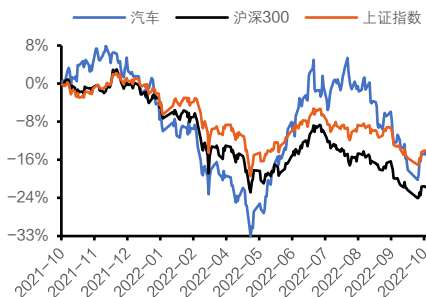


# 展望 2025：两轮车行业趋势向上，结构向好

证券研究报告

**投资评级：看好(维持)**
**最近 12 月市场表现**

**分析师 李渤**

 SAC 证书编号: S0160521050001  
 libo@ctsec.com

**联系人 于朔**

yushuo@ctsec.com

## 相关报告

- 《 9 月重卡行业洞察 》 2022-10-18
- 《 汽车行业 2022 年三季度业绩前瞻 》 2022-10-14
- 《 汽车行业 9 月销量点评 》 2022-10-12

## 市场集中度提升，产品力和盈利能力向上

### 核心观点

- 两轮车行业进入新阶段：政策驱动，两轮车行业盈利能力有望提升**  
 我们认为中国两轮车行业经历三个发展阶段：1) 2000-2006 年，随着国民收入、城镇化和交通成本的提高，叠加两轮车的成本优势，行业高速发展；2) 2007 年-2018 年，法律法规趋严下行业增长降速；3) 2019 年至今，在新国标等政策主导下，行业重回增长通道，市场份额向龙头集中。展望 2025 年，我们认为两轮车行业整体趋势向上，电动自行车产品结构升级，燃油摩托车大排量化，带动行业集中度提升和盈利能力改善。
- 电动两轮车：政策促进行业整合，龙头企业量价齐升**  
 2019 年新国标正式实施，对整车质量、速度、动力等参数做出明确界定，且指标性质均为强制性指标，将认证方式由工业产品生产许可证管理转为 3C 认证（即强制性产品认证），流程复杂的 3C 认证提高了行业准入门槛。同时，超标的豪华电动自行车被归类为电轻摩或电动摩托车后，则要求具备电摩生产资质。叠加“一车一票”政策的实施，规范了两轮车销售活动。政策促进行业整合，使得份额向龙头集中。此外，长续航里程、智能化功能、电池材料革新共同推动行业产品力和盈利能力向上。我们认为，2022-2025 电动两轮车行业销量复合增速为 8.37%，2025 年行业销量有望达到 6778 万辆。
- 燃油摩托车：出口市场前景可期**  
 南美、非洲等发展中国家的经济发展较为落后、基础设施建设较差，摩托车因其灵活便利、成本低廉具备一定优势。借鉴国内发展经验，我们认为发展中国家人均收入增长将提振摩托车需求。在当前出口以小排量为主的背景下，消费升级有望驱动燃油摩托车行业盈利向上，出口有望继续助力行业发展。展望 2025 年，我们认为燃油摩托车行业销量有望达到 1609 万辆，2022-2025 年复合增速为 2.1%。
- 建议关注：**在政策驱动下行业集中度提升，龙头企业充分受益，产品力和盈利能力持续提升，推荐行业龙头雅迪控股、爱玛科技，建议关注小牛电动、九号公司。燃油摩托车建议关注春风动力、钱江摩托、隆鑫通用。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险；产品研发风险；局部疫情波动的风险。

**表 1：重点公司投资评级**

| 代码     | 公司   | 总市值<br>(亿元) | 收盘价<br>(10.18) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|--------|------|-------------|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|        |      |             |                | 2021A   | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E |      |
| 603529 | 爱玛科技 | 363.67      | 63.28          | 1.79    | 2.67  | 3.5   | 25.5  | 23.7  | 18.1  | 增持   |
| 1585   | 雅迪控股 | 414.23      | 13.52          | 0.45    | 0.63  | 0.75  | 26.4  | 21.46 | 18.03 | 增持   |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 1. 两轮车产业链属于制造业，产品具有一定的必选消费属性.....            | 3  |
| 2. 历史复盘：行业发展三阶段 .....                        | 7  |
| 2.1. 历史复盘：两轮车进入新发展阶段 .....                   | 7  |
| 2.2. 2000 年-2006 年：高速发展期 .....               | 7  |
| 2.3. 2007 年-2018 年：法规趋严期 .....               | 7  |
| 2.4. 2019 年至今：政策推动期 .....                    | 8  |
| 3. 两轮车驱动因素分析：收入水平、城镇化、出口支撑行业增长.....          | 12 |
| 3.1. 人均收入水平提升支撑两轮车需求 .....                   | 12 |
| 3.2. 城镇化水平提升带动两轮车使用场景增加 .....                | 12 |
| 3.3. 两轮车出口未来空间可期 .....                       | 13 |
| 3.3.1. 电动两轮车出口占比尚小，有望出口发展中国家.....            | 13 |
| 3.3.2. 燃油摩托车出口有望迎来广阔空间，盈利能力向上.....           | 15 |
| 4. 电动两轮车行业展望：2022-2025 年电动两轮车行业稳中有增 .....    | 18 |
| 4.1. 市场规模：2022-2025 年销量有望维持 8.37%复合增长 .....  | 18 |
| 4.2. 新消费场景助力行业发展 .....                       | 20 |
| 4.3. 高颜值设计吸引年轻群体 .....                       | 21 |
| 4.4. 智能化趋势驱动行业产品力和盈利能力向上.....                | 22 |
| 4.5. 行业集中度有望持续提升 .....                       | 23 |
| 5. 燃油摩托车行业展望：出口市场仍有发展空间 .....                | 26 |
| 5.1. 市场规模：2022-2025 年销量复合增长率有望维持在 2.1% ..... | 26 |
| 5.2. 两轮摩托车总销量见顶回落，中大排量高增长.....               | 26 |
| 6. 相关上市公司 .....                              | 29 |
| 6.1. 雅迪控股（1585.HK） .....                     | 29 |
| 6.2. 爱玛科技（603529.SH） .....                   | 30 |
| 6.3. 小牛电动（NIU.O） .....                       | 31 |
| 6.4. 九号公司（689009.SH） .....                   | 32 |
| 6.5. 春风动力（603129.SH） .....                   | 33 |
| 6.6. 钱江摩托（000913.SZ） .....                   | 34 |
| 6.7. 隆鑫通用（603766.SH） .....                   | 35 |
| 7. 风险提示 .....                                | 36 |

## 1. 两轮车产业链属于制造业，产品具有一定的必选消费属性

从产业链角度来看，两轮车行业上游包括大宗原材料（铝、稀土、铜、橡胶等）和零部件（电池、电机、车架、轮胎、线束等），下游是经销商。两轮车企业主要负责产品设计研发和生产、品牌营销、核心零部件技术等领域，具备一定的资本密集属性，对规模效应较为敏感。两轮车相比汽车来说，具有较高的性价比优势，为国内消费者所普遍接受，2021 年国内市场年销量也远超汽车行业销量。作为代步工具，两轮车的典型需求是上下班代步、接送子女、买菜等需求，以及外卖、快递等新兴消费场景下的高频使用需求，具有一定的必选消费品属性。

图 1. 电动两轮车产业链



数据来源：各公司官网，财通证券研究所

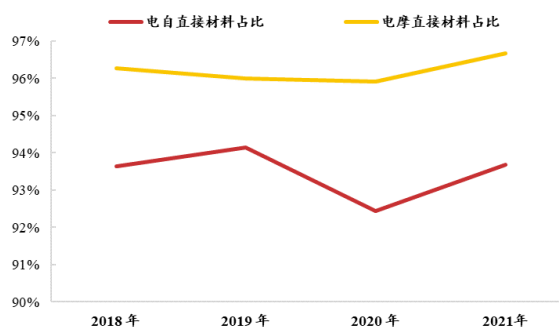
图 2. 燃油摩托车产业链



数据来源：各公司官网，财通证券研究所

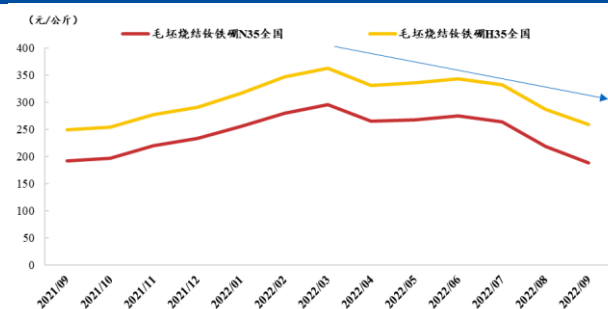
原材料占成本比重高，有逐步下行趋势。根据爱玛科技招股书，2021 年电动自行车、电动摩托车直接材料占成本比重分别达 93.68%、96.67%。电池、电机、控制器作为电动两轮车的核心零部件，受铅、铜、稀土（烧结钕铁硼）等原材料价格变动影响较大。原材料价格在经历周期上行后，目前有逐步下行趋势。

图 3. 电动两轮车直接材料占成本比重高



数据来源：爱玛科技招股书，财通证券研究所

图 4. 稀土（烧结钕铁硼）价格走势



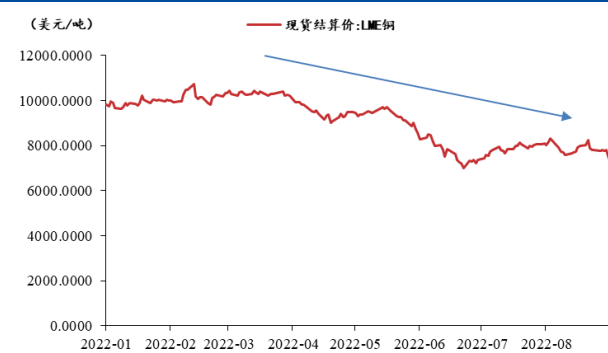
数据来源：百川盈孚，财通证券研究所

图 5. LME 铅价格走势



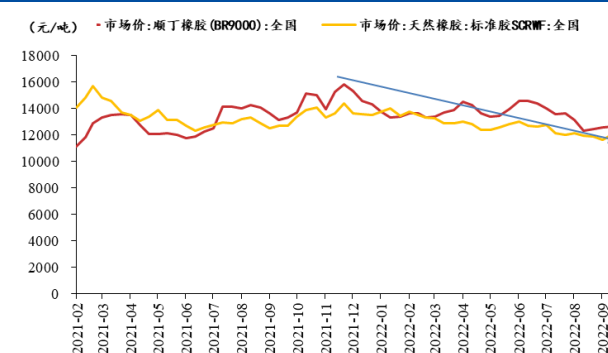
数据来源：wind，财通证券研究所

图 6. LME 铜价格走势



数据来源：wind，财通证券研究所

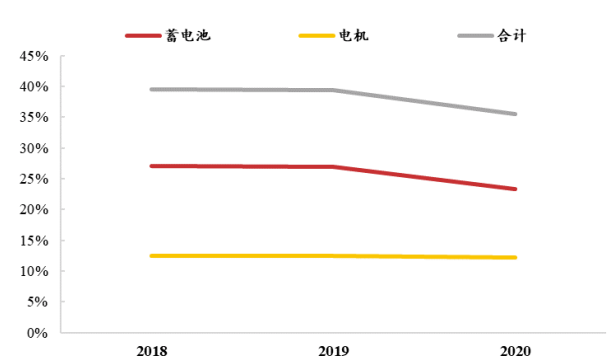
图 7. 橡胶价格走势



数据来源：wind，财通证券研究所

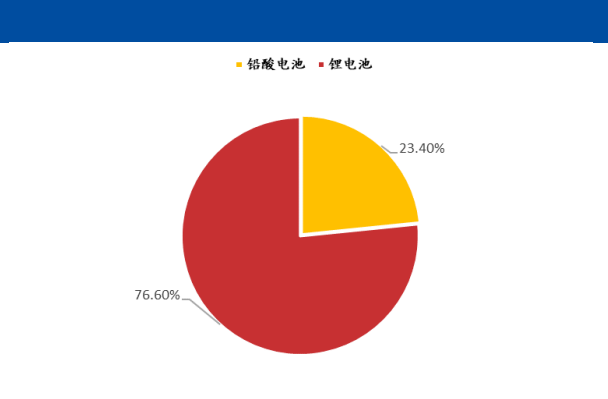
中游零部件以电机、电池为核心。根据爱玛科技公告，电池及电机采购金额在主要原材料采购中合计占比超 35%。两轮车电池仍以铅酸为主流，根据华经产业研究院，2021 年铅酸电池占比 76.6%，锂电池市场份额不断扩大，2021 年占比 23.4%。此外，钠电池因其成本、能量密度等优势，具备较大发展潜力。

