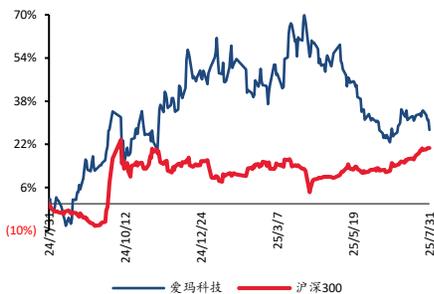




## 爱玛科技：两轮车紧抓“她经济”布局女性客群，三轮车业务有望贡献新增量

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8.69/8.47
总市值/流通(亿元)	301.22/293.71
12个月内最高/最低价(元)	47.44/25.41

### 相关研究报告

<<爱玛科技：2024Q4 业绩快速增长，电动三轮车营收涨幅较明显>>--  
2025-04-17

#### 证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524020001

#### 证券分析师：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525040001

#### 研究助理：金桐羽

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030010

## 报告摘要

**行业分析：内销政策利好叠加外销复苏，两轮车行业发展前景广阔。**

1) **内销**：新强标政策出台加速低质低价产品出清，叠加 2025 年以旧换新政策延续促进更新需求，两轮车行业规模和集中度均有望进一步提升，2025 年中国两轮电动车销量有望达 5200 万台。2) **外销**：东南亚多国推出“油改电”补贴，越南河内“禁摩”有望进一步助推电动两轮车东南亚市场的增长，或将为两轮车出口带来新增量。

**公司分析：产品端深耕两轮并拓展三轮业务，渠道生产端不断突破。**

1) **产品端**：公司两轮车业务已实现电动自行车、电动摩托车品类全价格段覆盖，智能化方面积极完善多端协同生态体系，高端化方面旗舰新品 Q7 和 A7plus 助力公司两轮车业务价格天花板上探至 5000 元以上，差异化方面紧抓“她经济”崛起的行业趋势布局女性客群，共同助推收入规模和产品结构的不断提升；公司电动三轮车业务在行业竞争格局较为分散的背景下，有望通过推出针对女性和老人客群的休闲三轮车产品实现规模高速扩张，同时规模效应也或将帮助盈利能力提升。

2) **渠道端**：截至 2024 年公司经销渠道收入占比超 90%，全球累计拥有超 1900 家经销商和超 3 万个门店，并通过线上线下联动促进终端销售转化；同时海外业务覆盖超 50 个国家，其中印尼市场已建立百余家门店。

3) **生产端**：公司国内拥有 8 个已建成和 4 个建设中的生产基地，海外在印尼基地投产的同时越南产能也在稳步推进，并通过数智化手段实现降本增效。

**投资建议：行业端**，新强标出台和国补政策持续落地有望持续推动电动自行车行业更新换代需求，进而助力市场规模扩张。**公司端**，作为龙头企业之一有望分享行业增长红利，产品端持续深耕两轮车业务并积极拓展电动三轮车产品矩阵，渠道端线上线下联动的同时海外业务持续拓展，生产端产能布局广泛且数智化助力效率不断提升，三驾马车未来有望共同拉动公司收入业绩快速增长。我们预计，2025-2027 年公司归母净利润分别为 26.16/31.36/36.92 亿元，对应 EPS 分别为 3.01/3.61/4.25 元，当前

股价对应 PE 分别为 11.51/9.61/8.16 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济增速放缓导致市场需求下降、两轮车市场竞争加剧、原材料价格波动、技术研发不及预期、经销商管理不及预期等风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,606	27,446	32,453	37,535
营业收入增长率(%)	2.71%	27.03%	18.24%	15.66%
归母净利（百万元）	1,988	2,616	3,136	3,692
净利润增长率(%)	5.68%	31.61%	19.86%	17.72%
摊薄每股收益（元）	2.37	3.01	3.61	4.25
市盈率（PE）	17.31	11.51	9.61	8.16

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 爱玛科技：电动两轮车行业领先的品牌.....	5
(一) 发展历程：从自行车制造转型，崛起为全球电动两轮车领军品牌.....	6
(二) 财务分析：业务规模持续扩张，政策助力下 2025Q1 收入业绩双升.....	7
(三) 公司股权相对集中，高管产业经验丰富.....	10
二、 行业分析：内销政策利好叠加外销复苏，两轮车行业前景广阔.....	12
(一) 内销：国补+新强标双重政策利好，两轮车行业有望恢复增长.....	12
(二) 外销：东南亚有望带来新增量，海外产能布局可有效抵御关税风险.....	17
三、 公司分析：产品端深耕两轮并拓展三轮业务，渠道和生产端不断突破.....	20
(一) 产品端：两轮车智能+高端+差异化布局，三轮车从细分客群切入市场.....	20
1、 电动两轮车：电自电摩全价格段覆盖，高端、智能、差异化布局有望助力增长.....	20
2、 电动三轮车：行业竞争格局较为分散，公司从女性和老人客群切入市场.....	26
(二) 渠道端：经销为主线线上线下联动，海外印尼市场快速突破.....	29
(三) 生产端：国内外产能布局广泛，数智化助力生产效率提升.....	32
四、 投资建议.....	34
(一) 关键假设.....	34
(二) 盈利预测.....	36
五、 风险提示.....	37

## 图表目录

图表 1:	公司同时布局电动两轮车和电动三轮车两大品类	5
图表 2:	公司从自行车制造转型，崛起为全球电动两轮车领军品牌	7
图表 3:	2025Q1 公司总营收达到 62.32 亿元（同比+25.82%），恢复较快增长	8
图表 4:	公司主营业务电动自行车与电动摩托车收入占比超 80%	8
图表 5:	2025Q1 毛利率达到 19.63%（+1.59pct），涨幅较为明显	9
图表 6:	2025Q1 归母净利润达 6.05 亿元（+25.12%）	10
图表 7:	2025Q1 公司净利率达 9.85%（-0.02pct）	10
图表 8:	公司 2024 年归母净利润和净利率均领先行业	10
图表 9:	公司股权结构相对集中，创始人张剑先生直接控股 68.80%	11
图表 10:	公司高管均具有较丰富的产业经验	11
图表 11:	2025 年中国电动两轮车销量有望达 5200 万台（同比+4.0%）	12
图表 12:	截至 5 月 20 日，2025 年全国电动自行车以旧换新数量累计达 608.0 万辆	13
图表 13:	各省市均不同程度加大补贴力度，并针对换购铅酸电池新车的情况给予更高激励	14
图表 14:	各省市均不同程度加大补贴力度，并针对换购铅酸电池新车的情况给予更高激励	15
图表 15:	2025H1 中国电动两轮车 CR5 达 70.8%	16
图表 16:	2025H1 九号和小牛电动两轮车内销出货增速均显著高于行业	16
图表 17:	2024 年中国电动两轮出口额同比+27.6%	17
图表 18:	2024 中国两轮电动车整车出口以北美为主	17
图表 19:	东南亚多个国家推出“油改电”政策	18
图表 20:	大部分中国两轮车头部企业均有海外产能布局	19
图表 21:	公司电自和电摩产品均实现全价格段覆盖	20
图表 22:	2024 年智能电动两轮车销量九号排名第一，雅迪和爱玛位居第二梯队	21
图表 23:	公司构建“人-车-机-盔-云-APP”多端协同的智能生态，并不断完善体系建设	22
图表 24:	公司相继发布智能旗舰新品 Q7 和 A7Plus，产品在性能、智能化及续航方面进一步突破	23
图表 25:	2024 年爱玛中低端两轮车销量超百万台，高端产品销量仍有较大提升空间	24
图表 26:	公司 Q 系列针对女性客群，推出元宇宙 Play、露娜等车型	24
图表 27:	公司携手潮玩品牌 TOP TOY 进行爱玛元宇宙 PLAY 车型的推广活动	25
图表 28:	2025 年国内电三行业增速有望达 10%左右	26
图表 29:	电动三轮车行业集中度相对较低	26
图表 30:	公司电动三轮车业务在营收和盈利能力方面持续表现靓丽	27
图表 31:	公司电动三轮车产品在性能和性价比方面均具备较强竞争力	28
图表 32:	公司经销渠道收入占比维持在 90%以上，并且盈利能力持续提升	29
图表 33:	公司针对“718 直购节”积极进行线上营销	30
图表 34:	公司受邀参加美国 CES 国际消费电子展	31
图表 35:	国内产能分布较为广泛，华北、华东、华南区域均有布局	32
图表 36:	公司拥有多条自动化产线，持续提升生产效率	33
图表 37:	爱玛科技收入业绩预测表	35
图表 38:	可比公司估值表	36

## 一、爱玛科技：电动两轮车行业领先的品牌

作为国内电动两轮车行业领先品牌，产品矩阵丰富且渠道布局广泛。爱玛科技成立于1999年，业务聚焦电动自行车、电动摩托车和电动三轮车品类，布局爱玛、斯波兹曼、爱玛车服等多个品牌和业务，采用“科技+时尚”双轮驱动战略，覆盖绿色智能舒适出行领域多个方面。

1) **产品端**：公司旗下产品矩阵丰富，两轮车产品涵盖电动自行车和电动摩托车，具体包括Q系、A系、F系、X系，以及电动三轮车、低速电动四轮车、自行车、Ebike等绿色中短途交通工具。

2) **销售端**：截至2024年，公司拥有超1900家全球经销商，终端门店数量也已超3万个；并且在印尼已建立百余家线下门店，同时稳步完善欧洲、拉美、中东等市场的渠道建设，持续推进国际化发展。

图表1：公司同时布局电动两轮车和电动三轮车两大品类



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## （一）发展历程：从自行车制造转型，崛起为全球电动两轮车领军品牌

（1）**创立崛起期（1999年-2009年）**：公司前身天津市泰美车业有限公司于1999年在天津成立，主要从事自行车整车及零部件的生产与销售；2004年公司正式进军两轮电动车行业。2008年公司推行“专营专卖”模式，快速开拓市场；2009年公司完成股份制改造并开启4S终端模式，同时位于河南商丘生产基地正式启动。

（2）**成长上市期（2010年-2021年）**：2010年公司天津静海基地正式启动，形成了电动两轮车，电动三轮车集群式制造优势；2011年-2012年，公司在珠三角和长三角的产能布局也进一步完善，本地化发展战略持续落地。2015年公司获得欧盟认证并且欧洲旗舰店在瑞士顺利开业，开始国际化发展。2018年公司荣获“首批符合新国标电动自行车生产企业”。公司于2019年开启数智化转型，并实现全球累计销量突破4100万辆。2021年6月公司在上交所成功上市。

（3）**发展突破期（2022年至今）**：2022-2023年公司产量突破1000万辆，终端门店数量突破3万个。2024年公司全球化布局加速落地，印尼工厂正式投产，产品销往50多个国家；同时公司第1000万台电机下线，自研电控系统实现规模化。2025年公司全球11大生产基地布局完成（含东南亚工厂），进一步深化本地供应链布局。

