

两轮车系列专题之电动两轮车

政策发力叠加格局优化，行业高景气拐点渐近

优于大市

核心观点

2019年新国标：部分核心省份过渡期延期执行。2019年新国标刚推出时促进非国标车替换，对行业销量拉动最为明显，过渡期到期时部分电动两轮车核心省份如河南、江苏等对过渡期延期，山东省过渡期截止后提出暂不禁止超标车上路，导致后期整体替换力度减弱，此外行业出现解限速、违规安装大功率电池等行为，截止目前行业中仍存在超标车。

新国标+以旧换新发力，行业有望迎来销量拐点。2024年南京“2.23”火灾凸显行业规范化问题，新国标修订版、白名单及以旧换新政策陆续出台。新国标有望从生产端对企业提出更高要求，小企业违规可能性被降低，促进份额向头部集中；以旧换新补贴力度较高，有望给消费者带来明显感知，拉动需求提升。根据销量测算，不考虑政策影响下，预计行业未来有望保持5%-10%销量复合增速，两轮车替换需求是核心贡献。假设新国标出清比例范围20%-45%，对应出清销量范围165-371万辆，假设以旧换新拉动销量比例5%-30%，对应拉动销量范围96-576万辆。考虑政策作用背景下，2025年行业整体销量增速有望提升至16%-30%（根据执行力度等不同有差异），政策有望促进行业迎来销量拐点，头部企业销量、市占率均有望提升。

格局优化，单车收入及盈利有望改善。复盘行业竞争格局，爱玛依托于产品设计、品牌效应在2010年前后实现销量提升，雅迪凭借产品质量逐步获得认可，形成双寡头格局，2019年雅迪率先抓住新国标机会拉开差距，爱玛上市后大力开拓门店，缩小销量差距，中小企业份额被持续压缩。参照家电行业，2000-2010年价格战导致集中度快速提升，此后规模效应及价格战缓解带来整体盈利改善，预计新国标促进中小企业出清后，行业盈利能力有望改善；新国标要求产品加装北斗芯片，将使电动两轮车产品从轻智能向高智能转变，车企探寻更多盈利模式，有望催生新的盈利点。

电动两轮车行业变革，产业链将迎新成长。电动两轮车行业景气度提升，核心供应链环节有望受益，主要包括电池、芯片、电机等。电池环节由于以旧换新针对锂电换铅酸车给予更多补贴，促进行业从锂电转向铅酸，头部铅酸电池企业将受益；加装北斗芯片有望为芯片环节带来数十亿元增量空间；电机行业的头部企业也有望受益于销量提升。

风险提示：政策推进节奏不及预期，行业价格战，消费能力疲软，新车发布及销售不及预期，库存水平过高。

投资建议：关注行业龙头及高端化拓展的企业。新国标修订版及以旧换新带来电动两轮车行业变革，格局优化，行业中参与者有望迎来量价齐升的全新成长机遇。相关产业链公司包括电动两轮车行业中市场份额较高的头部企业雅迪控股、爱玛科技，以及高端市场销量表现优异的九号公司-WD。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
1585.HK	雅迪控股	优于大市	12.6	391.6	0.79	0.98	16	13
603529.SH	爱玛科技	优于大市	40.6	349.9	2.25	2.82	18	14
689009.SH	九号公司-WD	优于大市	45.3	325.1	1.61	2.21	28	21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：已按照1港币=0.9389人民币换算

行业研究·行业专题

汽车

优于大市·维持

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

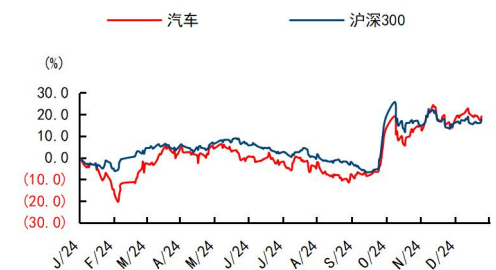
证券分析师：唐英韬

021-61761044

tangyingtao@guosen.com.cn

S0980524080002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《汽车行业周报（24年第51周）-12月全国乘用车厂商零售销量预计环比增长11%，关注新车发布及并购重组标的》——2024-12-24

《汽车行业周报（24年第49周）-11月全国乘用车厂商批发销量环比增长8%，华为与广汽签署深化合作协议》——2024-12-09
《人形机器人系列专题之丝杠-高壁垒精密机械件，国产替代空间广阔》——2024-12-04

《汽车行业周报（24年第47周）-鸿蒙智行尊界即将亮相，中欧电车关税或将缓和》——2024-11-25

《汽车行业年度投资策略-把握汽车出海及智能化产业升级机遇》——2024-11-22

内容目录

前言：为什么在当下推荐电动两轮车板块	6
2019 年新国标：部分核心省份过渡期延期执行	9
2019 年新国标政策强制替换，拉动行业销量提升	9
核心省份过渡期延期，行业中仍有超标车	10
新国标+以旧换新发力，行业有望迎来销量拐点	12
2024 年行业政策梳理：新国标、白名单及以旧换新三箭齐发	12
电动两轮车行业有望迎来销量拐点	17
格局优化，单车收入及盈利有望改善	19
过往竞争格局复盘	19
新国标出清中小品牌，行业盈利有望改善	22
新国标驱动智能化发展，催生新的盈利点	23
电动两轮车行业变革，产业链将迎新成长	25
电动两轮车产业链构成	25
重点产业链环节投资机会梳理	27
投资建议：关注行业龙头及高端化拓展的企业	30
■ 雅迪控股	30
■ 爱玛科技	36
■ 九号公司-WD	42
风险提示	49

图表目录

图 1: 2019 年新国标将电动两轮车分为电动自行车、电动轻便摩托车及电动摩托车	6
图 2: 中国电动两轮车行业销量及同比增速	7
图 3: 2021 年电动两轮车行业竞争格局	8
图 4: 2022 年电动两轮车行业 7000 元以上价格带竞争格局	8
图 5: 2019 年后中国部分电动两轮车企业净利润同比增速明显提升	9
图 6: 中国电动两轮车行业销量同比增速	10
图 7: 2021 年中国分省份电动两轮车保有量	10
图 8: 行业中有部分车型存在解速的超标情况	11
图 9: 行业中存在违规使用大功率电池情况	11
图 10: 2024 年电动两轮车行业相关重要事件及政策发布时间梳理	12
图 11: 电动两轮车行业销量构成预测	17
图 12: 电动两轮车行业销量构成占比预测	17
图 13: 中国电动两轮车企业数量	18
图 14: 中国电动两轮车前十品牌销量份额	18
图 15: 中国电动两轮车行业部分企业市场份额	20
图 16: 中国部分电动两轮车企业终端门店数量	21
图 17: 部分电动两轮车公司单车收入	22
图 18: 部分电动两轮车公司单车利润	22
图 19: 中国家电行业市场份额及头部企业毛利率变化 (2001-2010 年)	22
图 20: 中国部分电动两轮车企业毛利率变化	23
图 21: 九号魔术师 k 系的极简车身设计	24
图 22: 爱玛推出的硬核骨架车型	24
图 23: 爱玛电动两轮车实现的简单及高级智能功能	24
图 24: 九号电动两轮车实现的深度智能功能	24
图 25: 九号推出购买智能服务包按时间收费模式	25
图 26: 爱玛针对不同人群推出不同类型产品	25
图 27: 电动两轮车相关产业链梳理	26
图 28: 绿源控股集团 2023 年零部件成本构成	26
图 29: 中国锂电池电动两轮车销量占比	27
图 30: 2021 年中国铅酸电池行业竞争格局	28
图 31: 直驱轮毂电机应用于电动两轮车产品	29
图 32: 中国直驱轮毂电机行业竞争格局	29
图 33: 雅迪控股发展历程	30
图 34: 雅迪控股股权结构图 (截止 2024 年 6 月 30 日)	31
图 35: 雅迪控股营业收入结构占比	31
图 36: 雅迪控股营业收入及同比增速	32
图 37: 雅迪控股净利润及同比增速	32

图 38: 雅迪控股毛利率及净利率	32
图 39: 雅迪控股费用率	32
图 40: 爱玛科技发展历程	36
图 41: 爱玛科技股权结构图	37
图 42: 公司分业务收入占比	37
图 43: 爱玛科技营业收入及同比增速	38
图 44: 爱玛科技净利润及同比增速	38
图 45: 爱玛科技毛利率及净利率	38
图 46: 爱玛科技费用率	38
图 47: 九号公司相关产品	43
图 48: 九号公司发展历程	43
图 49: 九号公司股权结构图	43
图 50: 公司分业务收入占比	44
图 51: 九号公司营业收入及同比增速	44
图 52: 九号公司净利润及同比增速	44
图 53: 九号公司毛利率及净利率	45
图 54: 九号公司费用率	45
表 1: 2019 年新国标对电动两轮车产品分类及相关参数	6
表 2: 国内包含电动两轮车业务的部分上市公司梳理 (截止 2024 年 12 月 15 日)	8
表 3: 2019 年新国标及老国标对电动自行车的要求	9
表 4: 全国各省份针对 2019 年新国标政策规定的过渡期时间	11
表 5: 电动自行车 2024 年新国标修订版征求意见稿与 2019 年新国标主要区别	13
表 6: 《电动自行车行业规范条件》在多方面对电动两轮车企业进行规范	13
表 7: 目前发布的电动两轮车白名单企业梳理	14
表 8: 各地推出的以旧换新相关政策梳理	15
表 9: 中国电动两轮车行业销量预测及相关构成 (万辆)	17
表 10: 新国标修订版对中小企业出清带来的销量敏感性分析 (万辆)	18
表 11: 以旧换新带来的销量增量敏感性分析 (万辆)	19
表 12: 电动两轮车行业智能化程度	24
表 13: 不同电动两轮车企业零部件自制情况	26
表 14: 电动两轮车不同电池技术路线的对比	27
表 15: 电动两轮车加装北斗芯片可能带来的增量空间	28
表 16: 雅迪控股业务拆分	33
表 17: 未来 3 年盈利预测表	34
表 18: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	34
表 19: 公司盈利预测假设条件 (%)	35
表 20: 资本成本假设	35
表 21: 雅迪控股 FCFF 估值表	35
表 22: 绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (元)	35

表 23: 可比公司估值表 (20241220)	36
表 24: 爱玛科技业务拆分	39
表 25: 未来 3 年盈利预测表	40
表 26: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	40
表 27: 公司盈利预测假设条件 (%)	41
表 28: 资本成本假设	41
表 29: 爱玛科技 FCFF 估值表	41
表 30: 绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (元)	42
表 31: 可比公司估值表 (20241220)	42
表 32: 九号公司业务拆分	46
表 33: 未来 3 年盈利预测表	46
表 34: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	47
表 35: 公司盈利预测假设条件 (%)	47
表 36: 资本成本假设	47
表 37: 九号公司 FCFF 估值表	48
表 38: 绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (元)	48
表 39: 可比公司估值表 (20241220)	49

前言：为什么在当下推荐电动两轮车板块

我们认为，电动两轮车行业的头部企业深耕渠道，加强产品及品牌优势，构建核心竞争壁垒，尾部小企业持续被出清，行业集中度高，竞争格局好；头部企业在产业链中话语权较强，现金流充足，ROE高，能够持续稳定分红，本身是较为优质的生意。

2019年新国标推出后行业发展规范化，当时有较多超标车型被替换，促进行业迎来量价齐升过程，2019-2022年电动两轮车企业利润增速明显提升；在2024年当前时间点上，国内又迎来电动两轮车新国标修订、以旧换新等政策出台，新政策实施有望使行业再次迎来一轮高景气成长过程。

电动两轮车是以蓄电池作为辅助能源，在两轮车基础上实现电动骑行功能的特种车辆。根据2019年新国标规定，将电动两轮车分为电动自行车、电动轻便摩托车及电动摩托车三类，主要划分原则包括最高车速、整车质量、驾驶证及牌照要求等，例如要求电动自行车的最高车速不超过25km/h，电动轻便摩托车的最高车速不超过50km/h，电动摩托车最高车速可超过50km/h；电动自行车的整车质量不超过55kg，电动轻便摩托车及电动摩托车没有相关限制；牌照及驾驶证方面，电动自行车是非机动车，不需要驾驶证，挂电动自行车牌照；电动轻便摩托车及电动摩托车属于机动车，上路需驾驶证，有不同牌照。

表1：2019年新国标对电动两轮车产品分类及相关参数

分类	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
执行标准	GB 17761-2018	GB/T 24158-2018	GB/T 24158-2018
实施时间	2019. 4. 15	2019. 4. 1	2019. 4. 1
电摩生产资质	不需要	需要	需要
3C认证	需要	需要	需要
工信部公告	不需要	需要	需要
脚踏骑行功能	需要	不需要	不需要
最高车速	不超过25km/h	不超过50km/h	-
电机功率	不超过400W	-	-
整车质量	不超过55kg	-	-
电池电压	不超过48V	-	-
是否机动车	非机动车	机动车	机动车
驾驶证	不需要	需要	需要
牌照	电自牌照	蓝牌	黄牌

资料来源：摩托范，搜狐汽车，公司公告，国信证券经济研究所整理（注：牌照地方政策可能有所不同）

图1：2019年新国标将电动两轮车分为电动自行车、电动轻便摩托车及电动摩托车



电动自行车

电动轻便摩托车

电动摩托车

资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

纵观国内电动两轮车行业发展历程，产品刚推出时由于四电技术尚未成熟，当时电动两轮车存在电能消耗大、续航里程短等问题，消费者更多采用自行车作为通勤工具。1995年随着带轮毂电机的电动两轮车研发成功，能耗下降，消费者对电动两轮车接受度提升，行业逐步实现销量提升。可将电动两轮车行业发展过程分为几个阶段：

(1) 起步阶段（2000-2003年）：2000年后随着电动两轮车性能提升，对摩托车产生替代作用，国内开始推行禁限摩政策，综合促进电动两轮车产业初步形成，行业逐渐具备一定销量规模；

(2) 快速增长后达到相对稳定（2004-2018年）：2004年电动两轮车被确定为非机动车的合法车型，得到更加广泛应用，消费者对电动两轮车的接受度快速提升，行业销量从几百万辆提升至3000-4000万辆；但是在2013年后整个行业销量达到相对稳定状态，在3000万辆左右，在此阶段随着行业扩张速度下降，竞争加剧，部分竞争力较弱的中小企业退出；

(3) 新国标催化行业扩容（2019-2023年）：2019年新国标政策出台，加快超标车型替换，带来行业增量需求，叠加快递、外卖等配送服务以及共享电动车兴起，促进电动两轮车行业快速扩容，2019-2022年行业销量增长明显。2023年电动两轮车行业受价格战、需求疲软等因素影响，销售5500万辆，同比下降8.4%；

(4) 新国标修订版及以旧换新有望催化新一轮增长（2024年后）：新国标修订版将落地，叠加以旧换新政策，有望催化2024年后电动两轮车行业的新一轮增长，行业集中度也有望提升。

图2：中国电动两轮车行业销量及同比增速



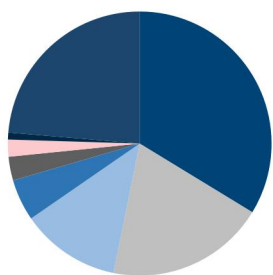
资料来源：营商电动车，全球车评，全球电动车网，国信证券经济研究所整理

电动两轮车行业主流价格带以2000-3000元为主，在中低端市场上，电动两轮车的产品性能差异化程度较低，智能化方面以无智能或者轻智能为主；3000元以上的高端市场，产品的性能更好，如续航里程更长，智能化程度偏向于高智能产品。根据艾瑞咨询，4000元以下的价位区间，传统品牌雅迪、爱玛、台铃处于主导地位，4000元以上市场九号、小牛相对领先；从均价看，2023年雅迪、

爱玛等传统品牌平均价格在 2000 元左右，九号单车均价接近 3000 元。

雅迪、爱玛是行业龙头，九号、小牛占据高端市场。2019 年新国标政策催化后，电动两轮车行业逐步形成双寡头格局，雅迪、爱玛占据销量前两位，且市场份额和尾部企业拉开较大差距，2021 年雅迪销量份额超过 30%，爱玛份额接近 20%，台铃份额超过 10%，其他企业如新日是行业销量第四位，但是仅占据 5%左右份额。在高端电动两轮车市场上，主要参与者包括九号、小牛、雅迪等，2022 年 7000 元以上价格带九号市占率达 51.7%，小牛市占率 43.8%，雅迪市占率 4.1%，其他企业市占率较低。

