厚积薄发：行业质变进行时，利润池持续扩容

汽车行业两轮车子行业专题报告丨2022.8.24

中信证券研究部

李子俊
汽车及零部件分析师
S1010521080002

尹欣驰
汽车及零部件行业首席分析师
S1010519040002

李景涛
汽车及零部件行业联席首席分析师
S1010520120003

王诗宸
汽车及零部件分析师
S1010522030006

武平乐
汽车及零部件分析师

核心观点

在长期持续营销投入、渠道升级、产品革新之下，借助新国标带来的管理规范契机，电动两轮车行业已实现快速的格局集中；通过品牌建设、产品优化和产业链价值分配重构，头部和新势力企业正逐步摆脱单一价格竞争，将引领行业变革、拓宽盈利空间。我们判断在 3 年维度，雅迪爱玛 Top2 份额将超过 70%，小牛、九号等新势力品牌共计占 15%左右细分市场；ASP 提升和盈利能力优化将是主线逻辑。推荐完整产品矩阵及盈利弹性强的电动两轮车龙头——雅迪控股、爱玛科技；高端及智能产品线见长的两轮造车新势力——小牛电动、九号公司。

- **格局持续优化，业绩&估值仍有上升空间。**新国标实施以来，长尾企业迅速出清，电动两轮行业格局加速整合，预计 2022 年雅迪、爱玛合计市占率接近 60%。伴随行业集中度提高，龙头企业资金优势不断扩大，进而积极研发推动产业升级，一方面进一步促进行业集中，一方面提升行业竞争壁垒，带动行业整体升级。受业绩提升预期的推动，3 月以来行业内公司股价表现良好，但行业估值水平仍处相对低位。我们认为，一方面单车净利润水平仍有进一步提升空间，另一方面头部企业纷纷开始出海&扩大产品品类，后续业绩成长和估值提升仍有增长空间。

- **长期广宣+渠道建设，奠定品牌溢价提升基础。**对电动两轮车行业营销历史进行复盘，我们认为高强度、长时间的广宣投入带来品牌认知和产品溢价的正反馈。2004-2018 年，行业营销以代言人策略为主，头部企业通过明星效应迅速在行业发展初期建立品牌认知，2018 年以来，伴随自媒体兴起，行业积极拥抱新媒体、营销策略实现多元化升级。与此同时，行业内门店装潢和销售人员能力提升，渠道考评指标更加多元合理，显著提升了购车体验和品牌辨识度，减少了低质低价竞争，推动了行业 ASP 提升。多年深耕营销&渠道，品牌效应初步显现，我们认为未来电动两轮有望复制安踏、李宁等企业的品牌升级路径，实现品牌力和单车 ASP 的再突破。

- **产品力升级是溢价提升的决定因素。**新国标施行以来，一车一票政策落地和监管趋严，从成本端限制落后企业野蛮生长，行业竞争进入研发投入、产品升级驱动的良性循环，研发反哺产品力的时代已来。与此同时，头部企业紧盯消费者需求痛点，提升产品续航水平、智能化水平，严格管控产品质量，通过差异化摆脱价格战桎梏，开发宝妈车、老人车，挖掘电动两轮消费新需求。综合产品力的提升，是增强消费者付费意愿、提高企业盈利能力的核心因素。此外，2021 年底雅迪收购上游电池厂，标志着头部企业产业链整合拉开序幕，预计将进一步缓解电池采购压力，提升产业链议价能力，实现产品端“品牌宣传-渠道扩张升级-产品力增强”和供应链端“上下游把控力增强-上下游扩展-产业链价值分配改善”双循环共同驱动，引领行业摆脱单一的恶性价格竞争，有望追求更高的产品溢价和盈利空间。

- **百亿利润池、竞争新格局形成，产品出海&品类拓展挖掘增量市场。**“新国标”、疫情、外卖等多重因素共同助推，近年来行业空间持续提升，我们认为电动两轮将于 2025 年左右进入 5000-6000 万辆销量的二阶稳态。在这一过程中，通过行业企业在广宣、渠道、产品多方面的努力，行业 ASP 与净利率有望持续提升，预计行业利润池将于 2025 年突破百亿元，雅迪、爱玛合计市场份额将达到 70%+，九号小牛两家新势力及其他品牌合计占据 15%左右的细分市场。与此同时，头部企业加快产品出海和品类拓展进程，争相布局海外渠道，并在轻量化、差异化、高度智能化、重型化等产品品类拓展方向不断突破，在巩固存量市场的同时不断挖掘新的市场增量，行业仍有增长空间。

S1010522080002

联系人：简志鑫

风险因素：产品升级市场接受度不及预期、单车净利润提升不及预期、产品出海表现不及预期；行业上下游整合不及预期；格局优化不及预期。

投资策略：受产品升级、品牌力提升、产品结构优化、产业链价值分配重构等多种因素影响，单车利润和盈利能力上升趋势将不断延续，预计 2022/25 年行业 ASP 将分别达到 2050/2500 元，净利润率分别达到 7%/8%，对应行业净利润 69/110 亿元，较 2021 年增长 76%/181%。随着电动两轮行业产业链和市场成熟度不断提升，新国标加速行业出清并刺激存量替换需求，预计未来 2-3 年行业将实现量价齐升，并在 2025 年进入二阶稳态市场，年销量达 5000-6000 万辆，我们判断头部企业和新势力公司能最大程度享受行业发展红利。我们建议关注两大投资机会：1. 以雅迪控股、爱玛科技为代表的，拥有全品类产品矩阵，充足渠道布局的两轮车龙头企业；2. 以九号公司、小牛电动为代表的，通过差异化产品和强研发效率切入市场的造车新势力。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
雅迪控股	1585.HK	15.62	0.53	0.73	0.92	1.20	29	21	17	13	买入
爱玛科技	603529.SH	56.23	1.62	2.49	3.24	4.13	35	23	17	14	买入
九号公司-WD	689009.SH	45.80	5.77	11.13	18.95	29.03	8	4	2	2	买入

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
小牛电动	NIU.O	6.11	0.45	0.39	0.82	1.25	14	16	7	5	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2022 年 8 月 24 日收盘价（雅迪控股计价单位为港元，小牛电动计价单位为美元，汇率分别为 0.8715、6.8388）

汽车行业

评级　　强于大市（维持）

目录

格局持续优化，龙头盈利提升超预期 6
长期广宣+渠道建设，奠定品牌溢价提升基础 8
广宣持续投入，营销方案升级 8
门店升级体验优化，渠道考核多元化 11
产品力升级，价值量&溢价提升 14
性能&售后铸就产品力基石 14
产品设计、定位、细分铸就产品力长板 16
品牌影响向产业链辐射，价值分配格局深入调整 18
百亿利润池，海外&产品拓展贡献新增量 19
参考空调行业，电动两轮市场有望形成龙头&新势力格局 21
产品出海+品类拓展，市场增量新方向 22
风险因素 27
投资策略 28

插图目录

图 1：2016-2022E 电动两轮车行业格局 6
图 2：2021 年电动两轮车行业格局 6
图 3：行业良性循环示意图 7
图 4：中国电动两轮车企业数量（单位：家） 7
图 5：2020-2022H1 雅迪控股单车净利润（元） 7
图 6：2021-2022Q2 爱玛科技单车净利润（元） 7
图 7：2019-2022 年雅迪、爱玛历史 PE 8
图 8：2013-2021 年头部公司广宣费用（单位：亿元） 8
图 9：Chnbrand/益普索品牌知名度排行 9
图 10：2005-2018 雅迪、爱玛营销策略梳理/核心事件百度指数梳理 10
图 11：中国互联网用户获取信息的形式分布变化 10
图 12：2019-2022 头部电动车企业创新营销策略梳理 11
图 13：2019-2021 头部公司门店数量（单位：家） 11
图 14：爱玛门店升级前装潢情况 12
图 15：爱玛门店升级后装潢情况 12
图 16：2020-1H22 雅迪爱玛销量结构变化 12
图 17：爱玛新渠道考核标准 12
图 18：雅迪渠道考核标准变化 13
图 19：2010-2021 年李宁毛利净利变化 14
图 20：产品单价与溢价率对比 14
图 21：爱玛大数据项目产品开发流程图 16
图 22：爱玛科技线上发布新品车型“袋鼠车” 16
图 23：小牛电动用户粘性/溢价能力 17
图 24：牛油群体带来极强圈层效应 17
图 25：2021 年主要电动车品牌智能化平均评分 17
图 26：九号智能化应用 17
图 27：小牛 UQI+超能磁吸效果图 18
图 28：小牛电动改装车 18
图 29：天猫双十一饮料预售榜 top6 品牌 18
图 30：2021 年淘宝+天猫饮料品牌销量情况 18
图 31：雅迪收购南都华宇和长兴南都电池生产公司 19
图 32：四款两轮电动车企产业链价值分配对比 19
图 33：产品端-供应链端良性循环图 19
图 34： 2013-2021 雅迪、爱玛、新日净利润（单位：亿元） 19
图 35：1998-2025E 电动两轮车行业规模以上企业销量（单位：万辆） 20
图 36：2008-2015 年国内空调销量 21
图 37：空调行业扩张期典型渠道模式 21
图 38：2016-2021 电动两轮头部公司经销商数量（单位：家）和市占率对比图 22
图 39：2010-2015 年空调龙头企业市场份额变化 22
图 40：东南亚/南亚各国“限油换电”政策 23
图 41：2008-2019 年东南亚国家摩托车注册总量（百万辆） 23
图 42：2006-2030E 全球主要电踏车市场销量及变化情况(万辆) 23

图 43：雅迪西班牙品牌发布会（2022 年 6 月） 24
图 44：雅迪入驻法兰克福 2022 年欧洲车展（2022 年 7 月） 24
图 45：电动自行车品类拓展方向 24
图 46：小牛 SQI 跨骑式电动自行车海报 25
图 47：镁铝合金车架及轮毂 25
图 48：爱玛 H7-TT 电动三轮 25
图 49：爱玛 Q3 电动三轮 25
图 50：雅迪电动智能滑板车 26
图 51：小牛电动智能滑板车 26
图 52：全球服务机器人销售额/YOY 26
图 53：中国服务机器人销售额/YOY 27

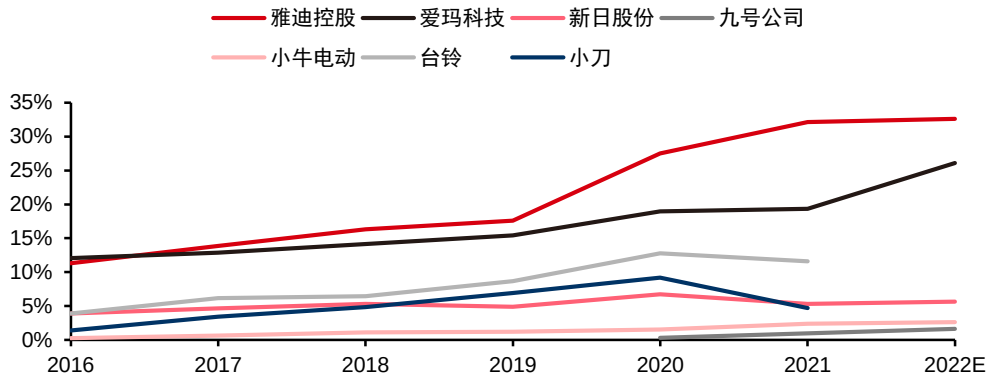
表格目录

表 1：冠能系列车型性能 15
表 2：主流车企核心产品售后质保期 15
表 3：2020-2021 年行业 ASP 测算 20
表 4：行业规模以上企业利润空间测算 20
表 5：两轮车板块重点跟踪公司盈利预测 28

