

大行科工 (02543.HK)

如何展望大行的增长持续性?

公司拆解: 全球折叠自行车龙头, 业绩持续高增

大行科工是全球折叠自行车领域龙头, 凭借超过 40 年的技术积淀与全价格带产品矩阵, 2024 年在全球及中国内地市场份额 (6.2%/26.3%) 均位列第一。近年来, 公司“品类+渠道”双轮驱动战略成效显著: 品类端, 自行车主业持续高增 (2025H1 收入同比增速+43.0%), 同时“共享 360”专利授权业务成为增长新引擎; 渠道端, 国内市场持续深化 (2025M1-M4 收入占比 94.4%), 其中线上直销亮眼 (同比增速+84.81%), 2025H1 收入/净利润高速增长 (同比增速+42.57%/+52.32%)。

如何看待主业增长可持续性?

行业端 β: 低渗透率下的小而美赛道, 多元场景需求驱动成长。全球折叠自行车市场目前仅占自行车总规模的 5.3%, 仍处于低渗透阶段, 未来提升空间广阔。行业在规模有限的同时, 呈现产品高端化趋势, 均价稳步上行。增长动力主要来自多元场景需求的释放: 一方面, 产品兼具休闲属性与专业性能, 适用于健身、亲子、宠物陪伴等多样化场景, 用户基础不断拓宽; 另一方面, “4+2” (汽车+自行车) 出行模式接受度持续提升, 从供给与需求两侧共同打开增量空间。

竞争端: 格局集中, 龙头 α 显著。行业集中度较高, 2024 年全球及中国内地市场 CR5 分别为 19.4% 与 60.4%。大行作为龙头, 其核心优势体现在: 技术专利领先、产能布局优化以及渠道网络健全。相较于定位高奢的小布、型号有限的迪卡侬及主打大众市场的永久/凤凰, 大行在中高端市场的综合竞争力较为突出。

如何展望电助力自行车业务终局?

行业 β: 消费迭代驱动的成长性赛道。电助力自行车在欧美已成主流, 中国市场仍处初期, 新国标落地释放需求。

竞争端: 格局分散, 具备差异化能力的品牌有望突围。全球市场分散, 各区域法规差异抬高进入门槛。竞争核心在于驱动系统体验、合规供应链体系与高性价比。

公司 α: 独特商业模式与战略布局。公司依托技术积累, 推出轻量化电助力车型。以合资工厂支撑成本与合规, 聚焦中端价位 (2500 美元)。联名新能源车企 (领克等), 精准触及“4+2”核心客群。短期依托欧美放量, 长期看国内政策与消费升级, 有望成为新增长点。

投资建议: 我们认为公司作为折叠自行车龙头, 主业在渗透率提升、消费升级及渠道优化推动下可持续增长; 电助力受益于海外需求确定性与国内市场潜力释放, 有望加速放量。预计公司 2025-2026 年实现归母净利润 0.77/1.16 亿元, 同比增长 47.8%/50.5%。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧风险、海外市场拓展不确定性风险、消费需求波动风险。

买入 (首次)

股票信息

行业	文娱用品
01 月 28 日收盘价 (港元)	39.42
总市值 (百万港元)	1,292.54
总股本 (百万股)	32.79
其中自由流通股 (%)	27.57
30 日日均成交量 (百万股)	0.06

股价走势



作者

分析师 徐程颖

执业证书编号: S0680521080001

邮箱: xuchengying@gszq.com

研究助理 盘琳玥

执业证书编号: S0680124030008

邮箱: panshuyue@gszq.com

相关研究

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	300	451	654	948	1,374
增长率 yoy (%)	18.1	50.2	45.0	45.0	45.0
归母净利润(百万人民币)	35	52	77	116	176
增长率 yoy (%)	10.9	50.1	47.8	50.5	51.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.06	1.60	2.36	3.55	5.37
净资产收益率 (%)	38.9	41.6	38.1	36.4	35.5
P/E (倍)	37.1	24.7	16.7	11.1	7.3
P/B (倍)	14.4	10.3	6.4	4.0	2.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 28 日收盘价

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	157	269	419	637	959
现金	46	102	137	239	398
应收票据及应收账款	22	19	27	39	57
其他应收款	9	36	46	66	96
预付账款	0	0	0	0	0
存货	79	113	157	226	325
其他流动资产	0	0	52	66	82
非流动资产	36	32	34	36	42
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4	3	4	5	7
无形资产	29	26	25	25	29
其他非流动资产	4	4	6	6	6
资产总计	193	301	453	674	1001
流动负债	82	158	235	340	490
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	28	82	121	174	250
其他流动负债	54	76	114	166	240
非流动负债	22	17	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	17	15	15	15
负债合计	103	176	250	354	505
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	23	24	24	24	24
资本公积	66	102	179	296	472
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	90	126	203	319	495
负债和股东权益	193	301	453	674	1001

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	27	79	42	108	166
净利润	35	52	77	116	176
折旧摊销	6	7	5	5	5
财务费用	1	1	1	1	1
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-11	22	-38	-11	-12
其他经营现金流	-4	-3	-2	-3	-4
投资活动现金流	-15	0	-7	-4	-7
资本支出	-16	-1	-4	-7	-11
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	1	-3	3	4
筹资活动现金流	-22	-23	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	25	36	77	116	176
其他筹资现金流	-48	-59	-78	-117	-177
现金净增加额	-11	56	35	103	158

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	300	451	654	948	1374
营业成本	199	302	435	625	900
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	30	47	70	102	148
管理费用	23	23	34	48	70
研发费用	11	18	25	36	51
财务费用	1	1	1	1	1
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	3	2	2	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	38	60	90	136	205
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	40	62	91	137	208
所得税	5	9	14	21	32
净利润	35	52	77	116	176
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	35	52	77	116	176
EBITDA	47	69	97	143	214
EPS (元/股)	1.06	1.60	2.36	3.55	5.37

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.1	50.2	45.0	45.0	45.0
营业利润(%)	13.1	58.2	49.2	50.3	51.1
归属母公司净利润(%)	10.9	50.1	47.8	50.5	51.4
获利能力					
毛利率(%)	33.8	33.0	33.5	34.0	34.5
净利率(%)	11.6	11.6	11.8	12.3	12.8
ROE(%)	38.9	41.6	38.1	36.4	35.5
ROIC(%)	39.8	42.2	38.4	36.7	35.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	58.3	55.2	52.6	50.5
净负债比率(%)	-51.2	-80.9	-67.2	-74.9	-80.3
流动比率	1.9	1.7	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.8	1.7	1.7	1.6
应收账款周转率	17.0	22.1	28.5	28.4	28.4
应付账款周转率	6.4	5.5	4.3	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.60	2.36	3.55	5.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	2.41	1.29	3.29	5.07
每股净资产(最新摊薄)	2.73	3.84	6.19	9.74	15.11
估值比率					
P/E	37.1	24.7	16.7	11.1	7.3
P/B	14.4	10.3	6.4	4.0	2.6
EV/EBITDA	-1.0	-1.5	11.9	7.4	4.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 28 日收盘价

内容目录

1 公司拆解：全球折叠自行车龙头，业绩持续高增	5
2 如何看待主业增长可持续性？	9
2.1 行业端 β ：低渗透率下的小而美赛道，多元场景需求驱动成长	9
2.2 竞争端：集中度提升，龙头 α 凸显	13
3 如何展望电助力自行车业务终局？	18
3.1 行业 β ：消费迭代驱动的成长性赛道	18
3.2 竞争端：格局分散，具备差异化能力的品牌有望突围	19
3.3 公司 α ：独特的商业模式与战略布局	19
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资建议	24
风险提示	25

图表目录

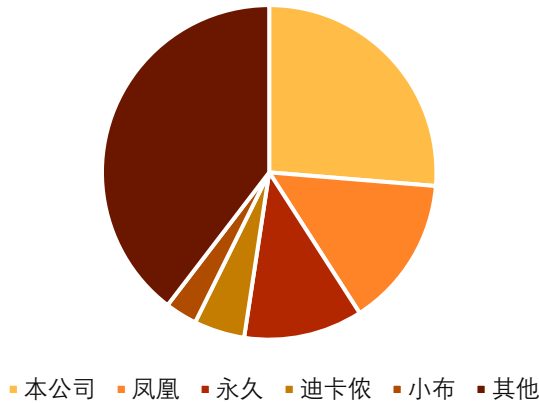
图表 1: 2024 年中国内地折叠自行车公司市场份额 (零售量计)	5
图表 2: 2024 年全球折叠自行车公司市场份额 (零售量计)	5
图表 3: 大行科工的发展历程	5
图表 4: 大行科工的股权结构	6
图表 5: 大行科工分品类收入 (亿元)	6
图表 6: 大行科工收入拆分	7
图表 7: 2022-2024 年度大行科工各销售渠道收入情况 (千元)	7
图表 8: 2022-2024 年度大行科工线上直销情况 (千元)	7
图表 9: 2022-2025H1 大行科工营业收入 (万元)	8
图表 10: 2022-2025H1 大行科工归母净利润 (万元)	8
图表 11: 2022-2025H1 大行科工毛利率 (%)	8
图表 12: 2022-2025H1 大行科工盈利能力	8
图表 13: 全球自行车行业零售量 (百万辆)	9
图表 14: 全球自行车行业零售额 (亿元)	9
图表 15: 全球折叠自行车零售量 (百万辆)	9
图表 16: 全球折叠自行车零售额 (亿元)	9
图表 17: 中国折叠自行车零售量 (百万辆)	10
图表 18: 中国折叠自行车零售额 (亿元)	10
图表 19: 折叠自行车行业单价区域差异 (元)	10
图表 20: 全球折叠自行车行业价格带零售量 (百万辆)	11
图表 21: 全球折叠自行车行业价格带零售额 (十亿元)	11
图表 22: 中国折叠自行车行业价格带零售量 (千辆)	11
图表 23: 中国折叠自行车行业价格带零售额 (亿元)	11
图表 24: 全球自行车与折叠自行车零售量增长率趋势	12
图表 25: 全球自行车与折叠自行车零售额增长率趋势	12
图表 26: 骑行用户对于不同骑游方式的选择偏好 (多选)	12
图表 27: “4+2” 示意图	12
图表 28: 折叠自行车行业格局	13
图表 29: 大行科工现有折叠车产品一览	13
图表 30: 各品牌车型速度测试情况	14
图表 31: 大行自有创新技术概览	14
图表 32: 大行科工各生产产能情况 (辆)	15
图表 33: 大行科工各生产模式毛利情况 (千元)	15
图表 34: 大行的营销活动	15
图表 35: 小布的产品线概况 (价格单位: 元)	16

