：九号公司招股说明书、九号公司公告、开源证券研究所

根据鲁大师调研报告，两轮车智能化技术可以分为运算中心、信息采集与交互能力、驾驶辅助、能源系统、防盗系统、乘坐系统、智慧娱乐系统和用户系统，运算中心和驾驶辅助为两大智能化体系。其中运算中心细分为数据处理、传感器、定位系统、智能控制系统等；驾驶辅助细分为停车辅助、推行辅助、驾驶安全辅助系统 (ABS、TCS 等)、巡航服务。

鲁大师智能化测评报告显示，九号两轮车运算中心和驾驶辅助两大智能化功能要优于同行，运算中心中传感器、数据处理能力以及智能控制系统要普遍优于同行。而驾驶辅助中安全辅助、推行辅助以及停车辅助要普遍优于同行，其中主动安全辅助仅九号布局 (或主要系 ABS、TCS 等安全系统)。整体表现来看，九号电动两轮车综合智能化水平要显著优于同行。

**图36：九号两轮车在运算中心和驾驶辅助智能化方面远超同行（单位：评分值）**


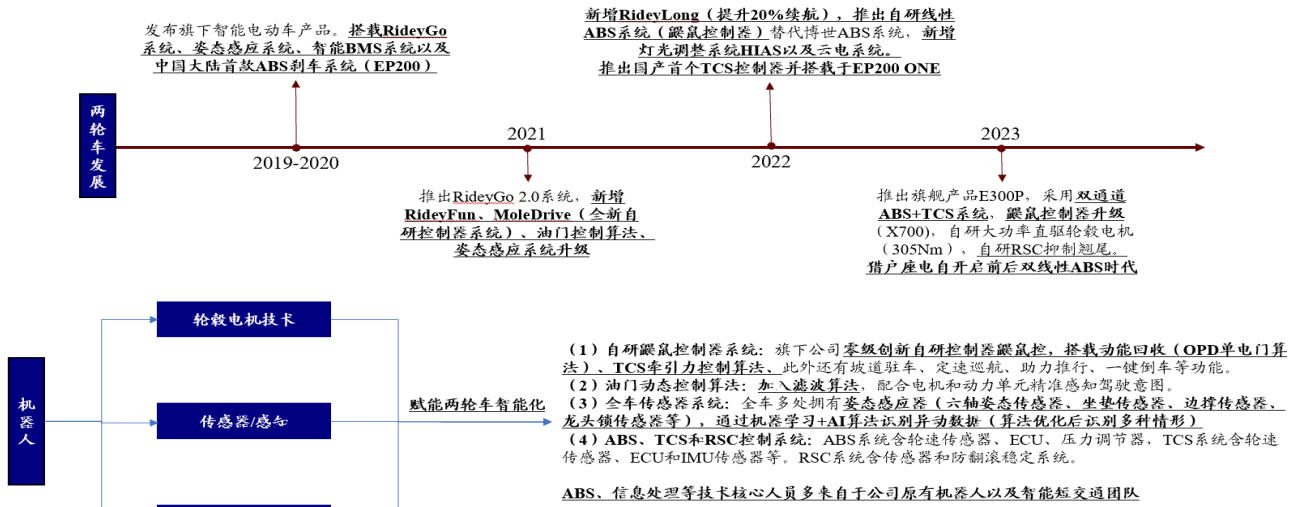
数据来源：鲁大师公众号、开源证券研究所

九号两轮车较为优秀的处理运算和驾驶辅助能力主要系传统主业例如机器人、滑板车底层技术和研发团队赋能。从两轮车发展史来看，公司先后自研并引入了 ABS、TCS 和 RCS 等主动安全辅助系统。感应方面，公司进入两轮车领域伊始便引入了姿态感应系统，全车多处传感器提供多种姿态识别，随后通过机器学习+AI 算法提高车辆状态识别能力。控制方面，公司联合旗下公司零级创新推出了自研的**鼯鼠控 MoleDrive**，配合传感器实现坡道驻车、助力推行等智能化功能。

