

家用电器

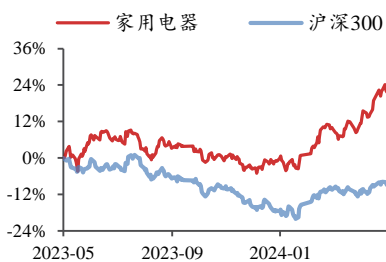
2024年05月16日

投资评级：看好（维持）

电动两轮车：2024年政策大年催化行业，看好板块业绩、行情发酵

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《扫地机4月量价齐升，2024Q2预计空调外销/冰箱内销/洗衣机双位数增长——行业周报》-2024.5.12

《从中国品牌到世界品牌——可选消费2024年度中期投资策略》-2024.5.9

《石头近两周扫地机市占率暂列第一，海信/TCL持续拓宽MiniLED产品矩阵——行业周报》-2024.4.21

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

● 中央与地方构筑合力，电动自行车于以旧换新政策中明确提及

复盘2024年“以旧换新”政策推进，我们认为电动两轮车行业或已受到政策层面较高关注，政策面有如下四个重大时点：3月13日，国务院发布关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，新一轮以旧换新正式启动。4月2日，国家发展改革委主持召开大规模设备更新和消费品以旧换新第1次专题座谈会，雅迪科技参与座谈交流，表明两轮电动车属于以旧换新政策潜在范畴，行业发展有望得到政策加持。4月12日，商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，报告提出要加大财政政策支持力度，坚持中央财政和地方政府联动，同时提出，参照汽车、家电以旧换新相关做法，有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作，从政策公告层面，将电动自行车纳入以旧换新范围。4月30日，工业和信息化部、国家市场监督管理总局、国家消防救援局联合印发了《电动自行车行业规范条件》，从企业布局、工艺装备、产品质量与管理等七个方面提出要求。地方政府响应速度快于预期，截至目前广东、湖南已印发相关文件指导文件；江苏盐城、天津等地区已出台以旧换新补贴优惠政策。

● 以旧换新或促需求提前释放，新国标、规范条件修订促行业集中度提升

行业总量或受益提振，我们以保有量及每年销量为底层数据测算，预计以旧换新政策在2024-2025年存在潜在可刺激市场销量分别为948/728万台。消费端看，新国标执行落地与以旧换新政策互为补充，加速低质非规产品出清。龙头合规经营+凭借产品入选白名单名录数量优势，超额享受政策释放红利。在以旧换新政策逐步细化落地的同时，相较以往更严格的电动两轮车非合规产品专项整治工作同步推进，监管加强预计行业尾部出清加快。同时，电动车新国标将迎来修订审核，我们预计执行层面得到更好的落地，配合以旧换新政策拉动，更好刺激市场换购需求释放。企业端看，《电动自行车行业规范条件》颁布将促进行业健康发展，集中度有望进一步向龙头集中，《规范条件》在自动化率、检测设备原值、自主开发车型数量等方面做出明确规定，对中小厂商盈利能力形成进一步冲击，我们认为这将加速中小厂商的出清，促进行业集中度进一步集中；另一方面看，文件出台后对企业成本端提出更高要求，预计行业价格战概率将进一步降低。

● 以家电为鉴，看好两轮车板块业绩、行情发酵在即

政策方向及板块业绩方面，我们预计两轮车以旧换新相关的补贴形式和补贴力度方面与家电相似。2009-2011年家电行业的以旧换新政策实现销售达3420亿元，市场潜力被成功激发，政策推行成果亮眼。电动两轮车与家电同属易消耗可选消费品；且因新国标推行受阻，电动两轮车非合规、存在安全隐患的产品占比或高于家电行业，在以旧换新政策刺激下，电动两轮车市场或能重现家电行业前次以旧换新的亮眼表现。板块行情及个股估值方面，以旧换新时期（2009-2011年）家用电器板块行业涨幅趋势远超同期沪深300涨幅。反观两轮车板块，2023年3月以来，受宏观经济波动影响以及行业竞争影响，两轮车终端需求放缓，行业两大龙头雅迪控股和爱玛科技走势均弱于大盘，我们看好以旧换新政策逐步释放下带动板块行情回暖。爱玛科技、雅迪控股PE三年分位点部分别仅34.89/10.20，均处于较低分位，估值中枢上移空间仍足。

