



电动两轮车行业：监管趋严带来存量替换需求，龙头优势稳固

2024年9月30日

看好/首次

家电

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	沈逸伦 电话：010-66554044 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523060001

投资摘要：

电动两轮车行业经历二次发展，政策变化是重要推动力。电动两轮车行业经历两次快速发展时期，其中政策的变化都产生了较大的作用。第一次是2013年以前，主要受益于中国经济的快速发展，禁摩令的出台以及电动自行车被定义为非机动车亦是重要助推；第二次发展2020年之后，“新国标”的推出带动行业第二次扩容，行业年产量已接近6000万辆。新国标指《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准，对机动车/非机动车进行明确的区分，且增加了厂商认证的要求。因此新国标一方面带来了存换新需求，另一方面出清了不规范小厂商。被定义为非机动车的电动两轮车产品无需驾照，贡献了行业的大部分销量。

需求侧：国内仍有增量，东南亚市场开拓可期。电动两轮车主要应用场景为日常通勤，在便捷度和成本两方面均有优势，有刚需属性。2024年因安全事件的发生，行业监管政策进一步趋严，新国标开始修订，多项标准、规范相继出台。监管趋严有望再次带来存量替换需求，以旧换新补贴政策有望成为政策抓手，加速需求释放。白名单制度有望将需求引导至头部厂商。此外，因安全考量，政策明确支持铅酸电池车。锂电车近年占比约20%，其产品的替换有望支撑未来行业需求。B端需求主要包括共享车和外卖车，共享车估算年投放量400万辆，有望受益一线城市试点，带来少量增量；外卖车估算年需求量700万辆，考虑到外卖骑手数量仍在增长中，我们预计需求仍将稳步增长。东南亚市场具备较大潜力，其人口众多且摩托车普及率高。当前电动化率仍在个位数水平，近年电车鼓励政策持续出台，我们判断将带来千万辆级增长。国内厂商中雅迪在东南亚已有一定规模，在越南等地已建立竞争优势；其他厂商积极入局，均有投建工厂、铺设渠道规划，有望享受出口市场增量。

供给侧：龙头已建立显著优势，格局进一步优化可期。电动两轮车行业已有较高集中度，CR2为上市企业雅迪、爱玛，2022年合计市占率超40%，23年销量已过千万，收入在200亿以上，规模领先明显。雅迪、爱玛把握2020年后行业增长机会，份额逐步提升。2020年两家龙头均采取以价换量策略，奠定行业龙头地位，2022年后量价齐升。此外，九号公司也把握住行业机会，顺利切入中高端市场。雅迪、爱玛在2022年后盈利能力再上台阶，领先优势扩大，高于同业2-6pct，规模优势显著。领先的盈利能力将助力龙头在产品价格的竞争上，持续保持优势。线下是电动两轮车主要销售渠道，龙头门店数量在3万家以上，显著领先，渠道优势明显。另外，监管趋严将加速行业整合，推动行业格局优化。**展望未来：1）**龙头企业继续扩产，资本开支水平远超同业。2）行业仍存在大量相关小企业，而第一批白名单已验证龙头企业生产规范性，需求有望流向头部企业，监管趋严将推动行业出清。综合来看，头部玩家已建立规模优势，龙头扩张+尾部出清有望助力行业份额进一步集中。

主要上市公司：

- 1) 雅迪控股 (1585.HK)，不予评级。雅迪充分把握住2020年以来的行业增长机会成为全球最大的电动两轮车制造商。公司有领先的一体化布局；公司门店4万多家，领跑行业，同时店均提货额亦保持领先，具备强大的渠道运营能力。另外公司出海较早，已在越南、印尼等地获取较高的份额。整体看公司优势显著，有望持续享受未来国内存量替换需求的增长及东南亚市场的扩张。
- 2) 爱玛科技 (603529.SH)，不予评级。公司在同样把握住近年的行业扩张，规模仅次于雅迪。公司依然保持扩张，维持高水平的资本开支，且制定了股权激励计划，设置2024年收入或归母净利润同比增长20%的目标，展现出管理层的信心。公司仍有较大的发展空间：对比龙头有较大的拓店空间，高端产品尚待发力，东南亚市场发力有望带来增量。

风险提示：行业需求不及预期、价格竞争超预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
雅迪控股	0.86	0.85	1.03	1.22	15.63	15.81	13.05	11.02	4.78	未评级
爱玛科技	2.18	2.53	3.04	3.61	16.33	14.07	11.71	9.86	3.93	未评级
九号公司	0.83	1.60	2.27	3.01	51.84	26.89	18.96	14.30	5.60	未评级

资料来源：公司财报、东兴证券研究所；

注：未评级公司盈利预测来自同花顺一致预

目 录

1. 电动两轮车行业：经历二次发展，政策变化是重要推动力	5
2. 需求侧：以旧换新政策带来增量，东南亚市场开拓可期	6
2.1 C 端有刚需属性，新国标修订有望拉动置换需求	6
2.2 B 端需求预计保持稳健增长	8
2.3 东南亚出口市场广阔	9
3. 供给侧：龙头优势明显，格局进一步优化可期	11
3.1 龙头企业已建立规模优势	12
3.2 格局展望：龙头继续扩产，小厂加快出清	14
4. 行业上市公司情况	15
4.1 雅迪控股：行业份额第一，出海进度领先	15
4.2 爱玛科技：业绩稳健，管理层展望积极	16
5. 风险提示	17

插图目录

图 1：我国两轮电动车产量情况	5
图 2：按类别划分的销量	6
图 3：按价格带划分的销量	6
图 4：车主购买电动两轮车原因	7
图 5：因电动自行车引发的火灾数量逐年提升	8
图 6：行业规范、标准、认证条例等在 2024 年密集发布	8
图 7：铅酸电池与锂电池对比	8
图 8：锂电电动车产量占比变化	8
图 9：共享电单车 2021 年前快速投放	9
图 10：美团骑手数量近年保持增长	9
图 11：我国电动两轮车出口分国家情况	10
图 12：各国摩托车销量及电动化率	10
图 13：2020 年越南电动两轮车份额	11
图 14：2023 年越南电动两轮车销量	11
图 15：2022 年国内电动两轮车销售额格局	12
图 16：爱玛、雅迪近年来销量份额呈上升趋势	12
图 17：雅迪、爱玛毛利率领先	13
图 18：雅迪、爱玛销售费用率较低	13
图 19：雅迪、爱玛归母净利率领先同业	13
图 20：电动两轮车购买方式调研	14
图 21：头部企业门店数量领先	14
图 22：各公司 2020 年以来固定资产均有显著增加	14
图 23：雅迪、爱玛的资本开支水平较高	14

