



联合研究 | 公司深度 | 爱玛科技 (603529.SH)

解构龙头系列之七：如何看待爱玛科技增长持续性？

报告要点

爱玛科技作为电动两轮车行业龙头，基本盘稳固，成长路径清晰，行业处于以存量替换为主的成熟阶段，行业格局持续向头部集中，新版国标进一步抬高合规与技术门槛，市场集中度提升。公司凭借精准深厚的品牌积淀与广泛的线下渠道网络，构筑竞争壁垒。在稳固主业的同时，公司正积极培育电动三轮车与海外市场两大增长曲线，国内电动三轮车行业格局分散，公司凭借品牌与渠道优势，有望持续提升份额；海外方面，东南亚市场空间广阔，目前部分国家已推出“禁摩”或购置激励政策，替代进程有望加速。此外，公司财务结构健康，现金充裕、有息负债率低，并积极回馈股东，2025年上半年分红力度显著提升。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463

爱玛科技 (603529.SH)

2026-02-08

解构龙头系列之七：如何看待爱玛科技增长持续性？

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 维持

如何看待行业需求趋势和公司相对竞争优势？

行业需求侧由存量替换与结构化升级共同驱动。国内电动两轮车保有量已处于高位，市场正进入以更新换代需求为主导的稳定发展阶段，替换需求已成为当前消费的主要来源。与此同时，产品智能化升级与消费分层正创造新的增长点，年轻消费者对智能化功能的偏好日益明显，中高端价格带持续扩容。竞争层面，行业呈现明显的头部集中趋势，“双寡头”格局稳固，2024版新国标通过提升技术、生产与合规门槛，预计将进一步加速尾部品牌出清，为头部企业释放市场份额。具体到公司竞争力，爱玛凭借在大众主流价格带的精准定位、深厚品牌积淀与超过3万家的广泛渠道网络，构建了坚实的竞争护城河，并与九号等新势力品牌形成错位竞争，在核心市场中保持主导地位。综合来看，公司有望依托稳健的基本盘、清晰的品牌策略与持续的渠道渗透，在行业集中度提升与结构升级的双重趋势中进一步巩固其龙头地位。

如何看待公司未来增长潜力？

公司在巩固国内电动两轮车主业优势的同时，正积极培育两大新增长极，电动三轮车与海外市场。国内方面，公司发力电动三轮车这一增长快、盈利强的赛道。当前行业格局分散，公司凭借品牌与渠道优势，有望持续提升份额。该业务增速及毛利率均高于公司整体，其收入占比提升将结构性优化公司盈利水平。海外方面，东南亚市场空间广阔，该区域摩托车保有量基数大，但电动化渗透率仍低，当前发展阶段与中国约2010年前后相似，部分国家已通过“禁摩”或购置激励政策引导交通工具电动化转型，替代进程有望加速。

如何看待公司资产质量和股东回报？

公司资产结构健康，现金充裕，截至2025年第三季度，现金类资产占总资产比例较高，且大部分负债为经营性的应付账款，有息负债率低，财务结构稳健。营运效率保持良好，存货周转速度处于行业领先水平。公司治理层面，股权结构集中且稳定，控股股东合计持股比例高，核心管理层亦通过持股与公司利益深度绑定。在股东回报方面，公司近年提高了现金分红力度，2025年上半年股息支付率已提升至45%，并有望维持或进一步增加分红水平。

投资建议：主业基本盘稳固，增长新动能与股东回报共塑价值

公司主业基本盘稳固，行业地位持续强化。公司主业所处行业已进入以存量替换需求为主导的成熟发展阶段，行业竞争呈现明显的头部集中趋势，新版国标进一步提升技术、生产与合规门槛，有望加速市场份额向头部企业集中。在此背景下，爱玛凭借其在大众主流价格带的精准定位、深厚的品牌认知以及覆盖广泛的线下渠道网络，构筑护城河，龙头地位有望进一步巩固。公司在稳固主业的同时，积极培育电动三轮车与海外市场两大增长曲线。国内电动三轮车市场格局相对分散且增长较快，公司凭借既有优势有望提升份额。海外方面，东南亚市场电动两轮车渗透率低，在政策推动与“油改电”趋势下发展空间广阔，为公司提供了重要的潜在增长极。同时，公司资产质量较高，现金充裕，有息负债率低，股权结构集中稳定，公司近年来积极提升现金分红力度，基于此，我们判断公司发展前景可期，**预计2025-2027年归母净利润分别为22.94、25.68和29.21亿元，对应PE分别为11.44、10.22和8.99倍，给予“买入”评级。**