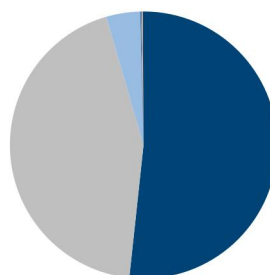
图3: 2021 年电动两轮车行业竞争格局



■ 雅迪 ■ 爱玛 ■ 台铃 ■ 新日 ■ 绿源 ■ 小牛 ■ 九号 ■ 其他

资料来源：艾瑞咨询，公司公告，营商电动车，国信证券经济研究所整理

图4: 2022 年电动两轮车行业 7000 元以上价格带竞争格局



■ 九号 ■ 小牛 ■ 雅迪 ■ 爱玛 ■ 新日 ■ 台铃 ■ 其他

资料来源：艾瑞咨询，公司公告，营商电动车，国信证券经济研究所整理

表2: 国内包含电动两轮车业务的部分上市公司梳理（截止 2024 年 12 月 15 日）

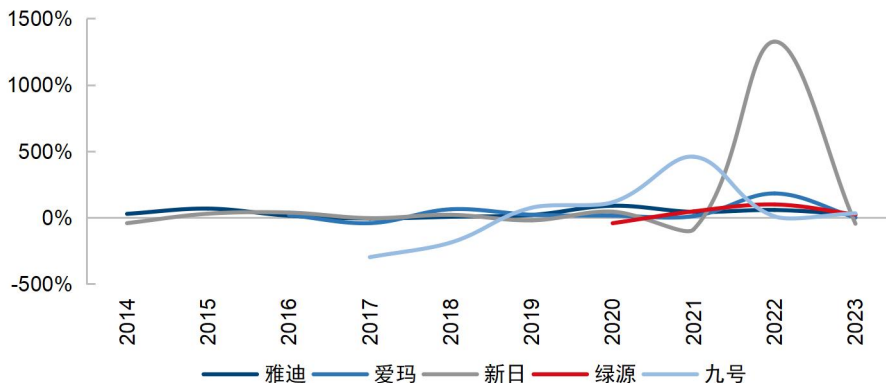
公司	市值 (亿元)	2023 年营收 (亿元)	2023 年净利润 (亿元)	电动两轮车业务布局
雅迪控股	391	348.0	26.4	国内电动两轮车市占率第一,电动两轮车产能 2000 万辆,2023 年销售电动两轮车 1650 万辆,销售网点超过 4 万家
爱玛科技	367	210.4	18.8	国内电动两轮车市占率第二,电动两轮车产能 1800 万辆,2023 年销售电动两轮车 1074 万辆,销售网点 3 万家左右
新日股份	28	41.1	0.9	国内电动两轮车市占率第四,2023 年销售电动两轮车 224 万辆,销售网点超过 1.35 万家
绿源集团控股	24	51.0	1.5	中国最早的电动两轮车企业之一,2023 年电动两轮车产能超过 400 万台,零售总门店数量约 1.3 万家
九号公司-WD	347	102.2	6.0	高端电动两轮车领域竞争力强,根据艾瑞咨询 2023 年行业白皮书数据显示,公司 5000 元以上价位段产品销量已达电动两轮车品牌第一,2023 年电动两轮车销售 147 万辆
小牛电动	10	26.5	-2.7	全球智能城市出行解决方案提供商,截止 2024Q1 拥有 2878 家终端门店,电动两轮车产能约为 200 万辆,2023 年销售电动两轮车 70.9 万辆
春风动力	223	121.1	10.1	极核品牌作为新业务板块,以打造电动行业高端一线品牌为目标,构建公司第三业务增长曲线,2024H1 累计销售极核 2.04 万辆,实现销售收入 1.16 亿元
钱江摩托	88	51.0	4.6	旗下拥有“钱江电动”品牌,产品储备包括高性能电摩等系列电动产品,谋求国内高端电车、海外市场开拓、油改电等市场
隆鑫通用	162	130.7	5.8	旗下拥有茵未 BICOSE 高端电动摩托车品牌,旗舰产品 Real 5T 已实现海外交付,其他产品陆续上市中

资料来源：Wind，公司公告，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

2019 年新国标出台后，消费者将不合规的电动两轮车产品做相应替换，促进销量增长，雅迪、爱玛、绿源、九号等企业的净利润都有明显提升，行业中头部企业利润改善。2024 年电动两轮车行业迎来新国标修订，叠加针对电动两轮车的以旧换新政策出台，政策落地后有望逐步兑现，对比上一轮新国标带来的增

量作用，本轮政策推进也有望促进行业迎来高景气阶段。

图5：2019年后中国部分电动两轮车企业净利润同比增速明显提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019年新国标：部分核心省份过渡期延期执行

我们认为，2019年新国标推出主要是为了解决当时行业中的超标车问题，不同省份针对超标车制定了不同的过渡期截止时间，更多集中于2019-2022年。新国标刚推出时对行业销量拉动最为明显，过渡期到期后部分核心省份提出了电动两轮车过渡期延期政策，也有省份在过渡期后并未直接禁止超标车，因此检查和执行力度在后期有所减弱。到目前为止，各省份过渡期截止时间基本到期，行业中仍有一定量超标车。

2019年新国标政策强制替换，拉动行业销量提升

对比2019年之前的国标及2019年推出的新国标，主要在最高车速、最大整车质量、最大电机功率等方面进行限制，并要求车速达到15km/h时发出提示音，以及提出防火防水等性能要求。2019年之前市场上超标车较多，大部分车辆对于旧国标实际上并不能满足，2019年推出的新国标在考虑实际消费需求的背景下做出了相应调整。

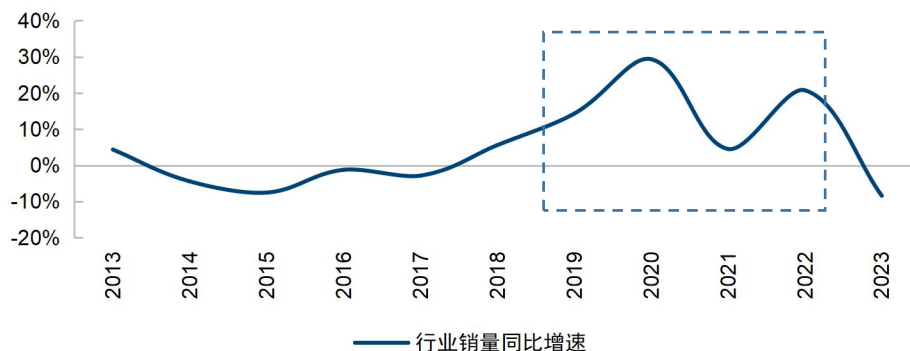
表3：2019年新国标及老国标对电动自行车的要求

项目	旧国标	新国标
最高车速	不大于20km/h	不大于25km/h
最大整车质量	不大于40kg	不大于55kg
最大电机功率	不大于240W	不大于400W
续航里程	不小于25km	/
脚踏骑行功能	保留	保留
其他	/	增加车速提示音、淋水涉水性能、防火性能、阻燃性能等要求

资料来源：搜狐汽车，太平洋汽车，国信证券经济研究所整理

2018年5月电动自行车新强制性国家标准《电动自行车安全技术规范》发布，于2019年4月正式实施。新国标的推出促进行业中非国标车型替换为国标车型，叠加疫情期间减少密闭空间聚集等出行习惯的变化，2019年后电动两轮车行业销量快速增长。

图6: 中国电动两轮车行业销量同比增速

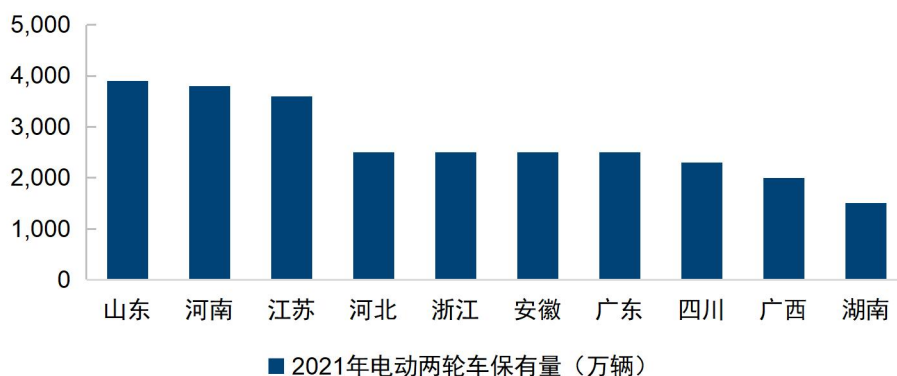


资料来源：营商电动车，全球车评，全球电动车网，国信证券经济研究所整理

核心省份过渡期延期，行业中仍有超标车

中国各省份电动两轮车保有量差异较大，保有量靠前的核心省份包括山东、河南、江苏，2021年保有量预计在3500万辆以上；其次为河北、浙江、安徽、广东、四川等，整体保有量在2000-3000万辆之间。假设按照中国电动两轮车保有量4亿辆测算，山东、河南保有量占比均超过10%，前八个省份的电动两轮车保有量占比合计达59%。

图7: 2021年中国分省份电动两轮车保有量



资料来源：工信部，电动车观察网，国信证券经济研究所整理

2019年新国标为超标车型设置过渡期，核心省份过渡期延期导致效果减弱。2019年新国标推出后，针对在用、购买日期在2019年4月之前的电动两轮车发放临时牌照并给予一定过渡期，过渡期后无法上路行驶，不同省市设定的过渡期时间不同。2019年的新国标政策在初步推行时力度较大，消费者的替换意

愿也较强，但较多核心省份在截止时间到期后出台了延期政策，允许超标车上路行驶更多时间，其中包含河南、江苏、浙江、广东的部分省市，因此导致后期整体的替换力度相对减弱。到目前为止，绝大部分省份的新国标截止时间已到，仍有少部分省市由于延期规定的出台，最终截止时间在 2025 年之后。

此外也有省份在过渡期截止后提出不直接禁止的规定。山东省作为中国电动两轮车保有量大省，原本设置的过渡期结束时间为 2022 年 12 月 31 日，后续推出政策提出，电动两轮车临时号牌的过渡期满后，暂不禁止电动两轮车上路行驶，采取购车置换、宣传引导等方式稳妥推进超标车的淘汰。禁止力度较弱导致对产品的替换影响减弱。

表4: 全国各省份针对 2019 年新国标政策规定的过渡期时间

省份	市区	最终截止时间	延期情况	延期时间
河北		2025. 4. 30	否	
山西	忻州	2027. 9. 30	是	3 年
辽宁	大连	2022. 12. 31	否	
吉林	长春	2027. 10. 31	否	
北京		2021. 10. 31	否	
天津		2024. 5. 8	是	2 年
上海		2021. 12. 31	否	
重庆		2025. 10. 14	是	3 年
江苏	南京	2026. 1. 1	是	1 年
浙江		2022. 12. 31	是	1 年
山东		2022. 12. 31	否	
河南	郑州	2024. 12. 31	是	1 年
湖北	荆州	2026. 3. 1	是	3 年
湖南		2024. 2. 29	否	
	佛山	2022. 12. 31	是	1 年
广东	梅州	2022. 4. 15	否	
	深圳	2022. 8. 1	是	7 个月
云南		2023. 4. 15	否	
陕西		2025. 6. 30	是	3 年
广西		2025. 2. 1	是	3 年

资料来源：澎湃新闻，搜狐汽车，网易，各地政府官网，国信证券经济研究所整理

目前行业中仍然有一定量不满足新国标规范的车型。行业中仍然存在超标车，一方面是因为部分省份的过渡期延迟或执行力度弱，导致原本被替换的车型能够使用更长时间；另一方面，行业中存在违规解除限速、安装大功率电池等行为，2024 年央视曾经曝光部分门店主动向顾客询问是否需要解除限速设置，能够将速度调整到 40km/h 以上，解限速后仪表盘上的最大时速始终显示 25km/h，也有部分消费者会为了追求更长续航里程而选择违规安装大功率电池。

图8: 行业中有部分车型存在解速的超标情况



资料来源：新浪财经，国信证券经济研究所整理

图9: 行业中存在违规使用大功率电池情况



资料来源：新浪财经，国信证券经济研究所整理

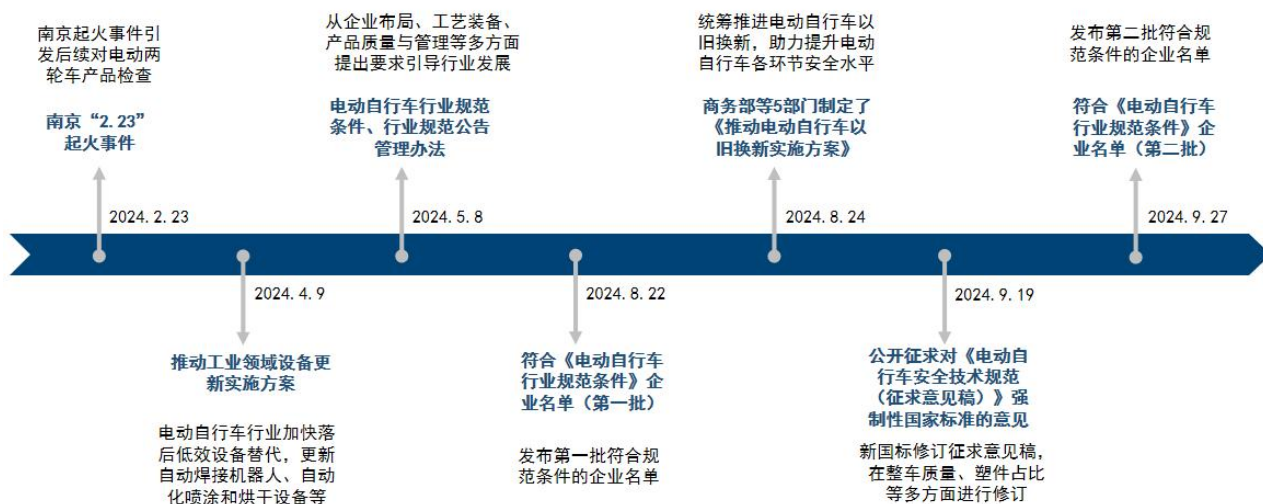
新国标+以旧换新发力，行业有望迎来销量拐点

我们认为，电动两轮车行业在上一轮新国标发展过程中仍存在部分问题亟待解决，例如行业中存在超速非国标车、锂电池的安全性问题等，对消费者的安全性、舒适性等都有影响。2024年南京“2.23”火灾进一步凸显电动两轮车行业的规范化问题，我们预计在本轮新国标修订版及以旧换新政策催化下，电动两轮车行业有望迎来新一轮发展变革，也将带来新的投资机会。

2024年行业政策梳理：新国标、白名单及以旧换新三箭齐发

南京起火事件引发行业规范检查，新国标、白名单及以旧换新政策陆续出台。回顾2024年电动两轮车行业的发展历程，2月南京起火事件影响广泛，引发了后续对电动两轮车产品的检查，二季度行业整体动销受到影响，此后电动两轮车行业迎来了政策持续出台，5月份推出电动自行车行业规范条件（白名单），8月份第一批符合规范条件的企业名单落地，9月份先后发布新国标修订版的征求意见稿及第二批白名单企业，部分政策发挥作用的时间也从2024年延续至2025年后，多项政策的出台有望对电动两轮车行业带来新一轮变革。

图10: 2024年电动两轮车行业相关重要事件及政策发布时间梳理



资料来源：工信部，搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

● 新国标修订版的征求意见稿

征求意见稿从供给端、需求端均有望出清中小品牌，促进份额向头部企业集中。2024年9月19日，工信部发布《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》，相较于现行新国标政策，征求意见稿在多方面进行了改进和更新，主要包括铅蓄电池整车质量限制提升、增加塑料件占比要求、增加北斗定位及通信功能、增强防篡改要求等。新国标的征求意见稿一方面将在生产端对企业提出更高要

求，例如要求企业具有与产能相匹配的关键部件生产能力、要求塑料件占比较低、要求产品的耐高温性能等，提高产品生产要求更加考验两轮车企业的生产研发能力，需要增加更多前期生产投入，部分小企业可能因为达不到要求或者投入太高而退出；此外征求意见稿还针对电池组、控制器、限速器等提出防篡改要求，过往部分中小企业可能通过销售违规超速两轮车而获得市场份额，新国标修订后违规成本增加，小企业违规的可能性被降低，从消费端有望促进消费者购买头部品牌的产品。

表5: 电动自行车 2024 年新国标修订版征求意见稿与 2019 年新国标主要区别

项目	新标准	现行标准
铭牌	标明建议使用年限, 该年限由生产企业自行确定	无标明建议使用年限要求
整车编码	耐高温永久性标识	永久性标识
最高设计车速	不超过 25km/h	不超过 25km/h
制动距离	湿态双闸不超过 5m; 单后闸不超过 10m	湿态双闸不超过 9m; 单后闸不超过 19m
整车质量	铅蓄电池车型重量不超过 63kg	铅蓄电池车型重量不超过 55kg
脚踏骑行功能	不再强制安装	必须具备
塑料件占比	总质量不超过整车质量的 5.5%	-
北斗定位	记录经纬度、速度等并实时反馈用户	-
通信功能	向管理平台发送动态安全监测信息	-
防篡改要求	控制器、蓄电池、充电器应具有互认协同功能	软硬件应当具有防篡改设计; 电动机控制系统应当具有防速度篡改设计
限速器防篡改	无论是单独模块还是集成在控制器内部, 均不应具备修改限速值功能	-
后视镜	鼓励安装	根据需要安装
一致性条款	增加企业质量保障和产品一致性条款, 明确要求企业应具有与电动自行车产能相匹配的整车及车架等关键部件的生产能力、检测能力和质量控制能力, 确保产品性能和质量符合标准要求	-

