

雅迪控股 (01585.HK)

政策驱动景气度上行，龙头盈利修复可期

以旧换新叠加新国标落地，行业需求有望重回快速增长区间。预计行业2025/2026年销量5600/6175万辆，同比+12%/+10%，未来行业稳态需求接近6500万辆。主要受益于：1)以旧换新政策补贴力度大，截至2025年4月8日全国电动自行车售旧、换新各334.1万辆，平均单车补贴金额688元，据中国自行车协会监测，行业一季度产量同比+25%，刺激效果显著，后续换购需求有望加速释放。2)2024版新国标将于今年9月实施，新增防火、防电池篡改的要求，降低铅酸电池重量要求，提高行业准入门槛，预计行业Q2-Q3老国标车型需求有望维持旺盛。

行业格局：头部车企优势明显，未来市场份额有望稳中有升。龙头公司雅迪/爱玛在产品价格带、渠道方面优势明显，市占率大幅领先同行，2024年分别销售1302/1070万台，对应市占率26%/21%，合计市占率达47%。展望未来，通勤场景（占比约50%）与娱乐场景（30%）构成电动两轮客户的核心基本盘，其中：1)通勤场景以刚需为主导，对产品性价比、续航能力及渠道便利性高度敏感，我们预计雅迪、爱玛凭借规模化制造降本、下沉渠道网络及长续航技术构筑护城河，形成绝对主导地位；2)娱乐场景更注重品牌调性、外观设计及智能化体验，用户愿为个性化支付溢价，新势力品牌例如九号等公司具备先发优势，而雅迪、爱玛等传统车企亦通过车型、营销手段快速迭代，缩小差距。

公司经历前期激进扩张与2024年深度调整，销量、盈利能力均有望快速修复。1)渠道侧面，公司2024年受新国标影响，老车型清仓去库，致使渠道压力较大。2025年以来，随着新国标落地、以旧换新的推进，我们预计公司终端渠道已恢复至健康状态，叠加摩登等新产品序列上市，后续销量增长潜力有望恢复。2)与销量趋势一致，随着行业价格战缓解与公司规模效应的重新体现，单车盈利能力有望快速修复。3)子公司华宇电池凭借“24个月真换新”的技术品牌，外供需求旺盛，销量有望快速增长，并进一步增厚公司业绩。

盈利预测与估值：预计公司2025-2027年归母净利润分别为29.3/35.5/41.1亿元，对应PE分别为12.1/10.0/8.6倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业需求不及预期风险，价格战超预期风险，新车型不及预期风险，测算假设有关风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	34,763	28,236	38,342	43,453	47,265
增长率 yoy (%)	11.9	-18.8	35.8	13.3	8.8
归母净利润(百万人民币)	2,640	1,272	2,932	3,549	4,114
增长率 yoy (%)	22.2	-51.8	130.4	21.1	15.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.85	0.41	0.94	1.14	1.32
净资产收益率(%)	31.4	14.5	25.0	23.2	21.2
P/E(倍)	13.4	27.8	12.1	10.0	8.6
P/B(倍)	4.2	4.0	3.0	2.3	1.8

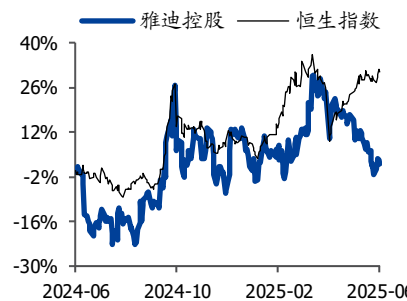
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年06月06日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	汽车零部件
06月06日收盘价(港元)	12.36
总市值(百万港元)	38,472.32
总股本(百万股)	3,112.65
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	9.65

股价走势



作者

分析师	丁逸滕
执业证书编号:	S0680521120002
邮箱:	dingyimeng@gszq.com
分析师	刘伟
执业证书编号:	S0680522030004
邮箱:	liuwei@gszq.com
分析师	刘玲
执业证书编号:	S0680524070003
邮箱:	liuling3@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16842	15673	22682	28710	34419
现金	7914	7869	14353	20296	26331
应收票据及应收账款	546	458	615	700	760
其他应收款	537	531	678	785	848
预付账款	0	0	0	0	0
存货	955	1279	1484	1760	1878
其他流动资产	6890	5536	5552	5169	4603
非流动资产	8818	8946	9337	9714	10081
长期投资	400	60	260	460	660
固定资产	3940	4905	5147	5377	5596
无形资产	1112	1192	1181	1171	1161
其他非流动资产	3366	2790	2749	2707	2665
资产总计	25660	24619	32019	38424	44500
流动负债	16396	15047	19486	22313	24246
短期借款	267	899	982	1247	1452
应付票据及应付账款	13672	11871	15540	17658	19105
其他流动负债	2457	2276	2964	3407	3689
非流动负债	863	814	814	814	814
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	863	814	814	814	814
负债合计	17259	15861	20300	23127	25060
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	0	0	0	0	0
资本公积	8559	8946	11907	15485	19628
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	8401	8758	11719	15297	19440
负债和股东权益	25660	24619	32019	38424	44500

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3580	299	5295	4337	4349
净利润	2640	1272	2932	3549	4114
折旧摊销	445	460	319	330	341
财务费用	44	36	24	28	34
投资损失	-68	-46	27	103	177
营运资金变动	779	-1055	2921	1522	1114
其他经营现金流	-261	-369	-927	-1194	-1431
投资活动现金流	-430	93	1101	1339	1485
资本支出	-1336	-1504	-550	-550	-550
长期投资	-200	340	-200	-200	-200
其他投资现金流	1105	1257	1851	2089	2235
筹资活动现金流	-2037	-465	59	238	171
短期借款	-1014	632	83	266	205
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	81	-69	0	0	0
资本公积增加	1715	387	2961	3578	4143
其他筹资现金流	-2819	-1414	-2984	-3606	-4177
现金净增加额	1131	-45	6484	5944	6034

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34763	28236	38342	43453	47265
营业成本	28878	23947	31824	35979	38993
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	1436	1215	1572	1782	1938
管理费用	1105	904	1189	1347	1465
研发费用	1192	1147	1342	1521	1654
财务费用	-261	36	-134	-259	-372
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	636	643	873	989	1076
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-68	-46	27	103	177
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2190	1022	2416	2824	3214
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3020	1583	3449	4176	4840
所得税	380	311	517	626	726
净利润	2640	1272	2932	3549	4114
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2640	1272	2932	3549	4114
EBITDA	3203	2080	3634	4247	4809
EPS (元/股)	0.85	0.41	0.94	1.14	1.32

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	11.9	-18.8	35.8	13.3	8.8
营业利润(%)	-4.0	-53.3	136.3	16.9	13.8
归属母公司净利润(%)	22.2	-51.8	130.4	21.1	15.9
获利能力					
毛利率(%)	16.9	15.2	17.0	17.2	17.5
净利率(%)	7.6	4.5	7.6	8.2	8.7
ROE(%)	31.4	14.5	25.0	23.2	21.2
ROIC(%)	27.8	13.5	22.2	20.1	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	67.3	64.4	63.4	60.2	56.3
净负债比率(%)	-91.0	-79.6	-114.1	-124.5	-128.0
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.1	1.4	1.2	1.1
应收账款周转率	74.4	56.3	71.5	66.1	64.8
应付账款周转率	2.1	1.9	2.3	2.2	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.41	0.94	1.14	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	0.10	1.70	1.39	1.40
每股净资产(最新摊薄)	2.70	2.81	3.76	4.91	6.25
估值比率					
P/E	13.4	27.8	12.1	10.0	8.6
P/B	4.2	4.0	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA	9.7	14.5	6.1	3.8	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 06 日收盘价

内容目录

一、电动两轮全球龙头，深耕行业二十余载	5
二、电动两轮行业：政策落地+需求变革，行业景气度上升	9
2.1 以旧换新+新国标落地，2025-2026 行业需求有望重回快速增长区间	9
2.2 行业格局：头部车企雅迪&爱玛优势明显，新势力发力高端智能车型	12
三、公司积累深厚，销量、盈利能力均有望快速修复	16
3.1 技术积累深厚，三电、智能化全栈自研	16
3.2 渠道压力缓解，上市摩登系列车型，销量有望重新跑赢行业	17
3.3 单车盈利预计修复，华宇电池有望进一步增厚业绩	19
四、盈利预测与估值	22
风险提示	24