图表 36: 迪卡侬的产品线概况 (价格单位: 元)	16
图表 37: 永久的产品线概况 (价格单位: 元)	17
图表 38: 凤凰的产品线概况 (价格单位: 元)	17
图表 39: 电助力自行车优点	18
图表 40: 全球电动自行车市场 (亿美元)	18
图表 41: 2025 年按驱动类型划分的电动自行车市场	18
图表 42: 电助力自行车法规的区域差异	19
图表 43: 电助力自行车专利技术	20
图表 44: 电助力自行车价格带	21
图表 45: 领克 04 电助力自行车	21
图表 46: 分业务收入预测一览 (亿元)	23
图表 47: 公司费率预测 (%)	24
图表 48: 可比公司归母净利润 (亿元)	24

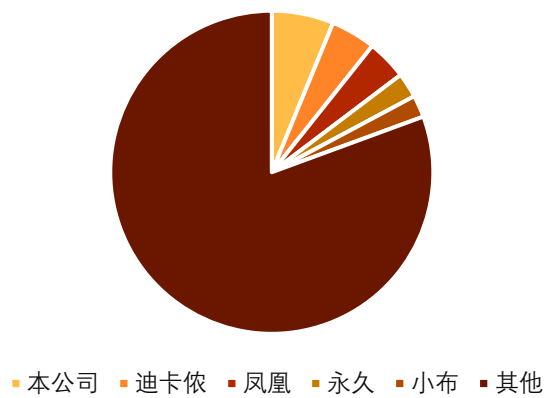
1 公司拆解：全球折叠自行车龙头，业绩持续高增

大行科工是一家专注于折叠自行车领域的龙头企业。公司凭借 40 余年的技术积淀、全价格带产品布局、全渠道销售网络及高效产能运营，构建了深厚的竞争壁垒，实现了营收利润持续高速增长，盈利能力稳步提升。根据灼识咨询数据，按 2024 年零售量计，公司于全球以及中国内地折叠自行车均位列第一，市场份额分别为 26.3% 及 26.3%。

图表 1：2024 年中国内地折叠自行车公司市场份额（零售量计）



图表 2：2024 年全球折叠自行车公司市场份额（零售量计）

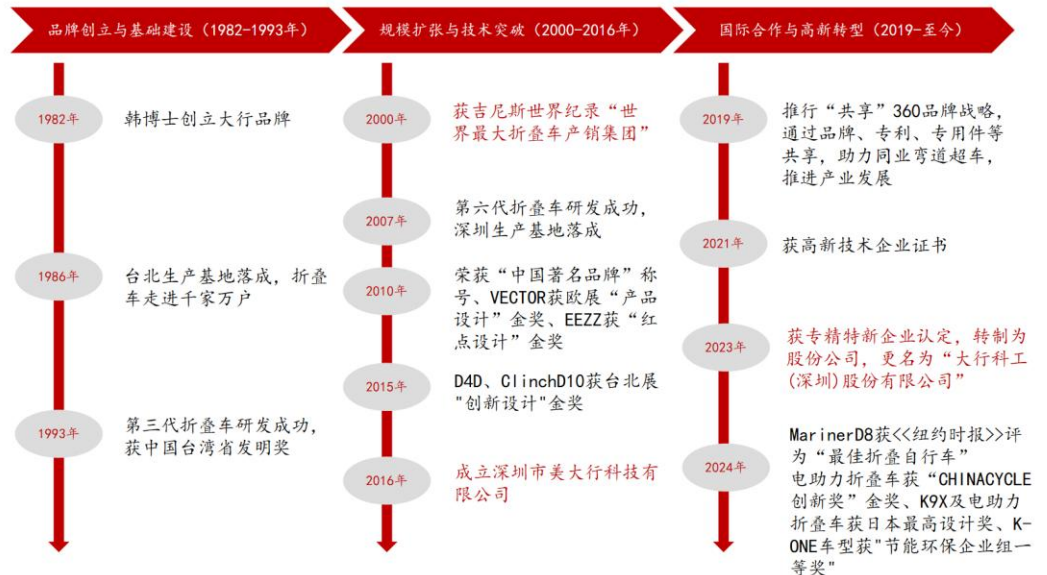


资料来源：大行科工招股说明书，品牌星球 Brandstar 公众号，迪卡侬官网，智研咨询公众号，iFind，国盛证券研究所

资料来源：大行科工招股说明书，品牌星球 Brandstar 公众号，迪卡侬官网，智研咨询公众号，iFind，国盛证券研究所

公司发展历程主要分为品牌创立与市场奠基（1982 年-1993 年）、规模扩张与技术创新（2000 年-2016 年）和国际合作与高新转型（2019 年至今）三个阶段。

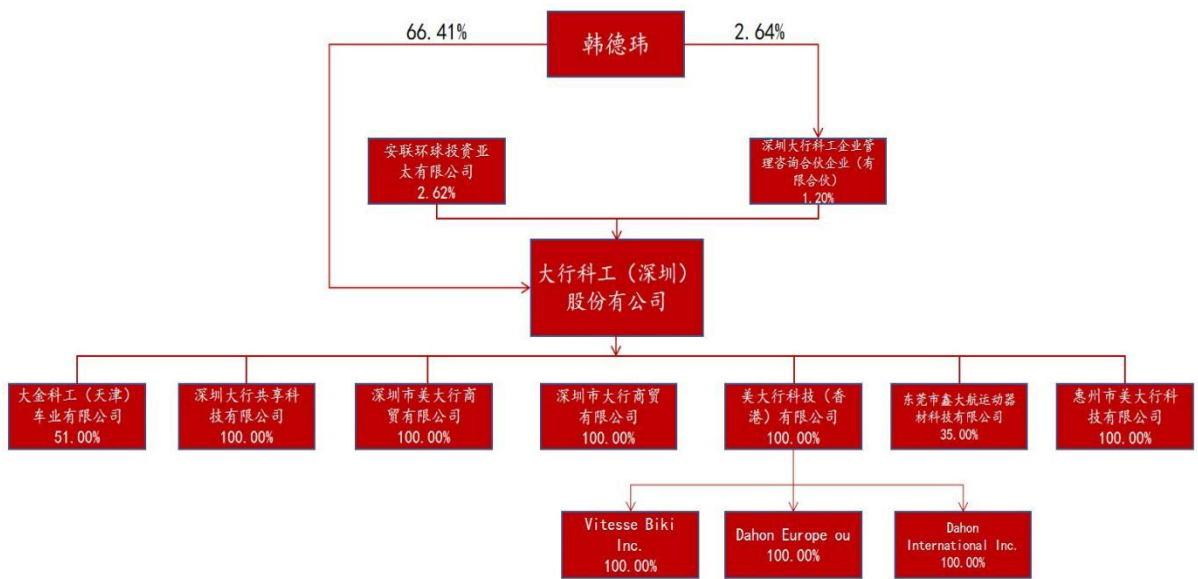
图表 3：大行科工的发展历程



资料来源：大行科工招股说明书，骑行家公众号，大行科工官网，国盛证券研究所

股权结构方面，公司创始人高度控股。创始人韩德玮博士作为公司的实际控制人，直接持股 66.41%，此外还通过深圳大行科工企业管理咨询合伙企业间接持股。

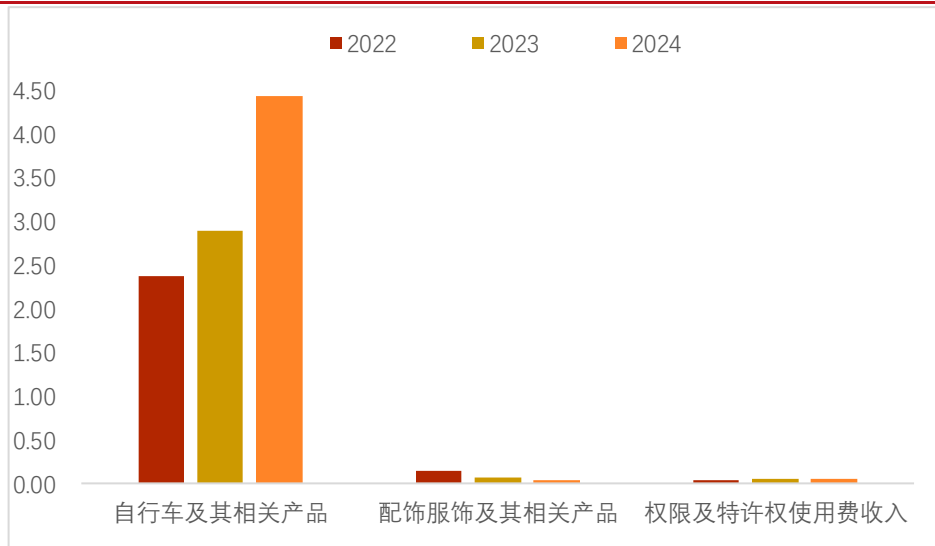
图表 4: 大行科工的股权结构



资料来源: iFind, 国盛证券研究所 (截止日期为 2026 年 1 月 26 日)

品类端看, 公司主营业务为开发、设计、制造和营销折叠自行车和相关配件。截至 2025 年 4 月 30 日, 公司提供超过 70 款自行车车型, 产品矩阵不断丰富之下主业高增; 其次 2019 年启动“共享 360”项目, 授予其他厂商品牌专利许可权及特许使用权, 拉动相关业务放量。2025H1, 公司自行车及其相关产品/配饰服饰及其相关产品/权限及特许权使用费收入同比增速分别为 43.0%/1.6%/32.4%, 占比分别为 98.2%/0.6%/1.2%。其中, 核心的自行车产品贡献主要收入, 而权限业务已成为快速增长的新兴板块。

