

证券研究报告

2024年05月29日

行业报告：行业深度研究

电力设备

国内两轮：供给侧有望改善，成长性看东南亚市场

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

竞争格局改善，头部企业回归产品力

2023年行业竞争激烈，不同企业销量出现分化。雅迪2023年销量1652万辆，同比增长18%；九号销量147万辆，同比增长78%；爱玛销量1074万台，同比几乎持平。而新日、绿源等企业2023年销量出现下滑。

从2024年新品价格带看，雅迪、爱玛、九号均发布中高端产品。1) 雅迪：发布冠能6代，主流价格带超过4000元。2) 爱玛：发布2024款露娜、仰望，售价分别为4399、5399元。3) 九号：发布多款速度25km/h以下的新国标车，价格在3299元以上。25km/h以上非新国标车型价格在3700元以上。

强制性电池国标发布，供给端政策有望加速集中度提升

电动两轮车安全问题突出，火灾案件众多。根据国家消防救援局统计，2023年全国共接报电动自行车火灾2.1万起，同比上升17.4%。此外，非法改装情况突出，存在安全隐患。今年4月，工信部等制定《规范条件》、《公告办法》，推动产业结构优化升级。

今年4月，市场监管总局同国家标准委共同发布新一版强制性国标，将于24年11月1日起实施。锂电池需进行针刺实验，且电池组在发出热失控报警5min内不起火不爆炸。电池组应具有唯一性编码，并且编码标识需要采用耐高温(950℃)材质，即便发生火灾也可追溯。此外，我们认为北斗系统（定位+测速）、电池组与整车互认等标准也有望跟进，在全国电动自行车产品中应用。

成长性看东南亚市场

从行业空间看，东南亚市场可分为【电动摩托车】和【电动自行车市场】。市场空间可达4000万辆以上，其中电摩2000万辆+电动自行车2000万辆以上。

- **印尼**：销量从2022年1.7万辆提升至2023年6.2万辆，增幅262%，电动两轮车渗透率不到1%。消费端：2023年3月20日起，印尼政府对电动摩托车提供补贴，每辆车补贴700万印尼盾（约3150人民币）。生产端：对于电动车这类新兴行业，企业在印尼的投资额只要超过1000亿印尼盾（约5000万人民币），即可享受5年企业所得税50%减免。
- **越南**：两轮车电动化率约10%，为东南亚电动化率最高东的国家。2023年越南摩托车销量下降，但电动两轮车稳定增长。随着人们收紧开支，电动摩托车因其成本效益和便利性受到欢迎，改用电动两轮车后每月可节省30-40%的燃油成本。

投资建议

九号公司：两轮车进入快速成长期，规模效应明显。2024年一季度，九号电动两轮车销量41.7万辆，同比增长126%。前期投入初见成效，两轮车业务预计成为主要利润板块。割草机器人、全地形车等品类进入收获期。随着规模效应体现，盈利能力也有望超预期，同时也看好NV-机器人产业链加持。

雅迪控股：盈利增长点多元。雅迪24年看点在于：1) 产品结构优化，冠能销量占比有望提升。2) 售后电池有望贡献利润。3) 供应链一体化：降本之外，更为公司带来产品差异化。

爱玛科技：零部件自供率提升+自建物流体系，成本有继续下降空间。重视渠道数量及质量，赋能门店经营效率。海外市场方面，今年3月，爱玛电动车印尼工厂正式启动投产。爱玛对印尼消费者的电动车需求进行深度调研，并在3月22日完成爱玛印尼首台电动车的下线仪式。

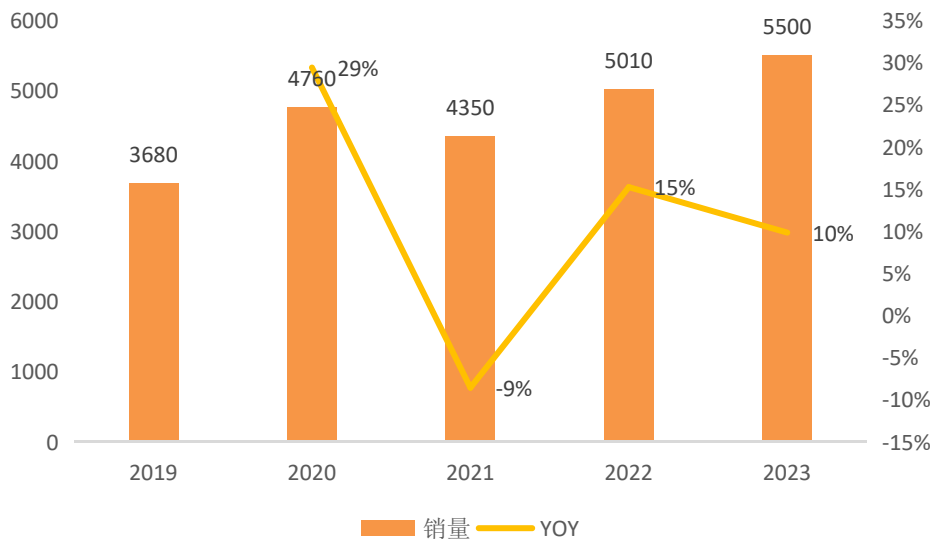
风险提示：两轮车需求不及预期、渠道扩张不及预期、原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、经销商管理风险、产品研发风险。

1. 竞争格局改善，头部企业回归产品力

行业销量平稳增长，新增量或来自消费群体扩容

- **国内电动自行车年销量较为平稳，更换需求约5000万辆。**中国电动两轮车销量从2019年3680万辆增长至2022年5010万辆，年均复合增速11%。2023年销量5500万辆，同比增长10%。2024年4月，国内电动两轮车保有量已达3.5亿辆，正常用户可以骑6-7年，外卖骑手等用户使用期限更短。假设更换周期7年，每年电动两轮车更换需求在5000万辆左右。
- **产品品质提升，新增量或来自消费群体扩容。**电动两轮车消费者年轻化，需求更加多元，各品牌纷纷布局高端化、年轻化产品。在4000元以下价位区间，传统品牌雅迪、爱玛、台铃依旧处于主导地位。而在4000元以上甚至7000元以上价位的高端、超高端车型市场，九号品牌领先于雅迪、爱玛、小牛等品牌，高端需求在不断扩容。我们认为随着产品力提升，电动两轮车消费群体扩容，部分四轮车用户也有可能购买电动两轮车作为补充交通工具。

