



两轮车市场共识与分歧展望

——25年两轮车行业前瞻专题

(爱玛科技603529.SH/雅迪控股1585.HK/九号公司689009.SH)

2025. 02. 05

分析师：邓 欣 S0010524010001 dengxin@hazq.com

分析师：成浅之 S0010524100003 chengqianzhi@hazq.com

联系人：唐楚彦 S0010124070002 tangchuyan@hazq.com

核心结论

年初各类政策相继发布，当前市场已一致预期25年板块需求转好与格局优化。**1月随新国标以及以旧换新两大重磅政策正式落地，板块即将步入验证阶段；共识能否超预期兑现，将进一步决定股价走向和高度。**当前分歧点主要集中在25年**需求高度、份额拉锯以及盈利兑现**三方面，本文提供核心研究结论如下：

- ✓ **1.13和1.23两项政策正式稿皆更为完善，利好实质经营，24年的政策扰动和执行掣肘不复存在。**
- ✓ **25年需求核心变量在于政策和补库，最大看点是以旧换新的边际拉动，我们中性预计25年可带来10-15%增量。**
- ✓ **25年补库带来厂商出货优于终端动销，Q1节后销售将成板块第一催化节点；我们预期H1国补刺激渠道集中补库旧国标车，H2将有新国标车的提货刺激。**
- ✓ **格局集中带来另一增量，参考CR10及白名单份额，长尾出清空间介于10%上下，出清节奏取决于合规执行力度。**
- ✓ **谁能抢占更多份额？上轮新国标期结果，格局红利于CR2集中释放；近年价格战/高端化始终并存，头部梯队竞争也在拉锯，结合定价优势/扩店动机/推新节奏短期展望，爱玛增长受益相对确定，雅迪大概率边际回暖。**
- ✓ **总体均价受益产品结构抬升，新国标车成本亦小幅抬升，单车盈利的不确定性在于旧国标车压制（价格更低和小品牌可能的低价竞争），考虑最新政策已有平横（新国标车补贴更多），我们认为并无下滑风险。**

我们认为：**立足25年，需求转好与马太效应有望带来全年板块强β，具体投资催化可看Q1补库效应、旺季以旧换新和H2新国标车试销等重要刺激信号，把握行业投资三重催化。**

投资建议：爱玛科技（增长及受益相对确定）、**雅迪控股**（恢复弹性为超预期点）、**九号公司**（差异化成长持续）。

风险提示：政策执行/需求不及预期；品牌竞争加剧；三方数据失真；数据测算偏差

目录

➤ 01. 2024：预期先行能否兑现？

➤ 02. 2025：市场分歧如何走向？

股价回顾：预期先行、业绩平淡

24年股价可见：预期引领头部公司股价先行。

政策主导4月/7-9月两次行情：24年重点政策（新国标+3个标准+白名单+以旧换新）在4月及7-9月密集发布，政策点火下，市场预期两轮车25年再现需求转好与格局优化，对应雅迪爱玛于4-5月/7-9月集中上涨；

11月换标下头部股价开始分化：11月二者股价分化开启，反映爱玛认证节奏领先下股价上涨更为强势。

雅迪/爱玛24年股价回顾



资料来源：Wind，政府官网，华安证券研究所

股价回顾：预期先行、业绩平淡

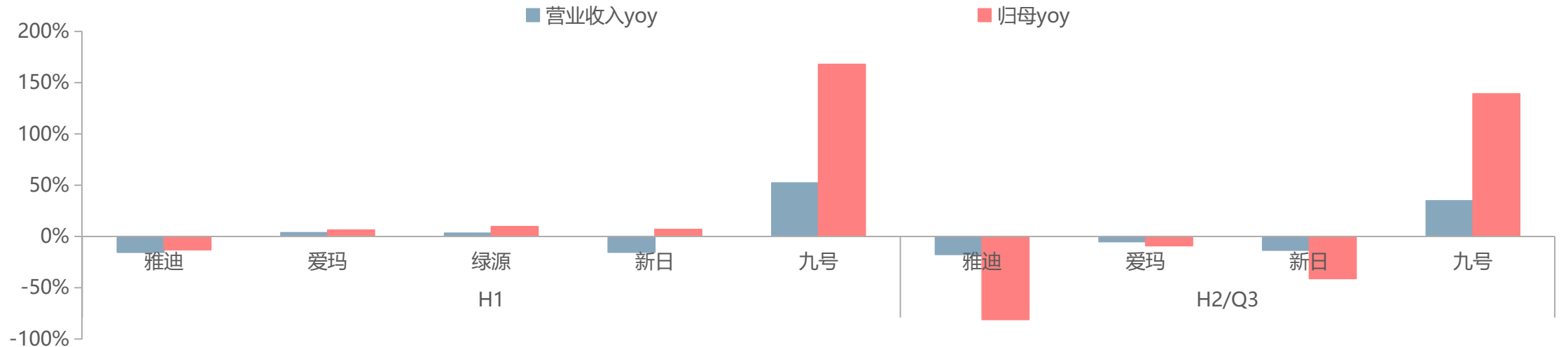
24年业绩可见：24Q1-3/全年头部公司经营整体平淡。

行业表现：我们认为24年行业偏弱的原因①终端需求疲软、②H1国检的一次性影响、③全年政策切换及H2认证影响提货。

公司表现：除九号外整体平淡，雅迪因渠道调整及自身经营变革，业绩弱于同业，但也带来25年更高预期。

立足25年：市场预期能否超预期兑现，将进一步决定股价的走向和高度。

24年各品牌业绩表现



注：爱玛/九号/新日仅披露Q3业绩，雅迪收入及归母增速根据24年盈利预告区间预测。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