图 24：年度国家抽检不合格率.....	15
图 25：近年来电动两轮车相关企业数量快速增加.....	15
图 26：雅迪控股收入变化情况.....	15
图 27：雅迪控股净利润变化情况.....	15
图 28：雅迪控股收入拆分.....	16
图 29：爱玛科技收入变化情况.....	16
图 30：爱玛科技净利润变化情况.....	16
图 31：爱玛科技收入拆分.....	17

表格目录

表 1：新国标下电动两轮车的分类.....	5
表 2：各国电动两轮车鼓励政策.....	11
表 3：各家上市公司的电动两轮车业务的销量及收入.....	12
表 4：各家上市公司的电动两轮车平均价格.....	12

1. 电动两轮车行业：经历二次发展，政策变化是重要推动力

电动两轮车是国内解决中短途出行需求的重要交通工具。产业在国内大致经历四个发展阶段：

- 1) 起步期（2000 年以前）：电动两轮车处在技术探索和小批量生产阶段，1995 年清华大学研制出的采用轮毂电机的轻型电动车，是现代电动自行车的雏形。
- 2) 快速发展期（2000~2013 年）：产销量快速提升，此阶段我国电动两轮车年产量由 29 万台提升至近 3700 万台。经济发展是推动产业发展的重要原因，禁摩令在全国各地的出台、《中华人民共和国道路交通安全法》将电动自行车定义为非机动车合法车型，也加速了电动车的发展。雅迪、爱玛均在 2000 年前后诞生。
- 3) 存量竞争期（2014~2018 年）：电动两轮车逐渐出现产能过剩，产量在 2013 年达到阶段高点。此阶段产量有所回落，行业竞争加剧，行业开始推行产品高端化。价格定位较高的小牛、九号均在此阶段起步。
- 4) 二次发展期（2019 至今）：2019 年新国标正式发布，拉动产业再次扩容，产量自 2018 年的 3278 万台提升至 2022 年的 5904 万台，CAGR 近 16%。

图1：我国两轮电动车产量情况



资料来源：iFinD，中国自行车行业协会，东兴证券研究所

新国标对电动两轮车进行分类，出台拉动换新需求、提高生产门槛。新国标指《电动自行车安全技术规范》（GB 17761-2018）强制性国家标准，于 2019 年正式发布，根据车速、重量、电池等各方面对电动两轮车做了细致的分类与限制。新国标对机动车/非机动车进行了明确的区分；要求厂商进行 3C 认证，且电摩产品需要上工信部目录，抬高了生产侧的门槛。因此新国标的出台一方面带来了存量车的换新需求，驾驶执照与牌照资质要求提供了政策执行的抓手；另一方面提升了厂商准入难度，持续出清不规范小厂商。

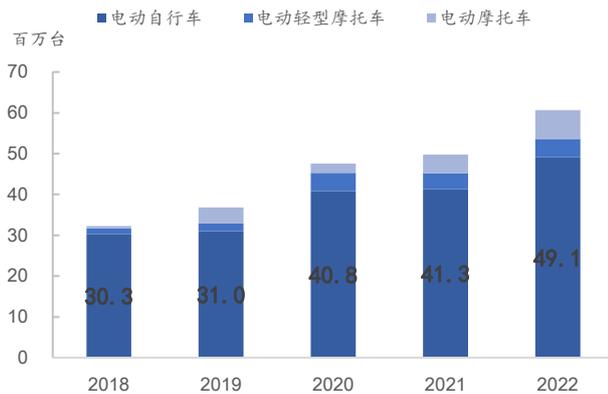
表1：新国标下电动两轮车的分类

	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
属性	非机动车	机动车	机动车
脚踏骑行能力	强制要求	无	无
最高车速	≤25km/h	≤50km/h	大于 50km/h
整车质量	不超过 55kg	可以超过 55kg	可以超过 55kg
电池电压	≤48V	无限制	无限制
生产资质	无	需要资质	需要资质
产品资质	3C 认证	3C 认证及工信部的目录公告	3C 认证及工信部的目录公告
骑行资质	无	摩托车驾驶执照	摩托车驾驶执照

资料来源：爱玛科技公告，东兴证券研究所

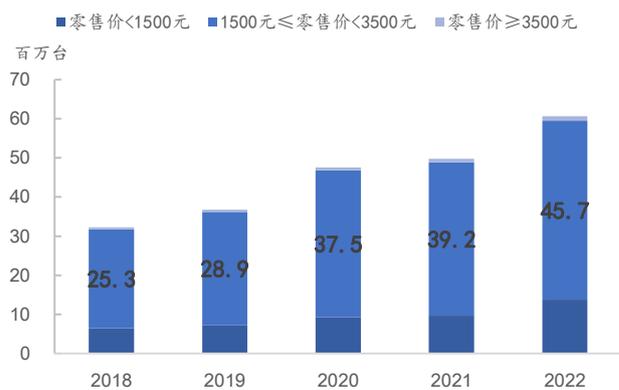
电动两轮车销量中，以中端价位的电动自行车为主。电动自行车归类于非机动车，购买时无需摩托车驾照，其主要用于短途通勤，贡献了电动两轮车绝大部分销量。而电动摩托车更偏向玩乐、运动属性，与电动自行车应用场景、主要生产厂商均有所不同，其销量提升主要受益电动化趋势。从价格看，1500 元到 3500 元是电动两轮车的主流终端价格带。近年来随着产品的下沉，低于 1500 元的低端车型销量占比有提升趋势；3500 元以上价位的产品主要为摩托车系列。