风险提示

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

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	30.20
总股本(万股)	86,913
流通A股/B股(万股)	84,756/0
每股净资产(元)	10.95
近12月最高/最低价(元)	47.44/28.33

注：股价为2026年2月5日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《经营质量提升，业绩符合预期》2025-10-26
- 《产品结构优化驱动业绩增长，经营质量与现金流表现亮眼》2025-08-26
- 《再推股权激励计划，奠定持续增长信心》2025-05-25



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：需求的担忧与格局扰动	6
如何看待行业需求趋势和公司相对竞争优势？	6
需求端：内需存量替换支撑基本盘，海外政策驱动成长空间广阔	7
格局端：马太效应强化，公司凭借品牌与渠道优势稳固地位	8
如何看待公司未来增长潜力？	16
电动三轮：盈利能力更强，有望带动公司盈利上提	16
品牌出海：东南亚政策驱动释放潜力，成长空间广阔	18
如何看待公司资产质量和股东回报？	22
投资建议：主业基本盘稳固，增长新动能与股东回报共塑价值	25
风险提示	26

图表目录

图 1：2025 年 Q1-Q3 公司营收规模同比增长 20.78%	6
图 2：2025 Q1-Q3 公司毛利率达 18.77%	6
图 3：公司电动自行车业务收入占比逐年提升	6
图 4：2025H1 公司外销收入占比仅为 1.00%	6
图 5：2024 年中国居民电动助力车拥有量已达 77.8 辆/百户	7
图 6：2024 年中国电动两轮车保有量为 4.3 亿辆	7
图 7：2025 年中国两轮车销量预计达 5200 万辆	7
图 8：我国两轮车替换需求占比	7
图 9：价格带占比 K 型分化（单位：元、%）	8
图 10：18-25 岁年轻群体对智能化功能表现出明显偏好	8
图 11：行业品牌出货量市占率	9
图 12：头部品牌与中小品牌核心竞争力对比	9
图 13：2016 年以来中国电动两轮车销量端份额持续集中	9
图 14：2019 年中国电动两轮车品牌数量减少至 110 个（单位：个）	9
图 15：2023 年行业品牌销量市占率	10
图 16：上一轮新国标落地后加速行业格局集中	10
图 17：2024 年各品牌出货量规模	11
图 18：出货量低于 80 万辆品牌占据市场份额 10%	11
图 19：九号不同价格带产品布局	12
图 20：爱玛和九号不同价格带产品性能对比	13
图 21：不同产品属性特征下消费者关注的侧重点存在差异	14
图 22：用户认知的电动车品牌	15
图 23：用户认知的智能两轮电动车品牌	15
图 24：线下购买渠道分布	15
图 25：线上购买渠道分布	15
图 26：2024 年爱玛终端门店超 3 万家（单位：家）	16