新国标政策的“边际增量”

1月13日正式“新国标”较意见稿的核心增量在于：延长交接过渡期，以保25年切换顺畅。

变化点：①过渡期：生产由6个月延至8个月，旧国标生产截至25/8/31、销售截至25/11/30。②北斗模块：所有电动车加装通信模块，但商业车要求北斗模块、民用可选。

维持点：限塑、防篡改、整车质量放松、不强制安装脚踏等要求。

新国标正式稿和意见稿相关表述差异

政策主要变化	17761正式稿	17761意见稿
过渡期	8个月生产过渡期+3个月销售过渡期	6个月生产过渡期+3个月销售过渡期
北斗定位	用于城市物流、商业租赁等经营性活动的电动自行车,应具有北斗模块。对于其他类型的电动自行车,应设计有北斗模块,销售时由消费者选择是否保留。	车辆必须具备北斗定位和动态安全监测功能。

以旧换新政策的“边际增量”

1月23日正式“以旧换新”较24年的核心增量则在于：扩容加码力度和优化执行掣肘。

变化点：①**扩容补贴对象：**对换购铅换锂和新国标加大补贴，鼓励首购新国标补贴，鼓励购买白名单企业新车。②**拓展收旧范围：**来源明确、配备车载电池的旧车均可参加（含无牌车），换新补贴不含旧车售卖。③**简化补贴流程：**鼓励支付立减、不与上牌挂钩、门店提供售旧换新辅助上牌等一站式服务。④**简化门店审核准入：**各地自主确定销售门店（含个体工商户）和回收企业目录（不少于2家），换新售价不高于前1个月均价。

总结来看：两项政策的正式稿皆更完善，利好实质经营，24年的政策扰动和执行掣肘将不复存在。

25年以旧换新：江苏、湖北加大补贴力度利好实质经营

	24年补贴力度	25年补贴力度
江苏	按阶梯补贴，最高档3000元： 2000元以下补300元； 2000元(含)-3000元补400元； 3000元(含)以上补500元； 其中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，再额外补100元。	按百分比补贴： 补贴最终销售价格的30%，最高不超过1000元。
湖北	固定补贴： 1500元（含）以上补500元，其中换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，再额外补100元。（24年10月23日起）	按阶梯补贴，最高档4000元： 满1500元补500元； 满2000元补600元； 满3000元补700元； 满4000元补800元； 其中换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，再额外100元。

PART 1

2024：预期先行能否兑现？

预期共识①：以旧换新驱动需求转好

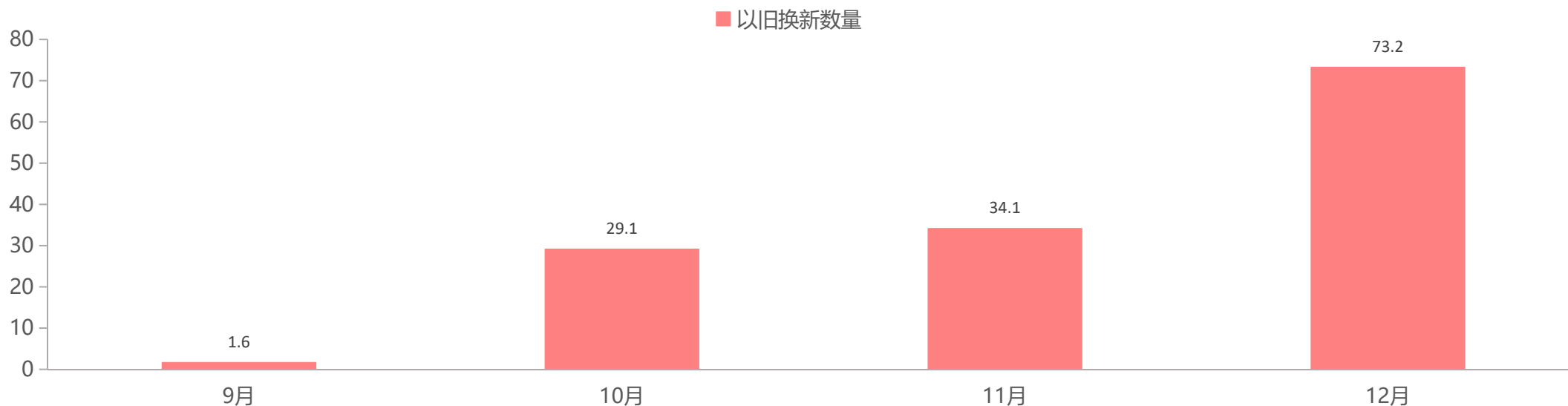
我们认为：

- ✓ **25年行业增量的最大看点在于“以旧换新”的边际拉动。**
- ✓ **新国标带来的增量意义预计低于上轮。** 区别在于，19年新国标规范电自电摩带来大量强制换车需求；25年新国标由安全性主导，更偏补丁升级，强制替换的意义不可同日而语。

我们中性预计，25年以旧换新可为行业带来10-15%增量。

①参考24年10-12月以旧换新月均销量45万台，预计25年换新销量可达540万台（参考24年销量4920万台，对应增速约10%）；考虑国补扩容加码，参考12月单月销量，若以单月60万台线性外推，预计25年换新销量可达720万台（对应增速约15%）。