图：中国电动两轮车销量及增速（万辆，%）



行业集中度稳步提升，雅迪、爱玛、九号市占率提升

□ 2019年雅迪、爱玛市占率仅31%，2021年以来维持在50%附近。2019-2023年，雅迪电动两轮车销量从609万辆提升至1652万辆，市占率从2019年17%提升至2023年30%；爱玛电动两轮车销量从549万辆提升至1074万辆，市占率从2019年15%提升至2023年20%。CR2市占率在2019-2021年分别为31%、39%、52%，并随后维持在50%附近。

□ 九号公司2020年进入电动两轮车领域，销量快速增长。2020-2023年九号电动两轮车销量分别为11、42、83、147万辆，2021-2023年同比增长267%、97%、78%。2024年一季度，九号电动两轮车销量41.7万辆，同比增长126%。公司2023年市占率约3%，虽然目前基数较小，但公司销量保持快速增长趋势，市占率有望继续提升。

表：电动两轮车企业销量及增速（万辆，%）

销量（万台）	2019	2020	2021	2022	2023
雅迪控股	609	1080	1386	1401	1652
爱玛科技	549	757	856	1077	1074
新日股份	170	255	223	259	224
绿源集团控股		147	195	242	
九号公司		11	42	83	147
小牛电动	42	60	104	83	71
YOY					
雅迪控股		77%	28%	1%	18%
爱玛科技		38%	13%	26%	0%
新日股份		50%	-13%	16%	-13%
绿源集团控股			32%	24%	
九号公司			267%	97%	78%
小牛电动		43%	73%	-20%	-15%

表：电动两轮车企业市占率（%）

	2019	2020	2021	2022	2023
雅迪控股	17%	23%	32%	28%	30%
爱玛科技	15%	16%	20%	21%	20%
新日股份	5%	5%	5%	5%	4%
绿源集团控股		3%	4%	5%	
九号公司		0%	1%	2%	3%
CR2	31%	39%	52%	49%	50%

2023年行业竞争激烈，雅迪销量高增，爱玛实现ASP、单车利润增长

□ 2023年行业竞争激烈，不同企业销量出现分化。雅迪2023年销量1652万辆，同比增长18%；九号销量147万辆，同比增长78%；爱玛销量1074万台，同比几乎持平。而部分企业2023年销量出现下滑。

□ 雅迪2023年销量高增，爱玛实现ASP、单车利润增长。雅迪2023年ASP为2074元，同比下降6%。销量大幅超过同行，但单价下降，我们认为雅迪在2023年把销量增长放在优先级。爱玛2023年ASP 1959元，同比增长1%；单车净利润175元，同比增长1%。在2023年行业竞争较为激烈的情况下，爱玛仍保持ASP、单车净利增长，是电动两轮车上市企业中为数不多在2023年实现ASP、单车净利双升的企业。

表：电动两轮车企业ASP及增速（元/辆，%）

单车收入（元）	2019	2020	2021	2022	2023
雅迪控股	1964	1793	1946	2217	2074
爱玛科技	1899	1705	1800	1931	1959
新日股份	1793	1989	1921	1893	1831
绿源集团控股		1618	1755	1973	
九号公司		3779	2859	2942	2876
小牛电动	4928	4063	3569	3810	3736
YOY					
雅迪控股		-9%	9%	14%	-6%
爱玛科技		-10%	6%	7%	1%
绿源集团控股			8%	12%	
新日股份		11%	-3%	-1%	-3%
九号公司			-24%	3%	-2%
小牛电动		-18%	-12%	7%	-2%

表：电动两轮车企业单车净利及增速（元/辆，%）

单车净利润（元）	2019	2020	2021	2022	2023
雅迪控股	85	89	99	154	160
爱玛科技	95	79	78	174	175
新日股份	41	40	5	63	39
绿源集团控股		27	30	49	
小牛电动	451	280	218	-59	-383
YOY					
雅迪控股		5%	11%	56%	3%
爱玛科技		-17%	-2%	124%	1%
新日股份		-3%	-87%	1127%	-37%
绿源集团控股			11%	60%	
小牛电动		-38%	-22%	-127%	

2024年头部企业聚焦产品品质，竞争格局有望改善

- 雅迪在2024年聚焦产品质量，冠6定位“更高端的长续航电动车”。雅迪在今年2月推出冠能6代，包括Q50、T60、M85为代表的系列新品，定位“更高端的长续航电动车”，实现续航、安全、智能方面技术再突破。1) TTFAR 6.0长续航系统：200次充放电无衰减，24个月内出现容量衰减超过20%将直接换全新电池。2) 智能安控系统：通过软件算法和硬件协同，在颠簸路面、湿滑路面、推车倒车等环境下实现多场景安全保障。标配TCS智能牵引力控制系统，快速且准确识别路面变化，智能调节电机扭矩，防止电机空转。3) 升级智行系统：丰富蓝牙、APP、小程序等解锁方式。相比上一代，蓝牙连接速度加快50%，整体控车速率加快60%。
- 雅迪2024年新产品功能、定价相比2023年均升级。售价方面，冠能6代Q50 3990元起，T60 4690元起，M85 4490元起。相比2023年3月雅迪发布的新车型，2024年发布的新车型功能、价格都再次升级。2023年3月雅迪发布冠能摩登、奢想Q9、探索X7，售价分别为2990、3790、5990元。相比2023年新车型，2024年新品车型集中在4000-4500元左右价格带，价格虽提升，但更带来性能方面升级。