格局持续优化，龙头盈利提升超预期

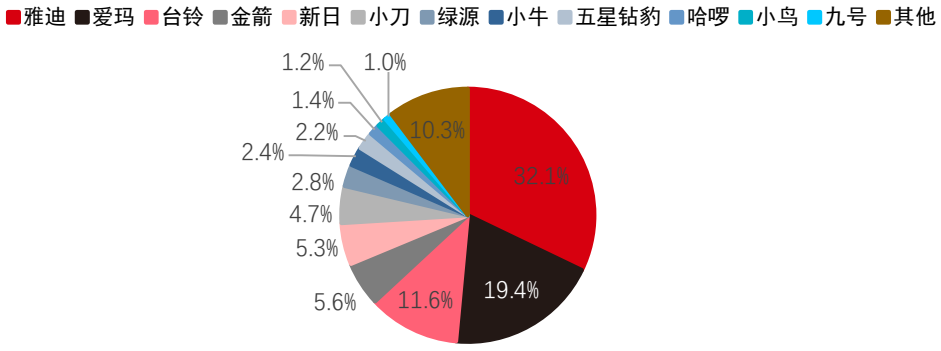
行业格局继续整合，雅迪、爱玛占据 6 成份额。“新国标”制定以来，行业迅速出清，全国 CR3 已经从 2017 年的 27%提升至 2021 年的 67%。2022 年以来，在电动两轮车总需求继续提升的背景下，行业集中度继续保持上升，当年雅迪、爱玛合计市占率有望达到 6 成。2021 年行业内 9 家百万级企业的合计市占率为 86%。我们认为，行业已逐渐进入格局集中的新阶段。

图 1：2016-2022E 电动两轮车行业格局



资料来源：各公司官网，中信证券研究部预测

图 2：2021 年电动两轮车行业格局



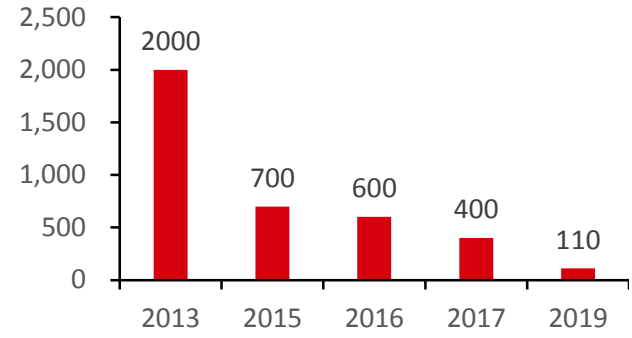
资料来源：各公司官网，中信证券研究部测算

龙头企业带领产品升级，行业供给上移扩大品牌优势。“新国标”对电动两轮车质量、性能有了更严格的要求，“一车一票”政策基本杜绝了作坊式企业不合规行为，这些政策在成本端限制了尾部企业的野蛮生长，推动行业格局出清，集中度不断提高。而伴随行业集中度提高，龙头企业资金优势不断扩大，进而积极研发推动产业升级，预计行业未来将会持续向高端消费群体渗透，上移趋势一方面将吸引更多更高端的消费群体，另一方面提升龙头企业的品牌效应和行业门槛，形成行业集中度提升、产业升级、龙头利好、行业进一步集中的良性循环。

图 3：行业良性循环示意图

资料来源：中信证券研究部

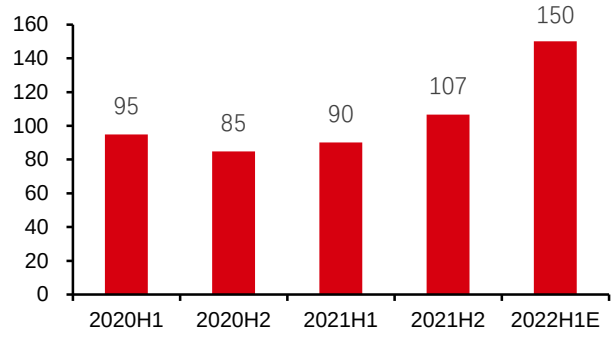
图 4：中国电动两轮车企业数量（单位：家）



资料来源：中国自行车协会官网，中信证券研究部

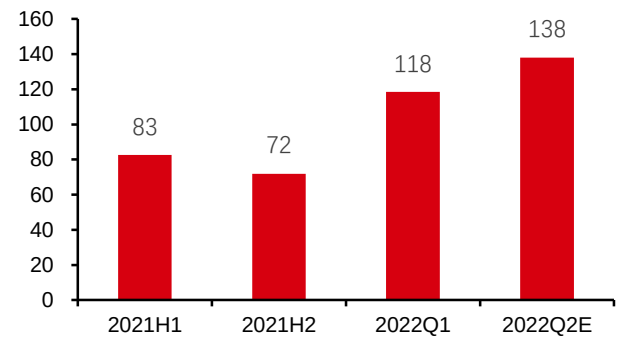
受益于产品结构优化，行业头部企业单车净利润提升超预期。7 月 13 日爱玛发布业绩预增公告，1H22 实现归母净利润 6.90 亿元，同比+120%；7 月 14 日雅迪发布正面盈利预告，1H22 净利润同比增速不低于 50%。行业两大龙头净利润均实现高速增长。据此测算，雅迪 1H22 单车净利润约 150 元，爱玛 2Q22 单车净利润约 138 元，均实现同环比大幅增长，超出此前市场预期。我们认为，除终端提价带来的盈利能力修复外，产品结构整体升级是行业盈利能力提升的主要推动力。而通过媒体营销、渠道升级、性能提升等多方面共同造就的品牌力提升，是行业整体进阶，从“低配”到“标配”的核心驱动。

图 5：2020-2022H1 雅迪控股单车净利润（元）



资料来源：雅迪控股公告，中信证券研究部

图 6：2021-2022Q2 爱玛科技单车净利润（元）



资料来源：爱玛科技公告，中信证券研究部

行业公司 3 月以来股价表现良好，主要来自于业绩预期的提升，估值水平仍然不高。复盘雅迪控股 2020 年 3 月到 2022 年 3 月股价：第一阶段，2020 年 3 月到 2021 年 1 月，基于公司的快速渠道扩张和由此带来的业绩加速提升，叠加巨大市场预期差，公司股价快速提升；第二阶段，2021 年 1 月到 2022 年 3 月，刨除大盘因素，由于生产端大宗原材料价格上涨，终端需求增速和企业盈利下滑，企业盈利能力增长空间受到质疑，股价回落，在这一阶段完成上市的爱玛科技也因同样的原因估值持续下滑；2022 年 3 月以来，随着产品结构优化顺利、原材料压力缓解，头部企业 ASP 和单车净利润同步提升，业绩预期重回上升通道，在 7 月中旬业绩预告之后，估值开始有上移趋势。我们认为，一方面单车净利润水平仍有进一步提升空间，另一方面头部企业纷纷开始出海&扩大产品品类，后续业绩成长和估值提升仍有增长空间。

图 7：2019-2022 年雅迪、爱玛历史 PE

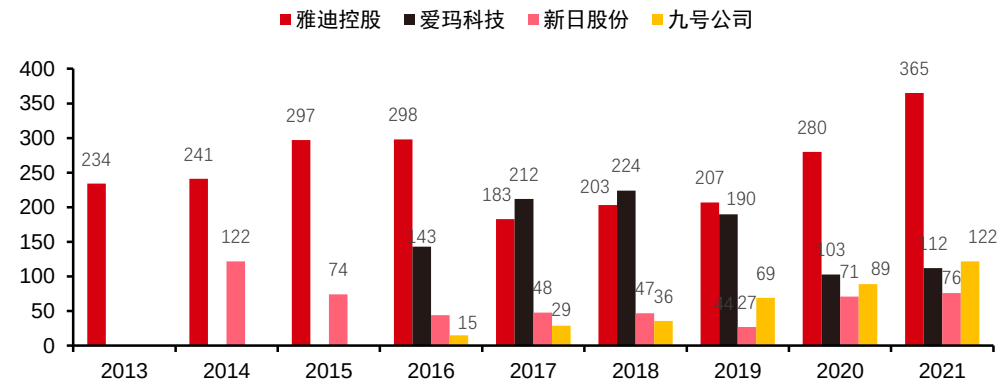
资料来源：Wind，中信证券研究部　注：PE 采用 TTM 方式计算，故市场业绩预期的提升无法充分反映

长期广宣+渠道建设，奠定品牌溢价提升基础

广宣持续投入，营销方案升级

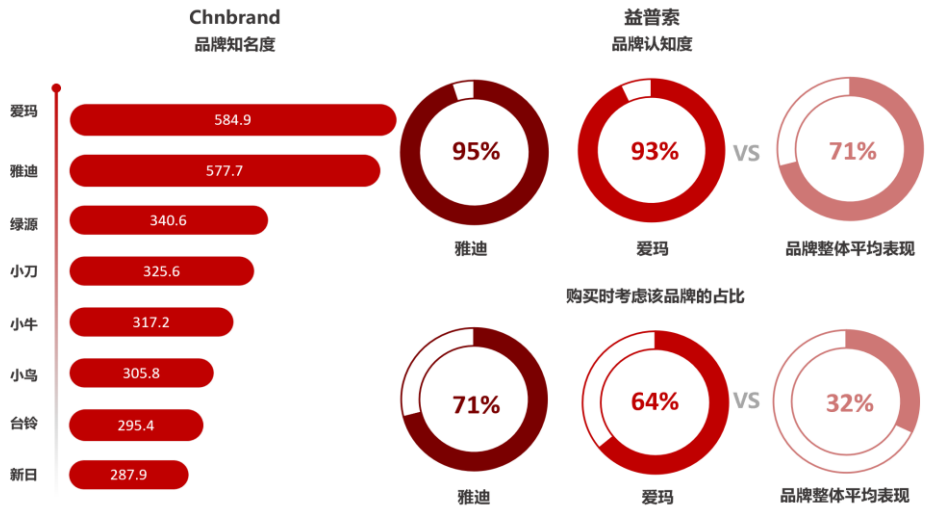
持续广宣费用高投入奠定品牌溢价基础。2013 年以来，雅迪、爱玛等头部企业长期保持高品牌营销投入力度，雅迪 9 年累计广宣费用达 23.08 亿元，年平均投入 2.56 亿元；爱玛 6 年累计广宣费用达 9.84 亿元，年平均投入 1.64 亿元。多年深耕营销宣传带来品牌知名度的正反馈，根据权威评级机构 Chnbrand 发布的 2022 年中国电动两轮车品牌知名度排行榜，爱玛、雅迪分别以 584.9、577.7 领军电动两轮车行业。根据益普索发布的电动两轮竞争力报告，雅迪爱玛品牌认知度分别达 95%、93%，远高于 71%的行业平均水平。同时，除了对企业自身带来的形象收益外，高营销投入也有利提升行业竞争门槛，带动行业整体形象升级，提升产品定价话语权。

