

爱玛科技 (603529.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

产品&渠道优化推动量价齐升，两轮电动车龙头开启新成长周期

投资逻辑

三电技术+智能化推动 ASP 提升，产品&渠道优化成长逻辑清晰。

1) ASP 提升逻辑：①三电：引擎 MAX 系统持续迭代，自研凸极电机、蔚蓝控制器电控系统构建“性能+场景化”综合动力解决方案；②智能化：基础智能化功能在主推车型适配，智能化渗透率快速提升，中高端车型搭载更多智能化功能，稳步提升高端品牌形象。

2) 销量提升逻辑：1) 产品端：优化用户画像，增加男性向产品线，扩大消费群体覆盖范围。2) 渠道端门店仍有稳步提升空间：门店总数超 3 万家，下沉市场稳固。3) 店效提升：逐步淘汰低效门店，提升渠道质量；一、二线城市门店升级，推动单品旗舰策略。

两轮车行业格局：2H 伴随新国标实施、新品发布以及以旧换新政策等，对推升行业景气度、格局优化等仍有催化。中期视角加速份额抢夺支撑点更多来自供给门槛约束、头部产品力提升（三电、智能化、电摩品类）、供应链管理带来的成本优势。据奥维云网，25H1 电动两轮车内销 3232 万台，同比+29.5%，爱玛内销+39.2%。

第二曲线：出海+电动三轮车打开成长空间。

1) 电动三轮车：公司 24 年营收 19.5 亿元，同比+36%，毛利率 22.4%，销量 55 万台（同比+29%），我们认为该业务有望优化收入结构，预测 25-27 年营收分别为 27/40/50 亿元，同比+40%/+45%/+25%。

2) 品牌出海：东南亚（印尼等）线下门店超百家，针对载客/货运需求推出大功率车型；欧美通过 Ebike 切入绿色出行赛道。

限制性股票激励计划：旨在绑定股东、公司及核心团队利益，驱动战略落地。目标：业绩 25、26、27 年营收或者净利增长不少于 15%、32.25%、52.09%，经计算复合年化同比增速均为 15%。

可转债价格调整情况：23 年公开发发行 2,000 万张可转债，发行总额为 20 亿元，转股期自 2023 年 9 月 1 日起至 2029 年 2 月 22 日止，初始转股价格为 61.29 元/股，目前转股价格为 38.32 元/股。

盈利预测、估值和评级

我们预测 25-27 年归母净利润分别为 24.6/29.2/33.2 亿元，同比+23.8%/+18.8%/+17.1%。采用相对估值法，25-27 年可比公司平均 PE 为 17/13/11X，公司目前股价对应 PE 为 13/11/9X，考虑到公司系行业龙头，具备显著的下沉渠道优势，我们给予公司 2025 年 20 倍 P/E，对应目标价 56.64 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测、估值和评级

我们预测 25-27 年归母净利润分别为 24.6/29.2/33.2 亿元，同比+23.8%/+18.8%/+17.1%。采用相对估值法，25-27 年可比公司平均 PE 为 17/13/11X，公司目前股价对应 PE 为 13/11/9X，考虑到公司系行业龙头，具备显著的下沉渠道优势，我们给予公司 2025 年 20 倍 P/E，对应目标价 56.64 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

以旧换新对终端替换刺激偏弱；竞争激烈导致价格战风险；原材料价格大幅波动风险；股份解禁风险；可转债股价高于现价风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：35.65 元

目标价 (人民币)：56.64 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,036	21,606	27,047	31,711	35,567
营业收入增长率	1.12%	2.71%	25.18%	17.24%	12.16%
归母净利润(百万元)	1,881	1,988	2,461	2,924	3,394
归母净利润增长率	0.41%	5.68%	23.81%	18.78%	16.08%
摊薄每股收益(元)	2.182	2.307	2.832	3.364	3.905
每股经营性现金流净额	2.08	3.67	5.55	6.50	6.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.39%	22.02%	23.43%	23.85%	23.74%
P/E	11.47	17.78	12.59	10.60	9.13
P/B	2.80	3.91	2.95	2.53	2.17

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 爱玛科技：两轮电动车龙头开启新成长周期.....	4
2 三电技术创新+智能化应用，带动 ASP 上升.....	5
2.1 三电技术全面突破，引擎 MAX 系统引领行业升级.....	5
2.2 智能化后发，呈追赶态势.....	6
3 重构产品结构，持续扩张渠道，提升单店效能.....	8
3.1 产品端：优化产品人群画像，满足更多用户群体需求.....	8
3.2 渠道端：门店拓展&店销优化，持续强化渠道竞争力.....	12
4 行业格局视角：重申 2025 年两轮车行业投资逻辑.....	13
4.1 24 年新国标：更聚焦安全性提升、产品设计要求更注重实用性.....	14
4.2 以旧换新：头部优先承接，产品升级有望加快.....	15
5 发力电动三轮、品牌出海共筑成长第二曲线.....	17
5.1 布局电动三轮市场，中长期优化收入结构.....	17
5.2 出海情况：处于初期阶段，未来增长空间大.....	18
5.2.1 行业角度：油改电趋势下，产品性能优化是渗透向上突破关键点.....	19
5.2.2 产品力角度：迎合各国情况，差异化车型率先出海.....	19
6 盈利预测与投资建议.....	21
6.1. 盈利预测.....	21
6.2. 投资建议.....	23
7 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：爱玛分产品营收及总体同比（亿元/%）.....	4
图表 2：电动两轮车行业 CR2 提升（%）.....	4
图表 3：爱玛分地区营收（亿元）.....	4
图表 4：爱玛及其同比公司收入及同比（亿元/%）.....	5
图表 5：传统企业电机参数.....	5
图表 6：爱玛位于智能两轮电动车第二梯队.....	6
图表 7：用户优先考虑购买的智能两轮电动车品牌.....	6
图表 8：京东旗舰店销量领先的电动自行车智能化功能.....	6
图表 9：3000-4000 价格带，爱玛智能化功能具备竞争力.....	6
图表 10：爱玛研发费用与研发人员数量持续增长.....	7
图表 11：两轮车公司研发费用率对比（%）.....	7



图表 12:	行业头部企业均价稳步提升 (单位: 元)	8
图表 13:	两轮车公司毛利率对比 (%)	8
图表 14:	爱玛电动两轮车产品系列	8
图表 15:	爱玛、雅迪、极核女性车型对比	9
图表 16:	23 年到 25 年 Q1 主要两轮车企线上销售产品价格带占比变化: 爱玛在 3000 元以下车型占比较高	10
图表 17:	京东爱玛官方旗舰店在售车型 (3000 元以下)	10
图表 18:	“单品旗舰”爱玛 A7 Plus 车型配置豪华	11
图表 19:	爱玛 Miss 大小姐主题店	12
图表 20:	爱玛与我的世界大电影联名	12
图表 21:	爱玛门店数量超 3 万 (单位: 个)	12
图表 22:	爱玛存货周转率 (次) 较高	13
图表 23:	爱玛应收账款周转率 (次) 较高	13
图表 24:	线上线下结合方式购车占达 32.7%	13
图表 25:	25H1 电动两轮车销量显著回暖	14
图表 26:	25H1 各品牌电动两轮车内销增速 (%)	14
图表 27:	24 年新国标要点解读	14
图表 28:	两轮车品牌格局	15
图表 29:	部分省份以旧换新通知梳理	15
图表 30:	各省补贴额度及产品要求对比梳理	16
图表 31:	截至 6 月 30 日, 全国电动自行车以旧换新累计量达 847 万辆	17
图表 32:	部分地区对违规电动三轮车清退情况	18
图表 33:	17-24 年电动三轮车市场规模 GAGR 为 8%	18
图表 34:	爱玛科技电动三轮车销量逐年攀升 (万台)	18
图表 35:	目前海外营收占比仅 1%, 增长空间大 (百万/%)	19
图表 36:	东南亚部分国家针对燃油摩托车政策	19
图表 37:	中国电动两轮车出口量及增速	19
图表 38:	中国电动两轮车出口金额及增速	19
图表 39:	爱玛海外在售产品	20
图表 40:	Ebike 产品形式及售价	20
图表 41:	海外建厂优势明显	21
图表 42:	公司收入、毛利率拆分及预测	22
图表 43:	可比公司估值对比	23



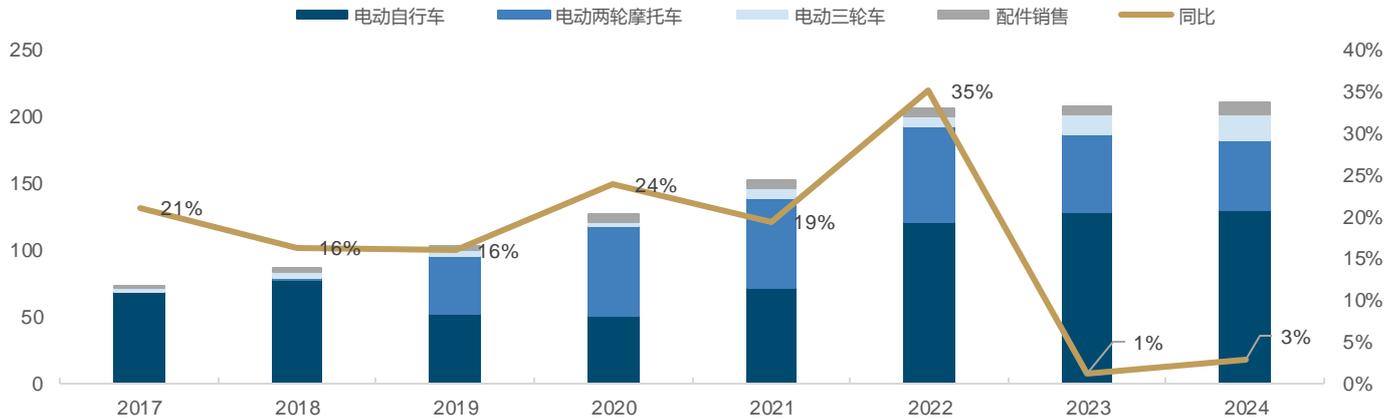
1 爱玛科技：两轮电动车龙头开启新成长周期

我们认为在以“国补+新国标”带动下的国内两轮车行业成长发展周期中，短期行业景气度受全国部分地区受补贴资金阶段性使用完毕影响边际有所放缓；2H 伴随新国标正式实施、新产品发布以及与以旧换新政策的结合等，对推升行业景气度、格局优化等仍有催化。中长期角度，上一轮龙头企业借助资本开支、快速渠道扩张模式的快速放“量”成长思路，在已知市场格局重塑的背景下，爱玛加速市场份额抢夺的支撑点更多来自三大方向的科技创新（三电升级、引擎技术优化、智能化迭代）、深化销服一体化和端到端供应链协同、细分产品的竞争（面向女性用户的Q系列、侧向男性的A系列、高端车型F系列和X系列）；长期视角，发力电动三轮车、品牌出海业务有望成为第二、第三成长曲线。