(1) 两轮车多项智能化技术需算法、电控和传感器配合，而传感器/算法/电控为公司机器人和短交通业务核心底层技术。ABS、TCS 核心主动安全辅助系统需轮速传感器与 ECU 控制配合；RideyLong 自研 L 级电控算法+高效率电机提升续航；OPD 单电门算法实现动能回收；姿态感应系统运用机器学习+AI 算法识别车辆倾倒、非正常移动、翘车等多种情形；防盗传感器布局全车多处。

(2) ABS、信息处理等技术核心人员多来自于公司原有机器人以及智能短交通团队。主导两轮车检测系统、ABS 系统、信号处理系统和电机控制器的袁玉斌为零级创新 CEO，早期便进入九号公司曾负责控制算法、定位算法、信息处理等底层技术。

图37：两轮车核心智能化技术需算法+电控+传感器多方配合，公司原有机器人以及智能短交通团队和底层技术可较好赋能两轮车智能化技术



资料来源：九号电动新品发布会、九号电动公众号、零级创新公众号、开源证券研究所

图38：深度学习+AI 算法识别车辆异动数据且持续可升级优化



资料来源：九号电动新品发布会

图39：九号电动车全车多处配备传感器



资料来源：九号电动新品发布会

### 3、盈利预测与投资建议

展望行业发展，国内行业集中度预计仍有提升空间，利好龙头发展，同时行业需求端、供给端结构性变化值得关注，看好市场逐步回归产品维度的高质量竞争，产品迭代方向预计为智能化设计及电池研发；国产品牌海外布局逐步成熟，即将进入渠道及产能扩张期。推荐关注在产品的设计、电池技术研发、海外市场有前瞻布局优质企业：

- (1) **雅迪控股**：两轮车行业龙头，前瞻布局钠电研发，2024 或步入产品收获期；同步加快海外市场产品、渠道拓展，长期成长空间广阔。
- (2) **爱玛科技**：新股权激励发布，公司坚定发展信心彰显，看好领先行业的时尚设计及消费者洞察能力有效抢占行业份额。
- (3) **九号公司**：智能化领域行业领先，看好业绩底部反转。

表14：推荐关注在产品的设计、电池技术研发、海外市场有前瞻布局优质企业

证券代码	公司	评级	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)				EPS			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603529.S H	爱玛科技	买入	279	18.73	20.08	23.23	28.26	14.91	13.91	12.03	9.88	2.17	2.33	2.70	3.28
1585.HK	雅迪控股	买入	389	21.61	26.16	33.93	42.78	18.00	14.87	11.47	9.09	0.71	0.85	1.11	1.40
689009.S H	九号公司	买入	246	4.51	5.87	7.43	10.34	54.60	41.91	33.11	23.79	6.30	8.21	10.39	14.46

数据来源：Wind、开源证券研究所（爱玛科技、九号公司为开源证券研究所预测，雅迪控股采用万得一致预期，收盘价及汇率取自 2024 年 3 月 18 日）

### 4、风险提示

(1) **各个公司新品开发能力下降的风险**。行业各个公司的新品推新能力是抢占市场份额关键，若未来各个公司在新品开发、营销、功能升级等方面的能力出现下降，则有可能影响相关公司收入与利润提升。

(2) **行业价格战情况超出预期的风险**。行业阶段性的出现过中小品牌为抢夺市场份额发起低价竞争，新国标实施之后，行业准入门槛提升，行业整体朝着产品高质量、功能差异化方向发展。若未来行业再度进入大面积价格战阶段，对相关企业的盈利能力将产生负面影响。

(3) **电动两轮车消费与宏观经济环境相关**。行业各个公司收入与宏观经济周期相关，若未来消费者支出意愿降低，将影响板块各个企业收入表现。

## 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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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

### 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

### 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

### 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