图2：按类别划分的销量



资料来源：绿源集团招股书，东兴证券研究所

图3：按价格带划分的销量



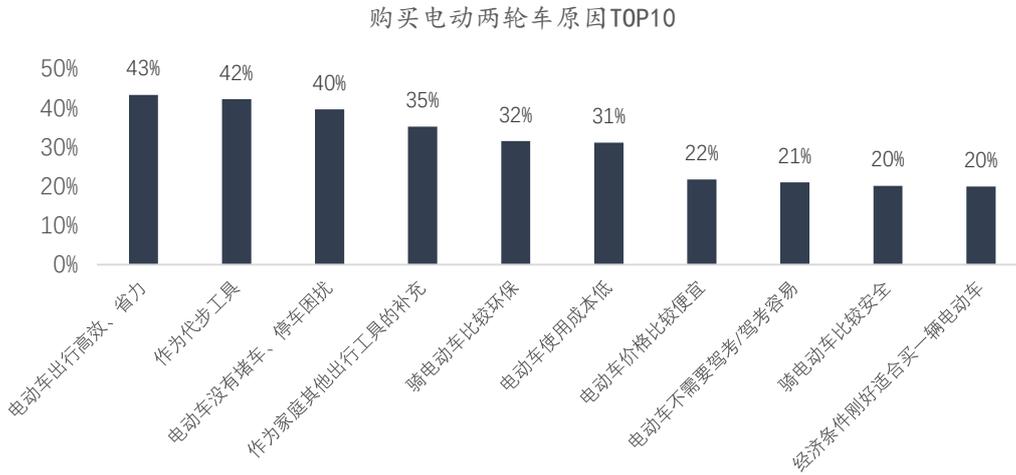
资料来源：绿源集团招股书，东兴证券研究所

2. 需求侧：以旧换新政策带来增量，东南亚市场开拓可期

2.1 C 端有刚需属性，新国标修订有望拉动置换需求

电动两轮车具有刚需属性。电动两轮车具备刚需属性。无论在公共交通网络密集度低的低线城市及乡镇，还是在公共交通发达但较为拥挤的高线城市，电动两轮车在便捷度和成本两方面均具备优势。电动两轮车相比于自行车，有动力辅助，省时省力；相比于燃油摩托车，能源成本较低且更加环保。其中电动自行车无需驾照，在短途交通领域难以被替代。

图4：车主购买电动两轮车原因调研（2024年）

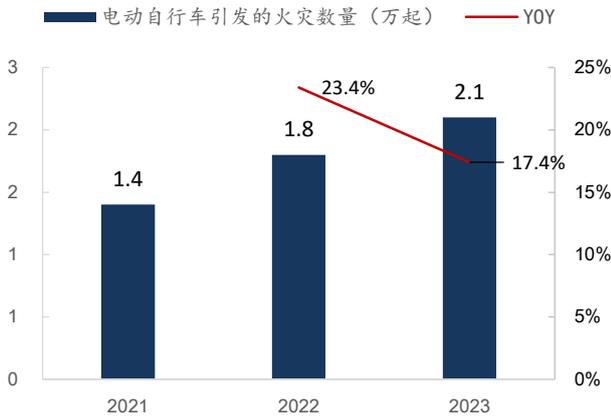


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

行业监管政策进一步趋严，产品标准再次抬高。2021-2023年因电动自行车引发的火灾数量逐年提升，2024年“2·23”南京火灾事故死伤情况严峻，引起国家高度重视。随后国务院牵头开展全国电动自行车安全隐患全链条整治行动，监管力度加强。2024年4月，工信部公开征集“新国标”修订项目的意见，后续多个行业子标准、规范密集发布/修订，产品标准再次提高，提高企业制造端要求。其中《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、智能制造和绿色制造、安全生产、劳动者权益保障、消费者权益保障七个方面提出要求，第一批符合规范的企业名单仅包括雅迪、爱玛、台铃、绿源4个品牌的6家工厂。

2024年9月《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》正式公开，主要变化包括：**1）**提升产品一致性和抽检合格率；**2）**铅蓄电池车重量要求由55公斤放宽至63公斤，且不再强制要求脚踏动力装置。**3）**增加车速篡改难度，包括增加部件间互认协同功能等；**4）**增加防火阻燃性能，新增塑料件占比指标；**5）**具备北斗定位和安全检测功能。更加严格的行业标准有望带来存量替换需求。

图5：因电动自行车引发的火灾数量逐年提升



资料来源：国家消防救援局，东兴证券研究所

图6：行业规范、标准、认证条例等在 2024 年密集发布

时间	相关政策发布
4月7日	《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准（新国标）修订计划项目公开征集意见
4月25日	《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》强制性国家标准发布
4月25日	《电动自行车用充电器安全技术要求》强制性国家标准第1号修改单(征求意见稿)发布
4月30日	印发《电动自行车行业规范条件》和《电动自行车行业规范公告管理办法》
5月30日	《电动自行车电气安全要求》强制性国家标准第1号修改单（征求意见稿）发布
6月25日	对电动自行车用锂离子蓄电池、电动自行车用充电器实施强制性产品认证管理

资料来源：工信部官网，中国政府网，东兴证券研究所

以旧换新政策出台，助力存量替换需求释放。2024年8月，商务部等五部门发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》，提出将电动自行车以旧换新纳入“2024消费促进年”活动安排，倡导地方政府予以一定补贴。监管趋严下，电动自行车以旧换新紧迫度提升，我们认为补贴方案是有力的政策抓手，有望持续推进，带来存量替换需求。此外，我们认为文件有两点重要内容：1)“鼓励享受补贴的消费者购买符合《电动自行车行业规范条件》企业生产的合格新车”。第一批白名单仅有4家头部企业（雅迪、爱玛、台铃、绿源），白名单企业将受益补贴带动的增量。2)“对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，可适当加大补贴力度”。政策对铅酸电池的支持态度明显，推测安全是主要考量因素。存量的锂电自行车均存在潜在替换需求。锂电车近年占比约20%，产品替换有望支撑未来行业需求。

图7：铅酸电池与锂电池对比

	优点	缺点
铅酸蓄电池	成本低 基本可实现回收 大电流放电性能好 高低温放电性能好	重量大 充电时间长 循环寿命相对低 存在排放污染
锂离子电池	重量轻 比能量高 循环寿命长 无记忆效应	成本高 安全性能较差 大电流放电性能差