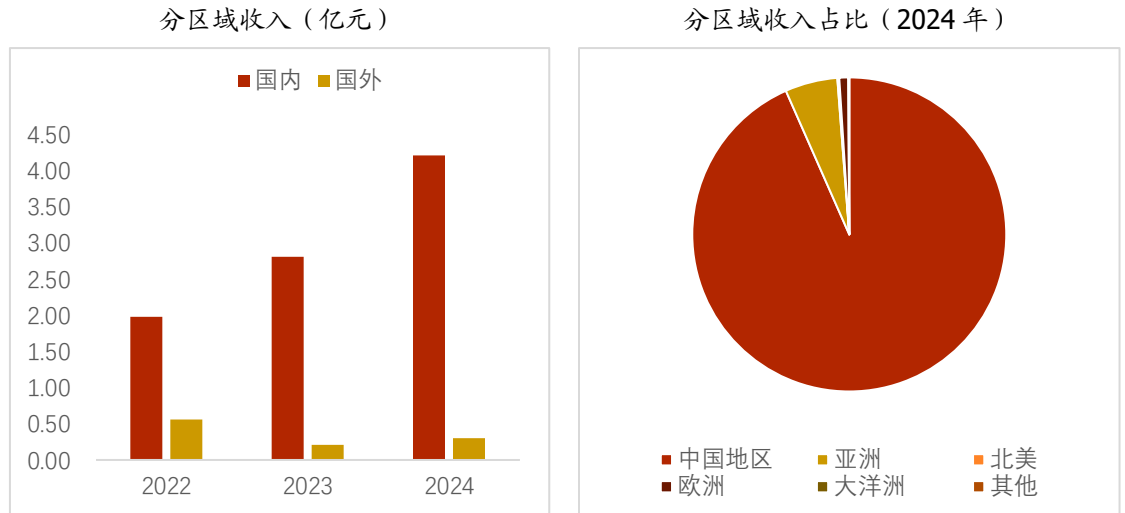
图表 5: 大行科工分品类收入 (亿元)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

市场端看, 公司以国内渠道为主。2025 年前 4 个月公司收入高度集中于中国市场, 占比达 94.4%。国内市场, 2025 年前 4 个月经销商销售/线上直销/线下直销占比分别为 73.67%/22.87%/3.45%, 同比增速分别为 42.36%/84.81%/100.40%。

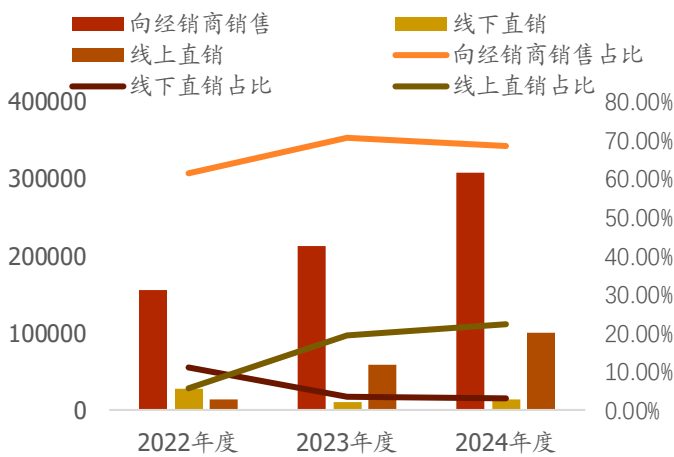
图表6: 大行科工收入拆分



资料来源: 大行科工招股说明书, iFind, 国盛证券研究所

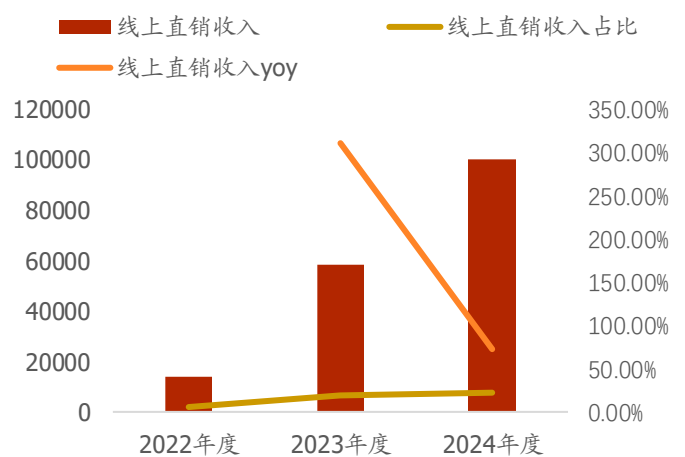
大行主要透过经销商网络销售产品,以有效覆盖中国内地市场。截至2025年4月30日,公司共与38家国内经销商合作,于中国30个省级行政区控制680个零售点。2022年、2023年及2024年,向国内经销商销售的收入分别占同期产品销售收入61.3%、70.5%、68.2%。线上销售显著增长打开了新的增长空间。2022年/2024年的线上直销收入分别为1415/10016万元, CAGR达到166.10%。线上直销的高毛利率为公司增长注入强劲活力。

图表7: 2022-2024年度大行科工各销售渠道收入情况 (千元)



资料来源: 大行科工招股说明书, 国盛证券研究所

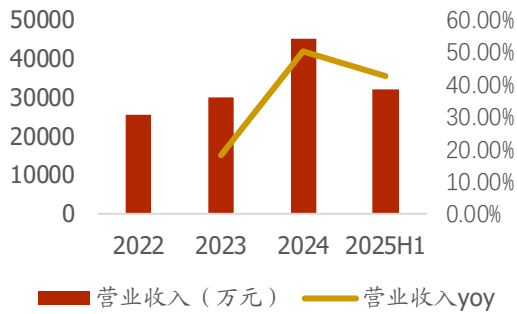
图表8: 2022-2024年度大行科工线上直销情况 (千元)



资料来源: 大行科工招股说明书, 国盛证券研究所

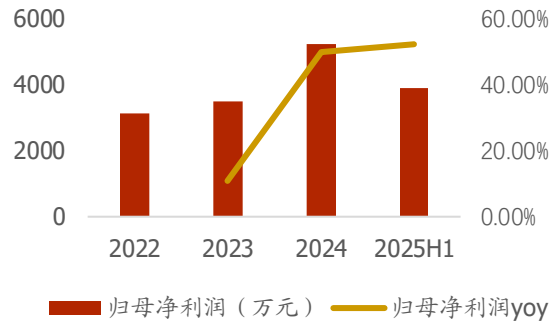
品类&渠道双轮驱动之下,2025年公司业绩增长稳中向好。2024年公司实现收入/净利润4.51/0.52亿元,2022-2024年CAGR分别为33.25%/28.99%,2025H1收入/净利润同比增长42.57%/52.32%。费用方面,2024H1公司销售/管理/研发费用率分别为10.74%/6.26%/3.13%。2025H1,公司销售费用率上升至11.30%,管理费用率下降至4.71%,研发费用率(3.14%)基本保持稳定。盈利能力看,公司2025H1毛利率/净利率分别实现33.48%/12.19%。

图表 9: 2022-2025H1 大行科工营业收入 (万元)



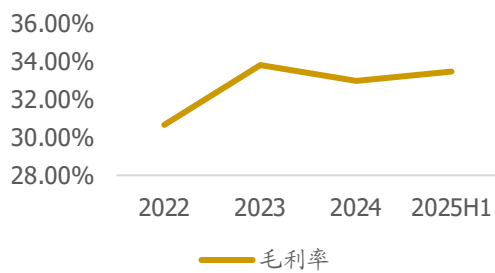
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表 10: 2022-2025H1 大行科工归母净利润 (万元)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表 11: 2022-2025H1 大行科工毛利率 (%)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表 12: 2022-2025H1 大行科工盈利能力



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

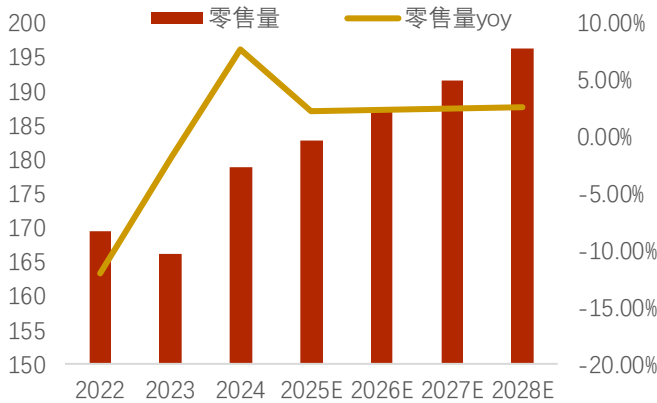
围绕大行中长期成长性, 关注重点主要集中在以下两个方面。1) 传统自行车赛道整体产品单价较低、行业空间相对有限, 且折叠自行车细分市场渗透率仍处于较低水平, 因而如何看待大行主业增长的可持续性? 2) 电助力自行车作为新兴细分赛道, 目前市场规模较小, 如何展望大行电助力业务终局?