爱玛科技始创于1999年，其前身为天津泰美车业有限公司，创立初期主要从事自行车组装业务。2004年，公司战略转型推出“爱玛”品牌，正式进军电动自行车领域。经过二十余年的发展，公司已成长为国内电动两轮车行业的领军企业，年产销量突破1000万辆大关，市场份额稳居行业第二，仅次于雅迪。

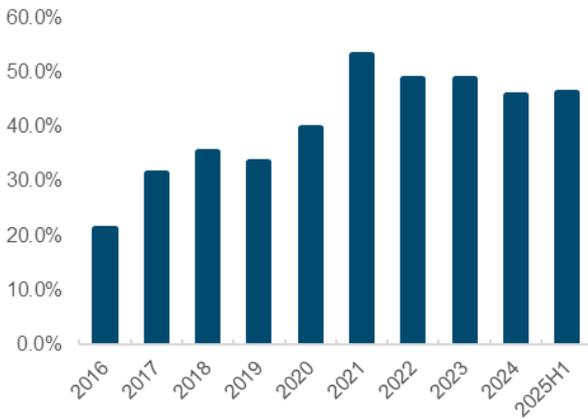
分产品来看，公司业务以电动两轮车为主，2024年电动两轮车收入占比达84%，其中电动自行车营收占比60%，电摩降至24%。电动三轮车占比上升，产品以休闲电动车为主，2024年收入占比达9%。分区域来看，华东地区是公司收入主要来源，24年占比35%。

图表1：爱玛分产品营收及总体同比（亿元/%）

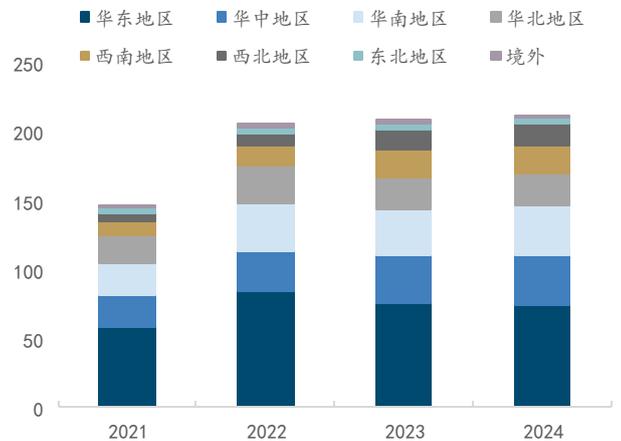


来源：iFind，国金证券研究所

图表2：电动两轮车行业 CR2 提升 (%)



图表3：爱玛分地区营收（亿元）



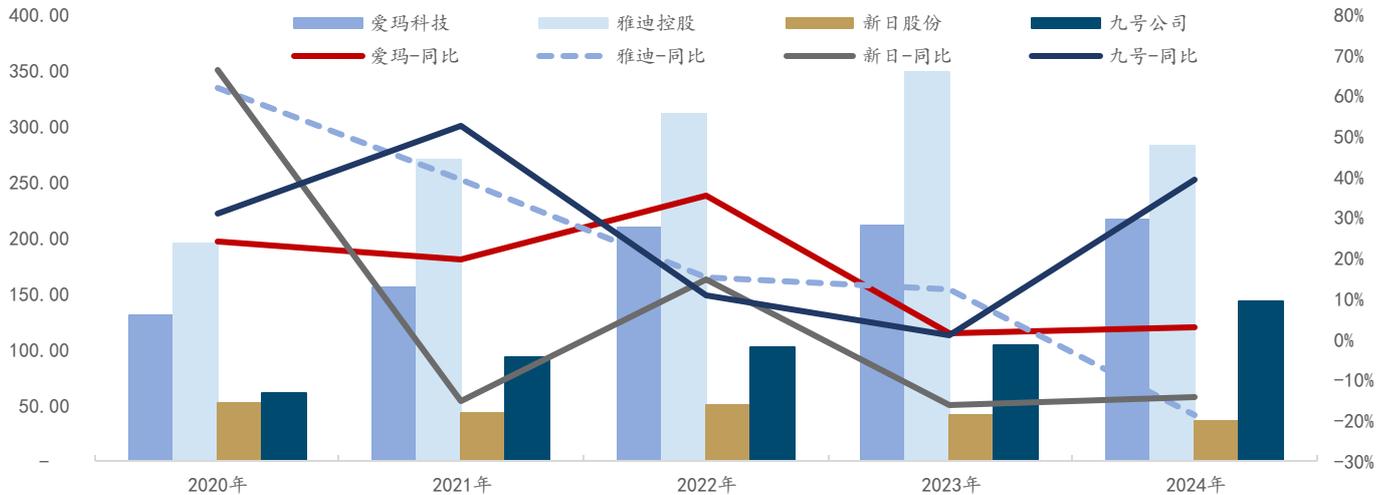
来源：艾睿咨询、前瞻产业研究院，奥维云网，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

注：CR2 为雅迪、爱玛



图表4: 爱玛及其同比公司收入及同比 (亿元/%)



来源: iFind, 国金证券研究所

2 三电技术创新+智能化应用, 带动 ASP 上升

2.1 三电技术全面突破, 引擎 MAX 系统引领行业升级

自 2020 年推出引擎 MAX 能量聚核系统以来, 爱玛科技通过持续迭代三电技术, 深化产品智能化与能效升级, 实现技术溢价与市场引领。从三电系统的升级路径来看:

1) 电池: 持续聚焦铅酸、锂电池协同开发, 推出智能温控定时充电器: ①采用智能温控技术, 实时监测充电环境温度, 动态调节电流输出, 避免过充过放, 延长电池寿命; ②兼容铅酸、锂电池多场景应用, 适配极端气候 (-10°C, 容量低温保持率 >80%), 保障充电安全与效率; ③通过 BMS 电池管理系统升级, 精准电量误差率 <5%, 支持多段定时充电模式, 用户可远程控制充电进度, 提升使用便捷性。

2) 电机: 自主研发引擎电机, 针对平原、山地和大动力三大使用场景: ①凸极电机与爱玛 10 寸普通电机相比最大输出转矩提升 15%以上, 适配长续航车型; ②山地版爬山虎电机与爱玛 10 寸普通电机相比, 电机直径加大约 12%, 最高效率约为 93%, 峰值扭矩 130+N m, 最大爬坡角度 15.20°; ③平原版高效超静音电机, 起步噪音仅 60 分贝, 磁钢可承受破坏力高达 5000N, 表面防腐优秀, 盐雾试验长达 48 小时。2024 年自研电机装机量超 800 万台, 规模化优势凸显。

3) 电控: 第二代蔚蓝控制器全量量产, 新增 TCS 牵引力控制、坡道辅助等功能, 并开发雪地、雨天、沙地、山地等智能驾驶模式, 满足不同路况下的动力响应与行驶稳定性要求。

三电系统的高度集成与持续创新, 为爱玛构建了“性能+智能+场景化”的综合动力解决方案。公司通过自主研发与供应链协同 (如 IPD 流程下的供应商联合开发), 在核心部件实现技术闭环, 既保障产品一致性, 又强化成本控制能力。2024 年推出的引擎 MAX 8 系统, 搭载 A7 等旗舰车型, 实现动力、续航、安全三重升级; 同年发布的高端电摩“剑齿虎”系列, 集成鸿蒙智联生态与 AI 骑行辅助功能, 抢占智能化电摩市场制高点, 为全球化高端化布局奠定技术基础。我们判断, 爱玛将持续深化三电技术融合, 推动产品向“全场景智慧出行平台”进化, 巩固行业龙头地位。

图表5: 传统企业电机参数

	爱玛	雅迪	绿源	台铃
	雷霆电机 V8s	TTFAR 极速电机	液冷电机	极地强磁电机
最高转速	910rpm	/	/	/
峰值扭矩	170N·m	150N·m	200N·m+	150N·m



	爱玛	雅迪	绿源	台铃
最大马力	6.2p	/	/	/
峰值功率	4500W	4900W	5000W	5000W
最高时速	75km/h	85km/h	65km/h	85km/h

来源：各品牌官网，国金证券研究所

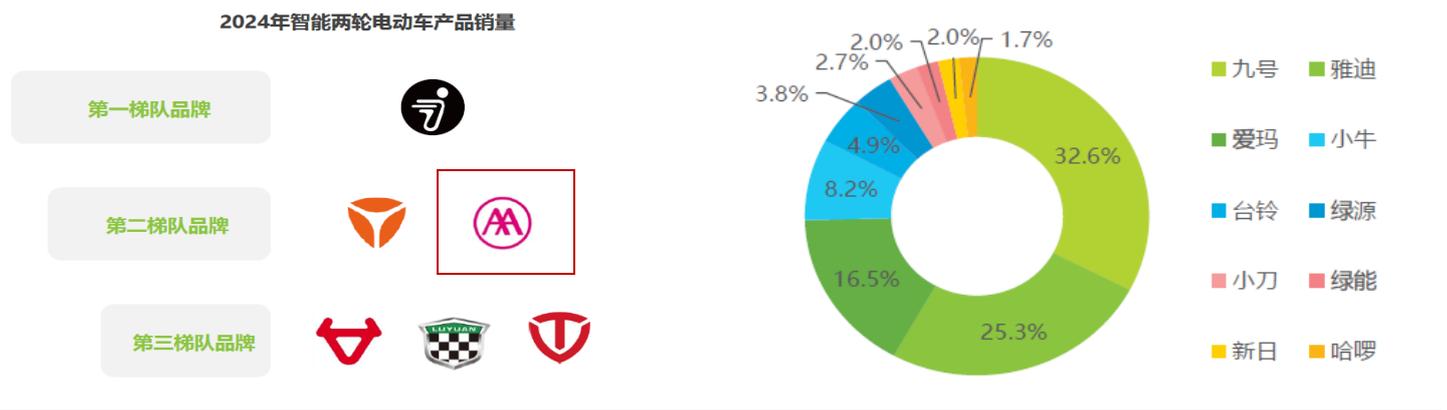
2.2 智能化后发，呈追赶态势

在产品智能化方面，“新势力”企业九号、小牛具备先发优势，“智能化”也成为其产品的核心卖点，爱玛等则采取追赶策略。传统龙头和新势力研发方向的差异，原因在于创始团队背景&经历差异，奠定的企业基因和技术基础不同，但终极需求是在政策框架下更高效的解决客户需求。

智能技术“性价比”打法，以高配置+低价格规模优势渗透。根据艾瑞咨询，2024年智能两轮电动车产品销量，爱玛已经属于第二梯队品牌，我们认为爱玛智能化追赶的策略是常用基础智能化功能应用于主推车型，更先进更全面的智能化功能则更多配置于高端车型。在京东爱玛官方旗舰店，3000元以下车型配备一键寻车、一键解锁的功能，3000元以上车型则配置TCS防侧滑、HDC陡坡缓降、定速巡航等功能（此类功能一般配置到更高价位段上）。例如在3000-4000价格带，“猎骑”车型配置了TCS防滑系统、陡坡缓降、智能APP+靠近解锁等功能，智能化程度追赶“新势力”企业，在传统企业中也具备较强竞争力。