图 27: “直播+短视频”打造流量矩阵.....	16
图 28: 2024 年电动三轮市场规模达 450 亿元 (单位: 亿元)	16
图 29: 2025 年中国电动三轮车销量预计达 1375 万辆 (单位: 万辆)	16
图 30: 电动三轮车应用场景持续拓宽.....	17
图 31: 老年人理想的出行工具.....	17
图 32: 目前中国约有 8 家电动三轮车企业年产量在 30 万辆以上.....	17
图 33: 2024 年爱玛电动三轮车销量端市占率仅为 4.40% (单位: 万辆、%)	17
图 34: 2024 年公司电动三轮车销量达 55.0 万辆 (单位: 万辆)	18
图 35: 2024 年公司电动三轮车业务收入占比已提升至 9.14%.....	18
图 36: 2024 年公司电动三轮车业务毛利率为 22.44%	18
图 37: 爱玛电动三轮车图示	18
图 38: 2023 年摩托车家庭拥有率	18
图 39: 2023 年东南亚&印度摩托车销量达 2818 万辆 (单位: 百万辆)	18
图 40: 2024 年非电动摩托车占比达 96.7%.....	19
图 41: 2020 年越南摩托车最新登记注册数量达 7206 万辆 (单位: 万辆)	19
图 42: 东南亚电动二轮车市场规模 (亿元)	19
图 43: 东南亚主要国家电动摩托车渗透率.....	19
图 44: 当前中国电动两轮车行业已进入成熟阶段 (单位: 万辆)	20
图 45: 东南亚主要国家城镇化率 (单位: %)	20
图 46: 东南亚主要国家人均 GDP (单位: 美元)	20
图 47: 2023 年东南亚各地区铺装公路长度 (公里)	21
图 48: 2023 年东南亚各地区铺装公路长度占总公路比例	21
图 49: 东南亚两轮车市场主要玩家.....	22
图 50: 2022 年越南电动摩托车市场竞争格局	22
图 51: 2022 年印尼电动摩托车市场竞争格局	22
图 52: 现金资产占比较高 (单位: 亿元)	23
图 53: 截至 2025Q3 公司资产负债率 63.34%	23
图 54: 截至 2025Q3 公司有息负债率 6.87% (单位: %)	23
图 55: 存货周转速度较快 (单位: %)	23
图 56: 公司股权结构图 (截至 2026/01/11)	23
图 57: 2025 年股息支付率较以往有较大提升	23
表 1: 2024 版电动自行车新国标与 2018 版电动自行车新国标差异梳理.....	10
表 2: 2024 版本新国标对企业生产端有所要求.....	11
表 3: 爱玛不同价格带产品布局 (单位: sku 个数, 数据截至时间: 2025 年 11 月)	12
表 4: 各品牌销量点时品牌策略复盘.....	14
表 5: 东南亚&印度各国摩托车相关政策梳理.....	21
表 6: 爱玛科技多次发布股权激励计划	24
表 7: 公司 2025 年股权激励计划激励对象获授的限制性股票分配情况.....	24
表 8: 公司 2025 年股权激励计划股权激励公司层面业绩考核目标.....	24
表 9: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 亿元)	26

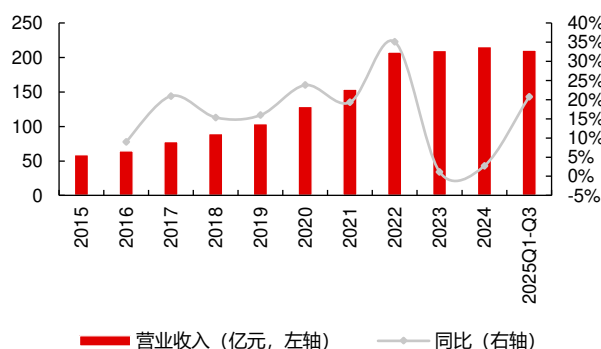
引言：需求的担忧与格局扰动

2024 版新国标正式实施后，其对电动两轮车最高时速 (25km/h) 及塑料件使用的限制，已对产品设计及性能表现产生一定影响，部分车型外观更趋简练、偏向骨架风格。这一变化也引发了市场对短期消费意愿的担忧。在此背景下，本报告旨在从需求与竞争格局两个层面出发，分别围绕内销与外销市场，分析电动两轮车行业未来的需求趋势。同时，面对九号、小牛等新势力品牌的进入，市场关注其是否会对以爱玛为代表的传统龙头企业在份额上形成冲击。我们将从行业竞争态势、品牌差异化布局与企业护城河三个层面，系统性探讨爱玛能否保持竞争优势。

