



联合研究 | 公司深度 | 爱玛科技 (603529.SH)

爱玛科技：领航先锋，再续华章

报告要点

公司作为电动两轮车行业龙头，已经积淀较深厚的品牌、渠道和成本优势，当前电自新国标修订版落地在即，且以旧换新政策助力，公司有望实现规模扩张和市场份额提升，且产品结构或迎来改善趋势，为公司盈利打开向上空间。在此基础上，公司近年已加大电动三轮车业务及海外市场布局，未来有望为公司贡献新成长动能。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUW463



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101

爱玛科技 (603529.SH)

2025-01-09

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

爱玛科技：领航先锋，再续华章

爱玛科技：电动两轮车行业领航者

公司前身天津市泰美车业于 1999 年成立，2004 年进入电动两轮车制造产业，目前公司产品涵盖电动自行车、电动摩托车、电动三轮车等。公司深挖用户需求，坚持以“时尚”作为品牌主张，创造真正满足用户需求的产品，2024H1 实现营业收入 105.91 亿元，同比增长 3.7%，且盈利能力处于改善通道。公司股权结构集中稳定，并于 2024 年初发布股权激励计划，考核要求较为严格，彰显公司发展信心。

核心优势：三重优势铸就公司经营基本盘

品牌端，电动两轮车行业同质化严重，公司早期巧借明星代言实现份额端破局，现阶段围绕女性用户群体加强布局，已塑造出较强品牌影响力。渠道端，公司线下网点数量位居行业前列，对经销商实行动态管理，经销体系高效、稳定，且渠道开拓仍稳步推进。成本端，公司布局上游产业链，较强自供能力及规模效应下公司成本优势凸显，进而使产品综合性价比优势突出。

基石业务：电动两轮车格局优化，份额走向集中

2019 年新国标落地后中国电动两轮车行业增长提速，份额向大厂集中，现阶段价格竞争趋弱，需求结构明显改善；后续来看，虽保有量已行至高位，但 C 端、B 端多重需求共振下，行业总量有望平稳增长。在此基础上，电自新国标落地在即，叠加以旧换新政策助力，供给端有望持续优化，看好公司份额实现再次突破；此外，高端化、智能化推动行业需求结构近年整体上移，为龙头打开提价空间，公司现已进行相应布局，长期来看有望带动公司盈利提升。

增量业务：电动三轮车稳健增长，公司强化产业布局

随着城市化进程加速和大众对绿色出行方式的追求，电动三轮车在低线城市日常代步、末端配送等方面需求不断提升，2017-2023 年销量 CAGR 达 5.24%，且总量扩容逻辑仍存在，预计后续稳步增长。该行业竞争格局松散且龙头缺失，公司已在渠道端、产品端、生产端加强布局，近年已开始快速放量，已处于行业第一梯队，长期份额提升空间依然较大。

潜力业务：海外增量可观，国牌出海或成趋势

电动两轮车海外高景气有望延续，预计 2023-2027 年销量 CAGR 达 19.4%，增量或主要由印度&东南亚和欧美市场带动；目前电动两轮车中企仍以内销为主，强大制造能力支撑下全球份额扩张前景可观。公司已在海外渠道、产品、生产等方面积极探索，为长期增长打开想象空间。

投资建议：把握 α & β 共振优质龙头

行业层面，2019 年新国标落地后电动两轮车行业增长提速，多重需求共振下，规模预计将维持稳步增长，外加 2024 年版新国标落地在即，行业格局有望进一步优化，利好头部厂商。公司层面，二十余年深耕公司已形成较强品牌、渠道、成本优势，开始着力布局高端市场，有望带动盈利持续提升。在此基础上，公司正加力电动三轮车业务及海外市场探索，长期份额提升空间较为可观。基于此，我们判断公司发展前景可期，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.53、23.70 和 28.44 亿元，对应 PE 分别为 18.5、15.2 和 12.7 倍，给予“买入”评级。

风险提示

1、原材料价格波动风险；2、海外渠道开拓不及预期；3、新品研发节奏不及预期；4、贸易保护主义带来的市场风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

| | |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元) | 41.90 |
| 总股本(万股) | 86,172 |
| 流通A股/B股(万股) | 84,277/0 |
| 每股净资产(元) | 9.62 |
| 近12月最高/最低价(元) | 43.98/23.61 |

注：股价为 2025 年 1 月 3 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

| | |
|---|----|
| 爱玛科技：电动两轮车行业领航者 | 7 |
| 深耕细作二十余年，铸就行业龙头地位 | 7 |
| 股权结构集中稳定，发布激励彰显信心 | 8 |
| 核心优势：三重优势铸就公司经营基本盘..... | 10 |
| 品牌端：早期营销实现破局，近年发力女性赛道..... | 10 |
| 渠道端：软硬竞争力共增，渠道拓张稳步推进..... | 11 |
| 成本端：布局上游链条，成本优势下产品性价比凸显..... | 12 |
| 基石业务：电动两轮车格局优化，份额走向集中..... | 14 |
| 保有量已达高位，预计后续平稳增长 | 14 |
| 新国标修订落地在即，长期格局整合可期..... | 15 |
| 结构优化趋势明确，盈利空间有望扩宽 | 17 |
| 增量业务：电动三轮车稳健增长，公司强化产业布局..... | 19 |
| 行业总量稳健提升，公司增长空间充足 | 19 |
| 公司完善业务布局，有望带动盈利能力上提..... | 20 |
| 潜力业务：海外增量可观，国牌出海或成趋势 | 22 |
| 外销需求持续向好，出海前景值得期待 | 22 |
| 政策助推东南亚&印度摩托电动化，公司推进研产销本地化运营..... | 23 |
| 欧美 E-bike 格局相对松散，公司取得渠道&产品端突破 | 24 |
| 投资建议：把握 α & β 共振优质龙头 | 26 |
| 风险提示..... | 27 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：公司发展历程梳理..... | 7 |
| 图 2：2023 年公司营收规模同比增长 1.12% | 8 |
| 图 3：2024H1 公司归母净利润率为 8.98%..... | 8 |
| 图 4：2020 年以来，公司电动自行车业务收入占比逐年提升 | 8 |
| 图 5：2023 年公司外销收入占比仅为 1.07% | 8 |
| 图 6：公司股权结构图（截至 2024Q2） | 9 |
| 图 7：公司早期广告宣传推广费较高（单位：百万元） | 10 |
| 图 8：公司连续 12 年蝉联中国品牌力指数电动自行车品牌排行榜第一 | 10 |
| 图 9：2024 年电动两轮车女性用户占比高达 51.8% | 11 |
| 图 10：公司赞助《乘风破浪的姐姐》系列..... | 11 |
| 图 11：2023 年电动两轮车线下购买比例高达 75% | 11 |
| 图 12：截至 2022 年，公司线下门店数量已超 30000 家（单位：家） | 11 |
| 图 13：2022 年公司经销商数量为 1900 家（单位：家） | 12 |
| 图 14：2022 年公司单经销商开店数量远超新日和雅迪（单位：家） | 12 |

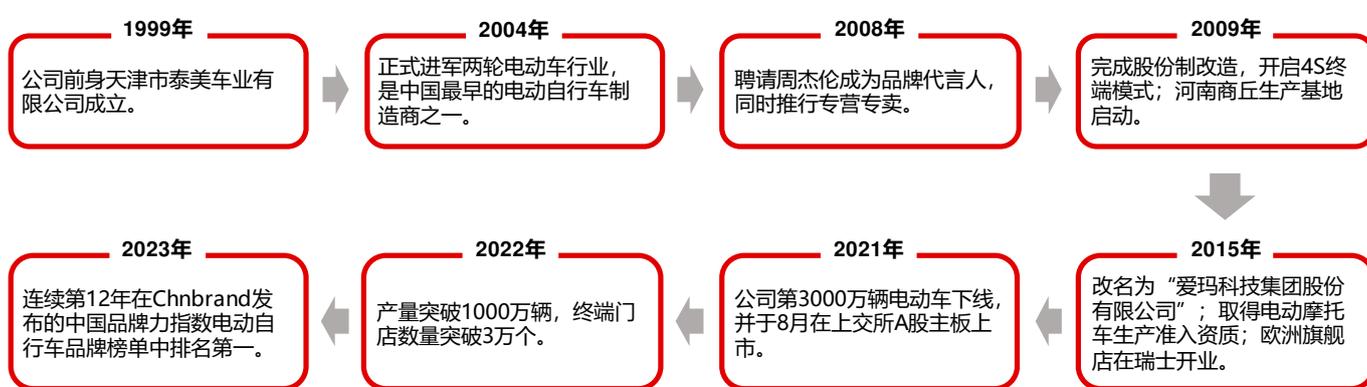
| | |
|---|----|
| 图 15: 2023 年, 38.9%的用户认为“使用成本低”是购买电动两轮车的主要原因 | 13 |
| 图 16: 爱玛天猫销量 TOP3 电动自行车均价仅为 2624 元 (单位: 元) | 13 |
| 图 17: 2023 年公司 4000 元以下电动两轮车线下销量仅次于雅迪 | 13 |
| 图 18: 2024H1 公司毛利率为 17.8% | 14 |
| 图 19: 公司自产电机可适配多种路况 | 14 |
| 图 20: 2023 年中国电动两轮车销量为 5500 万辆 | 14 |
| 图 21: 2023 年中国电动两轮车保有量为 4.2 亿辆 (单位: 亿辆) | 14 |
| 图 22: 2023 年中国居民电动助力车拥有量已达 74 辆/百户 (单位: 辆/百户) | 15 |
| 图 23: 预计 2023 年中国共享单车投放量为 550 万辆 (单位: 万辆) | 15 |
| 图 24: 2023 年美团和饿了么活跃骑手数量为 1145 万人 (单位: 万人) | 15 |
| 图 25: 2016 年以来中国电动两轮车销量端份额持续集中 | 16 |
| 图 26: 2019 年中国电动两轮车品牌数量减少至 110 个 (单位: 个) | 16 |
| 图 27: 2023 年公司营业成本中直接材料占比为 94.4% | 16 |
| 图 28: 公司直接材料中蓄电池、电机占比较高 | 16 |
| 图 29: 电动两轮车主要原材料 2017 年和 2021 年走势较强 | 17 |
| 图 30: 原材料价格上涨导致空调企业销量端份额加速集中 | 17 |
| 图 31: 2023 年鲁大师智能化评测年度总分为 209 分 (单位: 分) | 19 |
| 图 32: 公司研发费用率在可比公司中相对较低 | 19 |
| 图 33: 2017-2022 年中国电动三轮车销量 CAGR 为 6.25% | 19 |
| 图 34: 2023 年货运电动三轮车销量占比为 48% | 19 |
| 图 35: 目前中国约有 8 家电动三轮车企业年产量在 30 万辆以上 | 20 |
| 图 36: 2023 年公司电动三轮车销量端市占率仅为 3.05% | 20 |
| 图 37: 2023 年公司电动三轮车销量达 42.7 万辆 (单位: 万辆) | 21 |
| 图 38: 2023 年公司电动三轮车业务收入占比已提升至 6.82% | 21 |
| 图 39: 2023 年公司电动三轮车业务毛利率为 21.6% | 21 |
| 图 40: 预计 2027 年全球电动两轮车规模达 1.3 亿辆 (单位: 百万辆) | 22 |
| 图 41: 预计印度市场电动两轮车销量规模增长最快 (单位: 百万辆) | 22 |
| 图 42: 2022 年中国电动两轮车出口量为 250 万辆 (单位: 百万辆) | 22 |
| 图 43: 2022 年中国电动两轮车出口量仅占海外总需求的 11.8% | 22 |
| 图 44: 2023 年东南亚&印度摩托车销量达 2818 万辆 (单位: 百万辆) | 23 |
| 图 45: 越南摩托车最新登记注册数量达 7206 万辆 (单位: 万辆) | 23 |
| 图 46: 2024 年 1-7 月印度市场摩托车电动化比例仅为 5.97% | 24 |
| 图 47: 2024 年 1-7 月越南本田销量 TOP10 摩托车车型均价超 10000 元 (单位: 元) | 24 |
| 图 48: 预计 2032 年全球 E-bike 规模达 1487 亿美元 (单位: 亿美元) | 25 |
| 图 49: 2024 年欧美 E-bike 市场集中度相对较低 | 25 |
| 表 1: 公司激励对象获授的限制性股票分配情况 | 9 |
| 表 2: 公司股权激励公司层面业绩考核目标 | 9 |
| 表 3: 2023-2025 年公司新建门店规划 | 12 |
| 表 4: 2019 年新国标与新国标修订差异点汇总 | 17 |
| 表 5: 各品牌天猫旗舰店在售销量 TOP5 车型对比 | 18 |
| 表 6: 2019-2023 年线上平台电动两轮车分价格段销量占比 (价格单位: 元) | 18 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 表 7：各品牌电动三轮车产品参数对比 | 20 |
| 表 8：东南亚&印度各国摩托车相关政策梳理..... | 23 |
| 表 9：公司与美国龙头 E-bike 产品参数对比..... | 25 |