● 推荐超额享受政策红利的龙头雅迪、爱玛及成长动力充足的九号公司

(1) 九号公司：2024Q1营收和利润超预期，看好全地形车/割草机器人等新品类在渠道扩张下快速增长，规模效应下未来2-3年高利润弹性。(2) 雅迪控股：出席以旧换新座谈会，国内提质增效+海外持续开拓龙头优势显著。(3) 爱玛科技：2024年看好产品量价持续提升+重发股权激励彰显发展信心。

● 风险提示：政策落地不及预期、行业价格战风险、宏观经济风险。

目 录

1、中央与地方构筑合力，电动自行车于以旧换新中明确提及.....	3
1.1、2024年3月起中央政策暖风频吹，电动两轮车板块迎来利好.....	3
1.2、地方政府及车企持续深化落实中央政策，响应速度快于预期.....	3
2、2024年政策大年催化行业，龙头有望超额受益.....	4
2.1、行业总量预测：以旧换新有望带动换新需求提前释放.....	4
2.2、消费端：新国标执行落地与以旧换新互为补充.....	5
2.3、企业端：行业《规范条件》落地促进行业健康发展，集中度有望进一步向龙头集中.....	8
3、以家电为鉴，看好两轮车板块业绩、行情发酵.....	9
4、投资建议及盈利预测.....	10
5、风险提示.....	12

图表目录

图 1：2023 年中国电动两轮车行业销量达 5500 万台.....	4
图 2：公开征集对《电动自行车安全技术规范》的意见.....	7
图 3：小牛、九号、爱玛备案数量（北京）领先.....	7
图 4：家电以旧换新期间，行业走势明显好于大盘（以 2009 年 4 月 1 日为基准）.....	10
图 5：雅迪控股受板块遇冷影响，走势弱于大盘.....	10
图 6：爱玛科技 2023Q2 销量增长承压，后走势弱于大盘.....	10
表 1：2024-2025 年理论为行业提供最大增量为 948/728 万台.....	5
表 2：部分地区电动两轮车专项整治情况，产品抽查趋严.....	6
表 3：《行业规范》将促进行业集中度进一步向龙头集中.....	8
表 4：家用电器以旧换新政策拉动成效显著.....	9
表 5：推荐关注超额享受政策逐步释放红利的龙头企业及成长动能强的九号公司.....	12

1、中央与地方构筑合力，电动自行车于以旧换新中明确提及

1.1、2024年3月起中央政策暖风频吹，电动两轮车板块迎来利好

复盘2024年“以旧换新”政策推进，我们认为电动两轮车行业或已受到政策层面较高关注，政策面有如下三个重大时点：

3月13日，国务院发布关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，报告指出要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应，加快淘汰落后产品设备，提升安全可靠水平，促进产业高端化、智能化、绿色化发展，新一轮以旧换新正式启动。

4月2日上午，国家发展改革委主任郑栅洁主持召开大规模设备更新和消费品以旧换新第1次专题座谈会，与京东集团、美的集团、海尔集团、格力电器、雅迪科技、格林美6家民营龙头企业负责人座谈交流。参会企业表示，消费品以旧换新市场规模巨大，国家的这项部署十分具有针对性，相关行业将会迎来巨大发展机遇。电动两轮车龙头雅迪控股出席该次座谈会表明，两轮电动车属于以旧换新政策潜在范畴，行业发展有望得到政策加持。

4月12日，商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，报告提出要加大财政政策支持力度，坚持中央财政和地方政府联动，逐步建立以旧换新有效机制，推动产业消费从疫后恢复转向持续扩大。同时提出，参照汽车、家电以旧换新相关做法，有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作，有效防控老旧电动自行车安全风险。该《行动方案》从政策公告层面，将电动自行车纳入以旧换新范围。