图表2：公司从自行车制造转型，崛起为全球电动两轮车领军品牌

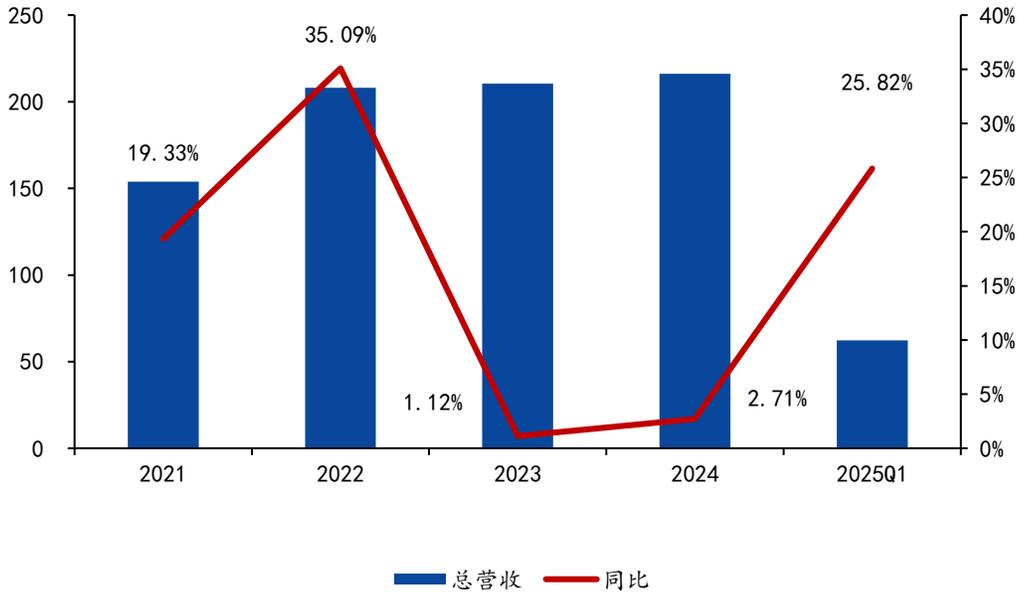


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## （二）财务分析：业务规模持续扩张，政策助力下 2025Q1 收入业绩双升

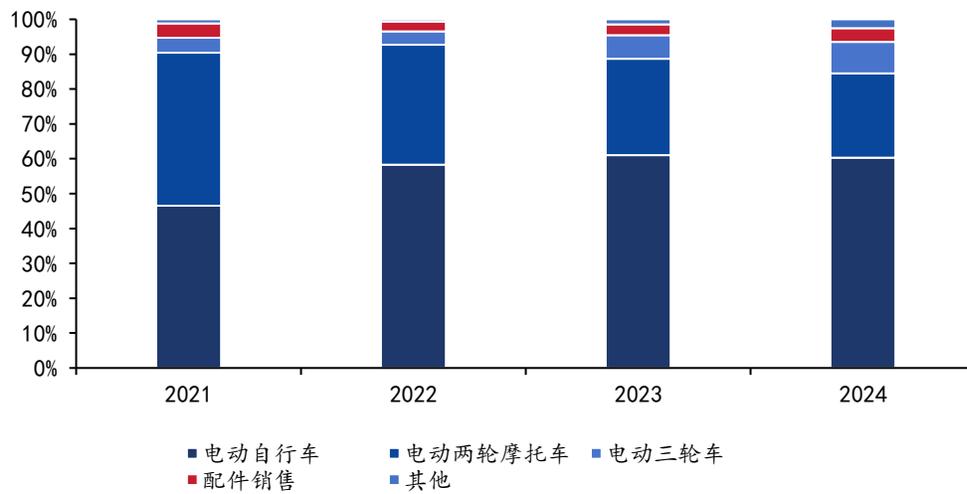
近年来收入规模持续扩张，国补&新国标双重政策利好下 2025Q1 增速较快。2021-2022 年公司总营收规模快速增长，2022 年公司实现收入 208.02 亿元（+35.09%），增速尤为靓丽，主因或系：1) 新国标政策持续落地催生大量更新置换需求助力市场规模扩张并加速长尾企业淘汰，公司作为行业龙头率先分享增长红利；2) 公司在新品迭代提速的同时优化产品结构，助力两轮车业务实现量价齐升。2023-2024 年公司收入端表现则较为稳健，其中 2024 年公司营收达 216.06 亿元（+2.71%），电动自行车/电动两轮摩托车/电动三轮车收入分别为 130.37/52.14/19.52 亿元，分别同比+1.50/-10.20/+36.07%，电动自行车营收稳健增长，电动两轮摩托车受到市场竞争和消费者骑行偏好影响持续承压，电动三轮车收入增速较快主系其需求的加速增长。2025Q1 公司总营收达 62.32 亿元（同比+25.82%），或系国补与新国标的双重政策拉动存量市场更新换购需求，促进用户换购率提升，进而带动公司收入实现较快增速。

图表3：2025Q1 公司总营收达到 62.32 亿元（同比+25.82%），恢复较快增长



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

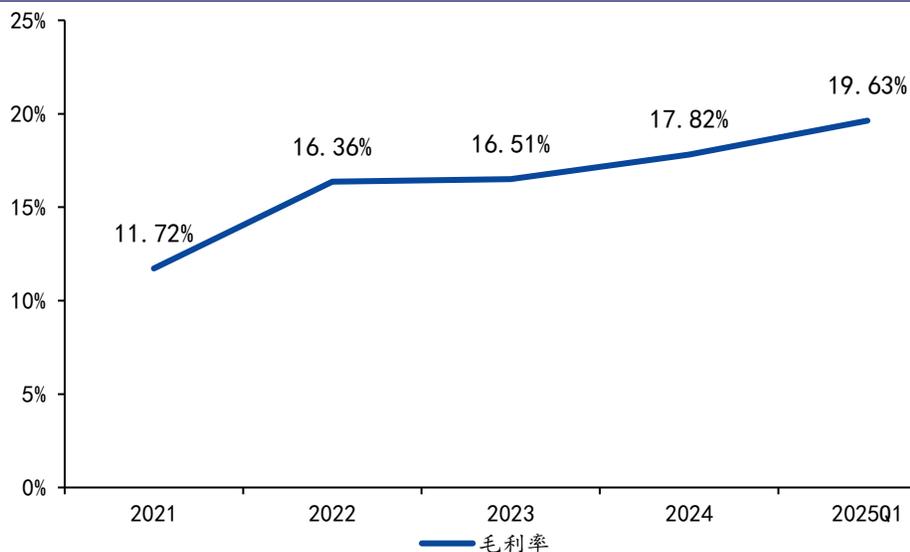
图表4：公司主营业务电动自行车与电动摩托车收入占比超 80%



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

2021-2024 年毛利率持续优化，2025Q1 盈利能力进一步提升。2021-2024 年，公司毛利率从 11.72% 提升至 17.82%，主因或系公司业务迅速扩张背景下规模效应带动盈利能力快速优化。2025Q1 公司毛利率达 19.63%（同比+1.59pct），环比 2024Q4 的 19.53% 也提升 0.1pct，公司毛利率同比实现较明显涨幅且环比持平，主因或系在新国标和以旧换新政策的助力下，高端产品收入占比提升带动公司价格中枢上移，进而扩大了企业的利润空间。

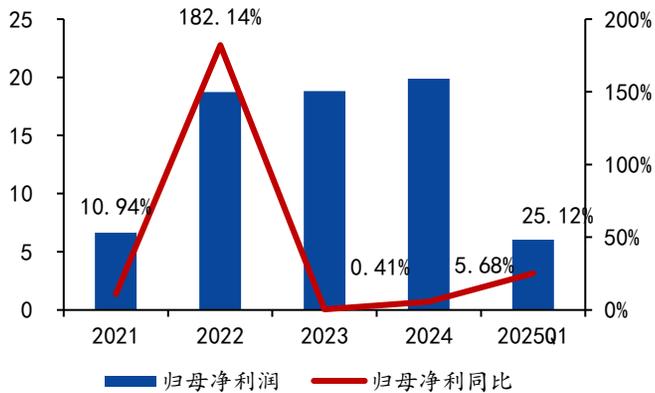
图表5：2025Q1 毛利率达到 19.63%（+1.59pct），涨幅较为明显



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

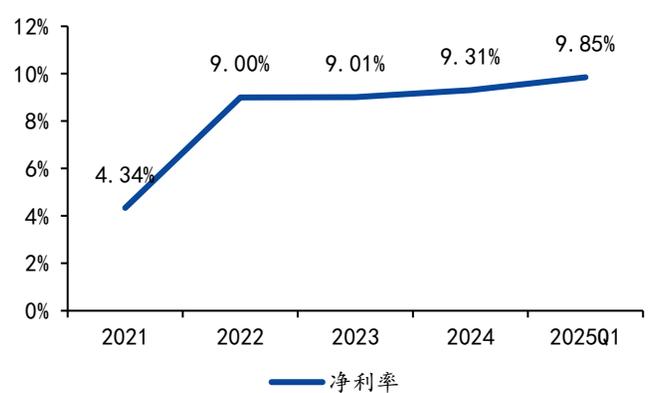
盈利能力提升较为显著 2024 年领先行业，2025Q1 净利润表现平稳。1) **净利润**：公司归母净利润从 2021 年的 6.64 亿元提升至 2024 年的 19.88 亿元（同比+5.68%），CAGR 达 44.13%，实现高速增长，并且 2024 年公司利润规模行业领先；其中 2022 年归母净利润达 18.73 亿元（同比+182.14%），增速靓丽主系公司业务规模快速扩张叠加规模效应下盈利能力显著提升所致；2025Q1 归母净利润达 6.05 亿元（同比+25.12%），在收入端的带动下实现了较快增速。2) **净利率**：公司净利率从 2021 年的 4.34% 攀升至 2024 年的 9.31%，涨幅较为明显；2025Q1 公司净利率达 9.85%（同比-0.02pct），盈利能力保持稳定。

图表6: 2025Q1 归母净利润达 6.05 亿元 (+25.12%)



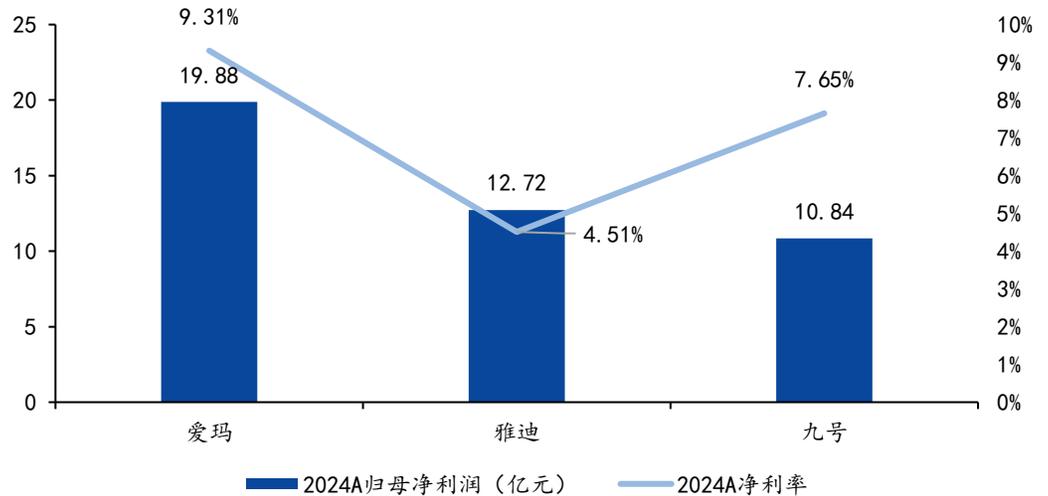
资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理