24年9月-12月电动自行车以旧换新数量（万台）



预期共识①：以旧换新驱动需求转好

若再考虑以旧换新核心目的“对存量锂电车型风险隐患的处置”，亦可对应25年约20%的可观增速空间。

②参考当前存量锂电车的前置替换需求（从补贴铅换锂、锂电池健康评估等可见），若以电动两轮车3-5年替换周期计，25年对应潜在可替换的存量锂电车达2271万台（21-22年合并，对应**年均销量约有20%增速空间**）。

21年-22年锂电车存量及替换空间

	行业销量 (万台)	锂电占比	锂电车销量 (万台)
2021	4350	23%	1018
2022	5010	25%	1253
		合计	2271
21-22存量锂电车替换完成所需时间		2年	3年
年均替换 (万台)		1135	757
同比24年增量		23%	15%

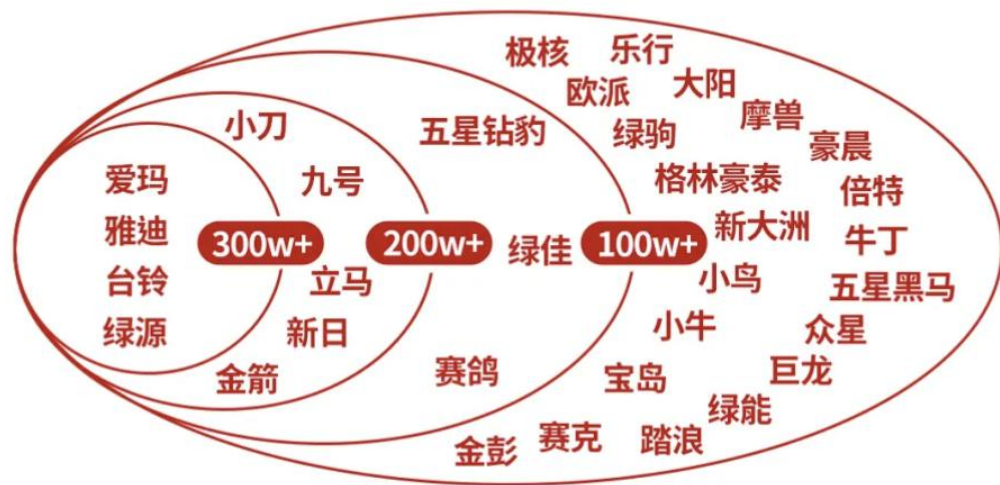
预期共识②：马太效应仍有空间

我们认为：

- ✓ 基于行业现存格局，行业CR10已近90%，长尾企业出清将为头部梯队带来另一增量空间。
- ✓ 从白名单企业份额，14家入围企业销量合计占比85-87%，同样带来约10%的出清空间。

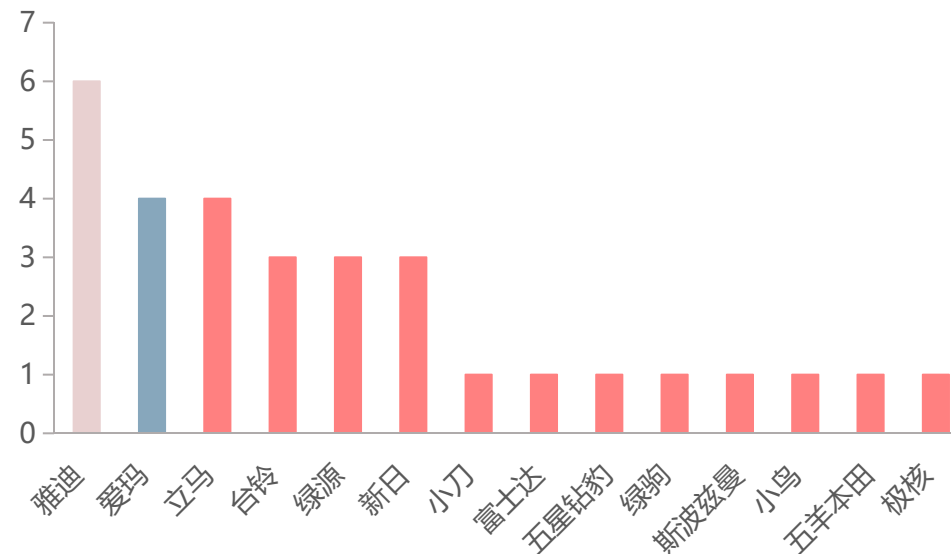
新国标、国补及白名单政策皆有望提升行业集中度。新国标从严要求生产厂商质保，需具备整车及关键部件生产、检测及质控能力；以旧换新虽不与白名单强制挂钩，但鼓励购买白名单企业新车；本轮合规红利下，消费者与经销商将给与头部品牌更高的信任度。