2 如何看待主业增长可持续性？

2.1 行业端β：低渗透率下的小而美赛道，多元场景需求驱动成长

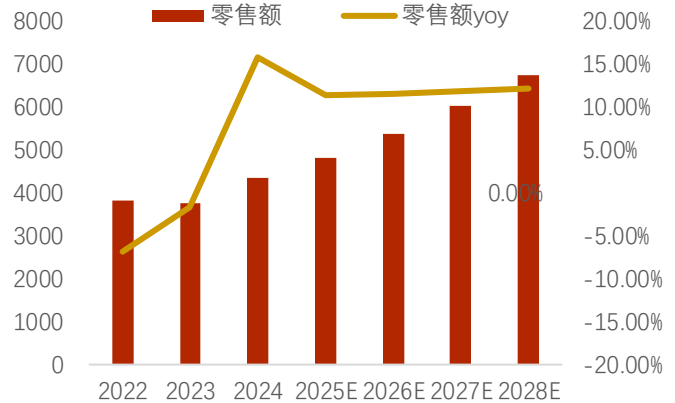
折叠自行车是自行车行业中增长迅猛的细分赛道，目前仍处于低渗透率阶段。2024年，全球折叠自行车市场规模为231亿元，仅占全球自行车行业总规模5.3%。然而，2019-2024年CAGR高达20.8%，显著高于整体自行车行业的10.2%。据灼识咨询预计，至2029年该市场规模将增长至407亿元，2024-2029年CAGR预计为12.0%，成长潜力明显。

图表 13: 全球自行车行业零售量 (百万辆)



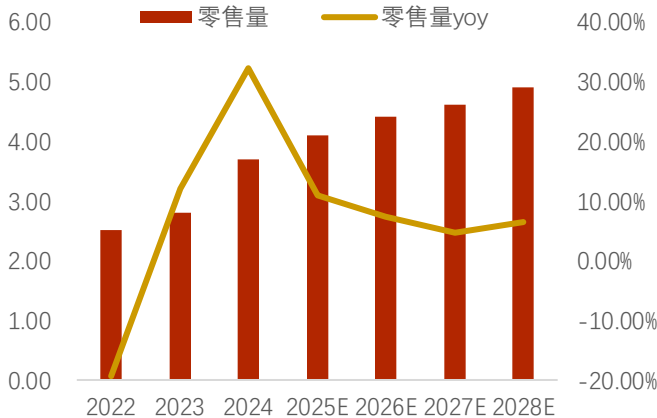
资料来源：大行科工招股说明书，灼识咨询，国盛证券研究所

图表 14: 全球自行车行业零售额 (亿元)



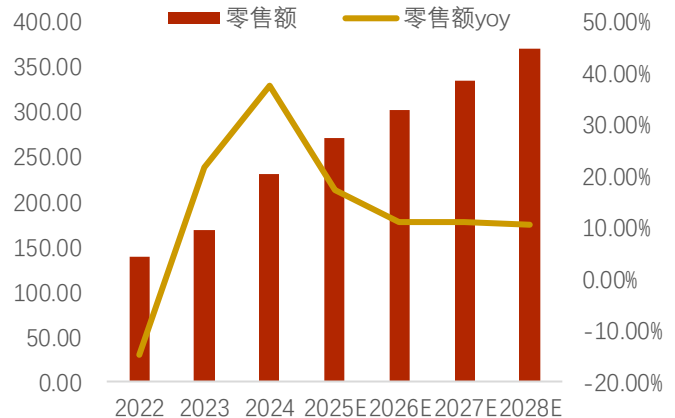
资料来源：大行科工招股说明书，灼识咨询，国盛证券研究所

图表 15: 全球折叠自行车零售量 (百万辆)



资料来源：大行科工招股说明书，灼识咨询，国盛证券研究所

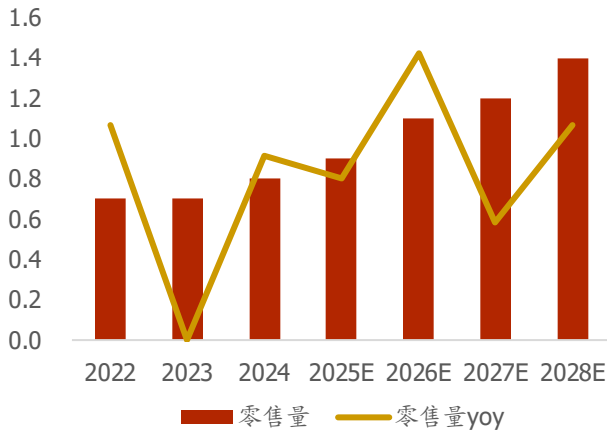
图表 16: 全球折叠自行车零售额 (亿元)



资料来源：大行科工招股说明书，灼识咨询，国盛证券研究所

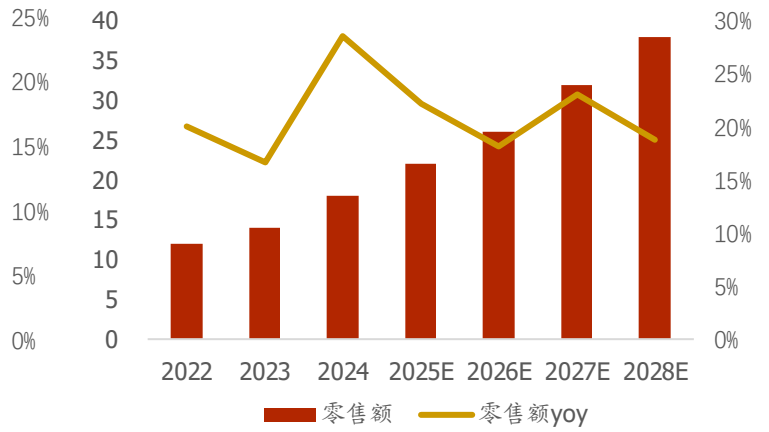
从区域市场来看，中国是全球折叠自行车行业核心市场。2024年，中国行业规模为18亿元。其增长引擎作用突出，2019-2024年CAGR高达31.6%，预计2024-2029年CAGR将保持在21.2%，至2029年市场规模有望达到46亿元。

图表 17: 中国折叠自行车零售量 (百万辆)



资料来源: 大行科工招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

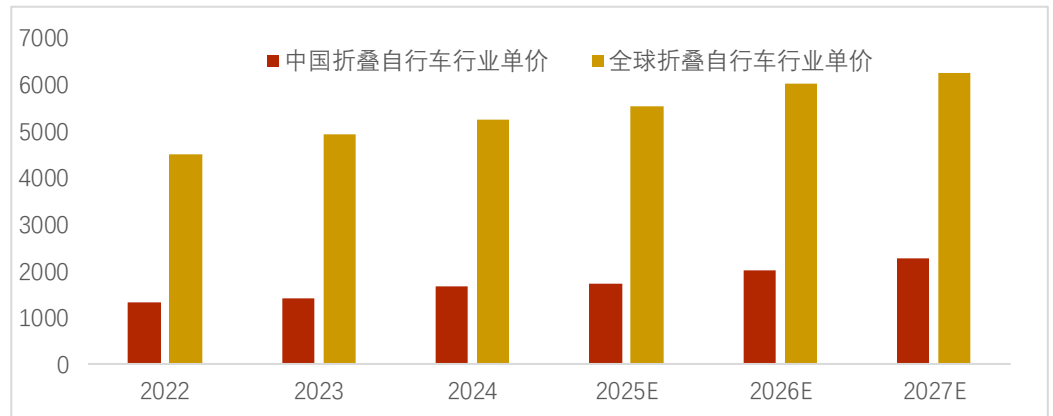
图表 18: 中国折叠自行车零售额 (亿元)



资料来源: 大行科工招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

折叠自行车市场呈现均价上行趋势。据灼识咨询数据, 2019年至2024年间, 全球折叠自行车行业单价CAGR达6.77%, 中国市场增速更为显著, CAGR高达11.03%。目前, 中国折叠自行车单价明显低于全球平均水平, 未来具备向全球价格水平靠拢的空间。

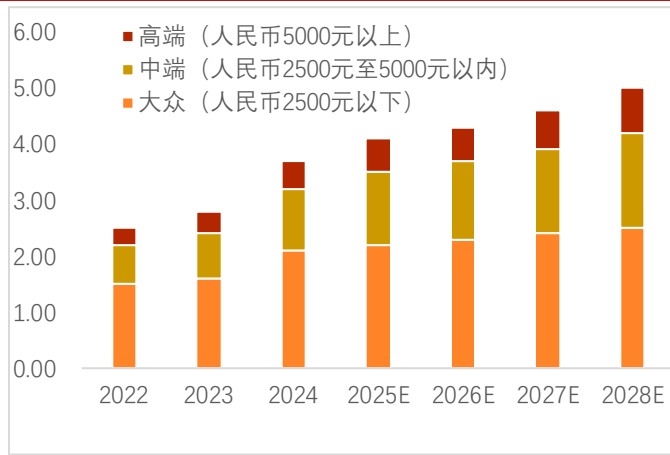
图表 19: 折叠自行车行业单价区域差异 (元)



资料来源: 大行科工招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

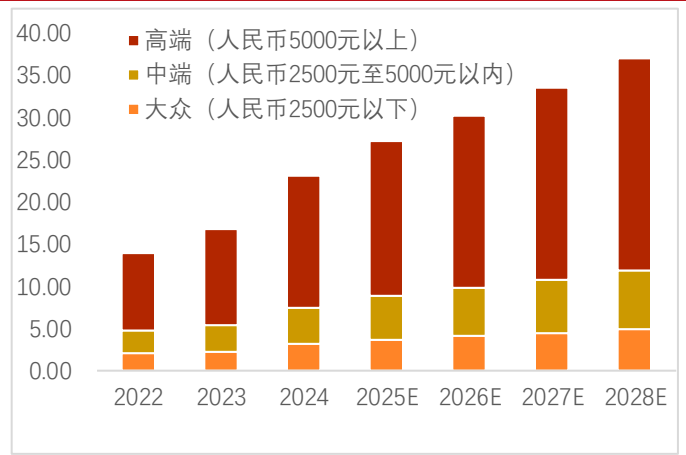
从价格结构看, 均价上行的核心驱动在于产品结构向中高端集中。2024年, 全球折叠自行车市场中高端产品在零售量/零售额中的占比为43.24%/86.5%, 已成为全球市场的重要组成部分。中国市场虽仍处于结构升级阶段, 但中高端产品已占约72.2%的零售额, 而其零售量占比仅为24.4%, 呈现出典型的“量平价高”结构特征, 反映出消费者对高端产品及品牌价值的支付意愿持续增强。灼识咨询预计, 2024年至2029年期间, 中高端分部在全球及中国市场的销量与销售额增速均将显著高于大众分部, 行业增长将同时受益于销量扩张与价格上移。

图表 20: 全球折叠自行车行业价格带零售量 (百万辆)



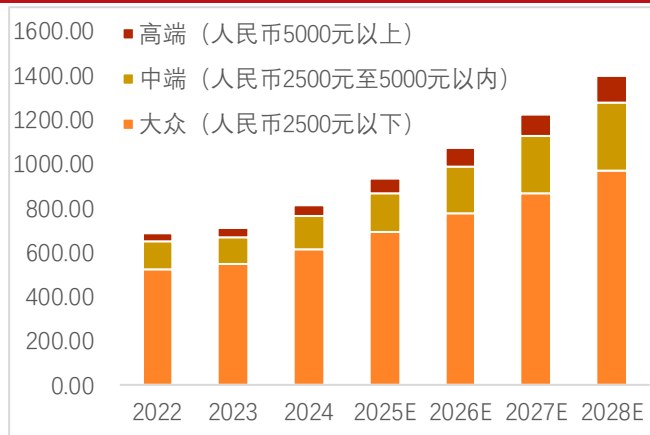
资料来源: 大行科工招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 21: 全球折叠自行车行业价格带零售额 (十亿元)