4月30日，工业和信息化部、国家市场监督管理总局、国家消防救援局联合印发了《电动自行车行业规范条件》，从企业布局、工艺装备、产品质量与管理等七个方面提出要求。其中，工艺装备部分明确企业需配备与整车产能相匹配的自动化生产线、生产与检测设备、检测能力等，确保规范化生产。

1.2、地方政府及车企持续深化落实中央政策，响应速度快于预期

地方政府响应速度快于预期，截至目前广东、湖南已印发相关文件指导文件；江苏盐城、天津等地区已出台以旧换新补贴优惠政策，后续预计其他省份将陆续跟进。

3月22日，盐城市人民政府办公室发布“关于印发促进电动摩托车上牌考证和“非标”电动二轮车淘汰政策措施”的通知，提出对2024年4月1日起，个人淘汰“非标”电动二轮车的，给予200元消费券（4张50元消费券），促进“非标”电动车淘汰。

3月26日，天津市自行车电动车行业协会举办“天津市‘新国标’电动自行车换购宣传周”活动，爱玛科技作为头部车企，强势推出不限品牌、不限车型换购指定车型最高享受1000元现金抵扣的相关超值优惠政策，以实际行动助力天津市交通安全建设。

4月2日，浙江省政府发布关于发布《浙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干举措》的通知，要求统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，推动电动自行车淘汰更新，开展电动自行车以旧换新，实施非标电动自行车清理整治，到2027年全面淘汰备案非标电动自行车。

4月6日，广东省政府发布关于印发《广东省以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，支持涉及家电、家居、汽车、电动自行车及电池等产品更新换代和以旧换新等领域的地方标准、团体标准、企业标准制修订项目。

4月8日，重庆市发改委发布《重庆市推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案（征求意见稿）》，提出对报废更换更高排放标准燃油小客车和新能源汽车实行分类分档补贴，支持新能源乘用车、电动摩托车（自行车）置换更新。支持汽车摩托车制造企业、经销企业促销稳产，开展汽车惠民换新消费季、新能源汽车下乡等活动。开展电动摩托车（自行车）安全隐患排查，优化实施电动摩托车（自行车）“超标”禁行措施。

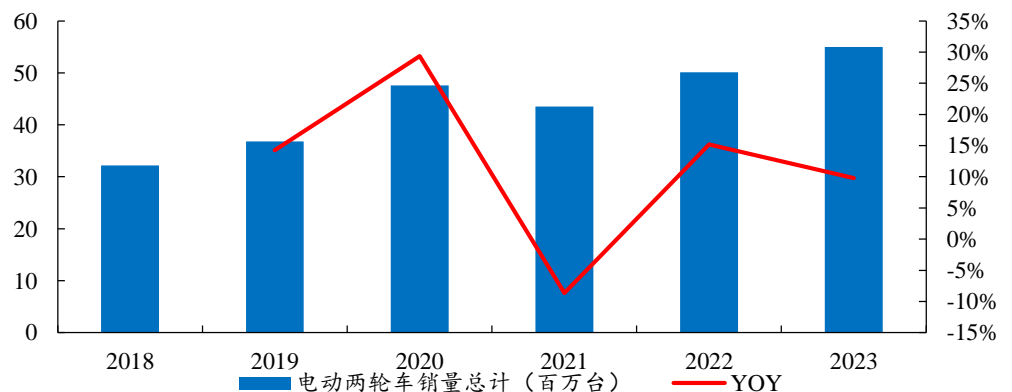
4月12日，湖南省政府印发《湖南省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》的通知，要求有关机构依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车及非标摩托车、电动自行车，引导车主自主淘汰符合引导报废标准的老旧机动车。

2、2024年政策大年催化行业，龙头有望超额受益

2.1、行业总量预测：以旧换新有望带动换新需求提前释放

电动两轮车行业在过去15年中经历了快速的发展，根据艾瑞咨询，从2018年至2023年，中国电动两轮车行业销量从3220万台上升至5500万台，CAGR达11.3%。根据中国自行车协会数据，2023年中国两轮电动车社会保有量达约4亿台。