图表7: 2025Q1 公司净利率达 9.85% (-0.02pct)



资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理

图表8: 公司 2024 年归母净利润和净利率均领先行业



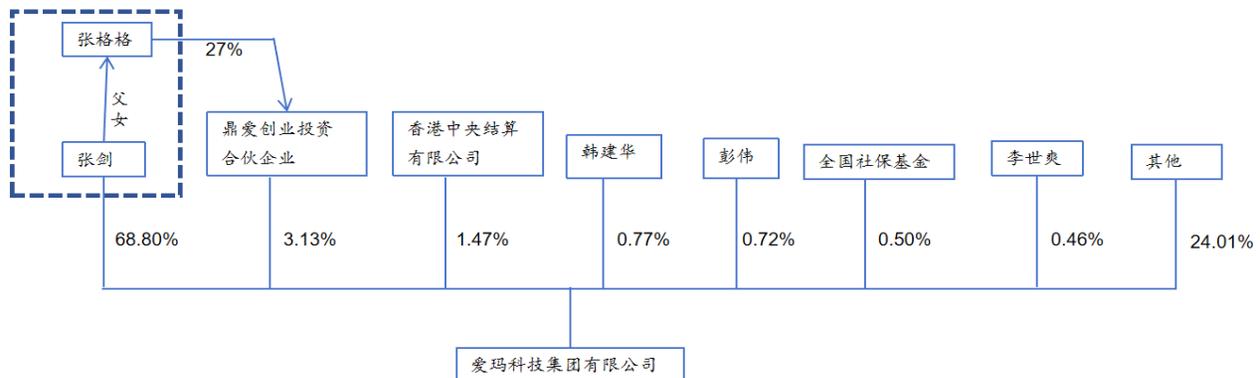
资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理

### (三) 公司股权相对集中, 高管产业经验丰富

公司股权结构相对集中, 高管产业经验较为丰富。1) 股权结构; 张剑先生为爱玛科技创始人、实际控制人、董事长兼 CEO; 截至 2025 年 4 月, 张剑先生直接持有爱玛 68.80% 的股份, 其女张格

格女士通过陵水鼎爱创业投资合伙企业间接控股 3.13%，公司股权结构集中度较高。2) 高管背景：公司高管均具备丰富的产业经验，其中董事长兼 CEO 张剑拥有较为丰富的企业战略管理经验，对产业链整合和商业拓展有着深刻洞察，曾任天津骑遇执行董事、三商投资董事。

图表9：公司股权结构相对集中，创始人张剑先生直接控股 68.80%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理（截至 2025 年 4 月 25 日）

图表10：公司高管均具有较丰富的产业经验

高管	职务	从业经历
张剑	创始人/董事长/CEO	曾任天津骑遇互动科技有限公司执行董事，天津三商投资管理有限公司董事。现任公司董事长兼总经理。
李玉宝	副总经理	曾任天津新时代采购部部长，天津泰美采购部部长，爱玛科技采购部总监。现任公司副总经理、电动车事业部供应链体系总裁。
段华	副总经理	曾任爱玛科技副总经理。现任公司副董事长、副总经理。
王春彦	副总经理/董事会事务	曾任天津三商投资管理有限公司董事长、总裁，现任公司董事、副总经理、董事会秘书。
罗庆一	副总经理	曾任宁波吉利罗佑发动机零部件有限公司行政副总经理，现任公司副总经理。
郑慧	副总经理/财务总监	曾任美的集团产品公司财务经理，美智光电副总经理、财务总监，佛山市悍格电商副总经理，佛山市云米电器财务高级总监，爱玛科技高级财务总监。现任公司副总经理、财务总监。
高辉	副总经理	曾任公司特种及国际事业部总裁，现任公司国内事业部总裁兼任国际事业部总经理。

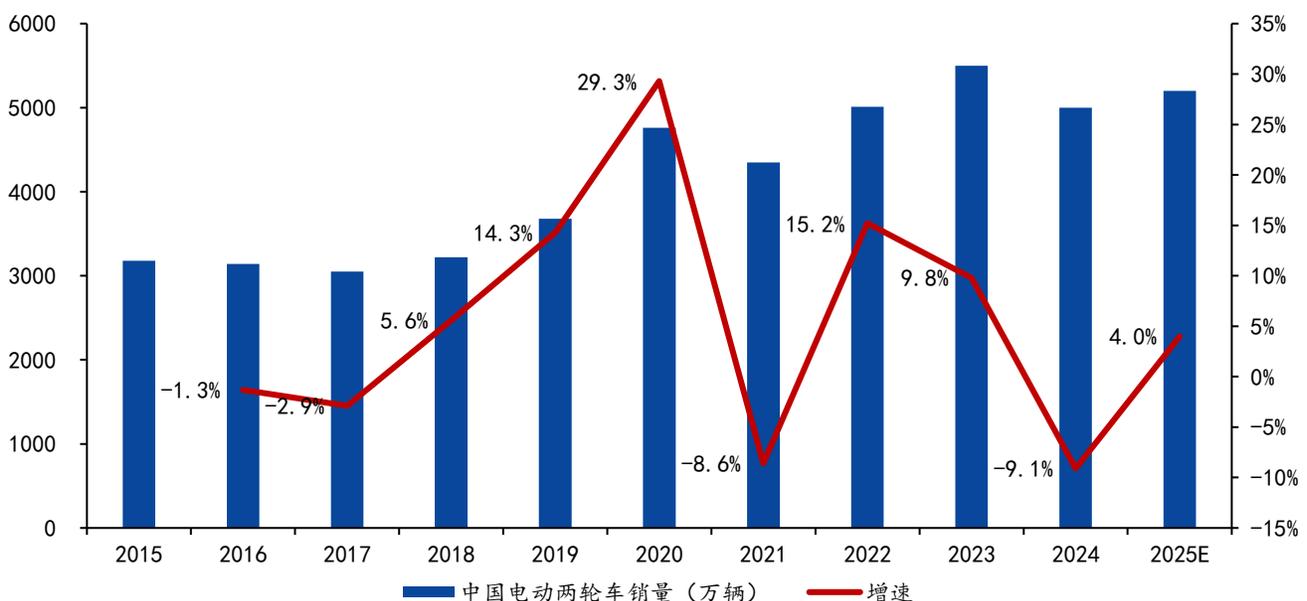
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 二、 行业分析：内销政策利好叠加外销复苏，两轮车行业前景广阔

### (一)内销：国补+新强标双重政策利好，两轮车行业有望恢复增长

2018年新国标发布助推行业规模扩张，2025年中国两轮电动车销量有望达5200万台。根据艾瑞咨询数据，中国电动两轮车销量在2015-2017年间稳定在3100万台左右；伴随着2018年《新国标》的出台，更新换代需求被广泛激发，国内电动两轮车销量也实现了快速增长，从2018年的3220万台增长到2023年5500万台（CAGR达+11.30%），其中2021年行业受到疫情和部分地区新国标过渡期推行节奏减缓等因素影响销量短期承压（同比-8.6%）；2024年行业销量为5000万台（-9.1%），出现小幅下滑主系受新国标落地较充分而新政策Q4才出台且尚未大范围执行的影响。展望未来我们认为，在以旧换新补贴政策和新强标出台的背景下，行业短期有望恢复增长态势，根据艾瑞咨询预测2025年中国电动两轮车销量有望达5200万台（同比+4.0%）；而伴随着产品功能的优化以及外卖业的持续发展，行业在中长期维度仍有较大提升空间，根据中研产业研究院预测，2028年中国电动两轮车销量或达到8400万辆（2023-2028年CAGR达7%）。

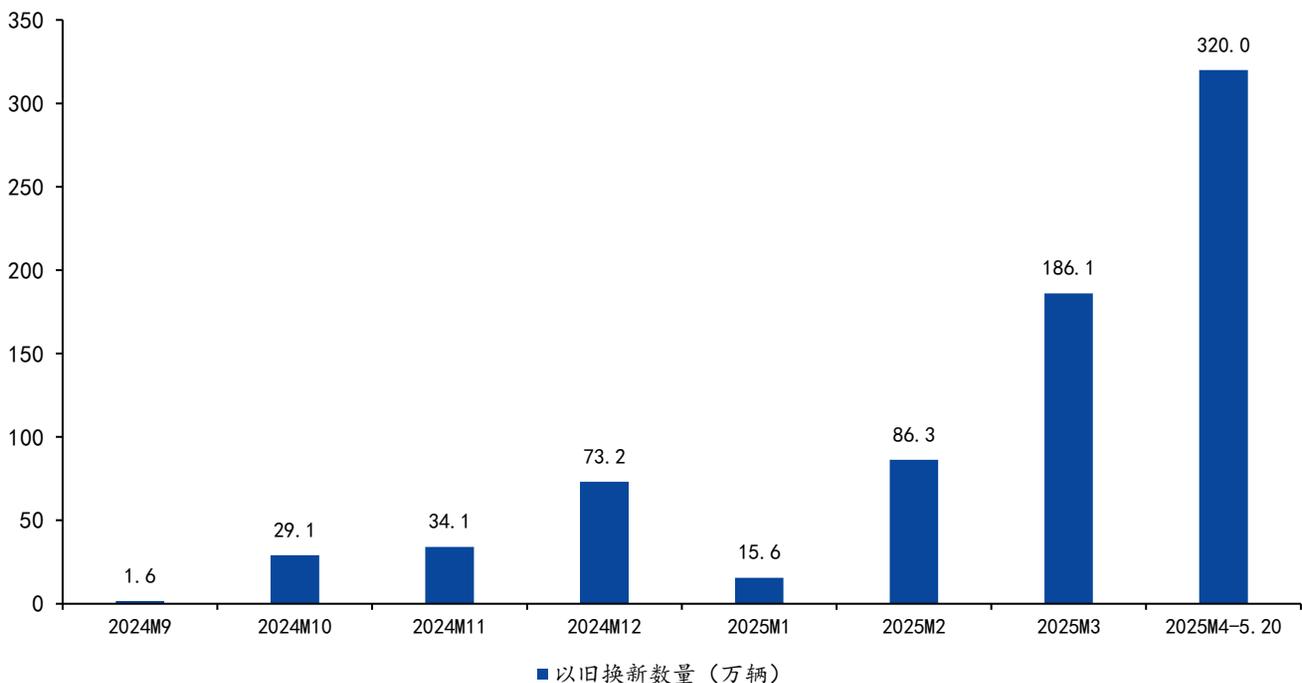
图表11：2025年中国电动两轮车销量有望达5200万台（同比+4.0%）



资料来源：艾瑞咨询 2025年中国两轮电动车行业研究报告，太平洋证券整理

2025 年以旧换新政策支持延续，两轮车销售端持续提速。2025 年 1 月 5 日，发改委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，文中提及要加速推进电动自行车以旧换新，并对交售用于报废的老旧锂电池电动自行车并换购铅酸电池产品的情况，可适当加大补贴力度，随后各省市也积极响应并出台了相关政策细节。根据商务部数据，2024 年 9-12 月，全国电动自行车累计置换量为 138.0 万辆；而 2025 年截至 5 月 20 日，全国置换量已达 608.0 万辆，带动新车销售 178.2 亿元，以旧换新销售进度明显提速。根据奥维云网数据，2025H1 电动两轮车内销出货量达 3232.5 万台（+29.5%），在国补、新强标和机动车驾驶新规的三重政策利好下实现靓丽表现。