图 8. 2018-2020 年爱玛科技电池、电机原材料占比



数据来源：爱玛科技公告，财通证券研究所

图 9. 2021 年中国电动两轮车电池不同材料占比



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

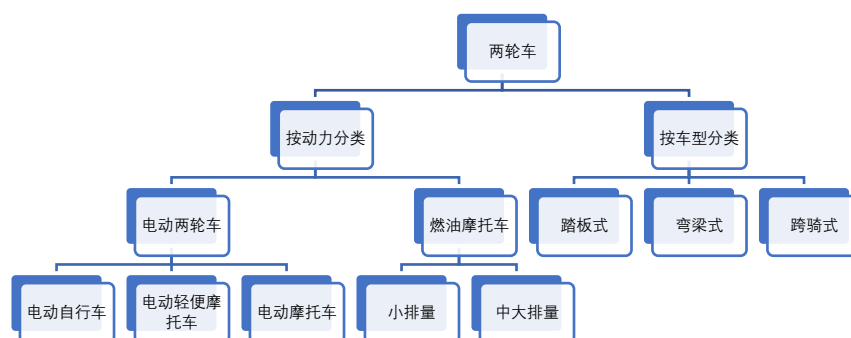
表 1. 铅蓄电池、钠电池、锂电池部分参数对比

| (Wh/kg) | 铅酸电池  | 钠电池     | 锂电池     |
|---------|-------|---------|---------|
| 能量密度    | 30-50 | 100-150 | 150-250 |
| 循环次数    | <300  | >2000   | >3000   |

数据来源：中科海纳官网，财通证券研究所

下游两轮车行业集中度较高。分车型来看，两轮车可分为踏板式、弯梁式、跨骑式；分动力类型来看，可分为电动两轮车和燃油摩托车。电动两轮车方面，雅迪控股、爱玛科技呈现两强分立格局，且集中度仍在提升，2021 年电动两轮车 CR2 超过 40%。燃油摩托车方面，大长江集团份额领先，2021 年市占率达 15%。

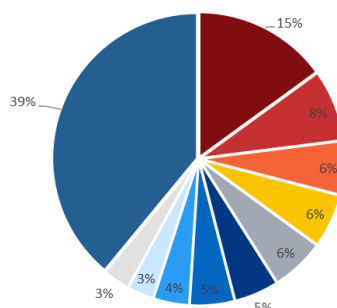
图 10. 两轮车分类



数据来源：财通证券研究所

图 11. 2021 年燃油摩托车市场份额

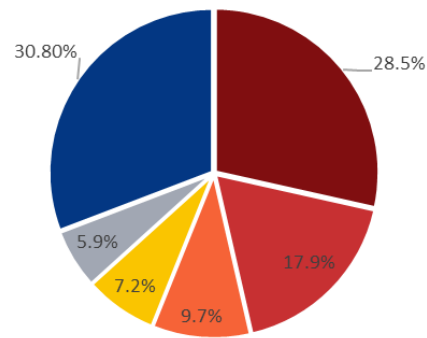
■ 大长江 ■ 隆鑫 ■ 宗申 ■ 力帆 ■ 新大洲本田 ■ 银翔  
■ 五羊-本田 ■ 洛阳北方 ■ 广州大运 ■ 广东大冶 ■ 其他



数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

图 12. 2021 年电动两轮车市场份额

■ 雅迪 ■ 爱玛 ■ 台铃 ■ 新日 ■ 绿源 ■ 其他



数据来源：沙利文研究，财通证券研究所

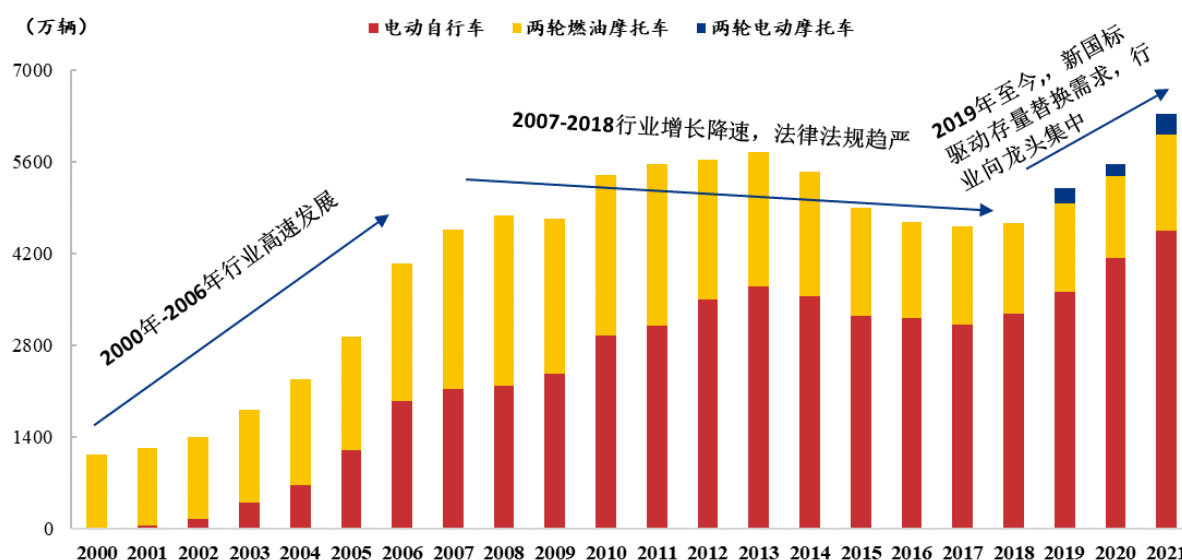


## 2. 历史复盘：行业发展三阶段

### 2.1. 历史复盘：两轮车进入新发展阶段

2000-2006 年行业处于高速发展过程，国内两轮车产量（含两轮摩托车和电动自行车）自 1142 万辆增长至 4053 万辆，CAGR 达 23.51%；2007 年-2018 年多个城市密集发布禁摩、限摩政策，行业增长降速，两轮车（含两轮摩托车和电动自行车）产量自 4561 万辆增长至 4664 万辆，CAGR 仅 0.2%；2019 年至今，随着新国标的实施，行业出台多项强制性标准，严格的 3C 认证加电摩生产资质下，驱动电动两轮车的存量替换需求，形成行业份额向龙头集中的格局。

图 13. 2000-2021 年两轮车（含两轮摩托车和电动自行车）总产量



数据来源：wind，《中国汽车工业年鉴》，中国自行车协会，摩托车商会，财通证券研究所

### 2.2. 2000 年-2006 年：高速发展期

根据中汽协、中自协，2000-2006 年国内两轮车产量（含两轮摩托车和电动自行车）自 1142 万辆增长至 4053 万辆，CAGR 达 23.51%，行业快速发展。其中，2000-2006 年国内两轮摩托车总产量自 1113 万辆增长至 2103 万辆，CAGR 达 11.2%；电动自行车总产量自 29 万辆至 1950 万辆，CAGR 达 101.65%，电动自行车增速迅猛。

### 2.3. 2007 年-2018 年：法规趋严期

2007 年后多个城市密集发布禁摩、限摩政策，严格的法律法规下，行业增速降幅明显。根据中汽协、中自协数据，2010-2018 年两轮车（含两轮摩托车和电

动自行车)产量自 4561 万辆增长至 4664 万辆, CAGR 仅 0.2%。其中, 两轮摩托车产量自 2423 万辆下降至 1386 万辆, 降幅达-42.78%, 两轮摩托车行业降幅明显。同时, 电动自行车由于替代效应较为明显, 在严格的禁限摩政策中受益, 2007-2018 年其产量自 2138 万辆上升至 3278 万辆, 涨幅达 53.32%。

**表 2. 2007 年-2018 年部分城市发布禁摩、限摩政策**

| 时间         | 城市 | 文件名称                                                     |
|------------|----|----------------------------------------------------------|
| 2007/3/7   | 南京 | 《南京市人民政府关于外牌摩托车禁行区域的通告》                                  |
| 2007/8/24  | 东莞 | 《关于限制摩托车在我市部分地区路段行驶的公告》                                  |
| 2007/8/31  | 昆明 | 《昆明市城市道路车辆通行规定》                                          |
| 2007/9/21  | 无锡 | 《无锡市人民政府关于实施主城区内摩托车通行和停放交通管制措施的通告》                       |
| 2007/12/17 | 苏州 | 《苏州市人民政府关于加强市区道路交通管理的通告》                                 |
| 2008/3/8   | 常州 | 《常州市公安局关于调整市区限制摩托车通行时间和范围的通告》                            |
| 2009/7/27  | 惠州 | 《关于加强市区摩托车轻便摩托车电动自行车管理的通告》                               |
| 2010/2/13  | 宁波 | 《宁波市人民政府关于在宁波市中心区范围实施交通四禁方案的通告》                          |
| 2010/3/5   | 泸州 | 《关于主城区限制二轮摩托车通行的通告》                                      |
| 2010/4/21  | 昆明 | 《关于进一步加强我市部分道路摩托车通行管理的通告》                                |
| 2010/6/1   | 绵阳 | 《绵阳城区部分路段禁止摩托车通行公告》                                      |
| 2010/9/25  | 北京 | 《关于加强三轮摩托车和残疾人机动轮椅车管理的通告》                                |
| 2010/10/8  | 佛山 | 《佛山市人民政府关于加强摩托车管理的实施意见》                                  |
| 2011/1/20  | 福州 | 《关于在市区部分道路延伸限制摩托车和超标准电动自行车及未注册登记电动自行车通行的通告》              |
| 2011/3/11  | 惠州 | 《关于加强市区摩托车轻便摩托车电动自行车管理的通告》                               |
| 2011/12/21 | 四川 | 《成都市摩托车管理规定》                                             |
| 2012/3/27  | 宁波 | 《宁波市人民政府关于在宁波市中心区范围实施交通新四禁方案的通告》                         |
| 2012/7/1   | 海口 | 《海口市公安局关于海口市区全面禁止摩托车通行的通告》                               |
| 2013/3/20  | 福州 | 《福州市公安局关于在市区二环路(含主辅路)以内道路限制摩托车和超标准电动自行车及未注册登记电动自行车通行的通告》 |
| 2013/7/12  | 扬州 | 《致广大摩托车车主和驾驶人的一封信》                                       |
| 2014/7/1   | 合肥 | 《合肥市道路交通安全条例》(修订)                                        |
| 2015/11/29 | 济南 | 《济南市人民政府关于加强城市道路交通管理的通告(送审稿)》                            |
| 2015/12/25 | 深圳 | 《深圳市公安局关于继续禁止摩托车在福田、罗湖、南山、盐田四区内道路行驶的公告》                  |
| 2017/4/26  | 上海 | 《上海市公安局关于本市道路禁止通行、限制通行措施的通告》                             |
| 2017/8/17  | 成都 | 《关于进一步加强摩托车交通秩序管理的通告》                                    |
| 2017/9/12  | 杭州 | 《杭州市人民政府关于杭州市区道路各类摩托车、人力三轮车禁止通行的通知》                      |
| 2018/2/1   | 深圳 | 《深圳市公安局关于继续禁止摩托车在福田、罗湖、南山、盐田区内道路行驶的公告》                   |
| 2018/5/21  | 北京 | 《关于西城区部分道路禁止摩托车及大型载客汽车通行的通告》                             |
| 2018/11/29 | 沈阳 | 《沈阳市摩托车道路交通安全管理办法》                                       |