图表6：爱玛位于智能两轮电动车第二梯队

图表7：用户优先考虑购买的智能两轮电动车品牌



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表8：京东旗舰店销量领先的电动自行车智能化功能

型号	猎骑	元宇宙 Play	糖豆	Q豆
售价	3799	4199	2099	2999
智能化功能	TCS 防滑系统、陡坡缓降、智能 APP+靠近解锁	边撑智能断电、定速巡航、智能 APP+靠近解锁	一键寻车、一键解锁	智能蓝牙 APP、一键启动、一键寻车

来源：京东爱玛官方旗舰店，国金证券研究所

图表9：3000-4000 价格带，爱玛智能化功能具备竞争力

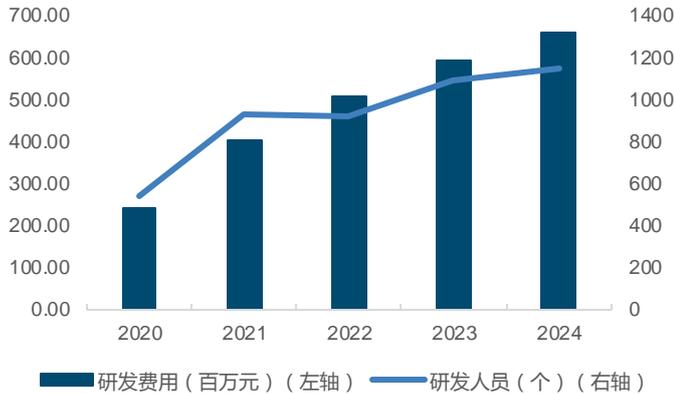
		3000~4000 价位段				
		两轮车新势力车企 A	两轮传统车企 B	爱玛	两轮传统车企 C	两轮传统车企 D
基础信息	型号	A2z 40	冠能 C60	猎骑	INN05	摩西 3.0
	价格	3299	3690	3799	3699	3499
	车型	电动自行车	电动自行车	电动自行车	电动自行车	电动自行车
续航表现	电池类型	锂电池	铅酸电池	铅酸电池	锂电池	铅酸电池
	电池容量	48V 14Ah	48V 12Ah	48V 12Ah	48V 24Ah	48V 16Ah
	续航 (km)	50	40	40	80	50



	最高速度 (km/h)	25	25	25	25	25
	电机	400W	400W	400W	400W	400W
智能化功能	行驶安全	助力推行	HDC 陡坡缓降、TCS 防侧滑	TCS 防滑系统、陡坡缓降、推倒车辅助	/	一键倒车
	车辆管理	RideyGO 2.0 智能控车	/	/	/	/
	防盗系统	三重定位、AHRS 姿态感应防盗	/	/	蓝牙报警器	/
	电池管理	智能 BMS	智能 BMS, SOC 电量精准显示	/	SOC 电量精准显示	/
	骑行辅助	座垫感应、边撑感应、自动锁车	iRide 智能解锁、上锁	智能蓝牙靠近解锁、APP 解锁、一键启动	NFC 解锁、蓝牙唤醒、掌心操控	蓝牙解锁
	运动控制	分段弹簧式前减震、油压阻尼减震后减震	前后液压减震	前后液压减震	前后液压减震	前后液压减震

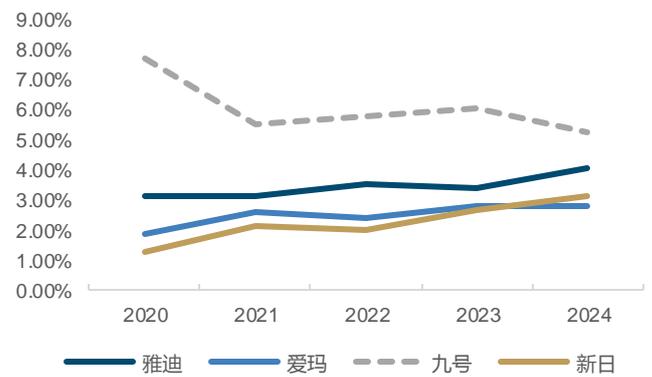
来源：各品牌京东旗舰店；国金证券研究所

图表10：爱玛研发费用与研发人员数量持续增长



来源：爱玛科技公告，国金证券研究所

图表11：两轮车公司研发费用率对比 (%)

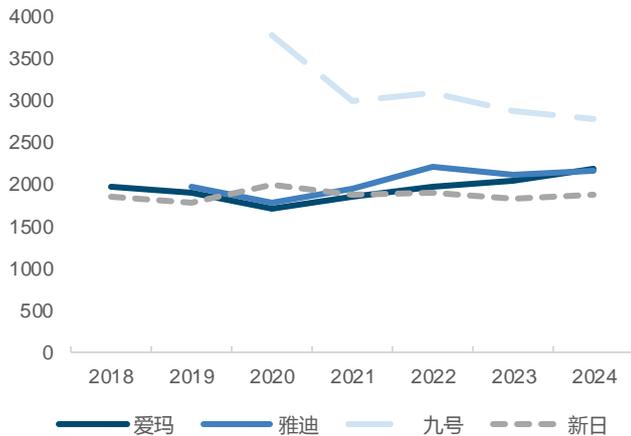


来源：各公司公告，国金证券研究所

我们认为得益于三电系统升级及产品智能化渗透的持续推动，公司平均销售价格 (ASP) 呈现稳步提升趋势。经营数据显示，作为行业龙头，公司近年来的 ASP 管理成效显著，上行通道明确。两轮车产品整体均价显著提高，带动毛利率同步上行，2024 年公司整体毛利率 17.84%。其中，24 年电动自行车品类 ASP 上升 40.52 元，毛利率为 17.58%，同比 +1pct；电动两轮摩托车品类 ASP 上升 39 元，毛利率为 17.22%，同比 +2.46pct。

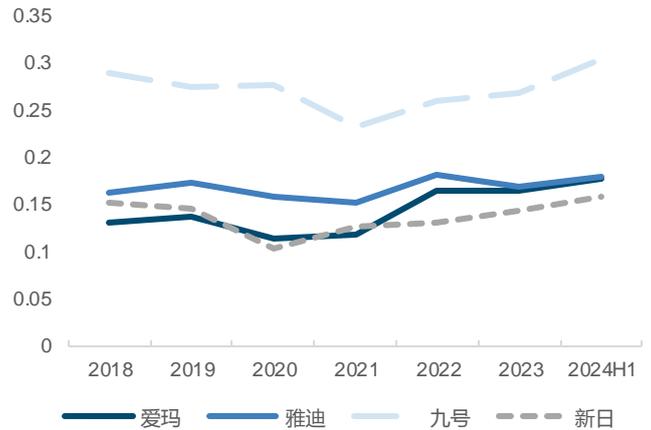


图表12: 行业头部企业均价稳步提升 (单位: 元)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表13: 两轮车公司毛利率对比 (%)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3 重构产品结构, 持续扩张渠道, 提升单店效能

3.1 产品端: 优化产品人群画像, 满足更多用户群体需求

24年公司深化IPD体系, 对产品结构进行重构, 推出多个战略新品, 实现产品梯度优化, 以提升市场覆盖率, 产品整体分为“简约科技”、“时尚经典”、“玩转个性”和“硬核实力”四个主题, 又交叉分为面向女性的“公主系列”和侧向男性的“勇士系列”, 确保对市场需求的全覆盖。

公司目前产品矩阵注重女性用户:Q系列产品如元宇宙Play、Q7、露娜以圆润可爱的造型、时尚柔和的配色吸引了众多女性消费者的关注。以公司畅销车型“露娜”为例与竞品进行对比,“露娜”车型更注重外观和细节设计, 同时也配备了基础的智能化功能, 确保女性用户选择心仪外观的同时, 又有便利的用车体验。

我们认为, 公司后续通过优化产品人群定位, 增加更具男性化特质的产品线, 满足多元化用户群体需求, 将有效扩大消费群体覆盖范围, 从而驱动电动两轮车业务销量的进一步增长。

图表14: 爱玛电动两轮车产品系列

车型系列	产品	产品特性
Q 系列		时尚经典 面向女性
A 系列		简约科技 侧向男性
F 系列		硬核实力 长续航



X 系列	  <p>爱玛机甲师 爱玛造梦师 X14</p>	玩转个性 跨骑旗舰
------	---	--------------

来源：爱玛电动车官网，国金证券研究所

图表15：爱玛、雅迪、极核女性车型对比

	爱玛	雅迪	极核
名称	露娜	摩登追光	M01
产品图			
类型	电动自行车	电动自行车	电轻摩
价格	3899	3899	4199
尺寸	1540*675*1045mm	1540*680*1100mm	1555*650*1040mm
外观	1. 萌趣颜值：第三代家族化睫毛大灯、花瓣造型轮毂饰盖、双拼磨砂后视镜、立体尾灯、菱格老花仪表遮罩、浮雕心格踏板；2. 轻巧车身，云感坐垫	新奢复古美学：复古圆钻大灯、穹顶导流罩	1. 圆润车身曲线、琥珀光漆水工艺、四叶草转向灯与手把按键；2. 舒适坐垫，软胶手把；3. 短轴距，低座高
储物空间	奶茶桶	加深前置物兜、电控座桶	杯托、2. 8L 储物盒、大踏板空间、座桶空间
性能	电池：48V 电机：400W	电池：48V12A 铅酸 电机：400W, IPX7 级防水	电池：60V20A 铅酸 电机：1000W
减震模式	前后液压双减震	前后液压双减震	液力阻尼前减震，五级可调式后减震
安全	全包裹底盘	TCS2.0 自动控制系统 HDC 陡坡缓降 刹车把加长 智能温感充电器	双肩围栏式车架 eTCS 牵引力控制系统 小白模式
科技	智能 APP 靠近解锁 一键启动	智能 APP 定速巡航 小程序解锁 蓝牙解锁 APP 解锁 手表解锁 单撑断电 电子围栏 GPS 定位 损失模式 骑行统计	多驾驶模式 定速巡航 数字钥匙 感应解锁 密码解锁 自定义音效 自定义动能回收 自动驻车 防盗锁车 GPS 定位 声光感应 边撑感应 OTA 升级 推、倒车助力

来源：各品牌京东旗舰店，国金证券研究所

从线上价格带分布变化看两轮车分布差异：我们看到相较于 23 年，传统两轮车企在 3000 元以上价格带产品布局有明显的发力倾斜，23/24 年爱玛科技 3000-4000 元/4000-5000



元产品销额占比 37.6%/33.4%(同比+25.4/0.6pct), 雅迪 3000-4000 元/4000-5000 元产品销额占比 39.6%/38.1%(同比+15.2/22.5pct); 主占高端市场的新势力车企形成一定错位竞争(聚焦 4000 元以上高端为主), 我们认为腰部价格带布局仍有空间, 但长期角度 4000 元价格带或成为两大车企竞争的主要着力价位, 智能化、三电等更容易对比和感知的性能成为争夺新用户的关键。