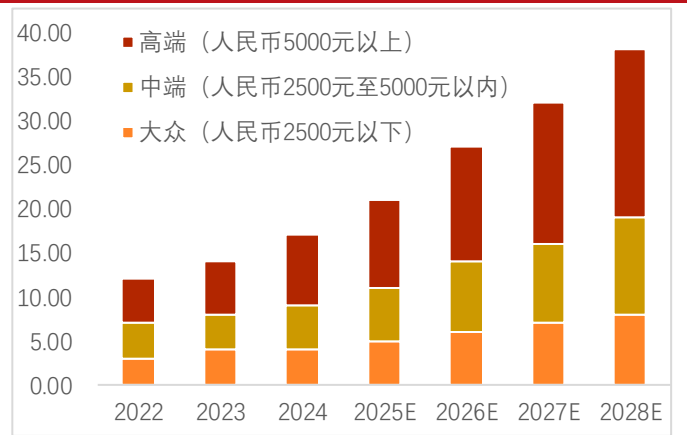
资料来源: 大行科工招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 22: 中国折叠自行车行业价格带零售量 (千辆)



资料来源: 大行科工招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 23: 中国折叠自行车行业价格带零售额 (亿元)



资料来源: 大行科工招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

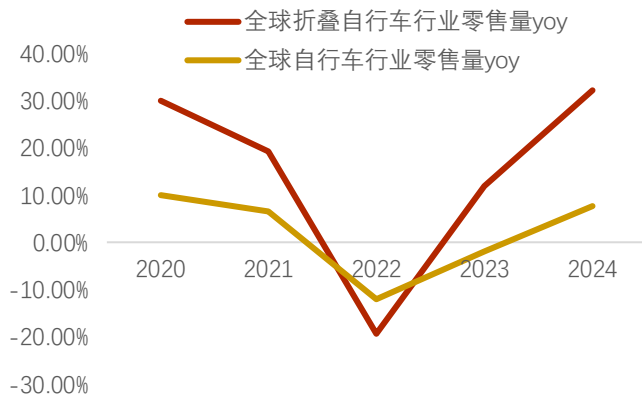
相较传统自行车以通勤或竞技为主的单一定位, 折叠自行车在产品属性上同时具备休闲性与专业性, 适用场景广阔。

从休闲属性看, 折叠自行车凭借便携、易收纳等特征, 逐步渗透至城市街道、公园步道等场景, 并覆盖宠物陪伴出行、亲子骑游等细分使用场景。据中金普华产业研究院 2023 年行业数据显示, 消费动机中健身 (36.7%) 与休闲 (28.9%) 已显著高于通勤 (23.4%), 非通勤类骑行场景需求日益突出。用户群体从传统骑行爱好者向更广泛的家庭型、轻运动型人群扩展, 进一步夯实折叠自行车行业的需求基础。

从专业属性看, 以大行为代表的头部品牌, 正通过“快车道”等专利技术体系持续强化产品性能。其核心在于应用马甲线、超下管等设计大幅提升车架刚性 (部分车型提升 35%), 并搭载 Shimano/SRAM 等专业级变速与油压碟刹系统, 使折叠车在骑乘效率和速度性上已能媲美部分公路车。专业性能的突破, 改变了传统骑行爱好者对折叠车的认知, 有助于吸引公路车骑手及运动型用户, 从而显著拓宽用户基础。

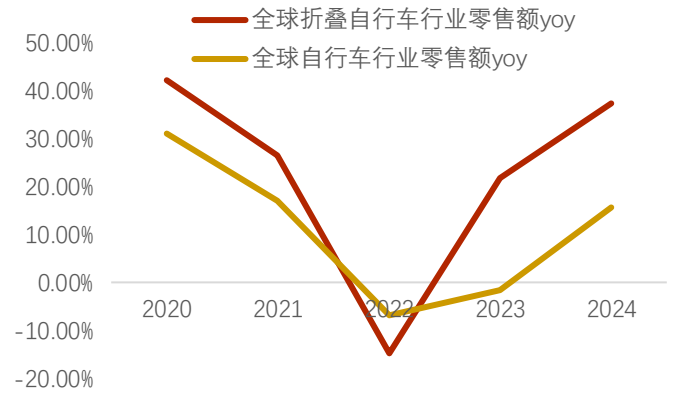
公共卫生事件后, 居民出行方式与健康意识发生阶段性转变, 自行车作为绿色、健康的出行与运动工具, 其整体市场认知与需求得到显著提升。在此背景下, 折叠自行车因兼具通勤、休闲和运动的复合属性, 成为市场趋势中的主要受益品类之一, 其市场渗透率稳步提升。

图表 24: 全球自行车与折叠自行车零售量增长率趋势



资料来源: 大行科工招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 25: 全球自行车与折叠自行车零售额增长率趋势

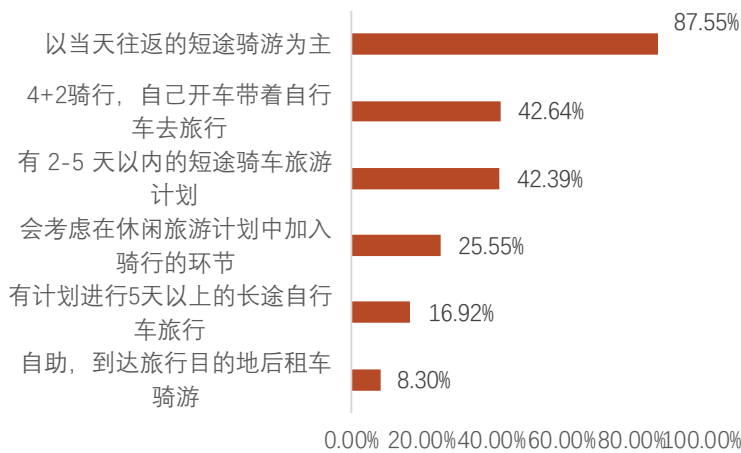


资料来源: 大行科工招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

在多元使用场景逐步成熟的基础上,“4+2”(汽车+自行车)出行模式的日益普及,进一步放大了折叠自行车的实用价值。该模式通过拓展骑行半径、提升整体出行效率,逐步成为休闲出行场景中的重要出行方式。通过将折叠车作为汽车出行的延伸,它有效解决了从郊区到城市的中短途接驳问题,从而显著提升了用户出行的灵活性。

从需求端看,据 2024 年中国自行车行业调查报告,“4+2”模式在国内骑行人群中的接受度持续提升,根据美骑网数据,用户接受比例由 2023 年的 36%提升至 2024 年的 43%,反映该出行方式在骑行群体中的渗透基础稳步增强。

图表 26: 骑行用户对于不同骑游方式的选择偏好(多选)



资料来源: 美骑网《2024 年中国自行车行业调查报告》, 国盛证券研究所

图表 27: “4+2”示意图



资料来源: DAHON 大行折叠车公众号, 国盛证券研究所

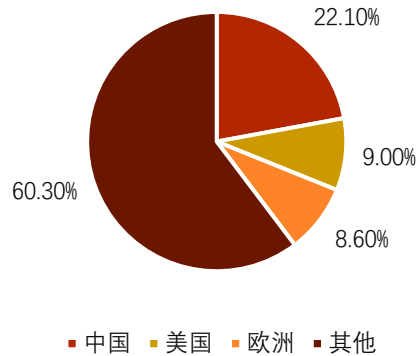
从供给端看,汽车与自行车品牌的跨界合作日趋活跃,通过联合推广、产品适配及渠道协同,加速“4+2”模式向更广泛消费人群渗透。福特与大行合作,为其车型设计可无缝容纳折叠自行车的后备箱;中国自行车运动协会等国家级机构主办中国“4+2”接力挑战赛(如 2025 繁昌站),推动跨界融合与场景培育。供给端的共同努力,显著提升了消费者对“4+2”模式的认知与尝试意愿。

2.2 竞争端：集中度提升，龙头 α 凸显

➤ 折叠自行车行业格局

中国、美国、欧洲为折叠自行车主要市场。中国、美国和欧洲 2024 年零售量占比分别为 22.1%/9.0%/8.6%。折叠自行车市场相对集中，按零售量计排名前五大公司在 2024 年占据 19.4%的全球市场份额/60.4%的中国市场份额。

图表 28: 折叠自行车行业格局



资料来源：大行科工招股说明书，国盛证券研究所

➤ 大行科工的公司 α：产品、运营和渠道支撑领先

从产品端来看。公司以“轻、快、美、好”为产品的设计制造理念，推出了“城市通勤、时尚个性、户外探索、超卓竞速”四个系列，并且价格分布在 1300 元至 12000 元相比于其他竞争品牌，公司凭借丰富的产品种类以及超高的性价比，具有竞争优势。

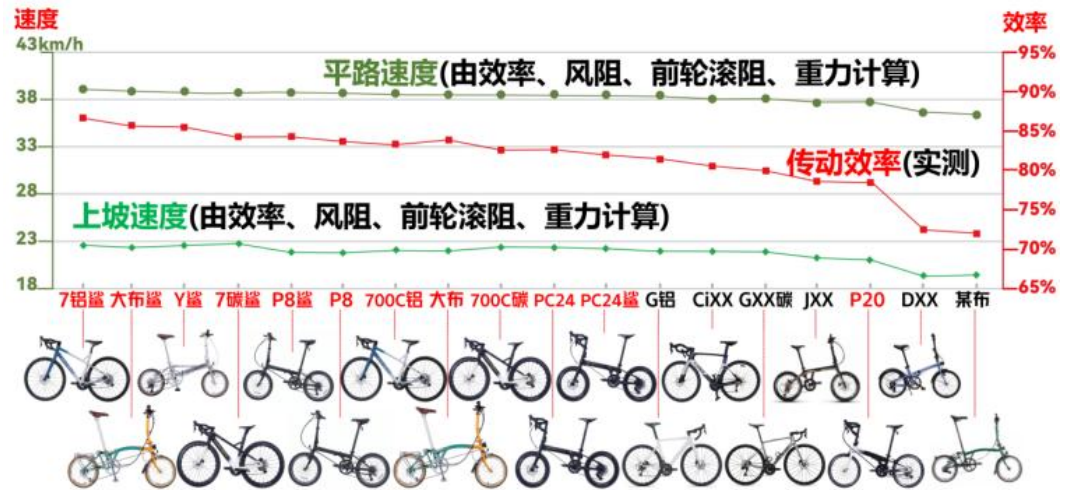
图表 29: 大行科工现有折叠车产品一览

系列	车型	建议零售价	部分图片	系列	车型	建议零售价	部分图片
超卓竞速	MU LX	约 12000 元/辆		时尚个性	30 年典藏版	约 7200 元/辆	
	V é lodon A4	约 5000 元/辆			BOARDWALK D10	约 3700 元/辆	
户外探索	SPEED P18	约 6500 元/辆		城市通勤	D7	约 2900 元/辆	
	Hemingway	约 600 美元/辆			Hit	约 2100 元/辆	
系列	车型	建议零售价	部分图片	系列	车型	建议零售价	部分图片
实用内涵	K-ONE	约 5000 元/辆		城市通勤	P8	约 3500 元/辆	
	UNIO E20	约 2700 美元/辆			DREAM D6	约 1300 元/辆	
					Mariner D8	约 950 美元/辆	