图表目录

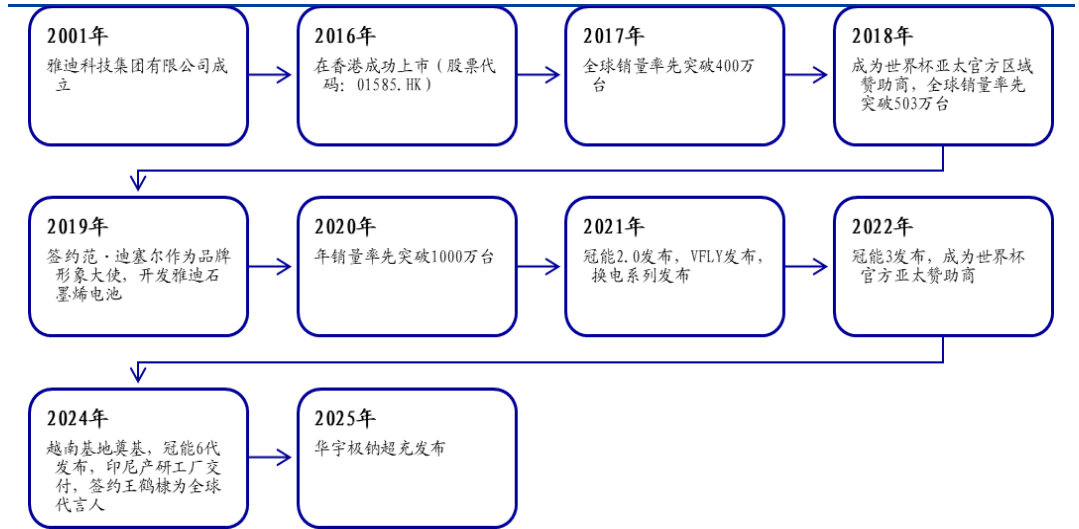
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司收入结构	6
图表 4: 公司电动两轮主要产品序列与终端定价	7
图表 5: 公司海外工厂规划	7
图表 6: 公司营收及同比增速	8
图表 7: 公司净利润及同比增速	8
图表 8: 公司毛利率趋势	8
图表 9: 公司 ROE 趋势	8
图表 10: 电动两轮产品分类	9
图表 11: 2024 年电动自行车新国标落地时间	10
图表 12: 2024 年电动自行车新国标主要内容	10
图表 13: 截至 4 月 8 日，2025 年电动两轮以旧换新效果	11
图表 14: 部分省市以旧换新政策汇总	11
图表 15: 电动两轮行业销量测算，万辆	12
图表 16: 电动两轮行业保有量，亿辆	12
图表 17: 雅迪+爱玛行业市占率	13
图表 18: 电动两轮行业品牌分布	13
图表 19: 行业 2024 年 CR10 为 82%	13
图表 20: 行业分价格带销量占比	13
图表 21: 行业分价格带销量排名	14
图表 22: 2024 年智能两轮电动车产品销量	14
图表 23: 智能两轮电动车典型配置与应用场景	14
图表 24: 不同电动两轮应用场景下的使用率	15
图表 25: 公司石墨烯铅酸电池	16
图表 26: 公司 BMS 电控系统	16
图表 27: 公司 Iride 智能科技主要功能	17
图表 28: 公司分销商及销售点数量，家	17
图表 29: 雅迪社媒平台与年轻用户互动	18
图表 30: 公司摩登系列造型	18
图表 31: 摩登系列 10 重防护理理念	19
图表 32: 公司 2025Q1 销量超 400 万辆，同比接近翻倍	19
图表 33: 雅迪、爱玛、九号、小牛电动两轮销量对比，万辆	20
图表 34: 雅迪、爱玛、九号、小牛电动两轮 ASP 对比，元/辆	20
图表 35: 雅迪、爱玛、九号、小牛电动两轮单车成本对比，元/辆	20
图表 36: 雅迪、爱玛、九号、小牛电动两轮单车毛利对比，元/辆	21
图表 37: 华宇石墨烯铅酸电池	21

图表 38: 公司营收与毛利率预测	22
图表 39: 公司费用率预测, 百万元	22
图表 40: 盈利预测简表	23
图表 41: 可比公司估值, 亿元	23
图表 42: 公司 PE-band.....	23

一、电动两轮全球龙头，深耕行业二十余载

雅迪控股主营电动两轮车，连续八年全球销量第一，是行业的领军企业。公司成立于2001年，主营电动自行车、电动摩托车及其零配件研发、生产与销售，累计电动两轮车销量超1亿台，是行业的领军企业。

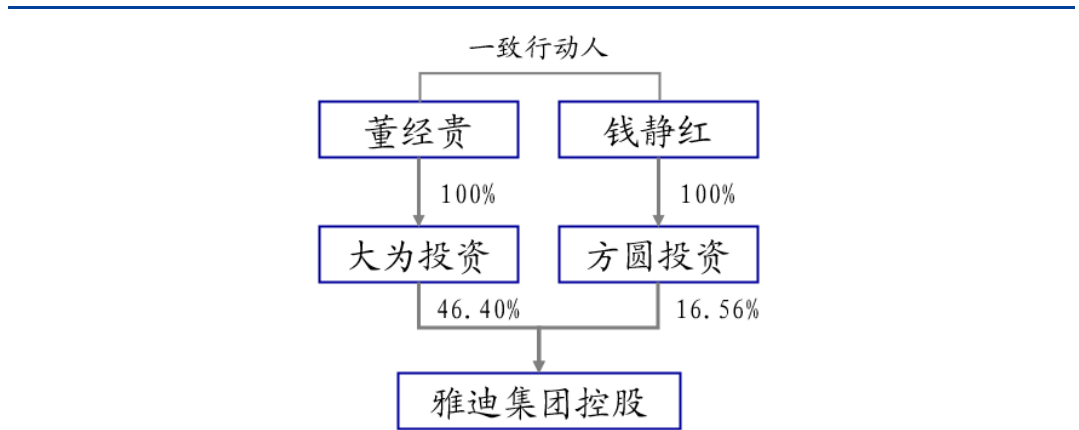
图表1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司控股股东为董先生及配偶钱女士，分别通过各自的控股公司（大为、方圆）合计持有总股本的62.96%。公司股权结构集中，有利于顶层决策的快速执行。

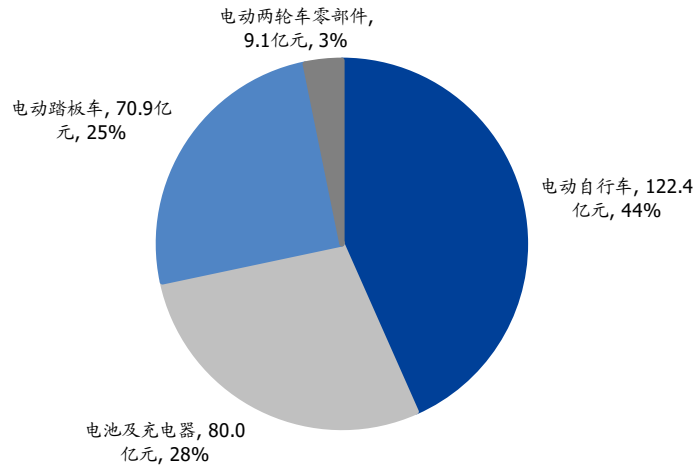
图表2: 公司股权结构



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

公司主营产品以两轮电动整车及配套电池为主，合计占收入97%。以收入口径，公司2024年：1) 电动踏板车，包括电动轻便摩托车及电动摩托车，2024收入71亿元，占比25%，2) 电动自行车，指外观与传统自行车相似，但塑料包裹较少的车型，2024年收入122亿元，占比44%，3) 电池及充电器，公司整车车架与电池分开销售，2024年收入80亿元，占比28%，4) 两轮电动车零部件，指向经销商销售的部分塑料件、车灯等零部件，用以售后服务，2024年收入9.1亿元，占比3%。