资料来源：爱玛科技公告，东兴证券研究所

图8：锂电电动车产量占比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

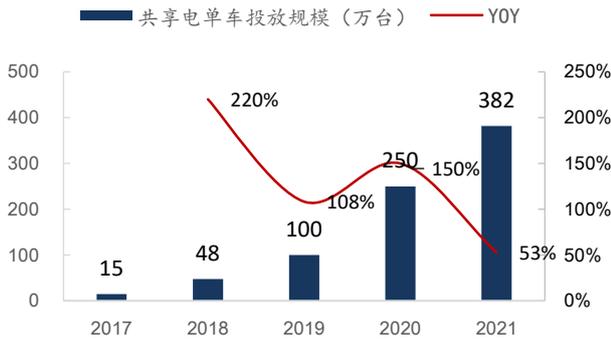
2.2 B 端需求预计保持稳健增长

共享电单车投放量预计稳中有增，对 C 端需求影响不大。共享电单车自 2017 年起快速覆盖市场，截至 2021 年投放量迅速提高。根据艾瑞咨询统计，2022 年共享电单车用户画像中二线及以下城市（及乡镇地区）占比

54.8%，主要因一线城市暂不支持共享电单车的发展。我们推测共享电单车主要在中小城市稳步拓展，中国城市公共交通协会数据显示，截至 24 年中共享电单车投放数量超 1500 万辆，我们推测年投放量在 400 万台左右。2024 年因对电动自行车监管趋严，一线城市开始试点共享电单车运营，如北京在经开区的试点，将带来部分投放量。我们认为共享车的投放对 C 端销量影响有限，主要因共享车数量有限，多为偶发出行使用，与通勤用车的需求场景重叠度不高。

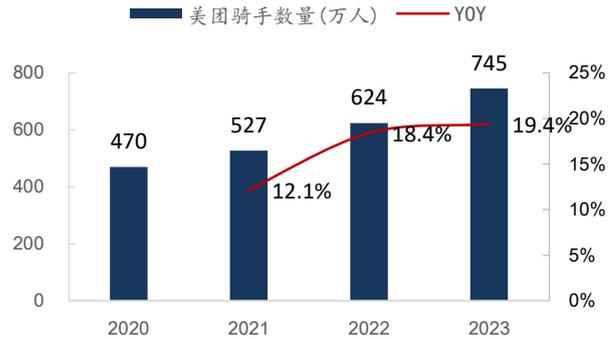
外卖用电动两轮车预计保持增长。近年来外卖配送发展迅速，美团骑手数量近年来保持双位数增速水平，2023 年已达 745 万，此外饿了么平台也公布 2022 年 5 月至 2023 年 9 月期间活跃骑手超过 400 万。骑手一般需要自买或租用电单车，考虑到自买性价比高且电单车单价较低，推测骑手以自买为主。外卖骑手用车频率高，更换频次快，假设更新频次在 1.5-2 年，估算 23 年需求量在 700 万台左右。外卖有从餐饮向多元化品类拓展的趋势，包括蔬果、日用品、同城速递等，叠加骑手具备容纳就业的功能，我们预计外卖骑手将保持增长，带来更多电动两轮车销量。

图9：共享电单车 2021 年前快速投放



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图10：美团骑手数量近年保持增长

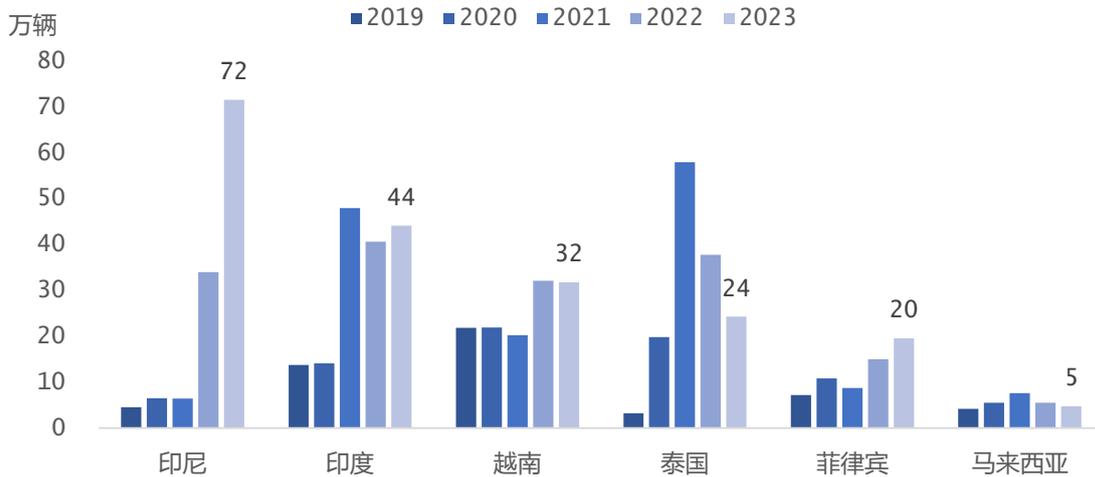


资料来源：《2023 年度美团骑手权益保障社会责任报告》-美团，东兴证券研究所

2.3 东南亚出口市场广阔

东南亚是我国电动两轮车出口主要市场。根据绿源招股书数据，2022 年除中国内地外全球电动两轮车的销量是 1970 万台，其中欧洲/东盟/印度/美国销量分别为 790/690/80/70 万辆。其中欧美市场主要由电助力自行车主导，产品与我国企业核心产品有所不同，我国主要出口市场主要为东盟、印度。根据海关总署统计，印尼、印度、越南等是我国主要出口国家。

