

电动两轮车行业深度研究报告

电动两轮车三问三答：国内空间、竞争格局、海外市场？

我们长期跟踪电动两轮车行业，本文主要回答市场关注较多的三大问题：

①国内年销量到底多少万辆？②单车 ASP、竞争格局如何演化？③海外市场是否能打开行业天花板？

□ 行业空间到底怎么看？

从保有量出发测算，年需求 5500-6600 万辆：考虑到历史上销量数据曾在 2013 年见顶，新高突破则是新国标推行后的 2020 年，对于新国标的影 响我们认为更多的是使得集中度提升从而带动统计数据提升，**行业销量的增长并不是新国标替换的短期逻辑。**并且通过对保有量和对历史的复盘，在较为中性的预测下 2021 年行业的保有量约为 2.7-3.3 亿辆，考虑电动两轮车替换周期约 5 年，对应实际的电动两轮车年需求约为 5500-6600 万辆。

□ 新国标后，行业格局发生了什么变化？

在新国标后集中度快速提升：新国标对供给侧限制增强，2019 年开始实施，叠加 2020 年疫情对于小厂家现金流的打击，行业集中度快速提升，2020 年 CR2 份额较 2019 年提升了 11%。

原材料价格飞涨进一步出清：钢、铝等大宗原材料约占成本的一半，从 2020Q4 起快速上涨，我们测算单车成本 2021H1 较 2020H1 上涨了约 238 元，而以雅迪为例单车 ASP 仅提升了 33 元，而当时行业龙头单车净利仅约 100 元，使得小厂盈利受压制进一步出清。

两轮车新势力带动 ASP 提升：小牛于 2017 年、九号于 2020 年产品销量突破 10 万，新势力玩家证明了中高端车型起量和盈利的可能性，在其带动下行业研发投入加大，更具设计感和智能化程度的车型成为主流，整体 ASP 提升。

□ 2023 年往后，行业销量的天花板？

海外摩托车有较大的市场空间：海外摩托车年需求量约为 4000 万辆，而电动化率不足 5%。

国内企业已经出海，带动全球摩托车电动化：国内企业已经开始布局海外市场，如雅迪越南工厂在 2022 年投产，并同步开拓印度尼西亚、泰国等市场，小牛出口欧洲、美国形成较强品牌力，国内企业纷纷出海，年需求 4000 万辆假设全部实现油电切换，等于再造一个国内电动两轮车市场。

□ 相关标的：我们预计行业集中度进一步提升，龙头盈利能力仍在上升通道，产品力强的新势力也有较大增长空间，建议关注【雅迪控股】、【爱玛科技】、【九号公司】、【小牛电动】、【绿源集团控股】、【新日股份】。

□ 风险提示：价格战风险，出海贸易风险、原材料大幅上涨风险。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：黄麟

邮箱：huanglin1@hcyjs.com

执业编号：S0360522080001

证券分析师：何家金

邮箱：hejiajin@hcyjs.com

执业编号：S0360523010001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	288	0.04
总市值(亿元)	60,088.84	6.39
流通市值(亿元)	48,973.99	6.84

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.6%	-6.3%	-11.6%
相对表现	-4.8%	-10.8%	-6.3%



相关研究报告

《电力设备及新能源行业跟踪报告：第 368 批公告点评：比亚迪护卫舰 07 搭载超级混动技术，理想 L7 智能旗舰五座 SUV》

2023-03-23

《电动车行业周报（20230313-20230319）：2 月动力电池装车量大幅回暖，3 月多省市发布充电基础设施发展政策》

2023-03-20

《光伏行业周报（20220313-20220319）：欧洲《净零工业法案》影响或有限，美国储能市场有望改善》

2023-03-19

投资主题

报告亮点

本文就电动两轮车行业未来发展，从行业空间、竞争格局、渗透情况三个角度进行分析。本文先以新国标政策的颁布与实施作为行业拐点，探讨了由于新国标所导致的出清，国内电动两轮车行业在市场规模以及集中度上迎来提升，国内电动两轮车行业因此进入了高质量发展阶段。而后分析了2019年以来“新国标+原材料上涨”两次出清，对于国内电动两轮车行业竞争格局的影响，市场集中度进一步提升，龙头企业提升产品设计，市场整体ASP提升。最后分析了海外市场，东南亚作为摩托车需求除中国外最大的地区，各地近年来陆续颁布、落实了两轮车油改电计划，中国电动两轮车厂商有望因此受益。

投资逻辑

电动两轮车行业的投资逻辑主要概括为市场潜力与格局优化。市场潜力：国内市场方面，新国标规范了电动两轮车行业，行业整体口碑得到提升，更多消费者由于对行业信任度的提升改变了原先的出行习惯，因此整体市场规模天花板提高；海外市场方面，东南亚各地区推出相关政策，摩托车“油转电”在即，其整体规模不弱于国内市场，国内企业凭借规模优势与技术优势有望占据一席之地。格局优化：行业集中度提高带来的格局优化使得头部企业首先获利，市占率快速提升带来的营收与盈利能力不断提升。龙头企业获得的规模效应显现，降本增利的同时可以增加研发投入，通过提高电池续航里程、减少充电时间、增强安全性与智能化提升产品性能与品质，从而推动整个电动两轮车行业发展与普及。

目 录

一、行业空间到底怎么看？	6
（一）电动两轮车行业历史是如何演进的？.....	6
（二）什么因素影响两轮车行业数据在 2013 年见顶？	6
（三）行业天花板是否只有 5000 万辆？	7
二、新国标后，行业格局发生了什么变化？	8
（一）两轮车格局发生了什么变化？	8
（二）两轮车成本发生了什么变化？	9
（三）两轮车价格发生了什么变化？	9
（四）格局大幅度出清，龙头强化	10
三、2023 年后，销量是否达到天花板？	11
（一）海外摩托车市场潜力有多大？	11
（二）海外摩托车市场结构如何？	11
（三）摩托车电动化的优势在哪？	12
（四）东南亚-摩托车油改电有较大空间	12
四、相关标的信息	13
（一）重要指标对比	13
（二）相关标的	15
五、风险提示	18

图表目录

图表 1	国内电动两轮车销量	6
图表 2	1970-2021 年中国城镇化率变化	7
图表 3	摩托车与电动两轮车产量合计	7
图表 4	2002-2021 年全国公交客运总量	7
图表 5	2006-2022 年全国轨道交通运营里程	7
图表 6	新国标对电动两轮车分类	8
图表 7	2013 年以来两轮车企业数量变化	8
图表 8	通过天能、超威两轮车电池销量测算电动两轮车全国保有量及销量	8
图表 9	2016-2021 年电动两轮车 CR2 市占率变化	9
图表 10	2016 年电动两轮车市占率格局	9
图表 11	2020-2022H1 原材料涨价造成的成本变动	9
图表 12	2020-2022H1 螺纹钢、铝价格变化	9
图表 13	2017-2021 年小牛、九号销量	10
图表 14	小牛、九号、爱玛公司各系产品外观图	10
图表 15	2016-2022 年电动两轮车市场推演	10
图表 16	2017-2021 年海外摩托车产量	11
图表 17	2021 年海外摩托车销量分布	11
图表 18	按气缸尺寸划分的全球摩托车产量	11
图表 19	按气缸尺寸划分的主流品牌售价范围	11
图表 20	电动两轮车与非电动两轮车对比	12
图表 21	电摩相较于燃油摩托车的优点	12
图表 22	2016-2021 年东南亚地区摩托车产量 (万辆)	13
图表 23	东南亚地区减排政策梳理	13
图表 24	2019-2022H1 各公司营收对比 (亿元)	14
图表 25	2019-2022H1 各公司净利润对比 (亿元)	14
图表 26	2019-2022H1 各公司两轮车总销量 (万辆)	14
图表 27	2019-2022H1 各公司两轮车单价对比 (元)	14
图表 28	2019-2022H1 各公司单车毛利对比 (元)	15
图表 29	2019-2022H1 各公司单车净利对比 (元)	15
图表 30	雅迪控股 2021 年收入结构(亿元)	15
图表 31	雅迪控股 2019-2022H1 经营业绩	15
图表 32	爱玛科技 2021 年收入结构(亿元)	16
图表 33	爱玛科技 2019-2022H1 经营业绩	16