资料来源：大行科工招股说明书，国盛证券研究所

在两轮出行产业大会两轮车迷节上，“骑行台竞技挑战赛”通过多位车手骑行数据统计，验证了加载大行最新“快车道”技术的 P8，其马甲线+鲨鱼线设计，车架刚性无以伦比，速度比小布折叠车快 8.16%，甚至可以媲美某些公路车。

图表 30: 各品牌车型速度测试情况



资料来源: DAHON 大行折叠车公众号, 国盛证券研究所

产品持续推新迭代, 全领域布局。“共享 360” 战略让创新企业借力技术赋能实现跃升。截至 2025 年 4 月, 大行已通过品牌授权、技术共享等模式, 与“潮童”、“倍尔”等 16 家企业共建双品牌矩阵。再次, 持续创新专利组合领先全行业, 大行是中国折叠自行车行业拥有最多专利的品牌, 截至 2025 年 4 月 30 日在中国内地拥有 113 项有效专利。在美国、欧洲和日本拥有 22 项有效专利。

图表 31: 大行自有创新技术概览

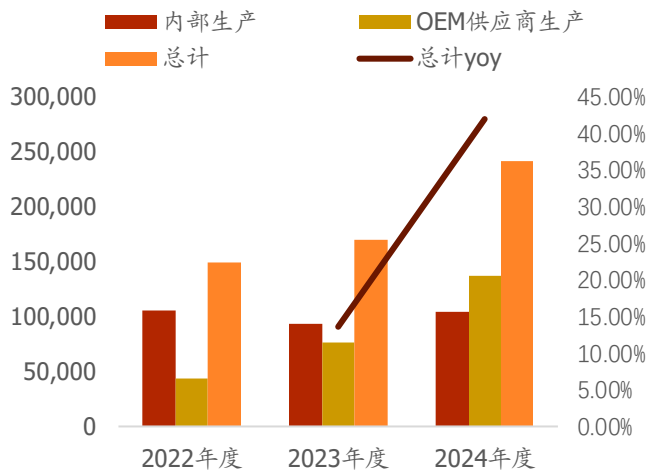
技术示意图	技术名称	技术概述
	自行车平折技术	大行早于超过 40 年前首创 DFS 折叠技术, 该三步骤程序已成为折叠自行车主要依赖的基本机制。大行在此基础上持续创新, 改善手把方向调节及摆放技术。用户可精准地向多个方向折叠及调整手把位置, 让折叠后的自行车更加小巧。只要装上易行轮, 折叠自行车就可以像行李一样被推行, 而毋须手提, 令其运输更加便捷。
	马甲线技术	大行专有的“马甲线”技术于 2016 年首次推出, 透过加装下梁及可调节拉索提高结构强度, 将单梁前架结构转化为三角前架结构, 同时维持最理想的重量及小巧的体积。三角前架结构较传统单梁前架结构更稳固及刚性更强。该项专利设计既具备生产效益, 折叠动作又轻松, 毋须牺牲基本折叠功能就可以提高行车稳定性。
	超级下管技术	“超级下管”技术于 2021 年首次推出, 采用扁平下管连接自行车车架主梁与中轴座壳, 从而提高结构完整性。下管设计强化了自行车车架垂直和水平方向的刚性, 提升骑行者的踩踏效率。
	折叠铰链	车架连接安全是折叠自行车设计的重中之重。铰链连接座设有凸台及与之匹配的凹型夹头。自行车展开后, 夹头会夹紧凸台并锁紧连接座, 确保安全稳定的骑行体验。

资料来源: 大行科工招股说明书, 国盛证券研究所

从运营端看, 产能充沛且仍在扩产。2022 至 2024 年度大行分别共计生产自行车 149,278 辆、169,570 辆、240,651 辆, 产能充足且逐年增加。大行现有的生产模式为惠州工厂进行内部生产, 又委托第三方 OEM 供应商进行外包生产。内部生产的产品毛利率要比 OEM 供应商生产的高出 6~7%。大行将在现有惠州工厂附近设立新生产设施, 该设施的初步年产能预计约为 20 万辆。同时大行与金轮集团共同成立大金科工(天津)车业有限公司

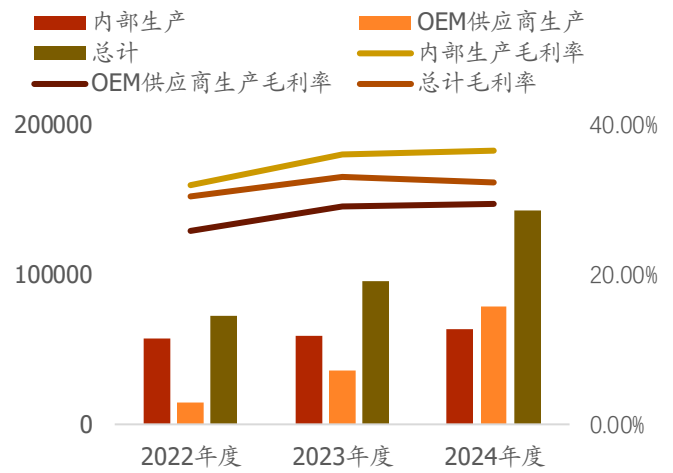
司，标志大行北方生产基地的建设完成，将充分利用区域成本优势，加大入门级产品线的产能，进一步提升自有产能、产品毛利率。

图表 32: 大行科工各生产产能情况 (辆)



资料来源: 大行科工招股说明书, 国盛证券研究所

图表 33: 大行科工各生产模式毛利情况 (千元)



资料来源: 大行科工招股说明书, 国盛证券研究所

从营销端看，大行加强营销以及品牌形象培养。积极参与行业内展会，加强品牌影响力。2025 年 11 月的中国两轮出行产业大会，大行组织骑行比赛，吸引大量自行车发烧友参与。2024、2025 年的台北国际自行车展的骑行挑战赛、2025 第 32 届上海中国国际自行车展览会上，大行的自行车凭借其卓越的表现，吸引了大量骑友的关注。
推广品牌、大力培养用户社群。大行官方联合全国上百个城市的终端门店，发起“上市启新程·百城百人骑”活动。并在南昌、杭州、上海、温州等地通过组织用户骑行活动，打造骑行交流平台。大行将实施全方位的营销活动，包括在各种渠道上投放广告、制作社交媒体内容、与自行车业界的网红和 KOL 合作进行推广活动。

图表 34: 大行的营销活动



资料来源: DAHON 大行折叠车公众号, 国盛证券研究所

➤ 对比: 其他折叠自行车品牌

Brompton (小布): 1976 年成立于伦敦，目标高端市场。该品牌通过手工制造定高价、玩家互动形成社群等手段，主打奢侈消费、社交属性的营销策略。

图表 35: 小布的产品线概况 (价格单位: 元)

产品线	最低零售单价	部分图片
G Line	27,450.00	
T Line	40,950.00	
P Line	26,700.00	
C Line	17,000.00	
A Line	11,550.00	

资料来源: Brompton Club 官方商城小程序, 国盛证券研究所

迪卡侬: 1976 年成立于法国。迪卡侬现有 5 种型号的折叠自行车产品, 价格在 999 元至 3000 元之间。

图表 36: 迪卡侬的产品线概况 (价格单位: 元)

产品型号	零售单价	部分图片
FOLD 560	2,999.90	
FOLD 500	1,999.90	
TILT 500	1,799.90	
120 ADJ	1,399.90	
TILT 100	999.90	

资料来源: 迪卡侬 DECATHLON 官方商城小程序, 国盛证券研究所

永久: 1940 年成立于上海, 目标中低端市场。拥有近 5000 种产品涵盖儿童系列、青少年车、通勤车、山地车、公路车、电助力车等全品类产品。永久现有 9 种型号的折叠自行车产品, 价格在 900 元至 1500 元之间, 主推价格亲民、实用性。

图表 37: 永久的产品线概况 (价格单位: 元)

产品型号	零售单价	部分图片
20 寸屿风	1,518.00	
20 芙蓉	918.00	
20 寸筋斗云	1,458.00	
铝合金 P8 折叠	1,428.00	

资料来源: 上海永久官网, 国盛证券研究所

凤凰: 1959 年成立于上海, 目标中低端市场。作为历史悠久的“国民单车品牌”, 其在中国内地用户中有着超高的知名度。凤凰现有 2 种型号的折叠自行车产品, 价格在 400 元至 600 元之间, 主推价格亲民、实用性。但是其仅有两款折叠自行车产品, 竞争力不足。

图表 38: 凤凰的产品线概况 (价格单位: 元)

产品型号	零售单价	部分图片
折叠自行车	398.00	
折叠山地车	589.00	

资料来源: 京东商城凤凰官方旗舰店, 国盛证券研究所

3 如何展望电助力自行车业务终局？

3.1 行业 β：消费迭代驱动的成长性赛道

电助力自行车是传统自行车产业升级与消费迭代的重要方向，在机械结构基础上融合力矩传感、电控与算法系统的动力辅助方案。该产品在有效缓解爬坡、长距离骑行等体力痛点的同时，保留了人力骑行的核心体验，从而在传统自行车与纯电动车之间，开辟出兼具运动属性与实用性的细分市场。电助力自行车在拓展通勤半径、适配现行法规、兼顾运动体验等方面表现出显著优势，为其在多元化出行场景中的渗透奠定了产品基础。