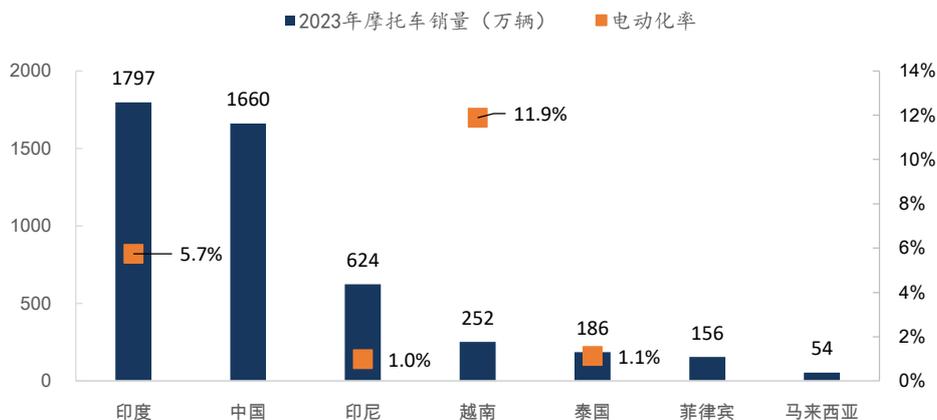
图11：我国电动两轮车出口分国家情况



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

新兴市场摩托车普及率高，电动化率低，油改电空间广阔。东南亚、印度等市场人口密集，且人均收入较低，摩托车是刚需产品。印度是全球最大的摩托车市场之一，年销量近 1800 万，与我国体量相同。根据 ASEANstats 数据，东南亚摩托车保有量在 2.5 亿左右，年销量 1470 万辆，亦有较大的规模。但从电动车渗透率来看，各国均处于低位，除越南在 10% 左右，其余各国均在 5% 及以下，电动两轮车渗透率提升空间巨大。

图12：各国摩托车销量及电动化率



资料来源：MARKLINES，中国商务部官网，东兴证券研究所

注：电动化率=电动摩托车销量÷摩托车销量

各国出台推广电动两轮车政策，将助力电动化率提升。印度及东南亚各国政府纷纷推出推广电动两轮车的相关政策，包括补贴、禁摩令等。随着电池、电机技术的发展，电动两轮车在续航、速度等性能上已能媲美燃油车。考虑到新兴市场人均收入较低，两轮车应用场景多为日常通勤。电动车有更低的能源成本，在通勤应用上更具优势，叠加各类补贴政策的出台，电动车将有更高的性价比，我们看好新兴市场电动化率的持续提升，未来预计有千万辆级空间。

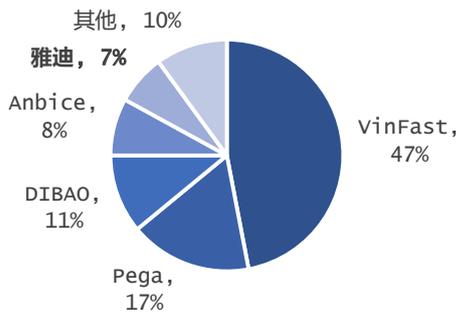
表2：各国电动两轮车鼓励政策

推广电动两轮车最新政策	
印度	2024年3月，EMPS 出台，对电动摩托车等进行补贴，补贴最高额为出货前定价的 15%
印尼	2023年3月起，购买零部件本土采购率达 40%以上的电动摩托车，或将燃油车改装为电动摩托车，每辆车可获得 700 万印尼盾补贴；12月印尼能矿部宣布，电动摩托改装的政府补贴，将从原来的 700 万印尼盾增加到 1000 万印尼盾（折合约 4600RMB）
越南	河内、胡志明市、海防、岘港和芹苴 5 个大城市自 2030 年后在部分辖区郡停止或限制使用摩托车
泰国	对零售价不超过 15 万泰铢的电动摩托车单车补贴 1.8 万泰铢（折合约 3800RMB）
菲律宾	2023 年起，在未来五年内给予电动摩托车、电动两轮车及其零部件进口关税减免
马来西亚	年收入 12 万令吉及以下的人士，在购买电动摩托车可享受有 2400 令吉（折合约 4000RMB）的政府补贴

资料来源：商务部，澎湃新闻，MARKLINES，东兴证券研究所

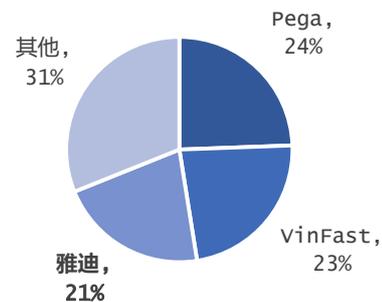
国内厂商积极出海，产品竞争力较强。印度电动两轮车市场规模大，但供给也较为充足，市场主要被本土企业瓜分。东南亚相对来说是更有潜力的出海市场，其中越南和印尼是国内厂商重点发力的方向。雅迪在东南亚已布局了数百家门店，越南有一座工厂投产，另外越南二厂及印尼工厂建设中。雅迪在越南市场已建立竞争优势：2020年在越南份额仅为 7%，根据 MARKLINES 统计，2023 年雅迪销量占比已达到 21%，份额提升明显。爱玛、新日等厂商在海外的收入规模尚低，在积极建设海外产能与渠道布局。东南亚电动两轮车销售价格远高于国内，我们看好我国头部厂商凭借产品设计、成本控制及规模优势持续开拓当地市场，享受电动化率提升带来的增量。

图13：2020年越南电动两轮车份额



资料来源：ICCT，东兴证券研究所

图14：2023年越南电动两轮车销量

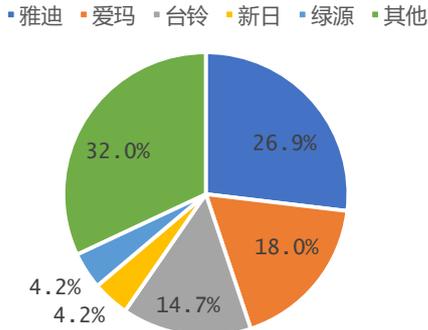


资料来源：MARKLINES，东兴证券研究所

3. 供给侧：龙头优势明显，格局进一步优化可期

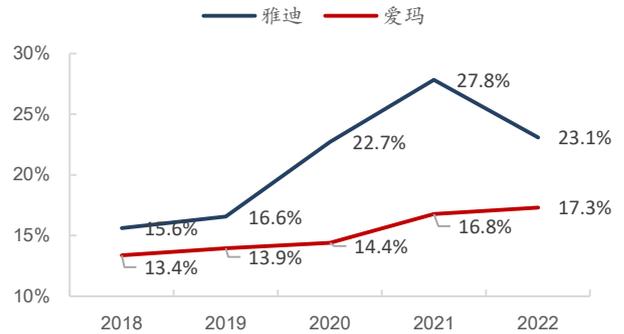
电动两轮车行业已有较高集中度。电动两轮车行业 2022 年 CR3 已达到 59.6%。前两名雅迪、爱玛为上市企业，合计市占率超 40%。我们测算了两家公司的销量份额，2020 年后提升明显，两家均把握住了行业二次扩容的机遇。雅迪 2022 年份额有所下降，但 2023 年其销量增长 18%，我们推测其份额回升。