爱玛科技：电动两轮车行业领航者 深耕细作二十余年，铸就行业龙头地位

1999年，公司前身天津市泰美车业有限公司成立，并于2004年进入电动两轮车行业，是中国最早的电动自行车制造商之一，目前公司产品范围涵盖电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车、电动三轮车、低速电动四轮车等。公司坚持以“时尚”作为品牌主张，不断挖掘年轻用户对时尚风格的向往，创造出真正满足用户需求的产品，2012-2023年已连续十二年在Chnbrand发布的中国品牌力指数电动自行车品牌榜单中蝉联第一；在此基础上，公司积极拓展销售渠道，截至2022年，已拥有经销商超1900家，终端门店超3万个。

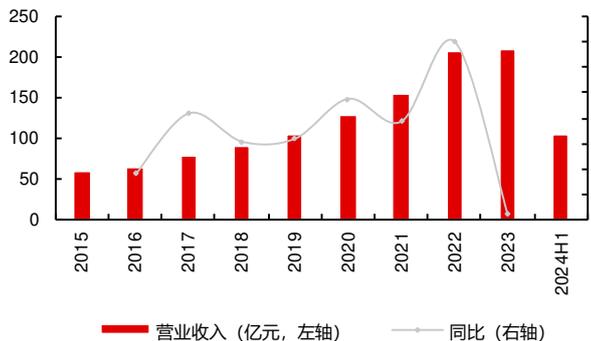
图 1：公司发展历程梳理



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

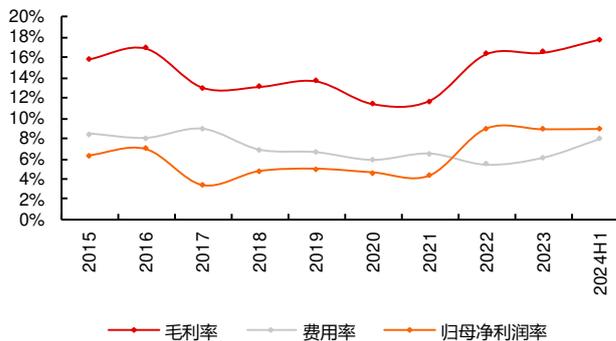
2023年公司实现营业收入210.36亿元，同比增长1.12%，2024H1实现营业收入105.91亿元，同比增长3.7%。结构来看，2020年以来公司电动自行车业务收入占比中枢呈现上升趋势，2023年达61.06%，电动两轮摩托车、电动三轮车、配件销售业务占比分别为27.6%、6.82%、3.08%。在此基础上，公司收入中内销占据主导地位，海外规模依然较小，2021-2023年占比均在1%左右。盈利能力方面，受益于规模提升、产品结构优化和均价上提，2022年开始公司盈利能力提升显著，2024H1毛利率/归母净利润率已分别达17.83%/8.98%。

图 2：2023 年公司营收规模同比增长 1.12%



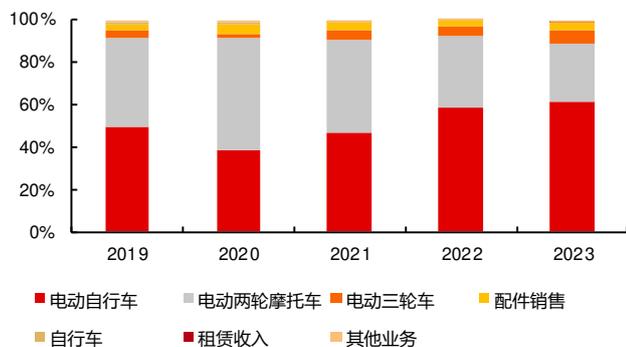
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2024H1 公司归母净利润率为 8.98%



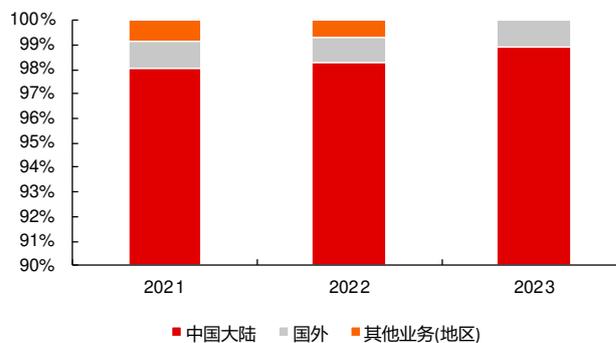
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2020 年以来，公司电动自行车业务收入占比逐年提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2023 年公司外销收入占比仅为 1.07%

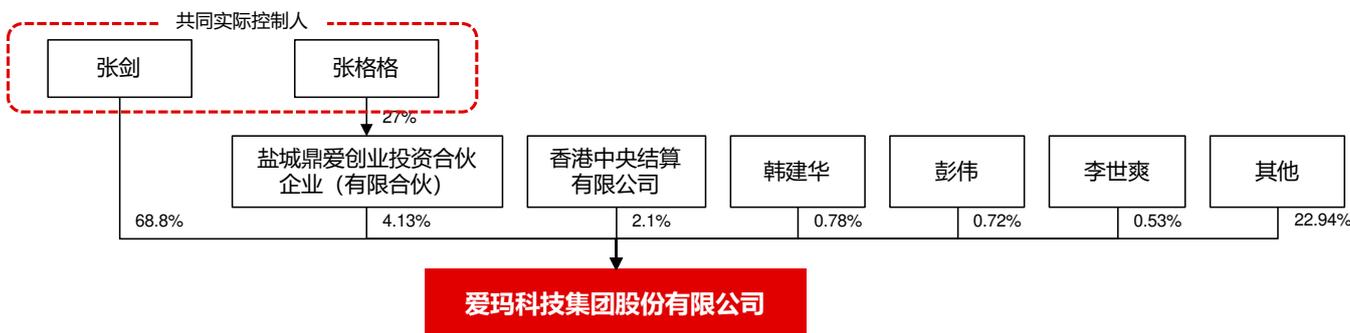


资料来源：Wind，长江证券研究所

股权结构集中稳定，发布激励彰显信心

公司股权结构集中稳定，发布股权激励计划彰显发展信心。截至 2024 年 Q2，公司控股股东、实际控制人张剑先生持股 68.8%，实际控制人张格格女士（张剑先生之女）持股 1.1%，实控人合计持股 69.9%，股权结构较为集中。此外，核心高管团队通过盐城鼎爱持有公司股份，与公司利益深度绑定。

图 6: 公司股权结构图 (截至 2024Q2)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

2024 年 1 月 29 日, 公司发布股权激励计划, 拟向激励对象授予的限制性股票数量为 1370 万股, 约占公司股本总额的 1.59%, 限制性股票的授予价格为 12.61 元/股。激励对象包括五名高管和 199 名中高层管理人员、核心技术 (业务) 人员, 约占公司全部职工人数的 2.15% (截至 2023 年 12 月 31 日)。公司层面考核目标为以 2023 年营业收入 (或净利润) 为基数, 2024/2025/2026 年营业收入 (或净利润) 增长率分别不低于 20%/44%/72.8%, 对应年均复合增速为 20%, 考核要求较为严格。

表 1: 公司激励对象获授的限制性股票分配情况

| 姓名 | 职务 | 拟获授股票数量 (万股) | 占激励计划比例 | 占股本总额比例 |
|--------------------------------|------------|--------------|---------|---------|
| 罗庆一 | 副总经理 | 70 | 5.11% | 0.08% |
| 高辉 | 董事、副总经理 | 70 | 5.11% | 0.08% |
| 王春彦 | 董事、副总经理、董秘 | 40 | 2.92% | 0.05% |
| 李玉宝 | 副总经理 | 50 | 3.65% | 0.06% |
| 郑慧 | 副总经理、财务总监 | 50 | 3.65% | 0.06% |
| 中高层管理人员、核心技术 (业务) 人员 (共 199 人) | | 1090 | 79.56% | 1.26% |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 2: 公司股权激励公司层面业绩考核目标

| 解除限售期 | 业绩考核目标 |
|----------|---|
| 第一个解除限售期 | 以 2023 年营业收入 (或净利润) 为基数, 2024 年度营业收入 (或净利润) 增长率不低于 20%。 |
| 第二个解除限售期 | 以 2023 年营业收入 (或净利润) 为基数, 2025 年度营业收入 (或净利润) 增长率不低于 44%。 |
| 第三个解除限售期 | 以 2023 年营业收入 (或净利润) 为基数, 2026 年度营业收入 (或净利润) 增长率不低于 72.8%。 |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

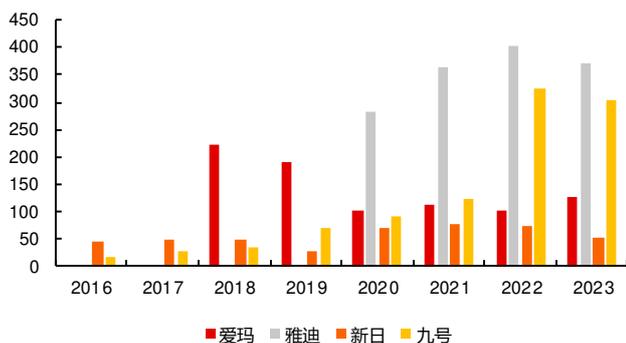
核心优势：三重优势铸就公司经营基本盘

品牌端：早期营销实现破局，近年发力女性赛道

电动两轮车行业同质化严重，公司早期凭借品牌营销实现破局。中国电动两轮车产业大概起步于九十年代中期，由于产品同质化严重且品牌数量众多，品牌知名度是早期消费者进行购买决策时的重要考量因素。2005 年新日成为电动两轮车行业龙头后，于次年便聘请成龙担任其品牌形象代言人，开辟了电动两轮车行业明星营销的先河，也进一步巩固了其龙头地位，2008 年实现销售超 200 万辆（2004 年产销量仅为 10 万辆）。