24年行业品牌销量分布



资料来源：营商电动车，华安证券研究所

雅迪/爱玛白名单工厂数量领先



资料来源：工信部，华安证券研究所

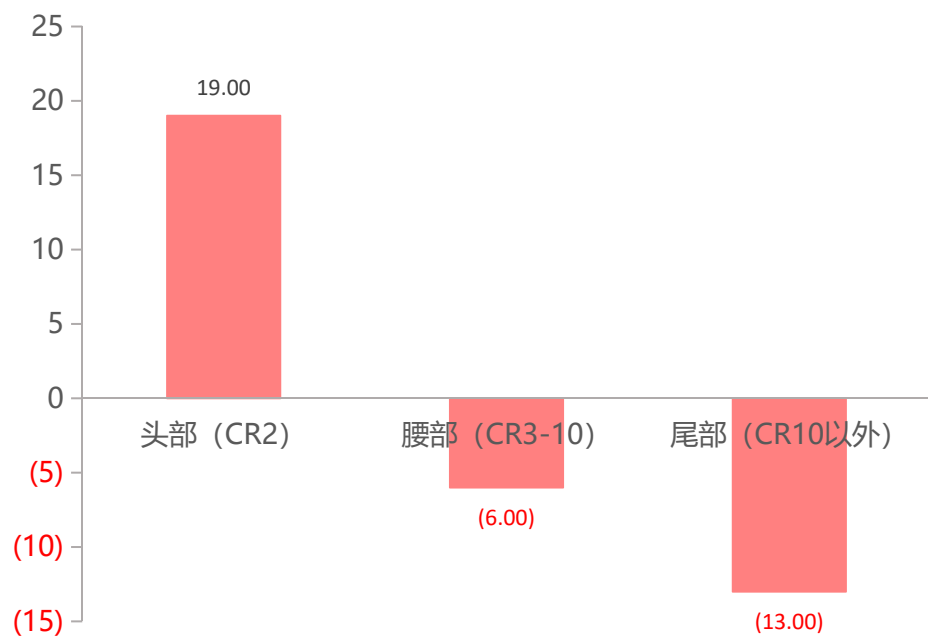
预期共识②：马太效应仍有空间

聚焦CR2:

- ✓ 上轮新国标期份额变化显示(19-23年): 格局红利于CR2集中释放, 带来“CR2从30到50%, CR2之余皆被稀释”的结果。
- ✓ 当前: CR2本身仍有空间(对标空调CR2 > 70%), 而出清规模和节奏则取决于25年起合规监管的执行力度。

我们假设本轮政策变革推动行业尾部出清5/7/9%、腰部出清1/3/5%，即能带来**格局集中度CR2由50%提至56-64%，CR10由85%提至90-94%的结果。**

19-23年头部/腰部/尾部分额变化pct



资料来源: 营商电动自行车, 雅迪/爱玛年报, 华安证券研究所

CR2/CR10份额变化空间测算

		尾部出清幅度/对应CR10份额		
		5%/90%	7%/92%	9%/94%
腰部出清幅度	1%	56.00%	58.00%	60.00%
	3%	58.00%	60.00%	62.00%
	5%	60.00%	62.00%	64.00%

资料来源: 营商电动自行车, 雅迪/爱玛年报, 华安证券研究所

PART 2

2025：市场分歧如何走向？

市场分歧①：补库节奏是否变化

综上：24年行业需求滑坡三大因素中（①需求疲弱②国检影响③政策切换），国检影响和政策切换等一次性因素已不复存在，25年需求高度取决于政策和库存两大变量的弹性；考虑政策带来需求转好+格局优化已有共识，1月也已落地（超预期加码）；当前补库有望成另一待落地催化（节奏效果等尚未形成共识）。

我们认为：25H1的补库需求，带来厂商出货进一步优于终端动销。

- ✓ 春节后销售将成第一验证/催化节点：24年库存触底+1月政策落地，厂商旺季前开启铺货，更有2月春节错期返工助推；
- ✓ 后续将看厂商推新节奏：我们预期H1国补刺激渠道集中补库旧国标车，H2将有新国标车的提货销售验证。

雅迪/爱玛当前库存预测

	行业合理库存	当前库存
雅迪	1-1.5个月	10天左右
爱玛	1-1.5个月	15天左右

注：当前库存由我们根据24H1期末存货并给予合理折扣预测得出。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

市场分歧①：补库节奏是否变化

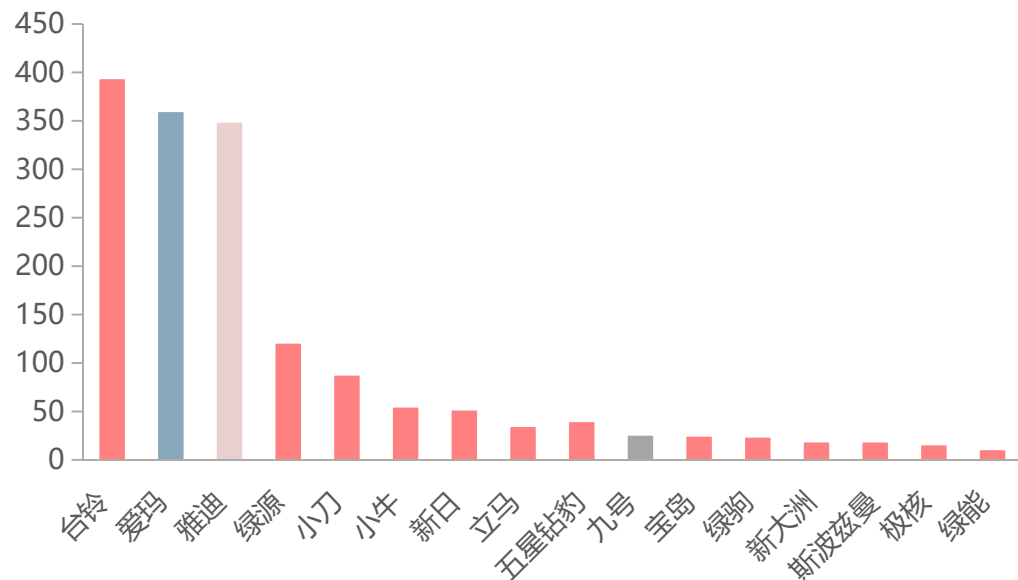
更需强调：

- ✓ 年初头部公司对政策反应已更为顺畅（11月换标预演爱玛最优、1月雅迪已追赶拉平，认证阻力不再）；
- ✓ 新旧国标的产品差异（更贵、更重）也支撑Q1旧国标补库成为催化。