图15：2022年国内电动两轮车销售额格局



资料来源：绿源集团招股书，东兴证券研究所

图16：爱玛、雅迪近年来销量份额呈上升趋势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：根据爱玛、雅迪年报中的销量测算

3.1 龙头企业已建立规模优势

雅迪、爱玛电动两轮车规模显著领先同业。三家各企业自2020年以来电动两轮车业务均有增长，其中雅迪、爱玛、九号增速较高。雅迪、爱玛至2023年销量已过千万，收入在200亿元以上，规模领先明显。九号公司原主业为电动平衡车、滑板车等，2020年把握新国标机遇，拓展电动两轮车业务，发力高端市场，实现较快的发展。

表3：各家上市公司的电动两轮车业务的销量及收入

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
销量 (万辆)	雅迪控股	504	609	1080	1386	1401	1652
	爱玛科技	432	513	686	835	1051	1029
	新日股份	164	170	254	228	257	222
	绿源集团	-	-	147	195	242	276
	九号公司	0	0	11	44	86	147
收入 (亿元)	雅迪控股	99	120	194	270	304	345
	爱玛科技	78	96	118	139	193	187
	新日股份	21	21	32	30	34	29
	绿源集团	-	-	20	26	34	37
	九号公司	0	0	4	13	27	42

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

龙头产品价格先降后升。行业在2020年刚起量时，雅迪、爱玛通过降低出货价大幅提升销量，增速领跑行业，奠定行业龙头地位。2022年后两家龙头出货价均有回升，实现量价齐升。从出货价看，九号公司价格定位较高，雅迪、爱玛相对中等，新日、绿源定价较低，我们认为两家龙头企业价格带较宽。

表4：各家上市公司的电动两轮车平均价格

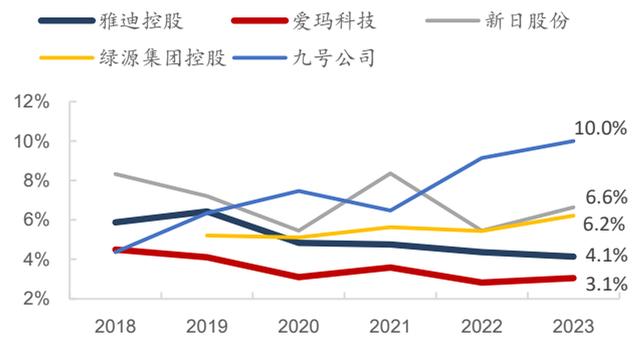
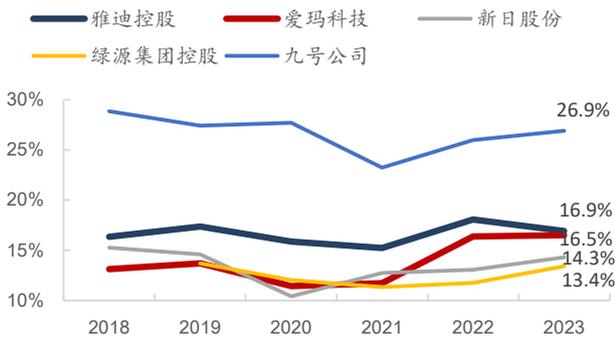
		2018	2019	2020	2021	2022	2023
单价 (元/辆)	雅迪控股	1968	1964	1792	1945	2170	2091
	爱玛科技	1816	1865	1714	1668	1835	1813
	新日股份	1298	1249	1275	1317	1332	1311
	绿源集团	-	-	1345	1338	1421	1349
	九号公司	0	0	3779	3001	3087	2876

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

龙头企业具备规模优势，利润率领先。雅迪、爱玛在 2022 年将产品价格回升后，利润率明显提升，毛利率、销售费用率均有向好，净利率分别为 7.6%、8.9%，高于同业 2-6pct。同业中九号公司因产品定位中高端，呈现出毛利率与销售费用率双高的特点，净利率略低于龙头。2022 年后份额的提升使得龙头盈利能力再上台阶，规模优势的显现是主要原因，体现在：1) 对上游较强的议价能力；2) 销售费用得到更大的分摊；3) 更高的产能利用率。领先的盈利能力将助力龙头在产品价格竞争上，持续保持优势。