图表16: 23 年到 25 年 Q1 主要两轮车企线上销售产品价格带占比变化: 爱玛在 3000 元以下车型占比较高

价格带	雅迪			爱玛			九号			小牛		
	2023	2024	2025Q1									
<2000 元	21.2%	1.0%	0.9%	49.7%	35.3%	49.8%	0.0%	0.4%	2.3%	0.5%	0.3%	0.0%
2000-3000 元	31.3%	16.1%	20.1%	33.9%	23.6%	30.5%	17.6%	7.6%	3.1%	3.1%	2.5%	6.1%
3000-4000 元	24.4%	39.6%	42.3%	12.2%	37.6%	18.7%	9.3%	11.4%	14.3%	30.2%	23.4%	12.1%
4000-5000 元	15.6%	38.1%	34.1%	2.8%	3.4%	1.1%	36.0%	33.7%	27.7%	24.3%	32.4%	49.4%
>5000 元	7.4%	5.2%	2.5%	1.4%	0.1%	0.0%	37.1%	47.0%	52.6%	41.9%	41.4%	32.4%

来源: 久谦数据中台; 国金证券研究所

强化性价比车型, “单品旗舰”发力高端: 爱玛在 3000 元以下市场具备绝对优势, 目前在京东爱玛官方旗舰店在售 3000 元以下的车型超过 20 种, 设计分为经典时尚和简约科技, 又交叉细分面向男性、女性的特定产品, 我们认为爱玛在这一价格段将持续具备优势, 坚守性价比市场是公司业绩增长的基础; 24 年公司推出“单品旗舰”策略, 推出 A7 Plus 的旗舰电摩车型, 配备高端配置和智能化技术以吸引目标消费群体, 并通过规模化效应提升公司在高端市场的占有率。

图表17: 京东爱玛官方旗舰店在售车型 (3000 元以下)

分类	车型	售价 (元)	到手价 (元)
经典时尚&公主系列	优悦	3899	2899
	露娜	3899	2999
	Q 豆 (锂电)	2999	2399
	Q 豆 (铅酸)	2199	1999
	哆乐 2024	2799	1999
	糖豆 B	2099	1799
	露娜 pro (电摩)	4299	2999
	元宇宙 play	4199	2999
	元宇宙 pro	3799	2599
	朵朵	3499	2699
	喜爱 Air (电摩)	3499	2799
	喜悦 Air	3199	2699
	爱朵 2024 (电摩)	3099	2199
	爱朵 2024	2999	2299
	优悦 (电摩)	3099	2199
	欢乐豆	2499	1899
	欢乐豆 12	1999	1499
小金豆	1999	1599	
简约科技&勇士系列	凌骏	4299	2799
	领航官 EB	3499	2999
	飞凡	3899	2899
	卫士 AB51	3799	2599
	卫士 A516 (电摩)	3199	2499
	酷迈	3099	2299

来源: 京东爱玛官方旗舰店, 国金证券研究所



图表18: “单品旗舰”爱玛 A7 Plus 车型配置豪华

外观设计	
基础配置	72V 电池、1200W 电机、越野前反抱双碟制动器、铝轮毂、半热熔越野轮胎、摩托车级 5 级可调后减震、三透镜鹰眼大灯、8 寸悬浮液晶仪表、三防鞍座（防水、防滑、隔热）、25L 座桶空间、370mm 踏板、USB 接口 0-50m 加速 6.3s, 0-100m 提速 9.8s, 最高速度 65km/h
电池	金标石墨烯电池 2 号: 循环寿命 >500 次、容量衰减 <20%、更耐低温 (-10°C 时, 电池容量低温保率 ≥80%)、BMS 铅酸电池管理系统 (精准电量误差率 <5%)、“爱玛安盾”智能温控定时充电器, 充电时自动检测温度, 过温自动断电
电机	爱玛雷霆电机 V8: 860rpm 最高转速、120N.m 峰值扭矩、4.1p 最大马力、3000w 峰值功率
电控	全智能爱玛蔚蓝控制器 2.0: 五大实用功能 (TCS 防侧滑系统、HDC 陡坡缓降系统、坡道驻车、定速巡航、辅助倒车), 五大实用驾驶模式 (雪地、雨天、沙地、弹射、山地)
智能化	爱玛 AimOS 智控系统: 1. 手机与仪表交互; 2. 无钥匙解锁 (智能手机、智能手表、智能手环、无感靠近解锁、小程序解锁、电子鞍座锁、APP 解锁); 3. 智能防盗 (北斗、GPS 和基站三种模式精准定位); 4. AMB-0101AI 芯片可实现骑行模式随心切换: 总裁模式 (畅快的驾驶感)、儒雅模式 (动力性和经济性兼顾)、女王模式 (注重骑乘舒适)、元气模式 (刺激又平稳的驾驶体验)

来源: 爱玛官方网站, 国金证券研究所

爱玛聚焦“年轻化、时尚化、科技化”三大核心战略，持续提升品牌影响力。以“时尚爱玛，自在出行”为品牌内核，爱玛通过差异化战略构建竞争优势：

- 年轻化：以 IP 联名、圈层渗透和社交裂变为抓手，深度绑定 Z 世代：通过《乘风 2024》、电竞二次元等泛娱乐 IP 合作；依托音乐节、高校社群构建沉浸式互动场景；配合露娜等爆款产品的全链路营销，有效激活年轻消费势能。
- 时尚化：联合 Pantone 定义行业流行色，携手意大利 RIZOMA 打造极简美学车型，构建高辨识度视觉体系，并迭代第四代终端门店及主题体验空间，打造“产品-视觉-场景”三位一体的时尚生态。
- 科技化：聚焦智能出行核心体验，推出鸿蒙智联生态车型，实现 AI 交互与远程控制；持续升级引擎技术，强化续航与动力双重优势；同时运用 AIGC 技术革新营销链路，显著提升传播效率与转化率。

在多维战略协同驱动下，爱玛持续强化全球化品牌势能，为电动两轮车行业树立“科技+时尚”双轮驱动的价值标杆。

2025 年 7 月，爱玛携手知名 IP “黄油小熊”举办联名发布会，以“可爱与美”为主题，推出多款融合时尚设计与智能科技的电动两轮车新品，旨在为女性消费者提供更具个性化的出行选择。通过将萌趣 IP 元素深度融入车辆设计，本次发布的爱玛黄油墩墩、爱玛露娜 Pro2.0 黄油小熊版、爱玛元宇宙 Plus 及 Play 系列联名车型，在保留实用功能的基础上，采用柔润配色、花瓣轮毂等精致设计细节，实现了视觉美感与骑行舒适性的完美融合。



图表19: 爱玛 Miss 大小姐主题店



来源: 全球电动车网, 国金证券研究所

图表20: 爱玛与我的世界大电影联名



来源: 爱玛电动车官方微博, 国金证券研究所

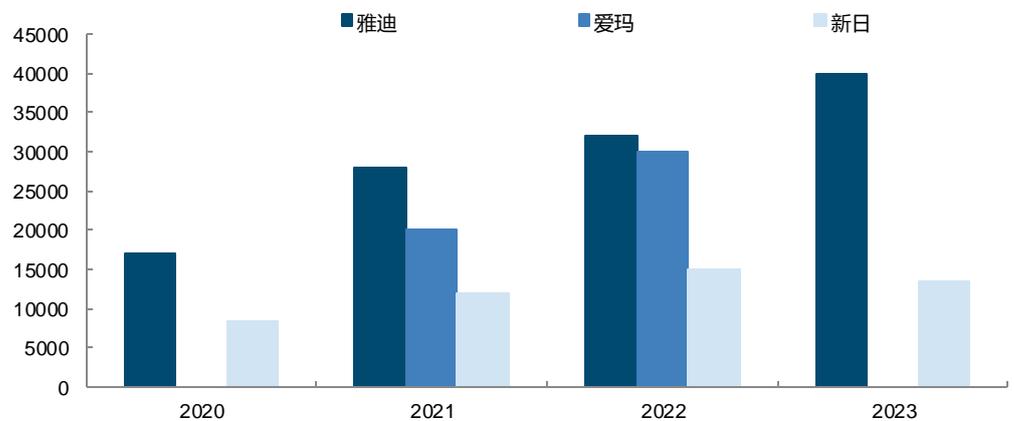
3.2 渠道端: 门店拓展&店销优化, 持续强化渠道竞争力

在渠道建设方面, 门店网络仍有稳步渗透的空间。公司 2022 年公布的门店数量已超 3 万家, 虽未公布 23、24 年具体数据, 但其规模基本可确定仅次于行业龙头雅迪。从中长期视角看, 公司策略清晰: 在国内市场持续巩固乡镇下沉市场优势的同时, 着力提升一、二线城市的单店规模与小店建设水平, 以增强品牌在高端车型领域的影响力。

下沉市场根基稳固: 公司自 2014 年经充分市场调研后, 便采取直惠乡镇经销商的策略, 开启“精耕细作乡镇市场”的战略, 并持续构建适合自身发展的扁平化营销网络。凭借全国乡镇网点的显著布局优势, 爱玛在 4000 元以下价位区间占据主导地位。我们认为, 其在乡镇区域的深厚品牌影响力将持续支撑其下沉市场份额。

聚焦店效提升: 1) **优化渠道结构:** 聚焦一二线城市核心商圈, 开设旗舰店与体验中心, 强化高端品牌形象; 同时建立科学评估体系, 动态优化网络结构, 逐步淘汰低效门店, 提升整体渠道质量; 通过私域流量沉淀与精细化运营持续提升用户粘性, 最终形成“全域触达-精准导流-终端提效”的闭环生态, 显著强化零售终端的市场竞争力和品牌渗透力。2) **革新管理架构:** 设立区域总经理岗位, 统筹区域内经销商与门店的协同运营, 打破传统多层代理的决策壁垒; 依托“渠道云”、“爱云销”等数字化工具, 实时采集终端动销、库存及用户行为数据, 构建全链路可视化看板。

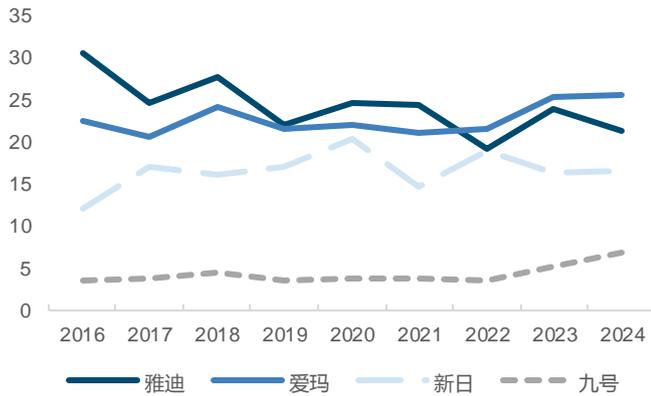
图表21: 爱玛门店数量超 3 万 (单位: 个)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