图表 34	新日股份 2021 年收入结构(亿元).....	16
图表 35	新日股份 2019-2022H1 经营业绩	16
图表 36	小牛电动 2022 年收入结构(亿元).....	17
图表 37	小牛电动 2019-2022H1 经营业绩	17
图表 38	绿源集团控股 2022H1 收入结构(亿元).....	17
图表 39	绿源集团控股 2019-2022H1 经营业绩	17
图表 40	九号公司 2022H1 收入结构(亿元).....	18
图表 41	九号公司 2019-2022H1 经营业绩	18

一、行业空间到底怎么看？

（一）电动两轮车行业历史是如何演进的？

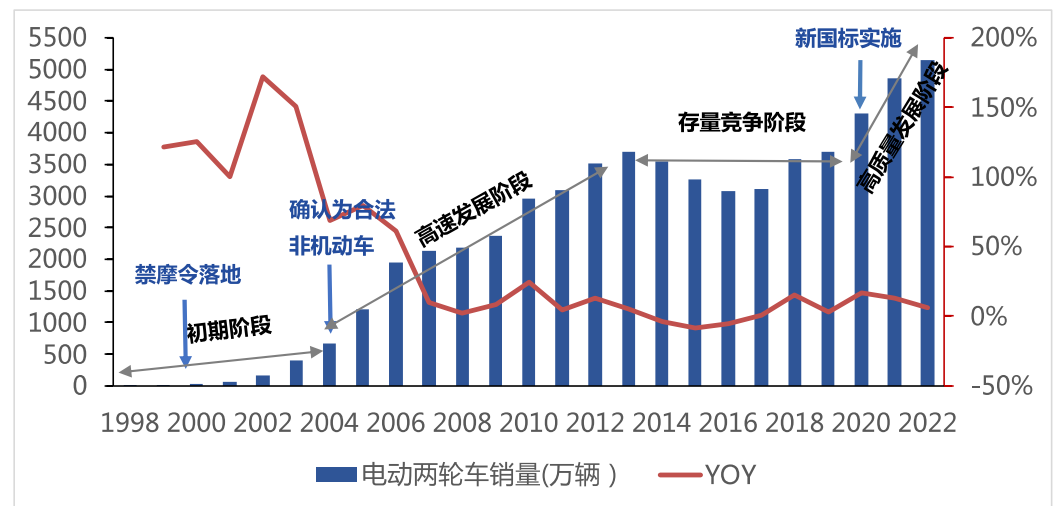
初期阶段（1998~2004）：从清华大学研制第一辆轻型电动车面世，到市场需求量为 500 万辆左右。

高速发展（2004~2013）：《中华人民共和国道路交通安全法》首次将电动自行车确定为非机动车合法车型

存量竞争（2013~2019）：中国成为世界上电动自行车最大的生产、消费和出口国，国内厂商竞争激烈。

高质量发展（2019~）：《新国标》实施，小厂出清，市场集中度大幅提高导致盈利能力提升，进军海外。

图表 1 国内电动两轮车销量

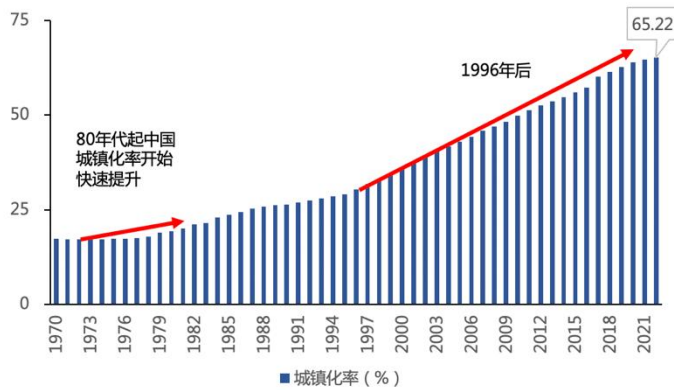


资料来源：前瞻经济学人，Wind，雅迪控股公司公告，华创证券

（二）什么因素影响两轮车行业数据在 2013 年见顶？

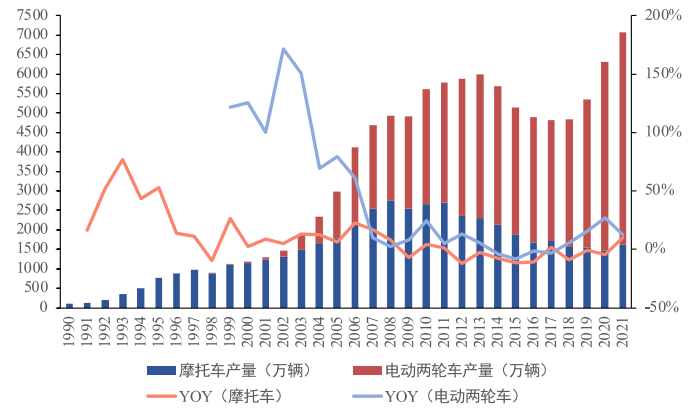
城镇化在初期推动了两轮代步，但产销量数据在 2013 年见顶。80 年代起中国城镇化率开始快速提升，此后代步动力两轮的需求因其经济便捷的优势持续增长。1990-2010 年，动力两轮出行方式（摩托车+电动两轮车）的需求保持良好增长态势，同时由于 21 世纪初期各地颁布的禁摩令，电动两轮车开始进入高速发展时期。而到 2013 年合计产量达到了行业发展的第一个高峰 6000 万台。从增速角度看，2010 年后，中国城镇化率仍保持稳定的增长，但摩托车与电动两轮车的合计总产量却趋于停滞。

图表 2 1970-2021 年中国城镇化率变化



资料来源: Wind, 华创证券

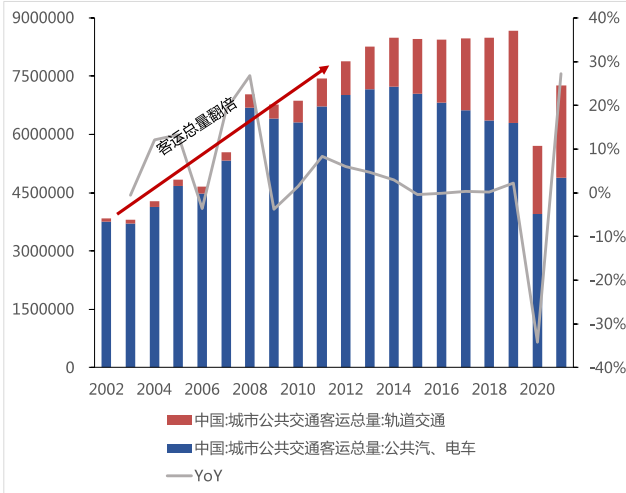
图表 3 摩托车与电动两轮车产量合计



资料来源: 中国摩托车商会, Wind, 华创证券

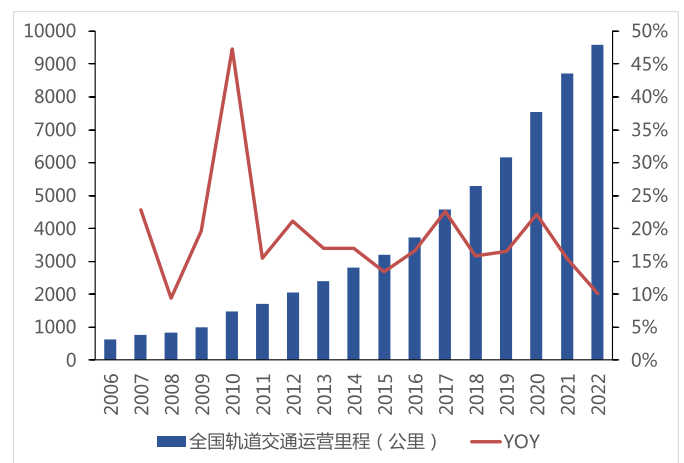
导致电动两轮车行业产销量数据在 2013 年见顶原因: 公共交通的快速发展使得两轮车需求增速停滞。2003 年~2013 年间, 北上广深公交客运总量翻倍, 总人口增加了 40%, 同时在 2009 年之后城市内的轨道交通快速发展, 公共交通与两轮车在某种程度上有跷跷板效应, 加之新国标之前, 行业格局较为混乱。2019 年之前行业内部“鱼龙混杂”, 龙头公司份额并未提升, 行业进入存量竞争时期。

图表 4 2002-2021 年全国公交客运总量 (万人次)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 2006-2022 年全国轨道交通运营里程



资料来源: Wind, 华创证券

(三) 行业天花板是否只有 5000 万辆?