数据来源: 各政府官网, 财通证券研究所

## 2.4. 2019 年至今: 政策推动期

**政策驱动替换需求, 有利于行业向龙头集中。**2019 年《电动自行车安全技术规范》即《新国标》正式实施, 文件对电动自行车的整车质量、整车尺寸、最高时速等指标做出明确界定, 且指标性质均为强制性指标。**供给端方面,**新国标将电动自行车的认证方式由工业产品生产许可证管理转为 CCC 认证(即强制性产品



认证), 流程复杂的 3C 认证提高了行业准入门槛。原来的超标的豪华电动自行车被归类为电轻摩或电动摩托车后, 要求企业具备电摩生产资质。3C 认证及电摩生产资质, 加速不达标小厂的产能出清, 使得行业向龙头集中, 根据沙利文研究, 2021 电动两轮车 CR2 达 46.4%。**需求端方面**, 新国标对于电轻摩和电摩的牌照、驾驶资格有明确要求, 多个地区已经出台了过渡期的截止时间, 没有 3C 认证、超标的两轮车不能上路、上牌, 驱动了存量车的替换需求。此外, 自 21 年实施的《机动车发票使用办法》中的“一车一票”制度, 规范了两轮车销售行为, 使得不规范小厂的成本上升, 有利于行业向龙头集中。**因此我们认为行业政策驱动替换需求, 行业份额持续向龙头集中。**

**表 3. 电动自行车、电轻摩、电动摩托车分类指标**

| 名称     | 电动自行车           | 电动轻便摩托车        | 电动摩托车          |
|--------|-----------------|----------------|----------------|
| 类别     | 非机动车            | 机动车            | 机动车            |
| 执行标准   | GB17761-2018    | GB/T24158-2018 | GB/T24158-2018 |
| 电摩生产资质 | 否               | 是              | 是              |
| 3C 认证  | 是               | 是              | 是              |
| 最大设计车速 | ≤25km/h         | ≤50km/h        | >50km/h        |
| 电机功率   | <400W           | 400W-4kW (非强制) | 可>=4kW         |
| 整车重量   | ≤55kg           | 可>=55kg        | 可>=55kg        |
| 电池电压   | ≤48V            | 无限制            | 无限制            |
| 驾驶资格要求 | 不需要驾驶证          | D/E/F 证        | D/E 证          |
| 行驶车道   | 非机动车道           | 机动车道           | 机动车道           |
| 佩戴头盔要求 | 建议佩戴            | 必须佩戴           | 必须佩戴           |
| 牌照     | 智能电子牌照          | 机动车牌照 (蓝牌)     | 机动车牌照 (黄牌)     |
| 脚踏骑行功能 | 是               | 否              | 否              |
| 能否载人   | 部分省允许载 12 岁以下儿童 | 不可载人           | 可载一名成人         |

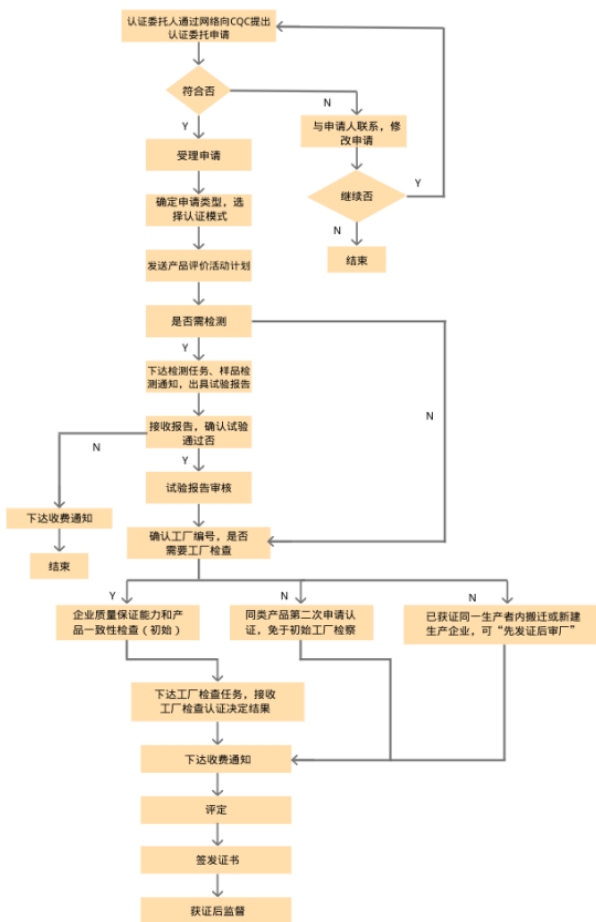
数据来源:《电动自行车安全技术规范》,《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》, 财通证券研究所

**表 4. 新旧国标政策要求对比**

| 参数要求      | 18 年新国标        | 指标性质    | 99 年旧国标 | 指标性质  |
|-----------|----------------|---------|---------|-------|
| 脚踏骑行功能    | 是              |         | 是       | 推荐性指标 |
| 最高车速      | ≤25km/h        |         | ≤20km/h | 强制性指标 |
| 装配完整的整车质量 | ≤55kg          |         | ≤40kg   | 推荐性指标 |
| 蓄电池标称电压   | ≤48V           |         | ≤48V    | 推荐性指标 |
| 电动机额定功率   | ≤400W          |         | ≤240W   | 推荐性指标 |
| 蓄电池最大输出电压 | ≤60V           | 均为强制性指标 | -       | -     |
| 车速提示音     | 车速达到 15km/h    |         | -       | -     |
| 淋水涉水性能    | 通过淋水涉水试验       |         | -       | -     |
| 防火性能      | 符合 GB/T5169.11 |         | -       | -     |
| 阻燃性能      | 符合 GB/T5169.16 |         | -       | -     |
| 无线电骚扰特性   | 符合 GB14023     |         | -       | -     |

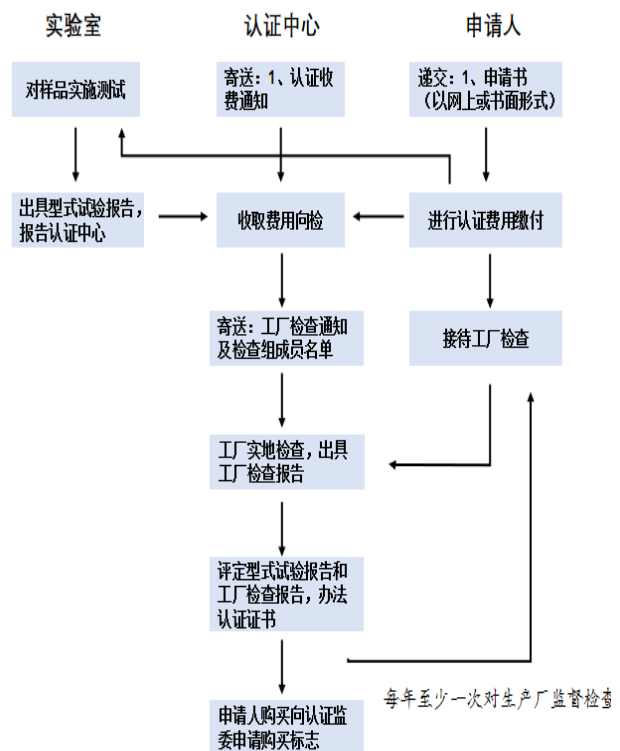
数据来源:《电动自行车安全技术规范》,《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》, 财通证券研究所

图 14. 电动自行车 3C 认证流程图



数据来源: 中国质量认证中心, 财通证券研究所

图 15. 3C 强制认证产品流程图



数据来源: 中国质量认证中心, 财通证券研究所

表 5. 《机动车发票使用办法》第九条 “一车一票” 相关规定

- (一) 按照 “一车一票” 原则开具机动车销售统一发票。
- (二) 机动车销售统一发票的 “纳税人识别号/统一社会信用代码/身份证明号码” 栏, 销售方根据消费者实际情况填写。
- (三) 开具纸质机动车销售统一发票后, 如发生销货退回或开具有误的, 销售方应开具红字发票, 红字发票内容应与原蓝字发票一一对应, 并按相应流程操作。
- (四) 消费者丢失机动车销售统一发票, 无法办理购置税纳税申报或者机动车注册登记的, 应向销售方申请重新开票; 销售方核对信息后, 先开红票, 再重开与原蓝字发票存根联内容一致的发票。
- (五) 机动车销售统一发票打印内容出现压线或者出格的, 若内容清晰完整, 无需退还重新开具。

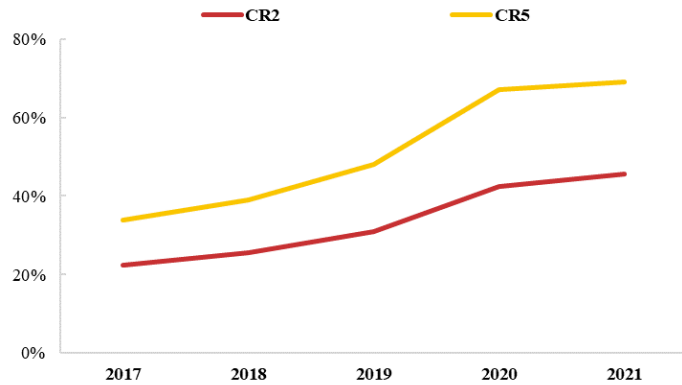
数据来源: 《机动车发票使用办法》, 财通证券研究所

表 6. 新国标过渡截止日期

| 截止年份     | 截止日期       | 地区     |
|----------|------------|--------|
| 2022 年截止 | 2022/4/15  | 广东梅州   |
|          | 2022/4/30  | 湖北宜昌   |
|          | 2022/4/30  | 浙江衢州   |
|          | 2022/6/15  | 湖南益阳   |
|          | 2022/9/30  | 湖北荆州   |
|          | 2022/10/14 | 重庆     |
|          | 2022/10/31 | 福建福清   |
|          | 2022/12/31 | 山东全省统一 |
| 2023 年截止 | 2023/3/1   | 湖南湘潭   |
|          | 2023/4/14  | 云南昆明   |
|          | 2023/8/31  | 广西南宁   |
|          | 2023/12/1  | 安徽合肥   |
|          | 2023/12/31 | 湖南长沙   |
|          | 2023/12/31 | 湖南株洲   |
|          | 2023/12/31 | 江西赣州   |
| 2024 年截止 | 2024/4/14  | 江苏扬州   |
|          | 2024/4/14  | 江苏无锡   |
|          | 2024/4/14  | 江苏徐州   |
|          | 2024/4/14  | 江苏泗洪   |
|          | 2024/4/14  | 山西忻州   |
|          | 2024/4/30  | 山西新余   |

数据来源：各地方政府官网，财通证券研究所

图 16. 行业集中度持续提升



数据来源：弗若斯特沙利文，各公司公告，财通证券研究所

### 3. 两轮车驱动因素分析：收入水平、城镇化、出口支撑行业增长

随着居民收入水平、城镇化率和交通成本日益增长，民众出行需求逐步提升，而电动两轮车具有较高的性价比，在短途出行中较为常见，国内两轮车保有量稳步增长。根据中国自行车协会数据，2013-2021 年国内电动两轮车千人保有量自 132 辆增长至 241 辆，CAGR 达 8.92%。此外，借鉴国内发展经验，随着行业龙头出海进程，出口市场未来可期，内外需双轮驱动下，我们认为两轮车行业有望高景气运行。