如何看待行业需求趋势和公司相对竞争优势？

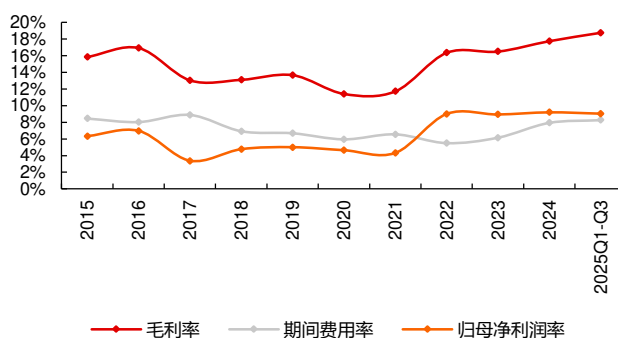
2025Q1-Q3 爱玛科技实现营业收入 210.93 亿元，同比增长 20.78%。结构来看，2020 年以来公司电动自行车业务收入占比中枢呈现上升趋势，2024 年达 60.34%，电动两轮摩托车、电动三轮车、配件销售业务占比分别为 24.13%、9.03%、3.92%。在此基础上，公司收入中内销占据主导地位，海外规模依然较小，2021-2025H1 年占比均在 1% 左右。盈利能力方面，受益于规模提升、产品结构优化和均价上提，2022 年开始公司盈利能力提升显著。

图 1：2025 年 Q1-Q3 公司营收规模同比增长 20.78%



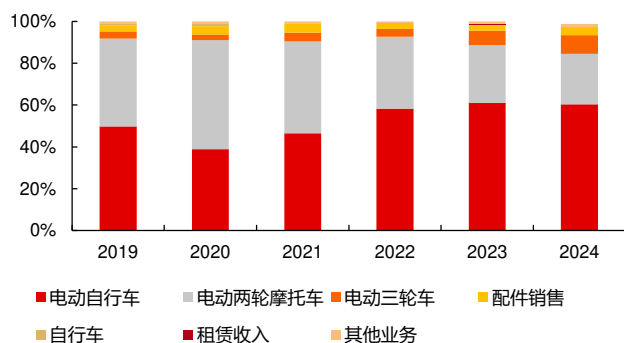
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2025 Q1-Q3 公司毛利率达 18.77%



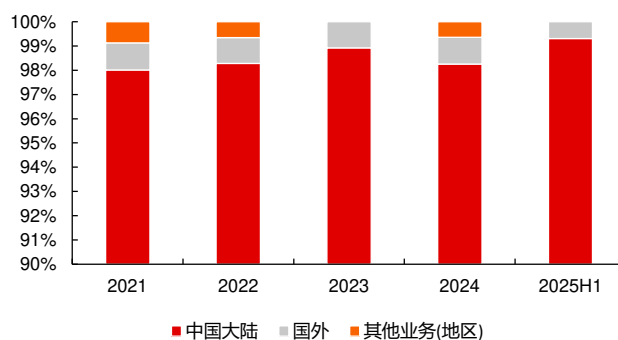
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：公司电动自行车业务收入占比逐年提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2025H1 公司外销收入占比仅为 1.00%