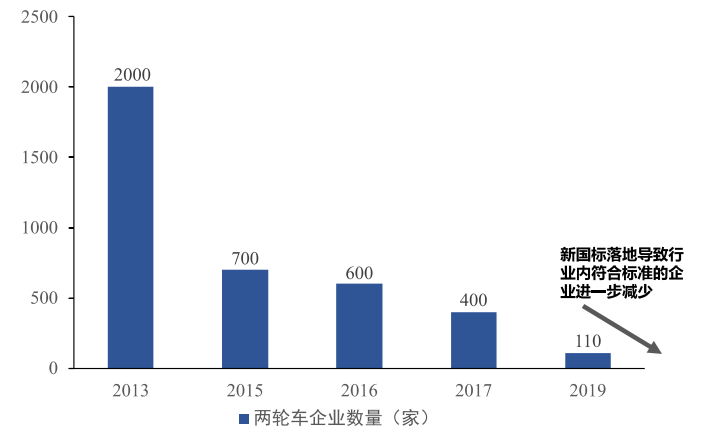
新国标使得行业出清, 2019 年以来行业数据的增长主要系规模化以上企业份额提升, 而非新国标替换的短期逻辑。新国标《电动自行车安全技术规范》于 2018 年 5 月 15 日颁布, 2019 年 4 月 15 日实施。虽然各地都推出了自己的截止日期, 计划在日期后不允许非新国标车辆上路, 但实际上严格执行的仅有北京、中山等城市, 部分城市考虑到民生问题过渡期有所延长, 暂未真正卡点推行。新国标最主要的影响在于对电动两轮车分类明晰的同时强制 3C 认证, 同时强制毛利率更高的电摩类产品上工信部目录, 具有生产资质和产品资质的头部企业则受益不断提升份额, 出清后行业能被统计到的销售总量提升, 行业进入高质量发展阶段。

图表 6 新国标对电动两轮车分类

分类	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
外观			
产品属性	非机动车	机动车	机动车
脚踏骑行	必须具有	不具有	不具有
产品管理	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
标准	《电动自行车安全技术规范》强制性标准	《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准	《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》推荐性标准
最高车速	≤25km/h	≤50km/h	> 50km/h
整车质量	≤55kg	可以≥55kg	可以≥55kg
电池电压	≤48V	无限制	无限制
电机功率	≤400W	≤4kW	> 4kW

资料来源：工信部，国标委，华创证券

图表 7 2013 年以来两轮车企业数量变化



资料来源：电动车调查员，华创证券

测算：行业总体体量应该在 5500-6600 万辆，并还在进一步增长。铅酸蓄电池在电动两轮车行业渗透率超 90%，而天能、超威是铅酸动力电池行业龙头企业，因此以其销量为锚来测算其下游电动两轮车的市场空间。以单车所需铅酸电池用量为 0.9kWh 为基准，分别测算出电池的替换周期为 2.5 年、3 年的电动两轮车的市场保有量。假设电动两轮车的更换周期为 5 年，通过市场保有量计算出年销量在 5500-6600 万之间。

图表 8 通过天能、超威两轮车电池销量测算电动两轮车全国保有量及销量

产品\年份	2017	2018	2019	2020	2021
天能两轮车销量 (GWH)	36.2	44.0	46.8	54.2	64.9
超威两轮车销量 (GWH)	39.9	42.2	41.8	45.9	44.3
合计销量(GWH)	76.1	86.3	88.5	100.1	109.2
YOY		13.4%	2.6%	13.1%	9.0%
存量比例	80%	80%	80%	80%	80%
存量销售(GWH)	60.9	69.0	70.8	80.1	87.3
市占率	84%	85%	86%	87%	88%
存量市场总体 (GWH)	72.5	81.2	82.4	92.1	99.2
保有量按替换周期2.5年(万辆)	20125.5	22551.5	22875.7	25569.9	27564.3
年销量 (万辆)	4025.1	4510.3	4575.1	5114.0	5512.9
保有量按替换周期3年(万辆)	24150.6	27061.9	27450.9	30683.9	33077.1
年销量 (万辆)	4830.1	5412.4	5490.2	6136.8	6615.4

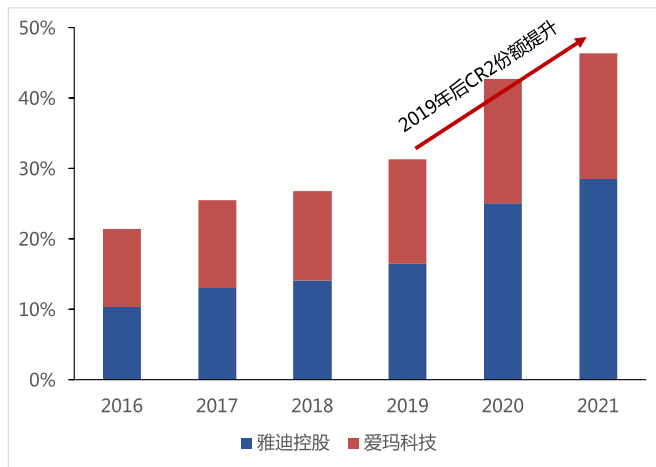
资料来源：天能股份、超威动力招股书、公司公告，华创证券测算

二、新国标后，行业格局发生了什么变化？

(一) 两轮车格局发生了什么变化？

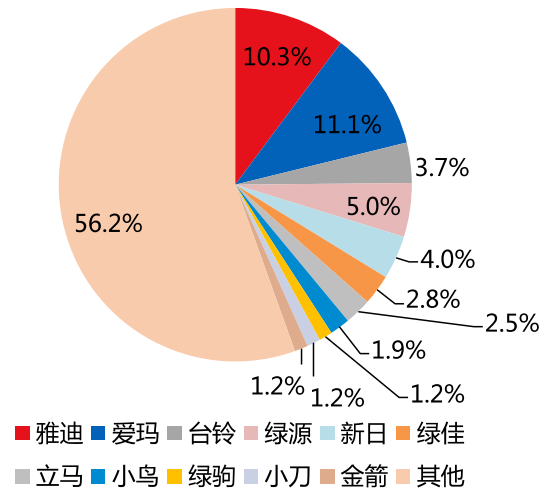
2019 年新国标实施导致行业出清，市场集中度提升。在新国标出台后，受行业规范性要求提升的作用，叠加 2020 年疫情对于小厂现金流的打击，头部企业的市占率在 2019 年后跃升，从 2016 年 CR2 占 21%到 2019 年 CR2 占 32%，再到 2021 年 CR2 占到了 47%。

图表 9 2016-2021 年电动两轮车 CR2 市占率变化



资料来源：雅迪公司公告，爱玛招股书，华创证券

图表 10 2016 年电动两轮车市占率格局



资料来源：电动车聚焦公众号，wind，华创证券测算

(二) 两轮车成本发生了什么变化?