图1：2023年中国电动两轮车行业销量达5500万台



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

我们以保有量及每年销量为底层数据测算，预计以旧换新政策在 2024-2025 年存在潜在可刺激市场销量分别为 948/728 万台，我们的关键假设如下：

1. 电动两轮车平均寿命：随着电动两轮车集中度不断向头部提升，国家相关标准逐步完善，我们预计产品质量逐年提升，从而导致电动两轮车平均使用寿命逐年提升，以 2023 年为基准年，预计 2023 年平均使用寿命为 6 年。

2. 行业销量：以 2023 年为基准年，预计 2024-2025 年行业销量保持 3% 增长。

3. 两轮车理论旧车换新数量：电动两轮车社会保有量与平均使用寿命相除，受宏观经济环境及大众人群收入及消费能力影响，旧车换新消费动能未能完全释放，两轮车每年旧车换新数量远低于理论值。

4. 以旧换新政策潜在可刺激市场销量：电动两轮车理论换新数量与行业销量之差。

表1：2024-2025 年理论为行业提供最大增量为 948/728 万台

	2022	2023	2024E	2025E
电动两轮车社会保有量（万台）	35000	40000	41000	42000
电动两轮车平均使用寿命（年）	5.8	6	6.2	6.4
电动两轮车理论换新数量（万台）	6034	6667	6613	6563
电动两轮车行业销量（万台）	5010	5500	5665	5835
以旧换新政策潜在可刺激市场销量（万台）			948	728

资料来源：艾瑞咨询、中国自行车协会等、开源证券研究所

2.2、消费端：新国标执行落地与以旧换新互为补充

在以旧换新政策逐步细化落地的同时，国家高度重视电动两轮车非合规产品整治，深化落实非国标产品的出清和产业链安全隐患的防治。我们认为，新国标执行落地与以旧换新政策能够形成有效的互相补充，新国标执行有利于行业低质量、非合规产品出清，以旧换新政策有利于刺激终端动销热情，双轮驱动行业往高质量、稳增长发展。

总理部署开展电动自行车安全隐患全链条整治工作，从严国检加速行业出清。一方面，国务院总理李强 4 月 12 日主持召开国务院常务会议，部署开展电动自行车安全隐患全链条整治工作，另一方面，由国家市场监管总局牵头，各地级市场监管局落实，实施开展新一轮的以新国标为标准的电动两轮车国家检查（专项整治），目的为加强电动两轮车的管理，消除各类安全隐患，规范电动车出行。目前，针对电动两轮车的严查主要包括：非法改装，非法加装、非法拼装，非法提速，无证生产，未取得 3C 认证，电池、充电器不符合标准，电动车不配电池等。行业监管抽查的加强，有利于非合规产品进一步出清；同时，中小品牌迫于成本压力以及研发能力的不足，通过国检抽查的概率远低于头部品牌，我们预计监管加强会加速行业中小品牌出清，龙头合规经营下份额受益提升。

表2：部分地区电动两轮车专项整治情况，产品抽查趋严

地区	时间	执法机构	整治内容
长沙市	2024年3月	长沙市市场监督管理局	重点整治的产品包括电动自行车及电动自行车配件，重点整治的行为包括电动自行车生产者、销售者伪造、冒用 CCC 认证证书、标志和不按照规定进行 CCC 认证的问题；生产和销售的电动自行车 CCC 认证信息不一致的问题；生产和销售的电动自行车不符合国家标准的问题；生产和销售的电动自行车违规改装原厂配件、外设蓄电池托架、拆除限速器等关键性组件、非法拆解和改装充电器、私自更换大功率蓄电池以及将回收车辆配件以旧充新再次出售等行为；生产和销售的安全头盔伪造、冒用 CCC 认证标志和未按规定进行 CCC 认证的行为；生产销售的充电器、蓄电池、安全头盔不符合国家标准和明示执行标准的行为。
成都市	2024年3月	成都市市场监督管理局	检查企业生产销售的产品是否符合相关标准，有无生产、销售假冒伪劣产品的行为
丽水市	2024年4月	丽水市各地交警、丽水市市场监督管理局	重点检查电动车、交通安全头盔产品质量、外观标识、产品合格证，查看是否存在非法改装及拼装电动车、售卖违标电动车等行为。
石家庄市	2024年2月	石家庄市高新区市场监督管理局	检查电动自行车经营者销售的产品强制性认证证书以及产品生产标准是否符合国家要求，是否销售无产品合格证、无厂名、厂址等产品。查看电动自行车销售者是否存在私自改装和拆卸原厂配件、私自拆除限速器等关键性组件、私自更换大功率蓄电池等行为。
广东省	2024年3月	广东省市场监督管理局	查处销售“三无”产品、销售不符合国家强制性标准、未获得 CCC 认证、与产品合格证信息不一致的产品、无照销售以及拆改拼电动自行车及不合格蓄电池、充电器等重点违法行为
武汉市	2024年3月	武汉市各地交警	重点整治“三类车”聚集候客、非法营运；电动自行车无牌、闯桥隧、逆行、闯红灯、带篷打伞、违法载人、载货超限、不按道行驶；超标电动车、摩托车违禁通行；共享电动车非法上路等违法行为