图表3: 公司收入结构




资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

公司电动两轮主要包括经典、摩登与冠能三大产品序列:

- **经典序列:** 聚焦大众市场, 以高性价比和耐用性为核心优势, 代表车型包括 M20、Q30 等, 终端定价控制在 2000-4500 元区间, 设计语言强调实用性, 聚焦城市通勤。
- **摩登序列:** 公司 2025 年战略级新品, 聚焦女性用户, 其核心设计融合新奢复古美学, 推出王鹤棣等定制车型, 精准匹配都市女性审美, 终端定价控制在 3500-5000 元区间。
- **冠能序列:** 公司高端技术集成平台, 以“长续航+强动力”为核心标签, 持续迭代 TTFAR 增程、石墨烯电池等技术。产品覆盖全场景需求, 除星舰外, 其余车型终端定价控制在 3500-5500 元区间。

图表4: 公司电动两轮主要产品序列与终端定价

经典系列		摩登系列		冠能系列			
钉钉PLUS  2299元	追光  3599元	C60  3690元	Q50-M  4399元	C20  3399元	光芒  4699元	T30  3799元	T60-M  5090元
M20  3399元		Q50  4399元	M85-M  5190元	Q30  4399元		T60  5090元	星舰S80  6799-11999元
电自		B60  3790元	电摩&电轻摩				

资料来源: 公司官网, 京东, 国盛证券研究所

产能方面, 公司拥有八个自营生产设施, 分别位于中国江苏省无锡市、广东省清远市、浙江省宁波市、安徽省金寨市、重庆市及天津市、越南北江市及印尼。截至 2024 年底, 合计产能为每年约 2000 万台。

图表5: 公司海外工厂规划

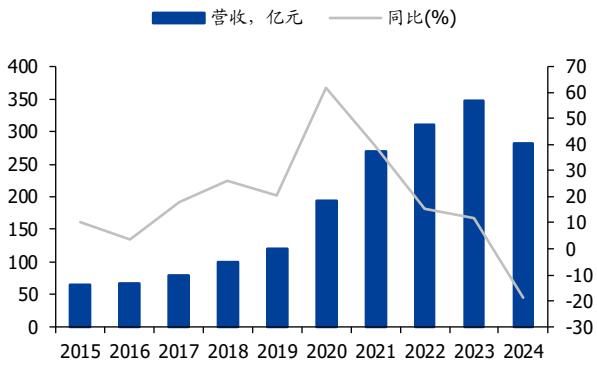
工厂	投产时间	产能
越南工厂	2019 年	50 万辆
印尼工厂	预计 2026 年建成	规划 300 万辆

资料来源: 上官新闻, 公司官网, 国盛证券研究所

受益于 2019 年新国标与短途需求释放, 公司 2020-2023 年业绩快速增长, 2024 年受国标切换与库存消化影响, 业绩短期承压。

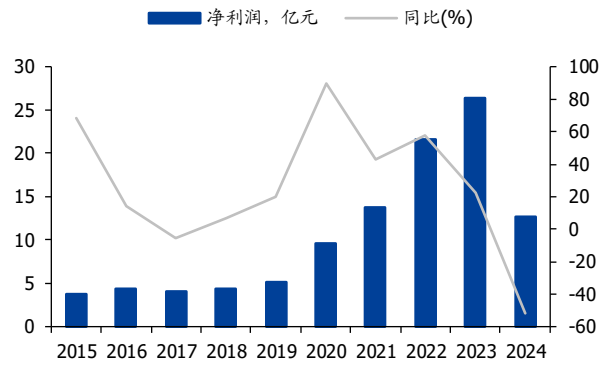
- 收入端, 公司营收端呈现持续高增长态势。分阶段看, 公司 2019 年突破百亿 (120 亿元) 后进入加速期, 2020 年新国标落地, 叠加公共卫生事件催生短途出行需求爆发, 营收同比大增 62% 至 194 亿元; 2023 年起, 受行业销量增速放缓影响, 公司营收增速有所下滑, 2024 年受新老国标切换以及经销商消化库存影响, 公司营收 282 亿元, 同比-18.8%。
- 利润端, 公司 2015-2024 年净利润从 4 亿元增至 13 亿元, 其中 2020-2022 年受益规模效应释放及产品结构持续调整, 净利润同比增速分别达 90%/43%/58%; 与收入趋势一致, 2024 年受新国标与去库影响, 公司实现净利润 13 亿元。

图表6: 公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

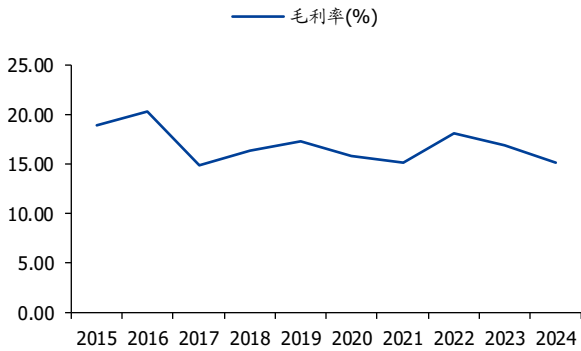
图表7: 公司净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

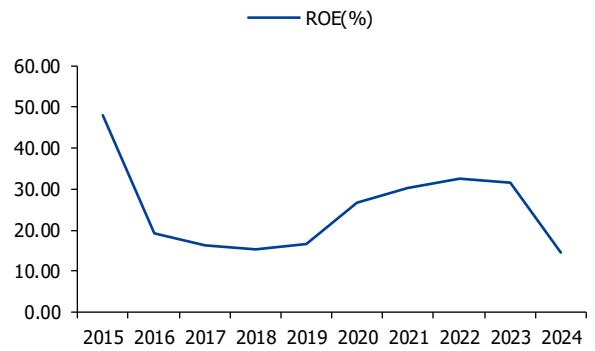
公司 2018-2024 年毛利率基本维持在 15%-18% 区间, 主要受销量规模与行业格局。ROE 在 2022 年达到 32.5%, 整体趋势与公司利润增速基本一致, 主要受利润率影响。

图表8: 公司毛利率趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司 ROE 趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、电动两轮行业：政策落地+需求变革，行业景气度上升

2.1 以旧换新+新国标落地，2025-2026 行业需求有望重回快速增长区间

依据 2019 年实施国标，电动两轮包括电动自行车、电轻摩以及电摩，具体而言：

- **电动自行车：**1) 生产端，无电动生产资质要求，产品不需要工信部公告，但需要通过 3C 认证；2) 产品端，外观要求配置脚踏板，整车重量不超过 55 公斤，速度不超过 25 码，电池电压不得超过 48V。此外，电动自行车不属于机动车，无驾驶证要求。
- **电动轻便摩托车：**1) 生产端，产品需要通过 3C 认证，并且通过工信部公告；2) 产品端，外观不要求配置脚踏板，整车重量能够超过 55 公斤，速度不超过 50 码，电池电压无限制。此外，电动轻便摩托车属于机动车。
- **电动摩托车：**1) 生产端，产品需要通过 3C 认证，并且通过工信部公告；2) 产品端，外观不要求配置脚踏板，整车重量能够超过 55 公斤，速度能够超过 50 码，电池电压无限制。此外，电动摩托车属于机动车。

图表10: 电动两轮产品分类

分类	电动自行车	电动两轮摩托车	
		电动轻便摩托车	电动摩托车
车型			
属性	非机动车	机动车	机动车
脚踏骑行能力	强制要求	无要求	无要求
最高车速	≤25km/h	≤50km/h	>50km/h
整车质量	不得超过 55kg	可以超过 55kg	可以超过 55kg
电池电压	≤48V	无限制	无限制
生产资质	无	具备生产资质	具备生产资质
产品资质	3C 认证	3C 认证及工信部的目录公告	3C 认证及工信部的目录公告
骑行资质	无	摩托车驾驶执照	摩托车驾驶执照

资料来源：爱玛科技公告，国盛证券研究所

2024 版新国标将于今年 9 月实施，新增防火、防电池篡改的要求，降低铅酸电池重量要求，提高行业准入门槛，预计行业 Q2-Q3 老国标车型需求有望维持旺盛。针对此前行业问题，2024 版新国标主要提出以下增量要求：