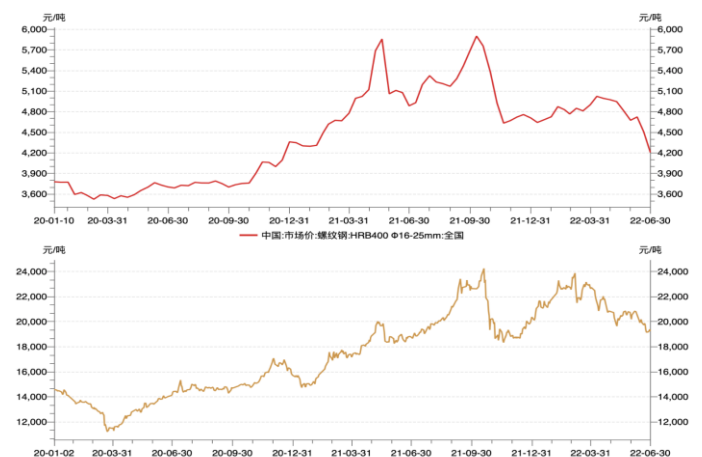
受原材料影响，2020H2-2021H1 行业格局进一步出清。电动两轮车主要成本为电池、电机约占总成本的 35%，其他成本包括车架、车轮、烤漆、ABS 套件等，钢、铝用量占比高。2020-2021 年期间钢、铝价格大幅上涨，最大涨幅分别为 45%、60%，按铝、钢用量比例 20%、30%测算，以雅迪为例，2020H2、2021H1、2021H2 期间由于原材料涨价导致的单车成本累计较 2020H1 上涨分别为 74 元、238 元、314 元，高于雅迪销售单价累计上涨的-108 元、33 元、132 元。在行业普遍净利率不到 5% 的情况下，原材料的涨价很大程度上影响了企业的盈利能力，造成许多尾部小厂的进一步出清。

图表 11 2020-2022H1 原材料涨价造成的成本变动

	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1
铝：A00	13137	15168	17427	20049	21396
螺纹钢	3643	3854	4848	5162	4773
单车总成本较 2020H1 累计上涨	0	74	238	314	300
雅迪单价	1860	1752	1893	1992	2290
雅迪单价较 2020H1 累计上涨	0	-108	33	132	430
雅迪毛利率	17.6%	14.8%	14.9%	15.5%	17.9%
爱玛毛利率	12.4%	10.6%	11.4%	12.0%	14.7%
绿源毛利率	12.0%	11.0%	11.0%	11.7%	9.9%

资料来源：相关公司公告，Wind，华创证券测算

图表 12 2020-2022H1 螺纹钢、铝价格变化

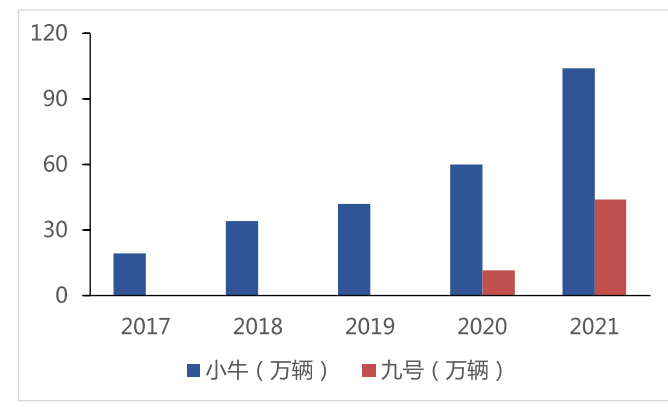


资料来源：Wind，华创证券

(三) 两轮车价格发生了什么变化?

“新势力”验证了中高端产品走量的可能性，促使行业整体单车 ASP 提高。小牛、九号

先后以单价较高的产品加入市场，相比于较传统的厂商“新势力”的产品外观更具设计感，同时带来很多新的智能化元素，随着二者在资本市场的闪耀和业绩上验证了中高端产品走量的可能性，行业各厂商也开始了升级产品，将之前占比高的“通路车”切换成附加值更高的“自主车型”，单车 ASP 快速提升。

图表 13 2017-2021 年小牛、九号销量


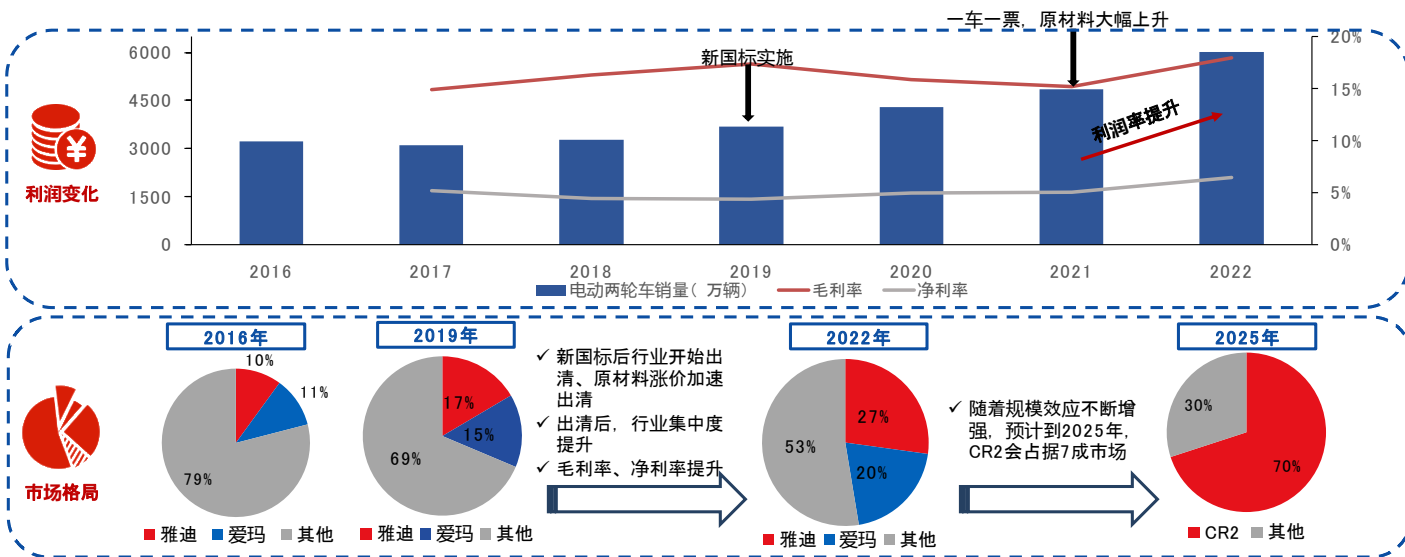
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 14 小牛、九号、爱玛公司各系产品外观图


资料来源：小牛、九号、爱玛公司官网、京东官方旗舰店，华创证券整理

(四) 格局大幅度出清，龙头强化

行业先提集中度，企业再提利润率。龙头厂商具备较强的盈利能力，在原材料上涨时期仍能保证较高的利润率。小厂商因盈利能力不足出清后，大厂商占据其原本的市场份额，行业集中度进一步提升。2019-2022 年期间，CR2 市占率从 32% 提升至 47%，CR5 市占率从 49.5% 提升至 72.2%。随着市占率的不断提升，我们预计头部企业的利润率将进一步提升。

图表 15 2016-2022 年电动两轮车市场推演


资料来源：各公司公告，华经研究，华创证券测算

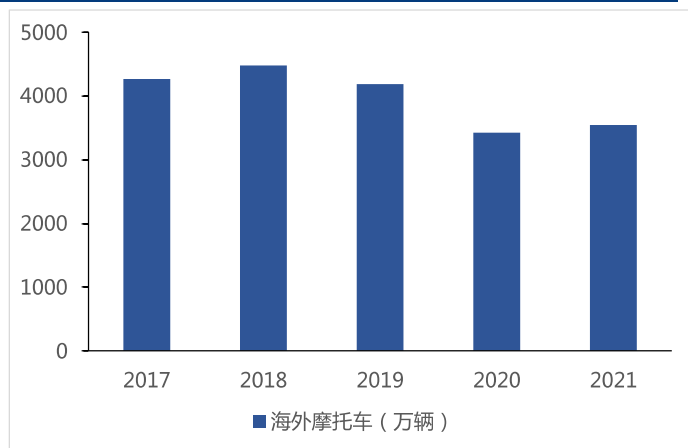
三、2023年后，销量是否达到天花板？

（一）海外摩托车市场潜力有多大？

龙头摩托车电动化尚处于起步期。2021年海外需求近4000万辆，电动摩托占比不足5%。油摩电动化仍处在起步期，未来受政府减排政策影响，将会步入快速发展期。

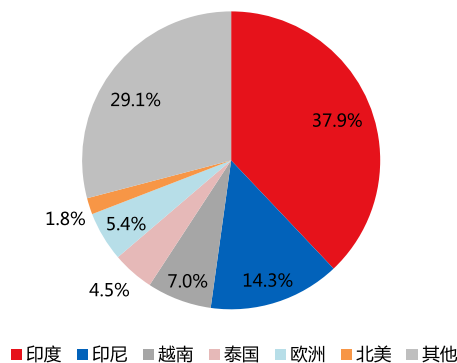
东南亚市场潜力巨大。2021年印度、印度尼西亚、越南、泰国摩托车占海外份额合计约为64%，东南亚国家长期占据超半数海外市场。随着碳中和计划推进，东南亚多国响应降低碳排放号召，油改电趋势将掀起电动摩托更换热潮，电动摩托有望迎来快速增长。