图表12：截至 5 月 20 日，2025 年全国电动自行车以旧换新数量累计达 608.0 万辆



资料来源：中国政府网，太平洋证券整理

图表13：各省市均不同程度加大补贴力度，并针对换购铅酸电池新车的情况给予更高激励

地区	补贴时间	补贴标准
北京市	2025.2.8 至 2025.12.10	• 购买含税发票价 $\geq 1,500$ 元新车，基础补贴500元
		• 交售报废锂电旧车换购铅酸新车，额外补贴100元
		• 旧车经电池健康评估，额外补贴50元
上海市	2024.10.16 至 2025.6.30	对个人用户交售报废并换购符合CCC的新车，一次性立减500元购车补贴
广东省	2025.1.1 起	购买含税价 $\geq 1,500$ 元新车，给予一次性补贴500元，每人限1次
黑龙江	2025.1.26 至 2025.12.31	• 交售锂离子蓄电池旧车，购买铅酸蓄电池新车补贴600元
		• 交售锂离子蓄电池旧车，购买锂离子蓄电池新车补贴500元
		• 交售铅酸蓄电池旧车，购买锂离子蓄电池新车补贴500元
		• 交售铅酸蓄电池旧车，购买铅酸蓄电池新车补贴500元
河南省	2025.1.1 起	交售报废旧车并换购合格新车，最高可享500元；
		交售锂电旧车换购铅酸新车可适当提高
四川省	2025.1.1 起，补贴用完或期满即止	• 按新车含税发票价20%补贴，最高不超过500元
		• 交售锂电旧车换购铅酸新车，额外补贴100元
湖南省	2025.1.1 至 2026.1.10	• 交售报废锂电旧车换购铅酸新车，补贴600元
		• 其他换新，补贴500元；每辆旧车限申领1次，同一消费者最多可申3次
江苏省	2025.1.1 至 2025.12.31	按新车最终销售价格30%立购立减，单辆最高不超过1,000元

资料来源：商务部，太平洋证券整理

新强标出台规范行业安全发展，长尾出清后头部企业有望受益。2024年9月，工信部提出对现行的《电动自行车安全技术规范》（GB 17761-2018）进行修订，新标准将于2025年9月1日正式实施，届时不合规定车辆将无法出厂。对比2018年强标，新标准将使用铅酸电池的整车质量放宽至63kg，并不再强制要求电驱动型电动自行车具备脚踏骑行功能，同时从电池组、控制器、限速器三个方面明确防篡改要求，更符合实际需求并提升了安全保障性。我们认为，新强标有望助力低价低质的锂电池加速出清，叠加以旧换新补贴中铅酸电池受到特殊优待，进而利好安全性更高的铅酸电池电动自行车；同时在行业规范不断提升的背景之下，本就符合较高安全标准、产品配备北斗定位系统的头部企业生产成本不会明显提升，从而有望在竞争中受益。

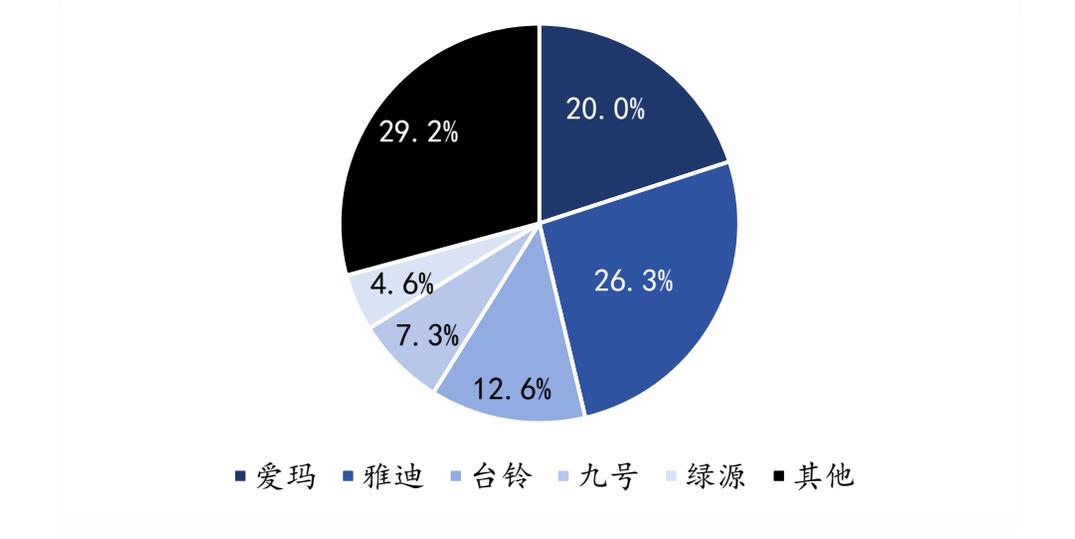
图表14：各省市均不同程度加大补贴力度，并针对换购铅酸电池新车的情况给予更高激励

2024 版新规相较于 2018 版的主要变化	
1	明确电动自行车使用塑料的总质量不应该超过整车质量的 5.5%，强化非金属材料防火阻燃性能要求
2	改善了制动性能要求，缩短了刹车距离
3	不再强制要求所有车型均安装脚踏骑行装置，改为根据车型的实际需要设计和安装
4	将使用铅酸蓄电池的电动自行车整车质量上限由 55kg 提升到 63kg，增加续航里程及实用性
5	完善电动机性能要求，确保车辆爬坡能力的同时防止超速行驶
6	完善电池组、控制器、限速器的防篡改要求，落实互认协同以及“一车一池一充一码”
7	鼓励电动自行车安装后视镜和转向灯
8	要求区分并标明用于城市物流、商业租赁等经营性活动的电动自行车
9	增加北斗定位、通信与动态安全监测功能，对于除经营性用途之外的普通家用电动自行车，在销售时可由消费者选择是否保留北斗定位模块
10	要求明确表示电动自行车的建议使用年限
11	新增企业质量保证能力和产品一致性要求，明确生产企业应具有与产能相匹配的电动自行车整车及车架的生产能力、检测能力和质量控制能力

资料来源：国家标准化委员会官网，太平洋证券整理

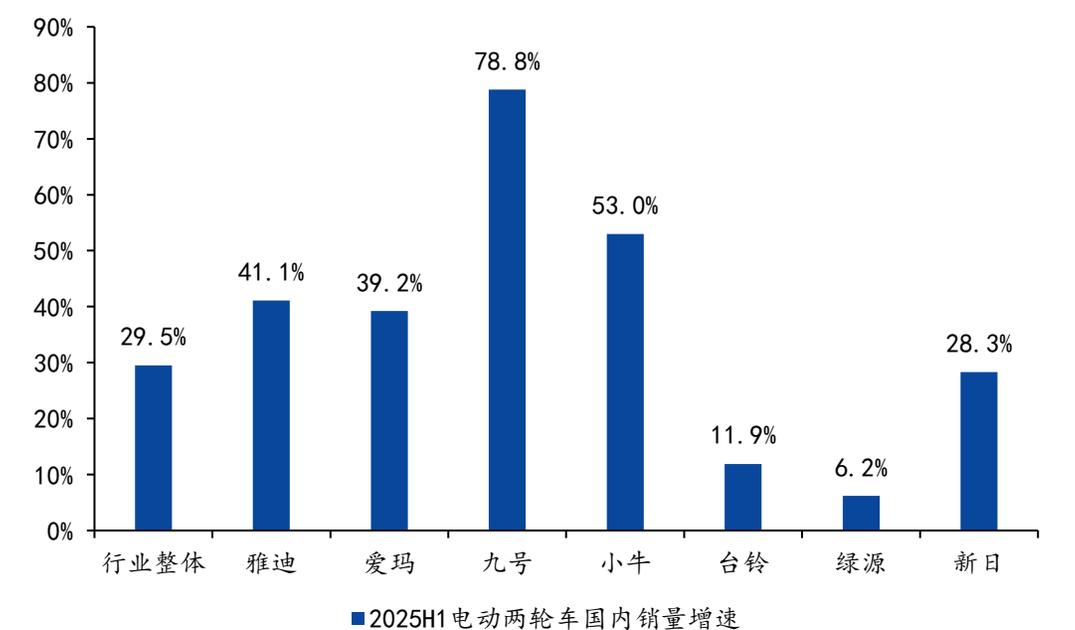
**新强标+国补双重催化下行业集中度提升，高端化品牌实现高速增长。**随着 2024 版新强标和国补政策的出台，低价低质的长尾品牌有望逐步出清，行业也有望迎来结构高端化升级，在需求增长的同时电动两轮车行业竞争也有所加剧；在此背景下自身技术、产品、渠道等方面实力雄厚的头部品牌的市场份额有望进一步提升，并且九号、小牛等定位高端的品牌也有望随之受益。根据奥维云网数据，2025H1 国内电动两轮车行业 CR5 达 70.8%，行业集中度较高；其中雅迪、爱玛品牌的内销份额分别达 26.3%、20.0%；同时九号和小牛品牌的电动两轮车国内销量同比分别 +78.8%、+53.0%，均实现显著高于行业的增速。

图表15：2025H1 中国电动两轮车 CR5 达 70.8%



资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

图表16：2025H1 九号和小牛电动两轮车内销出货增速均显著高于行业



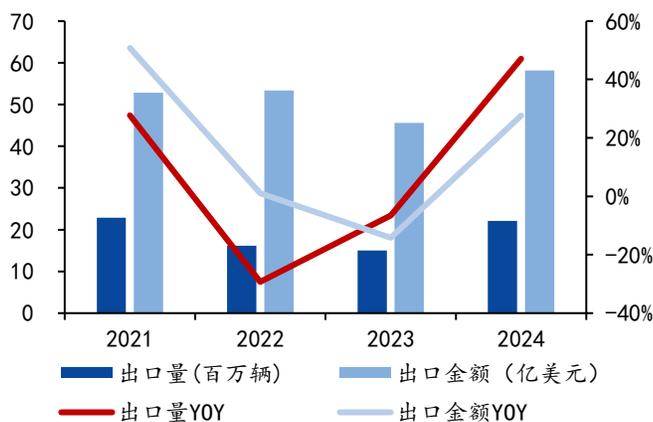
资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