图：雅迪冠能6代产品



2024年新品高质高价，九号发布新品数量显著提升

□ 从2024年新品价格带看，雅迪、爱玛、九号均发布中高端产品。其中，九号公司电动两轮车新品数量较多。

- ✓ 雅迪：发布冠能6代，主流价格带超过4000元。
- ✓ 爱玛：发布2024款露娜、仰望，售价分别为4399、5399元。
- ✓ 九号：发布多款速度25km/h以下的新国标车，价格在3299元以上，多数为锂电产品。25km/h以上非新国标车型基本为铅酸电池车型，价格在3700元以上。

表：雅迪、爱玛、九号2024年电动两轮车新品

公司	名称	价格（元）	续航	电池	速度
雅迪	冠能6代Q50标准版/旗舰版	4399	51-70km	60V4Ah铅酸	45km/h
	冠能6代 M85运动版	5290	81-100km	72V25Ah铅酸	50km/h
	冠能6代 M85悦享版	5090	26-40km	60V25Ah铅酸	41km/h
	冠能6代T60悦享版	5059	120km	72V25Ah	51km/h
爱玛	2024款露娜	4399	51-70km	铅酸电池	21-40km/h
	2024款仰望	5399	100km以上	72V25Ah引擎系列电池	55km/h
九号	Mz MIX	4599	26-40km	48V13Ah铅酸	25km/h以下
	Fz MIX	3999	41-50km	铅酸电池	25km/h以下
	远行者F2z	5399	100km以上	锂电池	25km/h以下
	猎户座Dz 110P	10499	81-90km	锂电池	25km/h以下
	F2z110	5999	100km以上	锂电池	25km/h以下
	A2z 60	3299	71-80km	锂电池	25km/h以下
	M95c	5999	101-120km	铅酸电池	51-70km/h
	N70c	3799	51-70km	铅酸电池	41-50km/h
	Q85c	4499	61-80km	铅酸电池	41-50km/h
MMAX110	6999	91-100km	锂电池	25km/h以下	

注：价格数据查询日期截至24年5月23日，仅供参考

智能化不仅提供娱乐化功能，更提升产品安全性、功能性，产品升级仍有空间

- 智能化不仅是对娱乐功能升级，更是安全性、功能性等方面全面提升。以雅迪6代Q50为例，TTFAR全域控制器可通过算法实现智能增程，实现边骑车边充电；边撑感应落下边撑就自动断电，增加使用便利性；TCS智能牵引力控制系统可识别湿滑路面，陡坡下行时也能够自动降速。
- 秉持真智能核心理念的九号公司，在智能化方面也更关注安全性的提升。在智能化方面，九号不仅注重功能的创新，更关注安全性提升。例如公司成功将线性ABS防抱死系统、TCS牵引力控制系统等高级安全功能应用到产品中，确保用户骑行过程中的安全。通过不断创新和开发新功能，尤其是安全性功能的提升，使用户在使用过程中感受到更多的便利和舒适，让消费者能更多地选择电动两轮车作为出行工具。
- 产品升级仍有空间，ASP伴随性能升级。随着更多创新功能加入，电动两轮车或变得更舒适、更好骑。产品升级仍有空间，各家企业通过产品品质升级提升ASP水平，而非随着行业出清对相同产品进行提价。

表：雅迪冠6 Q50功能

	项目	功能
TTFAR 6.0长续航系统	常青藤石墨烯铅酸电池	全新升级石墨烯配方，电池寿命再延长
	自研TTFAR全能电机	超长续航，超强动力
	TTFAR全域控制器	Lady女神模式动力调教，起步更柔和。算法升级，智能增程，边骑车边充电
	TTFAR智能温感充电器	智能提升充电效率，充得更满，骑得更远
	TTFAR高抓地力防滑轮胎	全新升级材料与设计，更强支撑，更低滚阻，持久耐磨
边撑感应	落下边撑自动断电	省力双撑，安稳停驻。解锁边撑，安全出发
雅迪方舟智能安控系统	优雅雨骑	TCS智能牵引力控制系统，湿滑路面智慧识别
	平稳下坡	陡坡下行自动降速，轻松对抗地心引力
	温柔守护	高强钢车架，化解颠簸，高弹液压减震，全程温柔守护
	自在松弛	推车跟行，轻盈上坡不费力，倒车助力，狭路也能全身而退
雅迪智行系统		多模式无感解锁，蓝牙感应解锁、小程序解锁、无钥匙开座桶等

2.强制性电池国标发布，供给端政策有望加速集中度提升

政策端：1) 需求：以旧换新补贴推动，各省市陆续跟进

- 4月12日，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，推动电动自行车以旧换新。《行动方案》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。各地政府对《行动方案》积极响应，广东、浙江、上海以旧换新方案中明确指出推动电动自行车换新工作，其他省份将陆续跟进。
- 参考家电、汽车行业，电动自行车以旧换新或采用补贴形式。上海已经率先落实《行动方案》，从3月30日起至2024年12月31日实施促进绿色智能家电消费补贴政策，按照剔除所有折扣优惠后成交价格的10%享受一次立减补贴，补贴额不超过1000元。海尔表示正在启动“美好生活焕新季”，投入专项换新补贴资源10亿元，单品换新最高补贴1000元，还可与各地政府换新消费补贴叠加，最高可达15%-20%。我们认为电动自行车或采用补贴形势，并引导产品向安全性要求方面发展。

表：各地区以旧换新政策

公司	政策发布时间	简要内容
广东	2024/4/6	各地要参照汽车、家电以旧换新相关做法，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。
上海	2024/4/23	制定本市电动自行车以旧换新措施并组织实施，引导电动自行车生产销售企业积极开展以旧换新促销活动。鼓励和引导市民选用换电车型， 推动老旧电动自行车及蓄电池加快退出使用。
浙江	2024/4/28	鼓励地方因地制宜制定支持政策，对消费者将个人名下非标电动自行车报废淘汰并置换全新的新国标电动自行车予以 10%补贴，最高不超过250元。 省级财政结合补贴发放情况、财力状况等因素对市县予以奖补。