图表 16 2017-2021年海外摩托车产量



资料来源: Marklines, 华创证券

图表 17 2021年海外摩托车销量分布

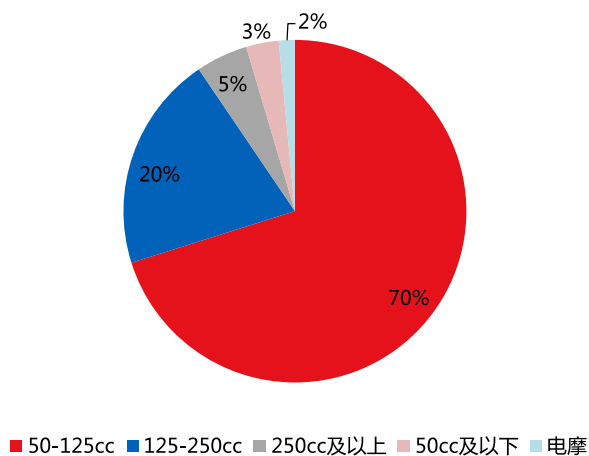


资料来源: Marklines, 华创证券

（二）海外摩托车市场结构如何？

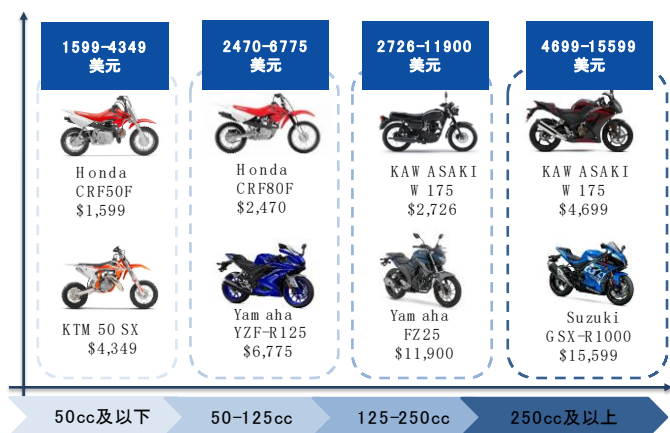
中小排量车型是主流需求。全球摩托车市场集中在东南亚和中国地区，由于人口密度大，城市道路行驶更需要灵活性，中小排量车更受大众青睐。主流品牌小排车型价格下沉至1600美元左右，大排量车型售价在一万到两万美元间不等。

图表 18 按气缸尺寸划分的全球摩托车产量



资料来源: Yanoresearch, 华创证券

图表 19 按气缸尺寸划分的主流品牌售价范围



资料来源: Honda、Kawasaki、Yamaha 官网, Cycle World, 华创证券

(三) 摩托车电动化的优势在哪?

电动两轮车性价比高，符合用户消费习惯。摩托车主要市场在亚太地区，以生产生活用工具需求为主，对成本敏感，相比之下电动摩托车较燃油车性价比更高，购车成本及出行成本均大幅低于燃油车型，未来有望不断渗透燃油摩托车；欧美地区有较大比例的自行车需求，运动和休闲需求对性能和舒适度要求更高，电踏车作为对自行车的消费升级，有较大的市场空间。

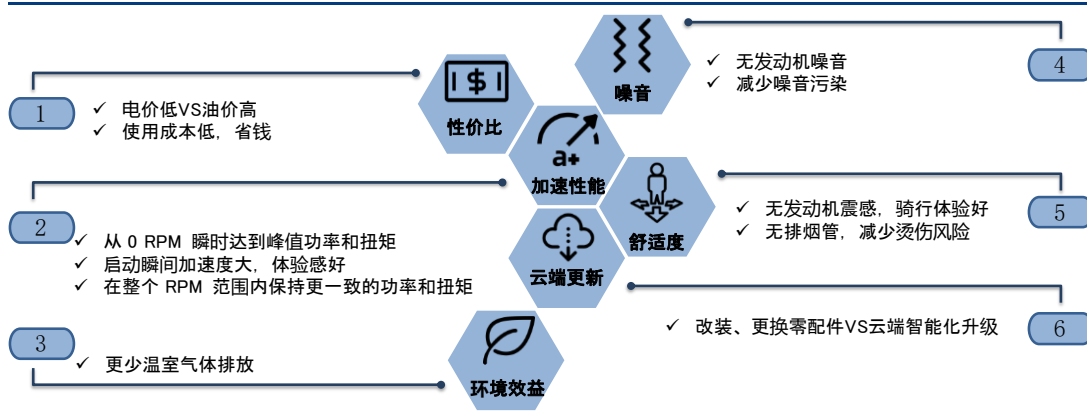
图表 20 电动两轮车与非电动两轮车对比

	燃油摩托车	电动摩托车		自行车	电踏车
					
购车价格	主流车型 (125-250cc) 10,000元	5,000元	购车价格	通勤车型 1,000元	10,000元
出行成本	百公里骑行20元	百公里骑行2元	平均时速	10-15km/h	25-45km/h
续航里程	200公里	120公里	驱动方式	人力驱动	电机等比例配速
动力功率	4-10kw	0.5-2kw	动力功率	-	0.5-1.5kw
主要市场	亚太地区	亚太地区	主要市场	欧美地区	欧美地区

资料来源: Cycle World, 九号公司, 八方股份公告, 华创证券整理

燃油摩托 VS 电动摩托: 电动摩托骑行体验佳, 性价比突出。相较于内燃机摩托车, 电动摩托以动力电池供能, 骑行时无发动机噪音、震动感, 整体骑行体验更佳。电力相比汽油, 经济效益和环境效益均得到提升。除此之外, 电动摩托受益物联网技术可实现云端升级配件, 享受更多智能化驾驶体验。