图17：雅迪、爱玛毛利率领先

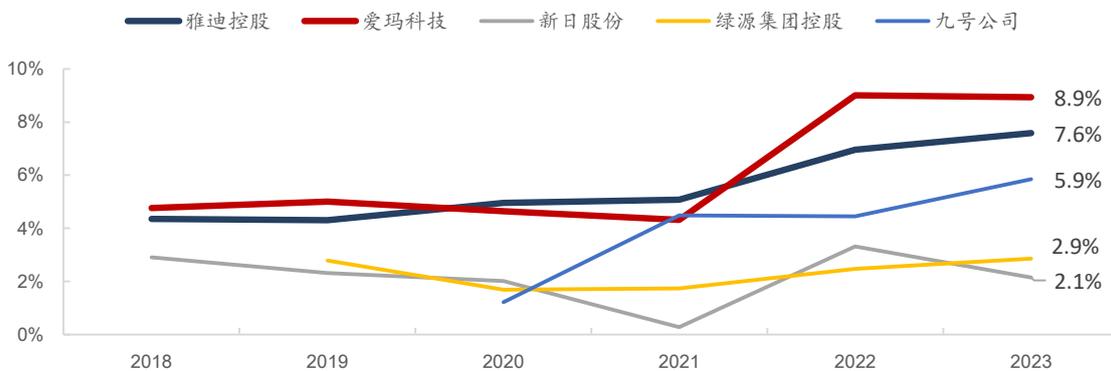
图18：雅迪、爱玛销售费用率较低



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：雅迪、爱玛归母净利率领先同业

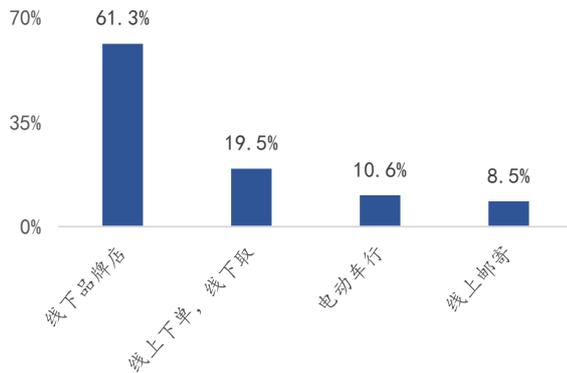


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

线下是电动两轮车主要销售渠道，龙头企业布局领先。电动两轮车有较强的体验属性，线下仍是主要的销售渠道。根据艾瑞咨询的调研：线下渠道销售占比超 70%，其中大部分通过品牌旗舰/专卖店销售；即使线上下单，多数选择线下自取。渠道的扩张也是龙头企业份额提升的重要动力，2023 年雅迪/爱玛分别有 4 万家

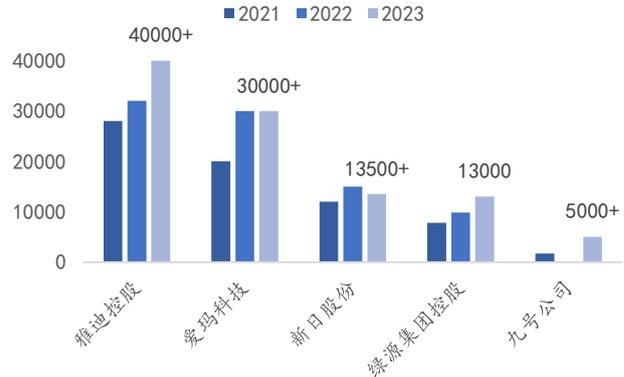
13 万家以上的门店，显著多于同业。门店数量的领先不仅带来更大的产品覆盖范围，也通过门头品牌的露出强化了广告效应。另外根据估算，雅迪、爱玛的店均销售额也高于定位相同的同业，经销商实力更强。

图20：电动两轮车购买方式调研（2024 年）



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图21：头部企业门店数量领先



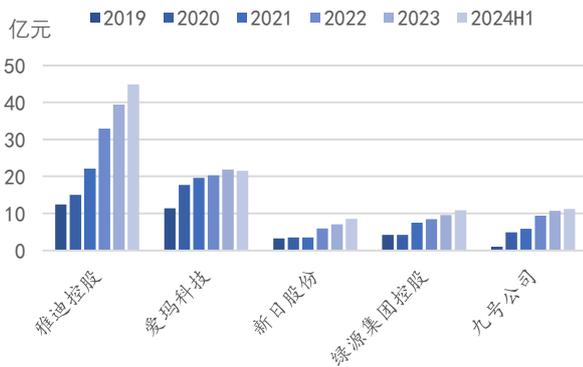
资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

注：部分公司仅披露大致门店数量

3.2 格局展望：龙头继续扩产，小厂加快出清

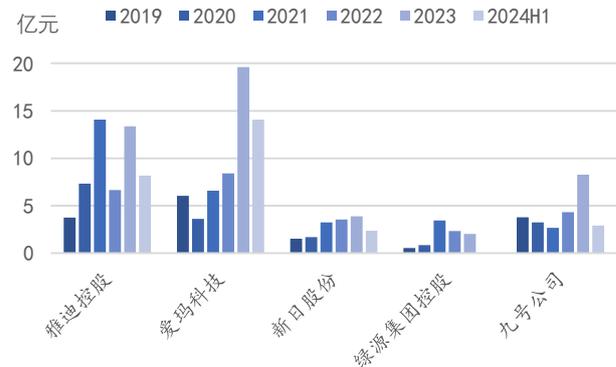
龙头企业继续扩产，市占率有望提升。2020 年以来随着行业的发展，各企业均进行了扩产，固定资产迅速提升。产能的扩张助力龙头企业把握住行业增量。2023 年以来，雅迪、爱玛继续大力扩张，资本开支水平远超同业。雅迪在过往数年产能扩张迅猛，而爱玛扩产相对温和，而进入 2023 年以来爱玛资本开支金额大幅提升，开始发力扩产。龙头企业雅迪、爱玛已建立规模优势，继续扩产有望进一步扩展份额。

图22：各公司 2020 年以来固定资产均有显著增加



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

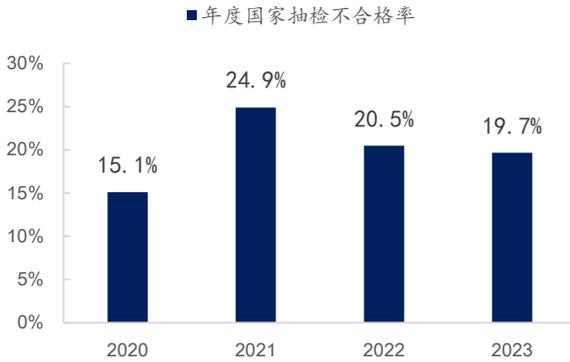
图23：雅迪、爱玛的资本开支水平较高



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

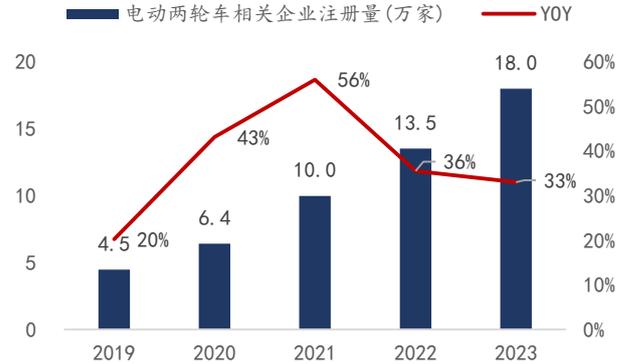
生产标准更加严格，行业有望得出清。“2·23”南京火灾事故后，电动两轮车行业监管迅速强化，新国标修订版、各类子标准密集发布，且执法力度预计加强。监管强化抬高了行业经营门槛，或将加速行业整合，推动行业格局优化。历年国检的不合格率均在 20% 左右，多数企业仍有改进空间。第一批“白名单”仅有雅迪、爱玛等四家企业，头部企业生产规范性得到认可。2020 年以来随电动两轮车行业发展，相关企业注册量也大幅增加，我们推测其中包含大量小型厂商，监管强化下预计行业加速出清，利好头部玩家。