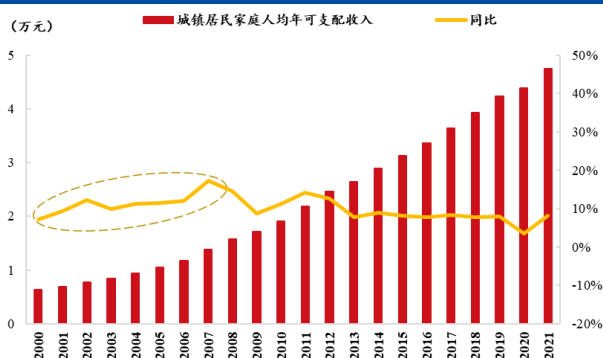
#### 3.1. 人均收入水平提升支撑两轮车需求

2000-2006 年城镇居民家庭人均收入自 0.63 万元增长至 1.18 万元，CAGR 达 11.02%，人均收入保持较快增长。叠加国内人口总量稳中有增，消费群体为行业发展提供坚实基础。

#### 3.2. 城镇化水平提升带动两轮车使用场景增加

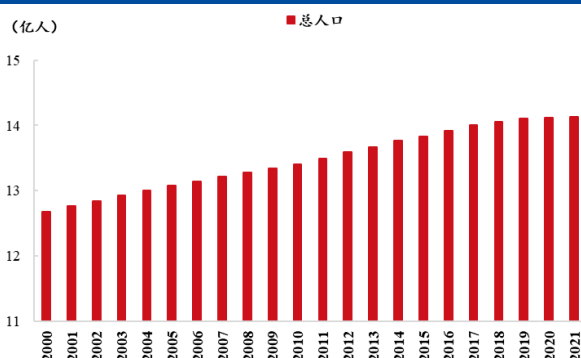
2000-2006 年国内城镇化率自 36.22% 提升至 44.34%，日益增长的城镇化率扩大城市半径，提升人们的通勤时间和交通需求。同时，城镇人均年交通通信支出自 426.95 元增长至 1147.12 元，CAGR 达 17.91%，城镇化水平、交通成本上升，通勤需求增加。两轮车具有较为低廉的购置成本和使用成本，性价比凸显，尤其在短距离通行中较为常见。以电动两轮车为例，根据沙利文研究，2020 年电动两轮车中通勤距离在 5-10 公里的用户占比达 43.20%。

图 17. 居民人均收入快速提升



数据来源：Wind，财通证券研究所

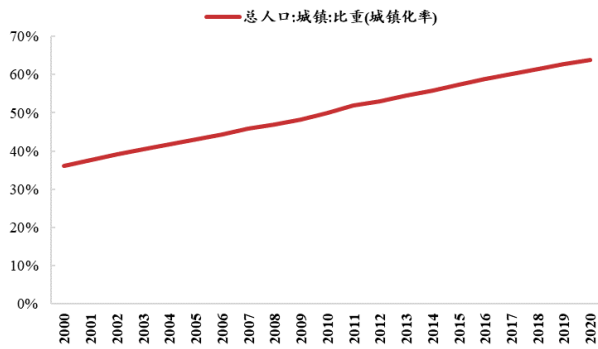
图 18. 总人口稳中有增



数据来源：Wind，财通证券研究所

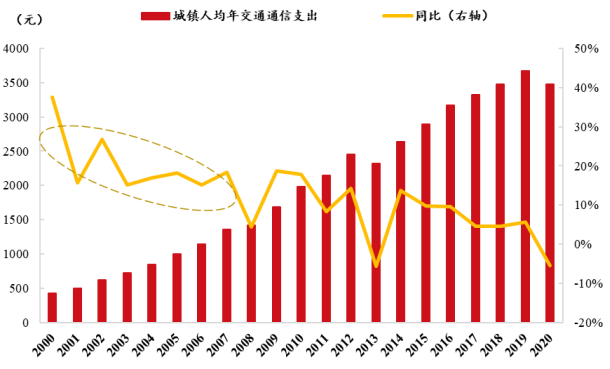


图 19. 城镇化率稳步提升



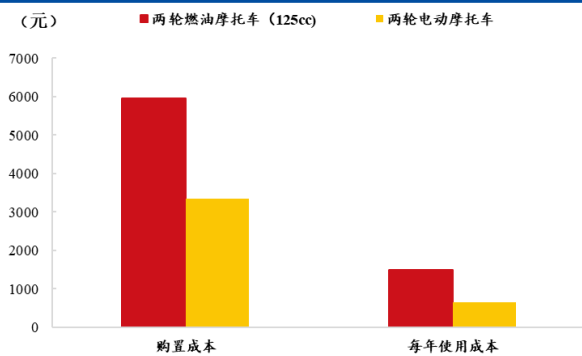
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图 20. 交通成本日益增长



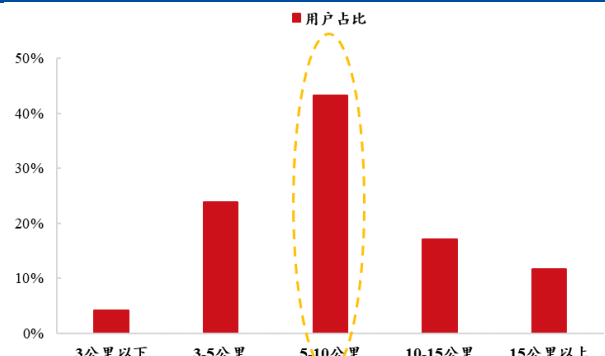
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图 21. 国内两轮电动摩托车与燃油摩托车成本对比



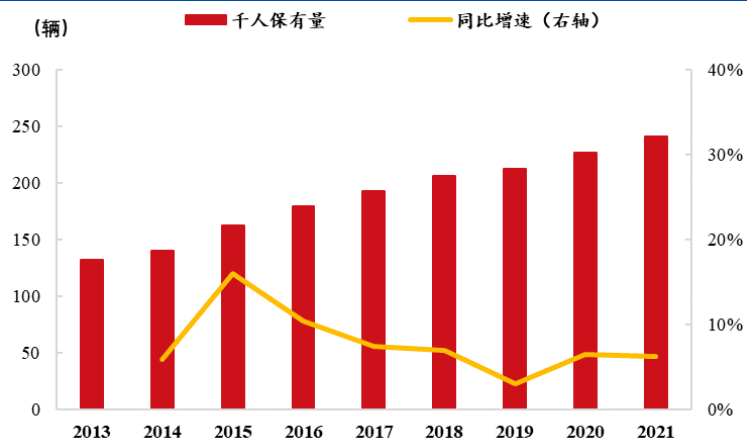
数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图 22. 国内两轮电动摩托车不同通勤距离占比



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图 23. 电动两轮车千人保有量稳步增长



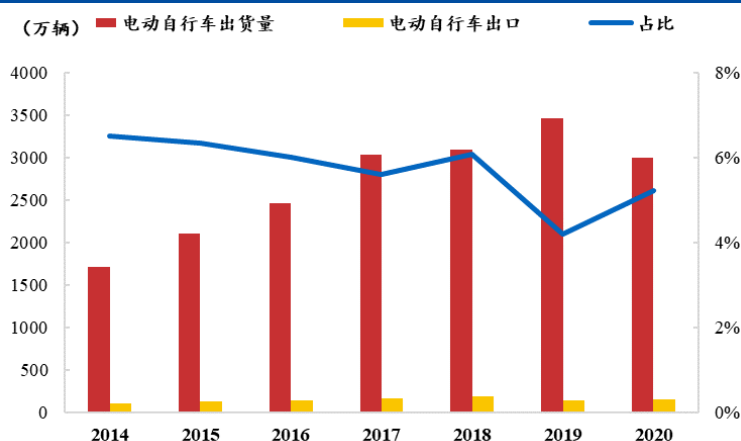
数据来源：中国自行车协会，国家统计局，财通证券研究所

### 3.3. 两轮车出口未来空间可期

#### 3.3.1. 电动两轮车出口占比尚小，有望出口发展中国家

根据沙利文数据，2020 年中国电动自行车出货量达 3002 万辆，电动自行车出口量达 156.78 万辆，占比仅为 5.22%，仍有较大提升空间。目前，东南亚部分国家已相继出台禁限摩政策，多个发展中国家或地区也出台了电动两轮车的鼓励政策。借鉴国内电动化替代进程，考虑到部分发展中国家的地理环境、经济增长趋势，电动两轮车出口具有广阔空间，有望成为未来行业盈利增长点。其中，雅迪已进驻越南建厂，并于 2019 年正式投产，规划年产能预计达 120 万辆。

图 24. 中国电动两轮车出口占比尚小



数据来源：中国海关，弗若斯特沙利文，华经产业研究院，财通证券研究所

表 7. 部分东南亚国家发布禁限摩政策

| 国家   | 限摩时间             | 主要内容                                                             |
|------|------------------|------------------------------------------------------------------|
| 泰国   | 2019 年 9 月       | 泰国交通部副次长称将会对摩托车限速，城区车速禁止超过 80km/h。                               |
|      | 2020 年           | 对于摩托车废气及二氧化碳排放消费税征收，变为按照二氧化碳排放量征收，共分为四个级别，分别按 3%、5%、9%、18%缴税。    |
| 马来西亚 | 2021 年 12 月 17 日 | 轻便摩托车、助动车、和个人微型交通工具禁止上路。满足 MS 2514 标准要求的电动自行车可以上路。               |
| 缅甸   | 2022 年 6 月 10 日  | 缅甸丹兑镇区城区内实行无限期禁摩政策。算上丹伦镇区及德拉镇区，丹兑镇区是第三个被无限期禁摩的镇区。                |
| 越南   | 2030 年           | 河内、海防、岘港、芹苴和胡志明市研究制定摩托车分区限行方案。5 个中央直辖市实现在 2030 年后，在部分地区限行或禁行摩托车。 |

数据来源：牛摩网，财通证券研究所



表 8. 各地区国家鼓励电动两轮车政策

| 所属地区 | 国家       | 政策内容                                                                    |
|------|----------|-------------------------------------------------------------------------|
| 南亚   | 印度       | 电动两轮车采用印六标准(与欧盟 6 级相同), 预计在未来几年将被印六标准第二阶段取代, 计划为电动两轮车 oem 推出电池更换新政策。    |
|      | 巴基斯坦     | 降低当地电动汽车 17% 的销售税至 1%, 以促进电动汽车的销售                                       |
|      | 孟加拉国     | 降低电动汽车(包括电动两轮车)注册和运营的复杂程度, 将摩托车注册费削减一半                                  |
| 东盟   | 泰国       | 当地公司在未来两年内采购外来资源时可以节约 90% 的进口关税                                         |
|      | 马来西亚     | 政府免除电动汽车(包括两轮车)的进口、消费税和道路税                                              |
|      | 印度尼西亚    | 政府启动了燃油两轮车转换为电动两轮车的项目, 并计划在未来几年建立电动汽车行业。                                |
| 南美   | 多个国家     | 主要的国家出台了销售折扣、进口税减免、交通许可豁免等新政策, 加快了电动汽车的渗透率。此外, 南美政府计划在未来几年引入公共充电设施      |
| 非洲   | 近 20 个国家 | 联合国环境规划署(UNEP)通过其全球电动交通项目, 帮助非洲国家引入积极的电动汽车政策, 近 20 个国家已将获得的部分资金用于车辆电气化。 |

数据来源: 各国家官网, 沙利文研究, 财通证券研究所

图 25. 雅迪越南河内工厂



数据来源: 新华网, 财通证券研究所

图 26. 越南北江基地

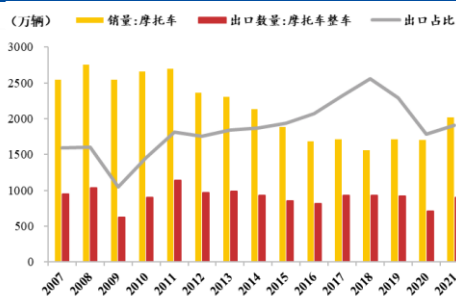


数据来源: 雅迪官网, 财通证券研究所

### 3.3.2. 燃油摩托车出口有望迎来广阔空间, 盈利能力向上

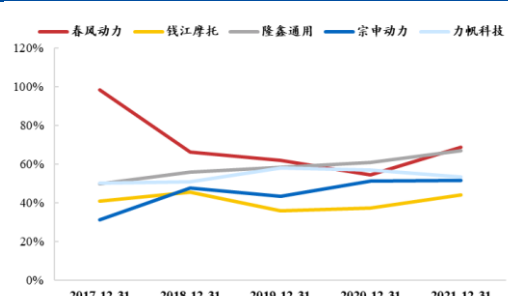
燃油摩托车出口占比高, 小排量占据绝对多数。随着国内各地陆续出台禁摩、限摩政策后, 行业销量持续下降, 出口占比逐步增长, 支撑摩托车行业发展, 2021 年摩托车出口量占比达 44%, 多个头部摩企的国外收入占比近 50%。根据摩托车商会, 2022 年 1-8 月中国两轮燃油摩托车出口销量中, 250cc 及以下的小排量摩托车占比达 95%, 小排量摩托车占据绝对多数。