政策端：2) 供给：行业安全问题突出，加强监管为趋势

- **电动两轮车安全问题突出，火灾案件众多。**根据国家消防救援局统计，2023年全国共接报电动自行车火灾2.1万起，相比2022年上升17.4%；2022年全国共接报电动自行车火灾1.8万起，比2021年上升23.4%。电动自行车市场保有量大、部分产品存在质量问题、电池管理不规范、非法改装、不规范充电、线路老化、使用不当等，都会滋生安全隐患，增加火灾风险。用户将电动车停放到楼道或门厅等公共区域，或者在易燃物附近充电，一旦发生短路，引发火灾，容易造成人员伤亡和财产损失。今年1-4月，北京市发生电动自行车火灾33、28、35、41起。从4月起火原因上看，电池故障30起，线路故障8起，外来火源1起。
- **非法改装情况突出，存在安全隐患。**从终端应用情况看，外卖、快递人员普遍使用电动自行车作为配送工具，为满足续航长、载重大的需求对车辆进行改装。另一方面，大量小作坊非法生产改装电动自行车电池，一些粗制滥造的劣质电池从源头存在安全不过关的隐患。叠加同城配送行业对电池价格敏感，让非法改装产业屡禁不止。

政策端：2) 供给：三部门印发电动自行车《规范条件》、《公告办法》，推动产业结构优化升级

- 工信部等制定《规范条件》、《公告办法》，推动产业结构优化升级。今年4月，工信部同市场监管总局、应急管理部共同编制《电动自行车行业规范条件》、《电动自行车行业规范公告管理办法》。当前全社会电动自行车保有量已达3.5亿辆，已成为群众短途出行的重要交通工具。然而，电动自行车行业还存在产业集中度不高、企业创新研发能力弱、质量保障能力不足等问题。《规范条件》按照合理布局、保障质量、创新升级、安全生产的原则制定，分为企业布局、工艺装备、产品质量与管理、智能制造和绿色制造、安全生产、劳动者权益保障、消费者权益保障、监督和管理等。《公告办法》分为总则、申请条件、申请审核及公告程序、监督管理、附则等。
- 监管政策的完善将规范行业供给端，“新国标”有望迎来修订。根据《国家标准管理办法》，新国标迎来复审期，部分有争议的内容或将进行探讨与修改。新国标对于电动自行车电池容量限制的同时也限制了续航能力。若保障电动自行车的续航，又平衡售价、成本等问题，会催生供需两端的非法改装、以次充好问题。比如一些不良厂家选择将车架做薄，导致车架强度、承重能力、抗冲击性能变小，而一些消费者为了加大续航能力私自改装，增加了电动自行车使用中的安全隐患。

图：电动自行车相关国家标准



(征求意见稿)

政策端：2) 供给：强制性电池国标已发布，北斗系统、电池组与整车互认等有望跟进

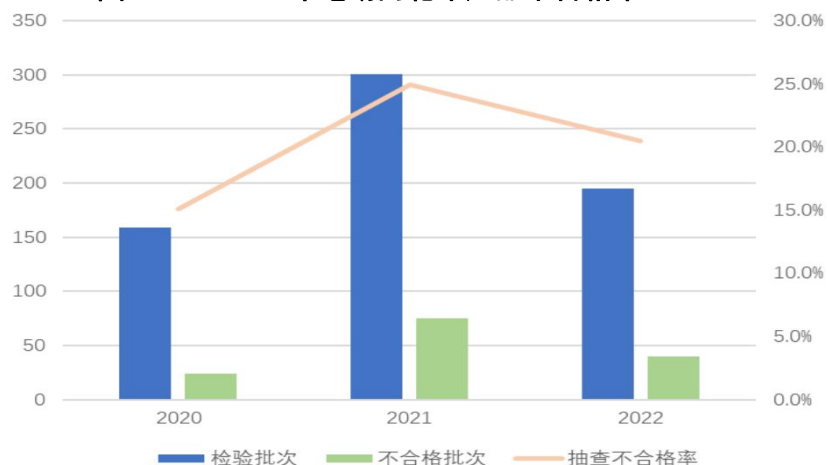
- **电动自行车强制性电池国标发布，锂电针刺实验+唯一编码可追溯。**今年4月25日，市场监管总局同国家标准委共同发布新版《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》，将于24年11月1日起开始实施。《技术规范》将安全要求分为两大类：电池安全和电池组安全，在原有的安全要求上新增针刺实验要求、电池组在发出热失控报警5min内，不起火，不爆炸。电池组应具有唯一性编码，并且编码标识需要采用耐高温(950°C)材质，即便发生火灾也可以进行追溯。
- **北斗高精度定位有望应用于电动自行车，实现定位、测速，杜绝解锁超速行为。**今年4月，三部门发布的《电动自行车行业规范条件》中提出，发展轻量化、智能化、网联化电动自行车产品，开展北斗高精度定位推广应用。北斗卫星导航系统具有高精度定位能力，并且可通过定位功能精确计算车辆运动速度，应用于电动自行车可杜绝解锁超速行为。此外，由于数据可传输至服务器进行大数据分析，车辆信息有望获得大数据监管，小企业生产电动自行车漏税行为也有望得到规范。
- **电池组与整车互认协同识别项目有望列入标准，劣质电池有望出清。**2023年北京市电动自行车团体标准《电动自行车用锂离子动力电池组技术规范》修订完成，电池组与整车互认协同正式列入标准。部分生产企业为追求利益最大化，故意降低生产成本，拉低生产要求，导致劣质电池流入市场。此外还有众多电池乱象，有些电动车专卖店私下售卖非原装电池，维修点售卖超标电池并提供车辆改装服务。北京出台实施的《规范》提出电池组与整车互认协同识别，劣质电池无法正常装车进行使用，我们认为电池与整车互认有望应用于全国电动自行车市场。