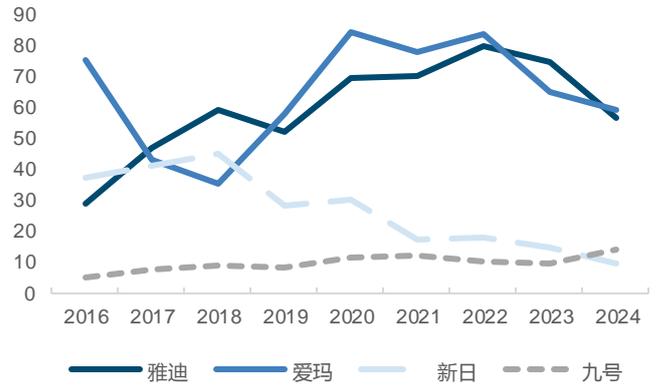


图表22: 爱玛存货周转率(次)较高



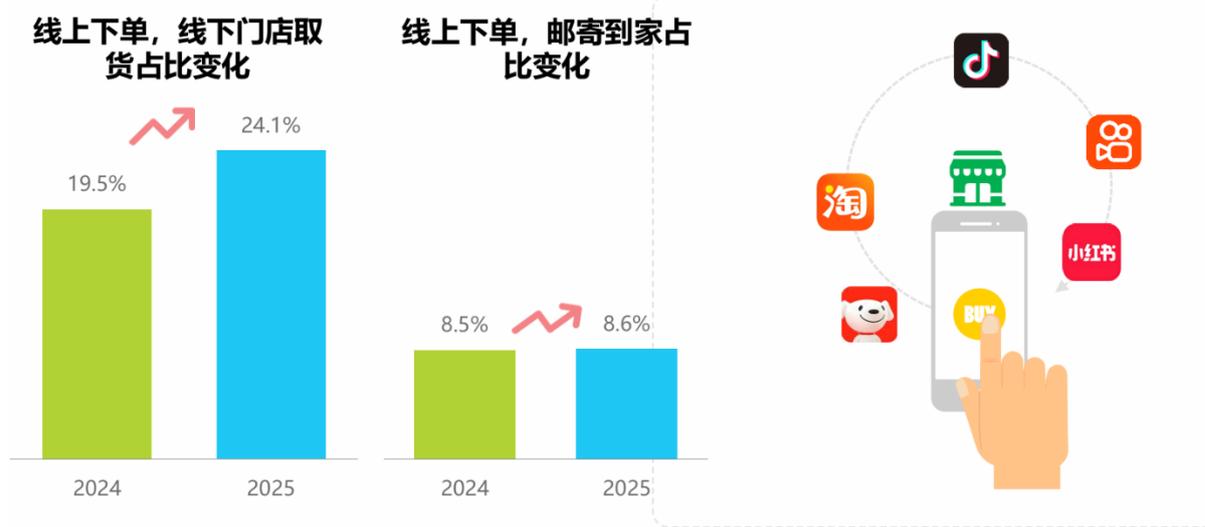
来源: iFind, 国金证券研究所

图表23: 爱玛应收账款周转率(次)较高



来源: iFind, 国金证券研究所

图表24: 线上线下结合方式购车占达32.7%



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

4 行业格局视角: 重申 2025 年两轮车行业投资逻辑

换新刺激+季节性回暖+格局优化, 龙头量价齐升。

25Q1 起, 以旧换新政策细则更加明确、各省落地加快, 叠加行业季节性由淡转旺, 板块公司收入端普遍呈现快速回暖趋势, 收入增速环比加快, 量价拆分来看, 头部上市公司凭借优质产品&终端渠道规模性, 普遍受益于以旧换新对量的拉动, 政策补贴也加快产品升级、头部品牌加快用户获取, 整体量价齐升趋势显著。

短期视角: 行业景气度受全国部分地区受补贴资金阶段性使用完毕影响边际有所放缓; 2H 仍值得期待, 2H 伴随新国标正式实施、新产品发布以及与以旧换新政策的结合等, 对推升行业景气度、格局优化等仍有催化。

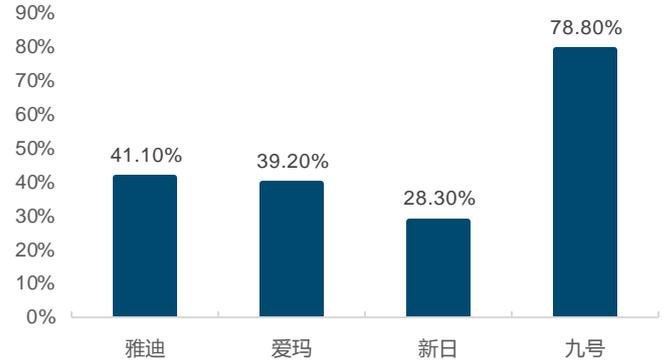
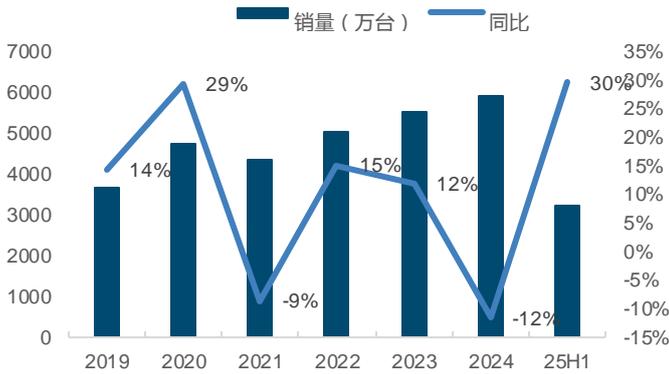
中期视角: 加速市场份额的抢夺的支撑点更多来自供给门槛约束、头部产品力提升(三电、智能化、电摩品类)、供应链集约管理带来的成本优势。

根据奥维云网, 25H1 电动两轮车全国内销量达 3232.5 万台, 同比激增 29.5%, 中国电动两轮车市场迎来爆发式增长。在新国标政策(9月1日实施)与全国性“以旧换新”补贴的双重驱动下, 行业已经开始呈现加速洗牌态势, 消费需求集中释放。



图表25: 25H1 电动两轮车销量显著回暖

图表26: 25H1 各品牌电动两轮车内销增速 (%)



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

4.1 24 年新国标: 更聚焦安全性提升、产品设计要求更注重实用性

与 2018 年新国标相比, 24 年推出的新国标更聚焦产品侧安全性能的提升和强化, 并且考虑了产品实用性, 例如: 1) 不再强制要求脚踏骑行功能, 厂家灵活度提高, 可配置其他高性能服务; 2) 整车质量限制提升至 63kg; 3) 强制安装北斗定位和动态安全检测系统, 高智能企业可更为迅速地对应安装相关智能模组联动; 4) 防篡改推出, 避免小作坊企业改装品牌电动车售卖, 需要自行进行产品设计, 保护品牌专利。

图表27: 24 年新国标要点解读

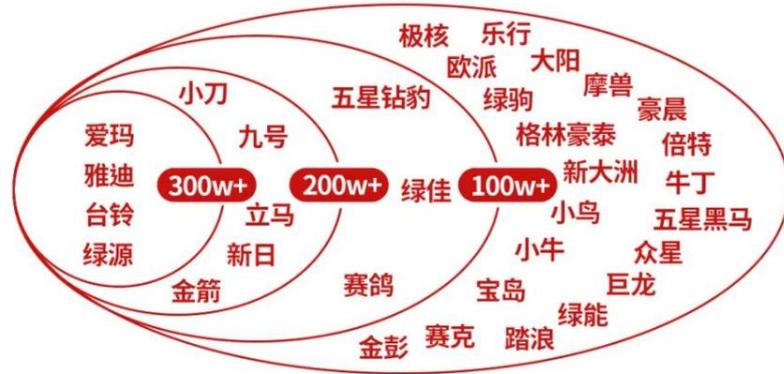
要点	解读
限速 25 km/h	将 速度控制 在合理范围内, 减小刹车距离, 避免失控现象的发生
防火阻燃	加严关键部件的阻燃性能, 严格限制可燃塑料材料的使用 (不超过 5.5%), 从源头防范火灾
电动机检验	确保电动机在输入电压达到最高时车速也 无法超过 25 km/h
防篡改	避免最高车速、蓄电池类型和输出电压等技术参数被篡改, 防范非法改装
标识	永久性耐高温识别代码 实现有效追踪和监管, 便于溯源
产能一致性	规范化 企业生产要求, 淘汰不合规企业
整车重量	铅蓄电池能量密度低, 适当放宽限制至 63kg 可增加续航里程、减少充电频次
定位和监测	北斗系统 记录位置信息 防盗 , 用于经营性活动的电动自行车应具有该模块, 其他类型则在销售时由消费者决定是否保留; 动态监测车辆 异常状态 消除安全隐患
不强制要求脚踏骑行功能	基本不用脚踏骑行功能的消费者占比高达 79%, 由企业自行决定可节约生产成本增强实用性
后视镜	后视镜不计入整车宽度、高度, 鼓励电动自行车安装
建议使用年限	使用时间过长易发生火灾事故, 本标准正式发布后按照新标准生产的 新车需要标注建议使用年限 , 年限由生产企业自行确定

来源: 工业和信息化部, 国金证券研究所

行业格局推演: 以旧换新+新国标落地有望加速行业格局向头部集中。在经历行业去库后, 我们预测 25 年行业总销量将恢复增长, 短期以雅迪、爱玛为首的龙头企业份额凭借产品力升级、规模化优势等有望加速提升, CR10 以外的长尾企业份额则呈萎缩趋势。



图表28：两轮车品牌格局



来源：营商电动车，国金证券研究所

4.2 以旧换新：头部优先承接，产品升级有望加快

前期受两轮车换证、渠道存量库存去化等的影响，我们预计两轮车以旧换新兑现的时间节点在 25 年。根据各省前期发布的补贴文本梳理来看：

- ① 电池角度：各省政策将电池安全、阻燃放于重要位置，“对于老旧锂离子蓄电池电动自行车换购铅酸蓄电池自行车的消费者，适当加大补贴力度”，表明政策基于安全考虑，更偏向铅酸电池技术路线。
- ② 企业筛选：鼓励消费者选择“白名单”企业。建议消费者优先选购列入符合《电动自行车行业规范条件》（雅迪、爱玛、台铃、绿源）《锂离子电池行业规范条件》公告名单企业生产的合格电动自行车。
- ③ 额度对比：补贴幅度为售价的 10-20%，换购优惠力度显著提升。相较于空调以旧换新以能效为标准进行差异化补贴，电动车当前补贴方式更多以价格带为标准进行定额补贴，且考虑到当前处于更新替换型需求，叠加旧车补贴，价格弹性有望更为突出，补贴可以提升中高端车型的“相对性价比”，带动升级释放与均价提升，龙头在高端化产品布局上更具优势，逻辑上龙头公司有望充分受益。