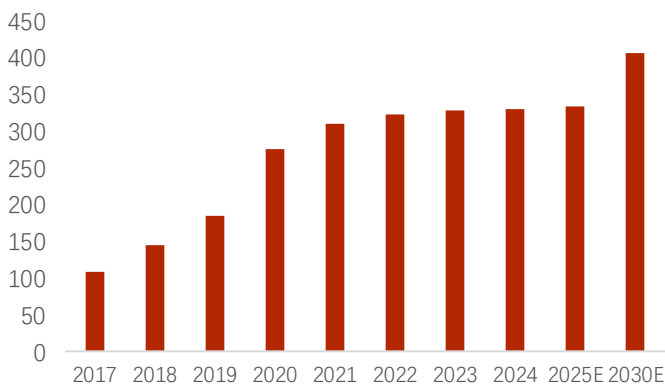
图表 39：电助力自行车优点

优点 1：高效通勤	优点 2：合规便利	优点 3：运动健康
人力自行车：舒适通勤半径较短（1-3 公里）	电动摩托车：需驾驶证、上牌及强制保险，部分城市受限行政策影响	电动自行车：以纯电驱动为主，骑行过程中无需持续踩踏
电助力自行车：动力辅助降低体力消耗，显著拓展通勤半径（30-50 公里）	电助力自行车：属于非机动车，无需驾驶证，无需强制保险	电助力自行车：必须踩踏以激活助力，支持多档助力，运动参与度更高

资料来源：凤凰自行车微信公众号，广州市工业和信息化局，南方都市报，Shimano 官网，国盛证券研究所

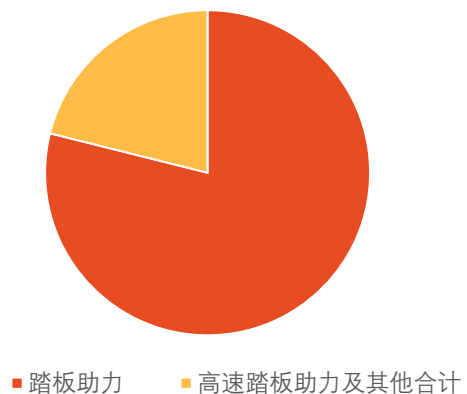
从市场规模看，全球电动自行车行业整体保持稳步增长态势。Statista 数据，2024 年全球电动自行车市场规模达到 329.5 亿美元，预计 2030 年将达到 405.9 亿美元。据 Technavio 预测，2025-2029 年全球电动自行车市场 CAGR 有望达到 10.4%。从区域结构来看，全球电动自行车市场呈现高度集中的特征。根据 Fortune business insights，2025 年亚太地区在电动自行车市场中占据主导地位，市场份额达 56.50%。美国的电动自行车市场预计将会大幅增长，到 2032 年其市场规模预计将达到 38.6 亿美元。欧洲市场中，预计英国市场 2026 年将达到 8.1 亿美元，德国市场将达到 60.4 亿美元。

图表 40：全球电动自行车市场（亿美元）



资料来源：Statista，国盛证券研究所

图表 41：2025 年按驱动类型划分的电动自行车市场



资料来源：Mordor Intelligence，国盛证券研究所

尽管上述数据覆盖了整个电动自行车市场，但其增长驱动力正日益来自电助力自行车这一细分品类。根据 Grand View Research 数据，2024 年电助力自行车占全球电动自行车市场收入的 56.9%，已超过半数，成为行业核心品类。

从电助力渗透率的**区域结构**看，欧美市场显著高于亚太地区。根据 Mordor Intelligence 数据，2024 年电助力自行车在欧洲/北美电动自行车市场中的渗透率高达 78.04% 与 79.56%，这主要得益于将其明确归类为自行车的法规体系、成熟的骑行文化及基础设施。

相比之下，亚太地区比例为 61.27%。从中国市场看，电助力自行车渗透率仍处于较低水平，行业处于发展初期。调研结果显示消费者对纯电驱动模式依赖度高，且此前受监管不确定性制约。然而，新国家标准的落地正成为明确的拐点，通过厘清产品边界与监管框架，将驱动市场规范化发展。展望未来，在政策（新国标）、理念（绿色健康）与场景（“4+2”）的共振下，中国电助力自行车市场具备广阔的成长空间。

3.2 竞争端：格局分散，具备差异化能力的品牌有望突围

从**竞争格局**看，全球电动自行车市场整体呈现显著分散特征。根据 Ken Research 和 Mordor Intelligence 数据，2023 年前五大制造商合计市场份额约为 25.6%，尚未形成具备绝对规模优势的全球性龙头品牌。其中，电助力作为当前最大细分品类，2024 年在电动自行车市场中的占比达 79.23%。其市场集中度偏低，反映出该细分赛道仍处于发展阶段。

我们认为，市场格局分散与区域差异显著的法规体系密切相关。主要市场在电机功率、助力限速等核心指标上各不相同。

图表 42：电助力自行车法规的区域差异

指标	欧盟	美国	中国
电机功率	≤ 250 W (连续额定功率)	≤ 750 W	≤ 400 W
最高助力	25 km/h (达到即逐渐减少并最终切断)	Class 1/2: 20 mph Class 3: 28 mph	25 km/h (达到即断电)
脚踏要求	必须可人力踩踏	必须可人力踩踏	必须可人力踩踏
车辆属性	无需型式认证	非机动车；由 CPSC 监管；各州可附加路权限制	非机动车，需 CCC 认证并登记上牌

资料来源：Regulation (EU) 168/2013, U.S. Federal Register: 85 FR 69175, 中华人民共和国国家标准：GB 17761—2024《电动自行车安全技术规范》，国盛证券研究所

区域性法规壁垒抬高了跨区域经营的进入门槛，也限制了单一标准产品的全球快速复制。因此，电助力自行车赛道的竞争并非简单的价格竞争，而取决于品牌的综合能力。我们认为，能够持续扩大份额的参与者，通常在以下三个维度建立了协同优势：

- 1) 产品维度：具备成熟的驱动系统体验与整车工程能力，能够在动力输出、骑行顺畅度等核心指标上形成差异化。
- 2) 供应链维度：具备覆盖多区域的合规能力与本地化制造体系，通过产能布局与供应链管理实现成本优化与快速交付。
- 3) 市场维度：在主流价格带持续推出高性价比产品，并通过渠道与品牌建设逐步提升用户认知与市场份额。

3.3 公司 α：独特的商业模式与战略布局

公司在上述竞争维度上具备明确的差异化优势。我们认为，其电助力业务的核心竞争力在于将折叠车领域长期积累的专利技术，系统性转化为电助力产品的工程能力，并通过供应链与渠道协同实现规模化。

1) 产品维度：折叠车技术迁移

在技术层面，公司将传统折叠车领域积累的核心专利技术系统性引入电助力产品。我们认为，该技术优势使公司在轻量化、骑行效率与助力系统匹配方面，形成了区别于多数电助力品牌的工程壁垒。例如，快车道技术通过优化车架受力结构，在保证整车刚性的同时有效降低重量，为电助力车型在续航表现与骑行效率方面奠定基础。

图表 43: 电助力自行车专利技术

图像	车型	型号	核心技术
	K-ONE	FEA071RM	DELTECH 马甲线（快车道第一代技术）、双节内 V 竖管、安全勾、BA 接头、指数型助力比
	大驾行	KEA411RM	DELTECH 马甲线、超级下管、K 型车架、BA 接头、安全碟刹、共享电池技术
	K-Feather	KEA613RM	“快车道”技术、超轻车身、高密度电池
	UNIO E20	KEA093CM	隐藏式座管电池设计、智能 BMS、超灵敏扭矩传感器

资料来源：大行科工官网，大行科工招股说明书，11BOY，国盛证券研究所

公司推出的超轻电助力车型 K-Feather 整车重量仅 12kg，采用隐藏式高密度电池与力矩传感系统协同设计，在保持良好人力骑行体验的同时，实现约 40 公里的助力续航。该产品在中国展上获得“2024 CHINA CYCLE 创新奖”金奖，体现了市场对其技术路线与产品设计的认可。

从产品定位看，公司持续强化电助力车型与传统折叠车在骑行体验上的一致性，主打可正常骑行的电助力自行车。相较部分纯电驱动产品，公司电助力车型在关闭电源后仍具备完整的机械性能与运动属性，更贴合欧美市场对骑行参与感与运动体验的偏好，有助于拓展使用场景并扩大目标消费群体。







2) 供应链维度：本地化制造

在区域法规差异显著的背景下，公司通过天津合资工厂实现电助力核心车型的本地化生产，一方面有效降低了制造成本与物流费用，提升产品在中端价格带的竞争力。另一方面增强了电助力车型的产能保障与交付稳定性，有助于应对海外市场订单波动与产品放量阶段的供应压力。同时，合资模式为公司在海外市场开展本地组装、应对关税及合规要求提供了灵活方案，为电助力产品的国际化推进提供支撑。

3) 市场维度：中端价格带定位，渠道协同放量

在价格策略上，公司电助力产品主要布局于 2,500 美元的中端价格区间。相较 Brompton（小布）等高端品牌电助力车型普遍 4,000 美元以上的定价，公司在保持核心技术与骑行品质的前提下形成了明显价格优势，更有利于在需求扩张阶段快速积累用户基础。我们认为，在当前行业集中度较低的阶段，中端价格带更有利于品牌提升市占率。