图 8：2013-2021 年头部公司广宣费用（单位：亿元）



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

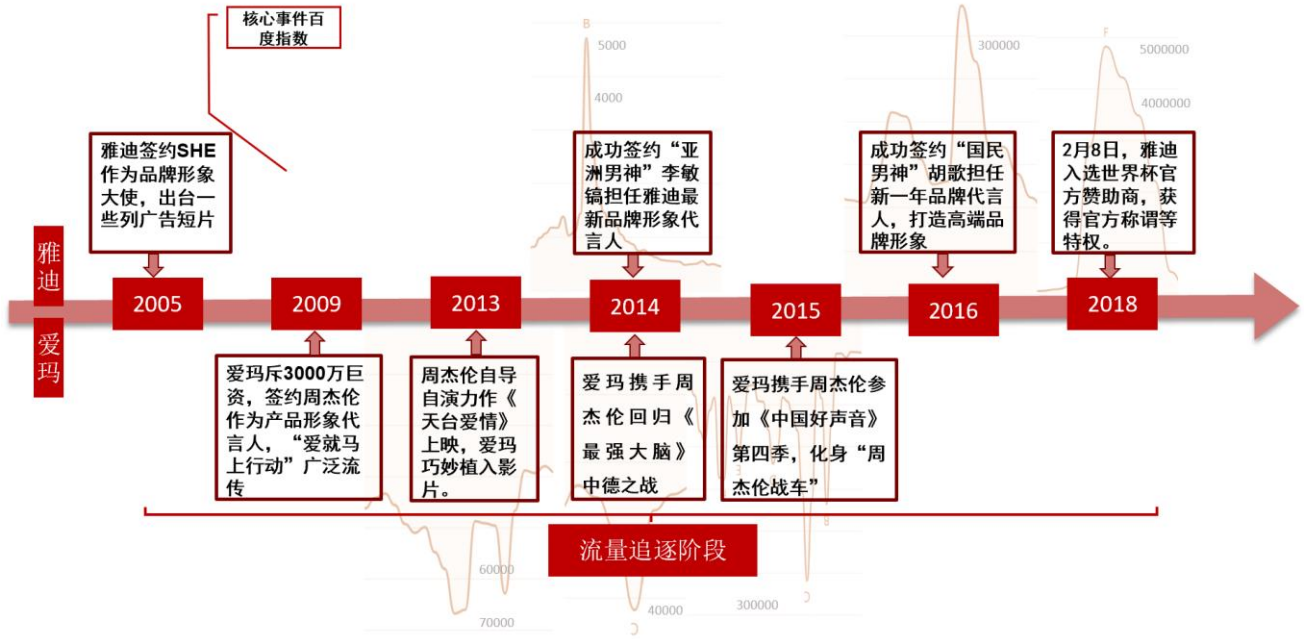
图 9：Chnbrand/益普索品牌知名度排行



资料来源：Chnbrand，益普索官网，中信证券研究部

签约代言人是行业早期营销主流方案。2005 年-2018 年，行业核心营销手段以明星代言为主，但具体打法各有不同。以雅迪为例，产品代言人选择紧跟时下热度，2014 年签约依靠《继承者们》爆火的李敏镐为品牌形象代言人，2016 年签约胡歌，该季度“胡歌”的百度指数受《琅琊榜》影响超过 300000。爱玛则走与优质顶流长期合作的路线，2009 年至今，不断续约周杰伦作为品牌代言人，并通过与周杰伦深度绑定携手参加多款综艺，实现自身品牌形象升级和受众群体维护。在行业发展前早期，代言人战略可以帮助公司快速建立良好的公司形象，迅速收获公众对品牌的认知，有效助力行业头部企业与一般品牌拉开差距，但也有受众群体有限的缺点。

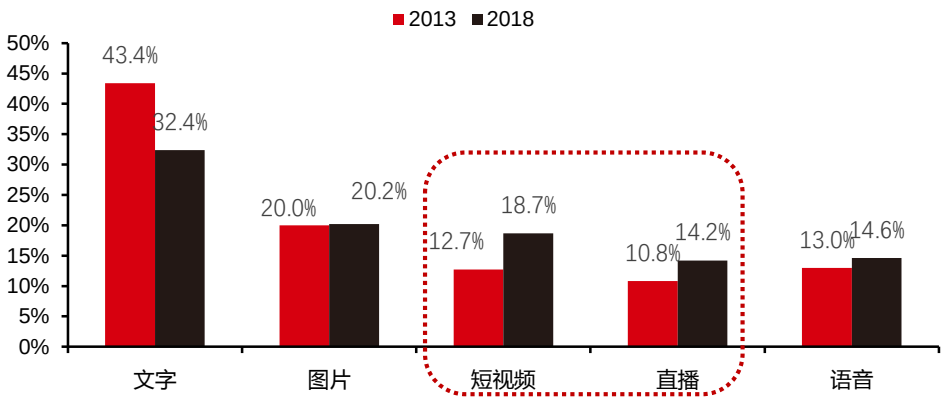
图 10：2005-2018 雅迪、爱玛营销策略梳理/核心事件百度指数梳理



资料来源：雅迪、爱玛公司官网，百度指数，中信证券研究部

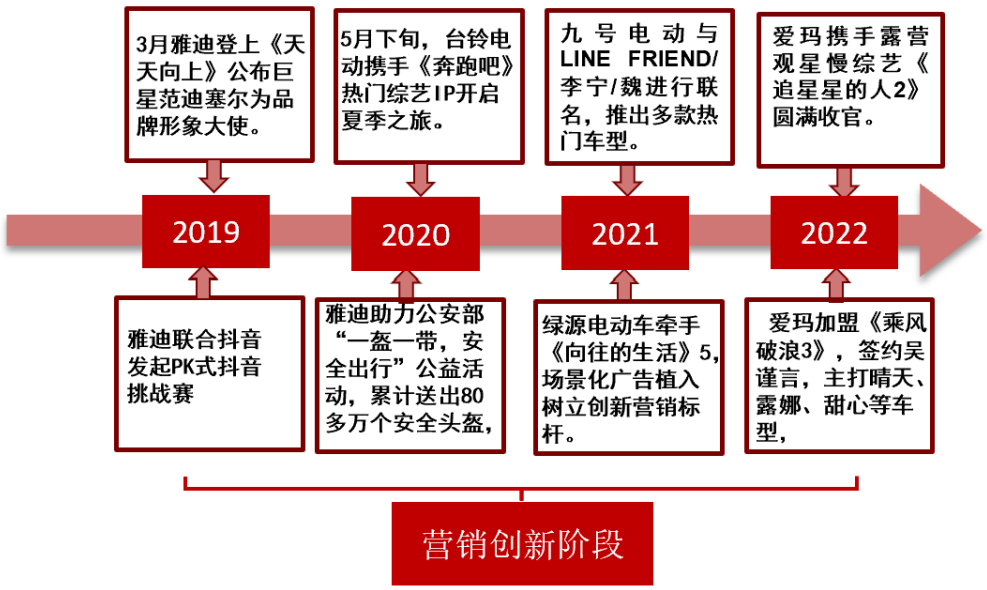
随着自媒体行业深度发展及传统媒体相对式微，电动两轮营销策略多元化升级。2013-2018 年，中国互联网用户获取信息的形式分布发生巨大变化，短视频、直播等自媒体渠道占比提升，文字图片等传统渠道占比下降，电动两轮车营销模式开始引入数字营销、KOL 种草营销、热门 IP/节目联动等新方案。雅迪通过赞助天天向上，发起抖音挑战赛，携手公安部开展公益宣传等途径，积极拥抱新型营销，实现品牌年轻化。爱玛、台铃、绿源通过赞助热播综艺，以“媒企合作”模式进行场景化广告植入，并配合热搜、短视频制作等手段，推行全渠道营销的整体解决方案。九号电动则与李宁、魏牌进行 IP 联动，打造智能化、潮流化品牌认知。新的营销策略丰富了广告受众人群，综艺节目植入等方案相比代言人也更加温和，潜移默化影响受众认知，进一步推动行业产品的推广。

图 11：中国互联网用户获取信息的形式分布变化



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 12：2019-2022 头部电动车企业创新营销策略梳理

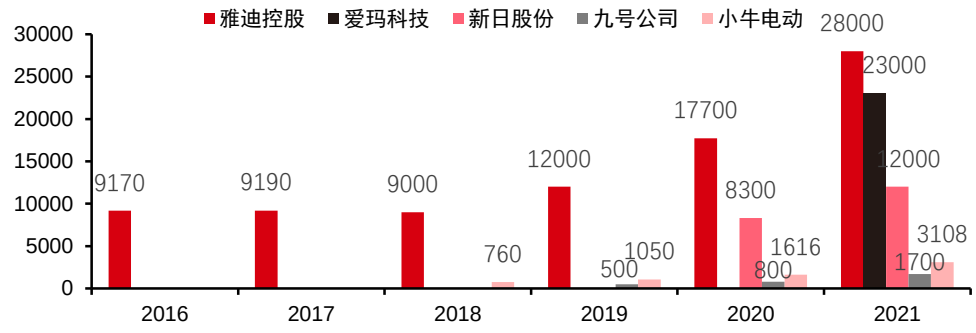


资料来源：各公司官网，各公司微信公众号，中信证券研究部

门店升级体验优化，渠道考核多元化

线下门店升级，购车体验改善。在加速扩展门店，抢占尾部企业出清以及行业扩容带来的新市场空间的过程中，头部品牌开始同步进行门店装潢升级和销售人员规范化培训。如雅迪开始对专卖店进行统一风格的设计和装修，并通过增加店面监督员、对销售人员进行统一话术培训等措施提升服务质量。爱玛则对门店形象、功能进行统一升级，并通过推广明星导购/店长可行的营销经验、邀请专家对导购/店长进行营销技能培训和经验指导，提升门店工作人员的专业程度、营销与业务水平。门店升级和格式统一增强了企业辨识度，有助于行业摆脱管理混乱的传统认知；规划范培训则有助于消费者体验升级，增强付费意愿。

图 13：2019-2021 头部公司门店数量（单位：家）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 14：爱玛门店升级前装潢情况

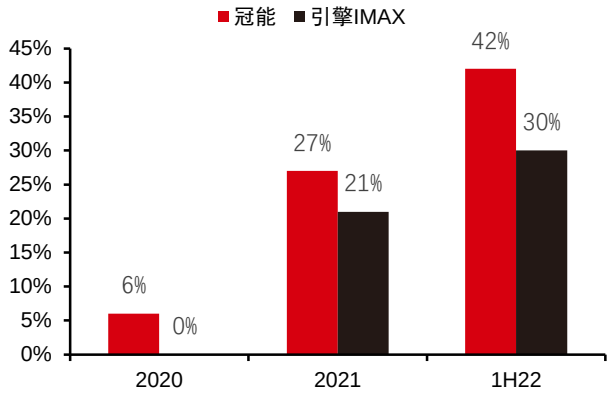
资料来源：枣庄大众网

图 15：爱玛门店升级后装潢情况

资料来源：爱玛科技官网

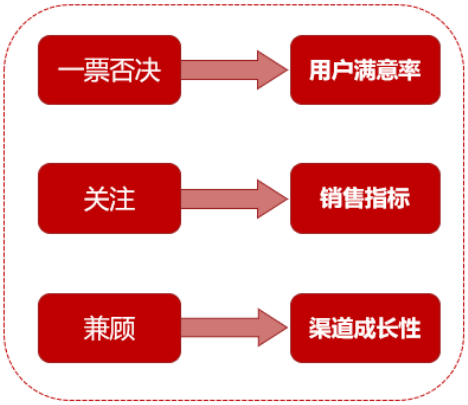
摆脱数量桎梏，渠道网点考评指标调整。行业早期的考评指标以数量导向型为主，廉价通路车在终端销售结构中占比较大，产品种类繁多但设计粗糙，区分度差，挤占了行业整体的利润空间。2021 年以来，多家行业龙头调整考评指标，对产品设计定义、售后服务等有了更高追求。雅迪通过监控门店终端销售量，销售总监重点考察店效、销售结构等一系列变革经销商考评机制的方法，提升门店盈利水平。爱玛科技将用户投诉率放在考评首位并一票否决，同时关注渠道业务和经营技能成长性，兼顾销售指标，致力于提升门店服务水平和用户体验。根据公司公告和我们测算，1H22 雅迪冠能中高端系列的销量占比从去年 27%提升至 42%，爱玛引擎 Max 系列销量占比从去年的 21%提升至 30%，是推动企业 ASP 和净利润提升的重要因素。