资料来源：各地区交通管理局官网、开源证券研究所

电动车新国标预计将迎来修订审核，后续政策有望更好落地实行。距离 2019 年电动两轮车发布新国标已经经过 5 年时间，但市场仍存在较多电动两轮车非法改装、以次充好的产品问题。4 月 7 日，工业和信息化部公开征集对《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准修订计划项目的意见，意味着行业有了对原有新国标政策建言献策的入口，我们看好政策进一步完善下，执行层面得到更好的落地，配合以旧换新政策拉动，更好刺激市场换购需求。

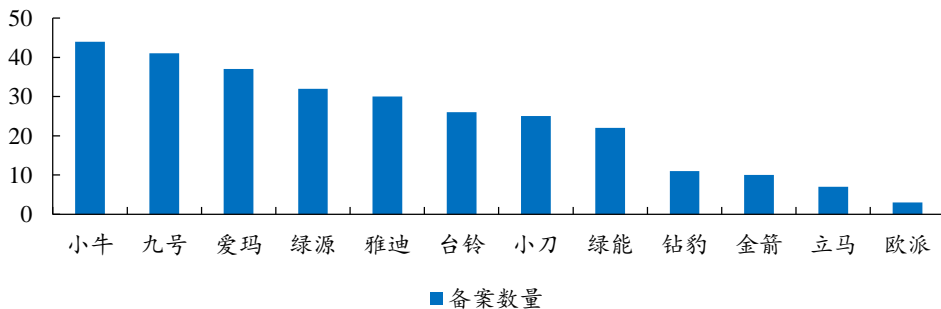
图2：公开征集对《电动自行车安全技术规范》的意见



资料来源：工业和信息化部官网

以旧换新或参照新国标设置合规产品白名单，龙头以合规产品数量规模取胜。新国标实行采用备案制度，各地相继出台电动两轮车白名单，仅收录在目录中的厂商或产品可以申请获得新国标牌照。一方面，我们预计龙头公司能够申请到的牌照数量远多于中小厂商，例如江苏无锡近期公布了雅迪、爱玛、九号等 28 家企业新国标备案信息；截至 2024 年 4 月 17 日，北京电动两轮车备案两轮车产品达 437 款（包含同一产品不同型号），其中小牛、九号、爱玛备案数量处于前三位，分别为 44/41/37 款。另一方面，我们预计以旧换新政策会参照新国标牌照名录出台相关白名单目录，龙头品牌或凭借产品入选白名单名录数量优势，超额享受政策释放红利。

图3：小牛、九号、爱玛备案数量（北京）领先



数据来源：北京自行车协会、开源证券研究所

2.3、企业端：行业《规范条件》落地促进行业健康发展，集中度有望进一步向龙头集中

4月30日，工业和信息化部、国家市场监督管理总局、国家消防救援局联合印发了《电动自行车行业规范条件》（下文称作《规范条件》），并从5月1日起实施执行。《规范条件》以“合理布局、保障质量、创新升级、安全生产”为基本原则，从企业布局、工艺装备、产品质量与管理等七个方面对企业提出要求，其成功落地有利于促进行业健康发展。