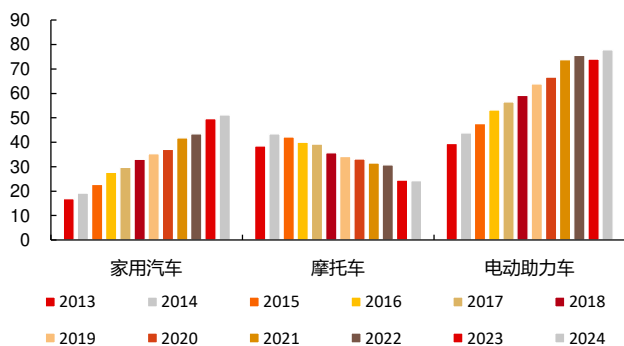


资料来源：Wind，长江证券研究所

需求端：内需存量替换支撑基本盘，海外政策驱动成长空间广阔

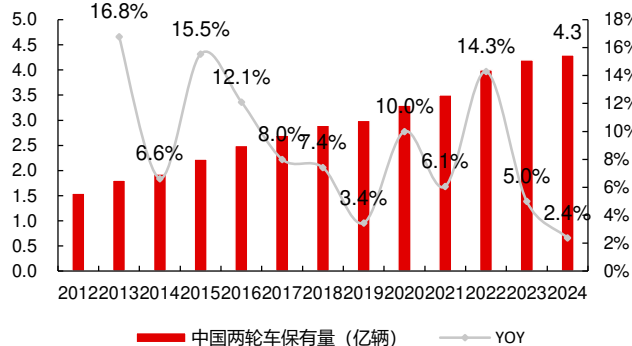
我国电动两轮车拥有量已达高位，预计后续将平稳增长。从平均百户拥有量来看，2024年家用电动助力车百户拥有量已达 77.8 辆，预计后续电动两轮车平均百户保有量提升空间相对较低。从总保有量来看，根据全球电动车网发布的《年度营商报告》，近年来中国电动两轮车保有量呈稳健上升态势，2024 年已达 4.3 亿辆。我国电动两轮车拥有量无论是从平均百户拥有量还是总保有量来看，都已经达到了较高的水平。然而，由于高线城市的交通需求以及低线城市和农村的摩托车切换需求等因素，预计电动两轮车的拥有量在未来仍会保持平稳增长，但增长速度可能会放缓，市场逐渐进入一个相对稳定的发展阶段。

图 5：2024 年中国居民电动助力车拥有量已达 77.8 辆/百户



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

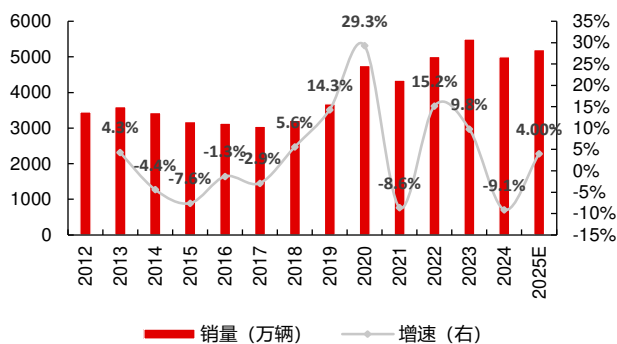
图 6：2024 年中国电动两轮车保有量为 4.3 亿辆



资料来源：营商电动车，长江证券研究所

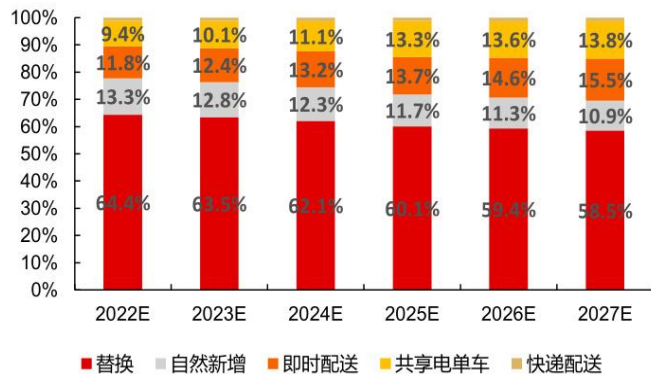
从需求结构来看，更新需求占据主导地位。艾瑞咨询数据显示，2019-2023 年，在销量方面，电动两轮车年复合增长率 (CAGR) 达 10.57%，与 2015-2019 年的 3.72% 相比，增速显著加快。我们认为，这主要是由更新需求和新增需求共同推动的结果。根据德勤的数据预测，在 2024 年电动两轮车行业的消费需求中，62.1% 来源于替换需求。截至 2023 年底，我国两轮电动车的保有量约为 4.2 亿辆。这类产品的使用周期在 4-6 年。由于保有量规模庞大，替换需求成为主流已成行业共识。