图表 21 电摩相较于燃油摩托车的优点



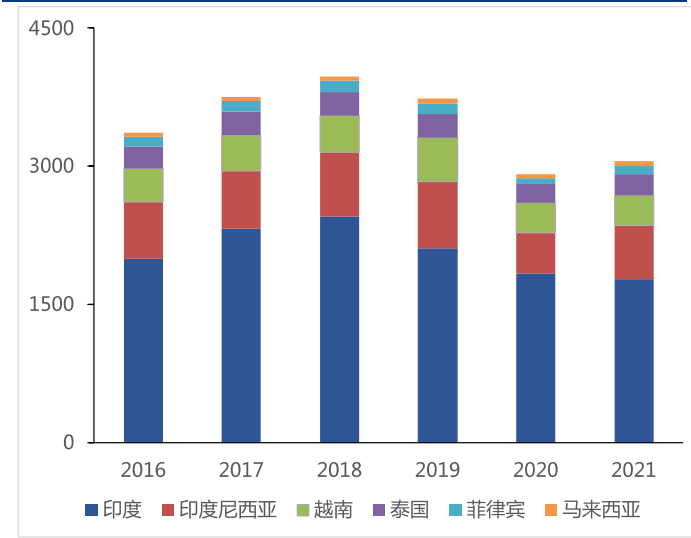
资料来源: Electrek, Torpmotors, 华创证券

(四) 东南亚-摩托车油改电有较大空间

受益油改电, 电摩市场将快速发展。东南亚国家长期占据超五成海外摩托车市场, 自 2019

年以来，东南亚多国出台相关政策限制使用传统油摩，刺激国内电动车型生产与消费，预计未来油摩存量将替换为电动摩托，电动两轮车市场潜力巨大。

图表 22 2016-2021 年东南亚地区摩托车产量（万辆）



资料来源：Marklines，华创证券

图表 23 东南亚地区减排政策梳理

国家	发布时间	政策
越南	2021年	越南政府已要求河内和其他四个主要城市，包括胡志明市、海防、岘港和芹苴，计划在2030年后禁止摩托车，以减少交通拥堵和排放。
	2022年	河内市计划在河内市的12个市中心区和三条主要道路张沙(Truong Sa)、黄沙(Hoang Sa)和5号国道实行禁摩令。2025年以后，禁令将扩大到全市30个区(包括18个郊区)和外省摩托车。
印度	2019年	将提供14亿美元(1美元约合6.72元人民币)的补贴，并在2020年提高进口关税，以刺激本国公司生产电动车
	2022年	为了遏制污染和应对气候变化，印度提出了一项电动更换计划，以加快电动滑板车和人力车的普及。
印尼	2021年	2040年起燃油摩托车将禁售，仅能销售电动两轮车。
	2022年	印度尼西亚工业部部长阿古斯·古米旺(Agus Gumiwang)宣布了政府计划，为电动汽车、混合动力汽车和电动摩托车的买家提供购买补贴。
	2023年	3月印度尼西亚宣布了一项针对电动滑板车、电动汽车和电动巴士的补贴计划。
泰国	2020年	2020年1月1日起，将依照二氧化碳排放量征税，发动机排量不超过150CC的摩托车，税率从原来的2.5%的上涨到3%
缅甸	2020年	2020年汽车的最低废气排放标准规定为欧洲4号标准，摩托车最低废气排放标准规定为欧洲3号标准，仰光市除德拉和瑟基克瑞瑞镇外，其余委员会辖区的民众未经许可禁止骑行摩托车

资料来源：Hanoi Times, Bloomberg, Mysteel, 牛摩网, 中缅商贸信息网, 参考消息网, 华创证券

四、相关标的信息

(一) 重要指标对比

龙头规模优势明显，营收与利润均快速增长。雅迪控股自 2019-2021 年期间市占率由 17% 提升至 29%，市占率的快速提升使收入获得稳定增长，2020 年、2021 年、2022 年 H1 营业收入分别同比增长 62%、39%、14%，净利润分别同比增长 85%、43%、53%。爱玛科技自 2019-2021 年期间市占率由 15% 提升至 18%，2020 年、2021 年、2022 年 H1 营业收入分别同比增长 24%、19%、29%，净利润分别同比增长 17%、10%、119%。绿源集团控股（绿源科技）2020 年、2021 年、2022 年 H1 营收分别同比增长-5%、44%、24%，净利润分别同比增长-42%、47%、81%。新日股份 2020 年、2021 年、2022 年 H1 营收分别同比增长 66%、-16%、17%，净利润分别同比增长 48%、-91%、498%。九号公司电动两轮车项目 2021 年、2022 年 H1 营收分别同比增长 210%、81%。小牛电动 2020 年、2021 年、2022 年 H1 营收分别同比增长 18%、52%、-6%，净利润分别增长-11%、34%、-118%。以最新的 2022 年 H1 期间来看，各公司营收排序为雅迪 > 爱玛 > 新日 > 绿源 > 小牛 > 九号，净利润排序为雅迪 > 爱玛 > 新日 > 绿源。

图表 24 2019-2022H1 各公司营收对比 (亿元)

	2019	2020	2021	2022H1
雅迪控股	119.7	193.8	269.9	140.6
爱玛科技	104.2	129.1	154.0	94.4
绿源科技	24.9	23.8	34.2	20.0
新日股份	30.6	50.7	42.8	23.8
九号公司		4.3	13.3	9.3
小牛电动	20.8	24.4	37.1	14.0

资料来源：各公司公告，华创证券

图表 25 2019-2022H1 各公司净利润对比 (亿元)

	2019	2020	2021	2022H1
雅迪控股	5.2	9.6	13.7	9.0
爱玛科技	5.2	6.1	6.7	6.9
绿源科技	0.7	0.4	0.6	0.5
新日股份	0.7	1.0	0.1	0.6
九号公司	-	-	-	-
小牛电动	1.9	1.7	2.3	-0.1

资料来源：各公司公告，华创证券

龙头稳固上升，九号、小牛逐渐起量。雅迪、爱玛销量增速稳定，受益于产品性能与设计感提升，2022年H1的单车ASP也有了一定提升。九号的销量在2021年同比增长300%，小牛的销量在2020年、2021年同比增长43%、73%。绿源集团控股（绿源科技）2020年、2021年销量同比增长5%、33%，新日股份销量同比增长50%、-11%。最新的2022年H1期间来看，各公司两轮车销量排序为雅迪>爱玛>新日>绿源>小牛>九号，各公司ASP排序为小牛>九号>雅迪>绿源>新日>爱玛。

图表 26 2019-2022H1 各公司两轮车总销量 (万辆)

	2019	2020	2021	2022H1
雅迪控股	609	1081	1386	614
爱玛科技	549	757	867	495
绿源科技	140	147	195	99
新日股份	170	255	228	120
九号公司	-	11	44	31
小牛电动	42	60	104	37.3

资料来源：各公司公告，华创证券

图表 27 2019-2022H1 各公司两轮车单价对比 (元)

	2019	2020	2021	2022H1
雅迪控股	1965	1793	1947	2290
爱玛科技	1899	1705	1801	1907
绿源科技	1782	1615	1754	2011
新日股份	1798	1987	1878	1982
九号公司	-	3789	3032	3029
小牛电动	4928	4073	3563	3761

资料来源：各公司公告，华创证券

龙头单车利润远超同行，小牛产品立足高端单车毛利最高。雅迪、爱玛在盈利能力方面要优于同行，2022H1单车毛利高于除小牛的其他厂商，单车净利远超同行，规模优势明显。由于小牛产品中高端产品居多，单车价格要高于其余厂商，因此单车毛利一直保持领先。可以看到2021年由于原材料涨价导致行业再次出清后，行业整体盈利能力得到提升，绿源集团控股、新日股份在2022年H1单车净利获得大幅提升。最新的2022年H1期间来看，各公司单车毛利排序为小牛>雅迪>爱玛>新日>绿源，单车净利排序为雅迪>爱玛>新日>绿源。

图表 28 2019-2022H1 各公司单车毛利对比 (元)

	2019	2020	2021	2022H1
雅迪控股	341.1	284.5	296.0	410.4
爱玛科技	259.8	194.4	210.7	279.5
绿源科技	231.7	180.9	173.7	173.0
新日股份	262.5	206.5	238.8	265.7
九号公司		693.5	339.6	
小牛电动	1155.0	932.0	781.6	743.3

资料来源：各公司公告，华创证券

图表 29 2019-2022H1 各公司单车净利对比 (元)

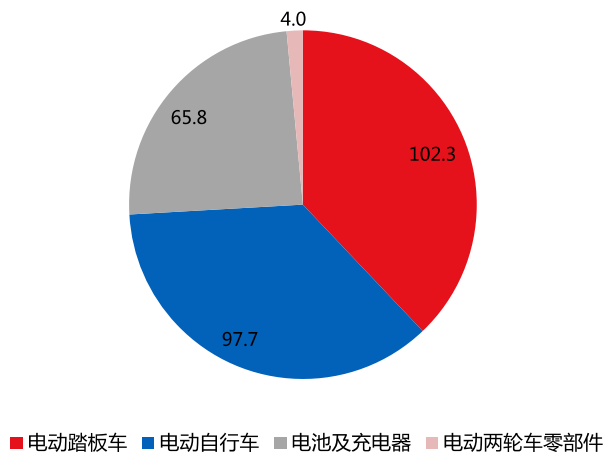
	2019	2020	2021	2022H1
雅迪控股	85.5	88.7	98.5	147.3
爱玛科技	94.8	80.7	78.2	139.0
绿源科技	49.8	27.4	30.4	52.2
新日股份	41.5	40.9	4.3	54.1
九号公司	-	-	-	-
小牛电动	452.4	281.1	217.3	-