图 27. 2007-2021 年摩托车出口量占比



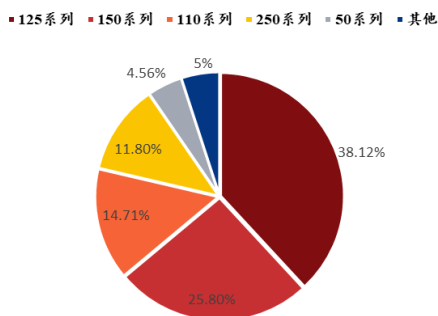
数据来源: Wind, 摩托车商会, 财通证券研究所

图 28. 部分上市摩托车企业国外收入占比



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 29. 2022 年 1-8 月不同排量两轮摩托车出口占比

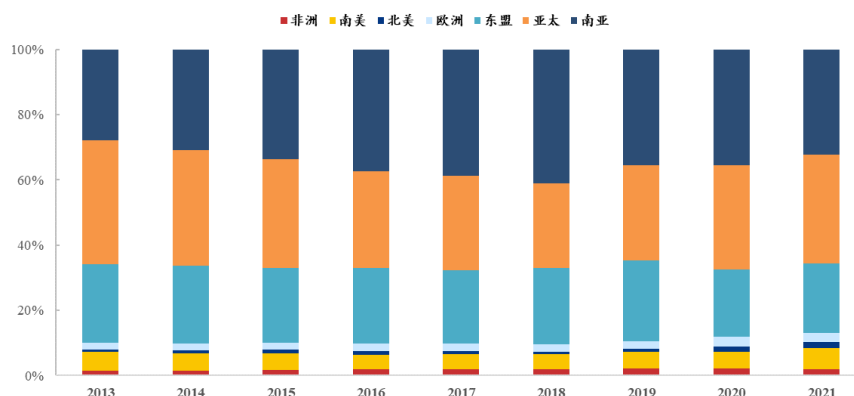


数据来源：摩托车商会，财通证券研究所

发展中国家两轮车市场出货量高位运行，具备较好的用户基础。全球两轮车市场出货量占比中，亚太（中国、日本）、南亚（印度、巴基斯坦、孟加拉国、尼泊尔）、东盟、南美居前四名。根据弗若斯特沙利文，2021 年亚太、南亚、东盟、南美两轮车出货量占比分别达 33.33%、32.18%、21.39%、6.55%，发展中国家两轮车市场可观。

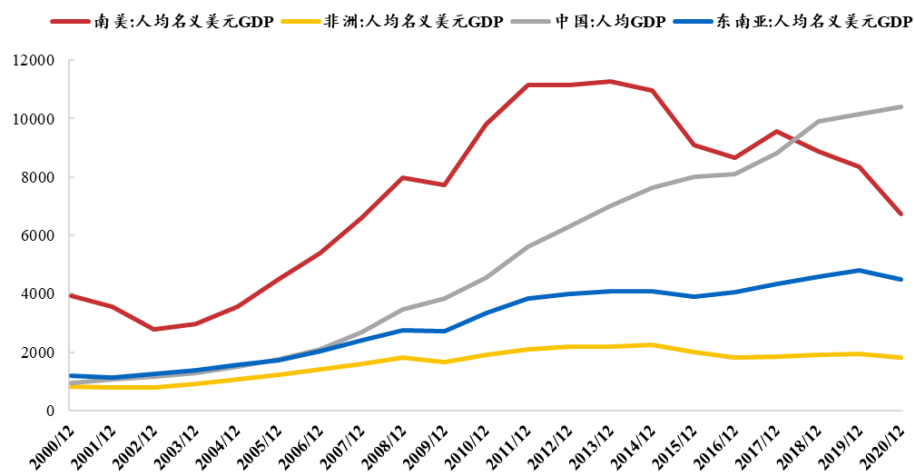
借鉴国内发展经验，收入增长助力摩托车出口需求提升、盈利能力向上。南美、非洲等发展中国家的经济发展较为落后、基础设施建设较差，摩托车因其灵活便利、成本低廉具备一定优势。借鉴国内发展经验，我们认为发展中国家人均收入增长将提振摩托车需求。在当前出口以小排量为主的背景下，消费升级有望驱动燃油摩托车行业盈利向上，出口有望继续助力行业发展。

图 30. 2013-2021 年全球不同地区两轮车出货量占比



数据来源：沙利文研究，财通证券研究所

图 31. 2001-2020 年中国、东南亚、南美、非洲人均名义美元 GDP 对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 4. 电动两轮车行业展望：2022-2025 年电动两轮车行业稳中有增

##### 4.1. 市场规模：2022-2025 年销量有望维持 8.37% 复合增长

综合考虑国内共享电单车投放、外卖、快递等新消费场景用车，以及自然换车需求、新国标政策下的换车需求、出口等因素，在疫情影响逐渐消退、原材料价格回落情况下，我们预计 2022-2025 年电动两轮车销量有望维持 8.37% 复合增长，电动两轮车销量分别达 5325、5763、6270、6778 万辆。

从销量结构来看，根据中汽协、弗若斯特沙利文数据，2021 年国内电摩与电轻摩合计出货量占比达 6.38%。我们假设 2022-2025 年电摩与电轻摩合计出货量占比逐步提升至 9%。基于此，我们预计 2022-2025 年电动自行车销量分别达 4952、5325、5756、6182 万辆，电动摩托车与电动轻便摩托车合计销量分别达 373、438、514、596 万辆。其中，电动摩托车销量分别为 205、241、283、328 万辆，电动轻便摩托车销量分别为 168、197、231、268 万辆。考虑各项单车价格后，我们预计 2022-2025 电动两轮车市场规模分别达 1237、1418、1636、1846 亿元。

**表 9. 市场空间测算假设总结**

|      |                                                              |
|------|--------------------------------------------------------------|
| 假设 1 | 假设 2022-2025 外卖骑手人数增长率为 10%，80% 的骑手购买新车（其余选择维修或二手车）          |
| 假设 2 | 2022-2025 快递配送人员复合增速为 15%，20% 的快递配送人员使用两轮电动新车（其余大部分是三轮车或二手车） |
| 假设 3 | 2022-2025 国内出口量在海外市场中占比逐步提升至 25%                             |
| 假设 4 | 存量两轮电动车已使用年限平均分布，绝大部分（85%）存量车到期有换新需求（其余维修、报废、二手车、闲置等）        |
| 假设 5 | 新国标政策对市场需求的提振约为 10%，2022-2025 新国标替换在存量替换占比中分别达 8% 9% 10% 11% |

数据来源：财通证券研究所预测

**表 10. 2022-2025 年电动两轮车市场需求预测**

| 单位：万辆   | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 共享电单车投放 | 100  | 250  | 382  | 495   | 550   | 633   | 800   |
| 外卖用车需求  | 531  | 468  | 597  | 624   | 686   | 755   | 831   |
| 快递用车需求  | 34   | 35   | 57   | 59    | 67    | 77    | 89    |
| 自然换车    | 2735 | 3043 | 3331 | 3639  | 3802  | 3947  | 4017  |
| 新国标换车   | 144  | 338  | 370  | 385   | 460   | 541   | 631   |
| 出口      | 145  | 166  | 124  | 123   | 198   | 317   | 410   |
| 市场规模合计  | 3690 | 4300 | 4860 | 5325  | 5763  | 6270  | 6778  |
| yoy%    | 3%   | 17%  | 13%  | 10%   | 8%    | 9%    | 8%    |

数据来源：沙利文研究，艾媒咨询，立鼎产业研究中心，国家邮政局，前瞻产业研究院，财通证券研究所预测

**表 11. 2022-2025 电动自行车、电动摩托车、电动轻便摩托车预测**

| 单位：万辆       | 2019  | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 电动两轮车市场规模   | 3690  | 4300  | 4860  | 5325  | 5763  | 6270  | 6778  |
| 电摩、电轻摩合计占比  | 5.06% | 5.35% | 6.48% | 7.00% | 7.60% | 8.20% | 8.80% |
| 电动自行车数量     | 3503  | 4070  | 4545  | 4952  | 5325  | 5756  | 6182  |
| 电摩、电轻摩销量合计数 | 187   | 230   | 315   | 373   | 438   | 514   | 596   |
| 电动摩托车数量     | 103   | 127   | 215   | 205   | 241   | 283   | 328   |
| 电动轻便摩托车数量   | 84    | 104   | 64    | 168   | 197   | 231   | 268   |

数据来源：沙利文研究，财通证券研究所预测

**表 12. 2022-2025 年外卖骑手用车市场需求预测**

| 单位：万人、万辆   | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 国内外卖骑手数量预测 | 1048 | 1108 | 1300 | 1430  | 1573  | 1730  | 1903  |
| 当年新增外卖骑手   | 281  | 61   | 192  | 130   | 143   | 157   | 173   |
| 需要换车骑手数量   | 664  | 584  | 746  | 780   | 858   | 944   | 1038  |
| 外卖换新车需求    | 531  | 468  | 597  | 624   | 686   | 755   | 831   |

数据来源：立鼎产业研究中心，财通证券研究所预测

**表 13. 2022-2025 年快递配送员用车市场需求预测**

| 单位：万人、万辆  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 快递人员数量预测  | 320  | 335  | 450  | 518   | 595   | 684   | 787   |
| 当年新增快递人员  | 20   | 15   | 115  | 68    | 78    | 89    | 103   |
| 需要换车快递员数量 | 170  | 175  | 283  | 293   | 336   | 387   | 445   |
| 快递换新车需求   | 34   | 35   | 57   | 59    | 67    | 77    | 89    |

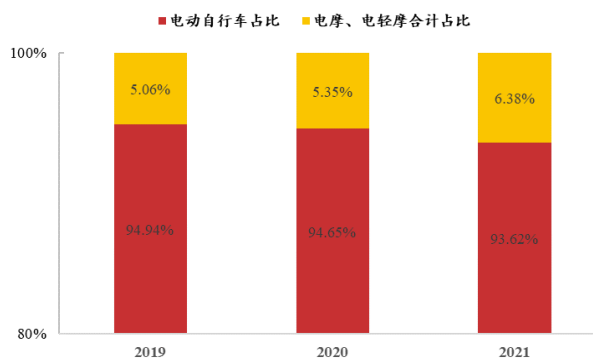
数据来源：国家邮政局，前瞻产业研究院，财通证券研究所预测

**表 14. 2022-2025 电动两轮车市场空间预测**

| 单位：亿元     | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 共享电单车市场空间 | 18   | 45   | 69   | 89    | 99    | 114   | 144   |
| 共享电单车（元）  | 1800 | 1800 | 1800 | 1800  | 1800  | 1800  | 1800  |
| 外卖用车市场空间  | 170  | 150  | 191  | 200   | 220   | 242   | 266   |
| 外卖用车（元）   | 3200 | 3200 | 3200 | 3200  | 3200  | 3200  | 3200  |
| 快递用车市场空间  | 11   | 11   | 18   | 19    | 22    | 25    | 28    |
| 快递用车（元）   | 3200 | 3200 | 3200 | 3200  | 3200  | 3200  | 3200  |
| 自然换车市场空间  | 547  | 609  | 666  | 773   | 855   | 937   | 1004  |
| 自然换车单价    | 2000 | 2000 | 2000 | 2125  | 2250  | 2375  | 2500  |
| 新国标新增市场空间 | 29   | 68   | 74   | 82    | 103   | 129   | 158   |
| 新国标新增单价   | 2000 | 2000 | 2000 | 2125  | 2250  | 2375  | 2500  |
| 出口市场空间    | 87   | 100  | 74   | 74    | 119   | 190   | 246   |
| 出口单价（元）   | 6000 | 6000 | 6000 | 6000  | 6000  | 6000  | 6000  |
| 合计        | 862  | 982  | 1092 | 1237  | 1418  | 1636  | 1846  |