图 16：2020-1H22 雅迪爱玛销量结构变化



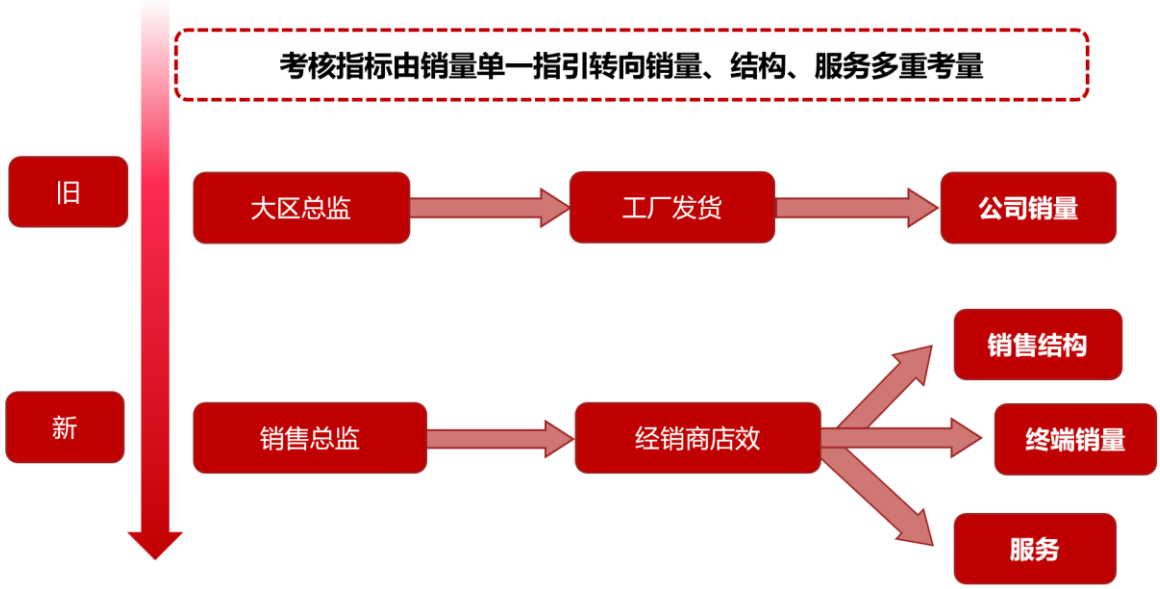
资料来源：各公司公告，中信证券研究部测算

图 17：爱玛新渠道考核标准



资料来源：爱玛科技年报，中信证券研究部

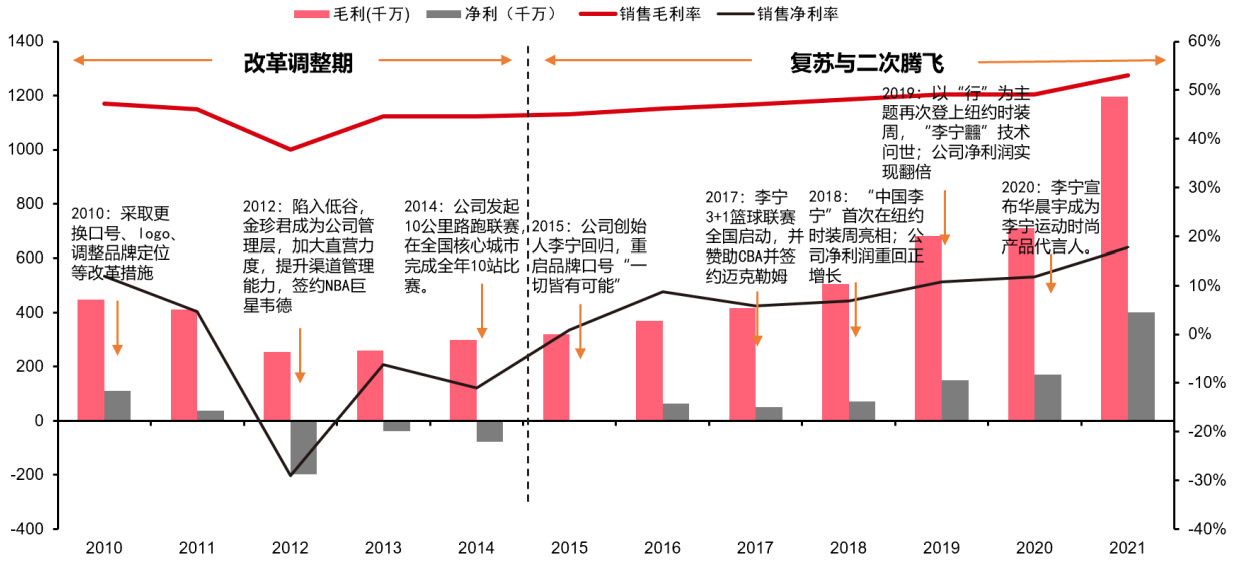
图 18：雅迪渠道考核标准变化



资料来源：雅迪控股公告，中信证券研究部

复盘李宁，营销升级+渠道维护+产品力提升构成了 ASP&盈利能力提升利器。2018 年以来，李宁毛利率、净利率持续提升，热门产品得物 APP 溢价率直追 NIKE 同类竞品，产品价值有效提升。溯源这一成果取得原因：营销端，李宁签约德韦恩·韦德、巴特勒、拉塞尔、华晨宇等国际顶级球星&国内高流量明星，同时积极开展 IP 联动，与国家宝藏栏目、敦煌博物馆等合作推出多款联名产品，提升产品溢价与文化属性；渠道端，李宁将线下渠道打造为品牌形象展示平台，广泛开展店面升级和第八代门店铺设，关闭低效店亏损店，2021 年李宁加盟店单店销售额达 228 万元，同比增长 56.5%，直营店单店销售额达 430 万元，同比增长 51.4%。 产品端，李宁通过尊重设计的企业文化，吸引来孙明旭、周世杰、王泽莲等诸多设计师加盟，同时加大研发力度，“䨻”等自主技术赋能产品更高舒适度与运动性。复盘李宁，可见营销渠道升级和产品力提升对品牌升级的重要价值。

图 19：2010-2021 年李宁毛利净利变化



资料来源：wind，中信证券研究部

图 20：产品单价与溢价率对比

产品名称	李宁 韦德之道10	耐克 Air Zoom Generation First Game	李宁 飞电2.0 Elite	耐克Zoom Vaporfly next%
上市价格	1499	1499	2099	2099
得物价格	7999	7999	2699	2359
溢价率	433%	433%	28%	12%

资料来源：得物 App，中信证券研究部

产品力升级，价值量&溢价提升

性能&售后铸就产品力基石

续航里程提升，产品性能加强，研发能力反哺产品力时代到来。新国标推行前，行业准入门槛低，电动两轮市场竞争趋于白热化，多数企业迫于竞争压力降质降价，创伤了行业整体研发动力。2019 年新国标加强对产品质量的监管，随着“一车一票”政策落地，从成本端限制劣质企业野蛮生长，行业进入研发能力反哺产品力的时代。以雅迪为例，2018 年首次推出冠能系列车型，搭载自研三电技术，续航相比普通电动车提升 50%；2021 年

推出了冠能系列迭代产品冠能 2 代，三电技术再次升级，整车续航里程达到近 200KM，并首次搭载 3h 快充和一些列智能化应用；2022 年 6 月，雅迪发布冠能 3 代，在续航、三电技术、快充、智能化应用等多方面再做升级。预计未来一到两年，冠能 4、5 代也将先后推出，行业开始步入研发持续投入、产品不断升级、盈利提升反哺研发的良性循环，行业技术门槛日益提高。

表 1：冠能系列车型性能

	普通电动车	冠能 1 代	冠能 2 代	冠能 3 代
续航里程	65KM	122KM	近 200KM	>200KM
电机扭矩	81Nm	85Nm	86Nm	140Nm
电机爬坡	9	10	11	14
电机效率	86%	88%	90%	92%
电池容量	普通铅酸电池容量	石墨烯电池 1/2 代提升 20%	石墨烯电池 3 代提升 25%/碳纤维锂电 1.0	石墨烯电池 3 代 PLUS 提升 30%/碳纤维锂电 2.0 较 1.0 提升 1 倍
电池寿命	1-2 年	普通电池 3 倍寿命	普通电池 3 倍寿命	普通电池 3 倍寿命
电控	无	TTRAR 能量回收控制	TTRAR 能量回收控制	TTFAR 智驾电控核芯
快充	无	快充	3 小时快充	低温充电
远程控车	○	○	●	●
GPS 定位	○	○	●	●
移动报警	○	○	●	●
蓝牙解锁	○	○	●	●
重力感应坐垫	○	○	●	●
语音助手	○	○	○	●

资料来源：雅迪控股官网，中信证券研究部

售后成为产品生命周期关键环节，头部车企相继提升服务质地。雅迪升级双倍质保，通过 Link-QC 质管平台，全链路管控产品品质，冠能系列电池质保长达五年，核心三电质保年限也进一步提升。爱玛也升级了质保体系，做出“金标锂电，五年质保”的承诺，并在 2021 年启动 1330 服务时效新标准和 1394 服务工程等多项服务升级举措。绿源新推出新款液冷电动车，承诺核心三电装置质保期长达 6 年，部分非核心组件质保长达十年。质保期的提升可以增强用户对产品的寿命预期，进而提升客户付费额度的上限。由于头部企业质保时长的提升主要来自于对上游供应链的丰富经验，故对企业成本影响较小。

表 2：主流车企核心产品售后质保期

	雅迪冠能 3S9max	爱玛 A500	绿源 inno9	九号 Mmax	小牛 MQI2S	普通电动车
电机	48 个月	36 个月	120 个月	72 个月	24 个月	24 个月
控制器	24 个月	12 个月	12 个月	12 个月	12 个月	12 个月
铅酸电池	24 个月	12 个月	12 个月	12 个月	24 个月	12 个月
锂电池（48V48Ah）	60 个月	36 个月	60 个月	60 个月	36 个月	24 个月
铅酸充电器	24 个月	12 个月	12 个月	12 个月	24 个月	12 个月
锂电充电器	24 个月	12 个月	12 个月	12 个月	24 个月	12 个月
仪表	24 个月	12 个月	12 个月	12 个月	12 个月	12 个月