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

● 白名单

工信部白名单发布, 加强规范引导作用。2024 年 4 月 29 日, 工信部、国家市场监督管理总局、国家消防救援局联合制定《电动自行车行业规范条件》和《电动自行车行业规范公告管理办法》, 旨在促进行业规范化生产, 强化产品质量安全。规范条件是引导性文件, 不具有行政审批的前置性和强制性要求, 通过文件发布优秀的电动自行车企业, 发挥引领及带动作用。

白名单从**企业布局、工艺装备、产品质量与管理、智能制造和绿色、安全生产、劳动者权益保障、消费者权益保障**等七个方面提出相关要求, 其中工艺装备方面相关要求包括焊接自动化率达到 70%以上、具备与产能相匹配的喷涂及烘干生产线、电动或气动装配工具应达到流水线上产品工艺设计总工位的 70%等, 产品质量与管理要求中提出企业或所属集团每年自主开发车型不少于 10 款、研发投入不少于上一年主营业务收入的 2%, 满足各方面的相关要求才能入选白名单, 并对白名单实施动态管理。

表6: 《电动自行车行业规范条件》在多方面对电动两轮车企业进行规范

相关方面	具体要求
企业布局	新建生产企业和新建、改扩建项目选址应符合本地区国土空间规划和用地标准
	新建生产企业和新建、改扩建项目应符合生态环境要求, 落实生态环境分区管控和所在地规划环境影响评价要求
工艺装备	新建生产企业和新建、改扩建项目应符合国家产业政策的规定
	企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的金属料件切割、弯曲、焊接、电泳设备或生产线, 焊接自动化率达到 70%以上, 鼓励采用自动焊接机器人

	<p>企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的塑料、金属零部件自动化喷涂、烘干生产线，所有喷涂及烘干工序应在独立的封闭车间内，排放达到法律法规要求。确实无法自建喷涂、烘干生产线的企业，应在集团内部具有喷涂、烘干生产线的工厂生产</p> <p>企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的装配生产线，工序设置应满足规模生产要求，应有车架上下碗组装机等装配设备，电动或气动装配工具应达到流水线上产品工艺设计总工位的70%</p> <p>企业应具有电动自行车整车产能相匹配的底盘测功机、车架振动试验机、步入式环境试验箱、磁粉测功机、绝缘耐压测试仪等必要的检验检测设备，以及充电器、电池等零部件必要测试能力，设备原值不少于100万元；企业或所属集团还应当具备相应检测设备及检测能力</p>
产品质量与管理	<p>企业生产的电动自行车整车产品应当符合《电动自行车安全技术规范》（GB 17761）等强制性国家标准要求，在出厂、销售前应通过强制性产品认证</p> <p>企业生产或采购的充电器产品应当符合《电动自行车用充电器安全技术要求》（GB 42296）要求，并通过产品认证</p> <p>企业生产或采购的锂离子蓄电池产品应符合强制性国家标准《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》（GB 43854）要求，其生产企业应符合《锂离子电池行业规范条件》要求。企业生产或采购的铅蓄电池产品的制造商应当符合《铅蓄电池行业规范条件》要求</p> <p>企业生产或采购的电动机产品应符合《电动自行车用电动机及控制器》（QB/T 2946）或《小功率电动机的安全要求》（GB/T 12350）或更高技术要求标准。企业生产或采购的控制器产品应符合《电动自行车用电动机及控制器》（QB/T 2946）或更高技术要求标准</p> <p>企业生产或采购的电线束产品应符合《电动自行车用电线束》（QB/T 5242）或高于该标准相关技术要求标准</p> <p>企业或所属集团每年自主开发车型不少于10款，研发投入不少于上一年主营业务收入的2%。企业主要电动自行车产品具有技术发明专利</p> <p>企业应设置质量管理部门，配备质量安全总监和质量安全员，建立相关质量保障机制</p>
智能制造和绿色制造	<p>鼓励企业大力推动智能制造，提升现代化管理水平、安全生产保障能力和资源配置效率，推动产品研发、生产运营、营销管理、售后服务等环节数字化升级</p> <p>鼓励企业参与电动自行车行业绿色制造相关标准制修订工作，建设绿色工厂，生产绿色设计产品，打造绿色供应链</p> <p>企业应落实生产者责任延伸制度，通过自建、委托、合作等方式提供老旧蓄电池更换、回收服务。加强废旧锂离子蓄电池规范回收利用宣传等</p>
安全生产	<p>企业应遵守《中华人民共和国安全生产法》《中华人民共和国消防法》等安全生产、消防相关法律法规和标准</p> <p>企业应在醒目位置设置公告栏，公布安全事故防范规章制度、操作规程、安全危害事故应急救援措施等</p> <p>新建、改建、扩建工程项目的安全设施，必须与主体工程同时设计、同时施工、同时投入生产和使用等</p>
劳动者权益保障	<p>企业用工制度应符合《中华人民共和国劳动法》《中华人民共和国劳动合同法》等法律法规的规定等</p> <p>企业应遵守《中华人民共和国职业病防治法》的规定等</p> <p>鼓励企业加强操作人员技能水平素养的提升，开展技能等级认定工作等</p>
消费者权益保障	<p>企业应建有完善的产品销售和售后服务体系，售后服务应符合相关国家标准</p> <p>企业应加强经销商管理，督促经销商抵制提高蓄电池电压容量、解除限速等违规篡改行为等</p>

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

雅迪、爱玛等头部企业多家工厂入选白名单。工信部分别在2024年8月及9月公告了符合规范条件的企业名单。第一批白名单企业共计对应4家企业的6家工厂，其中雅迪入选3家工厂，包括雅迪科技集团、浙江雅迪、重庆雅迪，爱玛入选天津爱玛科技，台铃、绿源也分别有一家工厂入选；第二批白名单企业包括雅迪、爱玛、台铃、新日、绿源、小鸟、立马等，第一批及第二批白名单共计13家公司，相关工厂共计31家。**白名单企业的发布将对行业起到较好引领作用，也有望引导消费者选择白名单内企业的电动两轮车。**

表7：目前发布的电动两轮车白名单企业梳理

对应企业	具体名称	入选批次
雅迪	雅迪科技集团有限公司	第一批
	浙江雅迪机车有限公司	第一批
	重庆雅迪科技有限公司	第一批
	天津雅迪实业有限公司	第二批
	安徽雅迪机车有限公司	第二批
	广东雅迪机车有限公司	第二批
爱玛	天津爱玛车业科技有限公司	第一批
	天津斯波兹曼科技有限公司	第二批

	江苏爱玛车业科技有限公司	第二批
	浙江爱玛车业科技有限公司	第二批
	广东爱玛车业科技有限公司	第二批
台铃	台铃科技股份有限公司	第一批
	台铃科技（广东）有限公司	第二批
	台铃科技（重庆）有限公司	第二批
新日	天津新日机电有限公司	第二批
	江苏新日电动车股份有限公司	第二批
	湖北新日电动车有限公司	第二批
绿源	浙江绿源电动车有限公司	第一批
	绿源电动车（山东）有限公司	第二批
	广西绿源电动车有限公司	第二批
小鸟	天津小鸟车业有限公司	第二批
	河北立马车业科技有限公司	第二批
立马	立马车业集团有限公司	第二批
	江西立马车业有限公司	第二批
	河南立马电动车科技有限公司	第二批
小刀	小刀新能源科技股份有限公司	第二批
富士达	富士达电动车（江苏）有限公司	第二批
五星钻豹	浙江钻豹电动车股份有限公司	第二批
绿驹	浙江绿驹车业有限公司	第二批
极核	浙江极核电动车制造有限公司	第二批
五羊本田	五羊本田摩托（广州）有限公司	第二批

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

● 以旧换新

各地以旧换新政策密集出台，有望拉动行业销量。2024年8月商务部等五部门制定《推动电动自行车以旧换新实施方案》，统筹推进电动自行车行业以旧换新，提升安全水平，其中规定对交回个人名下老旧电动自行车并换购电动自行车新车的消费者予以补贴，对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，可适当加大补贴力度。

在商务部政策的支持下，全国多个省市发布了相关以旧换新补贴政策，部分省份还提出了到年底前以旧换新补贴销量的目标。**整体补贴金额在300-500元左右，针对锂电车换购铅酸车，部分省份可能会有额外的100-200元左右补贴，此外部分省份的补贴金额还能和报废旧车的金额叠加，从而最终给消费者的优惠金额更大，让消费者能够有明显感知。**各地以旧换新相关政策陆续出台，有望拉动消费需求提升。

表8：各地推出的以旧换新相关政策梳理

推出时间	城市	以旧换新贴具体内容	销量目标（万辆）	截止时间
2024年3月22日	江苏盐城	个人淘汰“非标”电动二轮车的，给予200元消费券补贴。		2024年12月31日
2024年5月10日	江苏南京	旧车折价回购，补贴出售合规新车的方式，具体的补贴标准要看旧车情况。 补贴费用48伏400元，60伏600元，72伏价格更高。		-
2024年7月19日	河南郑州	本次活动共有雅迪电动车和九号电动车2个品牌参与，每个品牌均有100元-300元不等的补贴券，以及特定型号的专属补贴券。领取的消费券当日即生效，活动期间消费券数量有限，领完即止。		2024年8月10日
2024年8月20日	重庆	按照申报补贴材料的相关要求和固定申报渠道主动予以申报，并按程序审核通过后，购买符合国家标准的电动自行车新车每辆给予 500元定额资金补贴 ，以现金形式发放到符合补贴条件的对象银行借记卡上。本轮补贴政策资金规模为5000万元，资金用完或政策期满即止。		2024年12月31日
2024年8月26日	四川	对个人消费者报废本人名下老旧电动自行车并购买和登记符合有关规定的电动自行车新车的，按新车销售价格的15%予以补贴，其中对报废老旧锂离子蓄电池电动自行车并购买和登记符合有关规定的铅酸蓄电池电动自行车新车的，按新车销售价格的20%予以补贴。每位消费者仅限补贴1辆新车，最高不超过 500元 。		2024年12月31日

2024年8月26日	青海	在青海省内交售旧电动自行车及电动自行车蓄电池并购买新电动自行车及电动自行车蓄电池的个人消费者，根据实际购买价格的30%进行补贴，单笔补贴上限不超过 1000元 。	2024年12月31日
2024年8月27日	湖北	对个人消费者报废非国标老旧电动自行车或2019年7月30日前备案的电动自行车，并购买符合条件的电动自行车新车，补贴分3档，即单个消费者消费1200元（含）以上至2000元以下，一次性立减补贴 300元 ；2000元（含）以上至3000元以下，一次性立减补贴 400元 ；3000元（含）以上，一次性立减补贴 500元 。	2024年12月31日
2024年8月28日	甘肃	对个人消费者在省内交回老旧电动自行车并购买电动自行车新车，每辆给予一次性 500元 定额补贴，同一消费者仅限补贴1次。	2024年12月31日
2024年8月30日	海南	对个人消费者交回锂离子蓄电池电动自行车旧车且购买铅酸蓄电池电动自行车新车的，给予 定额补贴800元 ；对不属于以上定额补贴条件的，将按照新车销售价格的 20%给予补贴，最高补贴500元 。	2024年12月31日
2024年8月30日	云南	活动期间，对个人消费者在云南省内交回（注销）个人名下老旧电动自行车并换购1辆电动自行车新车 补贴500元 。每交回（注销）1辆旧车并购买1辆新车可申请1次补贴，每人最多可申请4次补贴。	力争2024年电动自行车以旧换新补贴 100万辆 以上。
2024年8月30日	辽宁	对交回个人名下老旧电动自行车并换购全新电动自行车的消费者予以补贴，鼓励享受补贴的消费者购买符合《电动自行车行业规范条件》“正面清单”目录企业生产的合格电动自行车新车。补贴标准为 每辆300元 。	以旧换新电动自行车 33万辆 以上。
2024年9月2日	宁夏	电动自行车补贴标准为最终售价20%，每辆补贴不超过 500元 ，对交回老旧锂离子电池电动自行车并换购符合国标的铅酸电池电动自行车， 额外再给予100元 补贴。	2024年12月31日
2024年9月3日	广西	在各市公安交通管理部门完善上牌手续的，按新车购置发票价格给予一次性定额补贴。其中，新车购置发票价格2500元（不含）以下的，补贴 300元 ；发票价格2500元（含）-3000元（不含）的，补贴 400元 ；发票价格3000元（含）以上的，补贴 500元 。	-
2024年9月3日	上海	推动电动自行车以旧换新。对个人消费者交投并报废本人名下在本市注册登记的电动自行车（含电池），且购买获得国家强制性产品认证证书的电动自行车新车，本市给予个人消费者一次性 500元 购车立减补贴。	2025年6月30日
2024年9月5日	福建	产品销售价格在2000元以下的，给予 300元 补贴；产品销售价格在2000元（含）以上的，给予 500元 补贴；对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者， 额外再给予100元 补贴；每位消费者可享受1次补贴。	2024年12月31日
2024年9月6日	湖南	年满18周岁及以上的个人消费者在湖南省内的电动自行车销售企业交回登记在本人名下的老旧电动自行车，并换购电动自行车新车，可申请 500元 定额资金补贴。	2024年12月31日
2024年9月6日	山西	电动自行车以旧换新方面，对符合条件的收旧并换购电动自行车的消费者予以一次性 500元 补贴。	-
2024年9月7日	安徽	对交回个人名下老旧电动自行车并换购锂离子蓄电池电动自行车新车，给予销售价格15%补贴，最高 500元 ；对交回个人名下老旧电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车，给予销售价格20%补贴，最高 600元 。	-
2024年9月10日	江西	对交回个人名下老旧电动自行车并换购符合要求的电动自行车新车的消费者，每辆新车给予不超过 500元 的补贴。	今年底力争电动自行车以旧换新 15万辆 。
2024年9月10日	陕西	对个人消费者以旧换新购买电动自行车，按照最终销售价格，1500元（不含）以下 补贴300元 ，1500元及以上 补贴500元 ，每位消费者 只可享受1次 以旧换新补贴。	2024年12月31日
2024年9月12日	浙江	对个人消费者交回个人名下在我省上牌的电动自行车旧车，并在我省电动自行车销售单位购买符合国家标准的电动自行车新车的，予以新车购买价20%补贴，最高不超过 500元/辆 ，补贴金额不包含旧车回收的金额。新车购买价格以在我省开具的新车销售发票含税价为准。每名消费者仅享受一次补贴。	2024年12月31日
2024年9月14日	河北	对交回老旧电动自行车，并购买新国标铅酸电池电动自行车新车的，按照产品销售价格（剔除所有折扣优惠后成交价格）的20%补贴，每辆补贴不超过500元；对交回老旧电动自行车，并购买锂离子电池电动自行车新车的，按照产品销售价格的10%补贴，每辆补贴不超过300元。	2024年12月31日
2024年9月19日	广东	参与的消费者在广东省内报废已登记上牌的老旧电动自行车，购买符合有关要求的合格新车且新车售价在1500元及以上，一次性补贴 500元 。	全省（不含深圳市）实现电动自行车以旧换新力争 40万辆 。

资料来源：各地政府官网，国信证券经济研究所整理

电动两轮车行业有望迎来销量拐点

● 行业销量拆解及预测

国内电动两轮车行业的销量空间来源于四部分，分别是行业替换需求、行业自然增量需求、共享电动车投放需求、外卖等即时配送需求，因此分四部分对电动两轮车行业的未来市场空间进行测算。

(1) 行业替换需求：电动两轮车行业最主要的构成是行业的替换需求，电动两轮车产品本身存在一定使用期限，到期进行替换，假设行业中的电动两轮车产品使用周期为4-6年，从第4年开始分三年进行相应替换。

(2) 行业自然增量需求：受益于电动两轮车的产品升级，外观及性能持续改善，消费者对电动两轮车产品的接受度也在提升，越来越多人选择采用电动两轮车作为短途出行工具，假设电动两轮车行业的销量每年按5%的增速扩容。

(3) 共享电动车投放、外卖等即时配送需求：根据艾媒咨询预测，中国共享电单车投放量在2017年为15万辆，此后投放规模不断增加，至2022年投放量提升至495万辆；根据美团披露的数据，至2023年美团外卖员数量达745万人，较上年新增121万人。假设共享电单车每年将保持600万左右的需求，中国新增外卖员数量每年将保持150万左右，则共享电动车、外卖等即时配送需求每年增加的电动两轮车数量约为750万辆。

预计不考虑新国标及以旧换新影响的情况下，中国电动两轮车行业销量有望保持5%-10%之间的复合增速，其中电动两轮车替换需求占比最高。测算显示2024年中国电动两轮车行业销量为4912万辆，较2023年同比下滑约11%，此后由于2019年新国标期间购买的电动两轮车逐步会进行相应替换，叠加行业自然新增需求、即时配送需求等，至2028年中国电动两轮车行业销量有望提升至6551万辆，2024-2028年行业销量复合增速为7.5%。根据电动两轮车行业的销量占比，2024年行业中79%的销量来源于替换需求，6%的销量来源于行业新增需求，其他15%的销量来自于共享电单车投放及即时配送的需求增加。

表9：中国电动两轮车行业销量预测及相关构成（万辆）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
行业替换需求							3887	4472	5247	5494	5473
行业新增需求							275	246	273	314	328
共享电单车投放需求	48	100	250	382	495	550	600	600	600	600	600
即时配送需求	50	129	71	57	97	121	150	150	150	150	150
行业总量	3220	3680	4760	4975	6007	5500	4912	5467	6271	6558	6551
YOY							-11%	11%	15%	5%	0%