新日明星代言策略成功后，当时仍表现平淡的爱玛将拓客目标锁定为年轻人群，2009 年邀请周杰伦成为品牌代言人，两年 3000 万元也打破了王菲 2000 万元代言费的记录；于同年，爱玛销售量突破 220 万辆，超越新日成为新任龙头。此后，公司坚定采用明星代言策略，陆续聘请范冰冰、EXO、金秀贤等昔日顶流明星为其代言，明星庞大的粉丝基数带动公司影响力快速提升，截至 2023 年，爱玛已连续 12 年蝉联 Chnbrand 发布的中国品牌力指数（C-BPI）电动自行车品牌排行榜首位。

图 7：公司早期广告宣传推广费较高（单位：百万元）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 8：公司连续 12 年蝉联中国品牌力指数电动自行车品牌排行榜第一

C-BPI

2012-2023 年连续 12 年蝉联
Chnbrand 发布的中国品牌力指数 (C-BPI)
电动自行车品牌排行榜第一



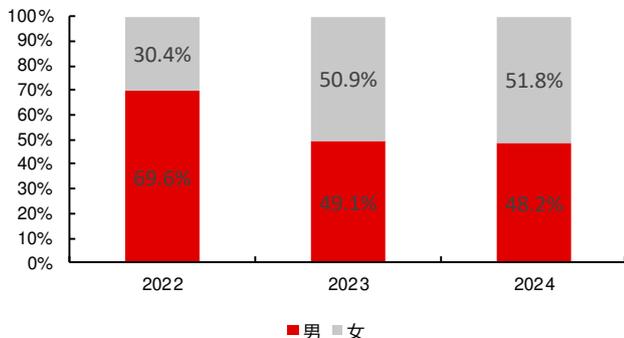
资料来源：公司官网，长江证券研究所

女性用户数量日益提升，公司近年深耕女性细分群体。根据艾瑞咨询的数据显示，近年来电动两轮车女性用户占比显著提升，从 2022 年的 30.4% 提升至 2024 年的 51.8%，公司近年紧密围绕女性用户实际需求完成相应布局：

- **综艺营销：**公司于 2022 年与优质女性综艺《乘风破浪的姐姐》和《披荆斩棘的哥哥》等达成合作关系，自 2022 年 5 月 20 日《乘风破浪的姐姐 3》开播起至 8 月 5 日，全网关于“乘风破浪”相关话题的信息共传播 112.68 万条，微博话题曝光次数高达 1220.17 亿次，获得点赞 39.39 亿个，为品牌带来了巨大的曝光量；
- **产品打造：**与《乘风破浪的姐姐 3》合作时，爱玛顺势发布女性高端爆款车型“晴天”，后续陆续推出“蛋蛋”和“露娜”等针对女性用户设计的产品，其中“蛋蛋”系列拥有仙踪野绿、马耳他蓝、沁甜粉、麦芽奶咖四种全新配色，并配备 ins 风挡风玻璃、甜甜圈式转向灯、红唇尾灯等时尚元素，体现了爱玛对女性时尚需求的精准把握；
- **渠道建设：**为进一步满足女性用户痛点，2023 年公司打造了行业首家女性专属品类店“miss 大小姐时尚主题店”，用粉色装修基调搭配专属陈设设计呈现以“朋克

女孩”、“月亮女孩”、“甜心女孩”为主题的终端场景；截至 2023 年，公司已拓展超过 50 家专属门店。

图 9：2024 年电动两轮车女性用户占比高达 51.8%



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

图 10：公司赞助《乘风破浪的姐姐》系列



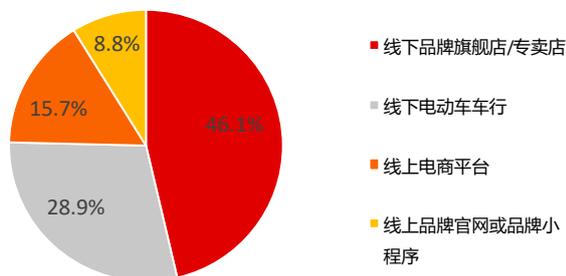
资料来源：电动车微营销，长江证券研究所

渠道端：软硬竞争力共增，渠道拓张稳步推进

电动两轮车销售以线下为主，渠道布局对于企业竞争力至关重要。相较于传统家电，电动两轮车由于需要切身体验以完成消费决策，并且所需产品装配、售后等服务较为频繁，目前销售仍以线下为主，2023 年线下门店购买比例高达 75%，其中品牌旗舰店/专卖店为 46.1%，电动车车行为 28.9%。因此，线下网点的铺设对两轮车企业打造长期竞争力尤为为重要。

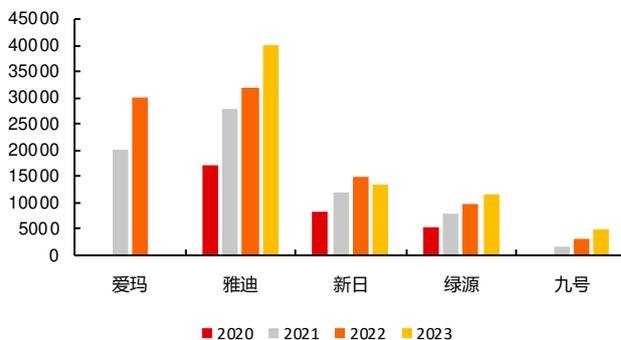
公司线下网点数量位居行业前列，消费者触达优势显著。公司通过以经销为主，直营为辅的模式拓展内销渠道，经过多年经营沉淀，截至 2022 年，已在全国范围内已开设线下门店 3 万余家，虽然与雅迪 2023 年的 4 万家还存在一定差距，但也已大幅领先新日、绿源、九号等二线厂商（2023 年门店数量分别为 1.35/1.14/0.5 万家）；完善的终端触点为公司带来了更高的品牌曝光度及消费者触达。

图 11：2023 年电动两轮车线下购买比例高达 75%



资料来源：嘉世咨询，长江证券研究所

图 12：截至 2022 年，公司线下门店数量已超 30000 家（单位：家）

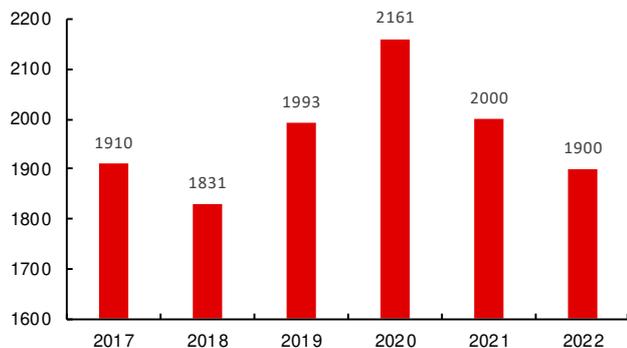


资料来源：各公司公告，长江证券研究所

对经销商实行动态管理，单经销商开店效率远超行业平均水平。公司对经销商采取规范的专卖店管理方法，对专卖店的选址、店面设计、装修、产品服务等形式统一的标准和严格的要求，并对不达标的经销商进行淘汰撤销处理，根据招股说明书，2018-2020 年

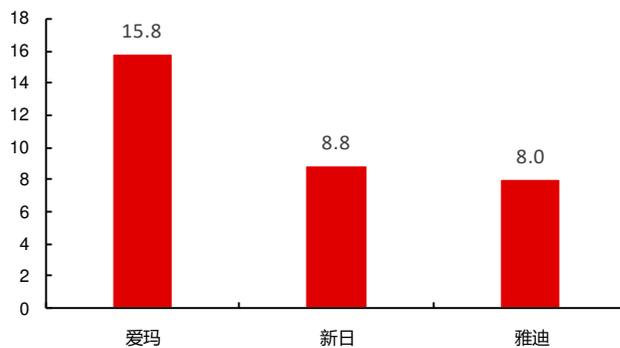
期间公司共计撤销经销商 552 家，并且 2020 年后经销商总量仍处于优化当中。虽公司经销商总量有明显下降趋势，但单经销商平均开店数量却远高于行业平均水准，2022 年高达 15.8 家，而雅迪和新日分别仅为 8 家和 8.8 家。基于此，我们认为严管控体系下，公司现有经销商质量更优，且经销体系更为稳定。

图 13：2022 年公司经销商数量为 1900 家（单位：家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 14：2022 年公司单经销商开店数量远超新日和雅迪（单位：家）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

公司加力渠道布局，制定三年新建门店规划，并对其进行装修补贴。结合近年各地区销量水平、终端市场需求预测、终端消费者消费习惯和水平等因素，公司于 2023 年制定未来三年经销商新建门店规划，预计将新设 11463 家门店，并将门店规格按所处商圈区域及店面定位划分为五个类型。在此基础上，公司通过可转债募资，拟投资 5.36 亿元用于新增门店装修补贴，其中城市旗舰店/城市标准店/城市社区店/乡镇样板店/乡镇基础店单店补贴金额分别为 25/11/5.8/5/3 万元。我们认为该举一方面将有利于公司整体形象的提升，另一方面将进一步扩大公司营销网络覆盖面，拉近与雅迪的差距。

表 3：2023-2025 年公司新建门店规划

| 门店类型 | 面积 (平方米) | 所处商圈区域 | 店面定位 | 建店规划 (家) | 装修投入标准 (万元/个) |
|-------|----------|---------------------|--------------------------------------|----------|---------------|
| 城市旗舰店 | 200-400 | 一类、二类商圈市中心 | 对品牌形象加分，有辐射带动作用的所在城市的形象、销售、体验及服务标杆门店 | 35 | 25 |
| 城市标准店 | 80-200 | 一类、二类商圈电动两轮车市场中心 | 以突出爱玛形象，有辐射带动作用的所在城市的销售主力店 | 1009 | 11 |
| 城市社区店 | 50-120 | 一类、二类、三类商圈电动两轮车市场中心 | 在某一地域，为实现全面辐射和市场布局，专营爱玛的中大型社区销售店面 | 2102 | 5.8 |
| 乡镇样板店 | 50-200 | 三类、四类商圈电动两轮车市场中心 | 位于城乡结合部、乡镇贸易中心等具有广告效应的大门头销售店 | 2238 | 5 |
| 乡镇基础店 | 50-120 | 三类、四类商圈电动两轮车市场中心 | 地处乡镇，面积及市场容量小销售门店 | 6079 | 3 |