规范条件的提出有利于行业集中度进一步向龙头集中，加速中小厂商出清。此次《规范条件》的出台，对自动化率，检测设备原值等做出了明确要求，在源头上要求企业重视产品出厂前对电池、充电器等部件等质量，相较于原本的3C认证更为严格；《规范条件》提出企业每年自主开发车型不少于10款，对于平均销量较低的中小型厂商来说，模具成本的大幅增加将导致每台车均摊成本上升，进一步压缩中小厂商盈利空间。另外，《规范条件中指出》“集团公司旗下具有独立法人资格的子公司，需要单独申请规范公告；同一企业拥有多个位于不同地址的生产厂区的，每个生产厂区也需要单独申请。”我们预计，该规定目的为切断中小企业通过挂靠方式来规避技术门槛限制的渠道。总体上看，《规范条件》出台利好行业集中度进一步向龙头集中，文件出台后对企业成本端提出更高要求，预计行业价格战概率将进一步降低。

表3：《行业规范》将促进行业集中度进一步向龙头集中

规范方向	主要内容
强化产品质量	生产设备和生产线方面：如切割、焊接、装配等重要的工序流程均需配备与整车产能相匹配的生产线及设备，并满足焊接自动化率达到70%以上、电动或气动装配工具达到流水线上产品工艺设计总工位的70%等关键指标要求。
	检测设备与检测能力方面：企业需配备底盘测功机等必要检验检测设备，且具有充电器、电池等关键零部件的检测能力，设备原值不少于100万元。
	产品质量保障方面：电动自行车整车及充电器、锂离子蓄电池、铅蓄电池、电动机、控制器、电线束等关键零部件均应符合相关国家或行业标准。
	企业内部管理制度方面：企业应设置质量管理部门，配备专员按照工作制度执行相关质量工作安排。
企业安全生产	产品开发方面：鼓励企业或所属集团加大研发投入，针对消费者升级需求，发展轻量化、智能化、网联化电动自行车产品，开展北斗高精度定位推广应用。企业或所属集团每年自主开发车型不少于10款、研发投入不少于上一年主营业务收入的2%。
	大力推动智能制造建设，提升安全保障水平和资源配置效率。
	鼓励开展对电动自行车及蓄电池全生命周期安全监控管理。
	要求企业严格遵守相关法律法规，配备专业工作人员，建立健全安全生产工作制度。
消费者保障	机械加工、电池存储等易产生安全事故的岗位应设置警示标识与安全防护装置。
	产生可燃性粉尘工艺的设备设施、除尘系统应满足相关标准。
	建立完善的产品销售和售后服务体系。
	为消费者提供锂离子蓄电池使用及回收风险说明，介绍规范使用和维护保养知识。
	加强经销商管理，自觉抵制电动自行车及蓄电池违规篡改行为。
	随车搭配或赠送的头盔需满足国家强制性标准要求。

资料来源：工业和信息化部消费品司、开源证券研究所

3、以家电为鉴，看好两轮车板块业绩、行情发酵

电动两轮车有望重现家电以旧换新政策推行后亮眼成果。政策方向上看，《推动消费品以旧换新行动方案》指出“参照汽车、家电以旧换新相关做法，有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作”，我们预计两轮车以旧换新相关补贴形式和补贴力度方面与家电相似。

我们参考 2009-2011 年家电行业的以旧换新，至 2011 年家电以旧换新结束，上一轮以旧换新实现家电销量 9248 万台，销售达 3420 亿元，市场潜力被成功激发，政策推行成果亮眼。电动两轮车与家电同属易消耗可选消费品；且因新国标推行受阻，电动两轮车非合规、存在安全隐患的产品占比或高于家电，在以旧换新政策刺激下，电动两轮车市场或重现家电行业前次以旧换新的亮眼表现。