资料来源：艾媒网，搜狐汽车，营商电动车，国信证券经济研究所整理及预测

图11：电动两轮车行业销量构成预测

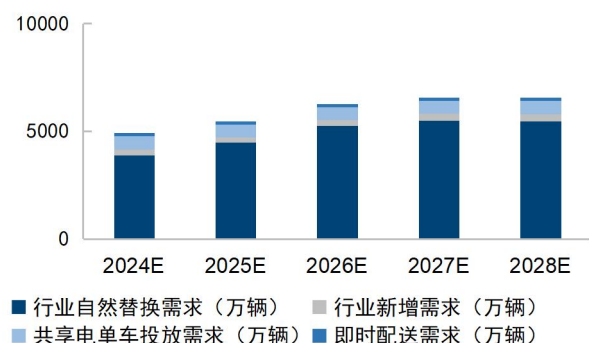
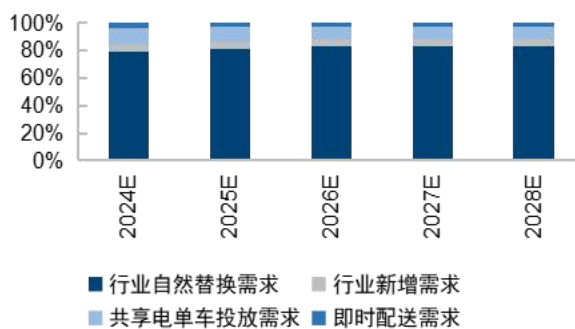


图12：电动两轮车行业销量构成占比预测



资料来源：艾媒网，搜狐汽车，营商电动车，国信证券经济研究所整理及预测

资料来源：艾媒网，搜狐汽车，营商电动车，国信证券经济研究所整理及预测

● 新国标修订版带来的市场增量空间测算

中国电动两轮车企业数量持续减少，行业集中度提升。2013 年时中国电动两轮车企业数量为 2000 家左右，2013 年后行业销量稳定，电动两轮车企业通过价格战等方式抢占份额，小企业在价格战过程中逐步被出清，至 2019 年电动两轮车企业数量下降到 110 家。电动两轮车行业的集中度也有明显提升，根据营商电动车网，2023 年中国电动两轮车前十品牌的销量份额提升至 85%左右。

图13: 中国电动两轮车企业数量

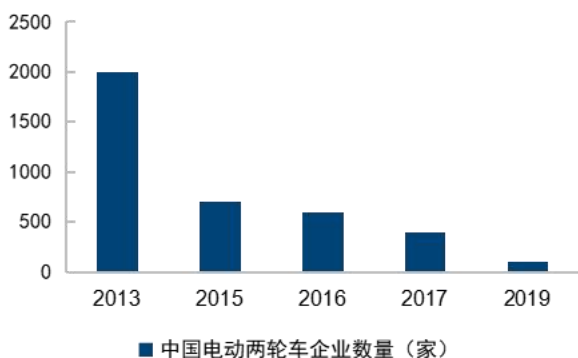
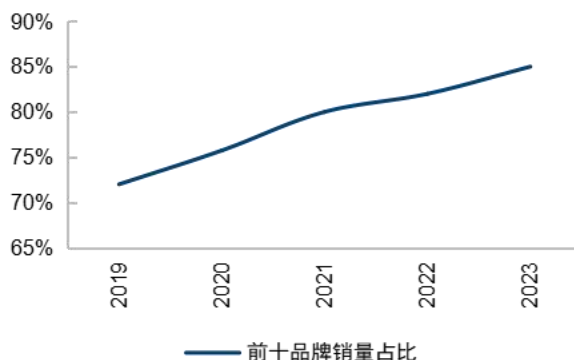


图14: 中国电动两轮车前十品牌销量份额



资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

资料来源：营商电动车，国信证券经济研究所整理

2023 年行业中前十名企业的销量占比 85%，则对应尾部企业销量约为 825 万辆，假设出清比例范围为 20%至 45%，则对应出清的销量范围为 165 万辆至 371 万辆，结合 2024 年的电动两轮车行业销量预测，出清销量对应的同比增速范围为 3.4%至 7.6%，新国标修订带来的中小企业出清有望为头部企业带来百万级以上的销量增量。

表10: 新国标修订版对中小企业出清带来的销量敏感性分析 (万辆)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
行业总量	3220	3680	4760	4975	6007	5500	4912	5467	6271	6558	6551
YOY							-11%	11%	15%	5%	0%
中小企业销量						825					
出清比例						20%	25%	30%	35%	40%	45%
出清带来的销量增量						165	206	248	289	330	371
对应 24 年的同比增速						3.4%	4.2%	5.0%	5.9%	6.7%	7.6%

资料来源：艾媒网，搜狐汽车，营商电动车，国信证券经济研究所整理及预测

● 以旧换新带来的市场增量空间测算

2023 年电动两轮车行业替换带来的增量测算约为 3317 万辆，余下 2183 万辆并未进行替换，同时由于以旧换新主要针对电动自行车，根据 EVTank，电动自行车占电动两轮车产量的比例约为 88%，据此测算除去自然替换之外电动自行车的销量占比约为 1921 万辆。

以旧换新的推出有望使原本未进行替换的部分人群进行替换，假设以旧换新拉动替换比例范围为 5%至 30%，则对应以旧换新拉动的销量范围为 96 万辆至 576 万辆，以旧换新拉动的行业销量同比增速范围为 2.0%至 11.7%，根据以旧换新

的推广力度不同而有差异，可带动的销量弹性较大，也有望实现百万级以上的行业销量拉动。

表11: 以旧换新带来的销量增量敏感性分析（万辆）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
行业总量	3220	3680	4760	4975	6007	5500	4912	5467	6271	6558	6551
YOY							-11%	11%	15%	5%	0%
预计自然替换需求						3317					
除去自然替换外电动自行车销量						1921					
拉动比例						5%	10%	15%	20%	25%	30%
以旧换新拉动销量						96	192	288	384	480	576
对应 24 年的同比增速						2.0%	3.9%	5.9%	7.8%	9.8%	11.7%

资料来源：艾媒网，搜狐汽车，营商电动车，国信证券经济研究所整理及预测

总结：新国标及以旧换新共同作用，有望促进电动两轮车行业迎来销量拐点。综合以旧换新及新国标政策，据测算政策带来的电动两轮车销量影响在 261 万辆至 948 万辆之间，按 2024 年预测行业销量作为基数，对应 2025 年拉动销量同比增速范围为 5%-19%，叠加不考虑政策时行业增速预测约为 11%，则对应 2025 年整体行业增速有望提升至 16%-30%，根据政策执行力度及消费者的接受度不同可能有所波动。预计新国标将对中小企业产生明显的出清作用，小企业逐步退出行业，格局优化，政策催化市场份额向头部企业集中；以旧换新将从需求端拉动行业销量提升，在两者共同作用下，电动两轮车行业有望迎来量价齐升的阶段，行业中头部企业销量、市占率均有望进一步提升。

格局优化，单车收入及盈利有望改善

我们认为，过往市场集中度不高的情况下，低价、无序竞争频繁发生，在行业格局优化、中小企业逐步被出清之后，市场集中度提升，从长期维度看，未来价格战等情况可能会有所减少，行业整体均价、盈利性有望得到改善；此外在新国标背景下，由于加装北斗芯片，竞争转向智能化程度更高、考验产品力及设计能力的多维度竞争，智能化等附加因素将为产品提供更多盈利点。

过往竞争格局复盘

复盘中国电动两轮车行业的竞争格局，早期行业处于无序竞争状态，品牌种类多、渠道争夺混乱，价格战频繁发生。爱玛依托于产品外观设计出色、强品牌等实现销量提升；雅迪从摩托车转向电动两轮车，以优异的产品质量获得认可，两家企业逐渐追赶并超越原有头部品牌，形成双寡头竞争格局。2019 年后雅迪率先抓住新国标带来的增长机会，市占率快速提升，爱玛紧随其后，上市也加强门店拓展，头部两家企业进一步增强自身护城河，和尾部企业的份额差距持续拉开：

爱玛成立于 1999 年，公司早期进行自行车组装业务，2004 年正式进入电动自行车市场。在电动两轮车行业发展早期，新日曾经占据销量首位，年销量约为 200 万辆。爱玛进入行业后对电动两轮车产品外观优化，主打时尚感，2009 年公司签下周杰伦作为品牌代言人，强大的品牌效应及时尚设计能力使公司销量快速提升，并在 2010 年前后销量超越新日。

雅迪成立于 2001 年，以摩托车业务起家，在禁限摩背景下转向电动两轮车行业。发展早期电动两轮车行业态势较好，公司专注产品质量，2008 年公司年销量已

达约 75 万辆，初具规模，但尚未成为龙头企业。2013 年后电动两轮车行业增速放缓，行业持续价格战，产品质量较差，消费者需要更高品质的电动两轮车，雅迪在 2013 年后提出高端化战略契合当时的发展趋势，因此销量及市占率进一步提升。发展至 2016 年，雅迪销量市占率 11.0%，爱玛销量市占率 10.3%，而新日、台铃、绿源等市占率不足 5%，头部两家企业和其他企业的份额差距逐步拉开，同时雅迪也于 2016 年上市，进一步增强实力。

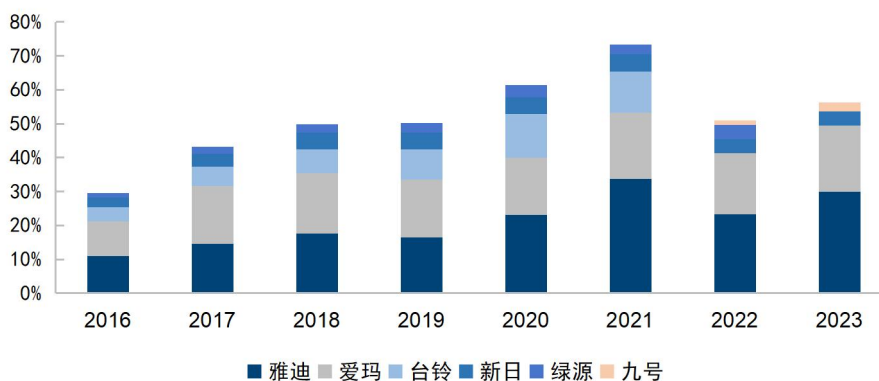
2017 年电动两轮车行业价格战较为激烈，尾部小企业被出清，市场份额向头部集中，发展至 2019 年雅迪市占率提升至 16.5%，爱玛市占率提升至 17.0%，两者的市场份额较接近。

2019 年后行业迎来新国标发展机会，雅迪抓住机会率先实现门店扩张，市占率快速提升，至 2021 年市占率提升至 33.7%，爱玛市占率提升至 19.5%，小企业的市场份额被进一步压缩。

2022 年新国标催化及疫情等促进电动两轮车行业景气度较高，爱玛在 2021 年上市后发力终端渠道铺设，实现销量及市占率快速提升，行业中其他小企业也有较好表现，雅迪、爱玛的市占率差距有所缩小。

2023 年疫情放开之后消费力疲软，同时新国标等政策的积极影响减小，行业需求较弱，在此背景下价格战较为激烈，2023 年雅迪部分中低端车型销量表现较好，雅迪和爱玛的市占率差距再次扩大。

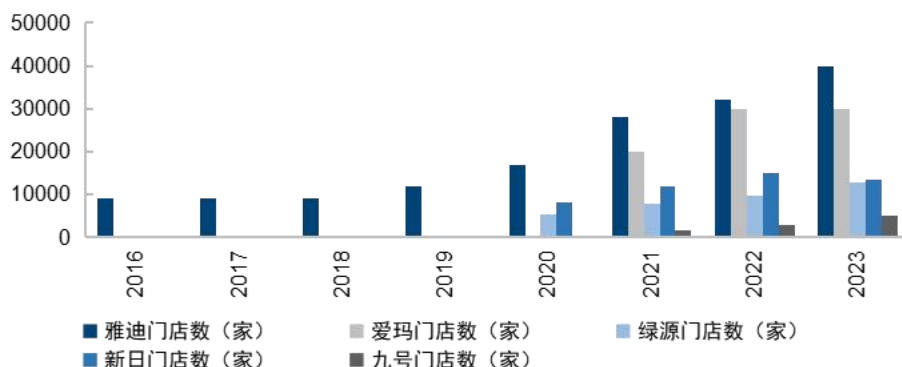
图 15: 中国电动两轮车行业部分企业市场份额



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，营商电动车，国信证券经济研究所整理（注：2022-2023 年数据根据公司公告及营商电动车披露的行业销量计算得到）

头部企业抓住新国标机遇快速拓门店，雅迪拓展节奏领先。从终端门店数量看，雅迪 2019 年有 1.2 万家门店，至 2021 年提升至 2.8 万家，2019-2021 年是雅迪门店拓展最快的时间段，每年门店数量同比增速都在 30% 以上，尤其是 2021 年门店数量增速达到 65%；爱玛在 2021 年上市后加快门店拓展，2022 年门店数量同比增长 50%；绿源、新日在 2021 年的门店数量扩张速度也都在 40% 以上。

图16: 中国部分电动两轮车企业终端门店数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

电动两轮车行业过往发生价格战的频次较高, 在行业增速放缓或者企业有抢占份额的诉求时, 可能会导致价格战。小企业发起的价格战难以长时间持续, 头部企业对价格战的话语权较强, 发起价格战时整个行业都会卷入竞争, 单车利润及单车收入有不同程度的下滑, 在价格战相对缓解时单车收入及利润可能会有明显的回升。具体来看:

(1) 2016年-2019年: 由于电动两轮车行业在2013年后整体销量相对稳定, 甚至有小幅度下滑, 行业景气度下滑导致价格战持续发生, 2016-2019年电动两轮车企业的单车收入、单车利润有所下滑;

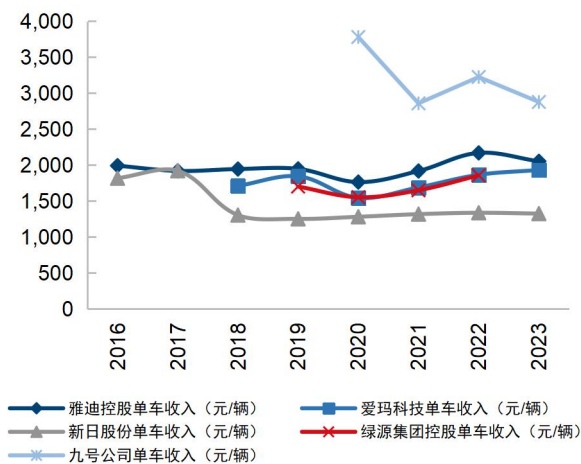
(2) 2019年-2021年: 在新国标导致快速扩张阶段, 头部企业有提升份额及抢占门店的诉求, 导致价格战。2020年雅迪、爱玛、新日、绿源的单车收入或单车利润都有不同程度的下滑, 其中雅迪单车收入从1945元下降至1762元, 爱玛单车收入从1842元下降至1543元, 行业中各家企业都受到价格战影响, 但部分企业的销量及份额提升速度很快;

(3) 2021年-2022年: 新国标催化销量提升, 疫情期间部分消费者避免公共交通出行而选择电动两轮车, 行业处于高景气状态, 各企业销量提升, 价格战缓和, 单车收入及单车盈利也有不同程度的修复;

(4) 2023年: 行业整体动销表现较差, 同时企业也有抢占市场份额的诉求, 因此导致行业整体出现较为激烈的价格战, 雅迪单车收入从2168元下降至2051元, 爱玛单车收入及单车利润基本稳定, 但是销量受到较大冲击;

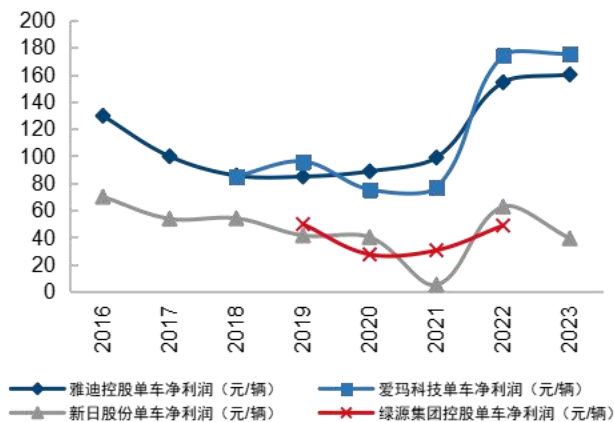
(5) 2024年: 价格战缓解, 盈利修复。由于2023年价格战较为激烈, 部分终端门店盈利性下滑较多, 难以支撑长时间价格战, 因此2024年行业整体看并未发生价格战, 行业均价及盈利性预计有一定程度恢复。

图17: 部分电动两轮车公司单车收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 部分电动两轮车公司单车利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新国标出清中小品牌, 行业盈利有望改善

对比家电行业的价格战演绎过程, 2000年初家电行业产能高于需求, 大规模降价引发价格战, 2000-2004年持续价格战, 导致行业的利润率受损, 格力、美的、海尔的毛利率均有不同程度下滑, 2004年家电部分原材料如塑料、钢材、铝材、铜材价格明显上升, 原本价格战导致中小企业盈利下降, 原材料成本的上升进一步加剧行业分化, 头部企业格力、美的、海尔等市场份额快速提升, 小企业退出, 从而形成了行业前三大品牌市占率超过70%的格局。