图 7：2025 年中国两轮车销量预计达 5200 万辆



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

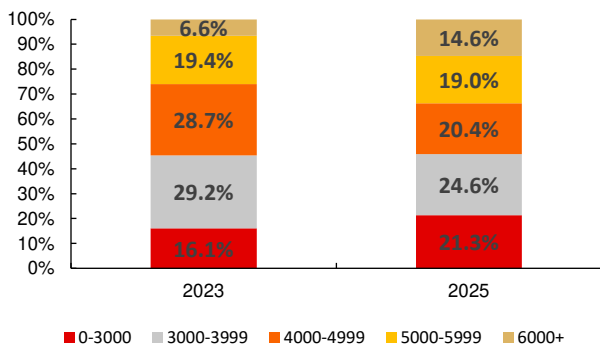
图 8：我国两轮车替换需求占比



资料来源：德勤，长江证券研究所

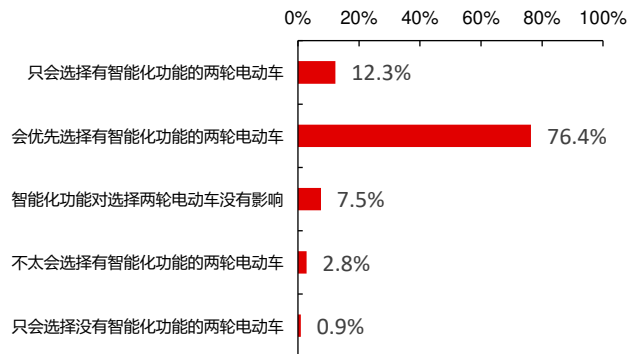
智能化升级实现“供给推动需求”。①用户对于两轮车智能化的认知明显提升，根据艾瑞咨询 2025 年调研结果，18-25 岁年轻消费者 76.4%表达出会优先选择有智能化功能的电动两轮车；②两轮车产品更高的价格带在持续扩容，6000 元以上电动自行车的价格带持续扩容，2025 年 6000 元以上价格带占比达 15%。

图 9：价格带占比 K 型分化（单位：元、%）



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

图 10：18-25 岁年轻群体对智能化功能表现出明显偏好



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所（注：数据来源于 2025 年调研结果）

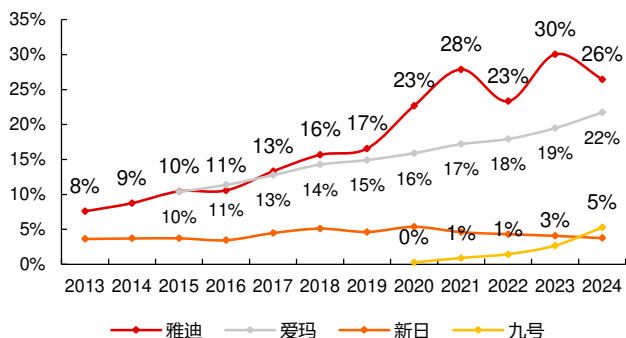
格局端：马太效应强化，公司凭借品牌与渠道优势稳固地位

竞争格局：双寡头格局，新国标有望带动行业集中度持续提升

双寡头格局，行业集中度持续提升。雅迪稳居行业第一，2024 市场份额达 26%；爱玛市场份额 22%，以时尚设计和女性用户定位为特色，通过“她经济”策略拓展市场，高端产品线逐步完善；九号在智能化领域领先，以技术驱动和年轻化定位占据高端市场，尤其在 4000 元以上价格带优势明显。

市场竞争的马太效应，正在不断加剧强弱分化。奥维云网数据显示，2025 年上半年，头部三大品牌已占据国内电动两轮车内销超 50%的市场份额，TOP5 品牌市占率在 2025 年 10 月已接近 75%，资源持续向头部集中。从头部品牌与中小品牌核心竞争力对比来看，头部品牌已聚焦长续航电池、智能互联系统等高端赛道，台铃的钠电池技术可抵御 -30℃低温，九号的智驾系统实现人车云端互联，而中小品牌仍困于基础合规难题，既无资金投入研发，也无规模效应降低成本。**未来，电动自行车行业的集中度有望持续提升，“强者恒强”的格局愈发稳固。**