表4：家用电器以旧换新政策拉动成效显著

政策时间	覆盖城市	补贴力度	政策成果
试点时期 2009年6月-2010年5月	北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州和长沙等9省市试点	按新家电销售价格的10%给予补贴，补贴上限为：电视机400元/台，冰箱(含冰柜)300元/台，洗衣机250元/台，空调350元/台，电脑400元/台。	截至2009年12月17日，9个试点省市回收旧家电352.5万台，销售五类新家电310万台，销售额共计121.3亿元
推广时期 2010年6月-2011年12月	全国	按新家电销售价格的10%给予补贴，补贴上限为：电视机400元/台，电冰箱(含冰柜)300元/台，洗衣机250元/台，空调350元/台，电脑400元/台。	2010年至2011年，全国家电以旧换新共销售五大类新家电9248万台，拉动直接消费3420多亿元，补贴资金约300亿元

资料来源：央视网、工业和信息化部网站等、开源证券研究所

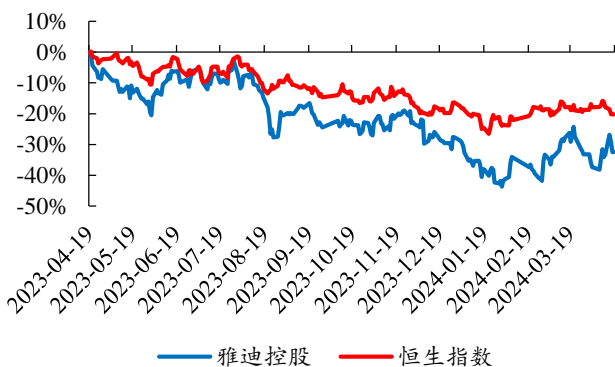
板块行情及个股估值均处低位，政策或有效刺激估值中枢上移。参考以旧换新时期 2009-2011 年家用电器板块（801110.SI）行业涨幅趋势，以旧换新政策颁布后，强效政策使家电板块指数涨幅远超同期沪深 300 涨幅，板块最大涨幅达 115%。反观两轮车板块，2023 年 3 月以来，受行业低价竞争影响，两轮车终端需求放缓，行业两大龙头雅迪控股和爱玛科技走势均弱于大盘，参照以往市场对于家电板块的反应，我们看好以旧换新政策逐步释放下带动板块行情回暖。从单个公司估值看，截至 2024 年 5 月 14 日爱玛科技、雅迪控股市盈率（TTM）三年分位点分别为 34.89/10.20，均处于较低分位。我们预计以旧换新政策正式出台叠加新国标政策持续推行，有望盘活两轮车存量市场，同时推动高质量、智能化电动车品类渗透率提升，有效带动两轮车龙头企业估值中枢上移。

图4：家电以旧换新期间，行业走势明显好于大盘（以2009年4月1日为基准）



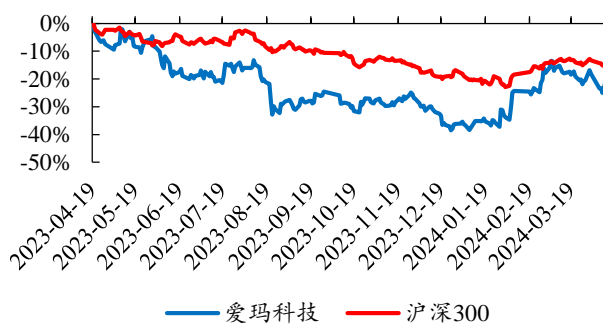
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：雅迪控股受板块遇冷影响，走势弱于大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：爱玛科技 2023Q2 销量增长承压，后走势弱于大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议及盈利预测

如上文所述，我们预计以旧换新刺激政策对于电动两轮车的总量拉动、竞争格局优化及板块行情、估值抬升均有正向作用，政策刺激下行业贝塔表现将好于此前预期。整体展望行业发展变化，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，以及超额享受政策逐步释放红利的龙头企业。推荐标的如下：

(1) 九号公司：2024Q1 营收和利润超预期，全地形车/割草机器人等新品类销售预期持续向好。看好新品类在渠道扩张下快速增长，规模效应下未来 2-3 年高利润弹性，具体来看：