在价格战过程中头部企业毛利率下滑, 中小企业逐步退出后, 行业集中度提升, 价格战放缓, 规模效应显现, 空调行业经历了2000-2004年的价格战后, 虽然有原材料成本的增长, 头部企业依然出现了毛利率提升, 全行业盈利性得到改善。

图19: 中国家电行业市场份额及头部企业毛利率变化 (2001-2010年)

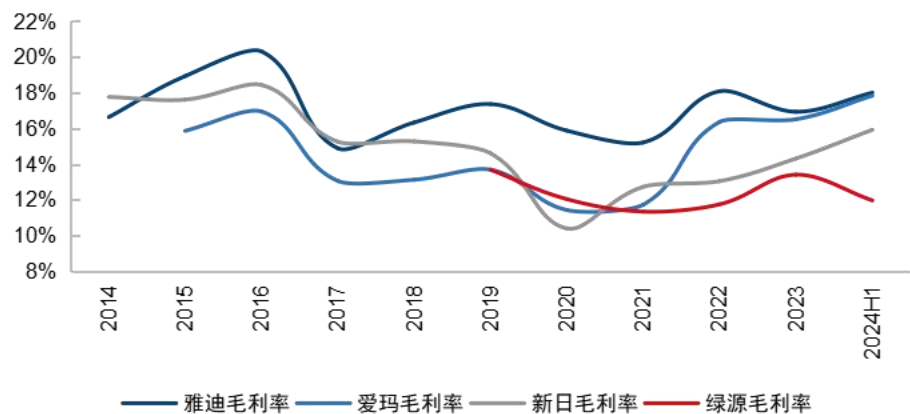


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

随着行业集中度提升，价格战能够带来的销量增量减少，价格战对利润损伤可能更大。对于发起价格战的企业，可能能够带来短期销量的提升，同时单车收入及单车利润可能会减少，车企在价格战的过程中寻求销量及单车盈利的平衡，从而保证整体利润稳定。根据过往价格战的情况，2016-2020年由于行业中存在较多中小企业，长时间内持续发生价格战，行业中各家企业毛利率都有所回落，尾部众多小企业被出清，头部企业的销量及份额增长能够部分弥补盈利下滑。相比之下，2023年行业同样发生价格战，很多中小企业已经被上一轮价格战出清，本轮价格战为头部企业带来的销量增长有限，利润受损较大，2023年价格战的持续时间相对较短，价格战结束后2024年雅迪、爱玛、新日等企业利润率均回升。

新国标加速行业出清，盈利能力有望改善。新国标修订版出台后有望加速电动两轮车行业的中小企业出清，通过政策规范使部分小企业退出市场，行业集中度有望迎来较快提升。过往价格战往往存在于行业需求较差，或者是头部企业有提升市场份额、出清中小企业的背景下，在行业集中度提升后，中小企业生存空间将缩减，价格战的收益进一步下降，行业发生价格战的概率、频次等可能较过往有所下降，叠加电动两轮车产品质量、性能提升，行业盈利性有望改善。

图20: 中国部分电动两轮车企业毛利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新国标驱动智能化发展，催生新的盈利点

新国标修订版将促进电动两轮车产品外观设计变革。基于新国标修订版中的相关要求，预计电动两轮车产品外观、设计等方面将有所革新，雅迪、爱玛、九号等企业当前已经展开探索，开发符合新国标修订版要求的产品，规定中限制塑料件的使用，塑料件总质量不超过整车质量的5.5%，因此产品外观可能会往偏骨架形式方向发展，如九号在2024年8月新品发布会上推出的魔术师k系采用全铝机身、极简几何形态；爱玛近期也推出硬核骨架车型酷迈。

图21: 九号魔术师 k 系的极简车身设计



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

图22: 爱玛推出的硬核骨架车型



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

电动两轮车产品的智能化程度主要包括简单智能、高级智能、深度智能等，简单智能主要指 NFC、蓝牙等功能，高级智能包含指纹锁、远程遥控钥匙、GPS/GPRS 等功能，深度智能则包含 CAN 通信、支持远程 OTA 升级等功能。目前行业中部分产品仍停留在简单智能的水平，支持 NFC 解锁，雅迪、爱玛部分产品已经能够实现简单及高级智能的功能，包括蓝牙解锁、陀螺仪等，九号的产品智能化程度更高，能够实现深度智能的功能，包括 OTA 升级、CAN 通信等。

表12: 电动两轮车行业智能化程度

智能化水平	智能设备与技术应用	智能化功能	成本
简单智能	NFC、蓝牙	便捷: NFC 取代钥匙解锁 安防: 防盗报警	低
高级智能	指纹锁、遥控钥匙、陀螺仪、GPS/GPRS	便捷性、安全性提升	较高
深度智能	4G/5G、CAN 通信、语音交互	升级: 支持 OTA 交互: 支持多端多形态控制	高

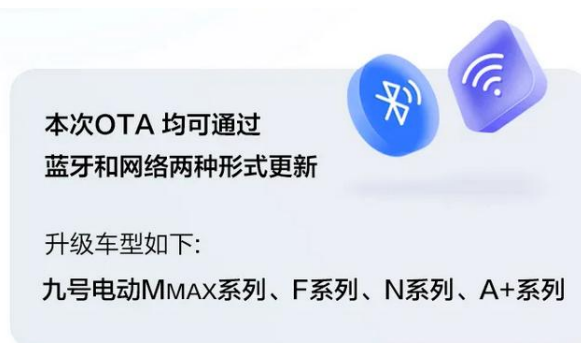
资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图23: 爱玛电动两轮车实现的简单及高级智能功能



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

图24: 九号电动两轮车实现的深度智能功能



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

加装北斗芯片后行业智能化程度有望提升，催生新的盈利点。新国标修订版规定生产的新产品必须加装北斗芯片，并具备通信功能，便于反馈速度、位置等

信息及进行安全性监测。通过加装北斗芯片，预计行业中电动两轮车产品整体的智能化程度将得到较大提升，新产品将能够实现深度智能的功能，消费者也将对产品的智能化有更加深刻的感知，并为更多的智能化功能买单，提升盈利能力。

通过加装北斗芯片，整车厂有望探寻更多盈利模式。九号针对部分功能推出了按使用时间收费的模式，相关功能主要依赖于网络和云端数据服务，例如手机端远程操控、了解车辆实时状态、骑行轨迹记录、车辆防盗&报警等，加装北斗芯片后其他企业针对智能化功能也可能推出相应服务模式。

此外通过获得北斗芯片收集的数据，电动两轮车企业能够更好分析消费者的行为模式，推出更加符合消费需求的产品，实现产品的针对性开发，产品力提升也有望改善盈利性。

图25: 九号推出购买智能服务包按时间收费模式



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

图26: 爱玛针对不同人群推出不同类型产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

电动两轮车行业变革，产业链将迎新成长

我们认为，新国标+以旧换新催化电动两轮车行业迎来发展机会，相关产业链也将迎来新变革。一方面，电动两轮车行业景气度提升将带动产业链上游企业销量增长，对应上游核心零部件企业将受益，此外新国标规定的加装北斗芯片、以旧换新中提出锂电换铅酸车有额外补贴等将引领行业发展方向，带来芯片、铅酸电池等环节相关机会。

电动两轮车产业链构成

电动两轮车行业处于产业链中游，上游主要是相关零部件，包含三电系统（电机、电池、电控）、车架、轮胎等，上游零部件的原材料包括金属（钢、铝等）、塑料、皮革、橡胶等。电动两轮车行业下游具体销售渠道包含经销商线下销售及电商线上销售，以线下销售为主，此外下游经销和服务环节还包括零部件维修、共享出行、电池更换等，通过下游经销和服务主要面向个人消费者，也有少量商业客户。

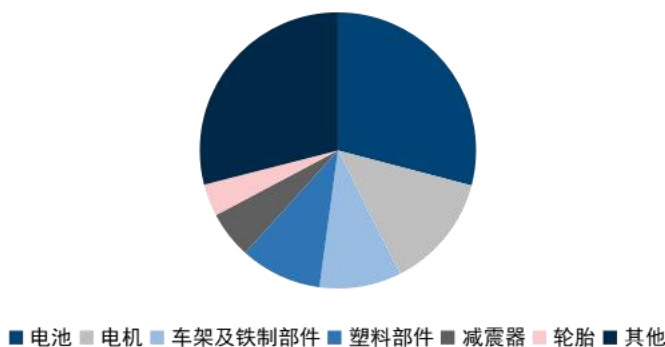
图27: 电动两轮车相关产业链梳理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电动两轮车的成本占比中以**电池、电机、车架**为主。以绿源的产品成本构成为例，三电系统中电池的价值量占比最高，达到 29%，其次是电机价值量占比达 13%，车架、塑料部件的价值量占比均为 10%左右，余下价值量较高的部件包括减震器、轮胎等。

图28: 绿源控股集团 2023 年零部件成本构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

雅迪核心零部件纵向一体化程度较高，爱玛逐步提升零部件自制率。针对电动两轮车的核心三电系统，不同企业的自制率及自制部件不同，雅迪在产业链的纵向一体化方面进展较快，通过收购等方式基本实现了核心零部件的自制能力，例如 2021 年通过收购南都华宇股权实现部分电池自供，2024 年收购凌博电子实现部分电控产品自供；爱玛也在持续加强自制能力，自研自产的电机已经应用于两轮车中，2023 年内应用数量近 400 万台，同时还开发了蔚蓝控制器并得到应用。

表13: 不同电动两轮车企业零部件自制情况

企业名称	零部件	零部件自制情况
雅迪	电池	2021 年雅迪收购南都华宇股权，能够完全控制石墨烯电池生产技术，使集团能够扩大其供应能力

电机	TTFAR 电机是雅迪电动车自己研发的品牌
电控	2024 年雅迪收购无锡凌博电子技术的全部股权，凌博电子的主要产品包括电机控制器、锂电池管理系统、智能中央控制模块及其他智能控制器
电机	公司自研电机已经实现自产并应用于公司产品，2023 年内应用数量近 400 万台
爱玛	公司开发了蔚蓝控制器，采用了 AUTOSAR 软件架构、扭矩控制策略架构和三合一域控制集成系统（MCU&VCU&DCDC），设置多种驾驶模式，能够满足用户对多种使用场景的需求，蔚蓝控制器已经实现批量生产并应用于公司产品

资料来源：公司公告，界面新闻，搜狐汽车，易车网，国信证券经济研究所整理

重点产业链环节投资机会梳理

● 电池环节

对比电动两轮车行业不同的技术路线，铅酸电池的优势在于价格低，更加安全，技术成熟，但是能量密度、循环寿命等不如锂电及钠电；锂电池能量密度最高，相应价格也较高，安全性较低；钠电池的能量密度介于铅酸、锂电之间，高低温性能表现较好，但是当前处于产业发展初期，尚未完全产业化导致成本较高。

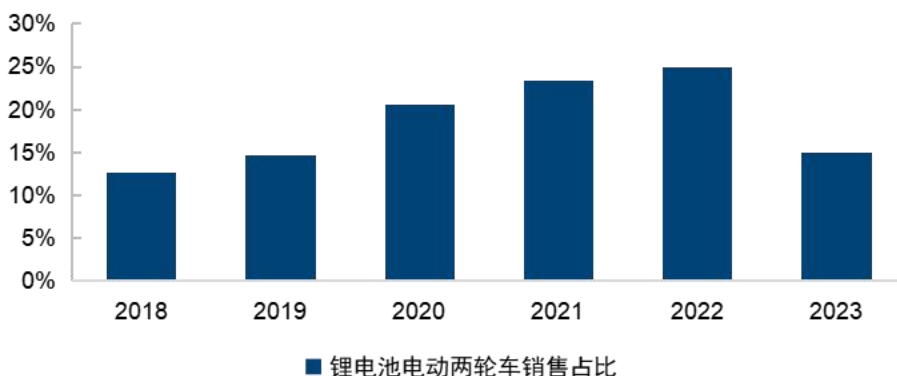
表 14: 电动两轮车不同电池技术路线的对比

	铅酸电池	锂电池	钠电池
正极材料	氧化铅	锂化合物	层状氧化物/聚阴离子/普鲁士白
负极材料	金属铅	石墨	硬碳/软碳
工作温度	-5° 至 45°	-20° 至 60°	-40° 至 80°
循环寿命	300-500 次	2000 次+	1000-2000 次
低温性能	一般	较高	高
充放电性能	有严重自放电现象，容易亏电 报废	电池自放电少，可长时间存 放，可快充	可以快充
优势	价格低，回收程度高，安全	能量密度高，循环寿命长， 无有毒有害物质	高低温性能优异，无有毒有害物质
劣势	能量密度低，循环寿命短，存 在重金属污染	价格相对较高，安全性不够	尚未产业化导致成本高，技术未完 全成熟

资料来源：新浪财经，国信证券经济研究所整理

中国电动两轮车行业以铅酸为主，2023 年锂电车占比下降。铅酸电池在国内一直占据主流地位，2018-2022 年由于锂电车在续航、速度等方面的领先优势，锂电车占比提升，根据艾瑞咨询，2022 年锂电车销售占比 25%。2023 年由于疫情放开后消费相对疲软，电动两轮车行业持续价格战，中低端铅酸车型的占比提升，锂电车销量占比下降至 15%。

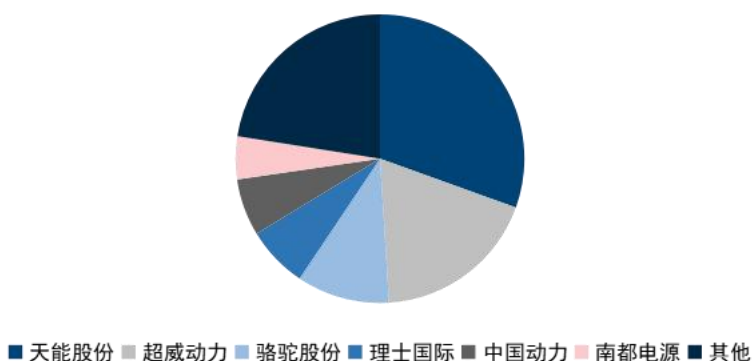
图 29: 中国锂电池电动两轮车销量占比



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

以旧换新政策有望促进铅酸车占比提升，头部铅酸电池企业将受益。中国铅酸电池头部企业主要是天能和超威，2021年两家企业市场份额分别达到30.5%、18.5%，合计接近50%，针对电动两轮车市场，天能和超威的份额合计更高。南京起火事件的主要原因是违规改装超标大容量锂电池导致热失控，从而引发起火，后续的以旧换新政策中，部分省份对于锂电换铅酸车的消费者给予更大程度补贴，引导消费者转向更加安全的铅酸车，行业中铅酸车占比有望进一步提升，头部铅酸电池企业将受益。

图30：2021年中国铅酸电池行业竞争格局



资料来源：SEMI，国信证券经济研究所整理

● 北斗芯片

加装北斗芯片将有效解决电动两轮车的起火、偷盗等问题。通过加装北斗芯片，使电动两轮车的温度异常能够快速监测到，从而避免安全事故，此外电动两轮车被盗问题也是过往的痛点，加装芯片后可以记录车身所在位置，一旦出现位置变化能够及时反馈用户，减少被盗情况发生，提升安全性。

电动两轮车新国标要求加装北斗芯片，带来数十亿元芯片环节空间增量。新国标修订版的征求意见稿中提出需要加装北斗芯片，使电动两轮车具备通信功能，能够向管理平台发送动态安全监测信息。根据每日经济新闻，截止2023年底，全国电动两轮车保有量约为4亿辆；根据北斗星通公告，单个电动自行车新国标增加的芯片及天线对应单车价值约为15-20元之间，则全部替换对应芯片行业市场空间增量范围在60-80亿元之间，预计行业中全部电动两轮车的新国标替换需要几年时间实现。

根据上述测算，按照2025年新国标+以旧换新政策发挥作用后，预计行业销量有望提升至5728-6415万辆之间，假设对应芯片单车价值15-20元之间，则2025年销量对应北斗芯片的市场空间增量范围为8.6-12.8亿元。

表15：电动两轮车加装北斗芯片可能带来的增量空间

	下限	上限
电动两轮车总体保有量（亿辆）	4	4
北斗芯片单价（元）	15	20
对应市场空间（亿元）	60	80
不考虑政策时2025年预测销量（万辆）	5467	5467
以旧换新+新国标带来增量（万辆）	261	948
考虑政策后2025年预测总销量（万辆）	5728	6415

北斗芯片单价（元）	15	20
对应市场空间（亿元）	8.6	12.8

资料来源：每日经济新闻，格隆汇，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

● 电机电控

电动两轮车的电机主要包括轮毂电机及中置电机两类，轮毂电机安装于车辆的轮毂处并提供驱动力，中置电机一般安装于车身中间位置并提供辅助动力。轮毂电机又可分为直驱轮毂电机和减速轮毂电机，直驱轮毂电机一般用于电动自行车、电动摩托车等车辆的后轮毂处，产品结构简单、功率大、输出力矩大、噪音较小，满足日常通勤的要求；中置电机及减速轮毂电机主要应用于电助力车 ebike 上，根据骑行车的踏频、车辆速度、踩踏力矩等改变电机转速、力矩和功率输出。

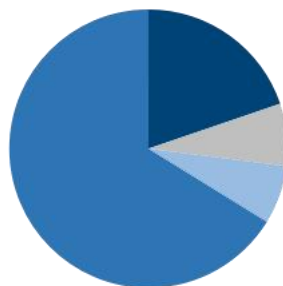
图31：直驱轮毂电机应用于电动两轮车产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国内电动两轮车电驱动行业呈现出向头部企业集中的趋势，根据上海电机行业协会，国内直驱轮毂电机厂商合计约为 50 家，其中头部厂商包括金宇机电、安乃达、八方股份、江苏新伟等，合计市场占有率约为 40%-50%。2022 年中国直驱轮毂电机行业中金宇机电的市场份额约为 20%，远超过其他竞争对手，安乃达、八方股份的市场份额分别为 7.23%、6.81%，其他企业的市场份额更低。预计随着电动两轮车行业销量提升，电机行业的头部企业有望实现出货量进一步增长。

图32：中国直驱轮毂电机行业竞争格局



■ 金宇机电 ■ 安乃达 ■ 八方股份 ■ 其他

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：关注行业龙头及高端化拓展的企业

新国标修订版及以旧换新带来电动两轮车行业新的成长机会。新国标修订版将促进中小企业出清，头部企业份额有望进一步提升，以旧换新有望引导消费者进行产品更换，促进行业销量增长，两者叠加后电动两轮车行业有望迎来销量拐点，此外加装北斗芯片等会促进智能化程度的提升，产品的单价及盈利性有望改善，行业中部分参与者有望迎来新的发展机会，**相关产业链公司包括电动两轮车行业中市场份额较高的头部企业雅迪控股、爱玛科技，以及高端市场销量表现优异的九号公司-WD。**

■ 雅迪控股

雅迪控股是国内电动两轮车龙头，公司成立于2001年，经过多年发展，成为集电动自行车、电动摩托车及其零配件研发、生产与销售一体的电动两轮车制造企业。雅迪销售网络遍布全球100个国家和地区，连续多年全球销量第一，终端门店数量超4万家，渠道覆盖率居行业首位。

纵观公司发展历程，公司早期以摩托车业务起家，2004年全面进军电动两轮车，抓住行业发展机遇实现快速增长，2013年行业价格战背景下公司提出高端化战略，更好满足消费需求，实现销量提升；2016年公司在港交所上市，上市后公司先后推出冠能、VFLY等高端系列产品，并开始拓展海外市场，2024年越南基地奠基，印尼工厂实现首车交付。

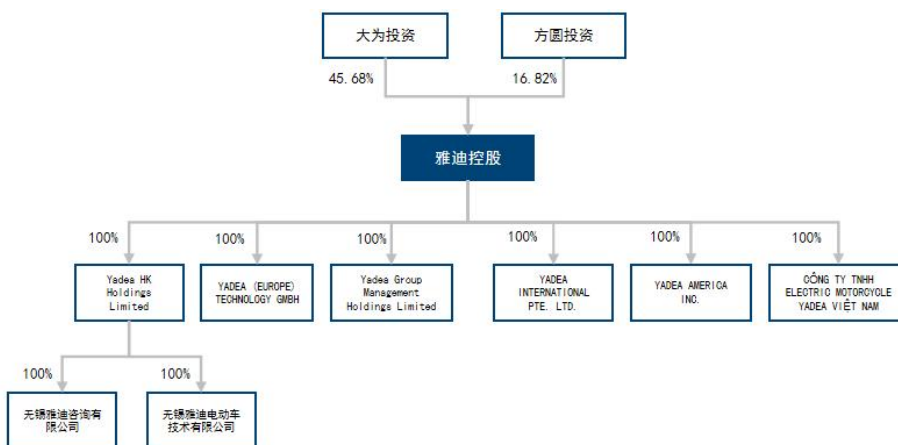
图33: 雅迪控股发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

雅迪控股主要股东包括大为投资及方圆投资，董经贵夫妇通过大为投资及方圆投资共持股 62.5%，为公司实际控制人。雅迪控股旗下的子公司中 Yadea HK Holdings Limited 拥有无锡雅迪咨询有限公司、无锡雅迪电动车技术有限公司，负责多项经营管理活动。

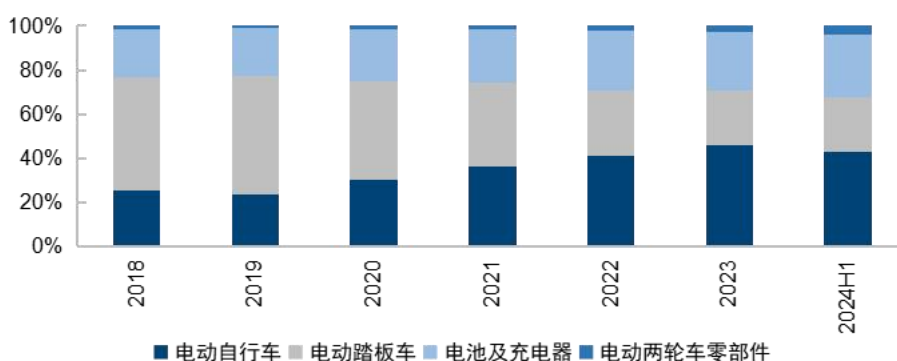
图34：雅迪控股股权结构图（截止 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

电动自行车及电动踏板车是公司的核心业务。公司核心业务包含电动自行车及电动踏板车两类，2024H1 电动自行车收入占比 43.3%，是最主要的收入来源，电动踏板车收入占比 24.6%，电动踏板车主要包含电轻摩及电摩，以电轻摩为主。此外公司将电池及充电器的销售收入与电动两轮车的销售收入分开披露，电池及充电器业务还包含部分后市场销售收入，2024H1 该业务收入占比 28.2%。

图35：雅迪控股营业收入结构占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

营业收入及净利润快速增长。随着销量及市占率提升，公司整体收入从2013年的50.6亿元提升至2023年的348.0亿元，归母净利润从1.7亿元增长至26.4亿元，收入及利润复合增速在20%以上，保持快速增长。2024H1公司营业收入144.3亿元，同比下降15.5%，净利润10.3亿元，同比下降13.0%，收入和利润下降主要受去库存、国检等影响，销量受影响较大，由于价格战缓解，单车利润有所恢复，因此净利润降幅小于收入降幅。预计随着整体库存水平下降，叠加行业迎来增长机会，公司收入及利润有望恢复。

利润率提升，费用率小幅下降。公司的利润率水平整体上保持提升，一方面销量提升产生规模效应，此外电动两轮车也逐步实现产品升级，2024H1毛利率提升至18%，净利率提升至7.17%。整体费用率下降至10.7%，其中财务费用率保持稳定，销售费用率、管理费用率下降，公司加大研发投入，研发费用率略有提升。

图36: 雅迪控股营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

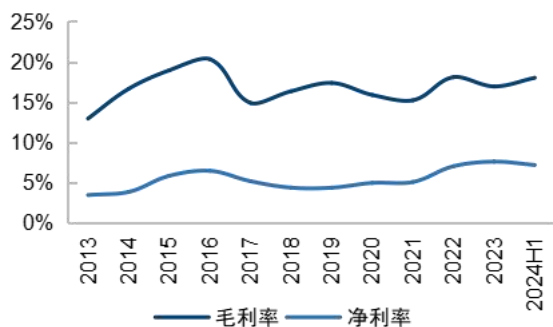
图37: 雅迪控股净利润及同比增速



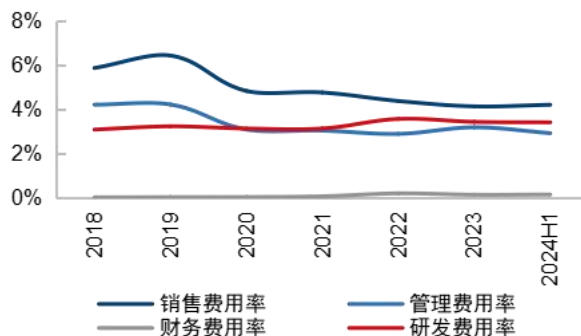
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38: 雅迪控股毛利率及净利率

图39: 雅迪控股费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值和投资建议:

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设:

电动踏板车业务: 2024 年国检及去库存等因素拖累销量, 预计以旧换新及新国标有望催化行业迎来新的增量, 雅迪作为电动两轮车龙头, 预计将较大程度受益, 销量有望较快提升, 预测公司电动踏板车业务 2024/2025/2026 年收入分别为 82/99/115 亿元, 同比分别为-5%/+21%/+16%。

电动自行车业务: 雅迪在电动自行车领域同样具备丰富的产品线, 有较强的竞争力, 以旧换新及新国标的催化也将为电动自行车业务带来增长, 预测公司电动自行车业务 2024/2025/2026 年收入分别为 154/194/224 亿元, 同比分别为-4%/+26%/+16%。

电池及充电器业务: 公司电池及充电器业务收入一方面会随着销量的提升而增长, 同时雅迪也在积极拓展电池及充电器后市场, 预测电池及充电器业务 2024/2025/2026 年收入分别为 84/94/103 亿元, 同比分别为-10%/+12%/+10%。

整体来看, 公司 2024/2025/2026 年整体收入有望达 330/398/453 亿元, 同比分别为-5%/+21%/+14%。2025 年收入有望恢复较快增长。

费率方面: 管理费用率层面, 销售规模扩大后形成规模优势, 管理费用率有望下降, 假设 2024/2025/2026 年管理费用率分别为 7.3%/7.0%/6.7%; 销售费用率层面, 销售规模扩大也有利于销售费用率下降, 假设 2024/2025/2026 年销售费用率分别为 4.1%/3.9%/3.7%。财务费用率方面, 公司账面现金流充足, 预计财务费用率将保持稳定。

表16: 雅迪控股业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电动踏板车					
收入 (亿元)	91.5	86.4	82.2	99.3	114.7
YOY		-5.6%	-4.8%	20.8%	15.5%
电动自行车					
收入 (亿元)	128.3	159.5	153.6	193.6	223.6
YOY		24.4%	-3.7%	26.0%	15.5%
电池及充电器					
收入 (亿元)	84.0	92.5	83.7	93.7	102.8
YOY		10.1%	-9.5%	12.0%	9.7%

电动两轮车零部件

收入（亿元）	6.9	9.3	10.2	11.2	12.3
YOY		34.4%	10.0%	10.0%	10.0%
合计					
收入（亿元）	310.6	347.6	329.7	397.8	453.3
yoy		11.9%	-5.2%	20.6%	14.0%
成本（亿元）	254.4	288.8	272.0	327.0	371.7
毛利（亿元）	56.2	58.9	57.7	70.8	81.6
毛利率(%)	18.1%	16.9%	17.5%	17.8%	18.0%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件与假设，公司 2024/2025/2026 年整体收入有望达 330/398/453 亿元，同比分别为-5%/21%/14%，毛利率分别为 17.5%/17.8%/18.0%，对应归母净利润分别为 24.6/30.6/37.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.8/1.0/1.2 元。

表17：未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	347.6	329.7	397.8	453.3
毛利率	16.9%	17.5%	17.8%	18.0%
销售费用率	4.1%	4.1%	3.9%	3.7%
管理费用率	6.8%	7.3%	7.0%	6.7%
归母净利润（亿元）	26.4	24.6	30.6	37.2
净利率	7.6%	7.5%	7.7%	8.2%
EPS	0.8	0.8	1.0	1.2
ROE	31.4%	25.6%	27.5%	28.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表18：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	31,059	34,763	32,880	40,008	45,877
(+/-%)	15.2%	11.9%	-5.4%	21.7%	14.7%
净利润(百万元)	2161	2640	3788	4695	5625
(+/-%)	57.8%	22.2%	43.5%	23.9%	19.8%
摊薄 EPS	0.69	0.85	1.22	1.51	1.81
中性预测					
营业收入(百万元)	31,059	34,763	32,970	39,777	45,334
(+/-%)	15.2%	11.9%	-5.2%	20.6%	14.0%
净利润(百万元)	2161	2640	2462	3059	3723
(+/-%)	57.8%	22.2%	-6.8%	24.2%	21.7%
摊薄 EPS(元)	0.69	0.85	0.79	0.98	1.20
悲观的预测					
营业收入(百万元)	31,059	34,763	33,060	39,544	44,792
(+/-%)	15.2%	11.9%	-4.9%	19.6%	13.3%
净利润(百万元)	2161	2640	1150	1465	1873
(+/-%)	57.8%	22.2%	-56.4%	27.3%	27.9%
摊薄 EPS	0.69	0.85	0.37	0.47	0.60
总股本（百万股）	3,113	3,113	3,113	3,113	3,113

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司合理价值区间。

绝对估值：14.4-16.8元

未来估值假设条件见下表：

表19：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	15.2%	11.9%	-5.2%	20.6%	14.0%	10.0%	8.0%	8.0%
营业成本/营业收入	81.9%	83.1%	82.5%	82.2%	82.0%	80.0%	80.0%	80.0%
管理费用/营业收入	2.9%	6.6%	6.5%	6.3%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
销售费用/销售收入	2.5%	4.1%	4.1%	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
股利分配比率	52.0%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表20：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	9.40%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.60%
公司股价（元）	13.4	Ke	12.40%
发行在外股数（百万）	3113	E/(D+E)	90.92%
股票市值(E, 百万元)	41709	D/(D+E)	9.08%
债务总额(D, 百万元)	4167	WACC	11.51%
Kd	3.00%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 14.4-16.8 元，估值中枢为 15.5 元。

表21：雅迪控股 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	1,997.0	2,745.1	3,439.4	4,808.5	5,215.5	5,654.9	6,129.6	6,642.2	7,195.8	7,793.7
EBIT*(1-所得税税率)	1,697.4	2,333.3	2,923.5	4,087.3	4,433.1	4,806.7	5,210.1	5,645.8	6,116.4	6,624.6
折旧与摊销	735.3	786.8	847.4	902.7	953.9	1,001.9	1,047.6	1,091.3	1,133.6	1,174.7
营运资金的净变动	(2,314.5)	620.8	(128.4)	526.9	790.7	852.8	919.6	991.4	1,068.7	1,152.1
FCFF	(2,181.7)	1,140.9	2,542.5	4,416.9	5,177.7	5,661.4	6,177.3	6,728.5	7,318.7	7,951.3
PV(FCFF)	(1,956.6)	917.6	1,833.9	2,857.2	3,003.7	2,945.5	2,882.2	2,815.5	2,746.5	2,676.0
核心企业价值	47,868.4									
减：净债务	(474.2)									
股票价值	48,342.6									
每股价值	15.53									

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表22：绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析（元）

	WACC 变化				
	11.1%	11.3%	11.51%	11.7%	11.9%
绝对估值	14.4	15.5	16.8	15.5	14.4

永续 增长 率变 化	1.9%	16.84	16.38	15.93	15.50	15.09
	1.7%	16.61	16.16	15.73	15.31	14.91
	1.5%	16.39	15.95	15.53	15.13	14.74
	1.3%	16.18	15.75	15.34	14.95	14.57
	1.1%	15.98	15.56	15.16	14.78	14.41

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：14.7-16.7 元

我们选取同样有电动两轮车业务的爱玛科技、九号公司-WD 以及春风动力作为可比公司，其中爱玛科技在中国电动两轮车领域市占率排名第二，产品线丰富，渠道覆盖广泛；九号公司-WD 在高端电动两轮车领域具备较强的竞争优势，销量快速提升；春风动力极核也在持续拓展终端渠道，产品从电动摩托车下沉至电动自行车，凭借较强的产品打造能力，有望迎来较快发展，上述公司有一定的可比性。

盈利预测与估值：参考可比公司估值，考虑到公司是国内电动两轮车行业龙头，电池及充电器后市场将打开销售空间，还具备钠电池、石墨烯电池等全面的技术储备，电动两轮车出海步伐在行业中保持领先，长期成长空间大，给予 25 年 15-17x PE，对应目标价 14.7-16.7 元，相较当下具 17%-33%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表23: 可比公司估值表 (20241220)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603529.SH	爱玛科技	无评级	40.6	349.9	2.18	2.35	2.86	19	17	14
689009.SH	九号公司-WD	无评级	45.3	325.1	8.29	15.87	22.05	55	29	21
603129.SH	春风动力	优于大市	150.0	227.1	6.70	9.06	11.22	22	17	13
	平均				5.72	9.09	12.04	32	21	16
1585.HK	雅迪控股	优于大市	12.6	391.6	0.85	0.79	0.98	15	16	13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：爱玛科技、九号公司-WD 采用 Wind 一致预期，已按照 1 港币=0.9389 人民币换算；九号公司-WD 包含机器人等其他业务，因此估值有较大差异，可比性相对不高

■ 爱玛科技

爱玛科技是国内领先的电动两轮车企业。爱玛科技成立于 1999 年，2004 年正式进军电动两轮车行业，并迅速开拓市场，推行专营专卖模式，2009 年公司进行股份制改造，选择周杰伦作为品牌代言人，逐渐在消费者心中树立起较为深刻的印象。2021 年公司成功在 A 股主板上市。

公司在多年研发过程中不断扩展生产基地布局，先后设立河南爱玛、江苏爱玛、四川子公司等，并通过与博世形成全球战略合作伙伴、成立智能化研究院等方式加强产品数智化程度，经过多年发展成为国内领先的电动两轮车企业。

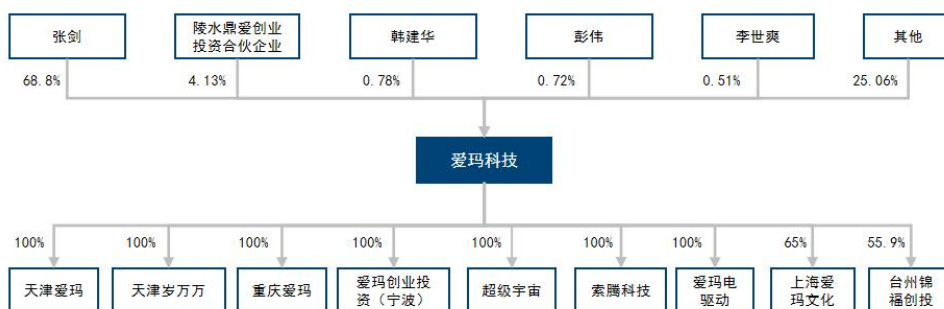
图40: 爱玛科技发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构集中。实际控制人张剑持股比例达到 68.8%，为第一大股东，第二大股东鼎爱投资合伙企业持股比例达 4.13%，其他股东持股比例均不足 4%，股权集中。爱玛科技旗下天津爱玛、重庆爱玛、超级宇宙等主要从事电动两轮车的生产、研发及销售业务，天津岁万万主要从事文化交流活动及广告业务，爱玛创业投资、索腾科技及台州锦福创投等主要从事金融业务。

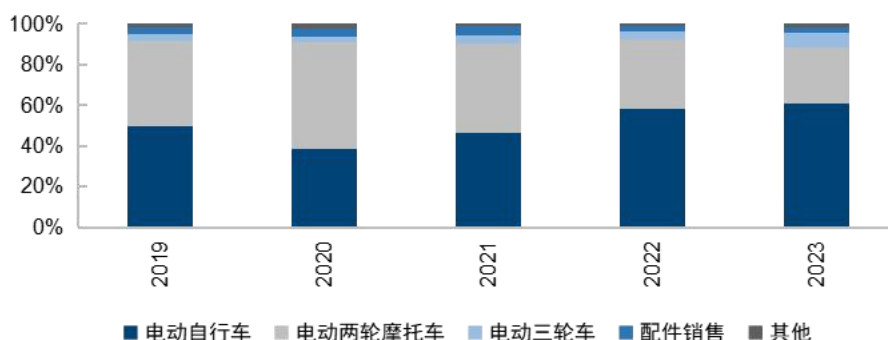
图41：爱玛科技股权结构图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

电动自行车及电动两轮摩托车业务是主要收入来源。2023 年电动自行车、电动两轮摩托车收入占比分别为 61.1%、27.6%，其他产品收入占比相对较低，其中电动三轮车产品收入占比 6.8%，占比提升较快，较 2022 年提升 3 个百分点。

图42：公司分业务收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营业收入及净利润稳步提升。2023 年营业收入 210.4 亿元，净利润 18.8 亿元，2015-2023 年收入复合增速 17%，净利润复合增速 22%，整体保持稳步提升。2024Q1-Q3 公司营业收入同比基本持平，净利润同比下降 0.3%，主要受消费力疲软、两轮车国检等影响，此外爱玛净利润还受到股权激励费用摊销影响，因此利润降幅大于收入降幅。预计随着以旧换新及新国标政策落地，净利润有望恢复。

利润率增长，费用率稳定。过往公司利润率整体保持提升，毛利率提升至 17.4%，净利率提升至 9.0%，费用率方面，2024Q1-Q3 整体费用率 7.5%，总体费用率过往保持稳定，细分来看研发费用率有所提升，销售及管理费用率略有下降。

图43: 爱玛科技营业收入及同比增速



图44: 爱玛科技净利润及同比增速

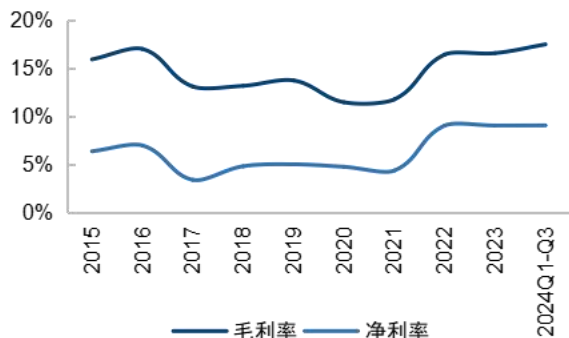


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

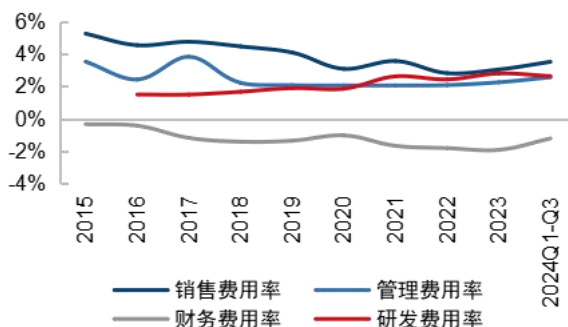
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 爱玛科技毛利率及净利率

图46: 爱玛科技费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值和投资建议:

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设:

电动自行车业务: 考虑到以旧换新及新国标政策刺激行业销量提升, 公司在行业中市占率居于第二, 有望进一步抢占市场份额, 此外由于销量提升产生规模效应, 叠加智能化程度提升, 预计产品利润率有望实现小幅提升, 假设 2024/2025/2026 年电动自行车业务毛利率分别为 17%/18%/18%, 预测公司电动自行车业务 2024/2025/2026 年收入分别为 128/166/188 亿元, 同比分别为 -0.2%/+30%/+13%。

电动两轮摩托车业务: 公司在电轻摩及电摩领域同样具备丰富的产品储备, 有望抢占中小品牌份额, 实现销量及利润率提升, 假设 2024/2025/2026 年电动两轮摩托车毛利率分别为 16%/17%/17%, 预测电动两轮摩托车业务 2024/2025/2026 年收入分别为 59/66/75 亿元, 同比分别为+2%/+11%/+13%。

电动三轮车业务: 公司在电动三轮车领域重点布局休闲三轮, 并逐步拓展至货运三轮, 电动三轮车业务有望迎来较快增长, 规模效应有望促进产品盈利改善。假设 2024/2025/2026 年电动三轮车毛利率分别为 22%/22%/23%, 预测公司电动三轮车业务 2024/2025/2026 年收入分别为 19/24/32 亿元, 同比分别为 +31%/+30%/+29%。

整体来看, 公司 2024/2025/2026 年整体收入有望达 216/266/304 亿元, 同比分别增长 3%/23%/14%。

费率方面: 研发费用率方面, 预计公司将加大新车研发, 预计研发费用率将小幅提升, 假设 2024/2025/2026 年公司研发费用率分别为 2.2%/2.5%/2.7%; 管理费用率层面, 由于销量提升产生规模效应, 预计管理费用率将持续下降, 假设 2024/2025/2026 年公司管理费用率分别为 2.0%/1.9%/1.8%; 销售费用率层面, 预计中小企业出清后, 品牌效应进一步提升, 销售费用率有望小幅下降, 假设 2024/2025/2026 年销售费用率分别为 2.8%/2.7%/2.6%。

表24: 爱玛科技业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电动自行车					
收入 (亿元)	121.3	128.5	128.1	166.1	188.1
YOY		5.9%	-0.2%	29.6%	13.3%

毛利率 (%)	17%	17%	17%	18%	18%
电动两轮摩托车					
收入 (亿元)	71.4	58.1	59.1	65.8	74.5
YOY		-18.7%	1.9%	11.2%	13.3%
毛利率 (%)	15%	15%	16%	17%	17%
电动三轮车					
收入 (亿元)	8.0	14.3	18.8	24.5	31.5
YOY		79.9%	31.3%	30.0%	28.8%
毛利率 (%)	17%	22%	22%	22%	23%
其他业务					
收入 (亿元)	7.3	9.5	9.5	9.8	10.2
毛利率 (%)	17%	19%	16%	16%	16%
合计					
收入 (亿元)	208.0	210.4	215.6	266.1	304.4
yoy		1.1%	2.5%	23.4%	14.4%
成本 (亿元)	174.0	175.6	178.3	219.3	250.1
毛利 (亿元)	34.0	34.7	37.3	46.8	54.3
毛利率 (%)	16%	17%	17%	18%	18%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件与假设，公司 2024/2025/2026 年整体收入有望达 216/266/304 亿元，同比分别增长 3%/23%/14%，毛利率分别为 17.3%/17.6%/17.8%，对应归母净利润分别为 19.4/24.3/28.9 亿元，对应 EPS 分别为 2.3/2.8/3.4 元。

表25：未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	210.36	215.6	266.1	304.4
毛利率	16.5%	17.3%	17.6%	17.8%
研发费用率	2.8%	2.2%	2.5%	2.7%
销售费用率	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%
管理费用率	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
归母净利润 (亿元)	18.8	19.4	24.3	28.9
净利率	8.9%	9.0%	9.1%	9.5%
EPS	2.2	2.3	2.8	3.4
ROE	24.4%	22.6%	25.2%	26.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表26：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入 (百万元)	20,802	21,036	21,586	26,900	30,955
(+/-%)	35.1%	1.1%	2.6%	24.6%	15.1%
净利润 (百万元)	1873	1881	2809	3525	4177
(+/-%)	182.1%	0.4%	49.3%	25.5%	18.5%
摊薄 EPS	3.26	2.18	3.26	4.09	4.85
中性预测					
营业收入 (百万元)	20,802	21,036	21,560	26,614	30,436
(+/-%)	35.1%	1.1%	2.5%	23.4%	14.4%
净利润 (百万元)	1873	1881	1941	2429	2890
(+/-%)	182.1%	0.4%	3.2%	25.2%	19.0%
摊薄 EPS (元)	3.26	2.18	2.25	2.82	3.35
悲观的预测					
营业收入 (百万元)	20,802	21,036	21,534	26,330	29,921

(+/-%)	35.1%	1.1%	2.4%	22.3%	13.6%
净利润(百万元)	1873	1881	1086	1370	1658
(+/-%)	182.1%	0.4%	-42.3%	26.2%	21.0%
摊薄 EPS	3.26	2.18	1.26	1.59	1.92
总股本(百万股)	575	862	862	862	862

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司合理价值区间。

绝对估值：45.3-48.1元

未来估值假设条件见下表：

表27：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	35.1%	1.1%	2.5%	23.4%	14.4%	10.0%	8.0%	8.0%
营业成本/营业收入	83.6%	83.5%	82.7%	82.4%	82.2%	82.3%	82.3%	82.3%
管理费用/营业收入	1.9%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用/营业收入	2.4%	2.8%	2.2%	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
销售费用/销售收入	2.8%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
股利分配比率	11.0%	55.8%	55.8%	55.8%	55.8%	55.8%	55.8%	55.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表28：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	12.60%
无风险利率	2.80%	Ka	9.40%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.60
公司股价（元）	40.6	Ke	12.40%
发行在外股数（百万）	862	E/(D+E)	94.73%
股票市值(E, 百万元)	34986	D/(D+E)	5.27%
债务总额(D, 百万元)	1945	WACC	11.95%
Kd	4.45%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 45.3-48.1 元，估值中枢为 46.6 元。

表29：爱玛科技 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	2097	2649	3106	3375	3648	3943	4142	4352	4571	4802
EBIT*(1-所得税税率)	1845	2304	2702	2936	3174	3431	3583	3764	3954	4153
折旧与摊销	293	353	399	444	494	541	581	617	652	685
营运资金的净变动	195	2168	1643	1376	1195	1288	891	934	979	1025
FCFF	1533	4325	4244	3956	4063	4759	4555	4815	5084	5364
PV(FCFF)	1369	3451	3024	2519	2310	2417	2066	1951	1841	1734
核心企业价值	39,526.9									
减：净债务	(646.2)									
股票价值	40,173.2									
每股价值	46.62									

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表30: 绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.8%	11.9%	11.95%	12.1%	12.2%
永续 增长 率变 化	1.7%	48.05	47.54	47.04	46.55	46.07
	1.6%	47.83	47.32	46.83	46.34	45.87
	1.5%	47.61	47.11	46.62	46.14	45.67
	1.4%	47.39	46.90	46.42	45.94	45.48
	1.3%	47.18	46.69	46.22	45.75	45.29

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：45.1-50.7 元

我们选取同样有电动两轮车业务的雅迪控股、九号公司-WD 以及春风动力作为可比公司。雅迪控股在国内电动两轮车领域市占率第一，终端门店数量超过 4 万家，产品线丰富，具备较强的竞争优势；九号公司在国内高端电动两轮车市场上具备竞争力，核心产品覆盖 4000 元以上价格带，在高端领域获得消费者认可；春风动力旗下极核业务从电动摩托车逐步下沉到电动轻便摩托车及电动自行车领域，覆盖全产品线，未来电动两轮车销量有望快速增长，上述公司具备电动两轮车业务，有一定的可比性。

盈利预测与估值：参考可比公司估值，考虑到公司在电动两轮车领域深耕多年，目前国内终端渠道布局超过 3 万家，国内电动两轮车领域市占率排名第二，产品设计能力突出，终端渠道经营管控能力较强，综合实力领先，以旧换新及新国标政策催化下，公司各项业务有望保持较快增长，给予 25 年 16-18x PE，对应目标价 45.1-50.7 元，相较当下具 11%-25% 空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表31: 可比公司估值表（20241220）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
1585.HK	雅迪控股	无评级	12.6	391.6	0.88	0.81	1.00	14	16	13
689009.SH	九号公司-WD	无评级	45.3	325.1	8.29	15.87	22.05	55	29	21
603129.SH	春风动力	优于大市	150.0	227.1	6.70	9.06	11.22	22	17	13
	平均				5.29	8.58	11.42	30	20	16
603529.SH	爱玛科技	优于大市	40.6	349.9	2.18	2.25	2.82	19	18	14

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：雅迪控股、九号公司-WD 采用 Wind 一致预期，已按照 1 港币=0.9389 人民币换算；九号公司-WD 包含机器人等其他业务，因此估值有较大差异，可比性相对不高

■ 九号公司-WD

九号公司是专注于智能短交通和服务类机器人领域的创新企业，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，旗下拥有 Ninebot 及 Segway 两大品牌。公司依托于自身在智能技术创新等方面的竞争优势，将业务

链延伸至智能配送机器人、电动两轮车和全地形车领域，逐步形成品类丰富的产品线。

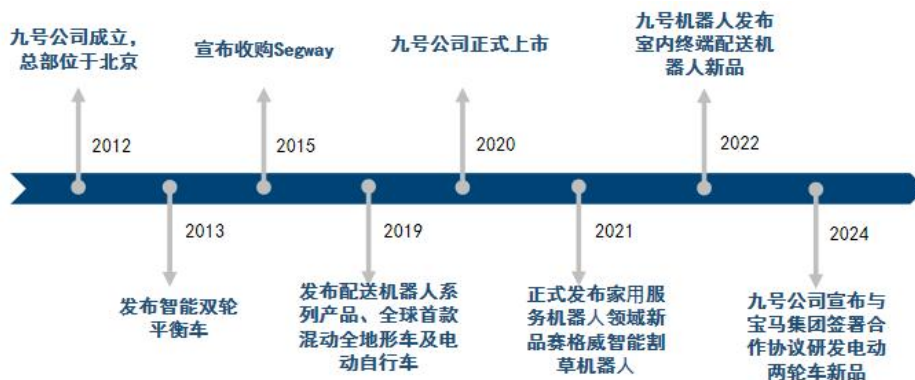
图47: 九号公司相关产品



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

九号公司成立于 2012 年,公司于 2013 年发布平衡车产品,2015 年收购 Segway, Segway 是电动平衡车的发明者以及最知名品牌,收购后公司成为平衡车领域的行业领先者。2019 年九号发布众多新品,包含配送机器人、全球首款混动全地形车,进一步拓展业务线,2020 年公司正式上市,2021 年公司发布智能割草机器人。九号公司有较强的创新及智能化基因,凭借过往智能化积累持续拓展业务线,提升产品的智能化能力,从而提升竞争力。

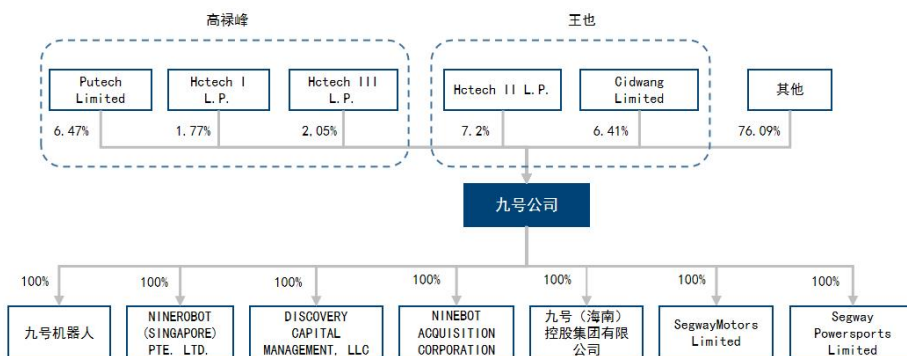
图48: 九号公司发展历程



资料来源: 百度百科, 国信证券经济研究所整理

实行 AB 股制度, 股权结构稳定。九号公司实行 AB 股制度, 其中 A 类及 B 类普通股分别对应 1 票/5 票投票权, 目前公司实控人高禄峰、王野分别持有公司 B 类普通股, 股权比例 10.3%、13.61%, 合计控制公司投票权超 60%, 表决权集中, 股权结构稳定以维持整体稳定运营。