数据来源：沙利文研究，艾媒咨询，立鼎产业研究中心，国家邮政局，前瞻产业研究院，财通证券研究所预测

图 32. 2019–2021 国内电动两轮车销量占比



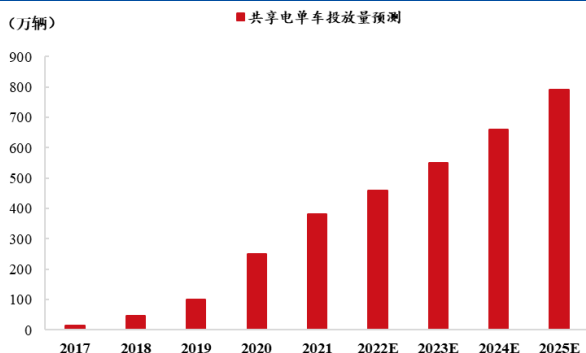
数据来源：沙利文研究，摩托车商会，财通证券研究所

## 4.2. 新消费场景助力行业发展

**即时配送需求驱动行业增长。**中国外卖市场保持高速发展，2020 年 12 月美团外卖当月活跃用户达 5698 万人。根据美团 2021 年度企业社会责任报告，当年在美团领取收入的外卖骑手达 527 万人，电动两轮车作为外卖行业依存度较高的交通工具，行业需求伴随外卖骑手数量的增加而扩大。同时，快递业务迅猛发展也对配送能力提出较高要求，而电动两轮车具备机动灵活、高性价比等优势，成为即时配送用车的首选，即时配送场景下用车强度高、折旧期短，行业需求日益提升。

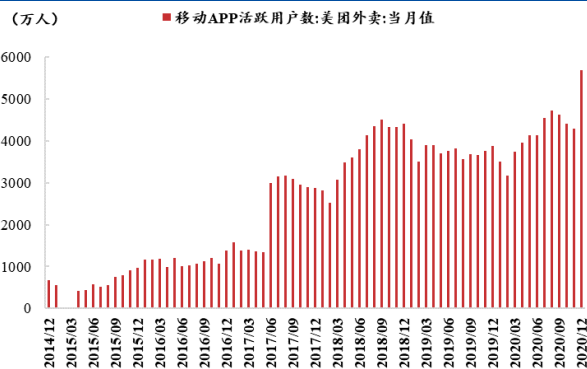
**共享电单车投放需求稳步增加。**从需求端来看，相比于共享单车，电单车可以更好地满足人们中短距出行需求。从供给端来看，共享电单车由于盈利能力更强，各大公司加大共享电单车的市场投放。根据艾媒咨询，2021 年国内共享电单车投放量达 382 万辆，考虑各大公司加大投放，我们预计 2021–2025 年共享电单车投放国内共享电单车投放规模自 495 万台增长至 792 万台，CAGR 达 20%。

图 33. 2022–2025 国内共享电单车投放量预测



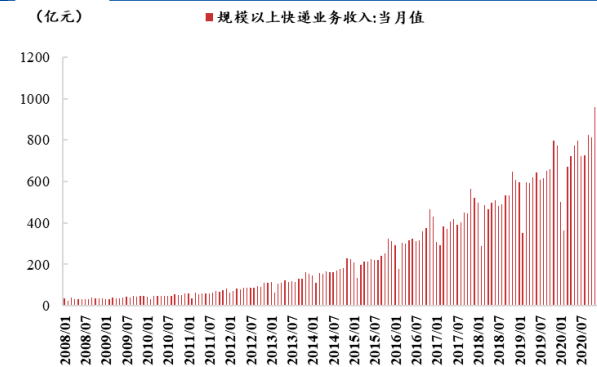
数据来源：艾媒咨询，财通证券研究所预测

图 34. 2014–2020 年美团月活用户数



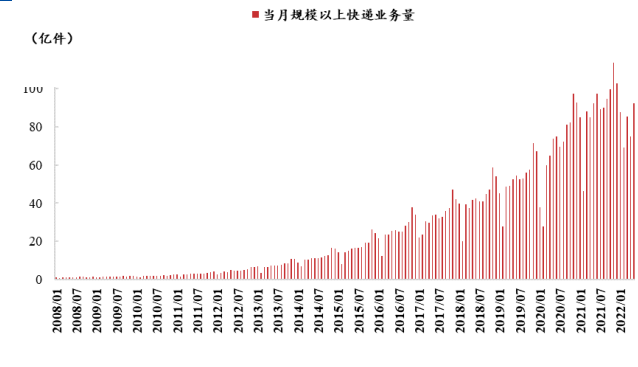
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 35. 规模以上快递业务收入快速增长



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 36. 规模以上快递量快速增长

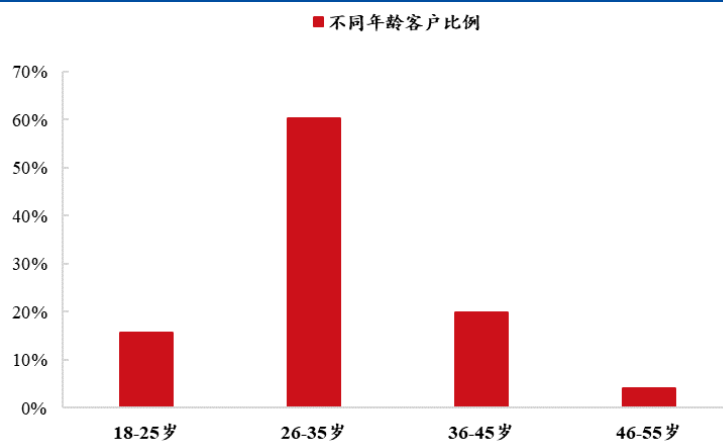


数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 4.3. 高颜值设计吸引年轻群体

根据《电动两轮车智能化白皮书》，电动两轮车客群呈现年轻化特点，其中 26-30 岁用户占比最高达 32%，且女性用户占比略高达 54%。我们认为电动两轮车高颜值、年轻化的设计，有利于持续拓宽年轻、女性等目标客户群体，更好支撑行业发展。

图 37. 电动两轮车车主年龄分布



数据来源: 艾瑞咨询, 财通证券研究所



图 38. 爱玛科技 YO 麦 M320



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 39. 爱玛科技 露娜 W390



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 40. 雅迪 cumi



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 41. 雅迪 E6



数据来源：公司官网，财通证券研究所

#### 4.4. 智能化趋势驱动行业产品力和盈利能力向上

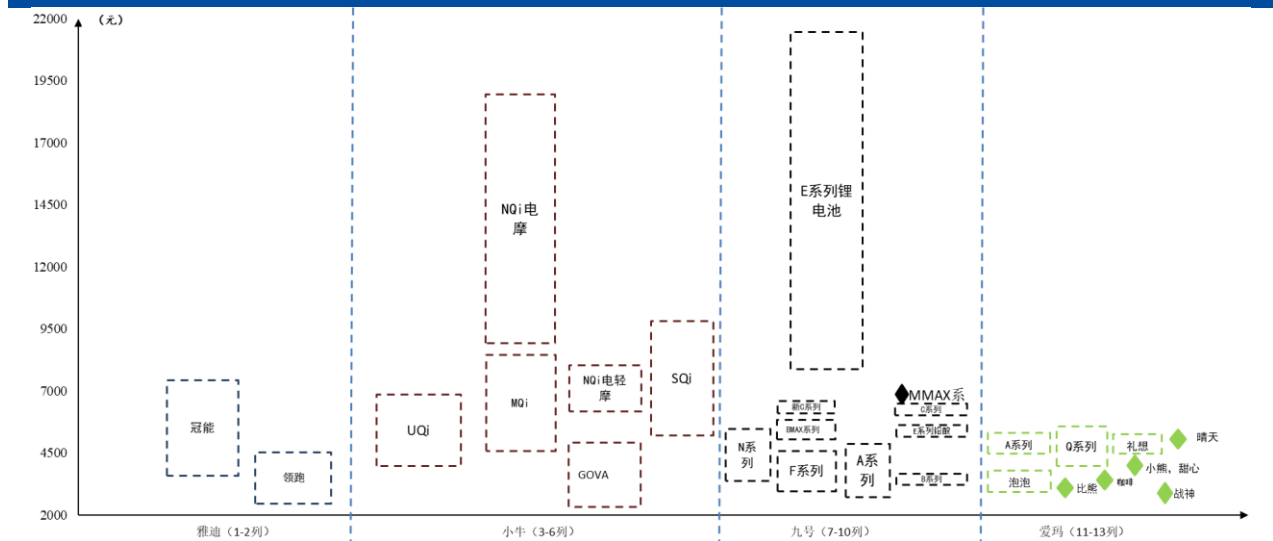
电动两轮车智能化趋势下，各厂商产品智能化功能持续迭代，推动产品力持续向上，改变对电动两轮车比较低端的固有认知，从而打开市场空间，实现量价齐升。其中，九号公司全系产品标配多项智能化功能，在众多厂商中表现突出。此外，爱玛引擎 MAX 系列、雅迪冠能系列、小牛的多系列产品，以及未来各家推出的钠电池两轮车，共同推动行业产品力和盈利能力向上。

表 15. 电动车两轮车部分智能化功能介绍

| 智能化功能     | 功能介绍            | 配备厂商                       |
|-----------|-----------------|----------------------------|
| 乘坐感应      | 坐垫具备感知能力        | 九号、小牛、雅迪(冠智)、雅迪(V-fly)     |
| 辅助推行      | 推车时得到低速安全助力     | 九号、小牛、雅迪(冠智)、雅迪(V-fly)     |
| 感应解锁      | 停车后快捷锁车，靠近车快捷解锁 | 九号、小牛、雅迪 V-fly 系列          |
| 紧急通知      | 意外事故会通知预设的紧急联系人 | 九号                         |
| 用车 APP    | 了解骑行数据、远程控车等    | 九号、小牛(可选)、雅迪(冠智)、雅迪(V-fly) |
| 整车 OTA 升级 | 在线更新优化新功能       | 九号、小牛(可选)、雅迪(冠智)、雅迪(V-fly) |
| 驻车感应      | 边撞放下则禁止开动       | 九号、小牛、雅迪(冠智)、雅迪(V-fly)     |