图表29：部分省份以旧换新通知梳理

地区	各省电动自行车以旧换新最新通知的重点表述摘录
湖北省	在 2025 年国家相关政策出台前，湖北省电动自行车以旧换新补贴活动按照 2024 年《湖北省电动自行车以旧换新实施细则》（鄂商务发〔2024〕34 号）执行。
江苏省	对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，按新车最终销售价格 30% 予以“立购立减”补贴，每人可补贴 1 辆新车，不超过 1000 元，补贴金额不包含旧车回收金额。各地要探索拓展电动自行车交旧购新渠道和模式，开展以旧换新活动，推动老旧电动自行车应换尽换。
广西壮族自治区	新车购置发票价格 2500 元（不含）以下的，补贴 300 元；发票价格 2500 元（含）-3000 元（不含）的，补贴 400 元；发票价格 3000 元（含）以上的，补贴 500 元。用于参加以旧换新活动的电动自行车新车，应具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证（CCC）证书。
上海市	2025 年本市电动自行车以旧换新补贴活动仍按照《上海市电动自行车以旧换新补贴实施细则》（沪商规〔2024〕16 号）执行。
湖南省	从 2025 年 1 月 1 日起，启动实施 2025 年湖南省电动自行车以旧换新跨年度衔接政策。在国家 2025 年电动自行车以旧换新政策发布前，衔接政策实施范围、补贴标准等按照现有标准执行。
河北省	政策衔接时间为 2025 年 1 月 1 日 0 时至河北省 2025 年消费品以旧换新政策文件正式印发。期间电动自行车补贴范围继续延续 2024 年我省已经参与以旧换新补贴的商品，相关补贴标准延续 2024 年补贴标准。
贵州省	从 2025 年 1 月 1 日起至 2025 年贵州省电动自行车以旧换新补贴政策出台期间，个人消费者交售用于报废的老旧电动



地区	各省电动自行车以旧换新最新通知的重点表述摘录
	自行车并换购合格新车的，纳入补贴范围。补贴标准按照《省商务厅等5部门关于印发〈贵州省电动自行车以旧换新补贴实施方案〉的通知》（黔商发〔2024〕17号）执行。
海南省	2025年1月1日至2025年1月31日期间，海南省电动自行车以旧换新相关补贴标准、补贴条件、申报流程等均按照2024年政策执行。2025年2月1日起，按照2025年海南省汽车置换更新、电动自行车以旧换新补贴政策执行。
山东省	自2025年1月1日起至我省2025年消费品以旧换新正式文件印发之日为政策衔接期，衔接期内电动自行车补贴政策延续实施，各品类补贴标准延续2024年标准不变，补贴申领时间、方式不变。
新疆维吾尔自治区	2025年1月1日至12月31日期间，对个人消费者在新疆行政区域内（不含兵团，下同）交售用于报废的老旧电动自行车并换购电动自行车新车的，每辆给予一次性补贴500元；对交售用于报废的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新车的，给予额外100元的补贴。
江西省	从2025年1月1日起，启动实施2025年江西省电动自行车以旧换新政策，在国家2025年电动自行车以旧换新政策发布前，相关补贴范围、补贴标准等按照现有政策执行。
广东省	2025年1月1日至国家新政策印发前期间的补贴申请，活动平台只受理不作审核，待明确规则和标准后再审核和发放补贴。
福建省	对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购合格新车的，给予一次性“立购立减”补贴500元，对交售报废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，额外再给予200元补贴。
辽宁省	2025年我省电动自行车以旧换新活动仍按照上一年度补贴政策执行。2025年消费品以旧换新国家政策出台后，我省将按照国家政策要求及时调整，并按照国家有关标准执行。
黑龙江省	2025年补贴政策，待国家相关文件出台后组织实施。
重庆市	2025年1月1日起至我市2025年电动自行车以旧换新文件正式印发之日期间，对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购电动自行车新车或两轮电动摩托车（含两轮电动轻便摩托车）新车的，接续给予政策补贴。补贴标准、补贴方式接续2024年政策不变。
青海省	在青海省省内交售用于报废的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个人消费者补贴600元，换购其他类型电池电动自行车补贴500元，每位消费者可享受1次补贴。

来源：各省政府官网，国金证券研究所

图表30：各省补贴额度及产品要求对比梳理

	时间区间	补贴额度	换购车产品要求
湖北	2025年1月1日-2025年12月31日	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	符合《电动自行车行业规范条件》企业生产
上海	2024年10月16日-2025年6月30日	一次性500元购车立减补贴	获得国家强制性产品认证证书
海南	2025年2月1日-2025年12月31日	车价20%补贴，最高500元；报废锂离子蓄电池电自，且换购铅酸蓄电池电自，定额补贴600元，不再按新车销售价格的20%给予补贴	符合国家标准
重庆	2025年1月24日-2025年12月31日	500元定额资金补贴	符合国家标准
江苏	2025年1月1日-2025年12月31日	最终销售价格的30%，最高不超过1000元	符合国家标准及经强制性产品认证
云南	2025年1月21日-2025年12月31日	补贴500元	具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证(CCC)证书
广西	2025年1月1日-2025年12月	按新车价格分三档补贴：	具有符合现行强制性国家标准的



	时间区间	补贴额度	换购车产品要求
	31日	2500元（不含）以下，补贴300元 2500元（含）-3000元（不含），补贴400元 3000元（含）以上的，补贴500元	产品合格证、强制性产品认证（CCC）证书
浙江	2025年1月26日-2025年12月31日	车价40%补贴，最高不超过1200元	具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证（CCC）证书
北京	2025年2月8日-2025年12月10日	售价不低于1500元新车，500元/辆；交售老旧锂离子蓄电池电自并购买铅酸蓄电池电自，额外补贴100元；对所交售旧车经过电池健康评估，额外补贴50元	购买《北京电动自行车产品目录》内新车且依法登记上牌

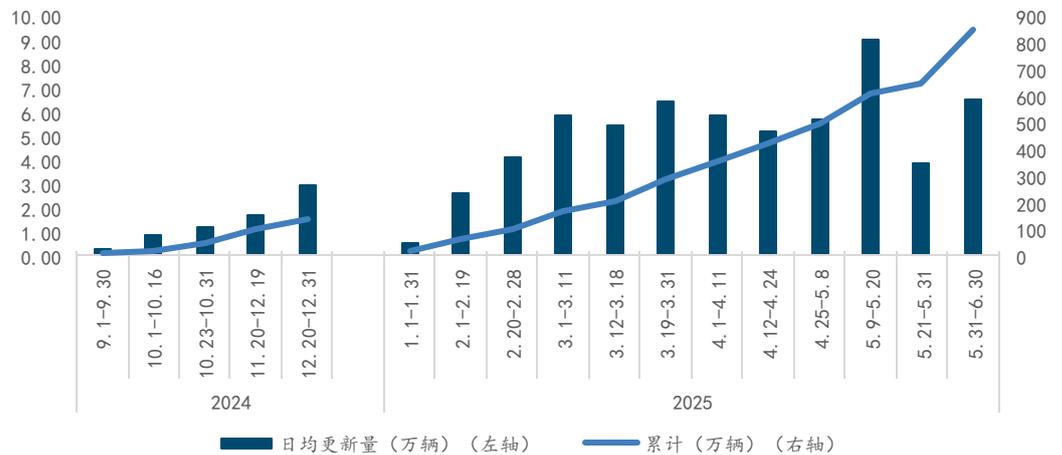
来源：各政府官网，国金证券研究所

执法严格叠加资金支持，双管齐下刺激行业结构转变。国检+两轮车规范条例+锂电新规+新国标修订版齐发，政策对满足更高要求、更高价格的电动车予以更高补贴，推动电动车行业向高价格高品质带转移，头部品牌将回归中高端产品推新策略，整体利好头部及智能化车企。相较于行业总量增长，优质企业份额提升为行业更重要的竞争聚焦。随着未达标企业无法进入以旧换新补贴换购名单，二三线品牌在研发、成本端会产生挑战，单车成本会有所上升，同时政策落地后预计淘汰尾部落后产能，电动车销量有望迅速往龙头集中。

25年以旧换新政策在24年基础上完善升级，浙江/江苏等力度优于全国：1) 拓展收旧范围。由原来的“个人名下”变为“个人消费者”，灵活度更大；2) 补贴力度整体上升。如浙江的补贴幅度由新车价的10%提升至40%，上限提升至700元；江苏将上限提升500元。加大换购铅酸电池补贴力度，强化安全导向，如湖北新增额外补贴100元；3) 优化补贴流程。门店参与活动的审批流程得以简化，参与门店数量进一步扩增。

以旧换新效果推进：根据商务部，截至25年6月30日，两轮电动车以旧换新累计846.5万辆，日均换新量保持较高水平。

图31：截至6月30日，全国电动自行车以旧换新累计量达847万辆



来源：商务部，新华社，新华观点，央视新闻，国金证券研究所

5 发力电动三轮、品牌出海共筑成长第二曲线

5.1 布局电动三轮市场，中长期优化收入结构

行业角度：市场规模逐步扩大，竞争尚不充分。载客电动三轮车具有操作简便、载客量大、上路难度低、节能环保等特点，受到中老年/宝妈等用户青睐。但由于产能、环保政策和地方规定，自2018年起，对电动三轮车监管加强，产销量逐步下降。2020年，出行方式改变，政策导向转向稳增长、促内需；叠加违规车型换新需求，产销量企稳回升。



爱玛电动三轮车销量逐年攀升。公司2022-2024年电动三轮车销量分别为26/43/55万台，同比+28%/+63%/+29%，呈快速成长态势。

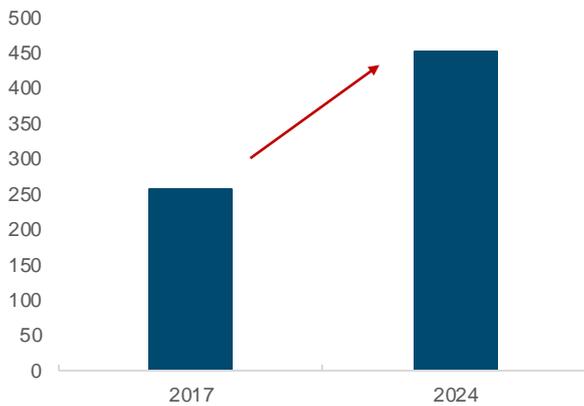
地方政府对违规电动三轮车治理将促进换新需求。近年来，综合考虑交通秩序和出行便利，多地对违规电动三轮车开展清退工作，未被列入《道路机动车辆生产企业及产品公告》的车型被禁止销售、上路。若更多地方政府对电动三轮车实行严格管理，淘汰违规车型，将增加换新需求，促进不达标厂商出清，行业格局有望改善。

图表32：部分地区对违规电动三轮车清退情况

地区	允许违规三轮车上路过渡期截止时间
北京市	2023. 12. 31
山东德州	2024. 1. 1
安徽合肥	2024. 4. 30
宁夏中卫	2025. 12. 31
天津市	2027. 4. 30

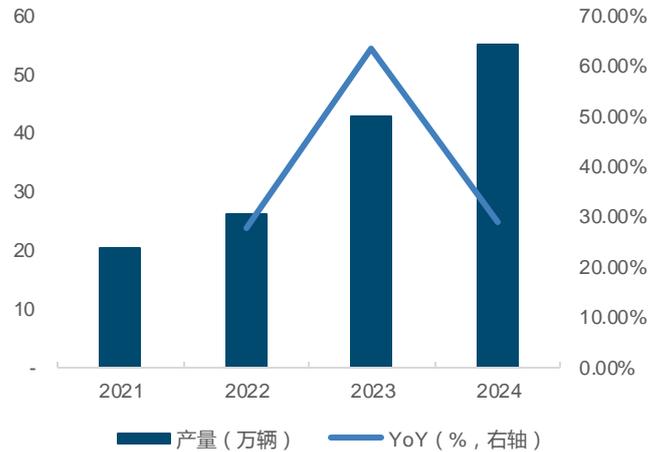
来源：各地政府文件、国金证券研究所

图表33：17-24年电动三轮车市场规模 GAGR 为 8%



来源：共研网、华经产业研究院、智研咨询、国金证券研究所

图表34：爱玛科技电动三轮车销量逐年攀升 (万台)