- 1、 两轮车：门店持续扩张且店效同比提速，新品竞争力延续。2024Q1 销量 42 万台，截至 3 月底门店数量超 5000 家，且存量门店店效同比增长 25%（超 2023 年增速），经营持续向好，全年有望实现 250 万台出货目标。
- 2、 全地形车：2024Q1 销量 0.55 万台，新品加持持续高增。截至目前美国门店数量 108 家，全年目标 200 家。年内将推出主流排量新品及混动旗舰，仍有新品和扩渠道带来的增量。
- 3、 割草机器人：2024Q1 销量 3.31 万台，单季度新高，单季度盈利比预期要好。德国/法国市场缺货，在手订单饱满，参考扫地机向上增长斜率可以期待。
- 4、 其他：ToB 渠道锁定在手订单，预计全年不会再拖累。E-Bike 2024Q4 进入美国，2025 开拓欧洲，市场空间大同样值得期待。

(2) 雅迪控股：出席以旧换新座谈会，国内提质增效+海外持续开拓龙头优势显著

2024 年 4 月 2 日，公司出席国家发展改革委主持召开的大规模设备更新和消费品以旧换新第 1 次专题座谈会，受益于以旧换新政策明确，具体措施或后续逐步落地。**展望公司发展，收入端看，(1) 国内：**我们看好产品+渠道积累拉动市场收入稳增长。产品方面，2024 年公司推出搭载全新 TTFAR 6.0 系统的冠能 6 代系列产品，其终端售价高于冠能 5 系列 1150 元，截至 3 月冠能 6 系列动销率达 35%，带动公司中高端产品（预计以冠能为主）占比重回 40%。渠道方面，2023 年底公司分销商数量达 4000 家，分销网点增加至超过 40000 个，渠道持续加密铸高公司竞争壁垒，2024 年我们预计公司将通过门店店效优化+门店扩张双向拉动公司营收规模扩大。**(2) 海外：**市场或进收获期，产能、产品、渠道配套逐步成熟，市场增长弹性可期。业绩端看，2023 年公司加大核心零部件及平台化工程系统的研发投入，目的或为提升零部件自产率及通配率；同时公司积极推新中高端产品（冠能 6 代新品价格均为 4000+ 元），供应链降本增效叠加产品结构优化升级，盈利能力提升空间仍足。

(3) 爱玛科技：2024Q2 进入低基数，2024 看好产品量价持续提升

短期看，我们预计 2024Q2 公司产品或进量价齐升通道，低基数下基本面拐点清晰。量上，以旧换新政策催化+新国标持续执行落地有望释放行业增量，叠加 2023 同期公司销量基数较低（2023Q2 公司销量同增约 0.8%），我们看好公司 2024Q2 销量增速亮眼。**价上，**公司高毛利新款高端车型仰望、露娜持续热销，2024Q2 中高端新品推新延续，打造高毛利产品奇趣蛋、趣味蛋，我们预计高毛利新品销售占比同比将持续提升，公司单车 ASP 及单车利润仍处上行通道。**2024 年全年看，**管理层经营信心超越行业，公司作为行业龙头产品研发设计及渠道竞争壁垒深筑，我们看好其超额受益于行业贝塔改善，顺利完成年初制定股权激励目标。

表5：推荐关注超额享受政策逐步释放红利的龙头企业及成长动能强的九号公司

证券代码	公司	评级	归母净利润（亿元）				PE（倍）				EPS			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603529.SH	爱玛科技	买入	18.81	22.78	27.63	33.80	16.28	13.44	11.08	9.06	2.18	2.64	3.21	3.92
1585.HK	雅迪控股	买入	26.40	32.44	39.12	46.54	15.43	12.55	10.41	8.75	0.86	1.06	1.28	1.52
689009.SH	九号公司	买入	5.87	8.10	12.04	17.21	51.88	37.60	25.29	17.70	8.21	11.33	16.84	24.07

数据来源：Wind、开源证券研究所（爱玛科技、九号公司、雅迪控股为开源证券研究所预测，收盘价及汇率取自 2024 年 5 月 15 日）

5、风险提示

(1) 以旧换新政策落地不及预期。我们预判以旧换新为 2024 年行业总量重要拉动，若后续政策落地不及预期，行业总量有增长不及预期或下滑风险。

(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