数据来源：各公司官网，九号公司招股书，财通证券研究所

图 42. 部分两轮车企业系列车型价格带分布

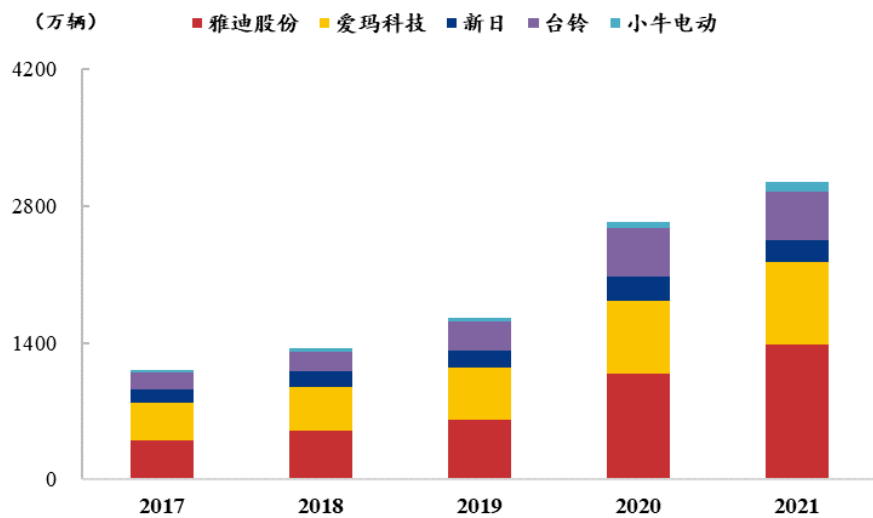


数据来源：公司官网，天猫旗舰店，财通证券研究所

#### 4.5. 行业集中度有望持续提升

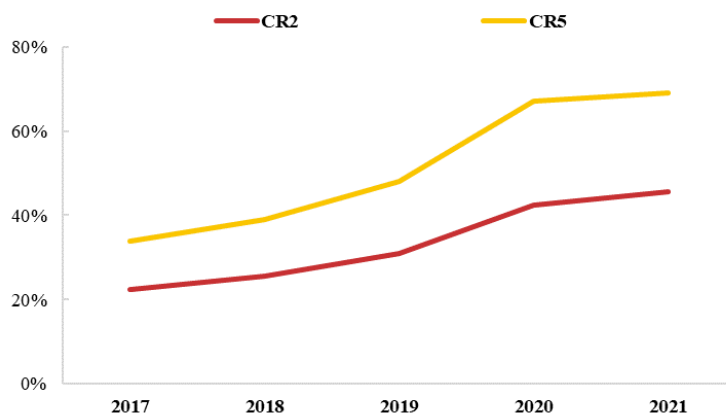
在政策趋严、产品力向上的趋势下，行业集中度不断提升，2017-2021 年 CR2 自 22%提升至 46%，我们认为龙头企业将在行业集中度提升中受益。借鉴兼具制造和消费属性、同为耐用消费品的空调行业，类似空调行业 2012 年左右的情况，行业 CR2 达 40%-50%，自 2012 年以来，行业 CR2 逐步提升。考虑到两轮车的用户体验及售后维修，线下渠道对于行业销售较为重要，2021 年美的与格力线下销售量市场份额达 68%，双寡头垄断格局凸显。同时，行业龙头在市占率提升中，盈利能力持续向上。借鉴空调行业发展经验，从终局来看，我们认为两轮车行业集中度仍有提升空间，行业盈利能力有望持续向上。

图 43. 2017-2021 部分车企两轮电动车销量



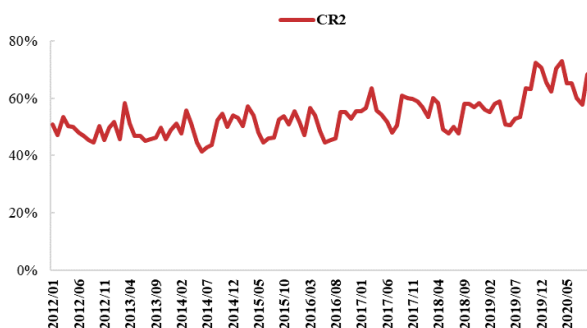
数据来源：各公司公告，财通证券研究所

图 44. 行业集中度持续提升



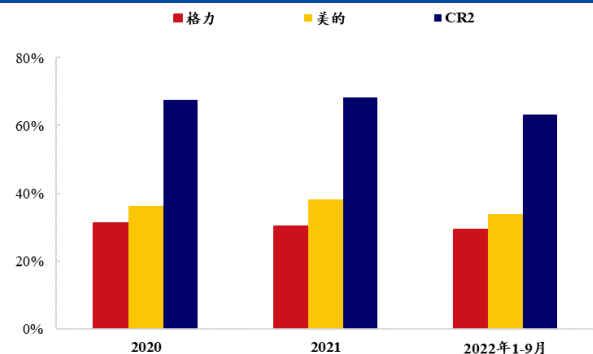
数据来源：弗若斯特沙利文，各公司公告，财通证券研究所

图 45. 2012-2020 空调行业 CR2 逐步提升



数据来源：Wind，财通证券研究所

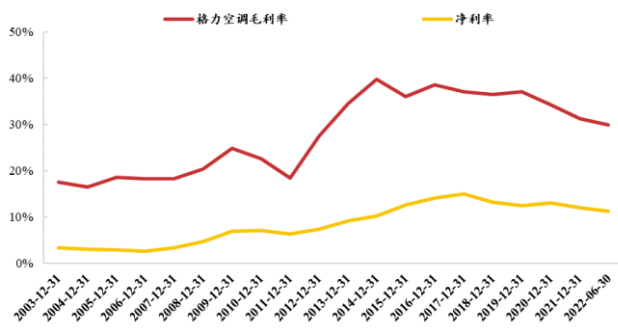
图 46. 双寡头垄断格局凸显



数据来源：奥维数据，财通证券研究所

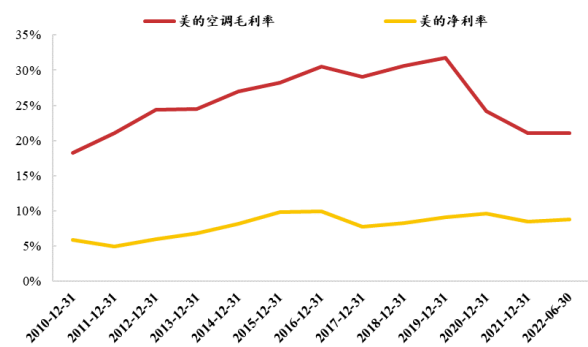


图 47. 格力空调业务毛利率及净利率情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 48. 美的空调业务毛利率及净利率情况



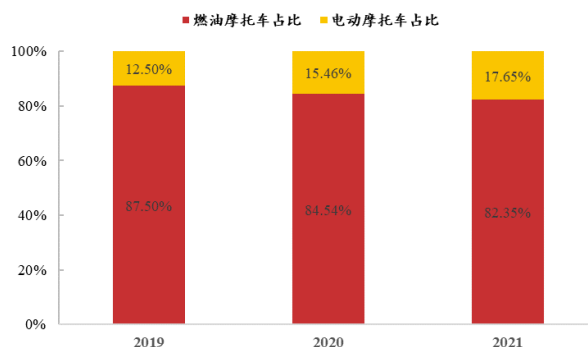
数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 5. 燃油摩托车行业展望：出口市场仍有发展空间

### 5.1. 市场规模：2022-2025 年销量复合增长率有望维持在 2.1%

根据沙利文数据，假设 2022-2025 全球摩托车市场增长率 2%，海外摩托车市场增长率 3%；假设 2021-2025 中国摩托车出口有望维持 8% 符合增长率，摩托车出口占比由 16% 逐步提升至 18%。考虑国内新能源摩托车兴起，东南亚、印度等国家摩托车电动化的趋势下，假设电动摩托车在总销量占比，以每年 2.5% 的速度逐步提升至 27.5%，我们预计 2022-2025 两轮燃油摩托车有望维持 2.1% 复合增长率。

图 49. 2019-2021 年国内摩托车电动化率



数据来源：中汽协，财通证券研究所

表 16. 2022-2025 燃油摩托车市场空间预测

| 单位：万辆     | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 二轮摩托车出口量  | 676    | 709    | 897    | 969    | 1047   | 1131   | 1221   |
| 二轮摩托车国内销量 | 844    | 775    | 888    | 897    | 906    | 915    | 924    |
| 二轮摩托车销量合计 | 1519   | 1484   | 1785   | 1866   | 1953   | 2045   | 2145   |
| 电动化率      | 12.50% | 15.46% | 17.65% | 20.00% | 22.50% | 25.00% | 27.50% |
| 燃油摩托车市场合计 | 1353   | 1251   | 1475   | 1512   | 1543   | 1575   | 1609   |
| yoy%      | -3%    | -8%    | 18%    | 3%     | 2%     | 2%     | 2%     |

数据来源：中国摩托车商会，statistics，沙利文研究，财通证券研究所预测

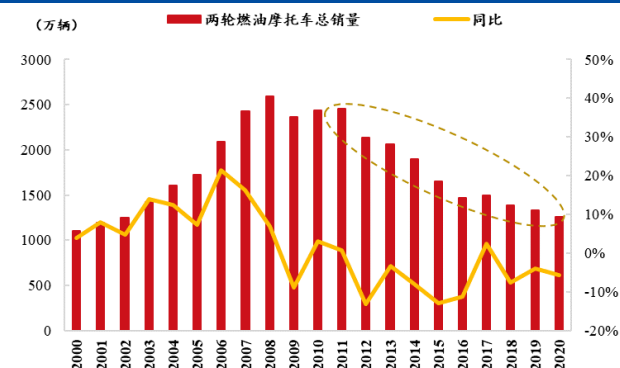
### 5.2. 两轮摩托车总销量见顶回落，中大排量高增长

国内两轮摩托车总销量自 2011 年以来呈现下行趋势。但是从结构来看，2011 年-2020 年中大排量摩托车销量自 0.72 万辆增长至 20.06 万辆，CAGR 达 39.48%，中大排量摩托车实现高速增长。

收入增长、娱乐需求成中大排量摩托车发展基础。随着国内人均 GDP 的不断增长，2010-2020 年国内两轮摩托车平均排量（销量加权）从 109cc 左右增长至

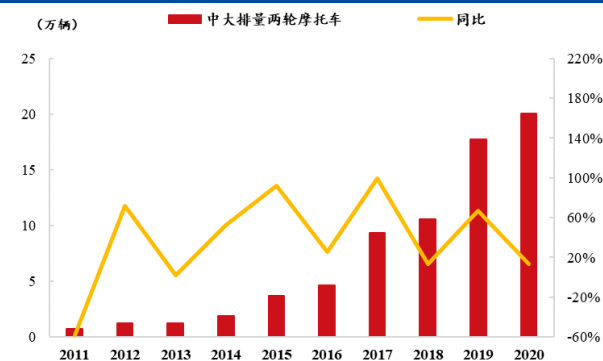
接近 130cc。中大排量摩托车具有外形炫酷、动力强劲等特点，较强的娱乐性属性对年轻消费群体具有较强吸引力，支撑中大排量摩托车行业实现高速增长。

图 50. 两轮摩托车总销量见顶回落



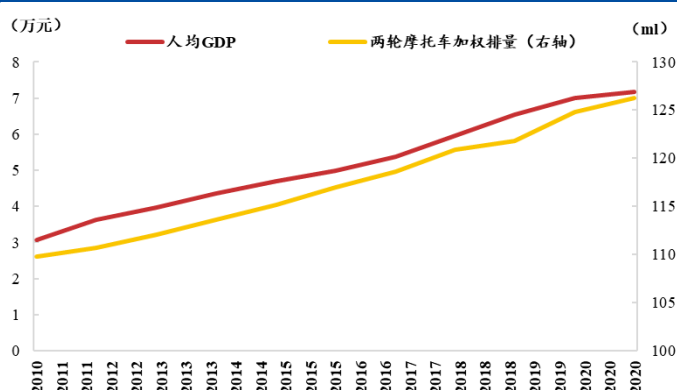
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 51. 中大排量摩托车高速增长



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 52. 2010-2020 国内两轮摩托车加权排量与人均 GDP



数据来源: 中汽协, Wind, 财通证券研究所

图 53. 春风动力 1250TR-G



数据来源: 春风动力官网, 财通证券研究所

图 54. 哈雷戴维森 软尾系列 Breakout



数据来源: 哈雷官网, 财通证券研究所



图 55. Shineray-xy650



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 56. senke-sk300t



数据来源：公司官网，财通证券研究所

表 17. 中大排量燃油摩托车动力强劲

| 车型名称  | 香帅重机 XS800 旅行者 XS800-2F | 春风 CF1250TR-G    |
|-------|-------------------------|------------------|
| 排量    | 800cc                   | 1250cc           |
| 最大功率  | 45kw/7000rpm            | 105kw/8500rpm    |
| 最大扭矩  | 72 Nm /5500 rpm         | 120 Nm /7000 rpm |
| 整备质量  | 332kg                   | 304kg            |
| 极速    | 160km/h                 | 220km/h          |
| 价格    | 61800 元                 | 99980 元          |
| 缸数（个） | V 型双缸                   | 双缸               |
| 冲程    | 四冲程                     | 四冲程              |
| 冷却方式  |                         | 水冷               |
| 供油方式  | 电喷                      | 电喷               |