爱玛：24年经营稳健推新积极，3C认证数量领先，开年补库确定度高。

雅迪：24年产品渠道调整、3C认证落后爱玛，25年1.1-1.20期间已快速取得62个产品认证，低基数下预计补库更具弹性。

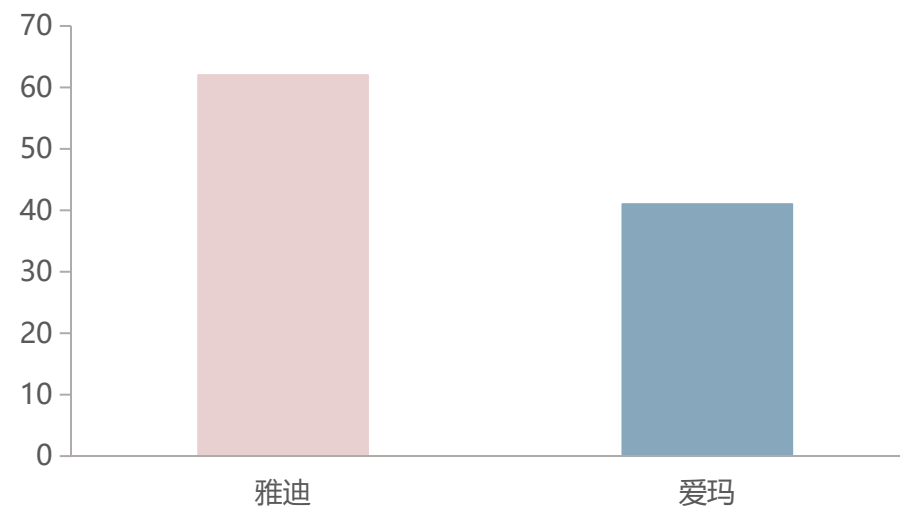
各品牌3C认证数量



注：数据截至2025年1月20日。

资料来源：中国质量认证中心官网，华安证券研究所

1月以来雅迪/爱玛3C认证数量



注：数据截至2025年1月20日。

资料来源：中国质量认证中心官网，华安证券研究所

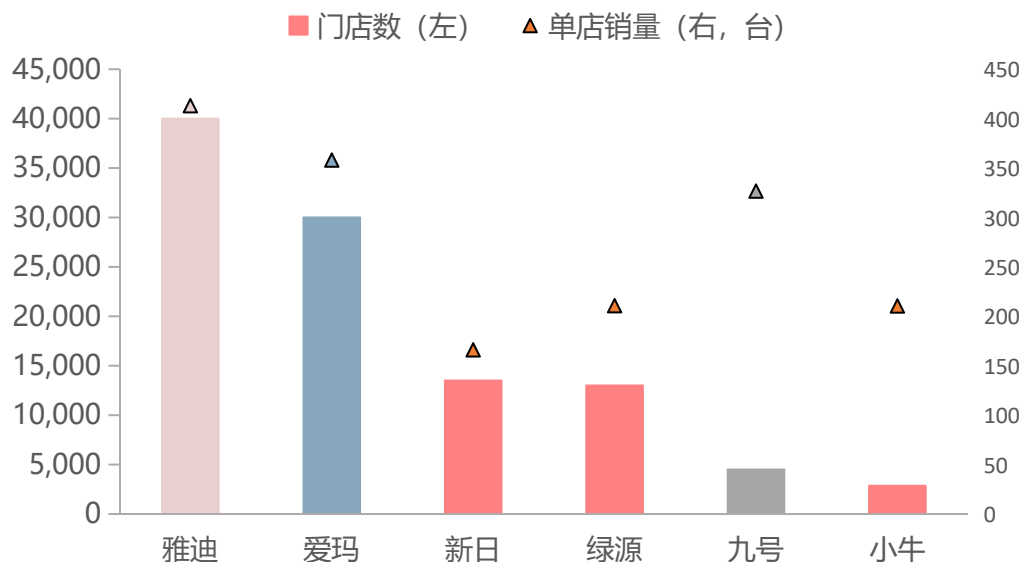
市场分歧②：头部之间份额竞争

格局集中再现，市场关注谁能抢得更多份额。

近年核心梯队步入竞争分化：从近年头部公司业绩量价反复可见（价格战和高端化并存），行业已在产品/渠道/产能/上游等开展全方位竞争，短期份额我们可参考推新节奏、渠道策略、定价诉求加以预判。