资料来源：各公司公告，华创证券

(二) 相关标的

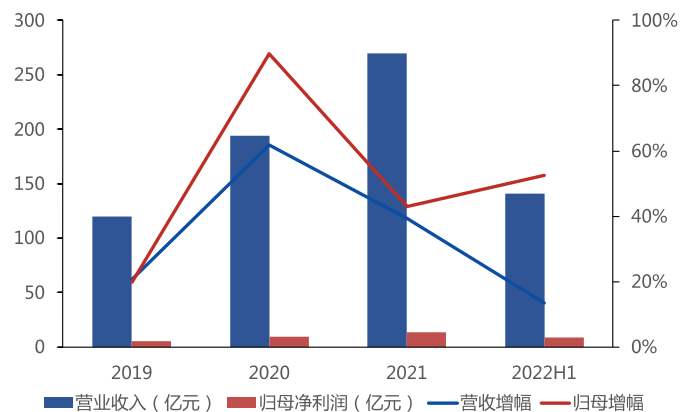
雅迪控股 (01585.HK): 公司成立于 2001 年, 至今为止产品销售到全球超 100 个国家和地区, 网点布局广, 营销能力佳, 连续五年蝉联全球电动两轮车销量第一, 公司于 2016 年 5 月在香港成功上市。公司目前产品主要分为四大系列, 分别是 VLFY、冠能系列、换电系列和小型轻便系列, 除主要四大系列外, 还有 Kid 系列、滑板车系列等其他产品, 产品线丰富。收入结构方面, 公司 2021 年电动踏板车、电动自行车、电池及充电器、两轮车零部件产品分别占比 38%、36%、25%、2%。公司自 2019 年起发展迅速, 2020 年、2021 年、2022 年 H1 营业收入分别同比增长 62%、39%、14%, 归母净利润分别同比增长 90%、43%、53%。

图表 30 雅迪控股 2021 年收入结构(亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

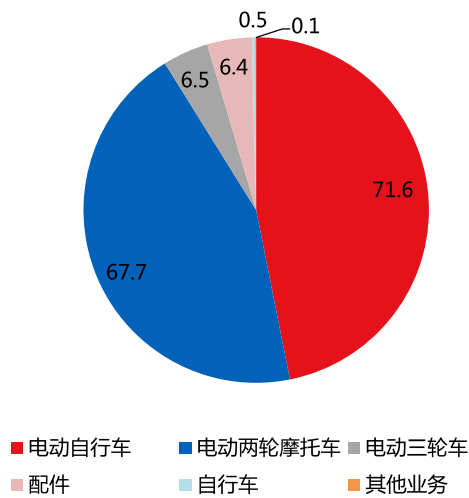
图表 31 雅迪控股 2019-2022H1 经营业绩



资料来源：公司公告，华创证券

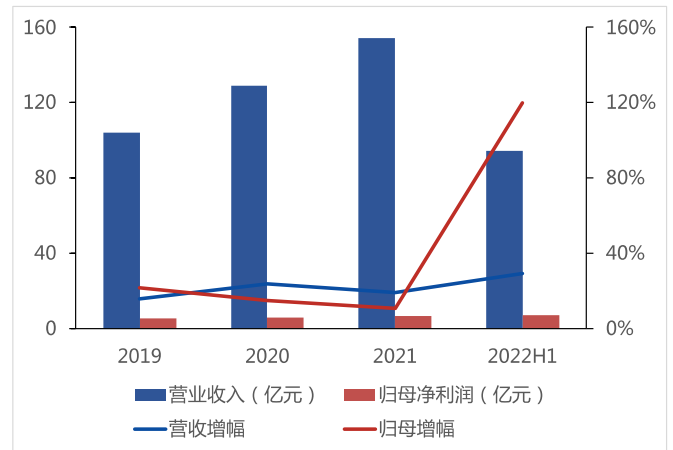
爱玛科技 (603529.SH): 公司成立于 1999 年, 于 2004 年进入电动两轮车行业, 于 2021 年 6 月在 A 股主板上市。公司目前产品主要分为四大系列, 分别是 Q 系列、A 系列、F 系列和 X 系列。收入结构方面, 2021 年公司电动自行车与电动两轮摩托车分别占比 46%、44%, 其余项目包括电动三轮车、自行车、电动车配件等, 占比约为一成。公司自 2019 年以来发展稳定, 2020-2022 年 H1 营业收入分别同比增长 24%、19%、29%, 归母净利润分别同比增长 15%、11%、120%。

图表 32 爱玛科技 2021 年收入结构(亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

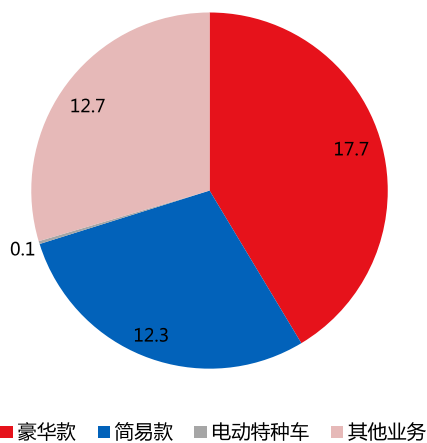
图表 33 爱玛科技 2019-2022H1 经营业绩



资料来源：公司公告，华创证券

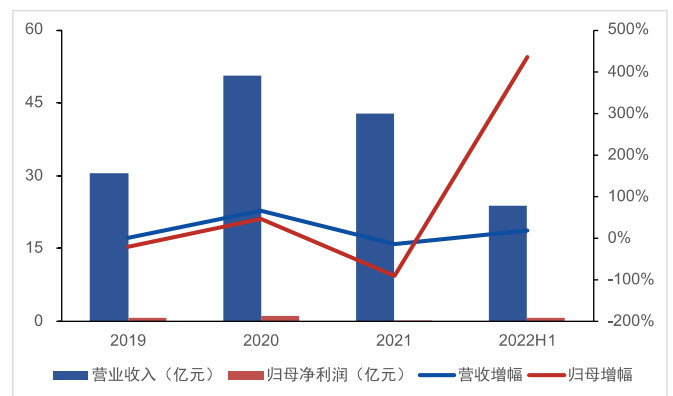
新日股份 (603787.SH): 公司成立于 1999 年, 以经销模式为主, 持续拓展经销渠道。公司持续进行品牌广宣的投放, 围绕“超高端智能锂电池”与华为在智能化领域进行合作, 加大用户对于公司智能化属性的认知。公司于 2017 年 4 月 27 日登陆上海主板 A 股上市, 成为电动自行车行业首家登陆主板上市的公司。公司目前产品主要分为三大系列, 分别是超能跑系列、远航双核系列、鸿蒙智联系列。收入结构方面, 公司 2021 年豪华款、简易款和其他业务分别营收占比 42%、28%、30%。公司 2020 年、2021 年、2022 年 H1 营业收入分别同比增长 66%、-16%、17%, 归母净利润分别同比增长 45%、-91%、435%。

图表 34 新日股份 2021 年收入结构(亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

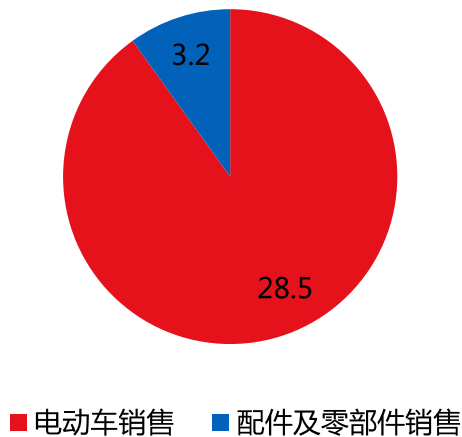
图表 35 新日股份 2019-2022H1 经营业绩



资料来源：公司公告，华创证券

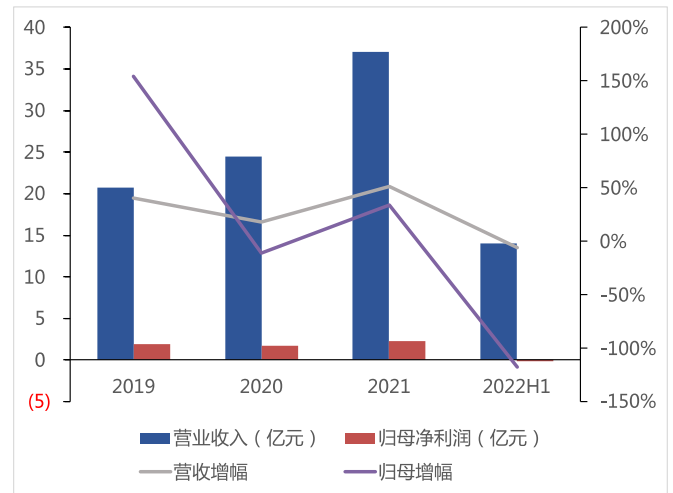
小牛电动 (NASDAQ: NIU): 公司成立于 2014 年, 是电动两轮车锂电化的主要推行者, 公司定位高端锂电池电动车, 推出多款顶配车型, 产品最高售价达两万元, 远超同行业其他公司产品; 且产品均价在五千元以上, 品牌效应好, 于 2018 年 10 月在纳斯达克上市。公司电动两轮车产品主要有四大系列, 分别是 NQi、MQi、UQi 和 Gova 系列, 此外还有滑板车、儿童车等其他产品。收入结构方面, 公司 2022 年电动车销售与零部件销售分别占比 90% 与 10%。