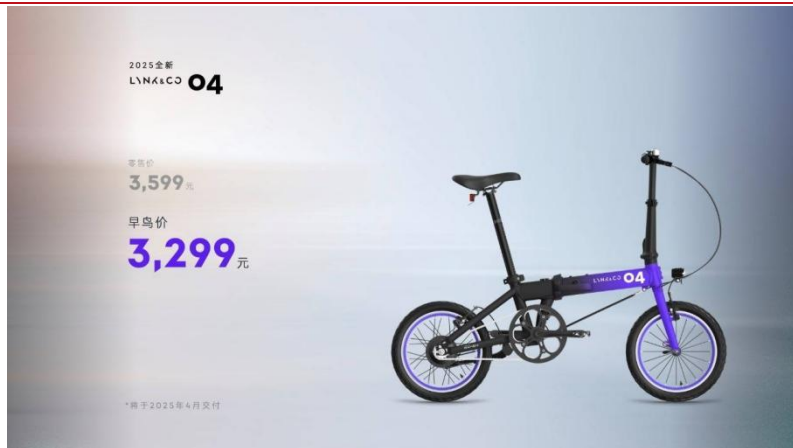
图表 44: 电助力自行车价格带

品牌	图像	车型	变速挡位	助力挡位	价格
大行		K-ONE	7 速	5 挡	5,000 元
		UN10 E20	9 速		2,700 美元
小布		Electric C Line	4 速 12 速	3 挡	3,280 美元 2,678 英镑
		Electric P Line	4 速 12 速		3,144 英镑 (约 4,342 美元)
		Electric G Line	4 速		3,408 英镑 (约 4,708 美元)
		Electric T Line	1 速 4 速		4,950 美元
					5,799 英镑 (约 8,009 美元) 5,999 英镑 (约 8,283 美元)

资料来源: 大行科工官网, 大行科工招股说明书, Brompton 官网, 英为财经, 国盛证券研究所

在商业模式与渠道策略上, 公司通过与新能源汽车品牌(如领克等)开展联名定制合作, 构建了区别于传统自行车品牌的获客路径。新能源汽车用户群体在消费能力、产品审美与出行方式上, 与电助力自行车的目标人群具备较高重合度。该合作模式借助车企渠道与品牌背书, 低成本精准触及目标客群, 并深度绑定“4+2”场景, 快速建立市场认知。

图表 45: 领克 04 电助力自行车



资料来源: 新锐汽车观察, 国盛证券研究所

综合海外成熟需求与国内潜在弹性, 公司电助力业务呈现清晰的分阶段放量路径。短期依托欧美市场实现规模释放, 中长期受益于中国政策环境与消费习惯改善。随着产品矩阵与渠道协同不断深化, 电助力自行车有望在公司业务结构中由补充性品类逐步成长为重要增长引擎。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 6.5/9.5/13.7 亿元,拆分业务来看:

➤ 大行自行车及其相关产品

营业收入: 大行自行车及其相关产品仍为公司最核心的收入来源。我们认为, 该业务未来增长主要得益于公司在折叠自行车细分赛道的长期深耕。凭借在中高端产品领域积累的品牌声誉与技术优势, 公司有望持续受益于产品均价上升趋势。同时, 随着渠道结构不断优化, 线上直销及海外市场占比逐步提升, 销售效率有望进一步增强。在此基础上, 公司持续推进产品迭代, 并积极布局电助力自行车等新品类, 为主营业务增长提供持续动能。基于以上判断, 我们预期大行自行车及其相关产品 2025-2027 年收入增加 45.23%/45.18%/45.16%, 实现营收 6.42/9.32/13.53 亿元。

毛利率: 产品结构方面, 随着中高端车型占比提升、直销渠道占比提高, 我们预计公司整体盈利能力将稳步改善。我们预计 2025-2027 年毛利率为 33.37%/34.12%/34.87%。

➤ 配饰服饰及其相关产品

营业收入: 配饰及服饰业务体量相对较小, 但作为自行车主业的补充, 有助于提升单客价值及用户黏性。随着公司产品体系逐步完善及销售渠道恢复, 我们预计该业务收入将保持温和增长。我们预计 2025-2027 年, 公司配饰服饰及其相关产品增速分别为 30.80%/20.80%/15.95%。

毛利率: 在规模逐步恢复、产品结构优化的带动下, 预计配饰服饰业务毛利率将小幅提升, 预计 2025-2027 年公司配饰服饰及其相关产品毛利率为 33.00%/34.10%/35.20%。

➤ 权限及特许权使用费收入

营业收入: 权限及特许权使用费收入主要来自品牌授权等轻资产模式, 具备高毛利特征。随着公司品牌影响力增强及授权业务推进, 我们预计该项收入将保持较快增长。2025-2027 年预计收入同比增长 63.50%/39.16%/38.90%, 实现收入 0.08/0.11/0.16 亿元。

毛利率: 该业务以授权收费为主, 成本极低, 我们预计 2025-2027 年公司毛利率将实现 100.00%/100.00%/100.00%。

图表 46: 分业务收入预测一览 (亿元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
整体						
收入	2.54	3.00	4.51	6.54	9.48	13.74
yoy		18.08%	50.16%	45.01%	44.95%	44.94%
成本	1.76	1.99	3.02	4.35	6.25	9
毛利率	30.66%	33.81%	33.00%	33.5%	34.0%	34.5%
毛利	0.78	1.01	1.49	2.19	3.23	4.74
毛利 yoy		29.49%	47.52%	46.98%	47.49%	46.75%
按产品拆分						
大行自行车及其相关产品	2.37	2.89	4.42	6.42	9.32	13.53
yoy		21.94%	52.94%	45.23%	45.18%	45.16%
占比	93.37%	96.15%	98.12%	98.15%	98.30%	98.45%
毛利率	30.43%	33.05%	32.23%	33.37%	34.12%	34.87%
毛利	0.72	0.95	1.43	2.14	3.18	4.72
毛利 yoy		31.94%	50.53%	49.79%	48.44%	48.35%
配饰服饰及其相关产品	0.14	0.07	0.03	0.04	0.05	0.05
yoy		-50.00%	-57.14%	30.80%	20.80%	15.95%
占比	5.34%	2.26%	0.76%	0.60%	0.50%	0.40%
毛利率	18.01%	19.63%	34.28%	33.00%	34.10%	35.20%
毛利	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
毛利 yoy		-50.00%	0.00%	29.49%	24.82%	19.69%
权限及特许权使用费收入	0.03	0.05	0.05	0.08	0.11	0.16
yoy		66.67%	0.00%	63.50%	39.16%	38.90%
占比	1.29%	1.60%	1.12%	1.25%	1.20%	1.15%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
毛利	0.03	0.05	0.05	0.08	0.11	0.16
毛利 yoy		66.67%	0.00%	63.50%	39.16%	38.90%

资料来源: iFind, 国盛证券研究所

费用率方面, 我们预测如下:

1) 销售费用率: 公司 2022/2023/2024 年销售费用率分别为 6.30%/10.00%/10.42%, 我们预计未来费用率将保持平稳, 我们预计 2025/2026 年的销售费用率分别为 10.7%/10.8%。

2) 管理费用率: 公司 2022/2023/2024 年管理费用率分别为 7.48%/7.67%/5.10%。我们预计随着费控成效显现未来两年管理费用率下降并保持相对稳定, 我们预计 2025/2026 年的管理费用率分别为 5.2%/5.1%。

3) 研发费用率: 公司 2022/2023/2024 年研发费用率分别为 3.54%/3.56%/3.99%。我们预计研发费用率将保持平稳, 我们预计 2025/2026 年的研发费用率分别为 3.80%/3.80%。

综上, 我们预计公司 2025-2026 年净利率实现 11.8%/12.3%。

图表 47: 公司费率预测 (%)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
销售费用率	6.30%	10.00%	10.42%	10.70%	10.80%
管理费用率	7.48%	7.67%	5.10%	5.20%	5.10%
研发费用率	3.54%	3.56%	3.99%	3.80%	3.80%
财务费用率	0.39%	0.31%	0.22%	0.14%	0.09%
净利率	12.38%	11.62%	11.60%	11.80%	12.30%

资料来源: iFind, 国盛证券研究所

4.2 投资建议

相对估值: 我们选取久祺股份和爱玛科技作为大行科工的可比公司。久祺股份以自行车出口及 OEM 业务为主, 代表传统自行车行业估值; 爱玛科技在电动两轮车领域具备规模与品牌优势, 可为两轮出行行业龙头估值提供参考。从业绩增速来看, 我们预计大行科工在电助力自行车业务快速放量带动下, 整体收入与盈利增速有望显著高于传统自行车行业水平, 且中期增长具备较强持续性。从估值角度看, 考虑到公司在电助力自行车赛道的前瞻布局、产品结构升级带来的盈利能力提升, 以及海外市场需求持续扩张, 我们认为大行科工合理估值水平有望高于传统自行车企业, 并相对行业平均具备一定溢价。

图表 48: 可比公司归母净利润 (亿元)

公司名称	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
久祺股份	1.7	1.1	1.2	1.7	2.0
YOY		-36.6%	15.3%	34.1%	23.6%
爱玛科技	18.7	18.8	19.9	24.2	29.3
YOY		0.4%	5.7%	21.8%	20.9%
大行科工	0.3	0.4	0.5	0.8	1.2
YOY		10.9%	50.1%	47.8%	50.5%

资料来源: iFind, 国盛证券研究所 (除大行外其他均为 iFind 一致预期)

投资建议: 我们认为公司作为全球折叠自行车领域的重要龙头, 主业在产品结构持续完善及海外销售渠道不断拓展的推动下, 有望保持稳健增长。与此同时, 公司积极布局电助力自行车业务, 受益于海外骑行需求升级、应用场景拓展及行业渗透率持续提升, 相关产品有望进入加速放量阶段。我们预计公司 2025-2026 年实现归母净利润 0.77/1.16 亿元, 同比增长 47.8%/50.5%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧风险：自行车行业市场竞争激烈、竞争对手加速提升产品技术水平、改良设计和优化市场营销，若公司不能紧跟行业变化，快速应对市场竞争加剧风险，及时推出符合消费者需要的产品，可能面临因产品不能适销对路、无法顺应行业的快速变化而被压低利润空间、甚至被市场淘汰的风险。

海外市场拓展不确定性风险：公司海外市场的运营数据反馈相对滞后，可能影响经营决策效率。同时，全球贸易环境复杂多变，部分目标市场的贸易、关税等政策存在不确定性。若境外国家持续加大实施对行业出口明显不利的政策，可能增加公司经营成本或削弱产品价格竞争力，从而导致海外业务增长不及预期的风险。

消费需求波动风险：作为可选消费品，公司产品需求与宏观经济环境及消费者信心高度相关。若宏观经济增速放缓，消费需求可能下降，行业景气度下行。若公司未能及时调整生产与库存策略，可能面临库存积压压力及经营业绩波动的风险。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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