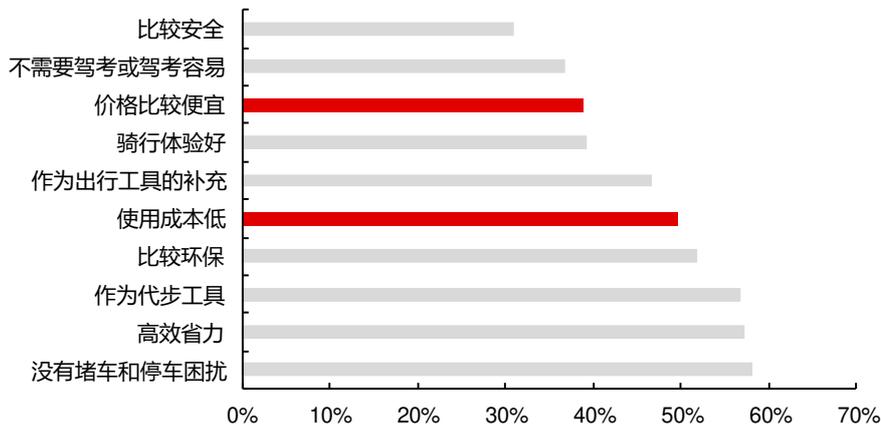
资料来源：公司公告，长江证券研究所

成本端：布局上游链条，成本优势下产品性价比凸显

目标大众市场，性价比优势突出。根据艾瑞咨询，2023 年，分别有 49.6%和 38.9%的用户认为“使用成本低”和“价格比较便宜”是促使其购买电动两轮车的主要原因。公司作为传统电动两轮车龙头，目标客群大多为普通大众，更为重视短途出行基本需求、

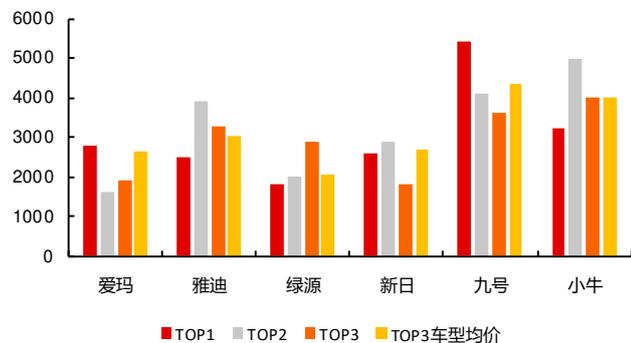
功能的满足，因此产品体系中仍以性价比、基础款居多；据我们测算，爱玛天猫平台销量 TOP3 电动自行车均价仅为 2624 元左右，大幅低于九号、小牛等新势力，也仅高于绿源的 2049 元（数据取自 2024 年 9 月 25 日）。得益于性价比优势，2023 年线下渠道中爱玛在 4000 元以下价格带销量超百万辆，仅次于雅迪品牌。

图 15：2023 年，38.9%的用户认为“使用成本低”是购买电动两轮车的主要原因



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

图 16：爱玛天猫销量 TOP3 电动自行车均价仅为 2624 元（单位：元）



资料来源：各品牌天猫旗舰店，长江证券研究所（注：数据取自 2024 年 9 月 25 日）

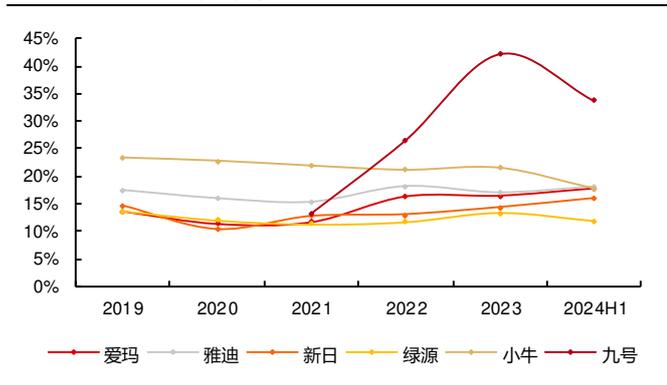
图 17：2023 年公司 4000 元以下电动两轮车线下销量仅次于雅迪



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

公司产品高性价比的背后是其较强的成本优势。虽然爱玛品牌终端均价较低，但其 2024H1 毛利率已接近雅迪（爱玛、雅迪分别为 17.8%、18%），且大幅优于绿源、新日等二线品牌（低于九号主要系九号产品均价较高所致），展现出其较强的成本管控能力。我们认为公司的成本优势一方面来自于产销量较高所带来的天然规模效应，另一方面是公司上游零部件的布局较为充分，公司已在电控、车把、前叉等重要零部件的生产领域进行布局，2023 年公司自研自产的电机已应用于整车制造，该系列电机分为平原版、山地版、大动力版三个版本，分别对应高效静音、强爬坡能力、大动力三种特性，可适用于多种路况及车型，截至 2023 年，该款电机在公司产品的应用数量已将近 400 万台。

图 18: 2024H1 公司毛利率为 17.8%



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 九号为电动车业务毛利率)

图 19: 公司自产电机可适配多种路况



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

基石业务：电动两轮车格局优化，份额走向集中 保有量已达高位，预计后续平稳增长

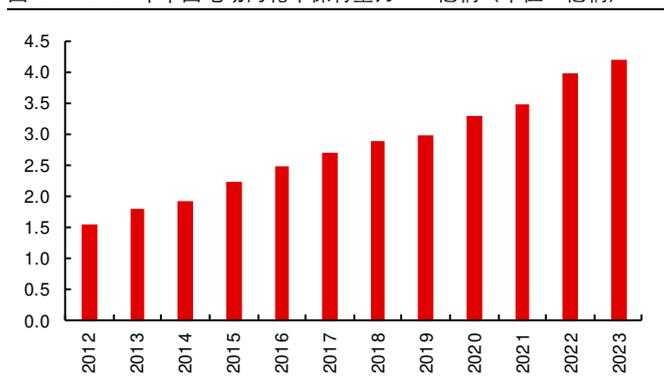
更新与新增需求共振，2019 年至今中国电动两轮车行业增长明显提速。2023 年中国电动两轮车销量为 5500 万辆，2019-2023 年销量端 CAGR 高达 10.57%，较 2012-2018 年的-1.14%明显提速，我们认为主要系更新和新增需求共同推动。更新需求方面，2018 年 5 月，《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准（电动自行车新国标）由工信部发布，并于 2019 年 4 月正式实施，对电动自行车的定义、产品分类、时速、重量等进行了重新规定，政策过渡期后，不符合新国标要求的电动自行车将无法上牌、上路，从而催生出大量换购需求。新增需求方面，部分地区对机动车上路进行严格管制，而对两轮车的管理则相对宽松，并且中国居民日常生活更加依赖外卖、跑腿等服务，而配送人员普遍配置电动两轮车作为交通工具，根据全球电动车网发布的《年度营商报告》，近年来中国电动两轮车保有量呈稳健上升态势，2023 年已达 4.2 亿辆。

图 20: 2023 年中国电动两轮车销量为 5500 万辆



资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所

图 21: 2023 年中国电动两轮车保有量为 4.2 亿辆 (单位: 亿辆)

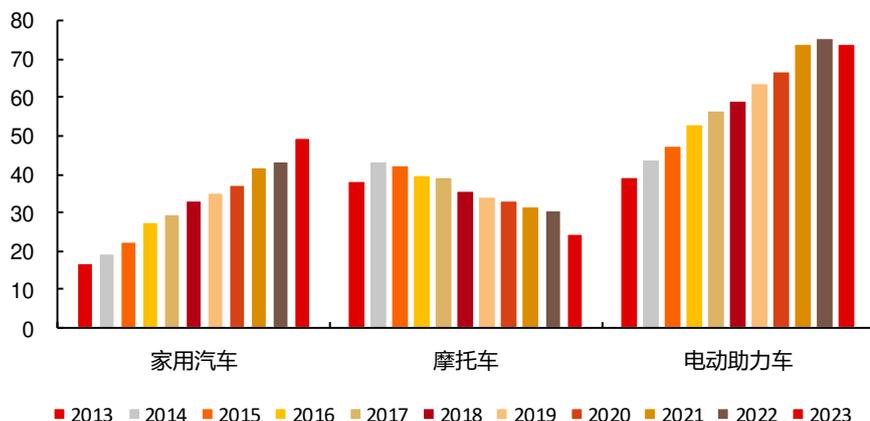


资料来源: 全球电动车网, 长江证券研究所

国内出行产品渗透率已达高位，预计后续将平稳增长。中国大部分家庭已基本满足家用汽车、摩托车、电动助力车中的某一类的出行需求，2023 年家用汽车/摩托车/电动助力车百户拥有量已分别达 49.7/24.5/74.0 辆。在此背景下，预计后续电动两轮车保有量将小幅提升，其需求一方面来自于高线城市由于交通容量有限，汽车保有量过高会使得交

通负荷无法承载，居民或需要更经济、便捷的出行工具，另一方面来自于低线城市及农村摩托车保有量仍然偏高，有较大摩托车切换电动两轮车的空间。

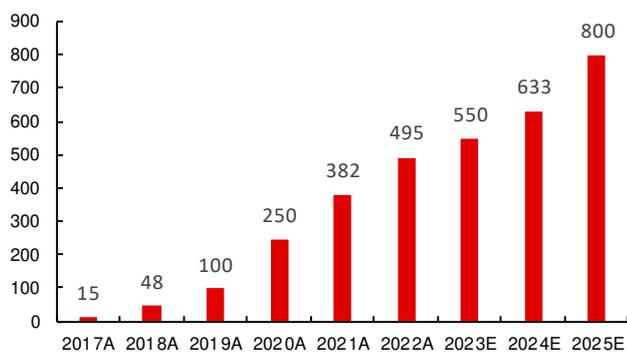
图 22：2023 年中国居民电动助力车拥有量已达 74 辆/百户（单位：辆/百户）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

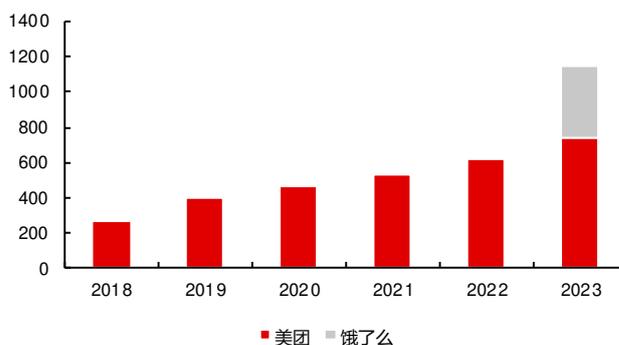
在此基础上，电动两轮车由于性价比高、学习门槛低，且无塞车、停车困扰，被广泛应用于即使配送、共享出行等商用领域。根据艾媒咨询，2023 年共享电单车投放量预计为 550 万辆，且后续将进一步稳健增长。即时配送方面，2023 年美团和饿了么平台骑手数量已分别高达 745 万人和 400 万人，保守预计该部分将带动超 1000 万辆电动两轮车需求。