- **外观简约防火：**新国标规定塑料总质量不超整车质量 5.5%，提高非金属材料阻燃性，企业减少塑件，采用金属等材料；
- **结构集成防篡改：**新国标要求控制器、限速器等关键部件不可通过剪线、跳线或解码器篡改，需具备过压锁定功能；

- **铅酸车型指标放宽：**铅酸电池车型重量上限提升至 63kg；
- **提高准入门槛：**新增企业质量保证能力和产品一致性要求，明确生产企业应具有与产能相匹配的电动自行车整车及车架的生产能力、检测能力和质量控制能力。

图表11: 2024年电动自行车新国标落地时间

时间节点	相关规定
2024年12月31日	标准发布，企业可按照新标准组织生产，促使符合新标准的产品尽快投放市场
2025年9月1日	标准实施，不符合新标准的车辆不得出厂
2025年8月31日及之前	出厂或者进口的产品，可销售至2025年11月30日

资料来源：中国品牌与防伪，国盛证券研究所

图表12: 2024年电动自行车新国标主要内容

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

资料来源：中国品牌与防伪，国盛证券研究所

以旧换新政策补贴力度大，行业换购需求有望进一步释放。中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《提振消费专项行动方案》明确，要用好超长期特别国债资金，加大消费品以旧换新支持力度。今年政府工作报告明确安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。截至 2025 年 4 月 8 日：

- 全国电动自行车售旧、换新各 334.1 万辆，相当于 2024 年（9 至 12 月）置换总量的 2.4 倍；
- 累计有 330 万名消费者申请了电动自行车以旧换新补贴，累计申请补贴 22.7 亿元，对应平均单车补贴 688 元；
- 据中国自行车协会监测，2025 年 1 至 3 月全国电动自行车生产约 1100 万辆，同比增长 25%。

图表13: 截至4月8日, 2025年电动两轮以旧换新效果

项目	1月	2月	3月	4月截止8日
置换量, 万辆	15.6	86.3	186.1	46.1
总计置换量, 万辆			334.1	
申请人数, 万人			330	
申请补贴金额, 亿元			22.7	
平均单车补贴, 元/辆			688	

资料来源: 经济日报, 国盛证券研究所

图表14: 部分省市以旧换新政策汇总

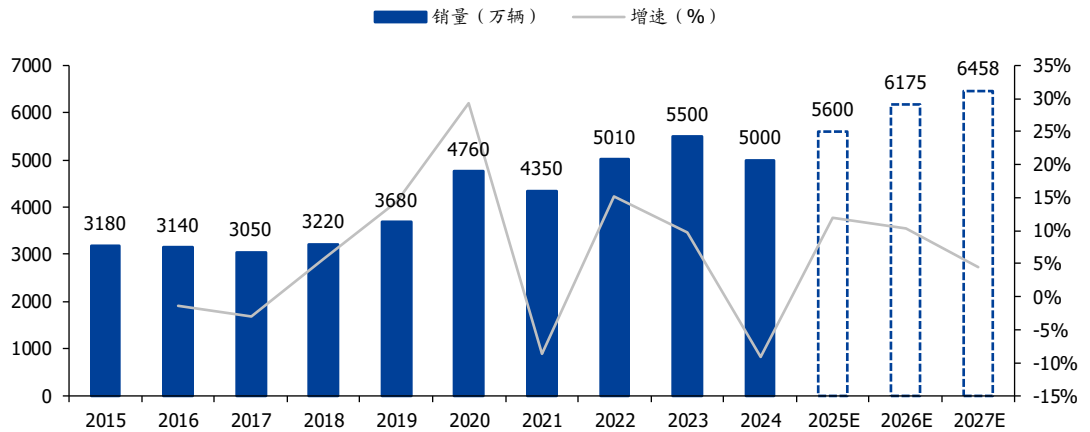
地区	补贴标准
北京	换购不低于1500元的新车, 每辆新购车辆补贴500元, 老旧锂电换铅酸额外补贴100元, 交售旧车并经过电池健康评估的消费者, 额外再补贴50元
上海	2025年6月30日前延续2024政策, 个人用户交投并报废本人名下在本市注册登记的电动自行车(含电池), 且购买获得国家强制性产品认证证书的电动自行车新车, 本市给予一次性500元的购车立减补贴
广东	个人消费者在广东省内交售报废老旧电动自行车(含蓄电池)并换购销售价格1500元(含)以上的电动自行车新车的, 给予一次性补贴500元
浙江	按照新车购入价的40%予以补贴, 最高不超过1200元
江苏	补贴标准为最终销售价格的30%, 最高不超过1000元
山东	按照售价的20%进行补贴, 最高不超过500元。老旧锂电换铅酸的, 额外增加补贴100元
河南	消费1000元(含)至1499元, 一次性立减补贴300元; 1500元(含)至1999元, 一次性立减补贴400元; 2000元及以上, 一次性立减补贴500元
贵州	车价2000元以下, 立减600元; 车价2000元以上, 立减800元; 锂电旧车换购铅酸新车, 额外增加200元立减金额
湖北	满1500元(含), 每辆车补贴500元; 满2000元(含), 每辆车补贴600元; 满3000元(含), 每辆车补贴700元; 满4000元(含), 每辆车补贴800元, 换购铅酸蓄电池电动自行车新车的, 每辆车再额外补贴100元。
湖南	一次性定额补贴500元; 锂电旧车换铅酸新车的额外补贴100元

资料来源: 掌上电动车, 国盛证券研究所

以旧换新催化+新国标落地, 我们预计行业 2025/2026 年销量 5600/6175 万辆, 同比+12%/+10%, 未来行业稳态需求接近 6500 万辆。主要测算假设:

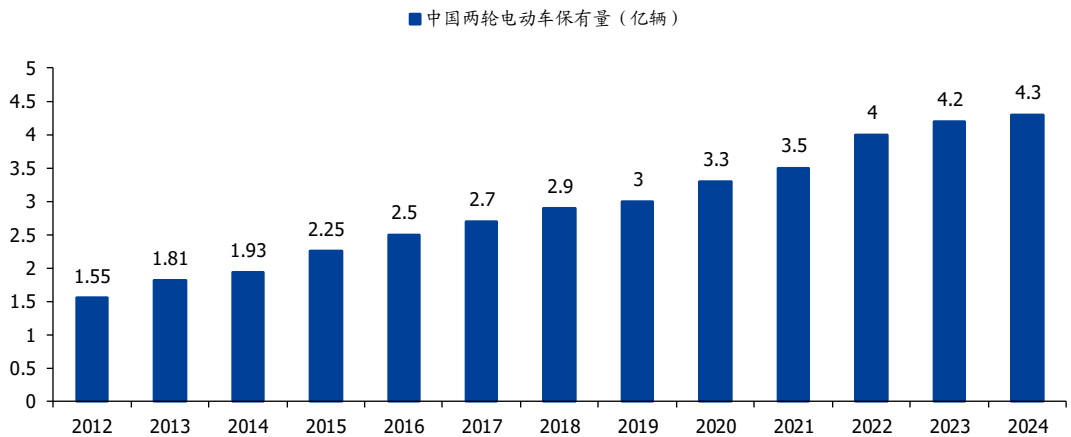
- **替换更新需求:** 1) 2019 年上一轮新国标落地, 行业销量从历史 3000-3200 万辆水平, 逐步提升至 5500 万辆水平, 假定一辆电动自行车的使用年限在 6 年左右, 行业更新换代周期预计临近; 2) 保有量角度, 2024 年行业保有 4.3 亿辆。
- **新车购置需求:** 2024 年受新国标落地的不确定性影响, 行业新车购置需求有所下滑, 2025 年 9 月新国标落地后, 行业需求有望恢复至正轨。