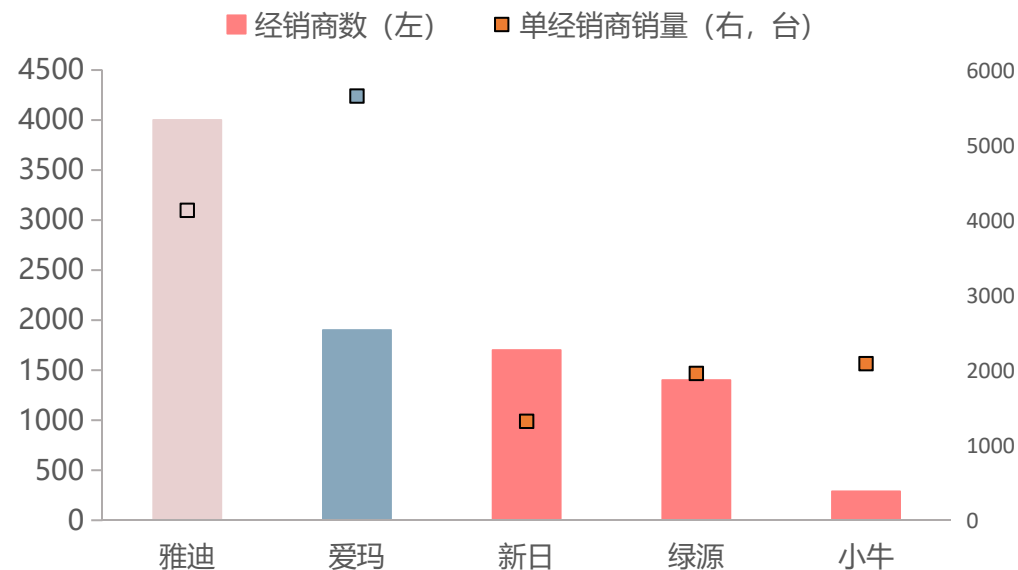
- ✓ **推新节奏**：雅迪因24年渠道调整预计对推新最为积极时点更早；爱玛重在以旧换新，预计新品Q1发布；九号与爱玛类似；
- ✓ **渠道承接**：从增速看，爱玛、九号25年扩店动机更强，叠加单店销量处行业前列；雅迪、爱玛当前渠道最多，资质及数量更易承接国补红利；
- ✓ **定价承接**：考虑国补核心拉动3000元主流价格带需求，雅迪、爱玛的大众性价比定位和SKU分布更易承接换车需求。

23年各品牌线下门店数/单店销量



资料来源：各公司报告，各公司官网，华安证券研究所

23年各品牌经销商数/单经销商销量



资料来源：各公司报告，各公司官网，华安证券研究所

市场分歧②： 头部之间份额竞争

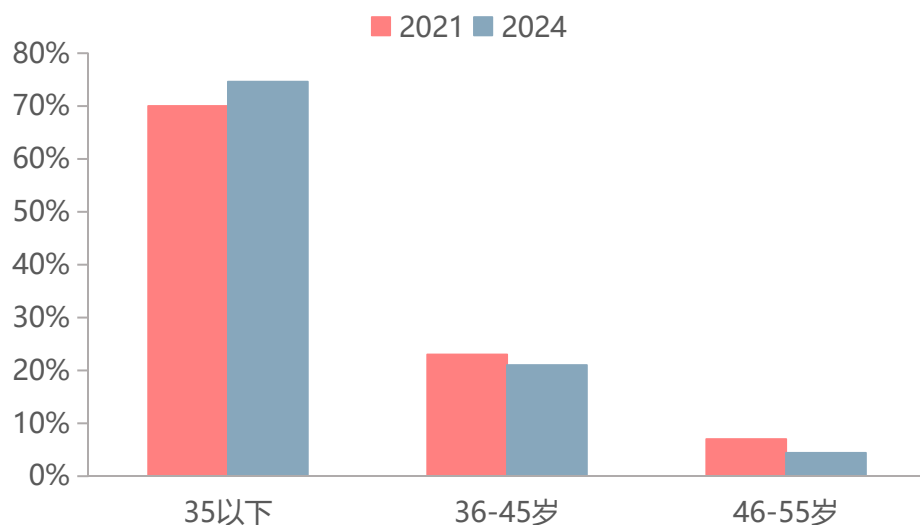
我们认为：

综合价格优势&扩店动机等，当前爱玛的份额提升相对确定、雅迪的积极诉求（产品策略调整+积极推新+渠道运营及研发投入积极提效）大概率牵引份额边际回暖、九号则紧抓年轻化心智壁垒进一步从二线突围；同时市场也需警惕，濒临出清的小品牌借旧国标车低价竞争以阶段性争取份额的局面。

反观近年价格战和高端化并存，反映一方面打造差异化产品才是优秀品牌占领用户心智的核心策略（诸如九号智能化、雅迪冠能、爱玛Max、台铃云动力）；另一方面直面大量传统玩家，价格或性价比竞争又是品牌方保护份额的有力方式。