图 23：预计 2023 年中国共享单车投放量为 550 万辆（单位：万辆）



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

图 24：2023 年美团和饿了么活跃骑手数量为 1145 万人（单位：万人）



资料来源：美团企业社会责任报告，饿了么蓝骑士微信公众号，长江证券研究所

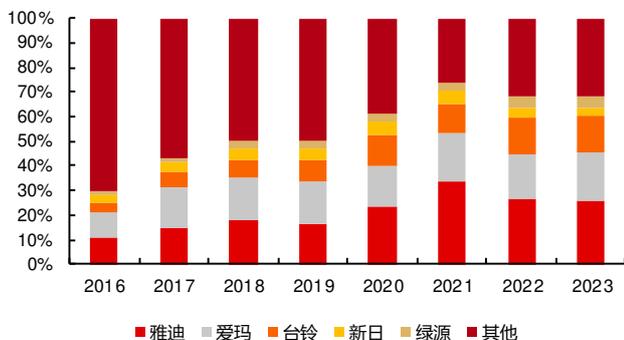
新国标修订落地在即，长期格局整合可期

2016 年至今，中国电动两轮车行业格局经历了两轮优化。2016 年中国电动两轮车销量端 CR3 份额仅为 25.3%，2023 年已提升至 60%（雅迪、爱玛、台铃分别为 25.45%、20%、14.55%），具体来看：

- **2017-2018 年：**行业需求疲弱叠加成本压力加大，导致不具备成本优势的中小厂商主动退出市场，2019 年时中国电动两轮车品牌数量已从 2013 年的 2000 个下滑至 110 个左右；

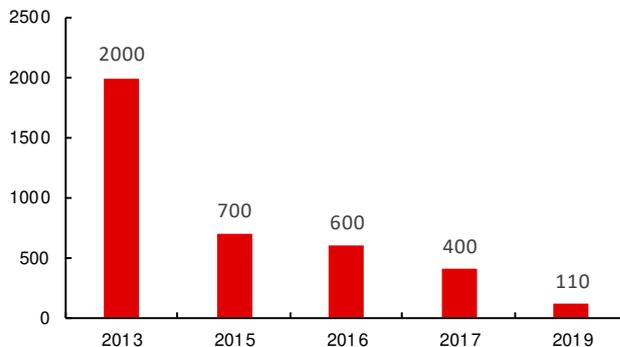
➤ **2020 年至今：“新国标”** 的推出在经营要求、产品质量等维度抬高了行业门槛，并且原材料价格上涨、供应链及线下门店的正常运营受到外力影响也使得经营环境恶化，尾部企业被迫出清，行业快速走向集中。

图 25：2016 年以来中国电动两轮车销量端份额持续集中



资料来源：绿源集团控股招股说明书，艾瑞咨询，搜狐汽车，长江证券研究所（注：2022 年为收入端份额）

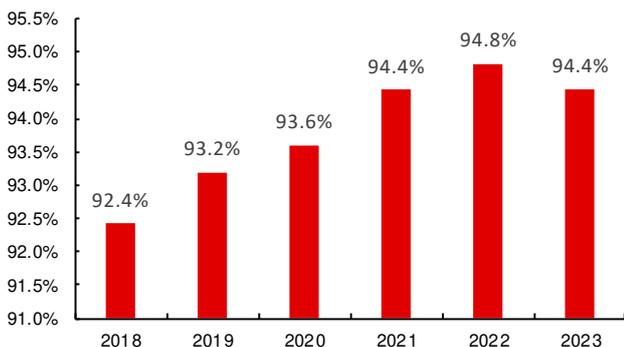
图 26：2019 年中国电动两轮车品牌数量减少至 110 个（单位：个）



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

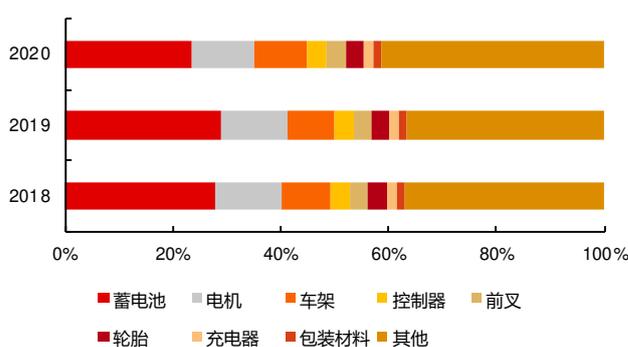
原材料成本在两轮格局的塑造中均起到了重要作用。根据招股说明书，电动两轮车营业成本中的直接材料占比较高，中枢保持在 92% 以上。细拆来看，2018-2020 年公司电池、电机成本平均占比分别为 26.7% 和 12.1%，而目前主要铅酸电池中的核心材料是铅，约占电池成本的 70% 左右；此外，铝也是电动两轮车车架的重要构成。回溯主要大宗原材料历史价格，铅价和铝价在 2017 年和 2021 年走势较强，使得电动两轮车产品成本高涨，尾部企业被迫退出。

图 27：2023 年公司营业成本中直接材料占比为 94.4%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

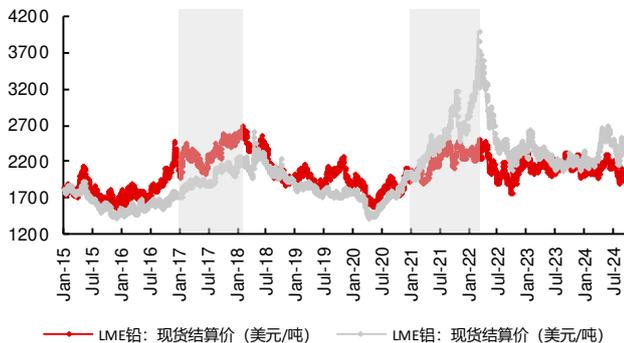
图 28：公司直接材料中蓄电池、电机占比较高



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

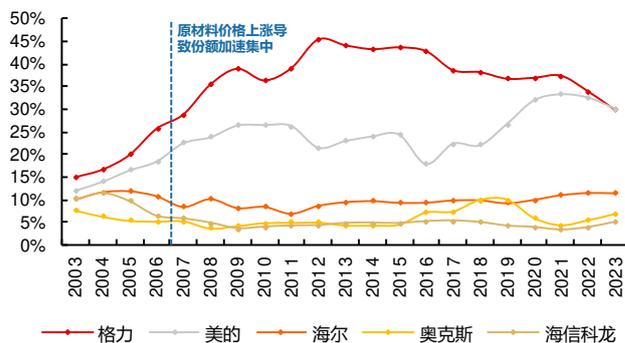
类似的情况还出现在 2007 年之前的空调产业，由于铜价和铝价等大幅上涨，具备规模及供应链优势的白电龙头完成了对出清企业份额端的承接，并在随后的几年与二三线品牌拉开了巨大差异。基于此，我们认为后续来看电动两轮车行业份额有望进一步向爱玛、雅迪等企业集中。

图 29：电动两轮车主要原材料 2017 年和 2021 年走势较强



资料来源：LME，长江证券研究所

图 30：原材料价格上涨导致空调企业销量端份额加速集中



资料来源：产业在线，艾肯网，长江证券研究所

新国标修订即将落地，供给端优化或将利好爱玛等企业加速份额提升。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）》（2019 年新国标的再次修订）。具体来看，新国标修订提升了电动自行车的防火阻燃要求、限制了塑料件的使用比例，且强制要求安装北斗定位系统和实时通信功能，均将在不同程度上增加生产企业的制造成本，同时对企业的生产能力在多方面作出了严格要求，因此，新国标修订落地后部分不具备规模效应以及规范化生产资质的小厂大概率将会被淘汰，爱玛等优质厂家或将迎来份额端的加速提升。

表 4：2019 年新国标与新国标修订差异点汇总

| | 2019 年新国标 | 新国标修订 | 影响 |
|---------|------------|--------------------------------|------------------------------|
| 整车质量限制 | 55kg | 铅酸电池电动自行车质量限制放宽至 63kg，其余不变 | 提升铅酸电池车型续航里程，鼓励铅酸电池车型替换锂电池车型 |
| 脚踏要求 | 所有类型均需配备脚踏 | 纯电驱动模式行驶的电动自行车可以不设置脚踏骑行功能 | 提升实用性 |
| 防火阻燃要求 | 较为宽松 | 进一步完善，且更为严格 | 或需使用新型阻燃材料，增加成本 |
| 塑料件使用比例 | 无明确限制 | 不超过整车质量的 5.5% | 后续产品材料或产生变化，成本可能有所增加 |
| 北斗定位系统 | 无需安装 | 须安装 | 增加成本 |
| 通信功能 | 无需配备 | 须配备 | 增加成本 |
| 防篡改 | 未明确要求 | 电池组、控制器、限速器防篡改 | 禁止非法改装 |
| 企业生产能力 | 未明确要求 | 需具备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 | 小厂或不具备生产资质 |

资料来源：工信部，长江证券研究所

结构优化趋势明确，盈利空间有望扩宽

公司目前热门产品集中在中低价格带，主打高颜值和实用性。以天猫平台旗舰店为例，公司销量 TOP5 电动两轮车型号到手价均在 3000 元以下，主要卖点为高颜值、实用性等，与雅迪相比差异不大但售价更低。反观以九号为代表的电动两轮车新势力，相较于产品外观，其更为重视产品的智能化程度、续航、性能等，从而导致九号热门产品售价大幅高于爱玛。

表 5: 各品牌天猫旗舰店在售销量 TOP5 车型对比

| 爱玛 | | | 雅迪 | | | 九号 | | |
|----------|---------|------------------------|--------|---------|-----------------------|------|---------|--------------------------|
| 型号 | 到手价 (元) | 特点 | 型号 | 到手价 (元) | 特点 | 型号 | 到手价 (元) | 特点 |
| 糖豆 B | 2799 | 外观可爱、轻巧; 智能化程度低 | 冠能 Q50 | 4849 | 长续航, 适合女性; 智能化程度较高 | F90M | 5499 | 高性能, 长续航; 智能化程度高 |
| Q 豆 | 2799 | 外观可爱、续航较长; 智能化程度较低 | 冠能 B60 | 3840 | 复古外观, 适合年轻群体; 智能化程度较高 | M95C | 5699 | 大储物空间, 长续航; 智能化程度高 |
| 元宇宙 PRO | 2699 | 高颜值、长续航, 适合女性; 智能化程度较低 | 冠能 C60 | 3740 | 复古外观, 适合学生群体; 智能化程度较高 | M85C | 5399 | 大储物空间, 长续航; 智能化程度高 |
| 元宇宙 PURA | 2799 | 高颜值、长续航, 适合女性; 智能化程度较低 | 冠能 摩登 | 2879 | 复古外观, 适合女性; 智能化程度较低 | N70C | 3299 | 长续航; 智能化程度高 |
| 哆乐 2024 | 2599 | 车身小巧, 长续航; 智能化程度低 | C15 | 2579 | 大储物容积; 智能化程度较低 | Q85C | 4299 | 轻巧车身, 适合女性, 长续航; 智能化程度中等 |

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 长江证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 5 日)