图表 36 小牛电动 2022 年收入结构(亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

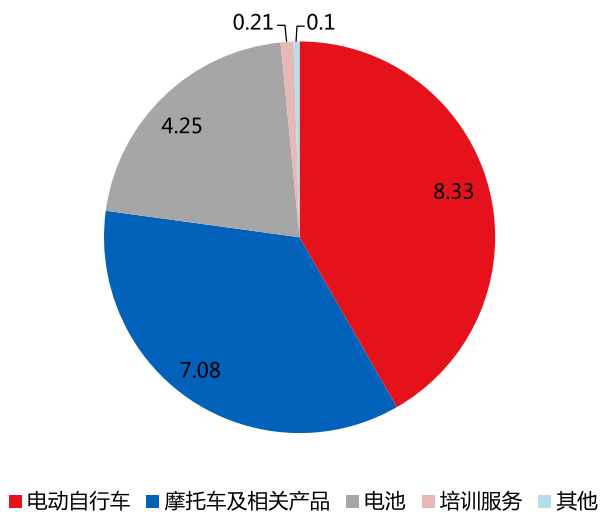
图表 37 小牛电动 2019-2022H1 经营业绩



资料来源：公司公告，华创证券

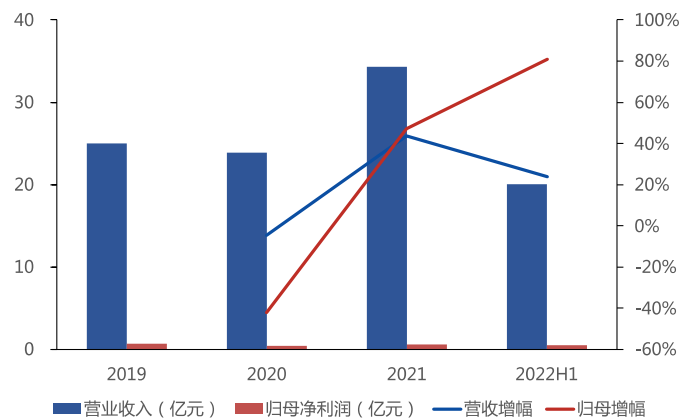
绿源集团控股 (H01857.HK): 公司创立于 1997 年，以技术研发与产品创新为本，致力于打造高质量、长寿命、性能优的电动两轮车产品，公司于 2022 年 11 月已向香港联交所递交上市申报稿。公司电动两轮车产品主要有三大系列，分别是 S 系列、Moda 系列和 INNO 系列。收入结构方面，公司 2022 年 H1 电动自行车、摩托车及相关产品、电池三大业务板块分别占比为 42%、35%、21%。公司 2020 年、2021 年、2022 年 H1 营收分别同比增长-5%、44%、24%，归母净利润分别同比增长-42%、47%、81%。

图表 38 绿源集团控股 2022H1 收入结构(亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 39 绿源集团控股 2019-2022H1 经营业绩

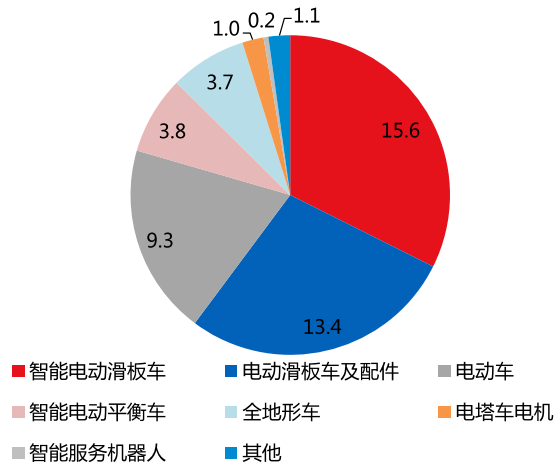


资料来源：公司公告，华创证券

九号公司 (689009.SH): 公司成立于 2012 年，多年来以研发技术为核心，不断拓展产品品类，公司围绕 IOT、IOV 等各类技术，逐渐将业务链延伸至电动摩托车、电动自行车、智能配送机器人等领域，逐渐渗透电动两轮车行业。公司于 2020 年 10 月 29 日在科创板成功上市，成为中国境内上市企业“VIE+CDR 第一股”。公司电动两轮车产品主要分为电动自行车与电动摩托车两大类，除两轮车外，公司产品包括电动滑板车、平衡车、全地形车以及最新推出的包括除草机器人的智能服务机器人，产品矩阵十分丰富。收入结

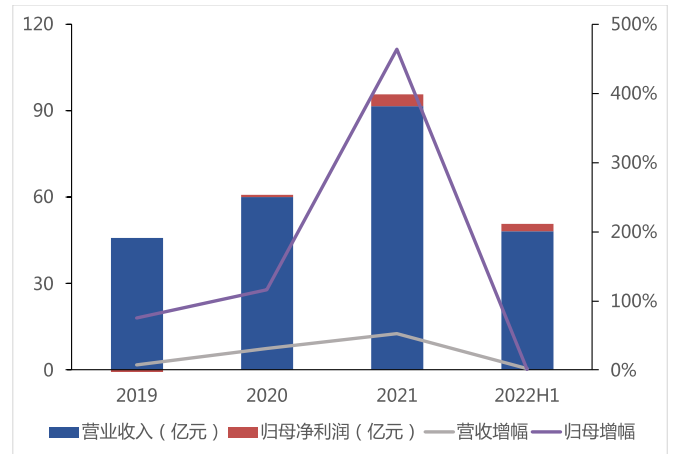
构方面，公司 2022H1 智能电动滑板车、电动滑板车及配件、电动车、平衡车、全地形车分别占比为 32%、28%、19%、8%、8%，五大主项目合计占比超 95%。公司总营收方面 2020 年、2021 年、2022 年 H1 营收同比增长 31%、52%、2%，净利同比增长 116%、459%、0.6%。

图表 40 九号公司 2022H1 收入结构(亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 41 九号公司 2019-2022H1 经营业绩



资料来源：公司公告，华创证券

五、风险提示

价格战风险：价格战会压缩企业利润，有可能产生降低产品品质、技术研发停滞等不良影响，从而对于行业的口碑造成不良影响。

出海贸易风险：海外油转电市场巨大，东南亚各地区的贸易政策、两轮车政策、新能源补贴政策的变动会对国内企业的出口造成影响。

原材料大幅上涨风险：原材料大幅上涨可能会带来存货积压、供应链波动等风险，影响企业的出货以及盈利能力。

电力设备新能源小组团队介绍

中游制造组组长，电力设备新能源首席研究员：黄麟

吉林大学材料化学博士，深圳大学材料学博士后，曾任职于新时代证券/方正证券/德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

高级分析师：盛炜

墨尔本大学金融专业硕士，入行 5 年，其中买方经验 2 年。2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：苏千叶

中南大学硕士，研究方向锂电池，曾任上汽新能源动力电池工程师、德邦电新研究员，2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：何家金

上海大学硕士。2 年电新研究经验，曾任职于方正证券研究所、德邦证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：吴含

中山大学金融学学士，伦敦大学国王学院金融硕士。1 年产业，2 年电新研究经验，曾任职于西部证券研究所、明阳智能投关部、德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

研究员：梁旭

武汉大学物理学本科，港中文金融硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：代昌祺

西北农林科技大学金融学硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522