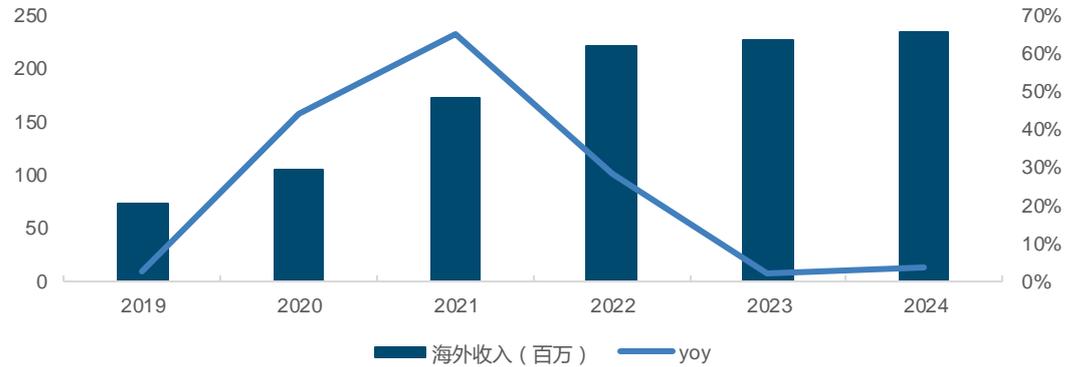
来源：iFind、国金证券研究所

5.2 出海情况：处于初期阶段，未来增长空间大

在出海层面，公司仍处于初期阶段，公司2021-2024年营收分别172/221/226/235百万，同比+65%/+28%/+2%/+4%，24年海外营收仅占总营收的约1%，主要聚焦东南亚市场及欧美市场。公司目前已在印尼建立了百余家线下门店，本地化工厂建成并投入生产；越南市场方面，公司已与多家经销商达成合作关系；欧美及其他市场方面，公司受邀参展美国 CES 国际消费电子展，并召开2024年全球发布会，推出面向北美市场的 E-bike 新品 (Santa Monica、剑齿虎等)，增强品牌在欧美市场的曝光度；公司在欧洲、拉美、中东等市场也逐步完善分销代理体系。我们认为中长期视角，依托公司龙头优势，海外市场具备充足的增长空间。



图表35: 目前海外营收占比仅 1%, 增长空间大 (百万/%)



来源: iFind, 国金证券研究所

5.2.1 行业角度: 油改电趋势下, 产品性能优化是渗透向上突破关键点

东南亚的禁摩、限摩和电车促进政策将推动电动两轮车的普及。从政策推进力度来看: 短期低于预期, 海外禁摩政策落实进度远低于预期, 但长期趋势仍在。但中长期 (10 年) 城市建设角度趋势不可逆。

图表36: 东南亚部分国家针对燃油摩托车政策

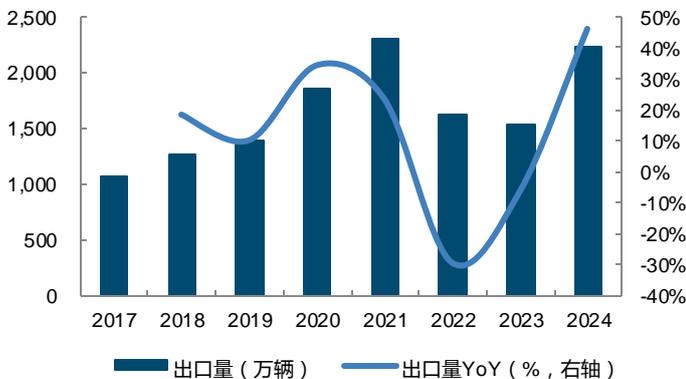
国家	政策
泰国	2019 年起, 对燃油摩托车按排量征税, 150cc 以下摩托车税率从 2.5% 升至 3% 或以上
越南	2030 年后, 河内、胡志明市、海防、岘港、芹苴五个直辖市将停止或限制使用摩托车
印度尼西亚	到 2025 年, 印尼生产的摩托车 20% 为电摩, 并计划 2040 年起印尼只销售电摩

来源: 中国驻胡志明市总领事馆、《环球》、Bangkokpost、国金证券研究所

根据海关总署, 中国电动摩托车及脚踏车出口自 2021 年达到高点后有所回落, 2024 年恢复态势较优, 全年出口 2227 万辆, 同比+46%, 创 22 年以来新高。其中, 东南亚近五年占比持续上升, 2024 年出口量 288 万辆, 占总出口量的 13%。东南亚摩托车保有量高, 依赖性大, 在政府“油改电”政策引导、电车低成本优势吸引和尚未完善的交通基础设施驱动下, 更多燃油摩托车用户或将目光转向电动两轮车。

图表37: 中国电动两轮车出口量及增速

图表38: 中国电动两轮车出口金额及增速



来源: 海关总署, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

5.2.2 产品力角度: 迎合各国情况, 差异化车型率先出海

公司海外收入目前仅占比总收入的 1.09%, 但长期来看, 海外市场有望成为重要增长引擎。



产品力角度来看：在东南亚地区，当前电动两轮车更多满足家庭补充人群（女性群体、大学生群体）等的出行需求；在欧美地区，Ebike 是很多人绿色出行的选项之一。

从使用场景来看：新兴市场如南亚、东南亚地区，载多人及拉货的场景非常普遍，主流人群需求主要为长续航、高速度、大功率、耐用、使用成本低，对于两轮车的续航、扭矩等有更要求。在欧美地区，Ebike 的使用人群更注重轻量化、时尚设计及全地形适用性。

图表39：爱玛海外在售产品

在售国家	产品名	电池	电机	续航	最高时速	离地间隙
印度尼西亚	Luna (4820)	48V20Ah 铅酸电池	500W, 最高 1000W	70KM	38KM/h	
	HyHawk	72V25Ah 石墨烯电池	1200W, 最高 1700W	70KM	52KM/h	
越南	WeGoo	60V23.3Ah 电池	800W	-	47KM/h	118mm
	Walkmen	48V21Ah 电池	600W	70KM	42KM/h	115mm
	Sweetea	48V22.3Ah 石墨烯电池	400W	-	-	-
	Wespan	60V23.3Ah 三元锂电池	800W	-	44KM/h	165mm
斯里兰卡	Maverick	72V38Ah 石墨烯电池	2000W, 最高 3078W	91KM	65KM/h	140mm
	Mana	72V38Ah 石墨烯电池	1500W, 最高 2529W	104KM	60KM/h	130mm
	Liberty	72V26Ah 石墨烯电池	1200W, 最高 2066W	65KM	53KM/h	130mm
	Breezy	72V26Ah 石墨烯电池	3000W, 最高 1580W	68KM	43KM/h	135mm
	Aria	60V26Ah 石墨烯电池	800W, 最高 1300W	58KM	43KM/h	115mm
	Joybean	48V13Ah 石墨烯电池	350W, 最高 707W	45KM	29KM/h	120mm
巴基斯坦	One	72V38Ah 石墨烯电池	1500W	150KM	60KM/h	-
	Pulse	72V38Ah 石墨烯电池	1200W	160KM	60KM/h	-
	Spark	60V25Ah 石墨烯电池	600W	100KM	45KM/h	-
美国、加拿大	Big Sur Ebike	48V15Ah 锂电池	750W	60Miles	20MPH	-
	Big Sur Sport Ebike	48V15Ah 锂电池	750W	60Miles	20MPH	-
	Santa Monica Ebike	48V15Ah 锂电池	750W	60Miles	20MPH	-

来源：爱玛各国官网，国金证券研究所整理

图表40：Ebike 产品形式及售价

产品名称	外观	售价（美国/加拿大）
Big Sur		\$2399 USD/\$2990 CAD
Big Sur Sport		\$2399 USD/\$2990 CAD
Santa Monica		\$2349 USD/\$2990 CAD

来源：爱玛美国/加拿大官网，国金证券研究所

实现海外建厂：根据艾瑞咨询，电动两轮车出海共有四种方式。其中海外建厂的优势主要为较高的生产效率与灵活的操作空间，有助于快速抢占市场份额，但也具有一定风险，投



资与管理成本较高。

公司印度尼西亚工厂已于 24 年建成投产，越南生产基地建设正在有序推进中。渠道建设方面，得益于印尼政府对电动交通工具的政策支持和市场推广计划，公司已在印尼建立了百余家线下门店；越南市场方面，公司已与多家经销商达成合作关系。公司受邀参展美国 CES 国际消费电子展，向北美市场推出 Ebike 新品，增强品牌在欧美市场的曝光度，助力海外经销商拓展当地市场。

图表41：海外建厂优势明显

出口方式	优势	挑战
贴牌生产	只需设计、生产，无需运营，试错成本较低	对品牌发展帮助有限；在产业链完善地区优势弱
散件出口	投资成本较低，利于品牌发展，降低关税影响	对出口国的供应链及生产管理有要求
整车出口	快速进入市场	受政策影响大
海外建厂	生产效率高，操作灵活，助于抢占市场	投资、管理成本高

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

分产品看：

电动自行车及电动摩托车：在智能化和高端化策略的推动下，公司产品结构将不断优化。在“国补+新国标”双重政策驱动下，25 年迎来以旧换新的高峰期，公司在下沉渠道的优势将进一步显现，高端化带来的品牌效应有助于公司高端车型在一二线城市的销售，预计在销量及单车 ASP 上均有一定的上升空间。预计电动自行车 25-27 年收入分别为 166.88/191.91/211.10 亿元，同比+28.00%/+15.00%/+10.00%，电动摩托车 25-27 年收入分别为 61.5/70.7/77.8 亿元，同比+18.00%/+15.00%/+10.00%。从量价拆分来看，预计电动自行车和电动摩托车 25-27 年销量分别为 942.0/1036.2/1119.1 万辆和 260.6/286.7/301.0 万辆，单车 ASP 分别为 1771.5/1852.0/1886.3 元和 2360.5/2467.8/2585.3 元，较上年分别+41.5/+80.5/+34.3 元和+160.0/+107.3/+117.5 元。

电动三轮车：公司在电动三轮车领域具备先发优势，同时监管的加强与公司品牌效应叠加，是销量快速上升的核心。预计该产品类型 25-27 年收入分别为 27.3/39.6/49.5 亿元，同比+40.00%/+45.00%/+25.00%。从量价拆分来看，预计 25-27 年销量 74.2/103.9/124.7 万台，单车 ASP 为 3681.3/3812.7/3971.6 元，较上年分别+131.5/+131.5/+158.9 元。

配件：受益于电动两轮车和电动三轮车销量的上升，配件的销量同样具备一定的上升空间。预计 25-27 年收入分别为 10.2/11.7/13.4 亿元。

受益于两轮车以旧换新补贴提升中高端产品的价格竞争力、价格战结束行业格局边际向优影响，产品力持续向上拉高均价，且参考公司 25Q1 毛利率 19.6%（同/环比+1.6/+0.1pct），我们预计 25-27 年公司毛利率 18.0%/18.2%/18.3%。