近两年电动两轮车需求结构显著优化, 为龙头打开提价空间。一方面受益于九号等新进入者对智能技术、高端技术的积极创新, 另一方面受益于电动两轮车的适用范围已从满足白领等人群的日常通勤需求延展至满足年轻人群对时尚、科技的追求, 电动两轮车高端细分市场迎来快速发展; 根据嘉世咨询《2024 年两轮车行业简析报告》, 2019-2023 年线上渠道电动两轮车价格带呈中枢上移态势, 京东、天猫平台 5500 元以上电动自行车销量占比已分别从 2019 年的 6% 和 1% 提升至 2023 年的 15% 和 18%。在此背景下, 传统两轮车龙头也正积极转型, 提升产品技术及智能化水平。

表 6: 2019-2023 年线上平台电动两轮车分价格段销量占比 (价格单位: 元)

| 京东平台 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 天猫平台 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 电动自行车 | | | | | | 电动自行车 | | | | | |
| <2000 | 12.0% | 15.0% | 20.0% | 30.0% | 19.0% | <2000 | 28.0% | 42.0% | 43.0% | 35.0% | 27.0% |
| 2000-3500 | 41.0% | 36.0% | 39.0% | 33.0% | 30.0% | 2000-3500 | 68.0% | 54.0% | 47.0% | 32.0% | 28.0% |
| 3500-4500 | 29.0% | 29.0% | 24.0% | 16.0% | 14.0% | 3500-4500 | 2.0% | 3.0% | 6.0% | 11.0% | 10.0% |
| 4500-5500 | 13.0% | 15.0% | 10.0% | 11.0% | 21.0% | 4500-5500 | 0.3% | 0.9% | 1.9% | 10.0% | 17.0% |
| >5500 | 6.0% | 5.0% | 6.0% | 10.0% | 15.0% | >5500 | 1.0% | 1.0% | 2.3% | 12.0% | 18.0% |
| 电动摩托车 | | | | | | 电动摩托车 | | | | | |
| <2000 | 1.9% | 2.5% | 1.3% | 2.1% | 0.6% | <2000 | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.0% |
| 2000-3500 | 32.0% | 31.0% | 36.0% | 54.0% | 27.0% | 2000-3500 | 66.0% | 59.0% | 41.0% | 33.0% | 16.0% |
| 3500-4500 | 21.0% | 29.0% | 35.0% | 23.0% | 20.0% | 3500-4500 | 24.0% | 27.0% | 29.0% | 34.0% | 28.0% |
| 4500-5500 | 15.0% | 14.0% | 13.0% | 11.0% | 20.0% | 4500-5500 | 3.0% | 6.0% | 11.0% | 12.0% | 18.0% |
| >5500 | 30.0% | 23.0% | 15.0% | 11.0% | 33.0% | >5500 | 7.0% | 8.0% | 19.0% | 21.0% | 38.0% |

资料来源: 嘉世咨询, 长江证券研究所

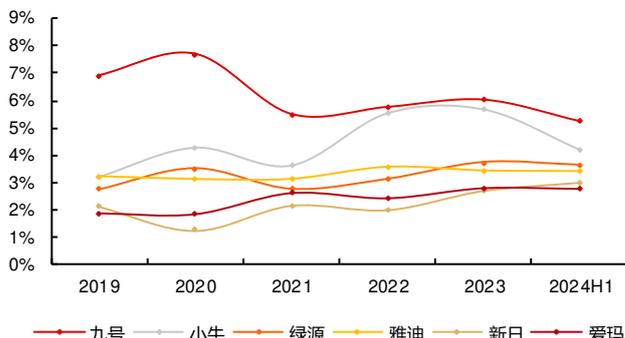
公司已对高端赛道进行布局, 但智能化水平仍存在一定提升空间。公司近年已逐步拓宽价格带, 发布仰望、骁龙等 4500 元以上车型, 并于 2024 年初发布机能风高端车型机甲师, 配备镂空悬浮空气坐垫、X 型动态数码大灯等酷炫外观, 以及智能控车、断电感应等智能化技术。客观来讲, 公司产品智能化水平较竞品还存在较大差距, 2023 年鲁大师智能化评测年度总分仅为 209 分 (九号、小牛、雅迪分别高达 850、618、486 分), 且近年来公司研发费用率也处于行业较低水平, 2024H1 仅为 2.8%, 若想真正切入智能高端赛道或需加大研发投入。但中长期来看, 随着产品价格带的持续延展, 公司盈利能力有望实现进一步提升。

图 31: 2023 年鲁大师智能化评测年度总分为 209 分 (单位: 分)



资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所

图 32: 公司研发费用率在可比公司中相对较低



资料来源: Wind, 长江证券研究所

增量业务: 电动三轮车稳健增长, 公司强化产业布局

行业总量稳健提升, 公司增长空间充足

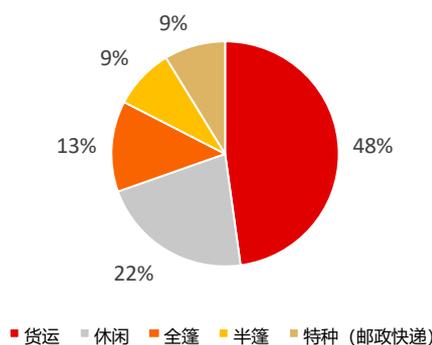
多重需求共同推高中国电动三轮车产业总量, 预计后续将维持稳健增长态势。随着城市化进程的加快和群众对绿色出行方式的追求, 电动三轮车在低线城市日常代步、末端配送、物流运输等领域的需求不断增加, 合力推动中国电动三轮车销量从 2017 年的 1030.2 万台提升至 2023 年的 1400 万辆¹, 年均复合增速约为 5.24%; 结构端, 2023 年货运类在电动三轮车总销量中的占比高达 48%, 其次是休闲类 (22%) 和全篷类 (13%)。后续来看, 一方面货运类、特种类电动三轮车还存在较大的替换汽车、两轮车的空间, 另一方面中国老龄化问题严峻, 作为老年人理想的出行工具, 休闲类电动三轮车需求或持续扩容; 综上, 我们认为中国电动三轮车行业总量将稳步提升。

图 33: 2017-2022 年中国电动三轮车销量 CAGR 为 6.25%



资料来源: 中国报告大厅, 长江证券研究所

图 34: 2023 年货运电动三轮车销量占比为 48%



资料来源: 电动新能源车微信公众号, 长江证券研究所

电动三轮车竞争格局松散, 公司长期份额提升空间较大。对比电动两轮车, 中国电动三轮车行业竞争格局较为松散, 根据电动新能源车微信公众号, 现阶段市场上约有 270 家电动三轮车企业, 其中年产量 30 万辆以上的共 8 家, 年产量 10-30 万辆的约 10 家;

¹ 2023 年与 2017-2022 年数据来源不同, 故统计口径可能有差异

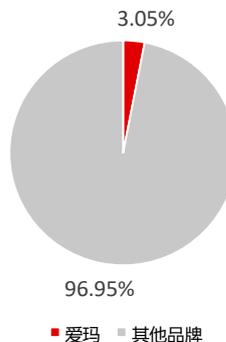
2023 年公司电动三轮车产量达 42.7 万辆，虽处于第一梯队，但根据测算，其销量端市占率也仅为 3.05%。基于此，我们认为在行业集中度较低，且龙头缺失的电动三轮车赛道，公司长期份额提升空间值得期待。

图 35：目前中国约有 8 家电动三轮车企业年产量在 30 万辆以上

| 梯队 | 年产量 | 企业数量 |
|------|---------|-------|
| 第一梯队 | 30万辆以上 | 8家 |
| 第二梯队 | 10-30万辆 | 约10家 |
| 第三梯队 | 5-10万辆 | 约20家 |
| 第四梯队 | 3-5万辆 | 约30家 |
| 第五梯队 | 3万辆以下 | 约200家 |

资料来源：电动新能源车微信公众号，长江证券研究所

图 36：2023 年公司电动三轮车销量端市占率仅为 3.05%



资料来源：公司公告，电动新能源车微信公众号，长江证券研究所

公司完善业务布局，有望带动盈利能力上提

为抢占行业份额：公司对电动三轮车业务进行多维度布局：

- **渠道端**：电动三轮车与两轮车类似，多依靠线下门店销售，公司电三产品可借助原有成熟的渠道体系快速切入各个市场；
- **产能端**：2024 年 4 月底，公司发布公告，拟投资约 30 亿元建设丰县产业园项目，用于扩大公司电动三轮车产品产能，5 月底，爱玛再次发布扩产公告，拟投资 20 亿元兴建兰州新区产业园项目，用于进一步扩大公司电动两轮车、电动三轮车产品产能。而根据公司招股说明书，2018-2020 年公司产能利用率分别为 94.89%/95.21%/99.08%，基本处于满产状态，因此本次扩产将有效提升公司电动三轮车业务生产能力，更大程度满足市场需求；
- **产品端**：根据爱玛电动三轮车京东旗舰店，公司在售产品主要以休闲类及半篷类电动三轮车为主，其中休闲类 SKU 数量较多（约 10 个系列），售价覆盖 6000 元到 11200 元，半篷车主要集中在 7000-9500 元价格。以各品牌热销休闲电动三轮车为例，公司主打中高端赛道，售价虽明显高于竞品，但功能也更为完备。

表 7：各品牌电动三轮车产品参数对比

| | 爱玛开心 Q70 焕新版 | 凤凰 甲壳虫 | 永久 新国标星耀 | 飞鸽 XK-1 | 奥刻 AK-XTDL | 杰牛 小豆丁 |
|-----------|----------------------------------|-----------|-------------|------------|---------------|-----------|
| 整车重量 (kg) | 116-145 | - | 56-85 | - | 55 | 56-85 |
| 载重量 (kg) | 101-300 | 101-300 | 101-300 | 300 | 101-300 | 101-300 |
| 续航里程 (km) | 61-80 | 41-60 | 61-80 | 41-60 | 21-40 | 61-80 |
| 其他特点/功能 | 噪音小、爬坡能力强，电量回收，防溜坡，USB 车载充电，可连蓝牙 | 爬坡能力强，防溜坡 | 防溜坡 | 无 | 爬坡能力强，防溜坡 | 爬坡能力强 |
| 京东价 (元) | 6905 | 3699 | 5000 | 1718 | 3099 | 3980 |