国抽：2022年不合格率达20.5%，行业改进空间大

□ 从国抽结果看，2022年不合格率达20.5%，行业改进空间大。2023年1月，国家市场监督管理总局发布了2022年电动自行车和电池产品抽查情况通报，2022年共对262家企业生产的295批次产品进行了检验，发现62批次产品不合格，抽查不合格率为21%。2020-2022年抽查不合格率分别为15.1%、24.9%、20.5%。不合格主要原因：1) 生产企业质量控制不严格，出厂检验不到位，存在车速超标准要求、无提示音、少装错装零部件等现象；2) 生产企业使用的零部件一致性不好，同一批次产品存在质量差异。

□ 2024年国抽严格，涉及20个省市。2024年3月，市场监管总局发布《关于电动自行车、电动自行车电池2种产品质量监督抽查实施细则》，检验项目包括：1) 电动自行车：标志与警示语、车速限值、整车质量、制动性能(干态)、结构、车速提示音、充电状态主回路保护、互认协同充电、布线、电气装置等。2) 电动自行车电池：针对铅酸蓄电池主要包括电池容量、放电性能、能量密度、低温容量、快速充电能力、防爆能力6项，锂离子电池则包括放电容量、低温放电、过充电、过充电保护、过放电保护、短路保护、放电过流保护、壳体阻燃保护等8项。相关部门除了抽查产品外，还会检查商家的营业执照等相关资质，及相关产品的CCC认证、产品合格证、产品一致性证书。

图：2020-2022年电动两轮车产品不合格率（%）



相比需求端的补贴，更重要的是供给端规范带来集中度加速提升

- 2024年在供给端、需求端都有政策加持，但供给端的变化更为重要。2024年以旧换新补贴或拉动2024年换车需求，但我们认为影响偏短期。国内电动两轮车为成熟行业，年销量每年预计个位数增长。相比需求端，更重要的变化在供给端。随着监管趋严，行业集中度有望加速提升，且安全性要求提升推动电动两轮车产品升级，引导消费者购买高质量产品。

3.成长性看东南亚市场

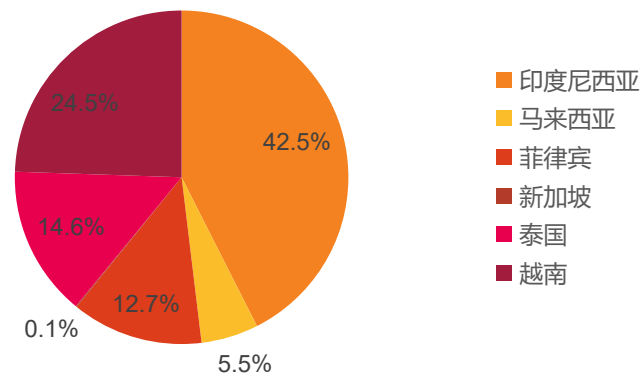
东南亚六国摩托车2022年销量1227万辆，销量大国为印尼、越南、泰国

□ 东南亚六国2022年摩托车销量1227万辆，同增10.6%，销量大国主要为印尼、越南、泰国。东南亚六国（印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南）2022年销量1227万辆，同比增长10.6%。东南亚摩托车销量主要集中在越南、泰国、印尼，2022年销量分别为300、179、522万辆，在东南亚销量占比分别为24%、15%、43%。在东南亚，摩托车是最基本的交通工具，越南、泰国、印尼摩托车保有量分别为4500、3000、6000万辆。

表：东南亚各国摩托车销量（万辆）

国家	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
印度尼西亚	621.5	588.6	638.3	648.7	366.1	505.8	522.1
马来西亚	39.6	43.5	47.2	54.7	49.8	49.7	68.1
菲律宾	114.0	131.9	159.0	170.5	120.6	143.6	156.5
新加坡	0.8	1.0	1.2	1.9	1.1	1.1	1.2
泰国	173.8	181.1	178.8	171.9	151.6	160.6	179.2
越南	312.1	327.2	338.6	325.5	271.3	249.2	300.3
合计	1262.0	1273.3	1363.2	1373.2	960.5	1110.1	1227.4
yoy		0.9%	7.1%	0.7%	-30.1%	15.6%	10.6%

图：2022年东南亚国家摩托车销量占比（%）



行业空间：东南亚年销量空间超4000万辆，电摩2000万辆+电自2000万辆以上

- 从行业空间看，我们认为东南亚市场可分为【电动摩托车】和【电动自行车市场】。市场空间可达4000万辆以上，其中电摩2000万辆+电动自行车2000万辆以上。
- ✓ **电动摩托车市场**：2022年东南亚燃油摩托车销量1200多万辆，考虑2020-2022年受到疫情之下消费者经济能力受到影响，摩托车年销量空间预计可达1500万辆。此外，电摩使用成本低于燃油摩托车，且降本潜力更大，预计消费需求进一步扩容，我们预计带来约500万辆电动摩托车新增需求。摩托车市场电摩可替代空间为1500+500=2000万辆。
- ✓ **电动自行车市场**：雅迪等国内企业在东南亚引入类似于国内电动自行车产品，在速度、功率、续航等性能上低于摩托车，且不需要驾照。以Vinfast EV0200为例，摩托车续航可达203km，最高时速70km/h，1500W电机。电动自行车产品以雅迪XMEN NEO为例，续航80km，最高时速43km/h，1000W电机。这部分在东南亚属于新增市场，用户人群为学生、家庭主妇等短途需求人群。

表：雅迪、VinFast电摩产品比较

产品	图片	电池类型	最大速度	连续运行的距离	功率	是否需要驾照	越南价格（越南盾）	人民币价格（RMB）
YADEA XMEN NEO	 YADEA XMEN NEO	石墨烯电池	43公里/小时	80Km	1000W	否	17,990,000	5217.1
VINFAST EV0200		磷酸铁锂电池	70km/h	203km	1500W	是	41,900,000	12151

印尼：电动两轮车2023年6.2万辆，增幅262%，消费端、生产端均有政策支持

□ 印尼为东南亚摩托车最大市场，电动两轮车增速明显。2023年，印尼两轮车销量接近640万辆，同比增长20.1%。印尼是世界第四大人口国家，炎热的气候、狭窄的道路和不发达的公共交通系统让摩托车成为一种方便、高效和省时的交通运输工具。印尼摩托车普及率仅次于中国、印度。电动两轮车市场处于起步阶段，但增速显著，从2022年1.7万辆提升至2023年6.2万辆，增幅262%，2023年电动两轮车渗透率仅不到1%。