图表15: 电动两轮行业销量测算, 万辆



资料来源: 艾瑞咨询, 营商电动车, 国盛证券研究所

图表16: 电动两轮行业保有量, 亿辆

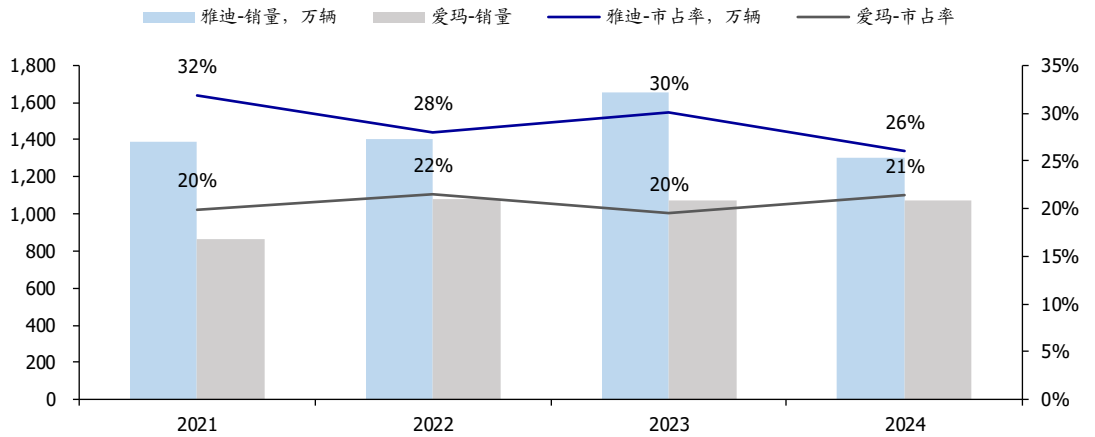


资料来源: 营商电动车, 国盛证券研究所

2.2 行业格局: 头部车企雅迪&爱玛优势明显, 新势力发力高端智能车型

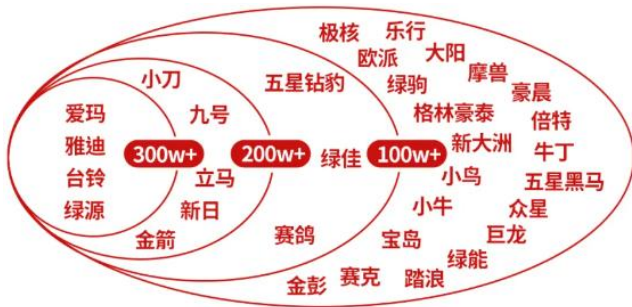
行业格局: 雅迪与爱玛占据主导地位, 2024年二者行业市占率合计接近50%。龙头公司雅迪、爱玛在产品价格带、渠道方面优势明显, 市占率大幅领先同行。从销量与市占率走势看, 雅迪以绝对规模优势稳居龙头, 2021年销量达1386万台(市占率32%), 2023年回升至1652万台(市占率30%), 但2024年销量小幅回落至1302万台(市占率26%); 爱玛则保持稳健, 销量从2021年867万台(市占率20%)逐步提升至2024年1070万台(市占率21%)。

图表17: 雅迪+爱玛行业市占率



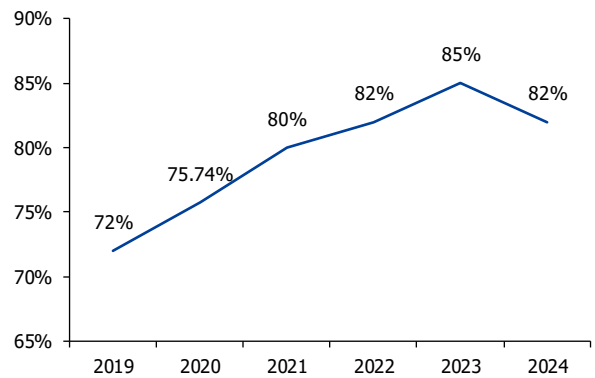
资料来源: 艾瑞咨询, Wind, 国盛证券研究所

图表18: 电动两轮行业品牌分布



资料来源: 营商电动车, 国盛证券研究所

图表19: 行业 2024 年 CR10 为 82%

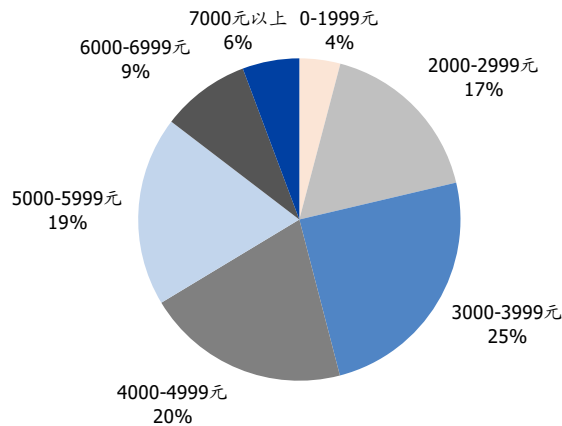


资料来源: 营商电动车, 国盛证券研究所

新势力发力高端、智能化车型, 九号公司领先。

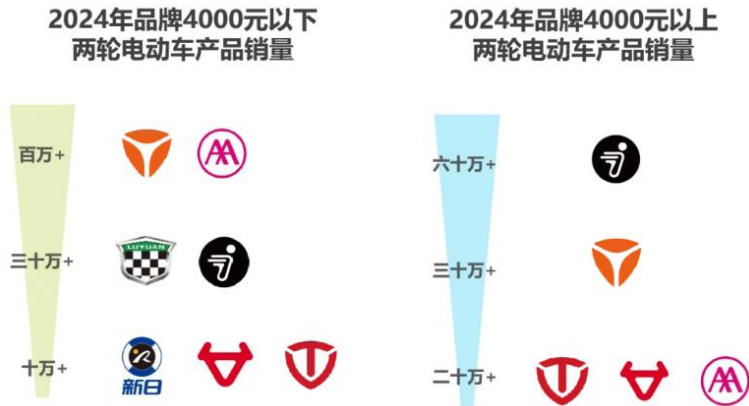
- **高端车型:** 根据艾瑞咨询数据, 在 4000 元以下价位区间, 传统品牌雅迪、爱玛依旧处于主导地位。在 4000 元以上的高端价格带, 九号以超六十万台的销量再次领先, 在 4000 元以上价位九号已连续 2 年销量第一; 传统品牌中雅迪表现最好, 是传统品牌在高端价格带较为具备竞争力的品牌。

图表20: 行业分价格带销量占比



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表21: 行业分价格带销量排名



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

- 智能化车型:** 根据艾瑞咨询数据, 在智能两轮电动车领域, 九号品牌表现最为出色, 据鲁大师数据显示, 九号已连续三年智能电动车销量第一, 凭借全系配备智能化功能, 2024年九号稳坐智能两轮电动车第一梯队; 第二梯队则是传统两轮电动车龙头企业雅迪、爱玛; 小牛、绿源、台铃位于第三梯队。