报警器	24 个月	6 个月	12 个月	12 个月	12 个月	无保修
转换器	24 个月	6 个月	12 个月	12 个月	12 个月	无保修

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

产品设计、定位、细分铸就产品力长板

大数据助力产品定位，细分市场需求挖掘带来发展新机遇。以爱玛为例，产品开发始终坚持市场导向，研究部与营销部深度衔接，保证最前沿的资讯和市场需求及时反馈产品企划部门。与此同时，爱玛启动互联网大数据项目，对爱玛企划、研发、品牌、用户洞察、电商等部门进行业务培训，共同挖掘探讨数据价值，助力产品精准定位用户痛点。近期爱玛推出的“袋鼠车”，通过独有的“STT 自动启停技术”“CES 双重制动技术”“天使眼型车警示技术”，有效防止飞车、刹车失灵情况，保证夜行安全；跌落保护、抗菌保护等产品设计细节，精准定位宝妈群体需求，打造更安全、便捷的亲子品类电动车。

图 21：爱玛大数据项目产品开发流程图

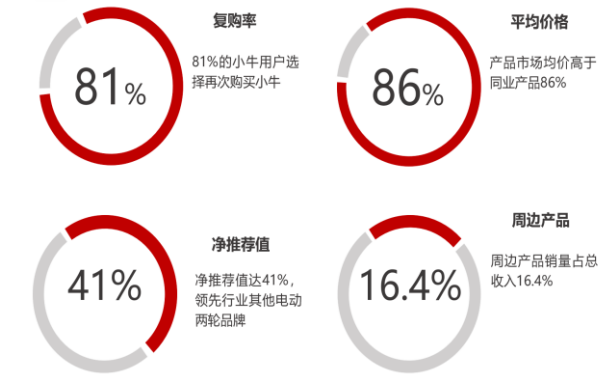
资料来源：美云智数

图 22：爱玛科技线上发布新品车型“袋鼠车”

资料来源：爱玛科技线上发布会

把握高端产品需求，用户运营打造圈层效应。以小牛电动为例，自成立以来深耕高端电动两轮市场，通过高度社交化的互联网运营理念带来极强的圈层效应。小牛电动在国内 50 个城市设立粉丝俱乐部，定期举办活动，利用自有 APP 和社交网络逐步培育虚拟用户社区，主打用户社交。不同地区用户可以在 APP 中进行互动，分享骑行经验和感受，形成具备圈层属性的社交文化，提升品牌认同度和用户粘性。根据灼识咨询报告，小牛用户复购率高达 81%，净推荐值 41%，消费者满意度远高于行业平均。

图 23：小牛电动用户粘性/溢价能力



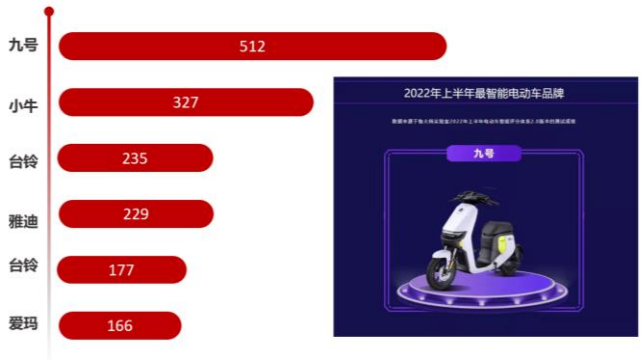
资料来源：灼识咨询

图 24：牛油群体带来极强圈层效应

资料来源：小牛电动官网

智能化提升骑行体验，助力单车价值量提升。以九号为例，其作为电动两轮新势力主打智能化产品，通过丰富的传感器和算法优化，实现多账户感应解锁、智能防盗、摔车报警、敲击开大灯等功能，以较小成本实现产品体验的全方位改善。雅迪等传统龙头企业同样在车型中配置利用率高的轻度智能化功能，同时凭借规模优势，将高续航&轻智能产品的价格门槛从 4-5 千元下沉至 3 千元主流价格带，例如雅迪冠能乐乔系列，搭载应用率高的多款智能化功能，终端售价在 3000 元左右。一系列智能化应用进一步激发了电动两轮车的消费属性，提高了产品的科技感和可玩性，扩展了产品受众人群并刺激了部分受众的产品更新提换，提升产品溢价。

图 25：2021 年主要电动车品牌智能化平均评分



资料来源：鲁大师微信公众号，中信证券研究部

图 26：九号智能化应用

资料来源：九号公司官网

电动两轮行业后市场兴起，满足个性化需求提升消费品属性。近年来两轮新势力开始涉足后市场领域：九号公司在出售裸车同时，提供软壳包、装饰贴纸、快充插头、收纳包、头盔等零配件产品的单独出售，一方面给与消费者更多选择权，减少非必要付费；另一方面满足部分群体的个性化需求。小牛新上市的车型 UQI+采用可拆卸护杠、超能磁吸设计，进一步提升了用户 DIY 改装爱车的发挥空间。得益于小牛的产品设计，多款车型拆卸改装门槛较低，且市场上机车风中置箱、定制烤漆外壳、加长坐垫、复古装饰罩等个性化改装件品种丰富，较好满足了用户的个性化需求。

图 27：小牛 UQI+超能磁吸效果图

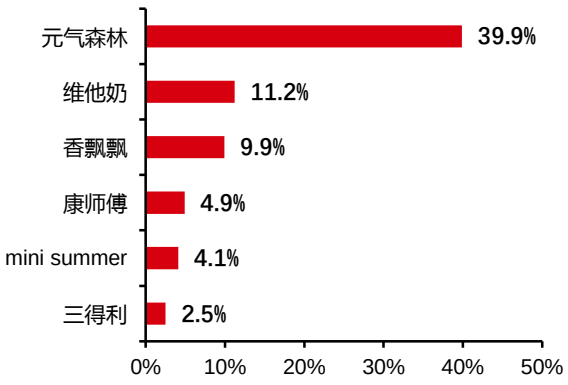
资料来源：小牛电动官网

图 28：小牛电动改装车

资料来源：小牛电动官网

参考“元气森林”发家史，把控用户痛点是 ASP 提升“秘诀”。凭借渠道和低成本优势，国内碳酸饮料市场长期被可口可乐和百事可乐把持，元气森林能够在这种格局中杀出并且将 500ml 碳酸饮料的单价从 3 元提升至 5 元，主要得益于其对消费者健康、口感两大痛点的把握，通过丰富独特的口味和 0 糖 0 脂 0 卡的种草宣传，提升了消费者付费意愿，成功切入碳酸饮料市场。而电动两轮正处于行业加速集中阶段，雅迪、爱玛等头部企业抓住了用户的续航、高端化等痛点需求，是摆脱行业低质量竞争“价格战”，扩充行业盈利池的关键。

图 29：天猫双十一饮料预售榜 top6 品牌



资料来源：星图数据，中信证券研究部

图 30：2021 年淘宝+天猫饮料品牌销量情况

	销售额（亿元）	销量	ASP(元)
农夫山泉	11.3	2065	54.72
元气森林	5.62	787	71.41
可口可乐	5.41	1568	34.50
百事可乐	3.33	843	39.50
怡宝	3.28	1111	29.52
康师傅	2.3	629	36.57

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

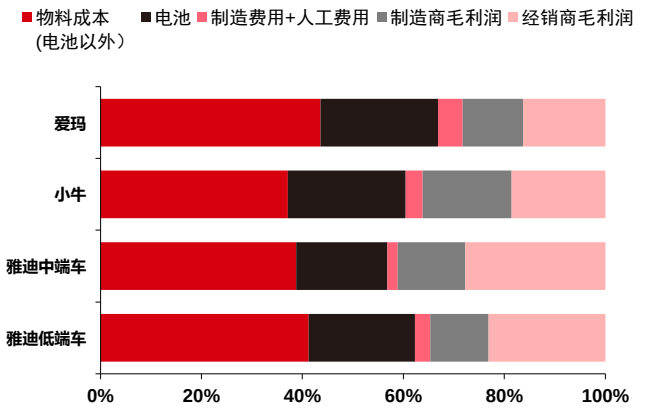
品牌影响向产业链辐射，价值分配格局深入调整

产业链整合趋势显现，供应与研发能力再升级。2021 年末，雅迪收购上游两轮车电池生产子公司——南都华宇和长兴南都，完全控制石墨烯电池生产及技术，极大增强了雅迪在电池领域的技术储备，确保了公司的生产端供应，同时在未来有望成为公司新的利润增长点。远期看，这是行业主机厂向上游核心组件整合的一个标志性里程碑，进一步引领行业主机厂获得产业链更大溢价空间，也能缓解两轮车电池采购面临四轮车新能源快速渗透带来的价格压力。

图 31：雅迪收购南都华宇和长兴南都电池生产公司

资料来源：雅迪控股公告

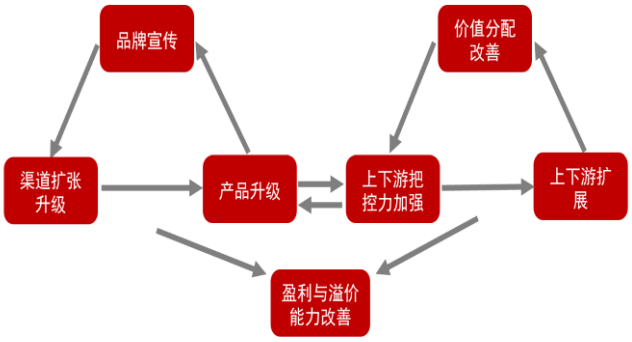
图 32：四款两轮电动车企产业链价值分配对比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

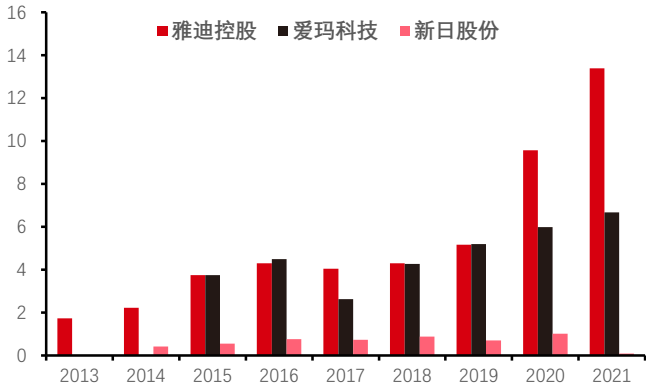
商业模式转变，实现组装厂到品牌商的飞跃。纵观行业头部公司，电动两轮的商业模式实现了行业良性循环和供应链地位抬升。产品端“品牌宣传-渠道扩张升级-产品力增强”与供应链端“上下游把控力加强-上下游扩展-产业链价值分配改善”的双循环共同发力相辅相成，推动行业由“量增”走向“利增”，引导电动两轮主机厂获得更高的盈利能力和产品溢价， 深入改变目前行业的价值分配格局。