数据来源：牛摩网，财通证券研究所



## 6. 相关上市公司

### 6.1. 雅迪控股 (1585.HK)

2021 年公司实现营收 269.87 亿元，同比+39.27%，实现净利润 13.69 亿元，同比+43.04%，实现扣非后归母净利润 10.82 亿元，同比+49.34%。公司主营业务为产、研、销电动两轮车及相关配件，主要产品线包含冠能系列、VFLY 系列、经典系列等。

**公司历史沿革：**2001 年 11 月雅迪科技集团有限公司成立；2015 年 12 月雅迪电动车产品出口全球 66 个国家；2016 年 5 月雅迪集团在香港成功上市，同年 11 月成功研制出闪电摩托，时速高达 352 公里；2017 年雅迪电动车全球销量突破 406 万台，位居行业首位；2018 年全球销量率先突破 503 万台；2019 年成功研制出寿命长、续航远、充电快的雅迪石墨烯电池，同年八月上榜 2019 年中国民营企业 500 强，同年 12 月连续三年蝉联全球销量冠军；2020 年 12 月销量达 1000 万台；2021 年 10 月雅迪换电系列发布，迈入换电时代，同年 12 月重庆永川年产百万台电动车生产基地投产；2022 年 6 月冠能 3 全球首发。

图 57. 雅迪控股历史沿革



数据来源：wind，公司官网，财通证券研究所

## 6.2. 爱玛科技（603529.SH）

2021 年公司实现营收 153.99 亿元，同比+19.33%，实现归母净利润 6.64 亿元，同比+10.94%，实现扣非后归母净利润 6.16 亿元，同比+20.00%。公司前身为天津泰美车业成立于 1999 年，并于 2004 年进军电动自行车行业，经过多年发展公司稳居电动两轮车行业龙头。

公司主营业务为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车的研发、生产及销售。公司通过对“爱玛”品牌的塑造与推广、供应链的整合以及营销网络的管理，在全国建立了较为系统而全面的营销网络。截至 2022 年 7 月，公司共有经销商超过 2000 家。公司主要产品包括 Q 系列（YO 麦 M320）、A 系列（米格 A303）、F 系列（劲霸 F692）等。

**公司历史沿革：**1999 年爱玛科技成立；2006 年正式进入电动车行业；2008 年迅速开拓市场，推行专营专卖；2009 年股份制改造，4S 终端模式；周杰伦正式成为品牌代言人；河南爱玛全资子公司成立；2011 年设立广东爱玛子公司，推进本地化发展战略格局；2012 年设立江苏爱玛子公司及浙江爱玛子公司；2015 年出口国际市场，获得欧盟认证；欧洲旗舰店在瑞士开业，迈向全球化；行业率先取得电动摩托车生产准入资质；2021 年爱玛第 5000 万辆电动车下线；6 月 A 股主板上市。

图 58. 爱玛科技历史沿革



数据来源：wind，公司官网，财通证券研究所

### 6.3. 小牛电动 (NIU.O)

2021 年公司实现营收达 37.05 亿元, 同比+51.56%, 实现扣非后归母净利润达 1.77 亿元, 同比+21.12%。作为全球领先的智能城市出行解决方案提供商, 小牛电动成立于 2014 年, 于 2018 年在纳斯达克上市。

公司成立于 2014 年, 目前已推出小牛电动 NQi、MQi、UQi、RQi、TQi、GOVA、YQi 多个系列电动自行车、电动摩托车和周边文化产品 NIU POWER, 以及专业户外运动自行车 NIU AERO、电动助力车 BQi、电动滑板车 KQi 等。

**公司发展历程:** 小牛电动成立于 2014 年, 是全球智能城市出行解决方案提供商, 2016 年 8 月小牛开始进入欧洲市场。2018 年 10 月小牛电动于纳斯达克上市。2021 年 10 月, 小牛电动全球用户累计骑行里程突破 100 亿公里。

图 59. 小牛电动发展历程



数据来源: wind, 公司官网, 财通证券研究所

#### 6.4. 九号公司（689009.SH）

2021 年公司实现营收 91.46 亿元,同比+52.36%,实现归母净利润 4.11 亿元,同比+458.84%,实现扣非后归母净利润 2.56 亿元,同比+399.76%。公司成立于 2012 年,旗下包含 Ninebot 九号与 Segway 赛格威两大品牌,拥有核心专利 2000 余项,是专注于智能短交通和服务类机器人领域的创新企业。

公司主营业务为各类智能短程移动设备的设计、研发、生产、销售及服务。经过多年的发展,公司产品已形成包括智能电动平衡车、智能电动滑板车、智能服务机器人等品类丰富的产品线。公司作为专注于智能短交通和服务类机器人领域的高新技术企业,在相关领域拥有或申请中的国内外专利达千余项。公司主流产品包括九号电动 Max、九号电动 F、九号电动 Bmax 等多款电动自行车;九号电动 E200P MK2、九号电动 E110L、九号电动 N 等多款电动摩托车,以及滑板车、机器人、全地形车等产品。

**公司发展史:** 1999 年 7 月赛格威于美国创立;2002 年 11 月第一批 Segway PT 在亚马逊网址开售;2012 年 4 月九号公司成立于北京;2014 年 8 月获小米、红杉等资本注资;2015 年 4 月收购 Segway;2017 年 8 月九号公司 C 轮融资;2018 年联合美团发布 Segway 配送机器人 S1;2019 年发布配送机器人 S2、X1 及智能共享滑板车 T60;2020 年上海证券交易所科创板上市。

图 60. 九号公司历史沿革



数据来源: 公司官网, 财通证券研究所

## 6.5. 春风动力 (603129.SH)

2021 年公司实现营收 78.61 亿元,同比+73.71%,实现归母净利润 4.12 亿元,同比+12.78%,实现扣非后归母净利润 3.55 亿元,同比+13.85%。公司成立于 1989 年,开始进军水冷发动机领域,经过几十年发展,成为专注于大排量水冷动力技术研发制造的国家级高新技术企业。

公司主营业务为全地形车,摩托车及后市场用品的研发,制造和销售。公司始终坚持走产、学、研相结合的开发理念,自主研发了国内第一款 650cc 大排量街车、国内第一款 800cc 大排量全地形越野车。公司先后获得 962 项专利(境内专利 817 项、海外专利 145 项);拥有境内商标 179 项、境外商标(含港澳台)362 项;先后参与起草了 5 项有关全地形车的国家标准。自主知识产权的 35 种车型和 12 个系列发动机,参与起草了《全地形车制动性能要求和试验方法》等 6 项国家标准的制定。

图 61. 公司发展历程



数据来源:公司官网,财通证券研究所

## 6.6. 钱江摩托（000913.SZ）

2021 年公司实现营收 43.09 亿元,同比+19.29%,实现归母净利润 2.38 亿元,同比-0.80%,实现扣非后归母净利润 1.85 亿元,同比-3.45%。钱江摩托是吉利集团旗下以摩托车整车和发动机以及关键零部件研发、制造为主业的企业。

公司拥有钱江摩托、Benelli、Keeway、KSR 四大摩托车品牌,产品涵盖 110cc 普通代步车到 1130cc 高档大排量赛车等全系列摩托车。钱江摩托获得“中国驰名商标”、“中国名牌”等多个国家级荣誉。公司拥有“国家级企业技术中心”、“国家认可检测中心”、“国家摩托车及零部件外贸转型升级基地企业”、浙江省首批“重点企业研究院”等称号。

**公司发展史:** 1985 年 1 月公司前身浙江温岭摩托车总厂成立; 2000 年 12 月第 100 万摩托车下线; 2005 年 10 月收购意大利百年品牌 BENELLI; 2016 年 6 月吉利成为钱江控股股东; 2019 年 6 月与 Harley Davidson 达成战略合作; 2020 年 10 月与 MV Agusta 签署战略合作协议, 获得其在中国唯一代理经销权; 2021 年 2 月打造趣驾出行的产品定制与用户运营平台。

图 62. 钱江摩托历史沿革



数据来源: 公司官网, 财通证券研究所

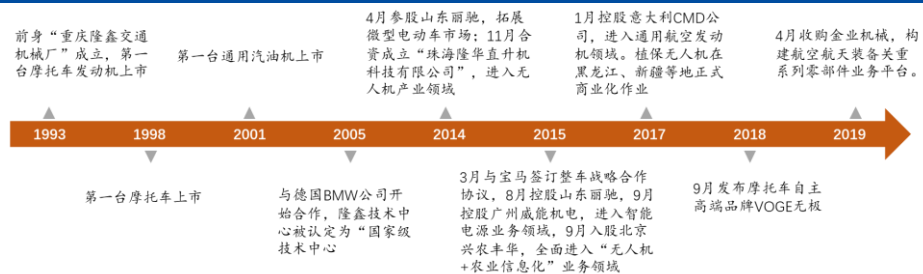
## 6.7. 隆鑫通用 (603766.SH)

2021 年公司实现营收 130.58 亿元，同比+25.11%，实现归母净利润 3.85 亿元，同比-19.82%，实现扣非后归母净利润 0.84 亿元，同比-76.06%。

公司主要产品包括发动机(道路用发动机和非道路用发动机)、摩托车、发电机组(小型家用发电机和大型商用发电机组)、微型电动车、无人机、汽车零部件等业务。公司形成发动机、通机、摩托车、新能源机车的产业集群。公司旗下的“隆鑫”、“劲隆”品牌均为中国驰名商标，“隆鑫”品牌还获得中国名牌、中国出口名牌称号。

**公司发展历程：**1993 年前身“重庆隆鑫交通机械厂”成立，第一台摩托车发动机上市；1998 年第一台摩托车上市；2001 年第一台通用汽油机上市；2005 年与德国 BMW 公司开始合作，隆鑫技术中心被认定为“国家级技术中心；2007 年隆鑫通过摩托车国家安全技术免检认证；2012 年 8 月在上海证券交易所成功挂牌上市；2014 年 4 月参股山东丽驰，拓展微型电动车市场，11 月合资成立“珠海隆华直升机科技有限公司”，进入无人机产业领域；2015 年 3 月与宝马签订整车战略合作协议，8 月控股山东丽驰，9 月控股广州威能机电，进入智能电源业务领域，9 月入股北京兴农丰华，全面进入“无人机+农业信息化”业务领域；2017 年 1 月控股意大利 CMD 公司，进入通用航空发动机领域。植保无人机在黑龙江、新疆等地正式商业化作业；2018 年 9 月发布摩托车自主高端品牌 VOGE 无极；2019 年 4 月收购金业机械，构建航空航天装备关键系列零部件业务平台。

图 63. 隆鑫通用历史沿革



数据来源：公司官网，财通证券研究所



## 7. 风险提示

**行业竞争加剧风险。**近年来，随着行业的规范发展和竞争秩序的优化，众多小规模企业退出市场，行业竞争焦点在于领先企业之间的竞争，具体体现为在提升产品性能、扩大服务覆盖的同时不断降低销售价格，竞争难度提升。

**产品研发风险。**随着消费者消费意识的提升及消费升级的趋势愈发明显，消费者对电动两轮车的需求呈现出时尚化、智能化、网联化的特征，这就要求电动两轮车生产企业不断对消费需求的趋势进行研究和预判，持续进行产品创新和技术研发，推出具有新造型、新功能的新车型以满足用户不断升级的消费需求。

**局部疫情波动对于公司生产经营的影响。**我国各地采取多种手段防控疫情，但新局部新冠疫情的反复，可能对当地生产企业的生产、物料流通等经营活动会受到不同程度的负面影响，公司的采购、生产及销售发货可能会被波及。

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。