□ 消费端、生产端均有政策支持，推动燃油摩托车电动化。2023年3月20日起，印尼政府对电动摩托车提供补贴，每辆车补贴700万印尼盾（约3150人民币），补贴最大数量2023年为20万辆，2024年为60万辆，共80万辆。购买新车获得补贴福利要求之一为国内生产比例必须至少达到40%。在生产端，印尼对于电动车这类新兴行业，企业在印尼的投资额只要超过1000亿印尼盾（约5000万人民币），即可享受5年企业所得税50%减免，投资额超过5000亿印尼盾以上将获得100%的所得税减免。

表：印尼电动车企业所得税减免

类别	印尼盾IDR	美元USD	免税额度	免税期
1	1千亿~5千亿	≥720万至小于3600万	50%	5年
2	5千亿~1万亿	3600万~7200万	100%	5年
3	1万亿~5万亿	7200万~3.6亿		7年
4	5万亿~15万亿	3.6亿~11亿		10年
5	15万亿~30万亿	11亿~21亿		15年
6	大于30万亿	大于21亿		20年

越南：两轮车电动化率约10%，雅迪销量领先

- **越南两轮车电动化率约10%，为东南亚电动化率最高东的国家。**东南亚生产的两轮电动车约 80% 供应越南市场。越南电动两轮车占两轮车总数的比例达到 10%，而其他东南亚国家徘徊在 1% 左右。相对较高的电动化率使得越南在两轮车供应链配套方面领先于其它东南亚国家。
- **2023年越南摩托车销量下降，但电动两轮车稳定增长。**根据2023年两轮车销量的行业数据，由于经济形势的影响，两轮车市场出现了 20% 的下降，但电动摩托车制造商的收入增长稳定。尤其是随着人们收紧开支，电动摩托车因其成本效益和便利性受到欢迎。根据使用过电动两轮车的用户反馈，大多数人表示改用电动两轮车后每月可节省 30-40% 的燃油成本。
- **雅迪在越南电动两轮车市场销量领先。**在越南市场，雅迪2023年全年销量突破10万辆，销售额增长36.1%。相比之下，本田摩托车在当地的销量下滑19.8%，雅马哈摩托车销量则下降13.2%。

4. 投资建议：重点推荐九号、雅迪、爱玛

重点推荐1-九号：两轮车进入快速成长期，规模效应明显

- 两轮车进入快速成长期，规模效应明显。2023年九号电动两轮车销量147万辆，同比增长78%；营收42.3亿元，同比增长74%；ASP 2876元，同比减少2%。2024年一季度，九号电动两轮车销量41.7万辆，同比增长126%。
- 前期投入初见成效，两轮车业务预计成为最主要利润板块。展望24年，我们预计九号两轮车销量250万辆，同比增长70%。销量快速增长，规模效应下净利率快速提升。24年两轮车利润占比进一步提升，预计成为公司主要利润贡献板块。

图：九号公司电动两轮车营收、销量、ASP

	单位	2020	2021	2022	2023
营收	亿元	4.3	12	24.3	42.3
YOY			179%	103%	74%
销量	万辆	11.4	42	82.6	147
YOY			267%	97%	78%
ASP	元/辆	3761	2857	2942	2876
YOY			-24%	3%	-2%

重点推荐1-九号：推出三年质保碳晶电池，多款产品覆盖3000元以上价格带

□ 推出三年质保碳晶电池，智能铅酸系统保障电池安全使用。4月19日，九号公司正式举办2024年新品发布会，推出RideyPOWER智能铅酸系统，系统分为智能碳晶电池、智能碳晶铅酸电池充电器、智能铅酸计量板、九号出行APP四个模块，对电池进行24h不间断监控管理来确保电池的健康使用。九号智能碳晶电池可实现100%DOD全充全放，可达650次以上循环，是普通产品的3倍，且电池支持三年原品换新。

□ 多款新品发布，产品价格带覆盖3299-9799元起区间。产品方面，九号发布多款两轮车新品，价格带覆盖3299-9799元起，新品包括：智能两轮电动车远行者F2z系列、远航家Mz MIX系列等。公司也在发布会当日上线九号首部微电影《记忆奇旅》，以“无畏出发，奇妙即现”为主题加深九号品牌与用户之间的联系。

表：九号碳晶智能铅酸电池系统与一般铅酸电池数据对比

	一般铅酸电池	九号RideyPOWER智能铅酸电池系统	石墨烯铅酸电池
容量	20Ah	22Ah	23Ah
高温容量	20.5Ah (45°C) ——10% 2%	23.5Ah (45°C) ——107%	24Ah (45°C) ——104%
低温容量	16Ah (0°C) ——80%	20Ah (0°C) ——91%	20Ah (0°C) ——87%
智能电量SOC	无	有	无
温度显示	无	有	无
大电流放电	1C	1.8C	1.8C
快充	0.5C	0.5C-1C	0.5C
循环寿命	100%DOD 10A放电 200-300次	100%DOD 11A放电 650+次	100%DOD 11A放电 400-500次
循环平台	10A放电电流 大于120min的 容量，150次	10A放电电流 大于120min的 容量，500+次	10A放电电流 大于120min的 容量，300次
充电功率显示	无	有	无
充电通讯	无	有	无

表：九号电动车2024年新品及售价

型号	价格（元/辆）
F2z110	5999起
A2z60	3299起
F2升级版	2599起
M95c	5599起
N70c	3299起
Q85c	3999起
MMAX110	6999起
Dz110P	9799起