图 33：产品端-供应链端良性循环图



资料来源：中信证券研究部

图 34： 2013-2021 雅迪、爱玛、新日净利润（单位：亿元）



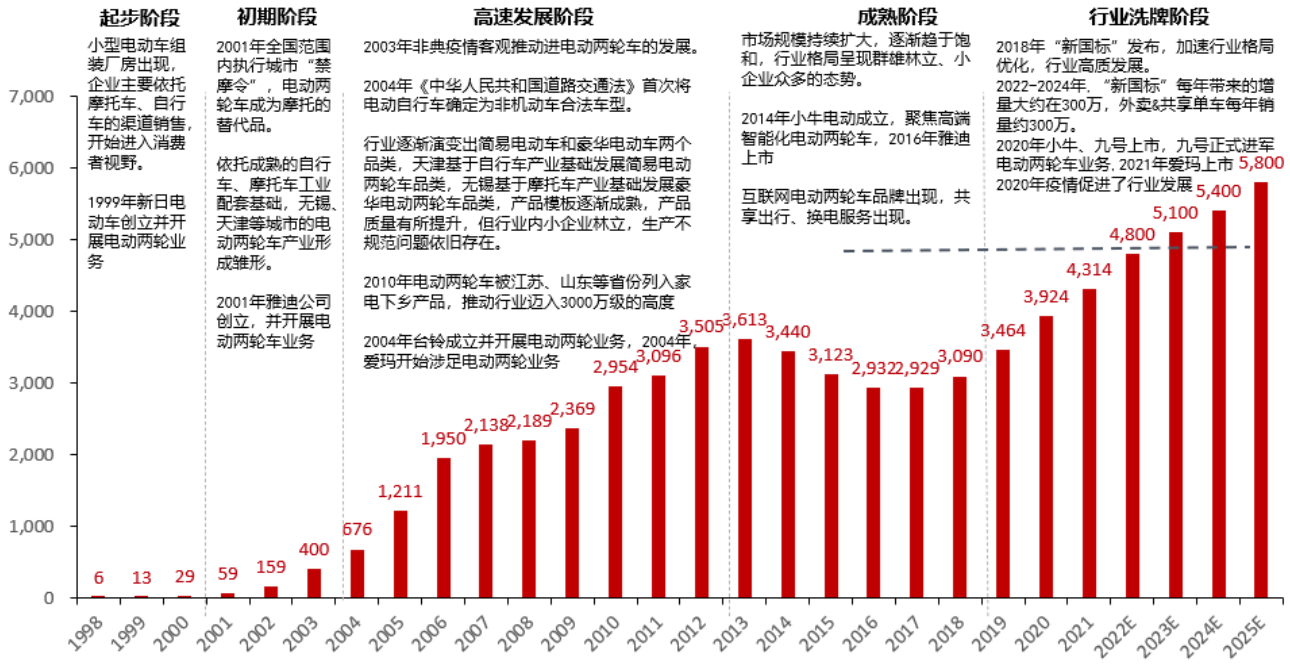
资料来源：各公司年报，中信证券研究部

百亿利润池，海外&产品拓展贡献新增量

我们认为电动两轮车行业进入新稳态后，年销量有望达到 5000-6000 万辆量级。在“新国标”颁布之前的“一阶稳态”阶段，行业规模以上企业销量基本维持在 3000-3500 万辆水平。但是在该阶段，行业集中度低，长尾企业多，行业总量需求可能被低估。根据我们在“新国标”颁布后，针对各省市区公布的上牌量数据统计，我国 2020 年电动两轮车整体上牌量约 3.2 亿辆，根据电动两轮车平均使用寿命大约在 6-8 年，从而推算稳态下的实际年销量约处于在 4500-5000 万辆的水平。除此之外，叠加疫情催化的出行习惯改变、“新国标”后行业产品形象提升以及外卖&共享单车新需求，我们认为“二阶稳态”的销量将

为 5000-6000 万辆/年。

图 35：1998-2025E 电动两轮车行业规模以上企业销量（单位：万辆）



资料来源：中国自行车协会官网，中信证券研究部预测

单车价值量与利润率同步提升，行业利润池扩容至 110 亿元。随着行业格局逐步出清，头部企业逐步摆脱价格战，2021 年头部企业 ASP 有所提升，且这一趋势在 2022 年以来得以保持，我们预测 2022/25 行业 ASP 将分别达到 2050/2500，净利润率分别达到 7%/8%，对应行业净利润 69/110 亿元，较 2021 年增长 76%/181%。

表 3：2020-2021 年行业 ASP 测算

	ASP（元）		销量（万辆）	
	2020	2021	2020	2021
雅迪控股	1762	1916	1080	1386
爱玛科技	1580	1668	744	835
新日股份	1889	1834	264	229
小牛电动	3562	3128	60	104
九号公司	3790	3001	11	42
其他	1600	1700	1764	1718
行业整体	1697	1817	3924	4314

资料来源：各公司年报，中信证券研究部测算

表 4：行业规模以上企业利润空间测算

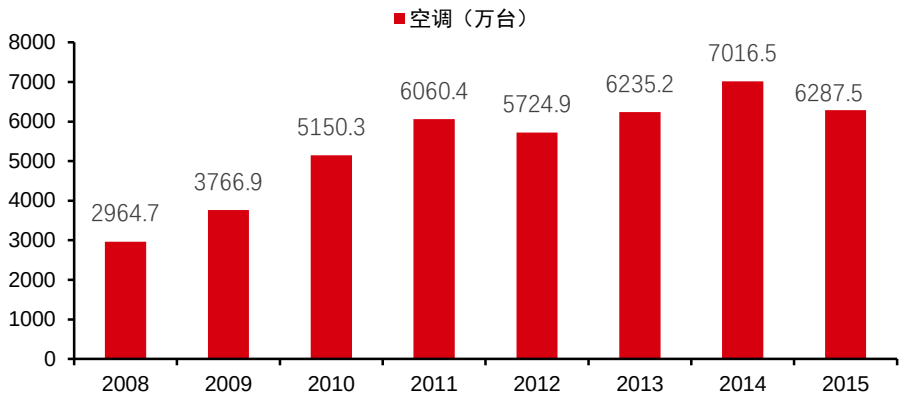
	2020	2021	2022E	2025E
ASP（元）	1697	1817	2050	2500
销量（万）	3924	4314	4800	5500
市场空间（亿）	666	784	984	1375
行业净利率	4.8%	5.0%	7.0%	8.0%
行业利润（亿）	32	39	69	110

资料来源：中国自行车协会官网，中信证券研究部预测

参考空调行业，电动两轮市场有望形成龙头&新势力格局

空调和电动两轮同为耐用品行业，市场特征具有相似性。空调行业自 2011 年进入稳态市场，零售销量保持在 6000 万台左右，销量增长率逐步下降，增量竞争逐渐转变为存量竞争，存量替换成为销量核心来源。与空调使用寿命及售价相似的电动两轮车，存量替换逻辑、市场发展阶段与空调具有较高相似度，目前国内电动两轮车市场可类比 2009 年左右空调行业的趋势。

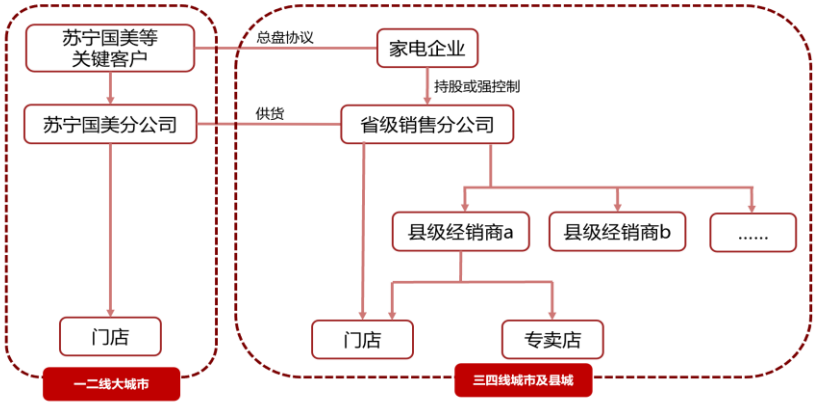
图 36：2008-2015 年国内空调销量



资料来源：产业在线，中信证券研究部

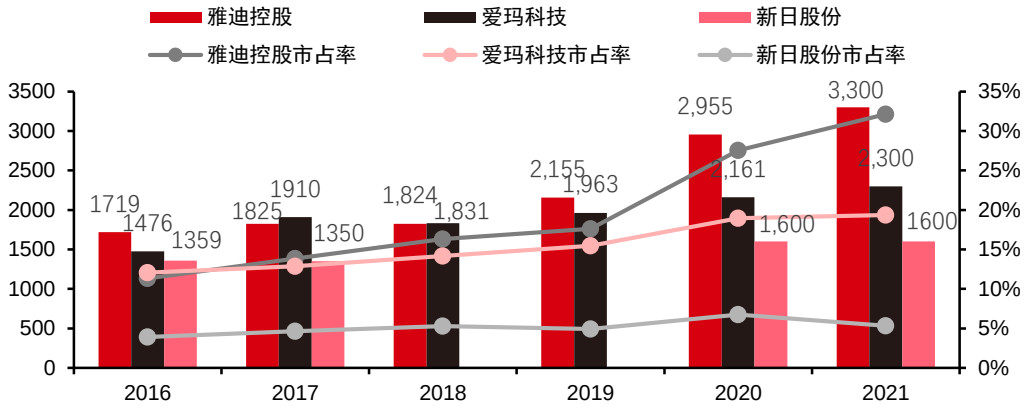
两个行业都与渠道高度绑定。空调高速扩张时期互联网并不发达，由于产品体积较大、装配难度高，售后维修专业性强，对线下渠道依赖性极强，形成了小城市铺设经销商，大城市依托国美、苏宁等关键客户的典型渠道模式。而电动车体积大单车快递成本高，有售后需求且续航半径短对门店密度有要求，故即使在当下，其与渠道也有很强的相互依存关系。根据 2016-2021 年电动两轮车渠道数量与市占率对比，可以发现市占率与经销商数量有显著的正向关系。

图 37：空调行业扩张期典型渠道模式



资料来源：中信证券研究部

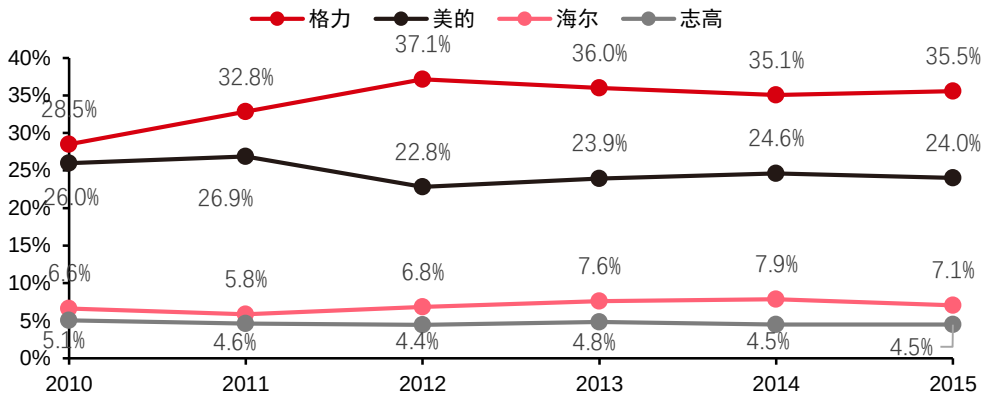
图 38：2016-2021 电动两轮头部公司经销商数量（单位：家）和市占率对比图