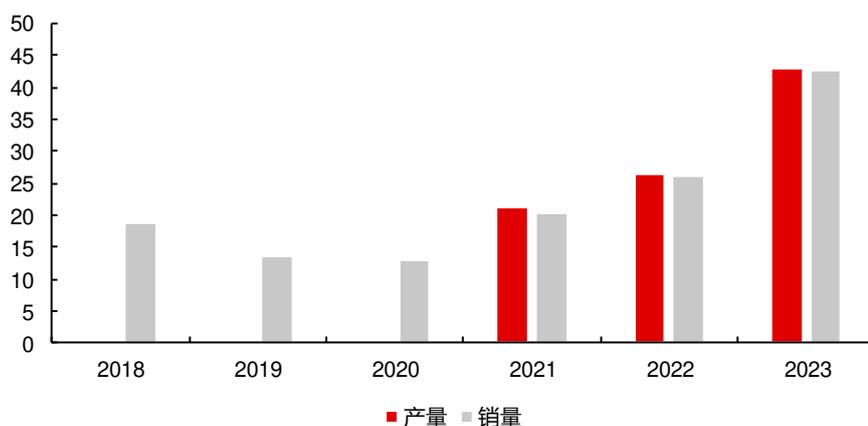
产品图片



资料来源：各品牌京东旗舰店，长江证券研究所（注：截至 2024 年 10 月 15 日）

公司电动三轮车业务增速及毛利率远超整体，未来或将带动公司盈利能力提升。近年来，公司电动三轮车产品逐年放量，带动 2015-2023 年公司电动三轮车业务收入端 CAGR 高达 47.68%，远高于公司整体，该业务营业收入占比从 1.07% 提升至 6.82%。在此基础上，得益于规模效应及产品结构优化，2023 年公司电动三轮车业务毛利率已提升至 21.6%，大幅优于电自业务/电摩业务/公司整体的 16.6%/14.8%/16.5%；因此，我们认为随着电动三轮车业务收入占比的进一步提升，公司整体盈利能力有望迎来结构性优化。

图 37：2023 年公司电动三轮车销量达 42.7 万辆（单位：万辆）



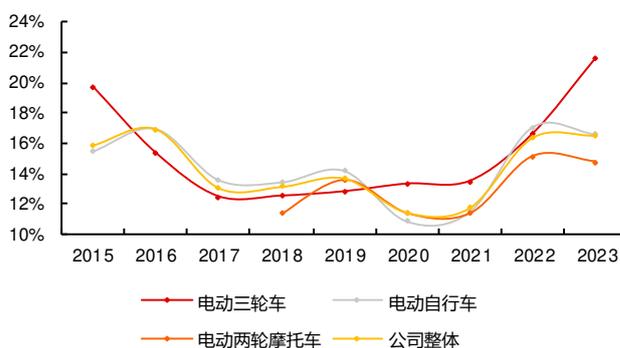
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 38：2023 年公司电动三轮车业务收入占比已提升至 6.82%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：2023 年公司电动三轮车业务毛利率为 21.6%



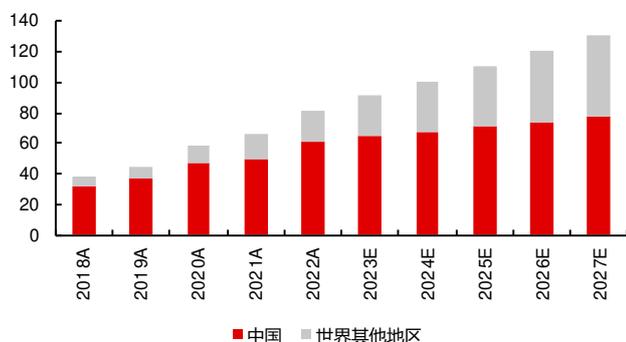
资料来源：Wind，长江证券研究所

潜力业务：海外增量可观，国牌出海或成趋势

外销需求持续向好，出海前景值得期待

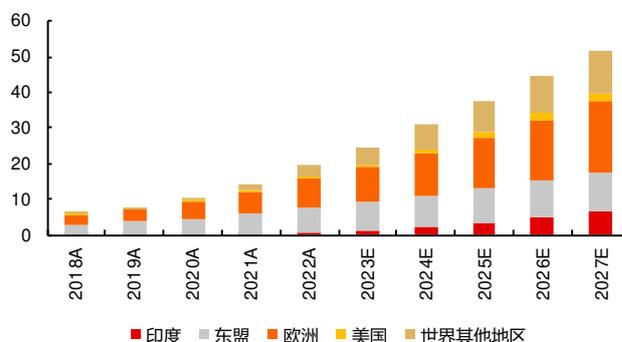
电动两轮车行业内销增长逐步趋缓，海外需求有望维持高景气。绿源集团招股说明书口径下，2022年中国、海外电动两轮车销量分别为6070万台、2110万台，中国市场规模占比超74%，海外需求仍相对有限。后续来看，预计2023-2027年全球电动两轮车销量CAGR为9.5%，其中中国市场达4.6%，海外市场达19.4%，电动两轮车外销将贡献主要增量。具体来看，预计2023-2027年印度/美国/欧洲/东盟地区复合年均增速分别为46.8%/21.8%/19.4%/9.8%；基于此，预计后续电动两轮车外需的高景气度主要由印度及欧美市场带动。

图 40：预计 2027 年全球电动两轮车规模达 1.3 亿辆（单位：百万辆）



资料来源：绿源集团招股说明书，长江证券研究所

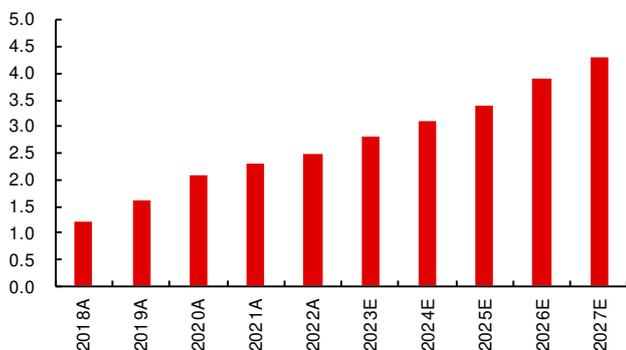
图 41：预计印度市场电动两轮车销量规模增长最快（单位：百万辆）



资料来源：绿源集团招股说明书，长江证券研究所（注：世界其他地区不包含中国）

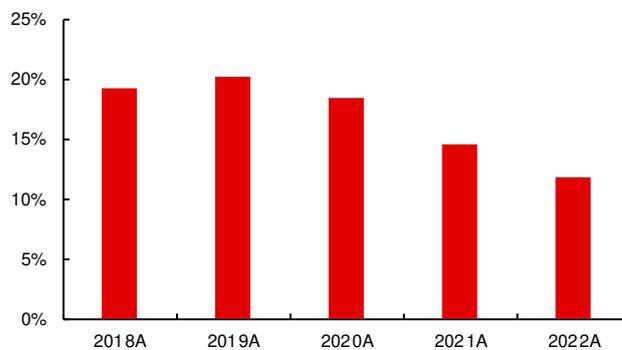
国内电动两轮车企业仍以内销为主，全球化份额扩张前景可观。2022年中国电动两轮车出口量为250万辆，虽然近几年呈现快速增长趋势，2018-2022年CAGR高达20.14%，但由于海外市场需求旺盛，中国出口量占海外销量的比重有所下滑，2022年仅为11.85%。考虑到国内电动两轮车厂商在供应链、产能、生产技术等方面较为完善和成熟，且产品具备一定全球竞争力，我们认为国内厂商出海前景值得期待。

图 42：2022 年中国电动两轮车出口量为 250 万辆（单位：百万辆）



资料来源：绿源集团招股说明书，长江证券研究所

图 43：2022 年中国电动两轮车出口量仅占海外总需求的 11.8%

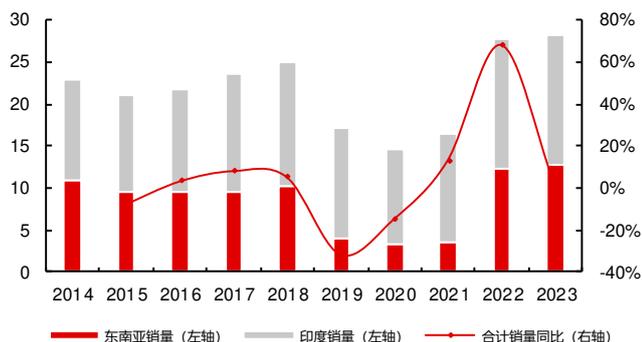


资料来源：绿源集团招股说明书，长江证券研究所

政策助推东南亚&印度摩托电动化，公司推进研产销本地化运营

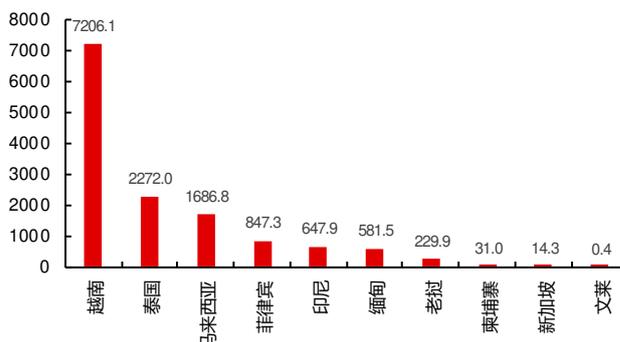
东南亚&印度市场来看，燃油摩托车现阶段仍是居民出行的主要方式之一，主要是受交通系统等基础设施、人均收入等经济水平制约，汽车普及率并不高。根据 Statista, 2014-2023 年东南亚&印度市场摩托车合计销量中枢维持在 2000 万辆以上，仅 2019-2021 年需求有所承压；在此基础上，越南、泰国、马来西亚、菲律宾最新摩托车登记注册数量也分别高达 7206.1、2272、1686.8、847.3 万辆。

图 44：2023 年东南亚&印度摩托车销量达 2818 万辆（单位：百万辆）



资料来源：statista，长江证券研究所

图 45：越南摩托车最新登记注册数量达 7206 万辆（单位：万辆）



资料来源：ASEAN，长江证券研究所

在全球碳中和、化石燃料向清洁能源转型的过程中，汽车电动化趋势显著，而在东南亚等汽车普及率较低的地区则体现为油摩转电摩。近年来，越南、印度、泰国、印尼等国已陆续出台不同形式的“油换电”政策，鼓励消费者将燃油摩托车置换为电动两轮车，其中越南将于 2030 年在核心城市设置禁摩令，其余国家则侧重于通过对供给端或需求端的补贴推动电动两轮车行业的发展。

表 8：东南亚&印度各国摩托车相关政策梳理

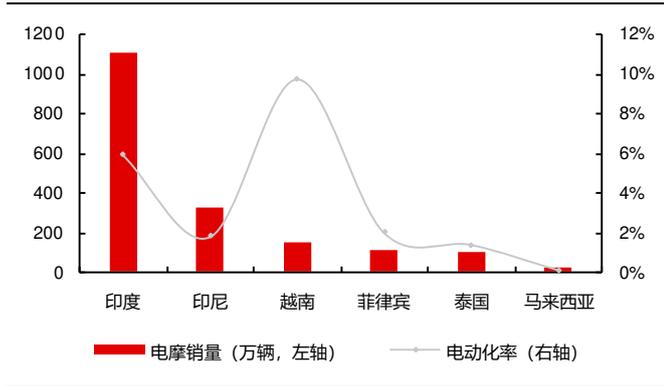
| 地区 | 政策详情 |
|-------|---|
| 越南 | 河内市 2030 年将全面禁止摩托车上路。 |
| 印度 | 自 2025 年 3 月 31 日起，在印度销售的 150CC 以下的两轮车将全部为电动车。 发布 2024 年《电动交通促进计划》，对电动两轮车每千瓦时电池容量补贴 5000 卢比，上限为车辆出厂价格的 15%，每辆车最高补贴 10000 卢比。 |
| 泰国 | 2024 年 1 月起，个人消费者在 2024-2027 年期间购买符合条件的电动两轮车，每辆将获得 0.5-1 万泰铢的补贴。 2024 年 1 月起，售价不超过 700 万泰铢的进口电动车（包括两轮车），消费税从 8% 降至 2%；享受该项优惠的外国电动车制造商，2026 年要在泰国生产其出口至泰国至少 2 倍数量的电动车，2027 年需在泰国生产 3 倍数量的电动车。 |
| 印度尼西亚 | 计划到 2030 年电动摩托车保有量达到 1300 万辆（包含改装车辆），并到 2050 年只允许销售电动摩托车。 印尼政府 2023 年计划拨款 1.7 万亿印尼盾，为 25 万辆电动摩托车提供补贴，其中包括 20 万辆新电动摩托车和 5 万辆改装电动摩托车。 |
| 菲律宾 | 至 2028 年，电动两轮车将享受零关税优惠。 |