重点推荐1-九号：底层技术具有通用性，智能化延展至不同品类

- 九号为平台型公司，底层技术具有通用性，不断开拓产品品类。公司基于机器人的感知计算等更多技术下放到电动两轮车产品上，帮助骑手安全驾驶、提高用户体验感，并有望赋能割草机器人、全地形车等品类。往未来看，公司的底层技术可不断延展到各类场景，在机器人领域具有先发优势。2017年公司发布服务类机器人Loomo；2018年联合美团发布第一代Segway配送机器人S1；2023年与英伟达合作，为机器人开发平台提供移动底盘。
- 九号为英伟达机器人开发平台提供移动底盘。九号与英伟达共同开发下一代自主移动机器人（AMR），以及部署完整机器人开发平台Nova Carter AMR，其移动底盘来自Segway Robotics的旗舰产品RMP Lite 220（售价2999美金），其软件系统包括芯片、算法和传感器来自NVIDIA，Segway Robotics除了提供底盘外还负责整个产品的集成。

图：Segway Robotics旗舰产品RMP Lite 220



重点推荐2-雅迪：23年销量增速远高于行业，单车净利仍提升

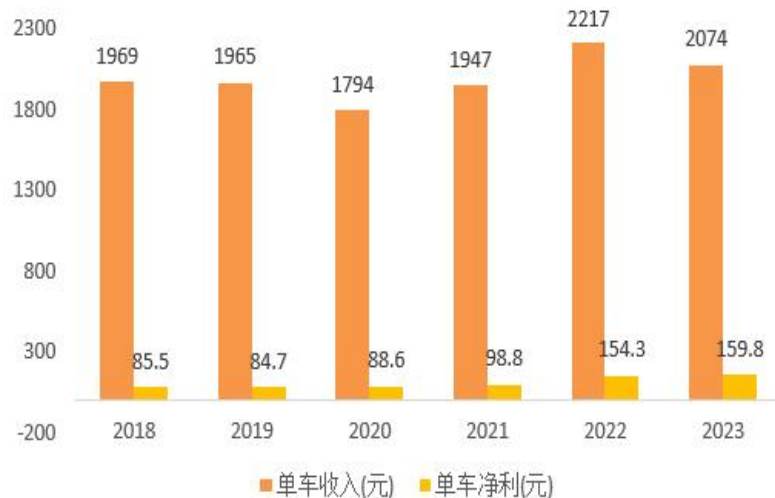
□ 雅迪23年销量增速远高于行业，ASP下降但单车净利仍提升。雅迪2023年电动两轮车销量1652万台，同比增长18%，而2023年行业平均销量增速仅10%。雅迪销量增速大幅高于行业，我们判断公司23年采取较为激进的销量策略。2023年雅迪两轮车ASP为2074元（扣除售后电池影响），同比下降6.5%；单车净利160元，同比提升3.6%。虽然ASP下降，但单车净利仍提升，我们预计24年随着产品结构改善，单车利润有望实现进一步提升。

□ 市场关注公司表现不应该只聚焦在销量预期上，雅迪盈利增长点多元。雅迪24年看点在于：1）产品结构优化，冠能销量占比有望提升。2）售后电池有望贡献利润。3）供应链一体化：降本之外，更为公司带来产品差异化。

图：雅迪两轮车销量及增速（万辆，%）



图：雅迪两轮车ASP及单车利润（元）



重点推荐2-雅迪：冠能6代发布，产品全面升级

- **冠能6代发布，多项功能全面升级。**2月28日，雅迪召开冠能6代新品发布会，较老款冠能系列全面升级，首发产品售价3990-4690元起。
 - **操控性能：**收集超过10万用户坐姿等骑行数据，从低座高、长踏板设计到0压空气坐垫，坐姿能够适配，提升骑行体验感。此外，雅迪还升级了加长坐垫，后座安稳不前滑，同时优化搁脚位置和车架减震与整车的配合。
 - **车机性能：**采用全新自研TTFAR常青藤石墨烯铅酸电池、TTFAR全能电机，TTFAR全域控制器，全新升级TTFAR高抓地力防滑轮胎、TTFAR智能温感充电器等。
 - **智能化：**冠能6代了全新配备升级的智行系统，蓝牙连接速度提升50%，远程控车速度提升60%。
- **冠能系列占比2024年有望提升，公司整体产品结构改善。**2023年ASP虽然下降但单车净利仍提升，24年在产品结构改善加持下，预计单车利润的增幅有望超过23年。

图：雅迪冠能6代车型



重点推荐2-雅迪：售后电池渠道复用，盈利能力有望高于同行

□ 从产品品质看，雅迪产品质保期高于同行，电池赋予两轮车品质差异。以冠能为例，冠能6代全系列电池率先做到售后24个月质保免费换新，同行多为12个月质保期，其中6个月免费换新，且更换条件要求更高。高价位的品牌小牛、九号的铅酸电池质保期也为12个月，4月19日，九号公司推出Rideyppower智能铅酸系统，其中的智能碳晶电池更是延长售后质保时间至36个月。在国内两轮车企业中，雅迪自制部分电池，冠能系列产品的电池质保期与同行拉开差距，带给消费者更好的使用体验感，且帮助消费者降低电池更换频率，降低综合产品使用成本。

图：售后政策对比

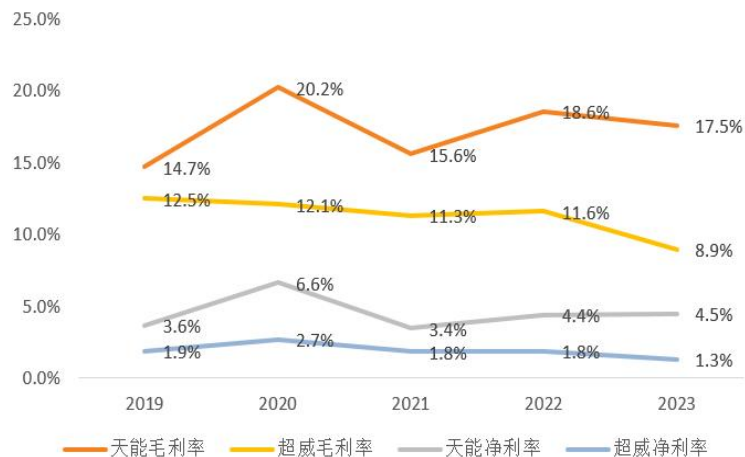
公司	电池售后政策
雅迪	冠能六代全系列电池质保24个月，漏液或电池容量低于70%，24个月内免费更换新电池
小牛	原装铅酸电池质保12个月，漏液或电池容量低于60%，前六个月，行程5000km内免费更换新电池，后六个月，里程10000km内更换维护电池
九号	铅酸电池质保12个月，漏液或电池容量低于60%，其中前六个月免费更换新电池，后六个月免费维修；4月25日推出的智能碳晶电池质保36个月或3万公里，在第1/2/3年内，里程在1万/2万/3万公里以内，电池容量不足80%/70%/60%的，更换全新原品电池