## (二)外销：东南亚有望带来新增量，海外产能布局可有效抵御关税风险

北美地区为整车出口主要目的地，越南河内“禁摩”有望助推电动两轮车东南亚市场增长。

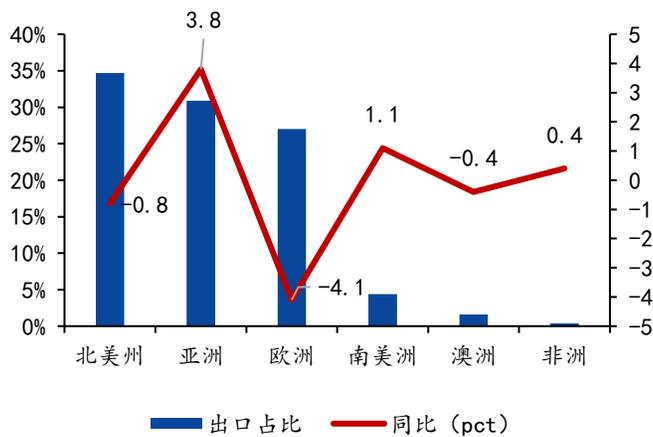
1) 出口整体：根据海关总署数据，疫情带动海外两轮车需求高增，中国出口随之受益，2021年电动两轮车出口达2290万辆(+27.7%)，出口额52.85亿美元(+50.8%)；此后海外需求趋于平稳，至2024年再次实现快速增长，出口量/额分别达到2213万辆/58.18亿美元，分别同比+47.1%/+27.6%。2) 分地区看：根据艾瑞咨询数据，北美/亚洲/欧洲作为中国两轮车主要出口目的地，2024年的出口占比分别为34.7%(-0.8pct)、30.9%(+3.8pct)和27.0%(-4.1%)，欧洲市场订单占比下滑，出口重心向亚洲有所转移。同时根据越南总理2025年7月签发的第20号指示，河内将从2026年7月1日起禁止燃油摩托车在一环路内行驶，该政策有望大力推动电动两轮车市场发展，并实现减排和交通运输能源转型。我们认为，伴随欧洲排放标准趋于严格，更新需求有望推动当地出口规模提升；同时东南亚多个国家推出“油改电”补贴，并对外国品牌在当地建厂给予政策倾斜，再叠加越南河内“禁摩”政策出台，有望共同为两轮车出口带来成长动力。

图表17：2024年中国电动两轮出口额同比+27.6%



资料来源：中国海关总署数据统计平台，太平洋证券整理

图表18：2024中国两轮电动车整车出口以北美为主



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表19：东南亚多个国家推出“油改电”政策

国家	开始时间	举措	对两轮车的影响
印尼	2021年	2021年8月，能源部计划到2030年电动两轮车数量达到1300万辆，在2050年停止销售燃油车。 2022年10月，交通部出台激励政策，目标在2025年增加200万辆电动两轮车，并对电池更换技术提出期望。 2023年8月，由于油改电置换补贴申请低迷，政府计划扩大电动自行车补贴范围，从国家基金中拨款7万亿印尼卢比（约4.59亿美元），支持到2024年销售80万辆新电动两轮车并置换20万辆燃油两轮车。	在2025年前为电动两轮车带来至少200万台增量； 同时补贴消费者进行电动两轮车消费
菲律宾	2024年	2024年5月，国家经济发展署（NEDA）扩大对电动车的补贴政策，批准对电动摩托车和电动自行车进行税收减免，保持零关税至2028年。	电动两轮车首次被零关税政策覆盖，降低外国品牌电动两轮车进口成本
泰国	2021年	2021年11月，泰国在COP26上设定了到2030年将温室气体排放量在2005年水平上减少20-25%的目标，为此颁布政策推动电动汽车（包括电动摩托车）的生产和使用。 目标到2030年，零排放汽车（ZEV）将占汽车总产量的至少30%，每年生产67.5万辆电动两轮车（E2W）。 在政府减税等激励措施的鼓励下，越来越多的品牌希望扩大业务并在泰国本地化电池生产。	2030年之前电动两轮车市场每年67.5万台增量； 有向中国大量进口两轮车电池的需求，激励中国两轮车企业在泰国本地建厂生产
越南	2022年	2022年7月，越南政府批准了《交通领域绿色能源转型及碳和甲烷减排行动计划》，在2040年逐步淘汰摩托车和轻便摩托车的生产、组装和进口，到2050年要求100%的机动道路车辆采用电力驱动。 2025年7月，越南总理签发第20号指示，2026.7.1起河内将禁止燃油摩托车在一环路内行驶；2028.1.1起除禁止使用化石燃料的摩托车外，个人燃油汽车在河内一环路和二环路内的通行也将受到限制；到2030年所有使用化石燃料的个人交通工具将在河内三环路内全面限制通行。	2022年两轮车（传统+电动）销量为338万，同比上升20.7%；预计未来电动两轮车占比有望从2022年的10%提升到2030年的16%。
马来西亚	2023年	2023年12月，政府推出“电动摩托车使用促进计划”，为电动摩托车购买者提供2400令吉的补贴，以鼓励国民从汽油摩托车改用电动摩托车。	降低购车成本，消费者收入越低其补贴越高，有利于电动两轮车企业开拓低收入群体市场
柬埔寨	2024年	2024年9月，柬埔寨公共工程和交通部为减少碳排放，在《2024-2030年国家电动汽车发展政策》上宣布，到2050年柬埔寨电动汽车和电动两轮车普及率将分别达到40%和70%。	若在2050年两轮车电动化率成功达到70%，则预计带来超过420万电动两轮车增量（约600万燃油两轮车基数）

资料来源：各国政府网站，太平洋证券整理

中国头部企业普遍拥有海外产能，或将有效防范关税影响。国内两轮车龙头企业在海外普遍拥有丰富的产能布局，其中雅迪位于印度尼西亚卡拉旺的全球第八家工厂已于2024年5月奠基，预计年产能可达300万辆；爱玛则在东南亚地区拥有位于越南和印度尼西亚的两座工厂；台铃全球第十座智能制造基地则于2024年8月正式投产。我们认为，中国两轮车头部企业通过在海外特别是东南亚地区布局产能，可有效对冲美国关税加征政策反复对公司经营稳定性的影响。

图表20：大部分中国两轮车头部企业均有海外产能布局

公司	海外产能
雅迪	位于印度尼西亚卡拉旺的全球第八家工厂已于2024年5月奠基，预计将于2026年投入运营，年产能可达300万辆
爱玛	在印尼的生产基地已投产，越南生产基地建设正在有序推进中
台铃	位于越南的全球第十座智能制造基地于2024年8月正式投产
九号	除了国内江苏常州的生产基地，在越南也提前进行了代工布局，扩大东南亚产能

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

### 三、 公司分析：产品端深耕两轮并拓展三轮业务，渠道和生产端不断突破

#### (一) 产品端：两轮车智能+高端+差异化布局，三轮车从细分客群切入市场

##### 1、 电动两轮车：电自电摩全价格段覆盖，高端、智能、差异化布局有望助力增长

囊括电自电摩共四大系列，覆盖全价格段和多种需求。公司通过推出不同价位段和定位的产品，满足用户对于性价比、智能化、高端化、外形美观等方面的差异化需求。1) 价格方面：公司电动自行车产品价格在 1000 元至 3000 元以上，电动摩托车产品价格在 2000 元至 5000 元以上，均实现全价格段覆盖。2) 产品型号：公司两轮车产品包括 Q 系、A 系、F 系、X 系四大系列。

图表21：公司电自和电摩产品均实现全价格段覆盖

产品定位	产品组合电自	产品等级
高端系列 (3000元档)	 <p>元宇宙play    酷领25    酷博</p>	SS
中端系列 (2000-3000)	 <p>哆乐豪华版    A30    朵朵Pro    酷骑    小金豆2.0</p>	S
低端系列 (1000-2000)	 <p>小金豆12    欢乐豆2024-12    小金豆20    Q豆    糖豆</p>	A
产品定位	产品组合电摩	产品等级
高端系列	 <p>A7ultra    A5Pro    G7    启航A611    御星A717    元宇宙plus</p>	SS
中端系列	 <p>蓝鲸W303Pro    御星A511    启航2025A526    蓝鲸Q601Pro    嘉星Air    芝士A516</p>	S
低端系列	 <p>优骑Q505    爱玛q601</p>	A

资料来源：公司官方小红书，太平洋证券整理

**智能化：当前位居国内品牌二梯队，持续完善多端协同生态体系。**1) **行业端**：根据艾瑞咨询发布的报告，2024年智能电动两轮车（搭载AI、物联网等智能技术）销量九号位居第一，作为传统龙头的雅迪和爱玛位居第二梯队。2) **公司端**：爱玛不断深化“人-车-机-盔-云-APP”多端协同的智能生态体系建设，构建覆盖用户用车全周期的技术服务体系。在人端，用户可以通过智能头盔实现语音控制车辆、接打电话、一键SOS等交互功能；在车端，公司产品可实现智慧灯光转向投影、包括雨天动力自动调节在内的多场景模式智能切换等功能；在APP端，用户可直接实现无钥匙解防、远程控车等功能，在云端，产品可依托爱玛OS的中后台实现OTA升级和用户个性化驾驶模式。我们认为，公司未来产品智能化、网联化升级有望持续推进，优化产品性能的同时也有望提升智能化产品收入占比，进而助力公司整体利润结构改善。

图表22：2024年智能电动两轮车销量九号排名第一，雅迪和爱玛位居第二梯队

### 2024年智能两轮电动车产品销量



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表23：公司构建“人-车-机-盔-云-APP”多端协同的智能生态，并不断完善体系建设