资料来源：国家税务总局，央广网，中国新闻网，中工网，环球网，经济日报，电摩公社，长江证券研究所

东南亚&印度市场电动化比例仍然偏低，且电摩经济性显著高于油摩，预计市场将持续扩容。根据 Marklines，东南亚&印度市场摩托车电动化水平普遍较低，最高的越南也仅

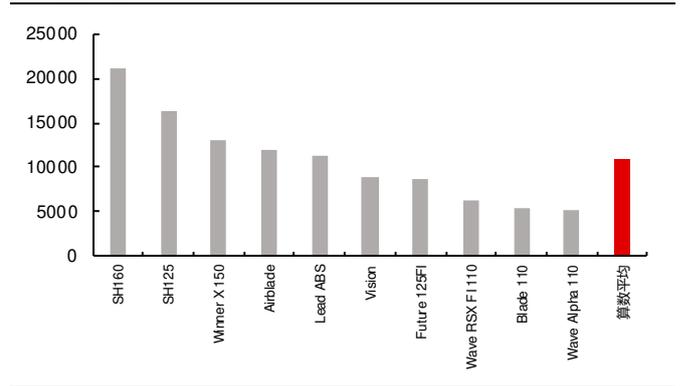
为 9.78%，包括电摩在内的电动两轮车长期渗透率提升空间充足。此外，东南亚&印度地区油摩价格整体来看远高于电摩；以越南为例，本田是越南第一大摩托车品牌，2024 年 1-7 月销量占据 70% 以上份额，其销量 TOP10 车型中的最低价格也高达 5080 元，十款车型平均售价超万元人民币，而公司越南官网在售的五款电摩最高价也仅为 4804 元，五款均价仅为 3986 元，外加实际使用中电费远低于油价，电摩品类展现出较强的性价比。

图 46：2024 年 1-7 月印度市场摩托车电动化比例仅为 5.97%



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 47：2024 年 1-7 月越南本田销量 TOP10 摩托车车型均价超 10000 元（单位：元）



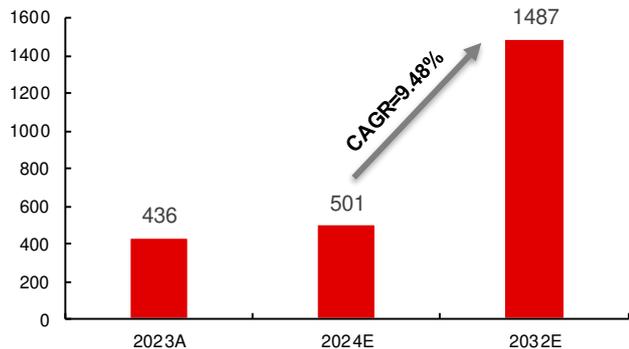
资料来源：本田越南官网，长江证券研究所（注：取 2024 年 10 月 9 日汇率）

东南亚&印度市场正加大摩托车供应链的转型和建设，但目前还处于起步阶段，仍需引进领先的外商投资及产品进口，因此目前补贴较为积极，中国企业有望抓住窗口期，通过领先的技术和规模优势获取一定市场份额。并且，公司正积极进行本土化建设，2024 年 3 月，公司东南亚生产基地已在印度尼西亚正式投产，即使上述地区加大对当地企业的保护，公司也可以通过研产销本地化运营规避部分风险。

欧美 E-bike 格局相对松散，公司取得渠道&产品端突破

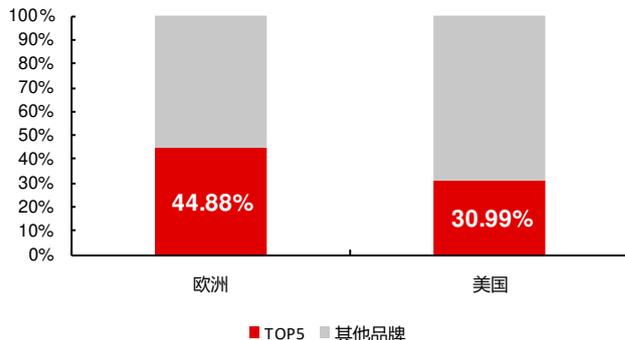
欧美市场电动两轮车主要增量来自 E-bike，当前格局相对松散，对新进入者较为友好。不同于东南亚及印度市场，欧美市场电动两轮车的增量或主要来自于 E-bike（电动助力自行车），其通过动力辅助实现人力与电力的混合输出。E-bike 极大程度上保留了传统自行车的原始形态及骑行体验，主要适用于户外运动、休闲娱乐、通勤代步等场景，得益于欧美消费者骑行习惯的养成以及产品本身绿色环保的属性，E-bike 行业整体有望实现较快增长。根据 Future Business Insights，2023 年 E-bike 全球规模已达 436 亿美元，预计 2032 年将达 1487 亿美元，期间 CAGR 高达 14.61%。具体到欧美市场来看，目前 E-bike 行业集中度相对中国电动两轮车市场还处于较低水平，欧洲/美国 CR5 分别为 44.88%/30.99%，新进入者依然存在较大抢占份额的可能性和空间。

图 48: 预计 2032 年全球 E-bike 规模达 1487 亿美元 (单位: 亿美元)



资料来源: fortune business insights, 长江证券研究所

图 49: 2024 年欧美 E-bike 市场集中度相对较低



资料来源: mordor intelligence, 长江证券研究所

公司产品力不输当地龙头, 且已打通部分渠道, 未来发展前景可期。公司于 2023 年开始打造面向美国主要市场的 AIMA E-bike 品牌, 推出 Big Sur 系列产品, 并在 2024 年美国国际消费类电子产品展览会 (CES) 上推出 Santa Monica, 同时宣布与八方电机在 E-bike 领域达成深度合作。产品端, 对比与美国前十大 E-bike 制造商中 RAD POWER BIKES、JUICED BIKES、ARIEL RIDER 的同级别产品, 公司产品已不存在明显差距, 尤其是 Santa Monica, 在速度、轻量化、最大载重及性价比等方面全面领先竞对, 仅续航里程还存在一定优化空间。渠道端, 根据官网数据显示, 一年左右时间公司已打通多家美国 E-bike 连锁, 开拓终端触点超 400 个。基于此, 我们认为凭借公司在中国电动两轮车领域多年深耕所积累的用户洞察经验、研发实力和制造能力, 随着后续 SKU 的扩充以及渠道的进一步打开, 公司有望在欧美 E-bike 市场取得突破, 从而在一定程度上增厚上市公司的规模和利润。

表 9: 公司与美国龙头 E-bike 产品参数对比

| 型号 | 爱玛 Big Sur | 爱玛 Santa Monica | RAD POWER BIKES Radster Trail | JUICED BIKES RipCurrent S Step-Through | ARIEL RIDER X-Class |
|------------|------------|-----------------|-------------------------------|--|---------------------|
| 电动机功率 (W) | 750 | 750 | 750 | 1000 | 1000 |
| 最高时速 (MPH) | 28+ | 28+ | 28 | 28 | - |
| 电池品牌 | LG | LG | 三星/LG | - | - |
| 续航里程 (英里) | 60 | 60 | 65 | 70+ | 75+ |
| 重量 (磅) | 82 | 64 | 78 | 73 | 78 |
| 最大载重 (磅) | 400 | 400 | 370 | 300 | 300 |
| 售价 (美元) | 1999 | 1899 | 2199 | 2399 | 2399 |
| 图示 | | | | | |

资料来源: 各品牌美国官网, 长江证券研究所 (数据截至 2024 年 10 月 9 日)

投资建议：把握 α & β 共振优质龙头

行业层面，2019 年新国标落地后电动两轮车行业增长提速，多重需求共振下，规模预计将维持稳步增长，外加 2024 年版新国标落地在即，行业格局有望进一步优化，利好头部厂商。公司层面，二十余年深耕公司已形成较强品牌、渠道、成本优势，且现已布局高端赛道，有望带动盈利持续上提。在此基础上，公司正加力电动三轮车业务及海外市场探索，长期份额提升空间较为可观。基于此，我们判断公司发展前景可期，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.53、23.70 和 28.44 亿元，对应 PE 分别为 18.5、15.2 和 12.7 倍，给予“买入”评级。

风险提示

1、原材料价格波动风险。公司产品主要使用钢、铝、铜等金属原材料，以及塑料等大宗原材料，若原材料价格出现持续大幅上涨，则可能造成公司毛利率回落的风险。

2、海外渠道开拓不及预期。公司海外业务销售场景均偏向线下，渠道开拓对于业务增长的助力较为重要，渠道开拓不及预期或影响公司营收增速表现。

3、新品研发节奏不及预期。新国标修订版即将落地，对产品外观、性能等做出不同要求，若公司新品研发节奏未能跟上，将对收入增速以及市场份额等造成一定的影响。

4、贸易保护主义带来的市场风险。公司已开始全球化布局，并建设海外产能，如部分国家和地区通过提高关税、强制认证等手段保护自身经济利益，将导致企业运营成本增加，可能会影响到公司出口业务的竞争力及盈利能力。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。由于市场环境变化相对较快，比如原材料价格等因素可能存在变化，从而有可能带来对公司毛利率等指标的波动，进而带来整体盈利预测跟最终实际情况存在差异的可能。

若我们的假设不成立或者不及预期，盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若终端需求有所走弱，或原材料价格持续处于高位，公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2024-2026年营业总收入增速分别降至2.2%、14.9%、13.8%，且毛利率分别降至17.09%、17.22%、17.30%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降至0.7%、19.9%、18.7%。

表 10：公司收入和利润敏感性分析（单位：亿元）

| 项目 | 基准情形 | | | | 悲观情形 | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 210.36 | 215.77 | 248.85 | 283.93 | 210.36 | 215.00 | 247.04 | 281.13 |
| yoy | 1.1% | 2.6% | 15.3% | 14.1% | 1.1% | 2.2% | 14.9% | 13.8% |
| 毛利率 | 16.51% | 17.38% | 17.62% | 17.83% | 16.51% | 17.09% | 17.22% | 17.30% |
| 归母净利润 | 18.81 | 19.53 | 23.70 | 28.44 | 18.81 | 18.93 | 22.70 | 26.93 |
| yoy | 0.4% | 3.8% | 21.4% | 20.0% | 0.4% | 0.7% | 19.9% | 18.7% |

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

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

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。