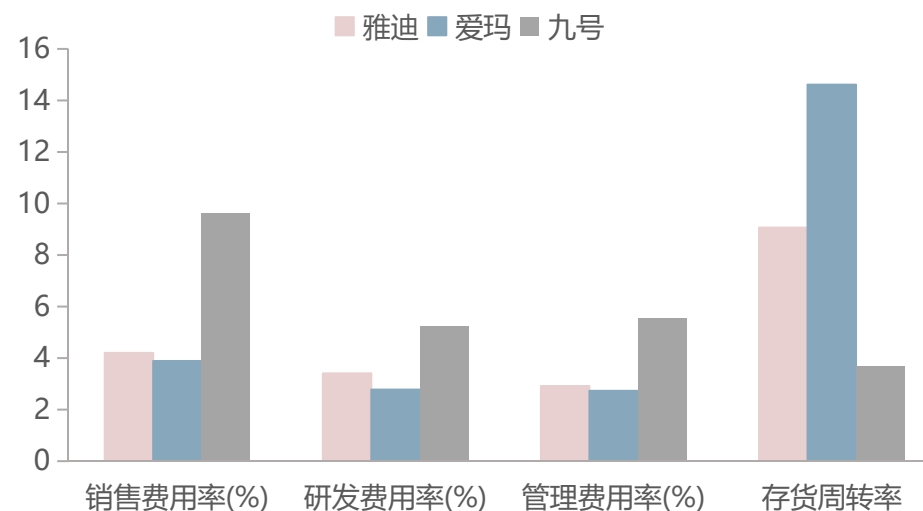
最终份额，取决于品牌方需求挖掘和经营能力的长期差异。

产品： 面临两轮车用户年轻化趋势



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

渠道&管理： 雅迪费效及周转有提升空间



注：数据截至 24H1。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

市场分歧③：盈利弹性能否兑现

我们预计，25年行业均价受益产品结构抬升：供给端新国标车成本小幅抬升、需求端国补拉动产品结构升级；

单车盈利的不确定性在于：全年存在旧国标车的价格压制（12月停止销售），以及考虑小品牌可能出现的低价竞争（借旧国标车低价竞争以阶段性争取份额）；

考虑政策出台已有平横（对新国标车补贴更多），我们认为单车盈利至少短期无太大下滑风险。

新国标车成本抬升主要来源

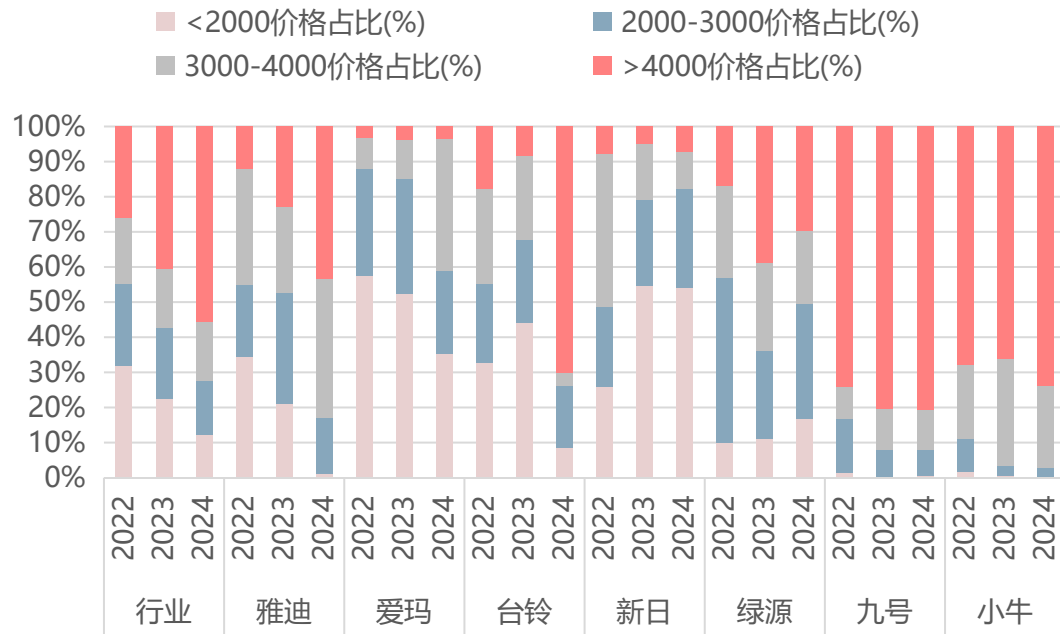
产品要求	影响
限制塑料件比例	在塑料件限制下需要研发及运用非塑料材料来满足外观、储物空间等需求， 推升成本。
加装通信模块/北斗模块可选	要求装载通信模块、若北斗芯片植入均将 抬升一定成本。

市场分歧③：盈利弹性能否兑现

长期盈利仍需关注：产品结构提升（外观升级+四电升级+智能升级）在3-5年维度能否传导顺畅。

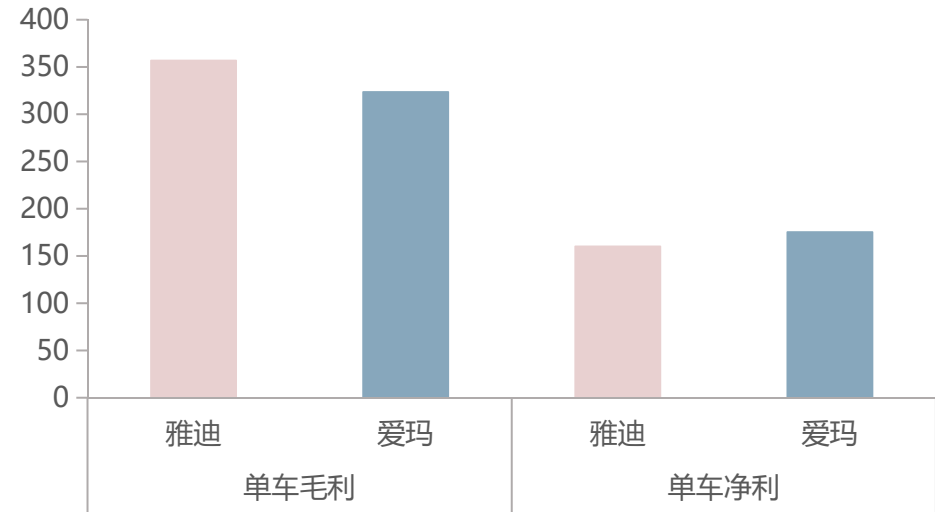
- ✓ 拉长3年，CR3品牌（雅迪、爱玛、台铃）3K及4K+中高端价格贡献度皆有可观提升，外观和四电打造已成核心手段；
- ✓ 更有九号、小牛直接主打4K+定位，预计进一步加速轻智能化的下放普及；
- ✓ 从单车看，雅迪均价不输行业但单车净利低于爱玛，如改善 α 释放意味着更大的盈利空间，盈利弹性释放的具体落地亦是公司值得关注的超预期点。