图 11: 行业品牌出货量市占率



资料来源: 营商电动车, 各公司公告, 长江证券研究所

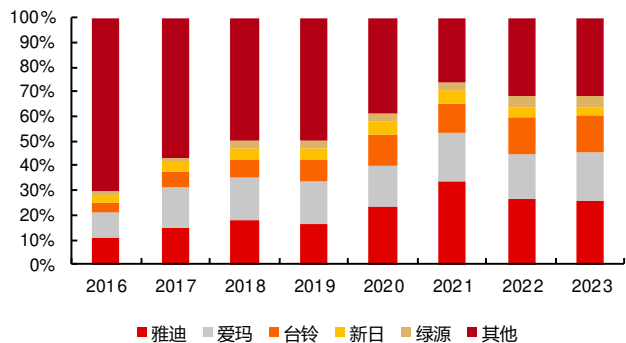
图 12: 头部品牌与中小品牌核心竞争力对比

头部品牌与中小品牌核心竞争力对比		
对比维度	头部品牌	中小品牌
营收利润	2025年爱玛营收130.31亿元 净利润12.13亿元	平均利润率仅5%, 多数长期亏损
合规能力	全系产品达标新国标, 完成智能号牌、电池追溯等布局	超半数企业未通过合规认证, 改造资金缺口大
研发技术	聚焦锂电池、智能系统等, 研发投入充足	研发费用占比仅15%, 无核心技术沉淀
渠道布局	覆盖乡镇的销售网络+海外市场布局	区域化经营, 渠道窄、无海外业务
抗风险能力	裁员收缩、精益化管理储备“安全垫”	资金链脆弱, 抗成本波动能力差

资料来源: 电动车国际评级, 长江证券研究所

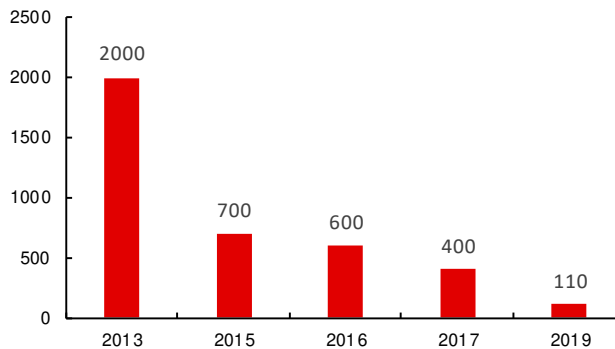
2013-2016年, 行业位于起步期, 准入门槛较低, 吸引大量中小企业涌入, 2013年企业数量超2000家。此阶段市场高度分散, 2016年CR3(行业前三市占率)仅为25%, 产品同质化严重, 价格竞争初现端倪。2017年价格战白热化, 尾部企业因成本压力加速出清, 头部企业凭借规模效应抢占份额。至2019年, 雅迪、爱玛市占率分别提升至16.5%与17.0%, CR3大幅攀升至42.40%, 企业数量锐减至110家, 行业进入双龙头并立格局。2019年新国标落地, 明确生产资质与产品分类, 倒逼企业合规化改造。雅迪率先通过渠道扩张与技术升级抢占先机, 2021年其市占率跃升至33.7%, 爱玛提升至19.5%, CR3突破65%。行业从“双雄竞争”转向“一超多强”, 尾部份额进一步压缩至不足5%。

图 13: 2016年以来中国电动两轮车销量端份额持续集中



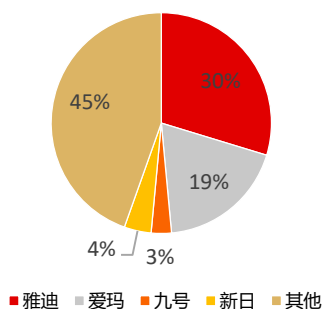
资料来源: 绿源集团控股招股说明书, 艾瑞咨询, 搜狐汽车, 长江证券研究所(注: 2022年为收入端份额)

图 14: 2019年中国电动两轮车品牌数量减少至110个(单位: 个)