资料来源：公司 2024 年 ESG 报告，太平洋证券整理

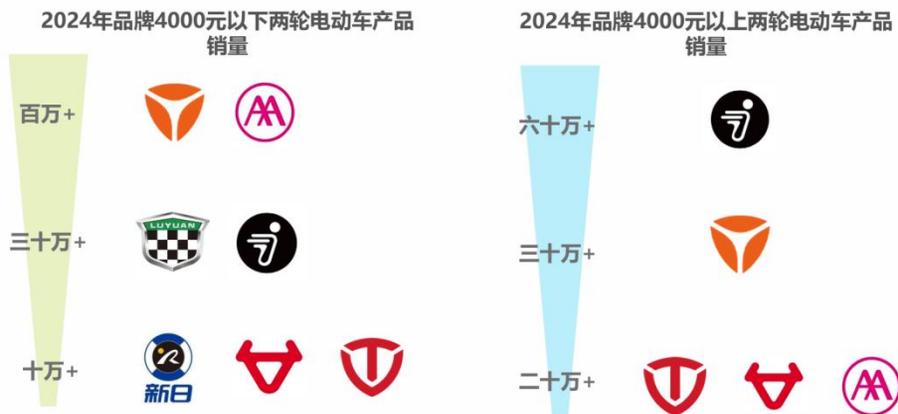
**高端化：在高端市场仍有较大成长空间，推出 Q7 和 A7plus 上探 5000 元+价格段。** 1) 行业端：根据艾瑞咨询数据，2024 年传统龙头雅迪和爱玛在 4000 元以下的两轮车产品销量均超百万台，在中低端价位段实现行业领先；而九号则在 4000 元以上的价格带引领行业，2024 年销量超过 60 万台；公司销量则位居第三梯队，在高端市场仍旧有较大提升空间。2) 公司端：2024 年 6 月和 12 月公司相继发布智能旗舰新品爱玛 Q7 和 A7Plus，产品在性能、智能化及续航方面进一步突破，售价也上探至 5000 元+价格段，其中 A7Plus 极速全地形版定价达 6599 元，进一步上探了公司高端两轮车产品的价格天花板。我们认为，Q7 和 A7Plus 共同形成了“智能+性能”双旗舰矩阵，有望助力公司产品力、品牌力的持续提升；同时未来公司或将继续扩充两轮车高端市场布局，实现产品结构不断优化，进而推动收入业绩的增长。

**图表24：公司相继发布智能旗舰新品 Q7 和 A7Plus，产品在性能、智能化及续航方面进一步突破**

产品名称		高端电动摩托车				
		爱玛 A7plus	爱玛 Q7	九号 M3 85C	雅迪冠能 T60-M	小牛 N Play
产品信息	产品图片					
	到手价(元)	4999	4599	6899	4690	4299
	重量(不含电池)	110kg	105kg(含电池)	80kg	112kg(含电池)	73kg
续航维度	续航里程	101-120km	101-120km	61-80km	70km	65km
	电池类型	石墨烯电池	石墨烯电池	铅酸电池	TTFAR 常青藤石墨烯铅酸电池	铅酸电池
	电池容量	21-30Ah	21-30Ah	21-30Ah	25Ah	23Ah
	电机功率	额定功率：1001-2000W	401-1000W	1001-2000W	1200W	1200W
	最高速度	51-70km/h	41-50km/h	51-70km/h	51-70km/h	52km/h
制动能力	制动系统	越野前反抱双碟	前后碟刹	前碟后碟+双通道阀式 ABS	前后碟刹	前 220mm 碟刹 后 180mm 碟刹
	减震	可调式后减震	可调式后减震	前后油压弹簧减震	液压减震	31 芯前减震 后液 压减震
智能化功能	智能解锁	智能手机/手表、无感靠近、小程序 APP 解锁	电子鞍座锁、APP 智能开锁、遥控钥匙开锁	智能手机/手表、小程序 APP、NFC 刷卡、蓝牙感应	小程序解锁、蓝牙解锁、APP 解锁、手表解锁	蓝牙、APP 远程解锁、NFC 卡手机、NFC、嘿 Siri、小程序
	助力推行	支持	支持	支持	支持	支持
	定位系统	北斗、GPS、基站	GPS	北斗、GPS、基站	无定位功能	三模卫星定位
	防盗系统	异动提醒	防丢失模式、异动提醒	智能防盗	APP 防盗	整车智能安防、远程控制
	电池管理	BMS 电池管理系统	电子屏充电提醒	APP 可视化管理	BMS 管理系统	智慧体检
	OTA 无线升级	/	/	支持	/	支持
其他特色功能	灯光系统	高亮度大灯、边条氛围灯	全方位智能灯光系统	ALC 全境光幕照明系统	LED 大灯	360° 全 LED 灯光系统
	充电方式	整车充电	整车充电	整车充电	整车充电	整车充电
	其他	定速巡航	TCS 防滑系统	30L 坐桶空间 定速巡航	HDC 智能陡坡缓降 TCS 智能牵引力控制系统	整车涉水高度可达 230mm 定速巡航

资料来源：公司京东官方旗舰店，太平洋证券整理

图表25：2024年爱玛中低端两轮车销量超百万台，高端产品销量仍有较大提升空间



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

**差异化：女性客群占比日益提升，“她经济”有望助力公司收入业绩规模增长。**

1) 行业端：根据灼识咨询数据，两轮电动车女性用户占比从2020年的34.5%提升2024年的42.7%，部分城市甚至突破55%；女性客群对颜值、安全、智能化的需求也或将影响两轮车行业的未来发展方向。

2) 公司端：公司紧抓行业变化趋势打造了针对女性用户的Q系列产品，通过持续高频推出时尚化、智能化、女性友好的元宇宙Play、露娜等车型，实现了产品高中低价格带全覆盖，再叠加与潮玩品牌TOP TOY等的联名营销活动，为公司电动两轮车销量和业务收入利润规模的增长提供了助力。

图表26：公司Q系列针对女性客群，推出元宇宙Play、露娜等车型



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表27：公司携手潮玩品牌 TOP TOY 进行爱玛元宇宙 PLAY 车型的推广活动



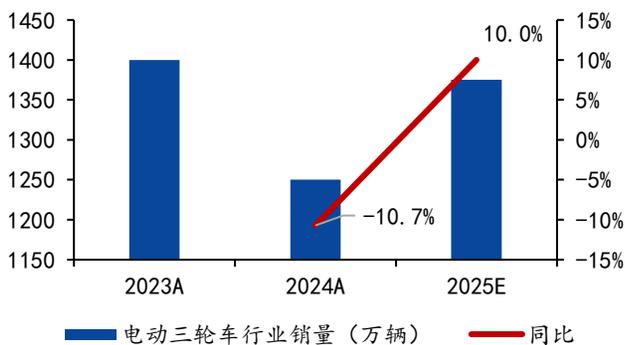
资料来源：成都在线，太平洋证券整理

## 2、电动三轮车：行业竞争格局较为分散，公司从女性和老人客群切入市场

行业端：货三、休三有望共同助推电动三轮车行业增长，集中度较低后进品牌或将弯道超车。

1) **市场整体**：根据电动车观察员公众号数据，2024 年国内电动三轮车总销量约为 1250 万辆（-10.71%），出现短期承压；其中货运三轮车和休闲三轮车作为两大主力车型销量实现同比小幅增长。2) **竞争格局**：当前电动三轮车行业集中度相对较低，参与品牌多于电动两轮车市场，但头部品牌集中度却显著低于两轮车，2024 年仅有金彭品牌销量突破百万辆。我们认为，货三作为重要的生产运输用具未来销量或将持续提升，而休三则有望凭借安全性、实用性等优势在老龄化趋势加速的背景下实现增长，二者有望共同助力电动三轮车市场规模扩张，2025 年国内电动三轮车行业有望恢复 10%左右的增速；同时受竞争格局较为分散的影响，爱玛、雅迪等电动两轮车传统龙头有望凭借在电动三轮车业务上复用自身在研发、产品、渠道等方面的积累，实现市占率的突破并率先分享行业增长红利，作为后进品牌也或将弯道超车。

图表28：2025 年国内电三行业增速有望达 10%左右



资料来源：电动车观察员公众号，太平洋证券整理

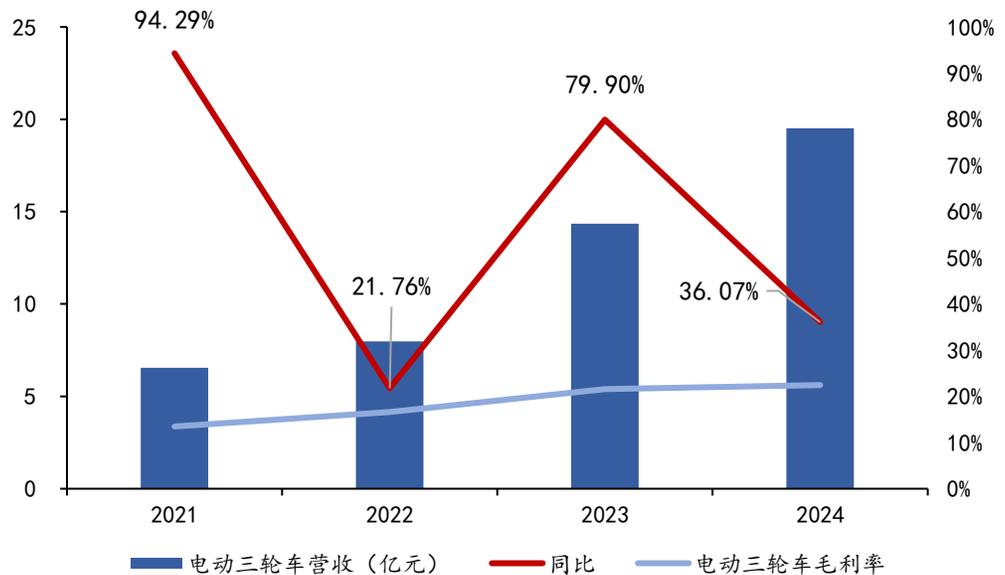
图表29：电动三轮车行业集中度相对较低



资料来源：电动车观察员公众号，太平洋证券整理

公司端：产品聚焦老人和女性两大细分客群，业务收入业绩端表现优秀。1) 产品端：公司对于电动三轮车市场采取精细切入、分类突破战略，当前产品主要覆盖老人和女性两大客户群体，具体包括元宇宙 Q20、乐享 CA500 等车型，产品在性能和性价比方面均具备较强竞争力。2) 报表端：公司电动三轮车业务在营收和盈利能力方面持续表现靓丽，2024 年业务收入达 19.52 亿元（+36.07%），毛利率达 22.44%（+0.84pct），收入增速和毛利率水平均高于整体财务表现。我们认为，未来随着电动三轮车业务规模的持续扩张，公司收入结构有望持续优化；同时在规模效应的加持下，业务毛利率也或将进一步提升，进而助力整体盈利能力改善。

图表30：公司电动三轮车业务在营收和盈利能力方面持续表现靓丽



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表31：公司电动三轮车产品在性能和性价比方面均具备较强竞争力