图表22: 2024年智能两轮电动车产品销量



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表23: 智能两轮电动车典型配置与应用场景

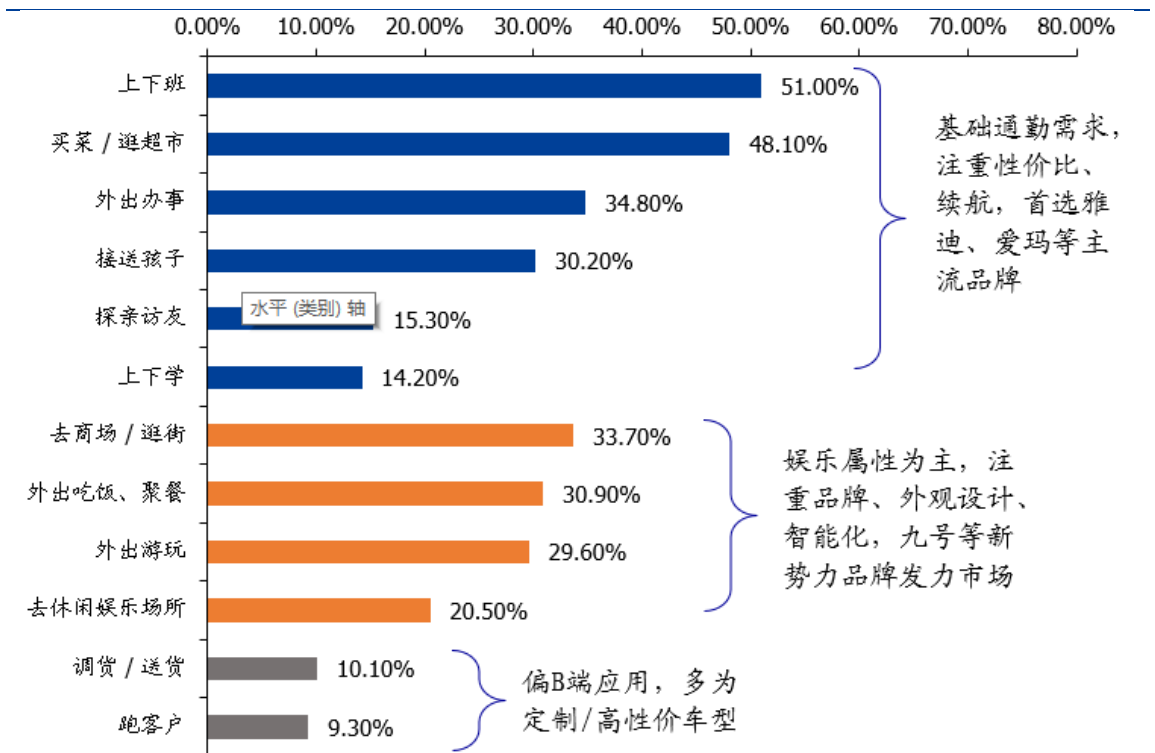


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

通勤场景（占比约 50%）与娱乐场景（30%）构成电动两轮客户的核心基本盘，展望未来，电动两轮使用场景的细化，将带来市场/品牌的进一步分化：

- 通勤场景：以刚性需求为主导，上下班、买菜/逛超市及外出办事等高使用率场景构成用户基本盘，该市场对产品性价比、续航能力及渠道便利性高度敏感，我们认为，雅迪、爱玛凭借规模化制造降本、下沉渠道网络及长续航技术构筑护城河，形成绝对主导地位。
- 娱乐场景：去商场/逛街、外出聚餐等需求更注重品牌调性、外观设计及智能化体验，用户愿为个性化支付溢价。科技、潮玩、智能生态系统及年轻化营销是各新势力品牌近两年快速增长的关键。九号凭借在智能化技术上的先发优势，打造具有科技感外观和智能互联功能的产品，满足消费者个性化、时尚化需求，迅速在该细分市场建立优势。

图表24：不同电动两轮应用场景下的使用率



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

三、公司积累深厚，销量、盈利能力均有望快速修复

3.1 技术积累深厚，三电、智能化全栈自研

TTFAR 长续航科技：电池质保 24 个月，引领行业标准。 TTFAR 长续航科技是雅迪在提升电动两轮车续航能力方面的核心技术体系。该技术从电池、电机、电控等多个维度进行创新，全面提升车辆续航表现。

- 在电池方面，雅迪自主研发的 TTFAR 石墨烯电池，依靠配方以及全新高活性超大板栅设计，大幅提升电池容量，充放电循环 200 次无衰减。
- 电机和电控系统同样是 TTFAR 长续航科技的关键。全域控制器通过算法实时捕捉滑行、下坡等场景的动能，转化为电能回充至电池，结合智能温感充电器优化充电策略，电池充放电效率较传统方案提升。

图表25: 公司石墨烯铅酸电池



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表26: 公司 BMS 电控系统



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

Iride 智能科技：开启智能出行，提升用户体验。

- 在车辆解锁与控制方面，Iride 智能科技实现了多样化的解锁方式。用户不仅可以使使用手机 APP 解锁，还支持蓝牙解锁、小程序解锁、手机 NFC 卡解锁以及手表解锁等多种方式。感应解锁和离车上锁功能，让用户无需携带传统钥匙或遥控器，只需一部手机靠近车辆即可解锁，打开侧支架时车辆自动上锁，提升用车的便捷性。
- 远程控车和防盗功能是 Iride 智能科技的亮点。车辆自带 GPS 定位，用户通过雅迪智行 APP 可实时查看车辆位置和状态，还能远程操控车辆，如开启或关闭车辆电源等。当车辆发生异动时，手机会立刻收到提醒，并且用户可以划定车辆安全范围，一旦车辆超出该范围，也会即时收到通知，有效防止车辆被盗。
- 此外，Iride 智能科技还支持云端升级 (OTA 升级)，通过强大的智能云中互联，推送更新数据包，使车辆在一次购买后能够长期持续升级，不断优化功能和性能，实现常骑常新。同时，智能光感大灯、骑行统计等功能，进一步提升了用户的骑行体验和车辆的智能化水平。

图表27: 公司 Iride 智能科技主要功能

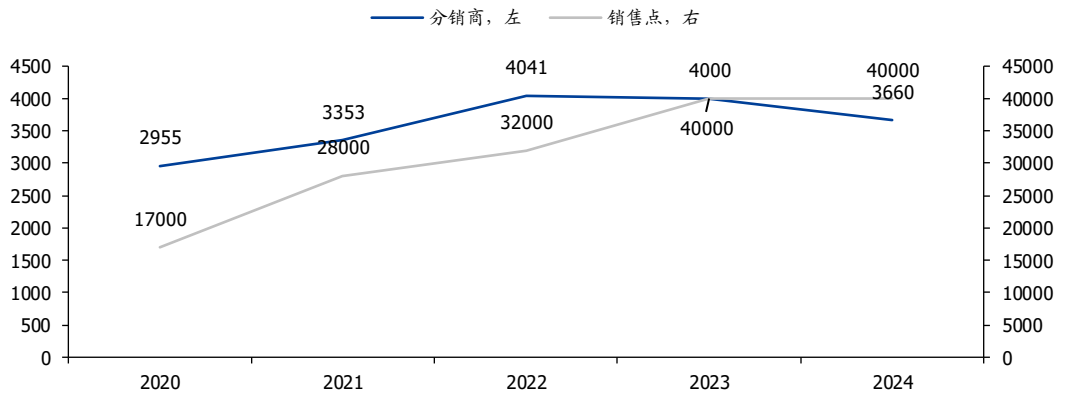


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2 渠道压力缓解, 上市摩登系列车型, 销量有望重新跑赢行业

2023年以来, 公司推动供应链垂直整合, 优化分销渠道。分销商数量自2022年4041家以来持续优化, 截至2024年公司的国内分销网络覆盖中国接近全部行政区域, 由超过3,660家分销商及其子分销商组成, 销售点超过4万个。海外市场方面, 公司已在欧洲、东南亚、南美及中美超过100个国家建立分销渠道。2025年以来, 随着新国标落地、以旧换新的推进, 我们预计公司终端渠道已恢复至健康状态, 后续增长潜力有望恢复。

图表28: 公司分销商及销售点数量, 家



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

优化营销模式: 增强品牌与年轻消费者的互动与共鸣。除了优化线下分销商, 公司同时发力线上销售, 充分利用线上线下相结合的营销方式, 通过社交媒体、短视频平台等渠道, 与年轻消费者建立更紧密的联系。

图表29: 雅迪社媒平台与年轻用户互动



资料来源: 环球网, 国盛证券研究所

发布摩登系列车型, 补足女性市场短板。2025年2月, 雅迪以“摩登·由你”为主题, 在海南三亚举办发布会, 正式推出专为女性设计的摩登系列, 标志着品牌从“工具属性”向“时尚生活方式”跃迁。发布会邀请全球代言人王鹤棣助阵, 通过沉浸式互动与用户共创品牌价值, 强化“她经济”市场布局。

- **产品设计: 摩登系列以“新奢复古美学”为核心设计语言**, 融合复古机车元素与现代时尚线条。旗舰车型“摩登光芒”采用流银电镀格栅、穹顶导流罩及全包围轮毂盖, 搭配苎麻纹理防滑踏板, 兼顾视觉美感与实用性。车身配色涵盖复古撞色与轻奢单色, 并推出王鹤棣应援色版、三丽鸥联名款等定制车型, 精准触达年轻女性个性化需求。

图表30: 公司摩登系列造型



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

- **“一专、二护、三防、四稳”安全体系 重构体验**: 一专: 专为女性优化的车身结构, 降低座高并优化配重, 搭配零压空气座垫, 实现“久骑不累”。二护: 雅迪石墨烯3代 Plus 电池 (循环充放电 1000 次) 与智能安全系统 (蓝牙无感解锁、自动落锁)。三防: 搭载 TCS 牵引力控制 (抑制湿滑路面侧滑)、HDC 陡坡缓降 (自动控速下坡)、