电动自行车各品牌线上分价格带占比



资料来源：久谦，华安证券研究所

雅迪/爱玛23年单车毛利/单车净利对比（元）



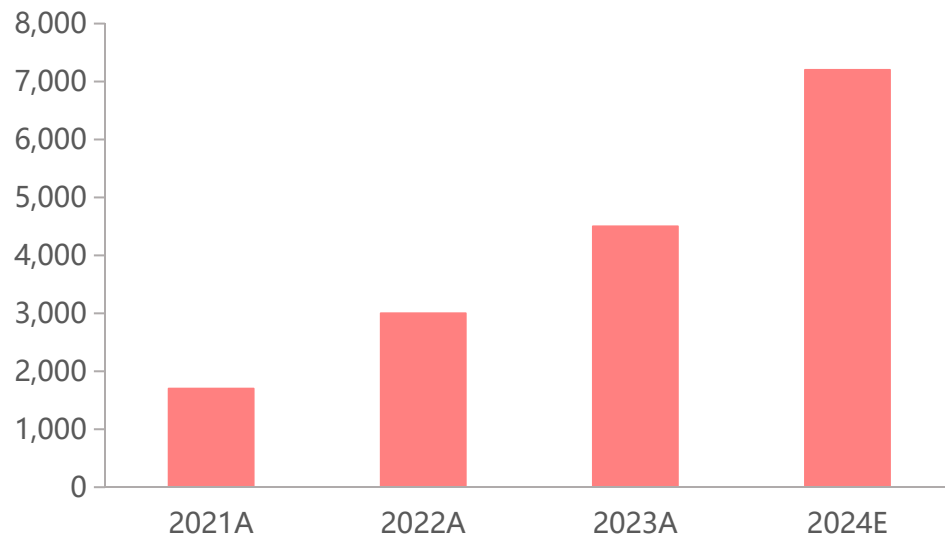
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

市场分歧④：高端九号能否受益

市场担忧九号定位高端未能充分受益本轮β，我们提示新变化下25年白名单扩大+国补加码+公司推新拓店的几重预期差：

- ✓ **白名单增补可能：**公司生产能力和产品品质合格，25年存纳入白名单可能；
- ✓ **4k+ 边际受益：**考虑补贴扩容及江苏湖北已先行加码中高端补贴力度，九号RideyPower智能铅酸系统保障电池安全和提升续航、所有产品基本配备4G北斗，生产成本将无明显压力，相关产品有望于政策替换中受益；
- ✓ **公司推新拓店：产品推新**（向上升级+向下拓圈），25年新品将搭载真智能3.0技术（EPS车身稳定、AI视觉辅助、Moledrive2.0等强化智能优势），并发力女性与大学生，通过技术下放IP联名向更广圈层扩展；**渠道进取**，预计24年门店7000+较上年约4500家已有大幅提升，25年预计进一步拓至9000家。

九号线下门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

九号产品策略25年发力大学生及女性圈层



资料来源：品牌公众号，华安证券研究所

全文结论

25年开端，新国标及以旧换新两大政策相继落地，我们认为需求转好与马太效应有望带来全年强β，可看Q1补库效应、旺季以旧换新和H2新国标试销等重要刺激信号，把握行业投资三重催化。

投资建议：

- ✓ **雅迪控股：恢复弹性为超预期点。** 25年看积极调整下的改革弹性，1月节奏已快速跟上，低基数低库存+渠道运营及研发投放效率提高之下，盈利弹性可期。预计25/26年收入+28%/+15%，归母净利润+103%/+18%，对应PE15/13X。维持“买入”评级。
- ✓ **爱玛科技：增长及受益相对确定。** 25年看稳定经营+深度参与以旧换新+积极拓店下的份额抢占。预计25/26年收入同比分别+22%/15%，归母净利润同比+22%/+18%，对应PE15X/13X。维持“买入”评级。
- ✓ **九号公司：差异化成长持续。** 25年看白名单扩大+国补加码+推新拓店三重预期差，并有望继续受益于产品差异化以及用户群体拓圈。预计25/26年收入同比分别+26%/20%，归母净利润+45%/+43%，对应PE23/16X。维持“买入”评级。

业绩估值

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速				归母净利润增速				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
1585.HK	雅迪控股	367	11.9%	-16.5%	28.3%	15.3%	22.2%	-51.7%	103.3%	18.1%	16	31	15	13
603529.SH	爱玛科技	366	1.1%	2.5%	21.9%	15.1%	0.4%	7.1%	22.0%	17.5%	11	18	15	13
689009.SH	九号公司	368	1.0%	39.0%	25.7%	19.9%	32.5%	85.3%	45.1%	42.7%	35	33	23	16

风险提示

1、数据失真

报告中多处引用包括久谦在内的第三方数据，并作为判断公司、行业发展前景的依据。考虑到第三方数据库由采样爬虫、抽样等方式取得数据，可能同实际情况存在不一致，导致本报告结论存在偏差。各品牌或通过多个申请人进行政策申报或认证，相关统计上可能会存在一定疏漏。

2、数据测算偏差

报告中量价拆分、政策增量、份额集中度、库存水平等的预测结果依托行业发展趋势、公司财报、公开信息等测算所得，可能存在偏差。

3、政策/需求不及预期

若“两新”政策/新国标执行或实际下游需求不及预期，可能相关公司表现低于本文预期。

4、品牌竞争加剧

若品牌竞争加剧，可能相关公司表现低于本文预期。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持！

分析师：邓 欣 **S0010524010001**

分析师：成浅之 **S0010524100003**

联系人：唐楚彦 **S0010124070002**