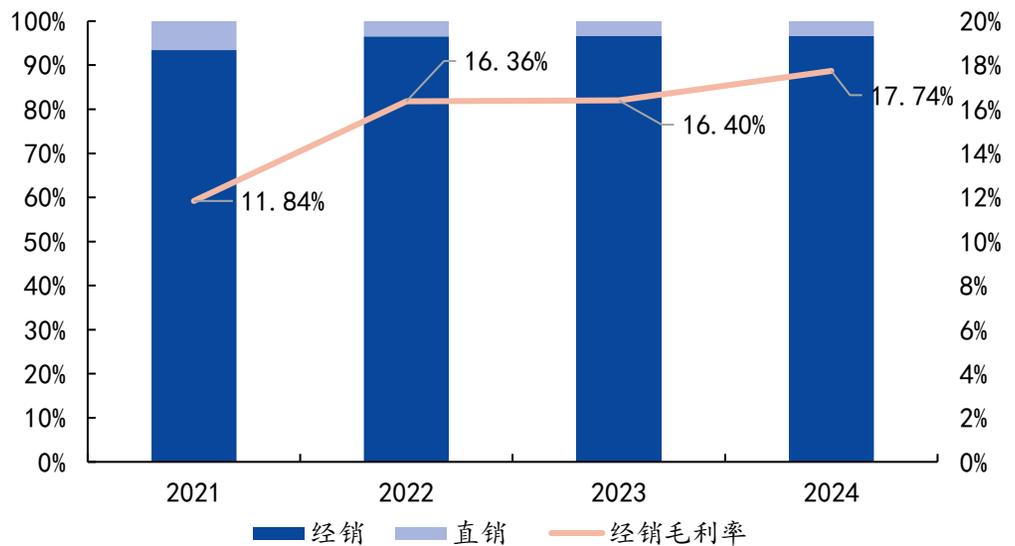
产品名称		AIMA 元宇宙 Q20	AIMA 乐享 CA500	AIMA 星空 CA300	雅迪 CM2	金彭 福喜2 青春版	金彭 豆奇
产品信息	产品图片						
	到手价	4999	4599	6899	4690	4299	4999
	重量（不含电池）	110kg	105kg（含电池）	80kg	112kg（含电池）	73kg	110kg
续航维度	续航里程	101-120km	101-120km	61-80km	70km	65km	101-120km
	电池类型	石墨烯电池	石墨烯电池	铅酸电池	TTFAR 常青藤石墨烯铅酸电池	铅酸电池	石墨烯电池
	电池容量	21-30Ah	21-30Ah	21-30Ah	25Ah	23Ah	21-30Ah
	电机功率	额定功率：1001-2000W	401-1000W	1001-2000W	1200W	1200W	额定功率：1001-2000W
	最高速度	51-70km/h	41-50km/h	51-70km/h	51-70km/h	52km/h	51-70km/h
制动能力	制动系统	越野前反抱双碟	前后碟刹	前碟后碟+双通道阀式 ABS	前后碟刹	前 220mm 碟刹 后 180mm 碟刹	越野前反抱双碟
	减震	可调式后减震	可调式后减震	前后油压弹簧减震	液压减震	31 芯前减震 后 液压减震	可调式后减震
其他特色功能	灯光系统	智能手机/手表、无感靠近、小程序 APP 解锁	电子鞍座锁、APP 智能开锁、遥控钥匙开锁	智能手机/手表、小程序 APP、NFC 刷卡、蓝牙感应	小程序解锁、蓝牙解锁、APP 解锁、手表解锁	蓝牙、APP 远程解锁、NFC 卡手机 NFC、嘿 Siri、小程序	智能手机/手表、无感靠近、小程序 APP 解锁
	充电方式	支持	支持	支持	支持	支持	支持
	其他	北斗、GPS、基站	GPS	北斗、GPS、基站	无定位功能	三模卫星定位	北斗、GPS、基站

资料来源：各品牌京东旗舰店，太平洋证券整理

## (二)渠道端：经销为主线线上线下联动，海外印尼市场快速突破

经销为主直营为辅，数智化管理持续提升渠道运营效率。公司以经销为主直营为辅，经销渠道收入占比维持在 90%以上；并拥有行业领先的渠道网络体系，在全球累计拥有超过 1900 家经销商和终端门店数量超过 3 万个，并通过数智化升级不断优化经销商和门店效率，实现渠道盈利能力的不断提升。1) 经销商：公司针对经销商实行“一区一代”政策，分层分级管理优化经销商结构，并根据市场数据配置资源；同时将数智管理系统延展至经销商及其门店的日常经营，并构建了“经销商经营控制塔”智能模型，可实现结合区域、行业趋势识别潜在风险，综合提升经销商效率与能力。2) 员工管理：公司通过多种优化措施持续提升运营效能，2024 年员工商业道德及反贪腐培训覆盖率达 100%，或将间接助推门店销售效率和渠道盈利水平的持续增长。

图表32：公司经销渠道收入占比维持在 90%以上，并且盈利能力持续提升



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

线上多元布局并联动线下促进客单转化，“718”配合营销有望助力销售增长。1) 线上布局：公司依托天猫、京东、抖音、快手、小红书等电商及社交平台提升用户接触率，并以短视频种草、直播带货、社群运营等多种方式精准深度获客，并引流至线下门店，实现线上渠道多元化布局的同时进一步优化终端销售转化率。2) “直购节”：2024 年“718 直购节”期间，多位 KOL 在抖音、

微信视频号等短视频平台发布爱玛电动车相关作品，显著提升了公司旗下多款车型和直购节的关注度；截至 2024 年 7 月 15 日，话题总播放量和总互动量分别达 1.2 亿和 220 万左右。2025 年公司“718 直购节”在 6 月 28 日启动，我们认为，在公司线上积极营销、国补政策延续和新强标出台的共同利好下，该大促节点有望为公司销售增长提供有力支撑。

图表33：公司针对“718 直购节”积极进行线上营销



资料来源：爱玛官方微博，太平洋证券整理

海外业务覆盖 50 余个国家，印尼市场业务实现快速突破。公司持续推进业务全球化发展，针对不同区域的特点因地制宜地拓展渠道，业务覆盖全球超 50 个国家。1) 东南亚：公司在印尼地区业务规模实现快速突破，截至 2024 年已经在当地建立百余家线下门店，本地化工厂也建成并投入生产；同时公司在越南市场也已与多家经销商达成合作关系，持续提升区域覆盖率。2) 北美：公司连续参加 2024 年和 2025 年美国 CES 国际消费电子展，并推出面向北美市场的 E-bike 新品（Santa Monica、剑齿虎等），进一步增强品牌曝光度，助力海外经销商拓展当地市场。3) 其他市场：公司在欧洲、拉美、中东等市场也逐步完善分销代理体系，稳步推进国际化布局。

图表34：公司受邀参加美国 CES 国际消费电子展

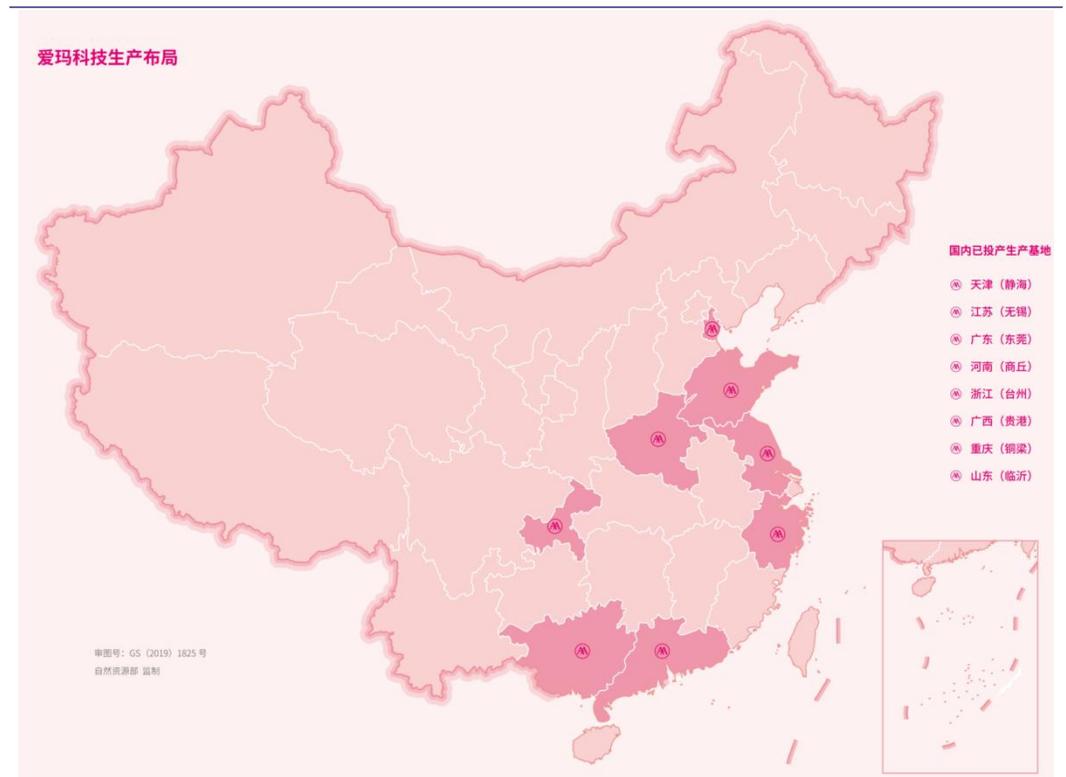


资料来源：中国日报网，太平洋证券整理

### (三) 生产端：国内外产能布局广泛，数智化助力生产效率提升

国内产能分布广泛，海外产能稳步扩张。公司产能分布较为广泛，在国内的华北、华东、华南区域和海外的东南亚地区均有布局。1) 国内：公司目前拥有天津、河南商丘、广东东莞、广西贵港、江苏无锡、重庆一期、浙江台州、山东临沂共 8 个生产基地，同时重庆二期、浙江丽水、江苏徐州、甘肃兰州 4 个生产基地也在有序建设中，全面提升公司供应保障能力以满足不断增长的内销市场需求；2) 海外：公司位于印度尼西亚的生产基地已正式投产，越南生产基地建设也稳步推进，东南亚产能扩张进程持续落地，有望为公司海外业务发展奠定坚实基础。

图表35：国内产能分布较为广泛，华北、华东、华南区域均有布局



资料来源：公司 2024 年 ESG 报告，太平洋证券整理

智能制造助力生产成本优化，数字化管理有效提升供应效率。公司通过“自主生产+供应链整合”模式，持续优化智能制造与供应链的协同效率与效果，实现生产效率的不断提升。1) **生产制造**：公司具备总装、注塑等工艺，同时具备电机、车架等核心部件的生产能力，2024年公司新增多条自动化产线，并通过引入工业4.0技术和焊接机器人等先进设备，实现更快的市场需求响应速度和更低的制造成本，进一步助力企业收入规模和利润空间的提升。2) **供应链**：公司依托智能仓储管理系统（WMS），实现物料入库、在库、出库的全过程可视化追踪，提升库存周转率的同时有效，优化物料匹配和供应链资源配置。

图表36：公司拥有多条自动化产线，持续提升生产效率



资料来源：公司2024年ESG报告，太平洋证券整理

## 四、 投资建议

### (一) 关键假设

**电动两轮车：**1) **行业端**，在新强标出台和以旧换新政策持续落地的双重利好下，国内电动两轮车行业市场规模有望保持较快增速，龙头企业有望率先受益于行业增长红利；东南亚多个国家推出“油改电”补贴并对外国品牌在当地建厂给予政策倾斜，也或将为两轮车的出口带来成长动力。2) **公司端**：爱玛在实现电动自行车和电动摩托车品类全价格段覆盖的情况下，积极完善多端协同的生态体系建设，提升两轮车产品的智能化水平；并通过推出高端新品上探价格天花板至5000元+，助力产品结构持续优化；同时紧抓“她经济”崛起的行业趋势差异化布局女性客群，有望推动盈利能力不断提升。