安全 P 挡（防误触飞车）。四稳：方舟底盘系统与液压减震协同调校，保障骑行、刹车、推车、驻车全场景稳定性。

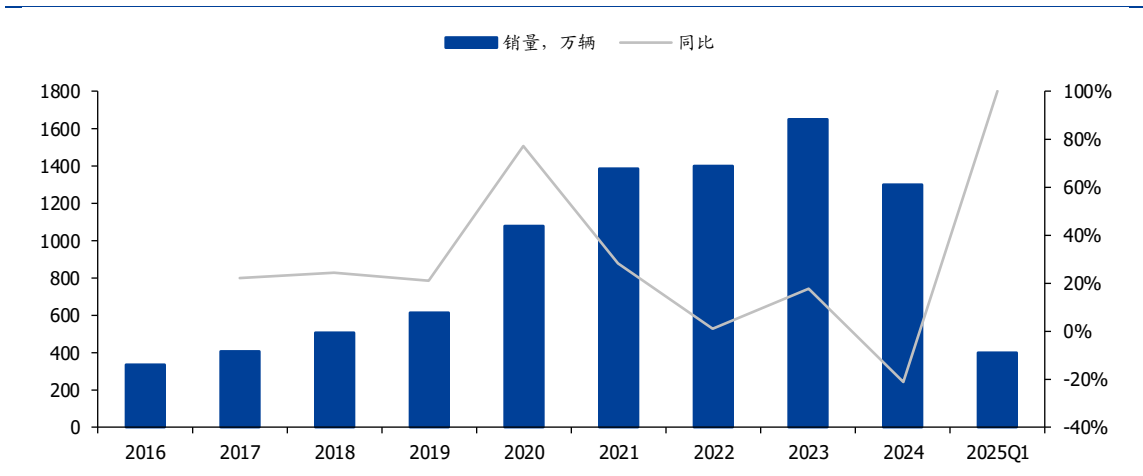
图表31：摩登系列 10 重防护理念



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

受益于行业以旧换新以及公司自身的渠道、车型改善，**2025Q1 雅迪销量突破 400 万台，同比增长近 100%**。展望后市，公司经历 2024 年的深度调整，目前发展势能充足，后续销量表现有望持续跑赢行业。

图表32：公司 2025Q1 销量超 400 万辆，同比接近翻倍

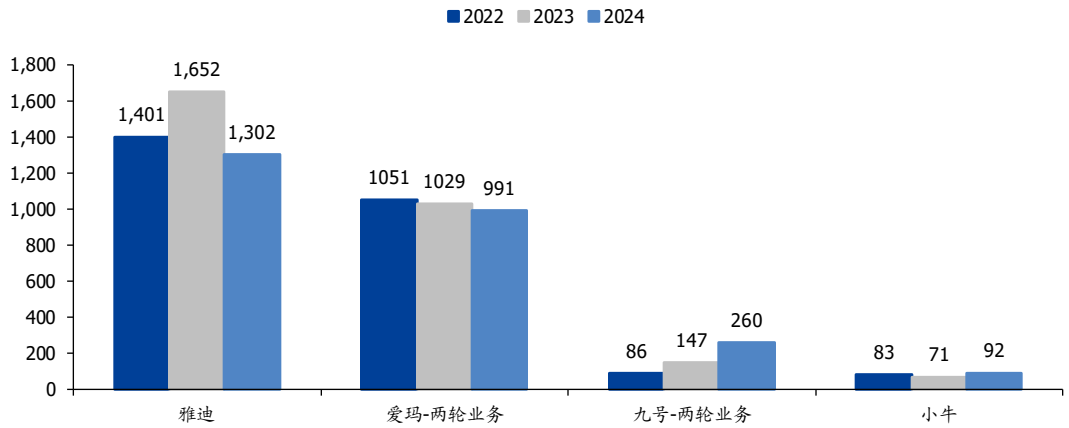


资料来源：Wind，人民网，国盛证券研究所

3.3 单车盈利预计修复，华宇电池有望进一步增厚业绩

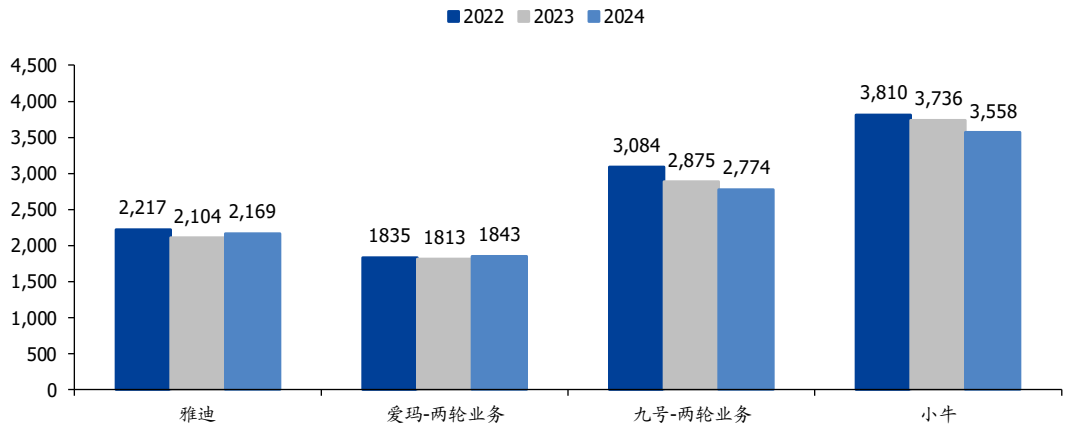
受前期激进扩张的影响，公司 **2023-2024 年单车毛利持续承压**，**2025 年随着销量恢复与行业价格战缓解，公司盈利能力有望快速修复**。2024 年电动两轮车市场竞争激烈，叠加新国标切换扰动，雅迪销量出现一定程度的承压，全年销量为 1302 万辆，相较于 2023 年的 1652 万辆降幅较大。虽然公司依靠产品结构改善，带动 ASP 略有提升，然而受清库影响，公司车型升级的成本并未完全传递给终端，对比爱玛，九号，公司单车成本的增幅显著大于友商，致使近两年单车毛利持续下滑。展望 2025，公司销量已回到增长区间，叠加以旧换新政策发力，行业价格战有望缓解，公司盈利能力预计快速修复。