重点推荐2-雅迪：售后电池渠道复用，盈利能力有望高于同行

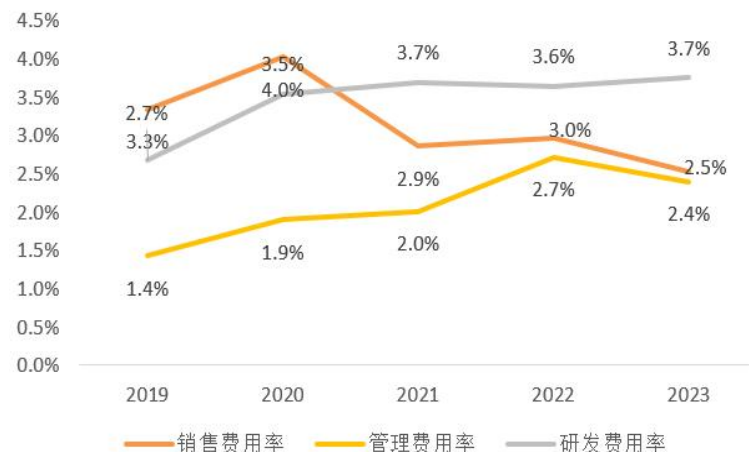
□ 渠道复用，售后电池业务盈利能力有望高于电池企业。与第三方两轮电池企业比较，雅迪优势在于渠道可复用，费用率大幅降低。

2023年两轮车电池企业天能、超威毛利率分别为17.5%、8.9%。由于雅迪产品质保期更久，衰减更低，我们认为有一定产品溢价，毛利率端或达到20%。净利率端，2023年天能、超威的净利率分别为4.5%、1.3%。从费用构成看，天能2023年销售、管理、研发费用率分别为2.5%、2.4%、3.7%，由于雅迪电池渠道可用两轮车产品渠道，销售、管理费用预计大幅降低，我们预计雅迪售后电池净利率水平远超第三方两轮车电池企业。

图：天能、超威毛利率、净利率情况（%）



图：天能股份销售、管理、研发费用率（%）



重点推荐2-雅迪：收购凌博，降本之外更有望带来产品差异化

- 收购电控企业凌博电子，实现核心三电技术的垂直整合。3月17日，雅迪公告以3.52亿元总价格收购无锡凌博全部股权。凌博专注于两轮电动车领域电控系统整体解决方案，在无刷直流电机和永磁同步电机控制系统、锂电池管理系统、中央控制单元VCU领域技术领先。通过收购电控业务，我们认为雅迪实现两轮车四电技术拉通整合，也为雅迪加强供应链垂直整合，做出产品差异化，并赋能雅迪海外电摩业务（东南亚、印度等）。
- 凌博客户包括国内外一线品牌，产品已销往海外高端市场。凌博客户包括：1) 海外：博世、Vinfast、本田等；2) 国内：九号、小牛、博力威等。公司系列产品已经成功销往欧洲、美国、日本、东南亚等海外高端市场，产品广泛应用于电动摩托车、电动高尔夫球车、旅游观光车、电动游艇、电动船、小型电动汽车等领域。东南亚市场以电摩替代燃油摩托车，两轮车功率预计远高于国内电动两轮车，而凌博在大功率解决方案具有优势，有望在东南亚市场获取先发优势。此外，公司已进入博世、Vinfast等海外供应链，凌博也有望进入印度电摩市场，在印度获得一定份额。

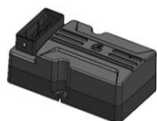
图：无锡凌博产品



控制器



BMS



中控



动力总成

图：凌博电子合作伙伴



重点推荐3-爱玛：成本控制能力优异，赋能门店经营效率

- **零部件自供率提升+自建物流体系，成本有继续下降空间。**成本端控制+规模效应加持，公司净利率在2022年不断超预期，2023年行业竞争激烈，但公司仍实现单车利润提升，我们认为公司单车净利仍有提升空间。利润提升来自：零部件自制率提升，自建物流体系等。
- **重视渠道数量及质量，赋能门店经营效率。**公司持续推进渠道数量的拓展，实施渠道下沉策略，强化城镇网点建设并增加门店数。公司不仅着重提升渠道覆盖率，也注重渠道质量的提升。公司采取“总部赋能+移动支持+定向帮扶”三位一体的经营措施，以协助经销商提高门店经营管理效率和门店产出。
- **拓展海外市场，印尼生产基地启动。**今年3月，爱玛电动车印尼工厂正式启动投产。爱玛对印尼消费者的电动车需求进行深度调研，并在3月22日完成爱玛印尼首台电动车的下线仪式。爱玛积极布局本土化，深入研究当地法律法规、使用习惯，通过技术创新强化公司竞争力。

风险提示

- 两轮车需求不及预期：若消费者消费能力下降，可能影响两轮车需求。
- 渠道扩张不及预期：若渠道扩张进度不及预期，销量或受到影响。
- 原材料价格大幅上涨：近期大宗商品价格大幅上涨，材料成本大幅提高，如果不能向消费端传导成本压力，盈利能力将受到影响。
- 行业竞争加剧：若行业出现价格战，单车价格、利润可能都受到影响。
- 对经销商管理风险：若经销商销售业绩不佳或有大量经销商退出，盈利能力将受到影响。
- 产品研发风险：若产品研发不顺利，未来持续盈利能力会受到影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS