

爱玛科技（603529.SH）

电动两轮车领军者，稳步增长可期

核心观点：

- **爱玛科技是电动两轮车行业领军者，年产销量超 1000 万辆。**公司成立于 1999 年，目前业务覆盖电动自行车、电动摩托车、三轮车等领域。据年报和投资者调研公告显示，爱玛两轮车年产销量已超 1000 万辆，门店数量超 3 万家。15-23 年公司收入 CAGR 为 17.2%；归母净利润 CAGR 为 22.3%。24 年行业经历变革，公司业绩依旧稳健，24H1 收入达 105.9 亿元（YoY+3.7%）；归母净利润 9.5 亿元（YoY+6.2%）。
- **电动两轮车龙头厂商短期将受益新政与补贴落地，长期行业需求仍有提升空间。**（1）短期来看：24 年《新国标》迎来新一轮修订，25 年行业监管将更严格，中小厂商生存空间进一步减小。同时，两轮车已纳入以旧换新补贴，大厂经销商参与的意愿与能力更强，预计将更加受益。预计 25 年行业将迎来新一轮存量车加速换新与行业集中度提升。（2）长期来看，国内市场 C 端和 B 端需求均有提升空间。海外市场目前仍是蓝海，在补贴和禁摩政策等因素推动下，市场有望快速发展。根据弗若斯特沙利文数据，27 年电动两轮车海外市场销量有望达 5390 万辆。
- **公司短期将受益行业集中度提高与价格提升，长期关注出海拓展与新品类成长。**随着行业集中度提升，爱玛渠道拓展仍有空间。同时 24 年两轮车价格战已经结束，行业均价有望持续提升。长期来看，公司东南亚产能逐步建成，美国渠道快速建设，海外业务增长潜力有望逐步释放。此外，电动三轮车等新品类也在快速成长，公司长期增长可期。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国内两轮车领军者，有望受益行业新规与补贴落地。预计 2024-26 年归母净利同比增长 7%、22%、15%。最新收盘价对应 2025 年 PE 15.0x，给予 2025 年 PE 估值 18 倍，对应合理价值 51.17 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，材料价格波动风险，渠道拓展风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20802	21036	22353	26676	29931
增长率（%）	35.1%	1.1%	6.3%	19.3%	12.2%
EBITDA（百万元）	2152	2213	2536	3174	3646
归母净利润（百万元）	1873	1881	2004	2450	2817
增长率（%）	182.1%	0.4%	6.5%	22.2%	15.0%
EPS（元/股）	3.31	2.20	2.33	2.84	3.27
市盈率（P/E）	13.86	11.38	18.34	15.01	13.05
ROE（%）	27.9%	24.4%	22.3%	21.5%	19.8%
EV/EBITDA	9.43	7.51	12.31	9.36	7.34

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

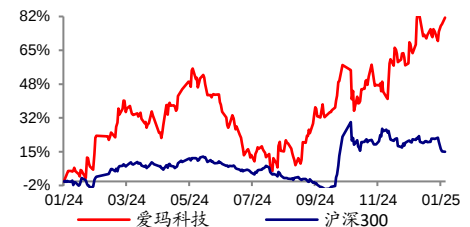
增持

当前价格	42.66 元
合理价值	51.17 元
前次评级	增持
报告日期	2025-01-07

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	862/843
总市值/流通市值（亿元）	367.6/359.5
一年内最高/最低（元）	43.44/24.20
30 日日均成交量/成交额（百万）	5/197
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	16.8/65.0

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

符超然



SAC 执证号：S0260522080007



021-38003645



fuchaoran@gf.com.cn

请注意，符超然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

爱玛科技	2024-10-27
（603529.SH）：24Q3 业绩承压，期待行业新规与补贴落地	
爱玛科技（603529.SH）：电动两轮车领军者，Q2 业绩恢复增长	2024-08-27

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、电动两轮车领军者，业绩稳步增长.....	5
（一）电动两轮车龙头，深耕行业二十余年	5
（二）公司业务以电动两轮车为主，定位大众市场	6
（三）公司收入稳步增长，利润率逐步提升	7
二、行业短期将受益新规与补贴落地，长期仍有空间	8
（一）2024 年行业出货受政策影响，期待新规落地与补贴拉动	8
（二）2025 年行业需求有望回暖，集中度将迎来新一轮提升	10
（三）长期来看，国内两轮车需求仍有空间，海外刚刚起步	12
三、爱玛内销量价均有提升空间，出海拓展方兴未艾	13
（一）销量：市场有望迎来新一轮集中度提升，爱玛渠道拓展仍有空间	13
（二）价格：行业价格战结束，公司盈利能力有望稳步提升	14
（三）出海：海外拓展稳步推进，产能将逐步释放	15
（四）电动三轮车：市场稳步扩容，爱玛业绩快速成长	17
四、盈利预测和投资建议	18
五、风险提示	20

图表索引

图 1: 2020-2023 年爱玛主营业务收入占比	6
图 2: 2021-2023 年各渠道营业收入 (单位: 亿元)	6
图 3: 爱玛科技电动两轮车产品	6
图 4: 爱玛 Q 系列—“蛋蛋”电动自行车	7
图 5: 爱玛、雅迪、九号两轮车出货均价对比 (元)	7
图 6: 2015-2024H1 营业收入及增速 (亿元, %)	7
图 7: 2015-2024H1 归母净利润及增速 (亿元, %)	7
图 8: 2015-2024H1 公司期间费用率	8
图 9: 2015-2024H1 公司毛利率、净利率	8
图 10: 因电动自行车引发的火灾数量提升	9
图 11: 爱玛、新日分季度收入同比增速	9
图 12: 雅迪、爱玛、新日年度收入增速	9
图 13: 2019 年《新国标》实行后行业销量快速增长	10
图 14: 中国居民平均百户电动助力车及摩托车保有量	12
图 15: 农村、城镇家庭电动助力车保有量 (辆/百户)	12
图 16: 中国即时配送服务行业订单规模 (亿单)	12
图 17: 共享电单车在大县城市市场快速渗透	12
图 18: 东盟摩托车分类别销量 (2021 年)	13
图 19: 2018-2027 年全球市场电动两轮车销量	13
图 20: 爱玛终端门店数量落后于雅迪 (万家)	13
图 21: 雅迪单店销量较高 (辆)	13
图 22: 空调行业内销 CR2 份额 (2023 年)	14
图 23: 两轮车行业 CR2 份额 (2023 年)	14
图 24: 雅迪、爱玛电动自行车价格同比增速	14
图 25: 爱玛科技归母净利润及增速 (亿元)	15
图 26: 爱玛科技毛利率水平	15
图 27: 爱玛科技两轮车出货均价 (元)	15
图 28: 两轮电动车车主智能电动车价格接受度	15
图 29: 2019-2024H1 公司境外营业收入及增速	16
图 30: 2021-2024H1 公司境外业务毛利率	16
图 31: 爱玛印度尼西亚电动车生产基地落成	16
图 32: 爱玛海外电动两轮车生产线	16
图 33: 爱玛北美 E-bike 产品产品 BIG SUR	17
图 34: 爱玛北美 E-bike 产品 Santa Monica	17
图 35: 电动三轮车市场规模及增速 (亿元)	17
图 36: 电动三轮车产量及需求量 (万辆)	17
图 37: 爱玛休闲三轮车乐淘 CA500	18
图 38: 爱玛米可家用客货两用型电动三轮车	18
图 39: 爱玛电动三轮车收入及增速 (亿元)	18
图 40: 爱玛电动三轮车毛利率	18

表 1: 公司产业布局历程.....	5
表 2: 公司董事、高级管理人员情况（截至 2024Q3）.....	5
表 3: 爱玛科技 2024 年限制性股票激励计划对象	8
表 4: 爱玛科技 2024 年限制性股票激励计划考核指标	8
表 5: 2024 电动两轮车主要相关政策.....	9
表 6: 《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》主要变化	11
表 7: 爱玛科技收入分拆表.....	19
表 8: 爱玛科技毛利率分拆表	20
表 9: 爱玛科技可比公司估值表.....	20

一、电动两轮车领军者，业绩稳步增长

（一）电动两轮车龙头，深耕行业二十余年

爱玛科技是国内电动两轮车行业领军者。公司成立于1999年，早期主营自行车的批发零售与生产，2004年正式布局电动两轮车。2021年6月，公司在上交所上市，目前公司已拥有以天津、江苏为核心基地的7大制造基地，据公司年报和投资者调研公告显示，爱玛电动两轮车年产量超1000万辆，终端门店数量超3万家。

表1: 公司产业布局历程

时间	主要事件
1999	公司成立，前身为天津市泰美有限公司
2004	公司正式进军电动车行业
2010	天津静海基地启动，形成电动两轮车、电动三轮车集群式制造优势
2011	广东东莞基地启动，推动本地化发展战略格局
2012	布局长三角，启动江苏无锡基地，浙江台州基地
2015	出口国际市场，获得欧盟认证；欧洲旗舰店在瑞士开业，迈向全球化；取得电动摩托车生产准入资质
2016	从 2012-2016 连续 5 年中国权威品牌评级机构 Chnbrand 发布的中国品牌力指数（C-BPI）电动自行车品牌力第 1 名
2018	从 2012-2018 连续 7 年蝉联行业 C-BPI 第 1 名；荣获“全国质量诚信标杆典型企业”；荣获“首批符合新国标电动自行车生产企业”
2019	爱玛&博世签约成为全球战略合作伙伴；爱玛全球累计销量突破 4100 万辆；2019 年变革元年启动数智化转型
2021	爱玛第 3000 万辆电动车下线；2021 年 6 月在上海证券交易所 A 股主板上市；成立爱玛研究院；启动重庆铜梁基地
2022	产量突破 1000 万辆；终端门店数量突破 3 万个

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司股权集中，高管经验丰富。截止2024年第三季度，公司董事长张剑先生直接持有5.9亿股（股权占比为68.8%），其女张格格通过盐城鼎爱创业投资合伙企业（有限合伙）间接持有公司1.1%股份。段华女士为张剑先生配偶，现任公司副董事长、副总经理。

表2: 公司董事、高级管理人员情况（截至2024Q3）

姓名	职务	年龄	工作经历
张剑	董事长、总经理	55	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。
段华	副董事长、副总经理	56	曾任爱玛科技副总经理。现任公司副董事长、副总经理。
张格格	董事	31	曾任公司总经理助理、董事长秘书。现任公司董事，岁万万执行董事、总经理，盐城鼎爱执行事务合伙人。
彭伟	董事	54	曾任天津邦德富士达电动车有限公司总经理，天津运动总经理。现任公司董事。
高辉	董事、副总经理	46	曾任公司特种及国际事业部总裁。现任公司董事、副总经理、电动车事业部总裁兼国内业务总经理。
王春彦	董事、副总经理、董事会秘书	45	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。
李玉宝	副总经理	49	曾任天津新时代车业有限公司采购部部长，天津泰美自行车有限公司采购部部长，公司采购部总监。现任公司副总经理。
郑慧	副总经理、财务总监	43	曾任美智光电科技股份有限公司副总经理、财务总监，佛山市悍格电商科技有限公司副总经理，佛山市云米电器科技有限公司财务高级总监，公司高级财经总监。现任公司副总经理、财务总监。
罗庆一	副总经理	45	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。

数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

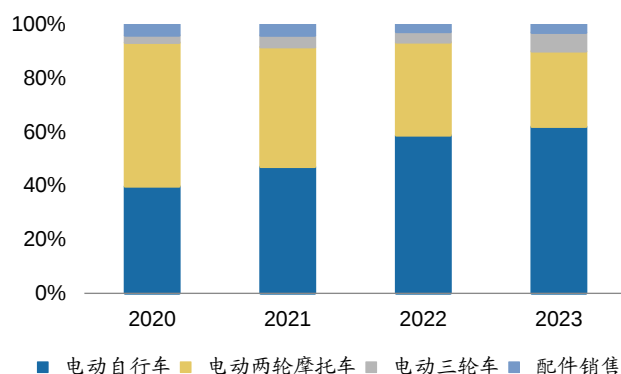
请务必阅读末页的免责声明

(二) 公司业务以电动两轮车为主，定位大众市场

分产品来看，公司业务以电动两轮车为主，其中电动自行车占比逐步提升，电摩占比降低，电动三轮车收入占比稳步提升。2023年电动两轮车收入占比达到89%，其中电动自行车营收占比提升至61%，电摩降至28%。电动三轮车产品以休闲电动车为主，主要面向宝妈、中老年等消费群体，2023年收入占比达到14%。

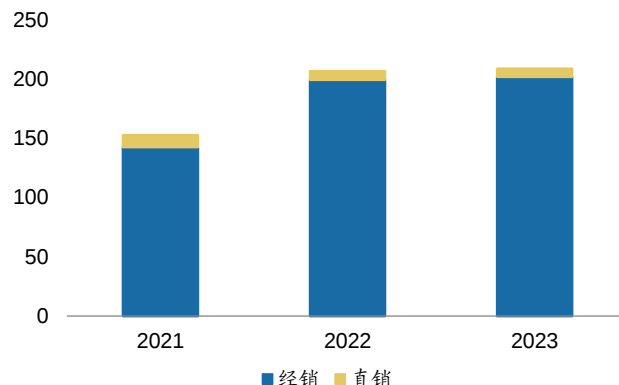
分渠道来看，经销渠道是公司收入主要来源。2021-2023年，公司经销收入占比分别为93.4%、96.5%和96.7%。这主要是由两轮车行业终端用户分散、售后服务需求高等特点决定。

图1：2020-2023年爱玛主营业务收入占比



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

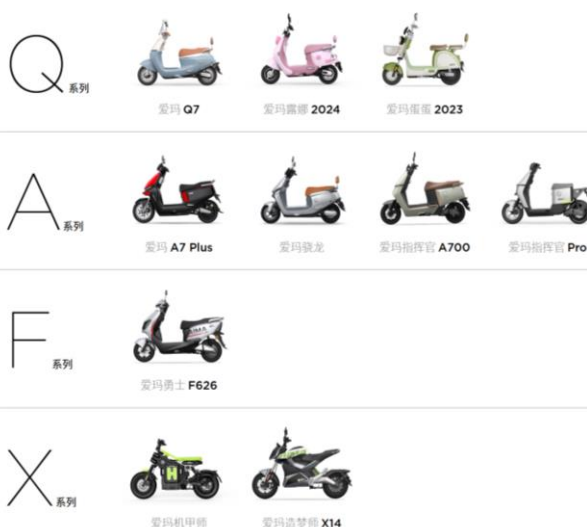
图2：2021-2023年各渠道营业收入（单位：亿元）



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

公司电动两轮车产品矩阵丰富，颜值设计领先。公司针对不同消费群体，提供差异化的产品，旗下主力产品线包括Q（蛋蛋）、A（指挥官）、F（勇士）、X（造梦师）等系列。

图3：爱玛科技电动两轮车产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

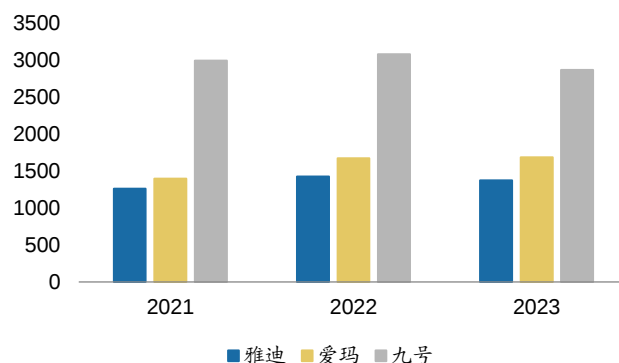
横向对比，爱玛产品外观设计时尚，价格定位中端大众市场。外观方面，相比于行业竞品，爱玛整体产品风格较为灵动小巧，深受女性消费者喜爱。产品定价方面，横向对比雅迪与九号，爱玛的出货均价低于九号，略高于雅迪，产品整体定位中高端，主要面向大众消费市场。

图4：爱玛Q系列—“蛋蛋”电动自行车



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图5：爱玛、雅迪、九号两轮车出货均价对比（元）

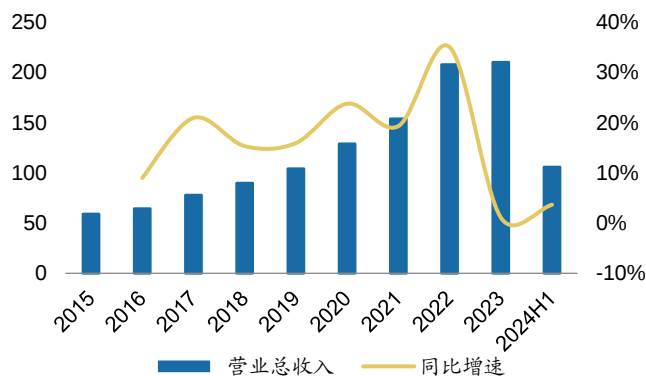


数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

（三）公司收入稳步增长，利润率逐步提升

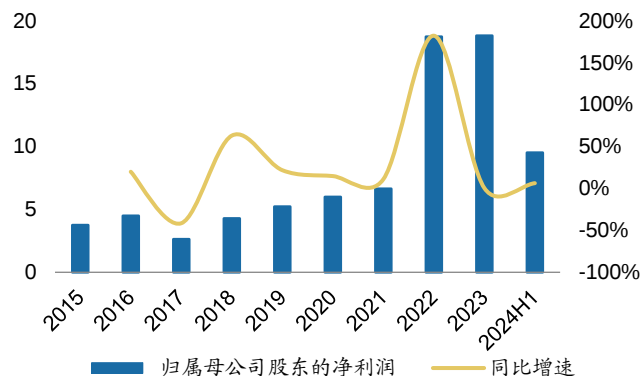
公司收入稳步增长，利润率逐步提升。2019年《新国标》出台后，行业以旧换新加速，公司收入增速提升，2019-2022年营收CAGR达到19.2%，归母净利润CAGR达到37.8%。2023年全年公司实现营收210.4亿元，归母净利润18.8亿元。

图6：2015-2024H1营业收入及增速（亿元，%）



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

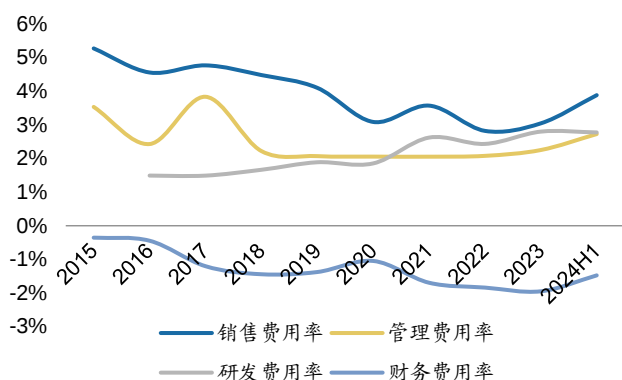
图7：2015-2024H1 归母净利润及增速（亿元，%）



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

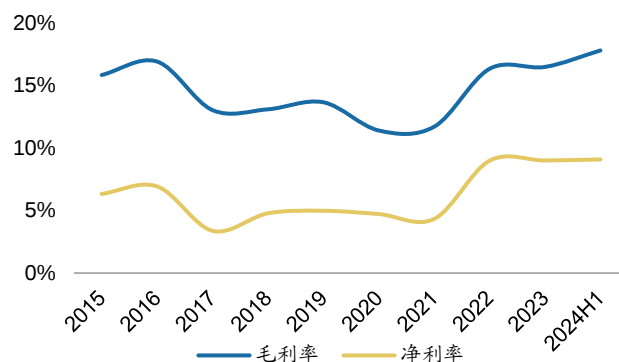
规模效应体现，公司费用逐步收缩，利润率稳步提升。随着收入快速增长，公司规模效应逐渐体现，2015-2023年公司期间费用率持续下降，销售费用率、管理费用率分别降至3.0%、2.3%。研发方面，公司坚持研发投入，并于2019年开启数智化变革，研发投入逐年加大，2023年研发费用率提升至2.8%。利润率方面，随着规模效应体现与产品结构升级，毛利率、净利率均稳步提升。截止24H1公司毛利率提升至17.8%，净利率提升至9.1%。

图8：2015-2024H1公司期间费用率



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

图9：2015-2024H1 公司毛利率、净利率



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

股权激励制定高业绩目标，彰显公司对未来业绩持续增长的信心。2024年1月公司推出限制性股票激励计划，激励对象为公司董事高管及核心技术人员共计204人，拟授予限制性股票1370万股，约占激励计划公告时公司股本总额的1.6%，授予价格为每股12.6元。限制性股票激励的考核指标为营业收入和净利润，设定为以2023年营业收入或净利润为基数，2024-2026年营业收入增长率或净利润增长率分别不低于20.0%、44.0%、72.8%，高目标彰显了公司对业绩持续增长的信心。

表3：爱玛科技2024年限制性股票激励计划对象

对象	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时公司总股本的比例
董事高管及核心技术人员（204人）	1370	100.00%	1.59%

数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

表4：爱玛科技2024年限制性股票激励计划考核指标

	考核指标	目标值
第一个解除限售期	2024 年营业收入较 2023 年增长率	20%
	2024 年净利润较 2023 年增长率	20%
第二个解除限售期	2025 年营业收入较 2023 年增长率	44%
	2025 年净利润较 2023 年增长率	44%
第三个解除限售期	2026 年营业收入较 2023 年增长率	72.80%
	2026 年净利润较 2023 年增长率	72.80%

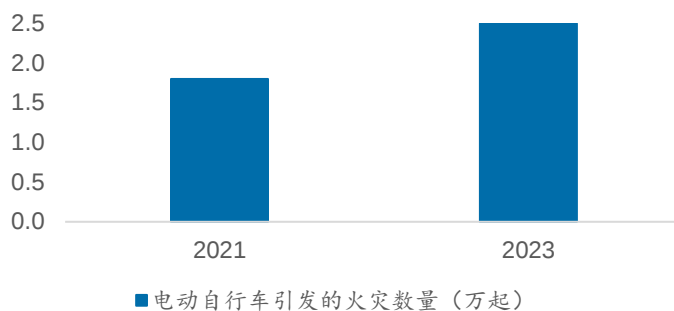
数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

二、行业短期将受益新规与补贴落地，长期仍有空间

（一）2024 年行业出货受政策影响，期待新规落地与补贴拉动

近年来两轮车火灾、交通安全事故频发推动监管趋严，24年行业迎来新一轮政策修订。根据工信部援引的国家消防救援局数据，电动自行车引发的火灾2021年是1.8万起，2023年就迅速增加到2.5万起，年均增长约20%。另外，由于不少车辆存在违规篡改的情况，导致其最高车速、蓄电池电压、电动机功率等技术指标超标，成为交通安全事故的重要诱因。因此，24年国务院牵头开展全国电动自行车安全隐患全链条整治行动，监管力度加强，并对《电动自行车安全技术规范》进行修订。

图10: 因电动自行车引发的火灾数量提升



数据来源: 国家消防救援局, 广发证券发展研究中心

2024年4月, 工信部公开征集“新国标”修订项目的意见, 后续多个行业子标准、规范密集发布/修订, 9月19日工信部正式发布《电动自行车安全技术规范(征求意见稿)》。

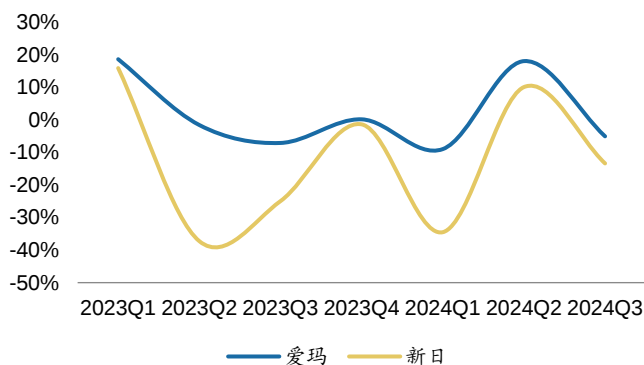
表5: 2024电动两轮车主要相关政策

时间	相关政策发布
4月7日	《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准(新国标)修订计划项目公开征集意见
4月25日	《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》强制性国家标准发布
4月25日	《电动自行车用充电器安全技术要求》强制性国家标准第1号修改单(征求意见稿)发布
4月30日	《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》印发
5月30日	《电动自行车电气安全要求》强制性国家标准第1号修改单(征求意见稿)发布
9月19日	《电动自行车安全技术规范(征求意见稿)》公布

数据来源: 工信部, 广发证券发展研究中心

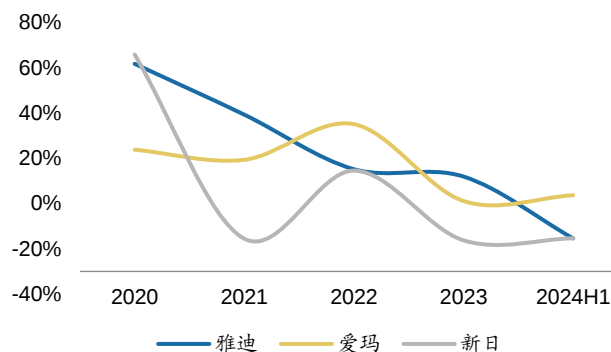
24年新规仍处于修订期, 经销商备货谨慎, 两轮车企业收入增速受到经销商去库存拖累。参考两轮车公司财报, 24年各厂家的收入增速均有所放缓, 尤其是24Q3爱玛、新日收入同比下滑。这主要因为是行业新规尚未完全落地, 合规车型仍在迭代, 经销商备货谨慎, 主动降低库存水平。受经销商去库存影响, 24年两轮车厂家出货增速承压; 而新一轮渠道补库存的开启, 仍需等待行业新规最终落地。

图11: 爱玛、新日分季度收入同比增速



数据来源: IFind, 广发证券发展研究中心

图12: 雅迪、爱玛、新日年度收入增速

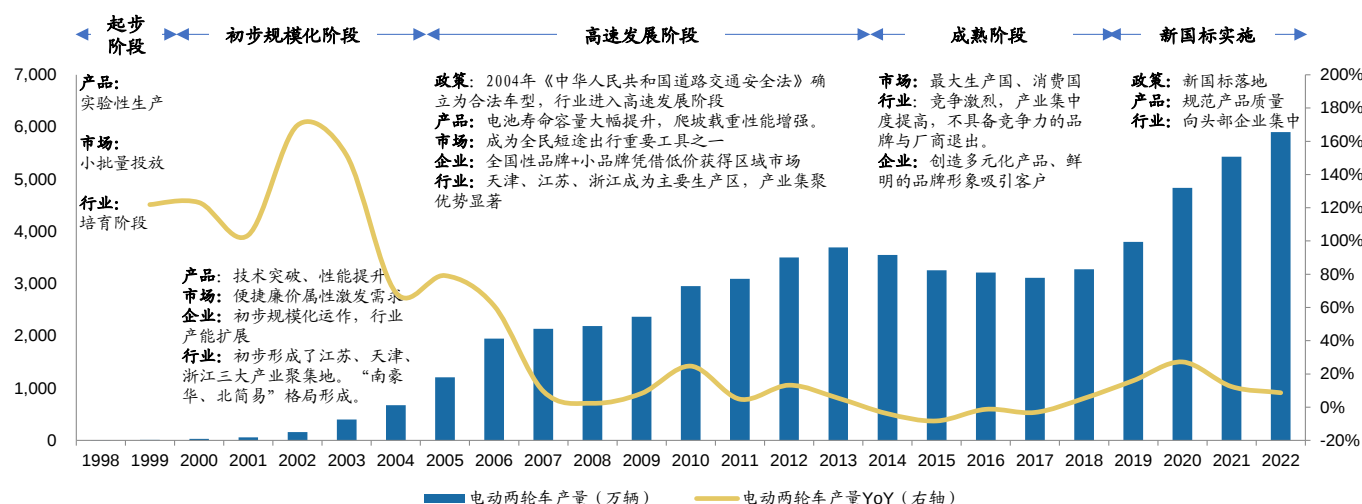


数据来源: IFind, 广发证券发展研究中心

（二）2025 年行业需求有望回暖，集中度将迎来新一轮提升

复盘上一轮行业政策变化：19年《新国标》加速存量车换新，带动了行业规模增长。参考爱玛科技首次招股说明书、EVTank数据，2015-2018年，国内电动两轮车市场逐步进入成熟期。根据人民网援引的中国轻工业联合会数据，当时约60%的电动自行车不符合标准。2019年《新国标》开始实行，对车辆标准要求更加严格，超标车、违规车在执行期满后禁止上路，因此推动了行业老车加速换新，带动行业规模增长。艾瑞咨询数据显示，电动两轮车2019-2022年销量CAGR为11%，年均销量达到4450万辆，2022年销量达到5000万辆以上。

图13：2019年《新国标》实行后行业销量快速增长



数据来源：爱玛科技首次招股说明书，EVTank，广发证券发展研究中心

对于整体需求，25年两轮车行业新规有望落地，结合以旧换新补贴刺激，存量车换新需求有望加速，行业规模有望恢复增长。2024年8月，商务部等五部门发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》，将电动两轮车纳入消费补贴范围。参考工信部数据，目前国内电动车保有量已超过3.5亿台，若按照正常使用寿命5年估算，则每年的自然替换量超过7000万台。目前国内行业销量距离7000万台仍有差距，主要因为仍有大量的两轮车使用寿命超过5年。本轮行业监管加强与以旧换新补贴，有望带来新一轮存量车加速更新，拉动行业规模增长。

对于行业格局，在生产端，新一轮政策趋严，将提高行业生存门槛。（1）在生产端，《电动自行车行业规范条件》白名单政策的推出，将进一步提高行业的进入和生存门槛。（2）在产品端，新规下电动两轮车的安全性与续航有望提升，但同时生产成本提升，违规改装难度加大，将进一步压缩小厂产品空间。而爱玛、雅迪等行业龙头已有明显的规模优势，在成本控制和研发设计上均有优势。预计小厂陆续退出市场后，龙头线下渠道覆盖面有望进一步提高，市场份额仍可以继续提升。

参考工信部对《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》解读，目前行业内不少企业缺乏足够的研发投入和设计能力，产品同质化严重，甚至为降低生产成本使用劣质原材料、缩减检测项目，导致产品质量参差不齐、抽检合格率不高。在本次新标准修订后，不具备质量控制能力的作坊式企业将被逐步淘汰，行业集中度有望进一步提升。

表6: 《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》主要变化

政策变化	预计对消费者的影响	预计对生产厂商的影响
提升产品一致性和抽检合格率	产品安全性提升	对企业的设计、生产能力要求更高。
铅蓄电池车重量要求由 55 公斤放宽至 63 公斤，且不再强制要求脚踏动力装置	产品的续航里程将提高，充电频次将减少	对企业的设计、生产能力要求更高，但不再强制要求脚踏动力装置，生产成本或有所降低。
增加车速篡改难度，包括增加部件间互认协同功能等	违规改装难度提高，交通事故隐患减少	对企业的研发、设计、生产能力要求更高，成本或有增加。
增加防火阻燃性能要求，新增塑料件占比指标	火灾风险降低	对企业的研发、设计、生产能力要求更高，成本或有增加。
具备北斗定位和安全检测功能	将方便消费者实时了解电动自行车所在经度、维度、蓄电池状态等关键安全信息，并对车辆异常情况进行识别，增强车辆主动安全性能	对企业的研发、设计、生产能力要求更高，成本或有增加。
在产品铭牌上标明建议使用年限	明确产品的正常使用寿命，降低安全风险	对企业的设计、生产能力要求更高。

数据来源：工信部《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》，广发证券发展研究中心

在渠道端，头部厂商经销商参与以旧换新补贴政策的意愿与能力更强。参考工信部与各地政府出台的相关文件，参加电动车两轮车补贴的终端销售商家不仅需要具有一般纳税人资格，能够开具正规发票，且需要拥有一定的垫资能力。头部厂商的经销渠道相对成熟，经销商经营相对合规且资金实力较强，参加消费补贴的意愿与能力更高，有望充分受益本轮补贴对终端需求的拉动。

在消费端，以旧换新补贴政策鼓励消费者购买白名单企业产品与铅酸产品，利好已进入名单的头部企业与铅酸产品为主的企业。参考《推动电动自行车以旧换新实施方案》，政策“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》企业生产的合格新车”。截止2024年底，符合《电动自行车行业规范条件》的白名单企业共披露两批，主要包括雅迪、爱玛、台铃、绿源等龙头企业。同时，政策包含“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”，利好爱玛、雅迪等铅酸电池车产品为主的头部企业。

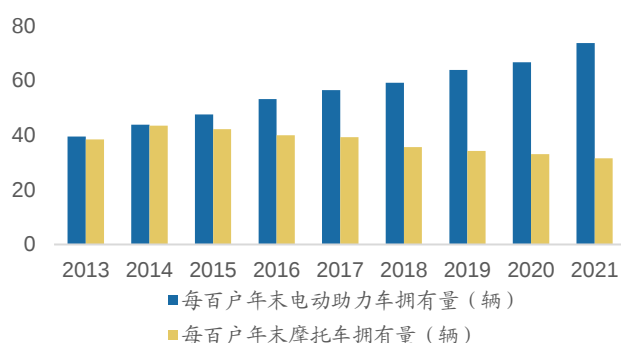
展望25年，电动两轮车行业有望恢复增长，龙头份额有望继续提升。预计进入25年后，行业新规落地，补贴拉动作用体现，经销商补库存周期开启等多因素共同作用，将有效拉动厂商出货增长。同时新规提高了行业生存门槛，随着小厂陆续退出，龙头线下渠道有望进一步扩张，市场份额有望继续提升。同时龙头在海外的产能布局，渠道建设继续稳步推进，海外收入长期仍有较大增长空间。

（三）长期来看，国内两轮车需求仍有空间，海外刚刚起步

国内市场，电动两轮车对自行车与摩托车替代率有望继续提高，C端与B端需求有均提升空间。

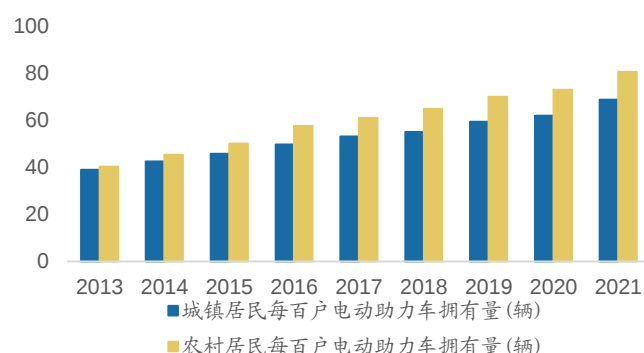
（1）C端：城市道路资源不足叠加环保出行背景下，电动两轮车市场空间广阔。电动两轮车、电动平衡车、电动滑板车及全地形车等短交通工具，因其轻便、灵活的特点，满足了公众短距离出行和公共交通接驳换乘，长期发展空间广阔，对自行车与摩托车替代率有望继续提升。

图14：中国居民平均每户电动助力车及摩托车保有量



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

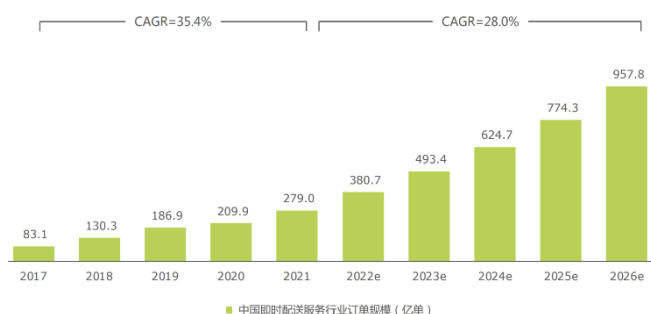
图15：农村、城镇家庭电动助力车保有量（辆/百户）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

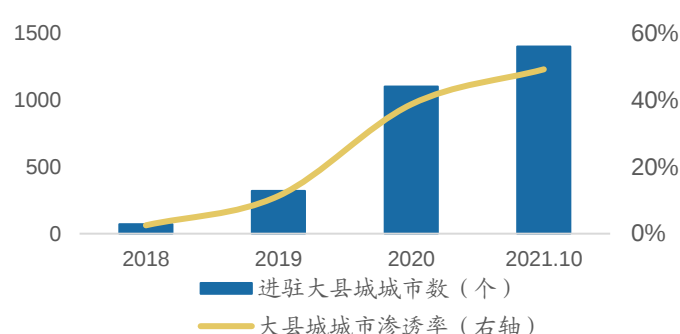
（2）B端：下游即时配送、共享出行等需求保持快速发展有望带动需求。参考艾瑞咨询数据，即时配送方面需求快速发展，带动行业需求，且配送用车使用频繁，更换周期更短。共享单车针对低线城市与县域市场，参考松果智库数据，2019年行业规范后重新恢复快速增长。

图16：中国即时配送服务行业订单规模（亿单）



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图17：共享单车在大县城市场快速渗透

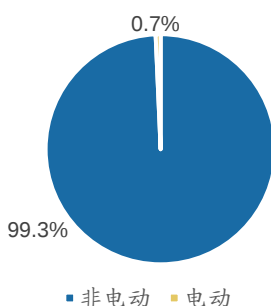


数据来源：松果智库，广发证券发展研究中心

海外市场仍是蓝海，在补贴和禁摩政策等因素推动下，东南亚市场有望快速发展。

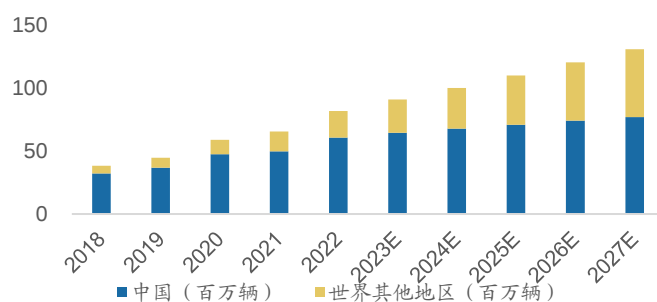
（1）对于日本、欧洲与北美等发达地区，E-bike是电动两轮车的主要形式，政策补贴、油价上涨、环保、健康理念等共同推动市场发展。（2）印度与东南亚方面，两轮车仍以燃油摩托车为主，但多国已发布补贴和禁油摩政策，市场有望快速发展。根据弗若斯特沙利文数据，2027年海外市场将销量达到5390万辆，出海有望成为电动两轮车企业发展的重要方向。

图18: 东盟摩托车分类别销量 (2021年)



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

图 19: 2018-2027 年全球市场电动两轮车销量



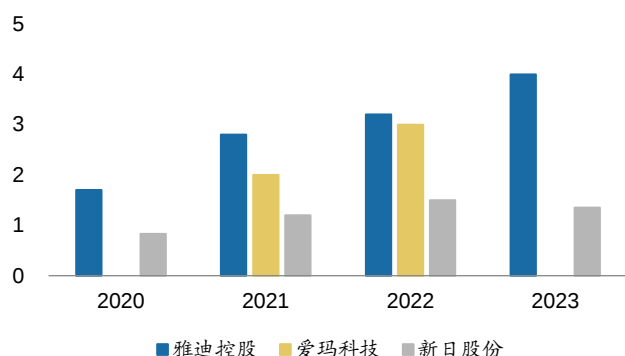
数据来源: 绿源集团控股首次招股说明书, 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

三、爱玛内销量价均有提升空间，出海拓展方兴未艾

(一) 销量：市场有望迎来新一轮集中度提升，爱玛渠道拓展仍有空间

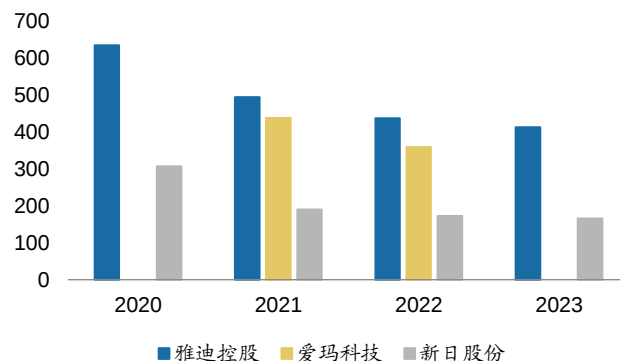
短期来看，爱玛门店仍有提升空间。参考各公司年报数据显示，截止2023年，雅迪经销商数量超4000家，线下销售网点数量超40000个。爱玛23年年报未公布具体门店数量，但参考22年门店数量，爱玛相比雅迪仍有提升空间。本轮行业集中度提升将带来公司新一轮门店扩张机遇，从而带来销量增长。

图20: 爱玛终端门店数量落后于雅迪 (万家)



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

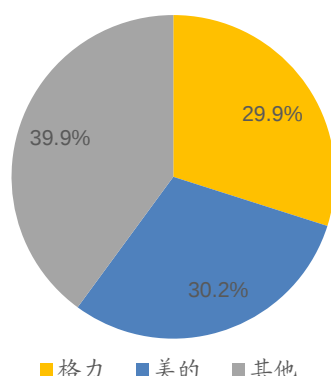
图 21: 雅迪单店销量较高 (辆)



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

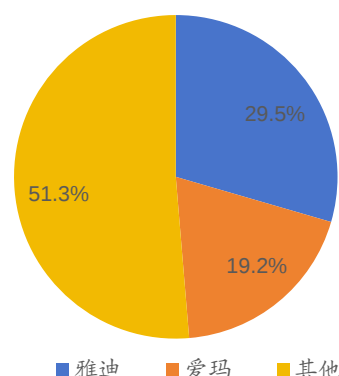
长期来看，两轮车正在重走白电的格局优化之路，爱玛销量份额有望继续提升。参考同为耐用消费品的空调行业，经历了价格战、原材料涨价、渠道变化等多重因素推动，形成了稳定的竞争格局，2023年空调CR2内销出货份额已达到60%（产业在线数据）。而两轮车在三轮价格战、政策监管趋严、渠道逐步合规、上游供给侧改革等因素推动下，也正逐步走向集中。2023年两轮车行业CR2仅为49%（电动车观察网数据），参考空调未来仍有提高空间，爱玛作为行业领军者之一，内销量仍有增长潜力。

图22: 空调行业内销CR2份额 (2023年)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 23: 两轮车行业 CR2 份额 (2023 年)



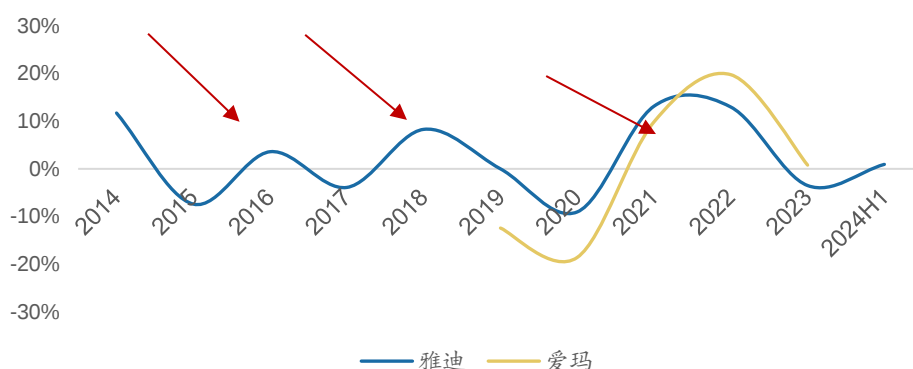
数据来源: 各公司年报, 电动车观察网, 广发证券发展研究中心

(二) 价格: 行业价格战结束, 公司盈利能力有望稳步提升

复盘两轮车价格战历史, 23年为最近一次价格战, 24年龙头厂商恢复提价。2014年后电动两轮车市场发展速度放缓, 厂商竞争加剧。为了争夺市场份额, 以雅迪、爱玛等大厂为代表的龙头厂商先后发起多次价格战:

- (1) 2015年, 爱玛在经销商大会宣布全线产品下调, 最大降幅达400元, 行业内车企普遍跟随降价竞争。根据公司年报数据, 雅迪2015年电动自行车产品价格同比下降7%。
- (2) 2017年, 雅迪打出“所有车型降价30%”的口号, 通过特价车型、低价换购等门店活动吸引用户。
- (3) 2020年, 雅迪联合拼多多举行“品牌万人团”活动, 旗下冠能、欧睿等车型普遍降价10%-30%, 份额反超爱玛重回第一。
- (4) 2023年, 消费需求趋弱, 行业价格竞争再起, 头部品牌多款产品降价促销, 爱玛价格增速同样放缓。
- (5) 2024年, 行业价格战结束, 雅迪等头部厂商开始恢复提价。

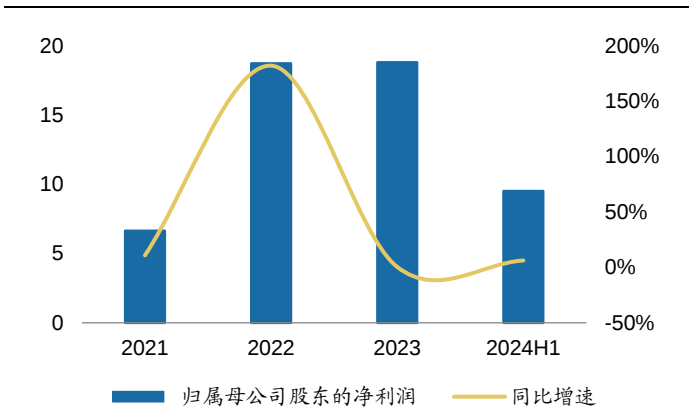
图24: 雅迪、爱玛电动自行车价格同比增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

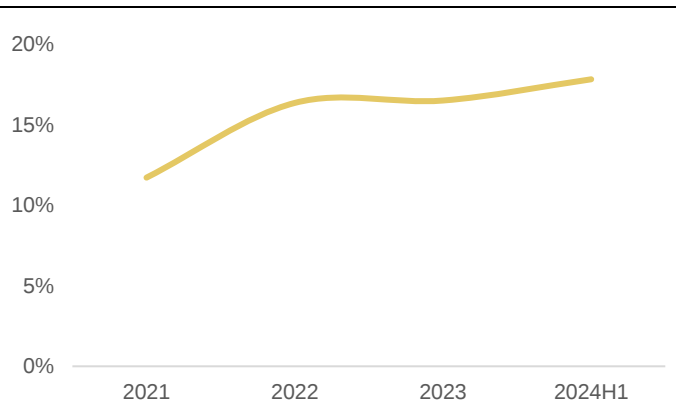
在价格战的拖累下，23年公司业绩增速放缓。24年价格战结束，公司盈利能力继续提升。23年在行业发生价格战的情况下，公司营收增速放缓至1.12%，利润增速放缓至-1.78%，毛利率、归母净利率分别为16.5%、9.0%。2024年行业价格战结束，公司盈利能力有所恢复，2024年H1毛利率17.8%（YOY+2.3pct），归母净利率9.0%（YOY+0.2pct）。

图25：爱玛科技归母净利润及增速（亿元）



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

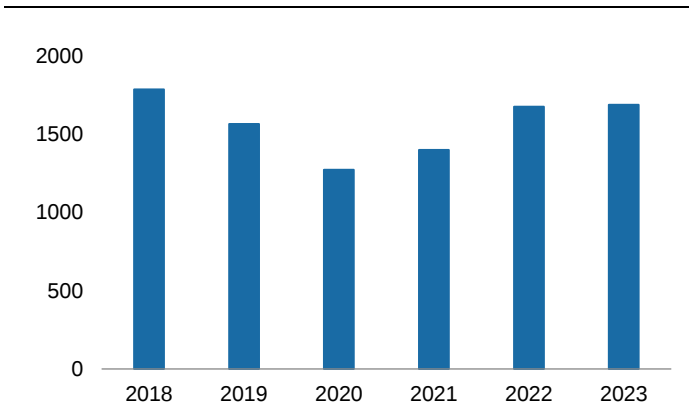
图26：爱玛科技毛利率水平



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

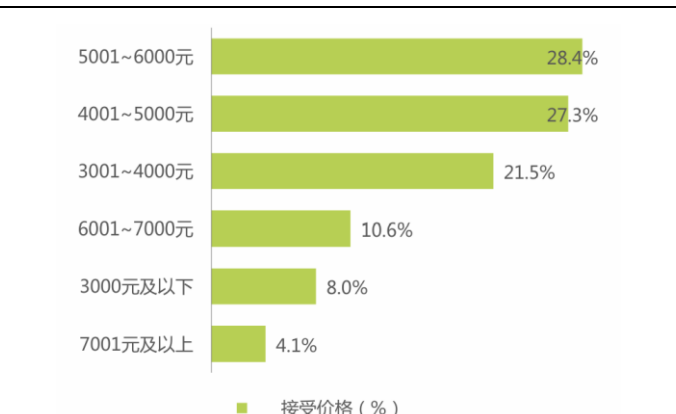
长期来看，电动两轮车刚需属性有望逐步加强，同时行业走向集中与产品性能提升将共同推动产品均价提升。两轮车作为解决家门口到地铁站之间的1-3km短交通问题，是公共交通系统的良好补充，正在逐步成为城市家庭的必需品之一，刚需属性逐步提升。参考艾瑞咨询发布的《2023年中国两轮电动车行业白皮书》调研数据，车主接受智能电动车价格集中在4001-6000元之间，占比达55.7%，均值为4665元。预计随着行业格局集中与产品智能化迭代升级，行业均价以及爱玛产品售价、出货价仍有提升空间。

图27：爱玛科技两轮车出货均价（元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图28：两轮电动车车主智能电动车价格接受度



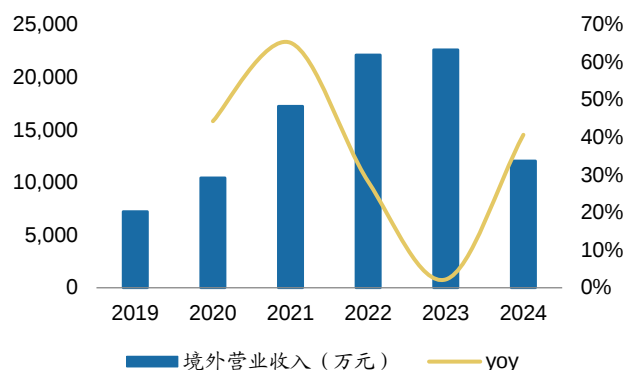
数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

（三）出海：海外拓展稳步推进，产能将逐步释放

公司积极推动品牌出海，以OBM业务为核心拓展海外市场。参考中国日报网报道的爱玛在2024CES展会的演讲，爱玛发布了全新的全球化战略：以OBM业务为核心的品牌出海，并将持续升级出海模式，推动国际化合作及本地化品牌建设部署，打造

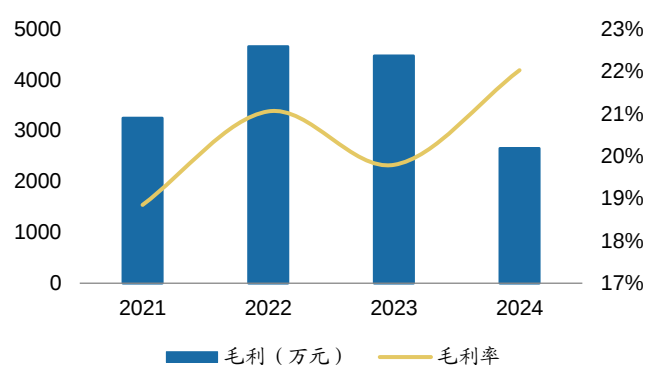
全球领先的两轮电动车品牌。具体来看，2019-2023年公司境外业务营业收入从0.72亿元增长至2.26亿元，增长CAGR为33.0%；同时毛利水平稳步提升，2024H1毛利率达到17.8%。

图29：2019-2024H1公司境外营业收入及增速



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

图30：2021-2024H1公司境外业务毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分区域来看，东南亚是公司出海重点方向，新建产能正在逐步释放。东南亚人口密度大且公共交通仍不完善，摩托车保有量高且电动车渗透率低，是公司出海的重要发展区域。2024年3月，公司在印度尼西亚下设生产厂正式投产，作为爱玛在印度尼西亚建立的首座电动车生产基地。预计随着越南、印尼产能不断释放，以及海外渠道的快速铺设，东南亚收入贡献将快速成长。

图31：爱玛印度尼西亚电动车生产基地落成



数据来源：产业发展研究网，广发证券发展研究中心

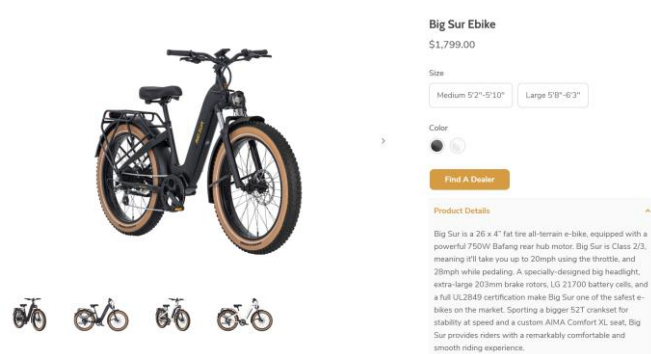
图32：爱玛海外电动两轮车生产线



数据来源：产业发展研究网，广发证券发展研究中心

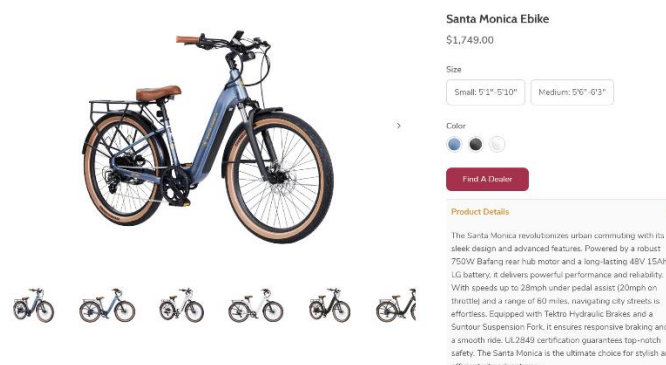
针对欧美市场，爱玛主推本土化设计的E-bike等产品，渠道、团队快速完善。日本、欧洲、北美等经济发达地区，E-Bike（电助力车）在满足日常短交通的同时，兼具娱乐、锻炼功能，渗透率逐步提升。参考爱玛美国官网数据，主推的E-Bike产品如BIG SUR、Santa Monica系列定价约在1700美元以上。在渠道和团队方面，参考中国日报网的报道，爱玛在全美19个州已经建立起206家IBD渠道，建立起了美国本土的本地化运营模式，现已拥有完善的本地化团队，包括本地化仓库物流、本地化售后服务以及本地化营销策略。

图33: 爱玛北美E-bike产品产品BIG SUR



数据来源: 爱玛美国官网, 广发证券发展研究中心

图 34: 爱玛北美 E-bike 产品 Santa Monica

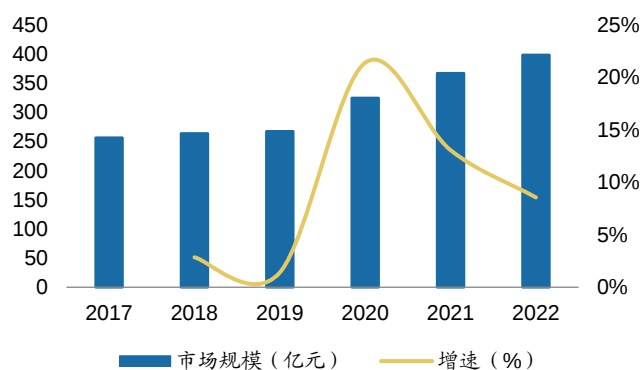


数据来源: 爱玛美国官网, 广发证券发展研究中心

(四) 电动三轮车: 市场稳步扩容, 爱玛业绩快速成长

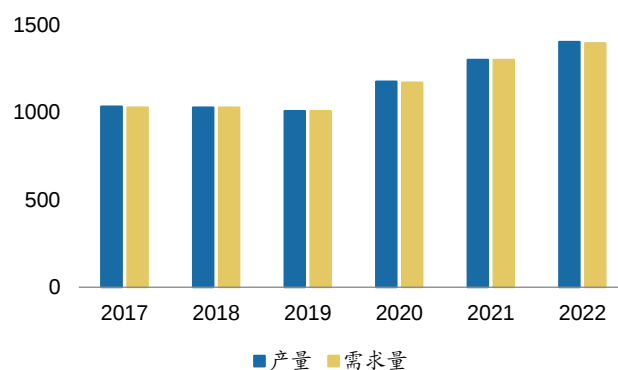
电动三轮车可适应多场景需求, 市场规模稳步扩大。电动三轮车可分为载货电动三轮车、载人电动三轮车和特种车辆, 具有无噪音、无污染、安全节能、既能载人又能载物的特点, 快速成为城乡居民的短交通选择之一。参考华经情报网数据, 我国电动三轮车市场持续增长, 2022年市场规模达到近400亿元。产销量方面, 2017-2022年, 我国电动三轮车产量从1034万辆增长至1404万辆, CAGR为6.31%; 需求量从1030.2万辆增长至1395万辆, CAGR为6.25%。

图35: 电动三轮车市场规模及增速 (亿元)



数据来源: 华经产业研究院, 广发证券发展研究中心

图 36: 电动三轮车产量及需求量 (万辆)



数据来源: 华经产业研究院, 广发证券发展研究中心

市场竞争尚不激烈, 爱玛电动三轮车业务保持快速增长。相比于电动两轮车和摩托车, 电动三轮车行业起步相对较晚, 且市场稳步增长, 竞争相对尚不激烈。爱玛的电动三轮车产品分为休闲三轮、货运三轮、篷车三轮。参考公司投资者交流记录, 从动销情况看休闲三轮增幅最快, 因其外观时尚、车型多元, 在功能配置上能满足消费者休闲出行、接送孩子等多场景的出行需求。

2019-2023年爱玛电动三轮车收入CAGR达到31.9%, 23年贡献收入14.35亿元 (同比+80.1%)。盈利能力方面, 因为电动三轮车市场竞争尚不激烈, 产品毛利率高于主品类电动两轮车, 23年毛利率达到21.6%。

图37: 爱玛休闲三轮车乐淘CA500



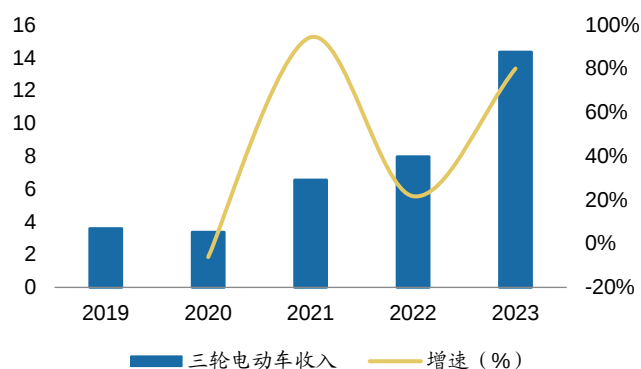
数据来源: 爱玛京东自营店, 广发证券发展研究中心

图 38: 爱玛米可家用客货两用型电动三轮车



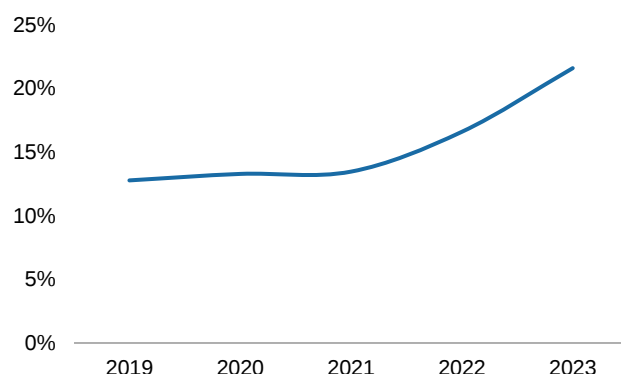
数据来源: 爱玛京东自营店, 广发证券发展研究中心

图39: 爱玛电动三轮车收入及增速 (亿元)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 40: 爱玛电动三轮车毛利率



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

假设:

- (1) 电动自行车: 产品刚需属性强, 国内市场规模仍有增长空间。随着行业标准逐步规范, 市场集中度将提升, 爱玛作为行业龙头之一, 市场份额有望逐步提高, 预计 24-26 年收入达到 134、161、181 亿元。毛利率方面, 产品结构有望继续升级, 带动毛利率有望稳步提升, 24-26 年预计达到 17.7%、17.9%、17.9%。
- (2) 电动摩托车: 产品性能不断迭代, 在续航、功率、时速等方面逐步接近小排量燃油摩托车, 同时海外需求有望逐步兴起, 预计收入保持稳定增长, 预计 24-26 年收入达到 60、67、73 亿元。毛利率方面, 预计产品结构升级将推动毛利率稳步提升, 24-26 年预计达到 15.5%、15.7%、15.7%。
- (3) 电动三轮车: 电动三轮车作为公司新品类之一, 产品实用功能强, 贴合宝妈、中老年等消费群体需求, 收入增速有望快于公司整体, 预计 24-26 年收入达到 21、30、36 亿元。预计未来产品不断迭代, 同时规模效应逐步体现, 毛利率有望提升, 24-26 年预计达到 21.9%、22.2%、22.3%。

(4) 租赁与配件: 跟随公司整体业务发展, 收入规模稳定增长, 预计租赁业务24-26年收入达到0.6、0.7、0.8亿元, 配件业务24-26年收入达到7.1、8.2、8.9亿元。随着规模效应体现, 租赁与配件的毛利率有望提升, 预计租赁业务24-26年毛利率达到33.4%、33.6%、33.8%, 配件业务24-26年毛利率达到15.8%、15.9%、16.0%。

投资建议:

公司是两轮车行业领军者, 受益于行业逐步规范带来的集中度提升, 业绩有望稳步增长。预计2024-26年归母净利润同比增长7%、22%、15%。

估值方面, 可比公司参考雅迪控股(01585.HK)、九号公司(689009.SH)。(1) 雅迪控股: 与爱玛科技同为电动两轮车巨头, 年销量均超过1000万台, 且均深耕两轮车行业超20年。受分销商去库存拖累, 雅迪2024年业绩增速预计慢于爱玛, 且考虑港股流动性, 因此估值相对偏低。(2) 九号公司: 电动两轮车已成为公司主营业务之一, 近年保持快速增长, 同时割草机、全地形车等新业务正在快速拓展海外市场, 业绩增速快于爱玛与雅迪, 因此估值明显较高。最新收盘价对应2025年PE 15.0x, 给予2025年PE估值18倍, 对应合理价值51.17元/股, 给予“增持”评级。

表7: 爱玛科技收入拆分表

	2023	2024E	2025E	2026E
总收入(百万元)	21036	22353	26676	29931
YoY	1.12%	6.26%	19.34%	12.20%
电动两轮摩托车				
收入(百万元)	5806	6038	6707	7311
YoY	-18.72%	4.00%	11.09%	9.00%
电动三轮车				
收入(百万元)	1435	2123	2972	3567
YoY	79.90%	48.00%	40.00%	20.00%
电动自行车				
收入(百万元)	12845	13423	16107	18077
YoY	5.85%	4.50%	20.00%	12.23%
租赁				
收入(百万元)	45	56	68	81
YoY		23.89%	22.55%	18.25%
配件				
收入(百万元)	648	712	819	892
YoY	10.44%	10.00%	15.00%	9.00%

数据来源: IFind, 广发证券发展研究中心

表8: 爱玛科技毛利率分拆表

	2023	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万元)	21036	22353	26676	29931
营业成本 (百万元)	17455	18451	21937	24578
毛利率	17.02%	17.45%	17.76%	17.88%
电动两轮摩托车				
毛利率	14.76%	15.46%	15.66%	15.66%
电动三轮车				
毛利率	21.60%	21.90%	22.20%	22.30%
电动自行车				
毛利率	16.57%	17.67%	17.85%	17.93%
租赁				
毛利率	33.36%	33.40%	33.60%	33.80%
配件				
毛利率	17.02%	15.80%	15.90%	16.00%

数据来源: IFind, 广发证券发展研究中心

表9: 爱玛科技可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)			市盈率 (X)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
689009.SH	九号公司	51.56	0.84	1.8	2.32	35.44	28.64	22.22
01585.HK	雅迪控股	11.9	0.86	0.86	1.05	14.3	13.84	11.33
	行业平均					24.87	21.24	16.78

数据来源: IFind, 广发证券发展研究中心

注: 股价为2025-1-7收盘价; 雅迪控股收盘价已按照当日汇率换算为人民币, 盈利数据为广发证券预测。

五、风险提示

(一) 市场竞争加剧风险

电动两轮车行业竞争日趋激烈。近年来, 随着行业的规范发展和竞争秩序的优化, 众多小规模企业退出市场, 行业竞争焦点在于领先企业之间的竞争, 呈现出新的态势, 具体体现为在提升产品性能、扩大服务覆盖的同时不断降低销售价格, 竞争难度大幅度提升, 如果企业不能及时根据市场需求持续推出高性价比的产品并提供高品质的服务, 很可能会失去原有的竞争优势和行业地位。

(二) 材料价格波动风险

行业原材料采购价格受到宏观趋势、产业政策等因素的影响, 存在波动的可能性, 增加了采购成本的管控难度, 可能对生产企业的经营业绩产生一定影响。

(三) 渠道拓展风险

公司产品以经销为主要销售模式, 经销商自身的经营能力、风险偏好以及奋斗意愿对其经销区域内公司产品的销售影响较大。若经销商的经营方式与服务质量有悖于公司经营宗旨或经销商对公司管理理念的理解产生偏差, 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

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,533	9,586	10,700	12,681	15,679
货币资金	6,633	6,667	7,242	8,761	11,711
应收及预付	308	394	360	548	472
存货	811	575	860	1,029	1,087
其他流动资产	3,781	1,949	2,238	2,342	2,408
非流动资产	6,939	10,307	10,709	11,295	12,199
长期股权投资	128	127	159	177	193
固定资产	2,033	2,184	2,470	3,011	3,610
在建工程	86	992	869	610	403
无形资产	458	716	892	1,166	1,641
其他长期资产	4,234	6,288	6,319	6,332	6,353
资产总计	18,471	19,893	21,409	23,976	27,878
流动负债	11,471	10,122	10,371	10,476	11,547
短期借款	511	0	0	0	0
应付及预收	9,410	8,511	8,752	8,603	9,478
其他流动负债	1,550	1,611	1,619	1,873	2,069
非流动负债	266	1,991	1,991	1,991	1,991
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	1,645	1,645	1,645	1,645
其他非流动负债	266	346	346	346	346
负债合计	11,737	12,113	12,362	12,467	13,538
股本	575	862	862	862	862
资本公积	1,978	1,763	1,762	1,762	1,762
留存收益	4,304	5,136	6,394	8,844	11,661
归属母公司股东权益	6,721	7,712	8,969	11,418	14,236
少数股东权益	13	68	78	90	105
负债和股东权益	18,471	19,893	21,409	23,976	27,878

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20802	21036	22353	26676	29931
营业成本	17399	17563	18451	21937	24578
营业税金及附加	105	100	107	128	144
销售费用	587	641	760	907	1018
管理费用	433	474	548	648	718
研发费用	507	589	577	635	703
财务费用	-383	-410	-219	-199	-239
资产减值损失	-3	-4	-5	-5	-5
公允价值变动收益	-12	-17	-5	15	30
投资净收益	-4	-21	22	0	0
营业利润	2234	2194	2325	2846	3276
营业外收支	-7	19	20	20	20
利润总额	2227	2213	2345	2866	3296
所得税	354	317	331	404	465
净利润	1873	1896	2014	2462	2831
少数股东损益	-1	15	10	12	14
归属母公司净利润	1873	1881	2004	2450	2817
EBITDA	2152	2213	2536	3174	3646
EPS（元）	3.31	2.20	2.33	2.84	3.27

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,051	1,864	3,119	2,793	4,574
净利润	1,873	1,896	2,014	2,462	2,831
折旧摊销	287	388	447	540	637
营运资金变动	3,063	-185	618	-252	1,077
其它	-172	-235	39	43	28
投资活动现金流	-2,178	-1,910	-1,087	-1,199	-1,548
资本支出	-827	-1,941	-694	-986	-1,386
投资变动	-1,372	-404	-410	-227	-192
其他	21	434	17	15	30
筹资活动现金流	-182	545	-823	-76	-76
银行借款	511	-511	0	0	0
股权融资	30	10	-2	0	0
其他	-723	1,046	-822	-76	-76
现金净增加额	2,690	498	1,208	1,519	2,950
期初现金余额	2,846	5,536	6,034	7,242	8,761
期末现金余额	5,536	6,034	7,242	8,761	11,711

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	35.1%	1.1%	6.3%	19.3%	12.2%
营业利润	202.3%	-1.8%	6.0%	22.4%	15.1%
归母净利润	182.1%	0.4%	6.5%	22.2%	15.0%
获利能力					
毛利率	16.4%	16.5%	17.5%	17.8%	17.9%
净利率	9.0%	9.0%	9.0%	9.2%	9.5%
ROE	27.9%	24.4%	22.3%	21.5%	19.8%
ROIC	21.5%	16.5%	16.7%	17.1%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	63.5%	60.9%	57.7%	52.0%	48.6%
净负债比率	174.3%	155.7%	136.6%	108.3%	94.4%
流动比率	1.01	0.95	1.03	1.21	1.36
速动比率	0.62	0.71	0.78	0.94	1.11
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.06	1.04	1.11	1.07
应收账款周转率	71.64	58.79	66.21	51.11	67.65
存货周转率	25.67	36.56	26.00	25.92	27.53
每股指标（元）					
每股收益	3.31	2.20	2.33	2.84	3.27
每股经营现金流	8.79	2.16	3.62	3.24	5.31
每股净资产	11.70	8.45	9.91	12.75	16.02
估值比率					
P/E	13.86	11.38	18.34	15.01	13.05
P/B	3.92	2.96	4.31	3.35	2.66
EV/EBITDA	9.43	7.51	12.31	9.36	7.34

广发家电行业研究小组

曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
高 润 鑫：资深分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
符 超 然：资深分析师，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
陈 尧：高级分析师，新加坡国立大学金融工程专业硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。