图表33: 雅迪、爱玛、九号、小牛电动两轮销量对比, 万辆



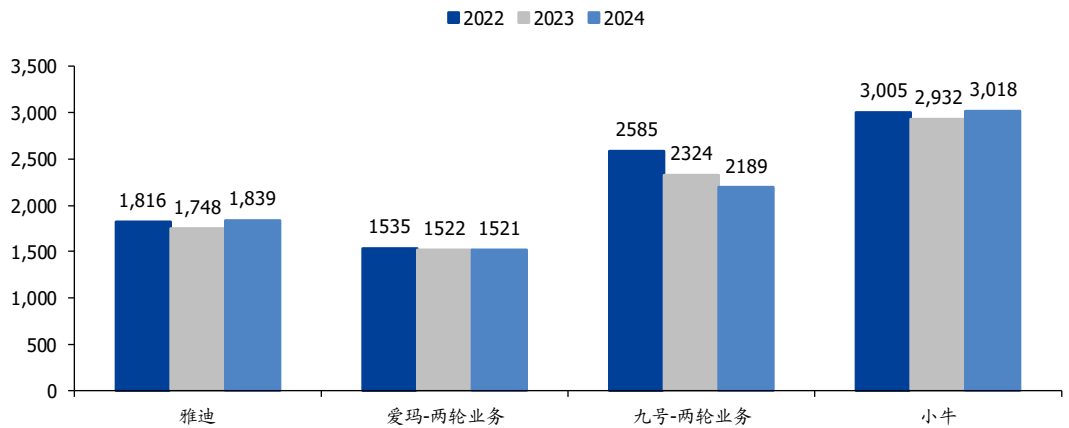
资料来源: 各公司年报, Wind, 国盛证券研究所

图表34: 雅迪、爱玛、九号、小牛电动两轮 ASP 对比, 元/辆



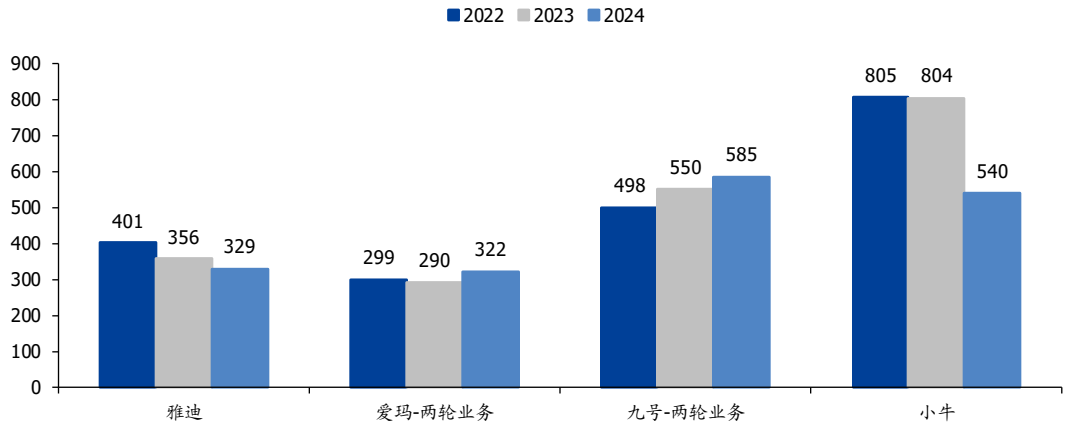
资料来源: 各公司年报, Wind, 国盛证券研究所

图表35: 雅迪、爱玛、九号、小牛电动两轮单车成本对比, 元/辆



资料来源: 各公司年报, Wind, 国盛证券研究所

图表36: 雅迪、爱玛、九号、小牛电动两轮单车毛利对比, 元/辆



资料来源: 各公司年报, Wind, 国盛证券研究所

华宇电池凭借“24个月真换新”的技术品牌, 外供销量预计快速增长, 有望进一步增厚公司业绩。

- 行业层面, 2025年商务部持续推进电动自行车以旧换新政策, 明确“交售报废老旧锂电车型换购铅酸电池新车可享更高补贴”, 直接推升铅酸电池需求。而轻工业联合会数据显示, 在已经完成换购的342万辆以旧换新电动车中, 其中超过九成新车采用铅酸蓄电池驱动。
- 根据电摩公社报道, 二季度以来, 雅迪华宇石墨烯电池延续一季度的高增长态势, 在“电动自行车以旧换新”政策红利与消费升级的双重驱动下, 销量持续攀向新高。作为行业率先实现“24个月真换新”的铅酸电池品牌, 雅迪华宇石墨烯其凭借技术领先性和政策适配性, 市场份额有望快速提升。

图表37: 华宇石墨烯铅酸电池



资料来源: 电摩公社, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

销量端，考虑到公司 2024 年已对渠道端完成深度调整，销量有望重回增长轨道，预计公司 2025-2027 年电动两轮销量分别为 1700/1853/1938 万辆，对应市占率 30%，恢复到 2023 年水平。

营收端，考虑到公司产品结构有望进一步改善，叠加新国标落地后新车的涨价空间，我们预计公司 ASP 仍将稳步提升，对应 2025-2027 年营收分别为 383/435/473 亿元，同比 +36%/+13%/+9%。

毛利率方面，考虑到公司销量规模的恢复，以及华宇电池对公司盈利能力增厚，我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 17.0%/17.2%/17.5%。

费用率方面，预计未来 3 年维持平稳，接近 2023 年水平。

图表38: 公司营收与毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
行业销量, 万辆	5010	5500	5000	5600	6175	6458
公司销量, 万辆	1401	1652	1302	1700	1853	1938
市占率	28%	30%	26%	30%	30%	30%
营业收入, 亿元	311	348	282	383	435	473
同比		12%	-19%	36%	13%	9%
ASP, 元	2217	2104	2169	2255	2346	2439
毛利率	18.1%	16.9%	15.2%	17.0%	17.2%	17.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表39: 公司费用率预测, 百万元

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营销费用	1,358.18	1,435.50	1,215.31	1,572.03	1,781.58	1,937.86
占比%	4.37%	4.13%	4.30%	4.10%	4.10%	4.10%
管理费用	896.14	1,105.42	904.47	1,188.61	1,347.05	1,465.21
占比%	2.89%	3.18%	3.20%	3.10%	3.10%	3.10%
研发费用	1,105.85	1,192.01	1,146.83	1,341.98	1,520.86	1,654.27
占比%	3.56%	3.43%	4.06%	3.50%	3.50%	3.50%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 29.3/35.5/41.1 亿元，对应 PE 分别为 12.1/10.0/8.6 倍。选取与公司业务相近，爱玛科技、九号公司、春风动力作为可比公司，公司 2025 年的估值水平低于可比公司平均值，考虑到 2025 年行业受益于以旧换新与新国标的政策落地，景气度有望持续修复，预计公司有望维持较快增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表40: 盈利预测简表

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万人民币)	34,763	28,236	38,342	43,453	47,265
增长率 yoy (%)	11.9	-18.8	35.8	13.3	8.8
归母净利润 (百万人民币)	2,640	1,272	2,932	3,549	4,114
增长率 yoy (%)	22.2	-51.8	130.4	21.1	15.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.85	0.41	0.94	1.14	1.32
净资产收益率 (%)	31.4	14.5	25.0	23.2	21.2

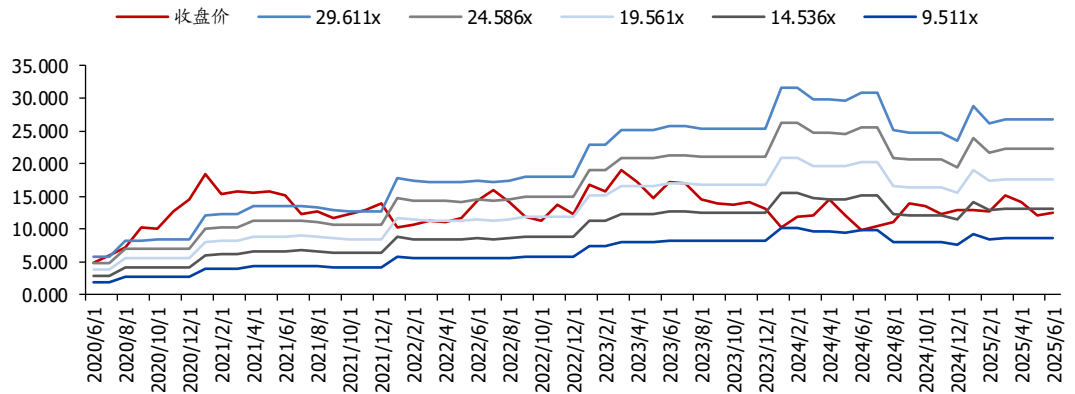
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表41: 可比公司估值, 亿元

代码	公司	市值	归母净利润				PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
603529.SH	爱玛科技	309	18.8	19.9	26.0	30.9	16.4	15.5	11.9	10.0
689009.SH	九号公司-WD	446	6.0	10.8	17.2	23.4	74.6	41.1	25.9	19.1
603129.SH	春风动力	299	10.1	14.7	17.9	22.1	29.7	20.3	16.7	13.6
可比公司平均值		351	11.6	15.1	20.4	25.5	40.2	25.7	18.2	14.2
1585.HK	雅迪控股	354	26.4	12.7	29.3	35.5	13.4	27.8	12.1	10.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 股价为 2025年06月06日收盘价

图表42: 公司 PE-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

行业需求不及预期风险：若整车需求不及预期，将会影响公司两轮车业务需求；

行业价格战超预期风险：如果行业价格战超预期，将显著影响公司盈利能力；

新车型不及预期风险：如果新车型需求不达预期，将影响公司销量及利润表现；

测算假设有关风险：行业空间及公司成产性测算基于部分假设，如果假设条件偏差较大，将与现实产生偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com