

轻工制造

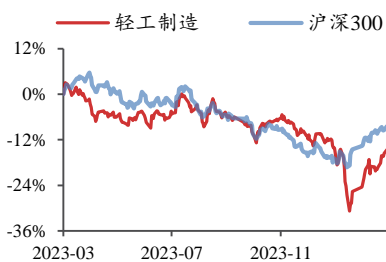
2024年03月19日

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

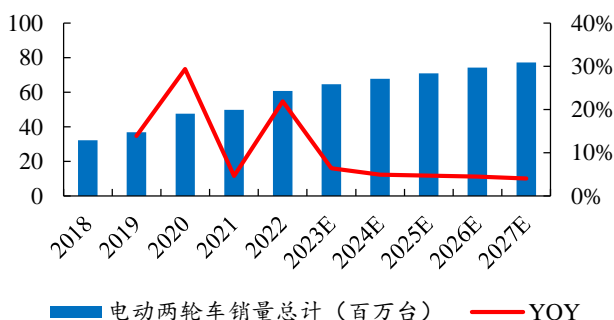
图 26: 各个车企持续进行网点扩张 (单位: 万)	19
图 27: 九号 2022 年单店收入已达行业相对较高水平 (单位: 万元)	19
图 28: 极钠 1 号钠电池具有超耐低温特性	20
图 29: 极钠 1 号钠电池具有超高倍率	20
图 30: 雅迪率先进入海外市场、具有先发优势	21
图 31: 爱玛追星音乐节口碑、热度高涨	22
图 32: 爱玛线下嘉年华热度火热	22
图 33: 截至 2024.3.18 爱玛小红书笔记数达 23 万+条 (单位: 万条)	24
图 34: 爱玛 2023-2025 年渠道开拓规划以下沉市场为主 (单位: 家)	24
图 35: 九号公司掌握自平衡控制、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

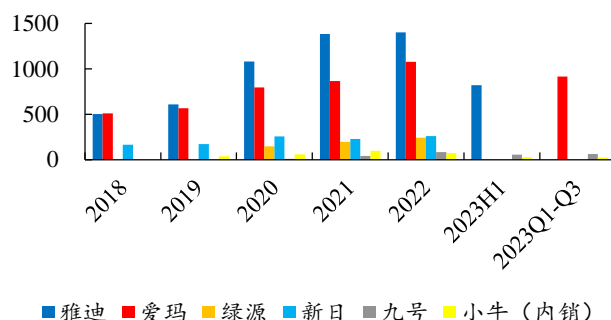
复盘我国 2023 年电动两轮车行业内销总体情况，我们预计整体将符合我们年初对行业判断——行业销量并未因为高基数出现明显下滑，2020 年行业增速因新国标推出明显拔高，预计 2023 年及以后行业总量增长将恢复稳态，以自然换新为主要拉动，即时配送、国内共享骑行等为行业潜在增长点。代表公司方面，头部企业雅迪及爱玛增速仍持续高于行业整体水平，雅迪 2023H1 销量为 821 万台，同比增长 34%；爱玛科技 2023Q1-Q3 预计实现销量约 916 万辆。

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：

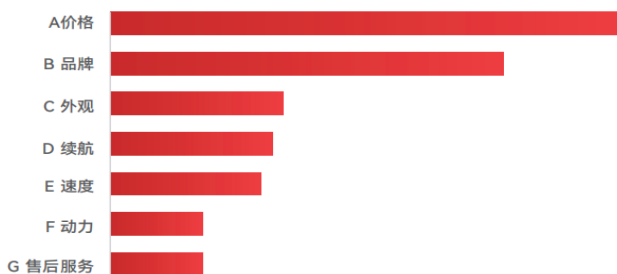
■ 影响因素一：价格仍对销量产生重要影响，中高端市场销售并未出现疲软

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

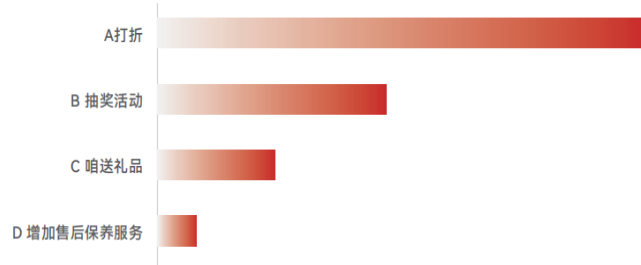
用户的价格偏好走向多元，价格接受程度高的外卖骑手、追求时尚个性化用户等群体消费需求新起。因此，我们不可简单定义行业整体需求价格弹性，需拆分价位段及目标用户群体讨论。

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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/876005243050010103>