费用端：伴随海外市场开拓，我们预计 25-27 年销售费用率 3.5%/3.6%/3.6%，管理费用率 2.5%/2.6%/2.6%，研发费用率保持 3.0% 不变。

综上，我们预测公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 270.5/317.1/355.7 亿元，同比+25.18%/+17.24%/+12.16%；归母净利润分别为 24.6/29.24/33.94 亿元，同比+24%/+19%/+16%。



图表42: 公司收入、毛利率拆分及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计 (亿元)	210.4	216.1	270.5	317.1	355.7
yoy	1.12%	2.71%	25.18%	17.24%	12.16%
营业成本合计 (亿元)	175.6	177.6	221.9	259.4	290.6
毛利率	16.5%	17.8%	18.0%	18.2%	18.3%
1) 电动自行车:					
营业收入 (亿元)	128.45	130.37	166.88	191.91	211.10
yoy	5.85%	1.50%	28.00%	15.00%	10.00%
占品类比	61.95%	61.94%	62.76%	61.12%	59.99%
销量 (万台)	760.3	753.6	942.0	1036.2	1119.1
YOY	5%	-1%	25%	10%	8%
ASP (元)	1689.5	1730.0	1771.5	1852.0	1886.3
变动	12.7	40.5	41.5	80.5	34.3
2) 电动两轮摩托车:					
营业收入 (亿元)	58.1	52.1	61.5	70.7	77.8
yoy	-18.72%	-10.20%	18.00%	15.00%	10.00%
占品类比	28.00%	24.77%	23.14%	22.53%	22.12%
销量 (万台)	268.7	236.9	260.6	286.7	301.0
YOY	-18%	-12%	10%	10%	5%
ASP (元)	2161	2200	2360.5	2467.8	2585.3
变动	-23.8	39.4	160.0	107.3	117.5
3) 电动三轮车:					
营业收入 (亿元)	14.3	19.5	27.3	39.6	49.5
yoy	79.90%	36.07%	40.00%	45.00%	25.00%
占品类比	6.92%	9.27%	10.28%	12.62%	14.08%
销量 (万台)	42.7	55.0	74.2	103.9	124.7
YOY	63%	29%	35%	40%	20%
ASP (元)	3362.0	3549.8	3681.3	3812.7	3971.6
变动	311.8	187.8	131.5	131.5	158.9
4) 配件:					
营业收入 (亿元)	6.5	8.5	10.2	11.7	13.4
yoy	10.44%	30.79%	20.00%	15.00%	15.00%
占品类比	3.12%	4.02%	3.82%	3.72%	3.82%
5) 其他收入 (亿元)					
营业收入 (亿元)	1.17	1.32	1.49	1.68	1.90
yoy	33.57%	12.83%	13.00%	13.00%	13.00%
营收占比	0.56%	0.61%	0.55%	0.53%	0.54%
6) 租赁收入 (亿元)					
营业收入 (亿元)	0.45	0.41	0.47	0.52	0.57
yoy	-7.91%	-9.39%	15.00%	10.00%	10.00%
营收占比	0.22%	0.19%	0.17%	0.16%	0.16%
7) 其他 (亿元)					
营业收入 (亿元)	1.41	2.18	2.62	3.14	3.77
yoy	4294.94%	54.91%	20.00%	20.00%	20.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所



6.2. 投资建议

采用可比估值法，我们选取主营业务相似的雅迪控股、九号公司与绿源集团控股作为可比公司，25-27年可比公司平均PE为17/13/11X，公司目前股价对应25-27年PE为13/11/9X，预计公司25-27年归母净利润为25/29/34亿元人民币。考虑到公司在行业内的龙头地位稳固，具备显著的下沉渠道优势，且在高端化、品牌出海、电动三轮车等领域具备较大发展潜力，我们给予公司2025年20倍P/E，对应目标价56.64元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表43：可比公司估值对比

公司代码	公司简称	收盘价(元)	总股本(百万)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
					24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
1585.HK	雅迪控股	12.6	3,113	392.2	12.7	28.9	33.6	38.6	29.8	12.4	10.7	9.3
689009.SH	九号公司	61.2	719	440.0	10.9	22.5	29.8	31.3	40.4	19.6	14.8	14.0
603787.SH	新日股份	12.6	230	28.9	0.3	-	-	-	96.4	-	-	-
2451.HK	绿源集团控股	8.5	427	36.1	1.2	1.8	2.7	3.6	25.6	18.0	12.3	9.1
	平均值								31.9	16.6	12.6	10.8
	中位数								29.8	18.0	12.3	9.3
603529.SH	爱玛科技	35.7	869	309.8	19.9	24.6	29.2	33.9	15.6	12.6	10.6	9.1

来源：国金证券研究所；股价基准日为2025年7月30日，雅迪控股、九号公司、绿源集团控股均采用ifind一致预期；归母净利润均为人民币

7 风险提示

消费者收入信心偏弱，导致以旧换新对终端替换需求刺激偏弱。当前两轮车以替换需求为主，若经济信心修复慢于预期，导致终端两轮车替换频率低于预期，行业销售表现不及预期。

竞争激烈导致价格战风险。新国标正式实施前，短期尾部中小厂家在市场大量投放库存，导致低价车型竞争激烈。

原材料价格大幅波动的风险。两轮车成本中原料占比较高，若后续原料价格大幅波动，将对盈利能力产生冲击。

股份解禁风险。2025年6月12日，2021年限制性股票激励计划中共539.28万股解禁。

可转债股价高于现价风险。23年公司公开发行2,000万张可转债，发行总额为20亿元，转股期自2023年9月1日起至2029年2月22日止，初始转股价格为61.29元/股，目前转股价格为38.32元/股，存在可转债股价高于现价风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	20,802	21,036	21,606	27,047	31,711	35,567	货币资金	6,633	6,667	2,914	4,414	6,934	10,030
增长率	1.1%	2.7%	2.7%	25.2%	17.2%	12.2%	应收款项	327	382	437	501	570	640
主营业务成本	-17,399	-17,563	-17,756	-22,189	-25,936	-29,060	存货	811	575	811	846	989	1,108
%销售收入	83.6%	83.5%	82.2%	82.0%	81.8%	81.7%	其他流动资产	3,762	1,961	6,071	7,055	7,272	7,478
毛利	3,404	3,473	3,851	4,858	5,775	6,507	流动资产	11,533	9,586	10,233	12,816	15,766	19,256
%销售收入	16.4%	16.5%	17.8%	18.0%	18.2%	18.3%	%总资产	62.4%	48.2%	43.9%	47.8%	52.2%	56.3%
营业税金及附加	-105	-100	-110	-95	-114	-128	长期投资	383	411	370	470	570	820
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,119	3,176	5,722	6,312	6,543	6,723
销售费用	-587	-641	-778	-933	-1,142	-1,280	%总资产	11.5%	16.0%	24.5%	23.6%	21.6%	19.7%
%销售收入	2.8%	3.0%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%	无形资产	502	755	1,174	1,347	1,514	1,575
管理费用	-433	-474	-554	-676	-824	-925	非流动资产	6,939	10,307	13,086	13,970	14,465	14,954
%销售收入	2.1%	2.3%	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	%总资产	37.6%	51.8%	56.1%	52.2%	47.8%	43.7%
研发费用	-507	-589	-659	-811	-951	-1,067	资产总计	18,471	19,893	23,319	26,786	30,231	34,211
%销售收入	2.4%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	517	18	105	679	30	30
息税前利润 (EBIT)	1,772	1,668	1,750	2,343	2,743	3,106	应付款项	9,954	9,120	10,479	12,242	14,327	16,053
%销售收入	8.5%	7.9%	8.1%	8.7%	8.7%	8.7%	其他流动负债	1,000	985	1,349	1,455	1,699	1,907
财务费用	383	410	275	174	295	473	流动负债	11,471	10,122	11,933	14,375	16,056	17,990
%销售收入	-1.8%	-2.0%	-1.3%	-0.6%	-0.9%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	15	-19	-37	-17	-3	-2	其他长期负债	266	1,991	2,246	1,784	1,784	1,784
公允价值变动收益	-12	-17	28	30	30	30	负债	11,737	12,113	14,179	16,159	17,840	19,773
投资收益	-4	-21	22	23	22	22	普通股股东权益	6,721	7,712	9,030	10,507	12,261	14,297
%税前利润	n.a	n.a	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	其中：股本	575	862	862	869	869	869
营业利润	2,234	2,194	2,310	2,824	3,358	3,899	未分配利润	4,013	4,705	5,947	7,424	9,178	11,214
营业利润率	10.7%	10.4%	10.7%	10.4%	10.6%	11.0%	少数股东权益	13	68	110	120	130	140
营业外收支	-7	19	23	23	22	22	负债股东权益合计	18,471	19,893	23,319	26,786	30,231	34,211
税前利润	2,227	2,213	2,333	2,847	3,380	3,921	比率分析						
利润率	10.7%	10.5%	10.8%	10.5%	10.7%	11.0%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-354	-317	-320	-376	-446	-518	每股指标						
所得税率	15.9%	14.3%	13.7%	13.2%	13.2%	13.2%	每股收益	3.260	2.182	2.307	2.832	3.364	3.905
净利润	1,873	1,896	2,013	2,471	2,934	3,404	每股净资产	11.695	8.947	10.479	12.089	14.108	16.451
少数股东损益	-1	15	25	10	10	10	每股经营现金净流	8.649	2.082	3.669	5.550	6.504	6.684
归属于母公司的净利润	1,873	1,881	1,988	2,461	2,924	3,394	每股股利	1.304	0.882	0.924	1.143	1.357	1.575
净利率	9.0%	8.9%	9.2%	9.1%	9.2%	9.5%	回报率						
							净资产收益率	27.87%	24.39%	22.02%	23.43%	23.85%	23.74%
							总资产收益率	10.14%	9.46%	8.53%	9.19%	9.67%	9.92%
							投入资本收益率	20.51%	15.12%	13.71%	15.56%	16.78%	16.61%
							增长率						
							主营业务收入增长率	35.09%	1.12%	2.71%	25.18%	17.24%	12.16%
							EBIT 增长率	270.94%	-5.86%	4.92%	33.88%	17.10%	13.23%
							净利润增长率	182.14%	0.41%	5.68%	23.81%	18.78%	16.08%
							总资产增长率	37.88%	7.70%	17.22%	14.87%	12.86%	13.16%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	4.4	5.6	6.2	6.0	5.8	5.8
							存货周转天数	16.8	14.4	14.2	14.2	14.2	14.2
							应付账款周转天数	49.0	51.9	58.1	58.0	58.2	58.2
							固定资产周转天数	35.7	37.9	62.1	49.4	40.2	33.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-92.94%	-66.59%	-51.78%	-53.25%	-72.86%	-85.36%
							EBIT 利息保障倍数	-4.6	-4.1	-6.4	-13.5	-9.3	-6.6
							资产负债率	63.54%	60.89%	60.80%	60.33%	59.01%	57.80%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	3	12	43
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究