**电动三轮车：**1) **行业端**，货运三轮车和休闲三轮车作为电动三轮车品类两大主力车型，未来有望保持小幅增长趋势；同时行业竞争格局较为分散，为后进品牌实现弯道超车提供机会。2) **公司端**：产品聚焦老人和女性两大细分客群，在性能和性价比方面均具备较强竞争力，未来业务规模或将继续高速增长；同时在规模效应的加持下，毛利率也或将进一步提升。

**配件业务：**伴随着公司电动两轮车和电动三轮车业务规模的持续扩张，以及公司“销售服务一体化”战略的持续落地，配件收入增速有望略高于整车业务。

我们预计，2025-2027年公司综合毛利率分别18.96%、19.71%、20.22%，费用率保持稳定。

图表37：爱玛科技收入业绩预测表

爱玛科技 (603529.SH)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>总营收 (亿元)</b>	210.36	216.06	274.46	324.53	375.35
YOY	1.12%	2.71%	27.03%	18.24%	15.66%
毛利率	16.51%	17.82%	18.96%	19.71%	20.22%
成本率	83.49%	82.18%	81.04%	80.29%	79.78%
<b>电动两轮车业务收入 (亿元)</b>	186.51	182.51	223.80	258.07	288.32
YOY	-3.25%	-2.14%	22.62%	15.31%	11.72%
毛利率	16.01%	17.48%	18.36%	18.88%	19.22%
<b>电动自行车业务收入 (亿元)</b>	128.45	130.37	165.91	195.88	221.36
YOY	5.85%	1.50%	27.26%	18.06%	13.00%
毛利率	16.57%	17.58%	18.46%	19.01%	19.39%
均价 (元/台)	1689.47	1729.99	1947.96	2095.23	2206.11
YOY	0.76%	2.40%	12.60%	7.56%	5.29%
销量 (百万台)	7.60	7.54	8.52	9.35	10.03
YOY	5.06%	-0.88%	13.02%	9.77%	7.32%
<b>电动两轮摩托车业务收入 (亿元)</b>	58.06	52.14	57.88	62.19	66.96
YOY	-18.72%	-10.20%	11.03%	7.43%	7.68%
毛利率	14.76%	17.22%	18.08%	18.44%	18.63%
均价 (元/台)	2161.05	2200.46	2310.71	2380.17	2455.29
YOY	-1.09%	1.82%	5.01%	3.01%	3.16%
销量 (百万台)	2.69	2.37	2.51	2.61	2.73
YOY	-17.83%	-11.81%	5.73%	4.30%	4.38%
<b>电动三轮车业务收入 (亿元)</b>	14.35	19.52	28.00	38.15	51.30
YOY	79.90%	36.07%	43.43%	36.27%	34.47%
毛利率	21.60%	22.44%	24.91%	26.25%	26.78%
均价 (元/台)	3361.97	3549.79	3906.55	4318.78	4797.31
YOY	10.22%	5.59%	10.05%	10.55%	11.08%
销量 (百万台)	0.43	0.55	0.72	0.88	1.07
YOY	63.22%	28.87%	30.33%	23.26%	21.06%
<b>配件销售业务收入 (亿元)</b>	6.48	8.47	11.54	14.05	16.75
YOY	10.44%	30.79%	36.24%	21.74%	19.23%
毛利率	15.65%	13.60%	15.23%	16.45%	16.78%
<b>其他业务收入 (亿元)</b>	3.03	5.56	11.13	14.26	18.98
YOY	116.43%	83.63%	100.02%	28.11%	33.12%
毛利率	25.24%	19.28%	19.86%	20.45%	20.86%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

## (二) 盈利预测

**产品、渠道、生产端三驾马车共同拉动，收入业绩有望持续快速增长。维持“买入”评级。**我们选择同样以电动两轮车为主业的雅迪控股、九号公司、绿源集团控股、涛涛车业和春风动力作为可比公司；相较于可比公司，爱玛当前估值水平较低，具备较广阔的成长空间。**行业端**，新强标出台和国补政策持续落地有望持续推动电动自行车行业更新换代需求，进而助力市场规模扩张。**公司端**，作为龙头企业之一有望分享行业增长红利，产品端持续深耕两轮车业务并积极拓展电动三轮车产品矩阵，渠道端线上线下联动的同时海外业务持续拓展，生产端产能布局广泛且数智化助力效率不断提升，三驾马车未来有望共同拉动公司收入业绩快速增长。我们预计，2025-2027年公司归母净利润分别为 26.16/31.36/36.92 亿元，对应 EPS 分别为 3.01/3.61/4.25 元，当前股价对应 PE 分别为 11.51/9.61/8.16 倍。**维持“买入”评级。**

图表38：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS (元)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1585.HK	雅迪控股	12.36	-51.81	120.33	19.26	16.47	28.65	12.58	10.58	9.06	0.42	0.90	1.07	1.25
2451.HK	绿源集团控股	8.52	-19.81	53.31	43.02	27.21	25.24	18.59	13.01	10.27	0.29	0.42	0.60	0.76
689009.SH	九号公司	60.52	81.29	54.18	36.62	33.74	31.01	25.97	19.01	14.21	15.32	23.30	31.84	42.58
301345.SZ	涛涛车业	157.14	53.76	27.37	31.44	27.67	16.69	31.06	23.63	18.53	3.96	5.06	6.65	8.48
603129.SH	春风动力	223.89	46.08	26.46	24.46	23.70	16.13	18.35	14.75	11.92	9.74	12.20	15.18	18.78
	平均						<b>23.54</b>	<b>21.31</b>	<b>16.20</b>	<b>12.80</b>				
603529.SH	爱玛科技	34.66	5.68	31.61	22.99	17.52	<b>17.31</b>	<b>11.51</b>	<b>9.61</b>	<b>8.16</b>	2.37	3.01	3.61	4.25

资料来源：携宁，太平洋证券整理（截至 2025 年 7 月 31 日，绿源集团控股 EPS 数据为 Wind 一致预期）

## 五、 风险提示

1) **宏观经济增速放缓导致市场需求下降。**电动两轮车当前属于半耐用消费品，用户收入水平以及对未来收入增长的预期，将对产品购买意愿产生一定影响；倘若宏观经济增幅放缓导致用户购买力下降，将对行业增长产生负面影响。

2) **两轮车市场竞争加剧。**在新强标和国补政策双重利好的推动下，行业发展规范化的同时竞争秩序也持续优化，长尾企业加速出清，行业竞争焦点转向领先企业间在产品、研发、渠道以及国际化布局等多方面的综合竞争。倘若公司未能精准把握用户需求、持续输出高品质产品与服务，将面临市场地位弱化的风险。

3) **原材料价格波动。**倘若原材料价格受宏观趋势、产业政策等不可控因素影响上行，公司生产成本将随之增加，从而对盈利能力造成直接影响。

4) **技术研发不及预期。**公司新产品投入需要大量前期准备工作，若未来公司研发产品不能及时契合市场需求与保持自身核心技术的领先度，公司产品销售情况与市场竞争力将受到不利影响。

5) **经销商管理不及预期。**公司以经销渠道为主，而经销商自身的经营能力、风险偏好以及奋斗意愿对其负责区域内的销售表现影响较大。倘若经销商的经营方式与服务质量不及预期，可能会对公司经营业绩和品牌形象造成不利影响。

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,667	2,914	4,408	5,701	8,392
应收和预付款项	394	421	563	720	926
存货	575	811	1,016	1,190	1,367
其他流动资产	1,949	6,087	6,928	6,939	6,949
流动资产合计	9,586	10,233	12,915	14,549	17,635
长期股权投资	127	164	184	197	210
投资性房地产	284	206	184	160	18
固定资产	2,184	3,674	3,939	4,594	4,995
在建工程	992	2,048	2,693	3,448	3,901
无形资产开发支出	716	1,119	1,342	1,634	1,787
长期待摊费用	39	41	41	41	41
其他非流动资产	15,551	16,067	17,570	19,193	22,289
资产总计	19,893	23,319	25,951	29,267	33,240
短期借款	0	74	74	74	74
应付和预收款项	8,511	9,386	10,538	11,611	13,012
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	3,602	4,719	4,649	4,982	5,306
负债合计	12,113	14,179	15,261	16,667	18,392
股本	862	862	869	869	869
资本公积	1,763	1,578	1,578	1,578	1,578
留存收益	5,136	6,378	7,947	9,828	12,043
归母公司股东权益	7,712	9,030	10,563	12,444	14,658
少数股东权益	68	110	127	156	190
股东权益合计	7,780	9,140	10,690	12,599	14,848
负债和股东权益	19,893	23,319	25,951	29,267	33,240

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,864	3,166	4,046	4,763	5,582
投资性现金流	-1,910	-6,783	-1,426	-2,215	-1,413
融资性现金流	545	-607	-1,126	-1,256	-1,478
现金增加额	498	-4,222	1,494	1,292	2,691

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,036	21,606	27,446	32,453	37,535
营业成本	17,563	17,756	22,243	26,056	29,945
营业税金及附加	100	110	134	162	187
销售费用	641	778	996	1,168	1,363
管理费用	474	554	708	847	991
财务费用	-410	-275	-291	-130	-50
资产减值损失	-4	-40	-3	-3	-6
投资收益	-21	22	-2	-1	12
公允价值变动	-17	28	0	0	0
营业利润	2,194	2,310	3,037	3,656	4,316
其他非经营损益	19	23	12	18	18
利润总额	2,213	2,333	3,049	3,674	4,333
所得税	317	320	415	510	607
净利润	1,896	2,013	2,634	3,164	3,726
少数股东损益	15	25	17	28	35
归母股东净利润	1,881	1,988	2,616	3,136	3,692

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.51%	17.82%	18.96%	19.71%	20.22%
销售净利率	8.94%	9.20%	9.53%	9.66%	9.83%
销售收入增长率	1.12%	2.71%	27.03%	18.24%	15.66%
EBIT 增长率	-2.51%	8.10%	40.05%	28.52%	20.82%
净利润增长率	0.41%	5.68%	31.61%	19.86%	17.72%
ROE	24.39%	22.02%	24.77%	25.20%	25.18%
ROA	9.89%	9.31%	10.69%	11.46%	11.92%
ROIC	16.46%	15.44%	19.01%	21.14%	22.06%
EPS (X)	2.20	2.37	3.01	3.61	4.25
PE (X)	11.38	17.31	11.51	9.61	8.16
PB (X)	2.80	3.91	2.85	2.42	2.06
PS (X)	1.03	1.64	1.10	0.93	0.80
EV/EBITDA (X)	7.52	13.86	8.05	6.39	4.85

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。