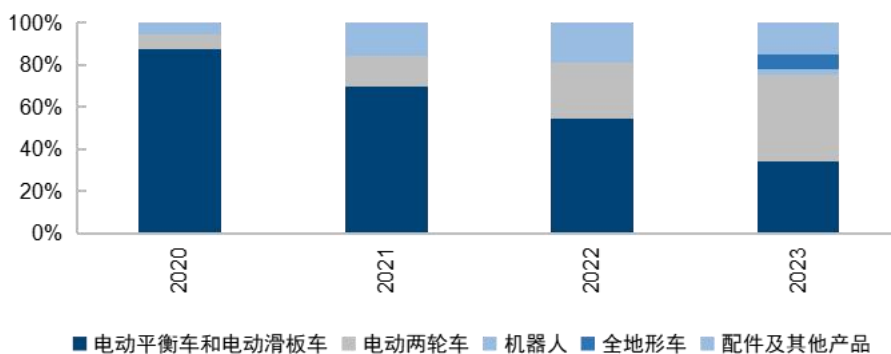
图49: 九号公司股权结构图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

电动平衡车及滑板车、电动两轮车收入占比较高。从九号公司的业务看，公司平衡车滑板车产品发布时间早，收购 Segway 提升竞争力，2020 年电动平衡车及滑板车收入占比 88%，其他产品收入占比低；随着电动两轮车业务的兴起，2023 年电动两轮车收入占比提升至 41%，其次是平衡车及滑板车，业务收入占比 34%，其他业务还包括全地形车、机器人等，收入占比不足 10%。

图50：公司分业务收入占比

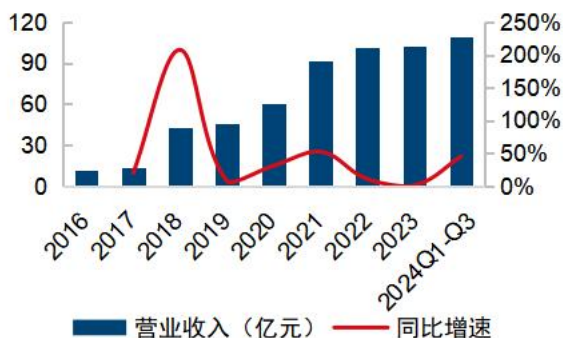


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

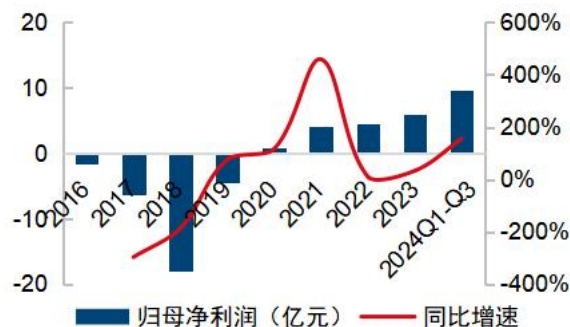
营业收入及净利润快速增长。随着新品推出并持续放量，公司营业收入快速增长，2023 年营业收入 102.2 亿元，2016-2023 年收入复合增速 36.6%，2020 年公司扭亏为盈，当年实现盈利，至 2023 年净利润 32.5 亿元。2024Q1-Q3 营业收入 109.1 亿元，同比增长 44.9%，净利润 9.7 亿元，同比增长 156.3%，净利润增速明显高于收入增速，主要是电动两轮车、全地形车等销量提升产生规模效应，利润释放，叠加电动两轮车行业价格战缓解，促进公司整体利润率改善。
净利率转正，费用率下降。随着销量及收入提升，产生规模效应，2020 年公司净利率也由负转正，净利率提升至 1.22%，并在后续几年持续提升，2023 年公司净利率达 5.83%。公司的费用率逐步下降，2023 年整体费用率 21.3%，较 2016 年整体下降 3.9 个百分点，主要是管理费用率下降较多。

图51：九号公司营业收入及同比增速

图52：九号公司净利润及同比增速

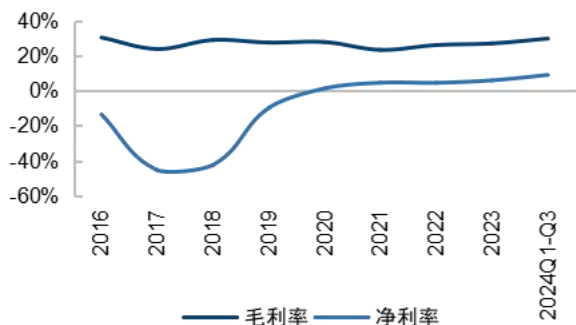


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



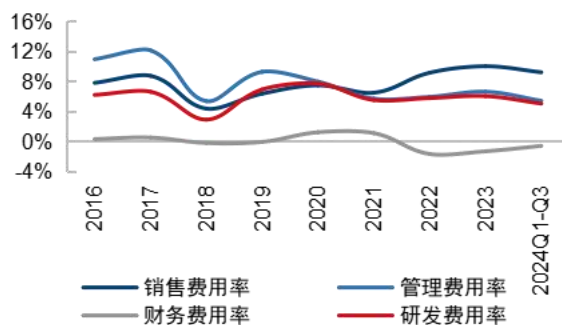
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图53: 九号公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 九号公司费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值和投资建议:

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设:

电动平衡车和电动滑板车业务: 电动平衡车及滑板车行业经历去库存, 公司对自身渠道做调整, 减少小米业务下滑带来的影响, 预计随着行业库存减少, 后续有望迎来恢复, 利润率也有望维持稳定, 假设 2024/2025/2026 年电动平衡车及滑板车业务毛利率分别为 30%/30%/30%, 预测 2024/2025/2026 年收入分别为 38/40/42 亿元, 同比分别为+8%/+6%/+5%。

电动两轮车业务: 电动两轮车业务处于快速开拓期, 新国标及以旧换新有望带来增量并产生规模效应, 预计电动两轮车销量、利润率均有望改善, 假设 2024/2025/2026 年电动两轮车业务毛利率分别为 21%/22%/23%, 预测 2024/2025/2026 年收入分别为 70/101/132 亿元, 同比分别为+65%/+45%/+30%。

机器人业务: 公司割草机器人竞争力强, 预计随着新品推出以及产品价格带下沉, 将迎来新的增量, 假设 2024/2025/2026 年机器人业务毛利率分别为 55%/55%/56%, 预测公司机器人业务 2024/2025/2026 年收入分别为 4/5/6 亿元, 同比分别为+45%/+25%/+20%。

全地形车业务: 公司过往重点布局欧洲市场, 逐步进入美国市场, 实现销量提

升，假设 2024/2025/2026 年全地形车毛利率分别为 26%/27%/28%，预测公司全地形车业务 2024/2025/2026 年收入分别为 11/15/19 亿元，同比分别为 +50%/+40%/+30%。

整体来看，公司 2024/2025/2026 年整体收入有望达 142/185/228 亿元，同比分别增长 39%/31%/23%。

费率方面：研发费用率方面，各项业务逐步放量，预计公司将加强研发投入，研发费用率将小幅提升，假设 2024/2025/2026 年研发费用率分别为 5.1%/5.2%/5.4%；管理费用率层面，随新业务逐步放量，销量增长后管理费用率有望下降，假设 2024/2025/2026 年公司管理费用率分别为 5.2%/4.8%/4.5%；销量及收入提升后，销售费用率也有望保持小幅下降，假设 2024/2025/2026 年销售费用率分别为 9.5%/9.0%/8.5%。

表32：九号公司业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电动平衡车和电动滑板车					
收入（亿元）	55.4	34.9	37.7	39.9	41.9
YOY		-37.0%	8.0%	6.0%	5.0%
毛利率（%）	29%	29%	30%	30%	30%
电动两轮车					
收入（亿元）	26.6	42.3	69.8	101.3	131.6
YOY		58.9%	65.0%	45.0%	30.0%
毛利率（%）	16%	19%	21%	22%	23%
机器人					
收入（亿元）	1.2	2.5	3.7	4.6	5.5
YOY		109.1%	45.0%	25.0%	20.0%
毛利率（%）	49%	53%	55%	55%	56%
全地形车					
收入（亿元）	5.9	7.0	10.5	14.7	19.1
YOY		19.0%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率（%）	10%	25%	26%	27%	28%
其他业务					
收入（亿元）	12.2	15.5	20.0	25.0	30.0
毛利率（%）	37%	39%	39%	39%	39%
合计					
收入（亿元）	101.2	102.2	141.6	185.4	228.1
yoy		1.0%	38.6%	30.9%	23.0%
成本（亿元）	75.0	74.7	103.1	134.9	165.1
毛利（亿元）	26.3	27.5	38.5	50.5	63.0
毛利率（%）	26.0%	26.9%	27.2%	27.2%	27.6%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件与假设，公司 2024/2025/2026 年整体收入有望达 142/185/228 亿元，同比分别增长 39%/31%/23%，毛利率分别为 27.2%/27.2%/27.6%，对应归母净利润分别为 11.6/15.8/21.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.6/2.2/2.9 元。

表33：未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	102.2	141.6	185.4	228.1
毛利率	26.9%	27.2%	27.2%	27.6%
研发费用率	6.0%	5.1%	5.2%	5.4%
销售费用率	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%
管理费用率	6.2%	5.2%	4.8%	4.5%

归母净利润(亿元)	6.0	11.6	15.8	21.1
净利率	5.9%	8.2%	8.5%	9.2%
EPS	0.8	1.6	2.2	2.9
ROE	11.0%	17.4%	19.2%	20.3%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表34: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	10,124	10,222	14,360	19,022	23,620
(+/-%)	10.7%	1.0%	40.5%	32.5%	24.2%
净利润(百万元)	451	598	1775	2419	3172
(+/-%)	9.7%	32.7%	196.8%	36.3%	31.1%
摊薄 EPS	0.64	0.84	2.47	3.37	4.42
中性预测					
营业收入(百万元)	10,124	10,222	14,163	18,542	22,811
(+/-%)	10.7%	1.0%	38.6%	30.9%	23.0%
净利润(百万元)	451	598	1157	1581	2105
(+/-%)	9.7%	32.7%	93.4%	36.7%	33.1%
摊薄 EPS(元)	0.64	0.84	1.61	2.21	2.94
悲观的预测					
营业收入(百万元)	10,124	10,222	13,966	18,068	22,020
(+/-%)	10.7%	1.0%	36.6%	29.4%	21.9%
净利润(百万元)	451	598	563	794	1121
(+/-%)	9.7%	32.7%	-5.8%	41.0%	41.1%
摊薄 EPS	0.64	0.84	0.79	1.11	1.56
总股本(百万股)	708	708	717	717	717

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所预测 注: 每股对应 10 份 CDR, 总股本按照 CDR 数量计算

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司合理价值区间。

绝对估值: 53.8-57.3 元

未来估值假设条件见下表:

表35: 公司盈利预测假设条件(%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	10.7%	1.0%	38.6%	30.9%	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%
营业成本/营业收入	74.0%	73.1%	72.8%	72.8%	72.4%	72.4%	72.4%	72.4%
管理费用/营业收入	5.5%	6.2%	5.2%	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用/营业收入	5.8%	6.0%	5.1%	5.2%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
销售费用/销售收入	9.1%	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
营业税及附加/营业收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
股利分配比率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表36: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	12.60%
----------	------	---	--------

无风险利率	2.80%	Ka	9.40%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.75
公司股价 (元)	45.33	Ke	13.30%
发行在外股数 (百万)	717	E/(D+E)	99.09%
股票市值 (E, 百万元)	32507	D/(D+E)	0.91%
债务总额 (D, 百万元)	300	WACC	13.21%
Kd	4.45%	永续增长率 (10年后)	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 53.8-57.3 元，估值中枢为 55.5 元。

表37：九号公司 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	919	1374	1924	2319	2792	3360	4041	4654	5359	6170
EBIT*(1-所得税税率)	809	1209	1693	2040	2457	2956	3556	4096	4716	5430
折旧与摊销	183	219	254	289	324	359	394	429	463	498
营运资金的净变动	977	1085	1005	1134	1359	1631	1957	1756	2020	2323
FCFF	1169	2013	2453	2964	3641	4446	5407	5780	6699	7751
PV (FCFF)	1032	1571	1690	1804	1957	2112	2268	2142	2192	2240
核心企业价值	38,422.2									
减：净债务	(1,367.6)									
股票价值	39,789.8									
每股价值	55.49									

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表38：绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		13.0%	13.1%	13.21%	13.3%	13.4%
永续 增长 率变 化	1.7%	57.28	56.64	56.01	55.39	54.79
	1.6%	57.00	56.37	55.75	55.13	54.53
	1.5%	56.73	56.10	55.49	54.88	54.29
	1.4%	56.46	55.84	55.23	54.63	54.04
	1.3%	56.20	55.58	54.98	54.39	53.80

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：52.9-57.3 元

我们选取同样有电动两轮车业务的雅迪控股、爱玛科技以及春风动力作为可比公司。雅迪控股、爱玛科技在电动两轮车行业中市场份额分别位居第一、第二位，是国内领先的电动两轮车企业。春风动力旗下极核品牌过往主要布局高端电动摩托车，后续逐步实现产品下沉，整体价格带下移，覆盖更广泛的消费群体。由于九号公司本身业务多样化，还包含平衡车、滑板车、机器人、全地形车等众多不同的其他业务，和上述公司有一定可比性，但可比性相对不高。

盈利预测与估值：参考可比公司估值，考虑到公司一方面电动两轮车持续扩展终端门店，有望进一步提升销量；另一方面，公司还有多项其他业务正处于快

速发展阶段，如全地形车、机器人等新兴业务逐步开始起量，有望给公司带来较大的收入及利润增长弹性，此外公司和英伟达也有相关合作，未来的想象空间较大，给予 25 年 24-26x PE，对应目标价 52.9-57.3 元，相较当下具 17%-26% 空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表39: 可比公司估值表 (20241220)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
1585.HK	雅迪控股	无评级	12.6	391.6	0.88	0.81	1.00	14	16	13
603529.SH	爱玛科技	无评级	40.6	349.9	2.18	2.35	2.86	19	17	14
603129.SH	春风动力	优于大市	150.0	227.1	6.70	9.06	11.22	22	17	13
	平均				3.25	4.07	5.03	18	16	13
689009.SH	九号公司-WD	优于大市	45.3	325.1	0.84	1.61	2.21	54	28	21

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 雅迪控股、爱玛科技采用 Wind 一致预期, 已按照 1 港币=0.9389 人民币换算

风险提示

估值的风险

绝对估值的风险: 我们采取了绝对估值和相对估值方法, 多角度综合得出公司的合理估值, 但该估值是建立在相关假设前提基础上的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 (WACC) 的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定, 融入了个人的判断, 进而导致估值出现偏差的风险, 具体来说:

- 1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2) 加权平均资本成本 (WACC) 对公司绝对估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 6.0%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大变化, 公司持续成长性有所影响, 从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面: 我们对公司净利润做预测, 并根据公司未来发展等情况给予一定估值水平, 从而得到对应的目标价, 较公司当下股价具备一定空间, 给予“优于大市”评级, 上述过程可能存在相对估值过于乐观的风险。

盈利预测的风险

- 1) 我们对公司做未来销量、单价、收入增速的假设, 可能存在对公司产品销量及售价预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 2) 我们对公司未来的毛利率做了预测, 可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估, 从而导致对公司盈利预测值高于实际值的风险。

经营的风险

政策推进节奏不及预期的风险: 公司以及行业未来的发展受新国标修订版、

白名单、以旧换新政策的进度影响，如果重要的政策推进节奏或时间点发生变化，可能影响公司整体经营情况，导致电动两轮车行业及企业的业绩增速受到影响。

行业价格战的风险：如果电动两轮车行业发生较为激烈的价格战，可能导致行业中各家企业的盈利性受损，也可能导致企业销量及份额受损，因此对公司未来业绩有一定影响。

消费能力疲软的风险：电动两轮车产品有消费品属性，经济发展程度及消费水平可能会影响行业及公司销量，如果经济恢复不足，消费能力疲软，可能导致电动两轮车的需求疲软，从而对行业及企业销量产生冲击。

新车发布及销售不及预期的风险：新国标修订版发布后将对产品力提出一定考验，如果符合新国标修订版的新车型发布节奏受到影响，或者发布的新车型没有受到消费者认可，可能削弱公司竞争力，从而影响公司在行业中的竞争地位，对公司业绩产生影响。

库存水平过高的风险：如果电动两轮车行业的库存水平过高，可能会导致终端经销商进货速度放缓，从而影响公司产品销量，也可能导致部分产品降价促销，对利润产生影响。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032