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

基于两行业在产品属性和重渠道特性上的相似性，可以参考空调行业市场份额演变路径推演两轮车行业格局。参考空调行业市场份额演变路径，结合电动两轮市场现状，我们判断电动两轮车市场 Top2 龙头格局已经基本形成。2021 年雅迪市占率为 32.1%，爱玛市占率为 19.4%，Top2 市场份额合计 51.5%，我们预计 2022 年 Top2 局面将进一步巩固，雅迪市占率将达到32.6%，爱玛达到26.1%；未来3年内雅迪、爱玛市场份额合计约70%+，九号、小牛等电动两轮新势力及其他区域品牌合计占据 15%左右的细分市场。

图 39：2010-2015 年空调龙头企业市场份额变化



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

产品出海+品类拓展，市场增量新方向

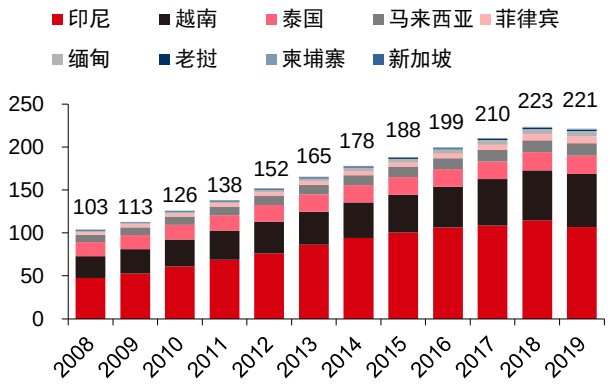
“限油换电”政策加速落地，东南亚/南亚地区有望复制国内市场增长路径。泰国从 2020 年 1 月 1 日起，开始依据摩托车碳排放量征税，调整税率至 3%、5%、9%、18%；越南胡志明市、河内分别从 2025 年、2030 年起市区全面禁摩；老挝在 2020 年开始推广电动车替代摩托车，以降低化石燃料使用量。伴随近期国际油价不断抬升和东南亚地区基础设施不断完善，未来电动两轮车有望展开针对油摩的替换周期，目前以雅迪为代表的国内企业已经开始重点布局东南亚市场。

图 40：东南亚/南亚各国“限油换电”政策

国家	政策内容
泰国	从2020年1月1日起，对摩托车依照二氧化碳排放量征税，调整税率至3%、5%、9%、18%标准
越南	胡志明市和河内分别从2025年和2030年起市区全面禁摩
缅甸	2020年摩托车最低废气排放标准调整为欧洲3号标准；仰光市除德拉和瑟基克瑙哆镇外，其余委员会辖区的民众未经许可禁止骑行摩托车
老挝	拟于2020年进口并推广电动车替代摩托车，以此降低化石燃料的使用量，缓解贸易逆差；
印度	电动车税率由12%下调至5%

资料来源：各国政府官网，中信证券研究部

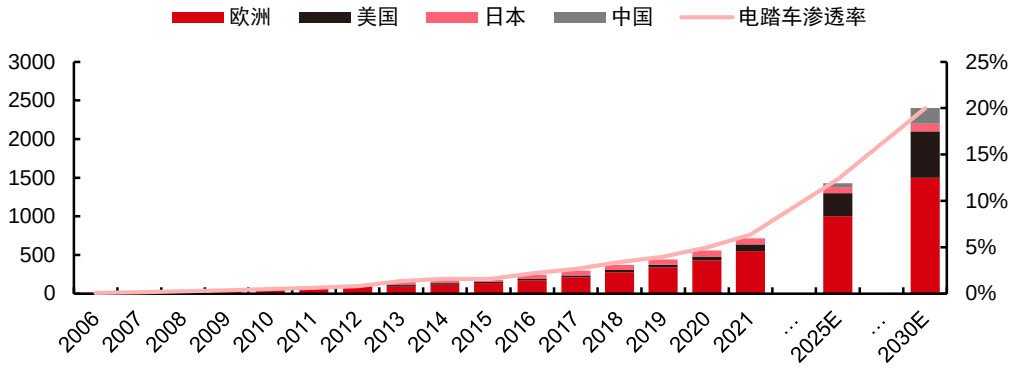
图 41：2008-2019 年东南亚国家摩托车注册总量（百万辆）



资料来源：ASEANStatsDataPortal，中信证券研究部

欧洲电踏车市场火热，电摩用户群体不断培育。欧洲两轮市场以玩乐和健身导向为主，骑行文化的流行促进了电踏车市场的扩展，2016-2021 年，欧洲电踏车市场保持 20%-30%的高速增长，我们预计 2022 年电踏车销量将达到 720 万辆。电摩市场则处于用户培育阶段，目前市场体量较小。国内电动两轮龙头企业已经开始布局电踏和电摩产品和渠道，雅迪通过成立子品牌 VFLY，主打高端电摩/电踏产品，以共用燃油摩托车渠道的模式进入欧洲市场。在近期的西班牙发布会、2022 欧洲自行车展中，雅迪展出了 Vfly 系列新款电摩车型、Y80、trooper001 等新款电踏车、电单车车型，产品出海不断加速。

图 42：2006-2030E 全球主要电踏车市场销量及变化情况(万辆)



资料来源：CONEBI，eCycleElectric，NPD，日本自行车产业振兴协会，中信证券研究部预测

图 43：雅迪西班牙品牌发布会（2022 年 6 月）

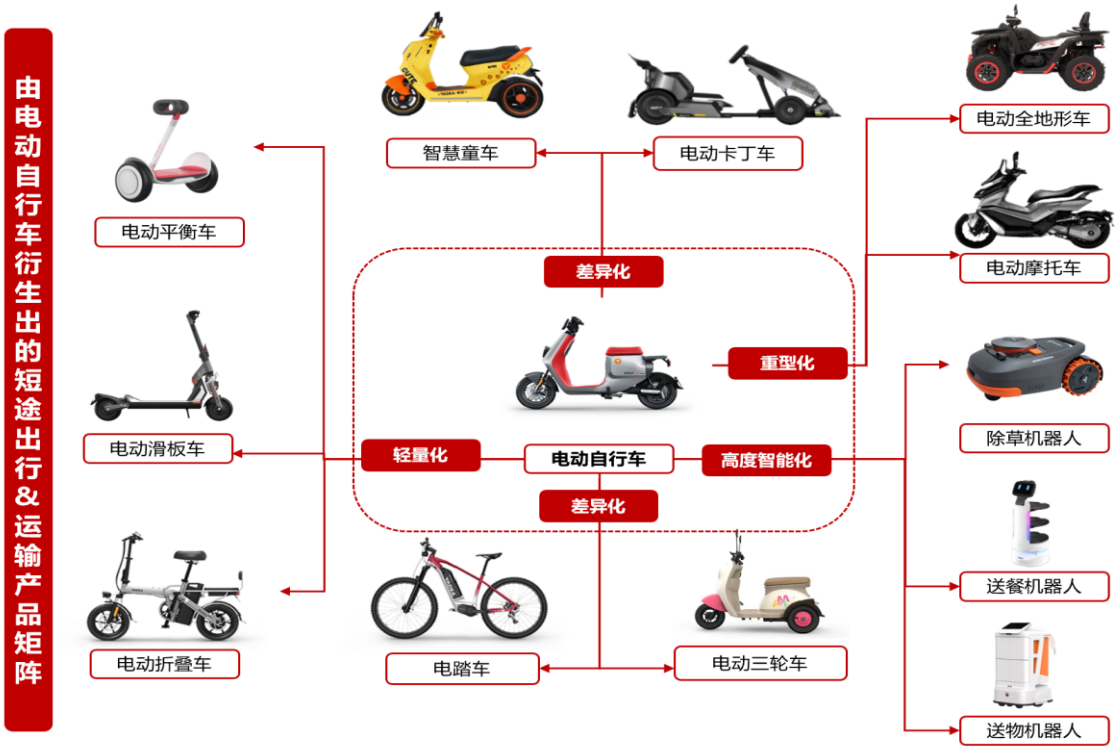
资料来源：雅迪控股官网

图 44：雅迪入驻法兰克福 2022 年欧洲车展（2022 年 7 月）

资料来源：雅迪控股官网

品类拓展方向丰富，短途出行&运输产品矩阵描摹国内市场新增量。由电动自行车可以衍生出丰富的短途出行&运输产品品类，如轻量化方向的电动平衡车、滑板车、折叠车；差异化方向的电动三轮、电动童车、电踏车、电动卡丁车；重型化方向的电动摩托、电动全地形车；高度智能化方向的除草机器人、送餐机器人、送物机器人。在未来，泛电动化短途出行&运输设备的品类将不断丰富，成为电动两轮市场行业新增量。

图 45：电动自行车品类拓展方向



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

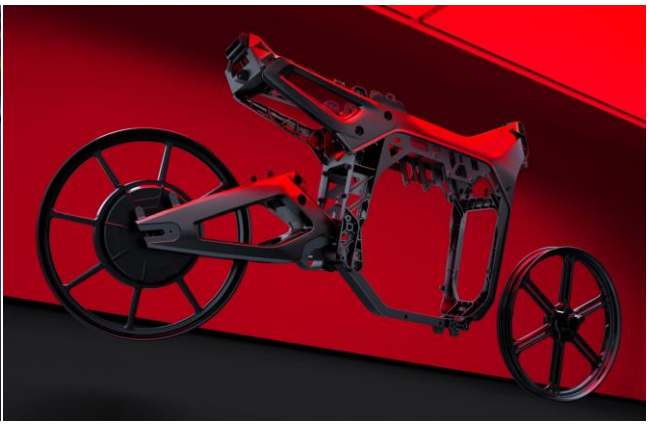
电动自行车再做突破，轻量化跨骑式电自丰富骑乘体验。8 月 2 日，小牛发布首款轻量化跨骑式电自车型 SQI，车身采用镁铝合金一体成型车架，相比钢质车架重量降低 75%，

相比铝合金车架重量降低 30%，车身强度、抗震性、抗腐蚀性明显提升。17 寸轮径、前 220mm 后 180mm 双碟刹和外骨骼式车身结构，突出重型机车工业质感，提升了车辆的越野能力和运动性能。兼顾智能化应用的同时，跨骑式骑行能提升车辆的操控灵敏度，提升产品的运动娱乐属性，是行业扩充受众群体的有效探索。

图 46：小牛 SQI 跨骑式电动自行车海报

资料来源：小牛电动官网

图 47：镁铝合金车架及轮毂



资料来源：小牛电动公司官网

电动差异化市场逐渐开发，部分细分领域市场增量有待挖掘。以爱玛为例，旗下电动三轮产品出现爆款车型 H7-TT、Q3。H7-TT 配备 41L 后置储物筐，双重刹车、防溜坡安全设计、高密度海绵坐垫/后背，突出产品的实用性、安全性，满足了中老年用户群体的骑行需求；Q3 则充分关注父母接送孩子、二胎逐渐增多的需求，并搭载 CES 能量回收技术、金标石墨烯电池、正弦波静音电机、SDS 智慧动力管理系统，提升了产品的续航里程和安全性能，且具备时尚潮流的的外观，受到宝妈宝爸用户群体追捧。在 3-5 线城市和县城对老年代步车监管趋严的背景下，三电动轮车以安全防滑、载人载货量大的特性，有效承接了老年代步车的部分迭代需求。

图 48：爱玛 H7-TT 电动三轮

资料来源：京东爱玛电动三轮车旗舰店

图 49：爱玛 Q3 电动三轮

资料来源：爱玛科技官网

电动轻量化市场快速成长，电动平衡车、滑板车方兴未艾。华经产业研究院数据显示，目前我国智能平衡车市场处于 20%左右的高速增长阶段。智能平衡车、滑板车凭借其智能、潮流、轻便的产品特点深受 Z 时代青年喜爱，国内企业九号、小牛、雅迪纷纷布局电动轻