图24：年度国家抽检不合格率



资料来源：中国政府网，东兴证券研究所

图25：近年来电动两轮车相关企业数量快速增加



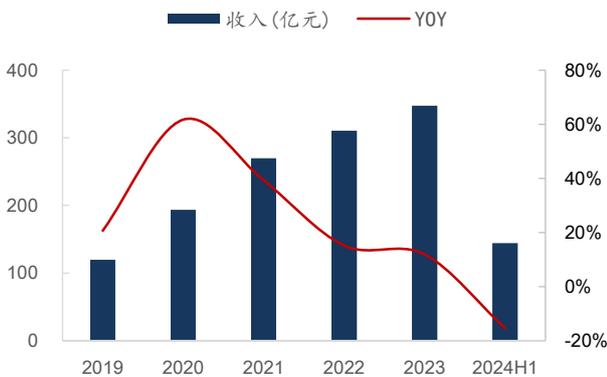
资料来源：企查查，东兴证券研究所

4. 行业上市公司情况

4.1 雅迪控股：行业份额第一，出海进度领先

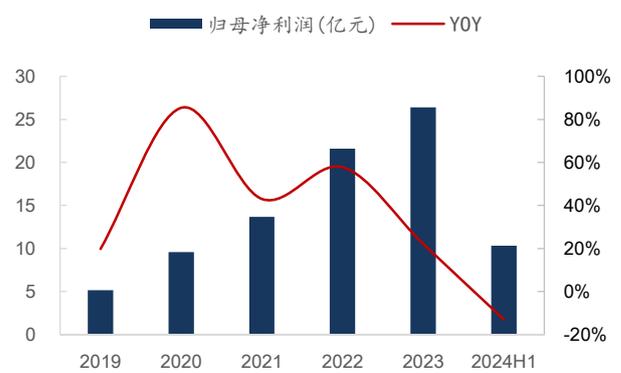
行业龙头，优势显著。雅迪在 2020 年积极扩产，充分把握住行业增长机会，近年来快速增长，成为全球最大的电动两轮车制造商。公司有领先的一体化布局，核心零部件均具备自产能力。公司门店 4 万多家，领跑行业，同时店均提货额亦保持领先，公司具备强大的渠道运营能力，掌握了业内最优秀的经销商资源。另外，公司探索海外较早，已在越南、印尼等地获取较高的份额，并有充分的产能。2024 上半年公司业绩有所承压，主要因行业监管趋严下需求转弱及经销商去库存。公司优势显著，有望持续享受国内存量替换需求的增长及东南亚市场的扩张。

图26：雅迪控股收入变化情况



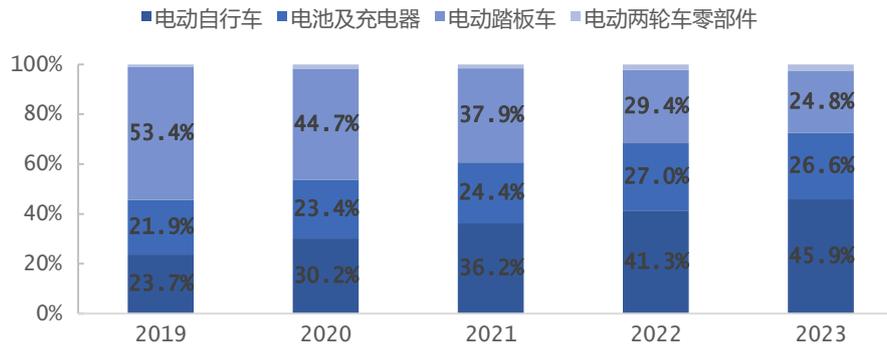
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图27：雅迪控股净利润变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图28：雅迪控股收入拆分



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 爱玛科技：业绩稳健，管理层展望积极

业绩持续增长，积极扩张。公司在近年行业扩张中，同样实现较高的收入增长。2022 年公司提高产品出货价，利润端增长迅猛。2024 上半年，在行业的需求压力下，公司收入利润依然保持增长，我们推测得益于公司的进一步扩张。2023 年以来公司保持高水平的资本开支，且制定了股权激励计划，设置 2024 年收入或归母净利润同比增长 20% 的目标，展现出公司发展的信心。公司仍有较大的发展空间：对比龙头有较大的拓店空间，高端产品尚待发力，东南亚市场发力有望带来增量。

图29：爱玛科技收入变化情况



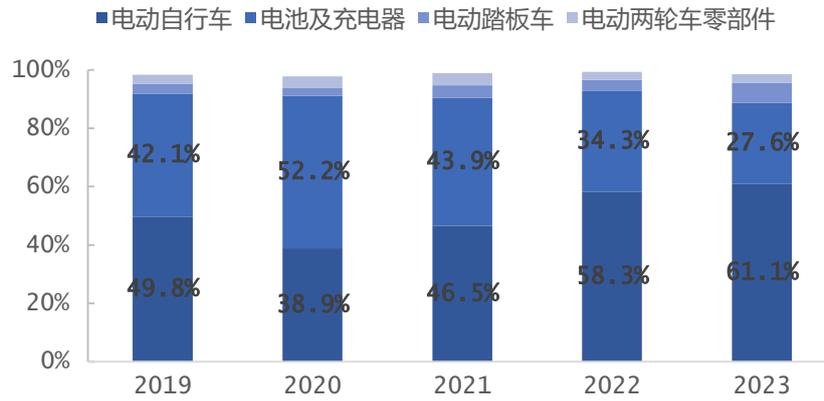
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图30：爱玛科技净利润变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图31：爱玛科技收入拆分



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

行业需求不及预期、价格竞争超预期。

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526