量化市场。以小牛电动为例，旗下电动滑板车 KQI3 搭载丰富传感器，具备折叠设计、高续航能力、App 远程遥控等功能，广泛运用于生活代步和娱乐休闲，自推出后多次成为亚马逊平台 best seller，销量增长较快，2022 年有望达到约 20 万辆销量。

图 50：雅迪电动智能滑板车

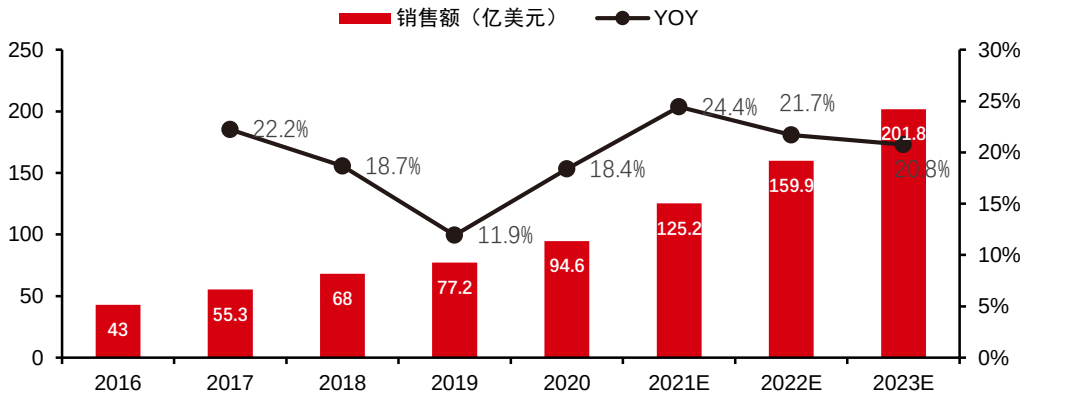
资料来源：雅迪控股官网

图 51：小牛电动智能滑板车

资料来源：小牛电动官网

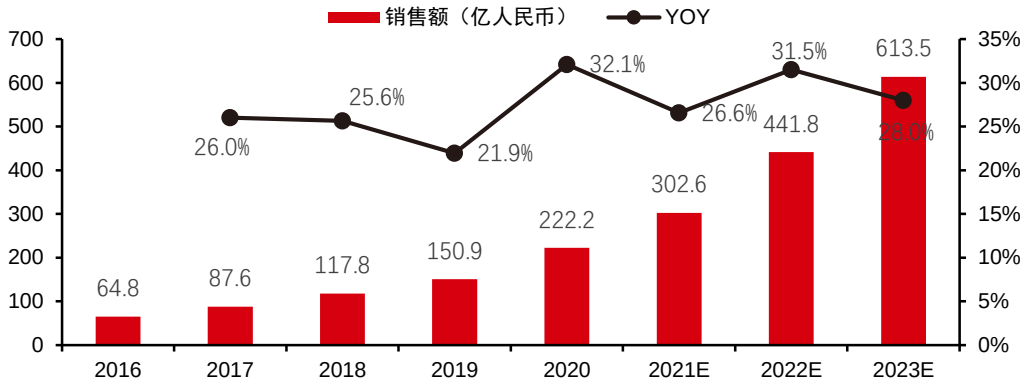
电动智能化市场，服务机器人需求潜力巨大。智能服务机器人在基建、商业、民生、社会服务等领域应用广泛，根据中国电子学会发布的《机器人产业发展报告》，全球服务机器人市场规模年均增速达 23.8%，处于高速增长状态，2022 年国内服务机器人销售额预计达 441.8 亿元，增速高于全球平均。受疫情、人口老龄化影响，我们认为未来公共服务和陪伴服务等新兴应用场景将快速发展，国内服务机器人具有较大发展空间和市场潜力。

图 52：全球服务机器人销售额/YOY



资料来源：IFR，中国电子学会（含预测），中信证券研究部

图 53：中国服务机器人销售额/YOY



资料来源：IFR，中国电子学会（含预测），中信证券研究部

风险因素

行业主要风险因素分为四类，分别为产品升级不及预期、单车净利润提升不及预期、产业链整合不及预期和产品出海不及预期。

产品升级市场接受度不及预期：电动两轮行业头部企业不断提升产品性能和服务，积极实现从“行业低配”到“行业标配”的初步升级，行业头部企业 2021 年以来中高端产品占比持续提升。但是电动两轮车消费价格敏感度较高，可能面临产品升级增速放缓的可能。

单车净利润提升不及预期：影响因素包括价格战重蹈覆辙、核心零部件涨价。由于头部企业多数上市，行业核心玩家多通过差异化避免价格战竞争，但受上半年局部疫情反复影响，销量略有承压，部分企业或通过打折促销降低库存，导致单车净利润下滑；同时，核心零部件及电池材料价格是制约产品利润的重要因素，如果原材料价格大幅度抬升，将拉低单车净利润。

行业上下游整合不及预期：由于兼并上下游供应商属于纵向一体化战略，需要大量前期资金投入，需要考虑外购和自制哪种方案更实惠以及关键零部件是否影响供应安全，如果整合不及预期，导致效率降低、费用增加，将面临整合失败的风险。

产品出海表现不及预期：电动两轮作为新型代步工具，用户群体需要较长时间市场教育，市场教育策略成功与否将直接影响国外用户对产品的接受度，同时受疫情、国外渠道铺设经验缺失等因素影响，海外渠道建设工作进度可能受到影响，导致产品出海不及预期。

格局优化不及预期：当前行业整体 ASP 和净利率开始提升，除了长期的营销渠道建设和自身力提升外，中小企业退出市场、行业竞争规范化、摆脱价格战也是重要因素。如果格局集中的趋势停滞或者倒退，可能会引发新一轮价格战，降低企业盈利能力。

投资策略

电动两轮市场迎来新一轮产品升级。营销端，电动两轮主流车企高强度、长时间的广宣投入带来品牌认知和产品溢价的正反馈；渠道端，通过门店装潢升级、导购/店长培训以及考评指标调整，主流车企逐渐摆脱数量导向型考评指标桎梏；产品端，各大主机厂通过提升产品续航里程，延长售后质保、增加车辆智能化功能、强化产品设计等多种途径，实现了单车价值量的增加和产品体验革命，电动两轮消费玩乐属性逐渐被开发，差异化、高端化、智能化趋势不断增强。

随着行业格局逐步出清，头部企业通过产品差异化和产品升级逐步摆脱价格战，2021 年头部企业 ASP 有所提升，且这一趋势在 2022 年以来得以保持，我们预测 2022/25 行业 ASP 将分别达到 2050/2500 元，净利润率分别达到 7%/8%,对应行业净利润 69/110 亿元，较 2021 年增长 76%/181%。参考空调行业以及电动两轮行业现状，我们判断未来电动两轮市场有望形成龙头+新势力格局，行业在未来 2-3 年雅迪、爱玛市场份合计 70%+，九号小牛等新势力及其他品牌合计占 15%+细分市场。

重点推荐渠道和产品矩阵完善的电动两轮车龙头雅迪控股、爱玛科技以及高端智能产品线见长的两轮造车新势力九号公司、小牛电动。

表 5：两轮车板块重点跟踪公司盈利预测

简称	代码	收盘价（元）	EPS（元）				PE				评级
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
雅迪控股	1585.HK	15.62	0.53	0.73	0.92	1.20	29	21	17	13	买入
爱玛科技	603529.SH	56.23	1.62	2.49	3.24	4.13	35	23	17	14	买入
九号公司-WD	689009.SH	45.80	5.77	11.13	18.95	29.03	8	4	2	2	买入
小牛电动	NIU.O	6.11	0.45	0.39	0.82	1.25	14	16	7	5	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2022 年 8 月 24 日收盘价（雅迪控股计价单位为港元，小牛电动计价单位为美元，汇率分别为 0.8715、6.8388）

相关研究

汽车行业 2022 年 7 月销量点评—7 月行业产销同比增三成运行稳健，期待旺季到来 (2022-08-15)
混动行业专题报告—DHT 技术浪潮来临，自主品牌插混转型加速 (2022-08-08)
汽车行业出海深度报告—中国车企出海正当时 (2022-07-15)
汽车行业月度销量点评—6 月销量同环比大幅增长，供给需求双向修复 (2022-07-12)
汽车行业重卡行业专题报告—行业将从底部走出，当前是明确配置时点 (2022-07-07)
汽车行业重大事项点评—另一个视角看问界 M7 (2022-07-05)
摩托车行业第三届西安国际摩博会点评—大排量摩托车蓝海市场，踏板热度兴起 (2022-07-04)
汽车行业 2022 年下半年投资策略—总量需求回暖，科技创新迭代：电动智能汽车按下加速键 (2022-06-24)
汽车行业月度销量点评—5 月销量好于预期，看好汽车板块投资机会 (2022-06-13)
汽车行业一体压铸深度跟踪报告—一体铸造大势所趋，自主品牌大有可为 (2022-06-10)
汽车行业重卡销量点评—行业明确从底部走出，重卡配置时机来临 (2022-06-07)
汽车行业重大事项点评—购置税减免细节落地，行业销量有望快速修复 (2022-05-31)
汽车行业智能驾驶初创公司系列专题—智行者：立足无人驾驶大脑，商业化落地加速 (2022-05-31)
汽车行业深度跟踪报告—角逐进阶级市场，看自主摩托品牌盈利提升 (2022-05-25)
汽车行业重大事项点评—汽车消费刺激政策将落地，行业将迎来反转 (2022-05-24)
汽车行业造车新势力专题—蔚小理开始第二轮出牌，产品创新力持续刷新 (2022-05-24)
汽车行业空气悬架行业专题报告—空气悬架配置下探，自主供应商发力 (2022-05-24)
汽车零部件板块投资观点—电动智能应犹在，而今迈步从头越 (2022-05-23)
汽车底盘行业研究—长坡厚雪，双星闪耀 (2022-05-23)
汽车行业 2022 年 4 月销量点评—4 月销量同比减半，但最差的时间已经过去(2022-05-12)
汽车行业造车新势力专题—蔚小理开始第二轮出牌，产品创新力持续刷新 (2022-05-10)
汽车行业 2021 年年报及 2022 年一季报回顾及展望—局部疫情冲击板块承压，电动智能蓄势待发 (2022-05-06)
汽车行业基金持仓分析报告—Q1 基金持仓比例环比下滑，行业正在度过至暗时刻 (2022-05-06)
汽车行业月度销量点评—3 月销量未达预期，局部疫情导致生产销售受阻 (2022-04-12)
汽车行业重大事项点评—疫情对产销量产生短期冲击，看好新能源渗透提升(2022-04-07)
汽车行业专题报告—新能源汽车涨价落地，全年需求仍然强劲 (2022-03-31)
汽车行业月度销量点评—2 月销量略超预期，供应链风险已逐步 price-in (2022-03-14)
汽车行业造车新势力销售渠道对比专题—渠道下沉助力扩张份额，但效率差异值得关注 (2022-03-14)
汽车行业月度销量点评—1 月销量符合预期，日均需求平稳提升 (2022-02-22)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	**股票评级**	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 https://research.citicsinfo.com/disclosure。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。 本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA （UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。