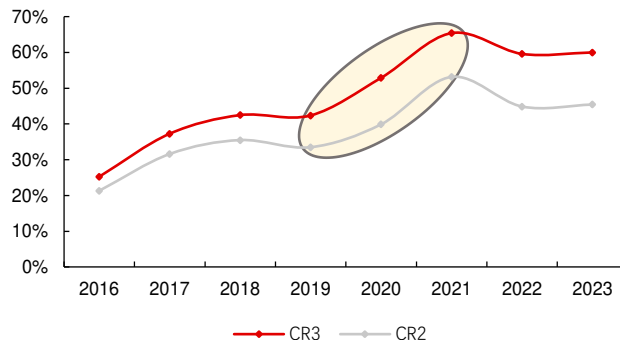
资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所

图 15: 2023 年行业品牌销量市占率



资料来源: 各公司公告, 营商电动车, 长江证券研究所

图 16: 上一轮新国标落地后加速行业格局集中



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

新国标的推出, 使得电动自行车行业的准入门槛进一步提高。2025 年 1 月 13 日, 工业和信息化部等五部门公布新修订的《电动自行车安全技术规范 (GB17761—2024)》, 新标准于 2025 年 9 月 1 日实施, 并替代旧版标准 (GB17761—2018), 生产端过渡期至 2025 年 8 月 31 日, 并允许销售至 2025 年 11 月 30 日。2024 版电动自行车新国标较 2018 版在多方面有差异, 正式稿的变化在于: **1) 整车质量上**, 2024 版对铅酸电池车放宽至 63kg, 其余仍为 55kg; 脚踏骑行功能要求更宽泛, 只要能电动行驶就需有脚踏功能; **2) 塑料使用上**, 2024 版明确限制其占整车质量比例不超 5.5%; **3) 新增北斗定位和动态安全检测功能**; **4) 防篡改要求更细致**, 增加电池组、控制器等互认协同等; **5) 新增产能一致性要求**, 涵盖生产、检验及质量控制等环节, 以保障产品符合标准。

表 1: 2024 版电动自行车新国标与 2018 版电动自行车新国标差异梳理

项目	2018	2024	依据
整车质量	限值 55kg	铅酸电池车限值 63kg	1)2018:装配完整的电动自行车的整车质量应小于或等于 55kg;2)2024:装配完整的电动自行车的整车质量应小于或等于 55kg,使用铅酸电池的装配完整的电动自行车整车质量应小于或等于 63kg。
脚踏骑行功能	仅要求使用电动模式的要求所有车配置	可以使用电动模式行驶的电动自行车应具有脚踏骑行功能	1)2018:电动自行车应具有脚踏骑行功能; 2)2024:可以使用电动模式行驶的电动自行车应具有脚踏骑行功能。
速度	电驱动模式限速 25km/h	所有限速 25km/h	2024:增加 6.3.3 电动机, 要求电动机转速达到额定转速(即 25km/h 运行时对应的转速)并达到热稳定状态时, 电动机的输出功率应小于或等于 400W。
塑料使用	无限制	不应超过整车质量的 5.5%	2024:增加 6.5 塑料件占比, 电动自行车在非必要条件下不应使用塑料件, 使用塑料材质的部件总质量不应超过整车质量的 5.5%。
北斗定位和动态安全检测	无	必备	2024:增加 6.6 北斗定位功能和 6.7 通信功能, 要求 1)电动自行车应内置具备定位信息的采集、存储和发送功能的北斗定位模块; 2)具备采用 TLS 加密的 4G 或 5G 公网通信模块或类似功能的地面通信模块。
防篡改	电动机控制系统、蓄电池等部件防篡改	蓄电池、控制器、限速器等关键部件防篡改	1)2018:蓄电池防篡改, 与电池盒合理匹配, 电动自行车不得预留扩展接口或外设托架; 2)2024:①电池组防篡改, 不得预留接口或线路或外设托架, 应具有充放电互认协同功能; ②控制器防篡改, 不修改不兼容, 能识别电池组电压且过压锁定, 限流装置不留后门; ③限速器防篡改。
产能一致性	无	必备	2024:增加 7 企业质量保证能力和产品一致性, ①企业生产能力: 配备相应原材料切割弯曲、气体保护焊接、零部件电泳工艺设备以及工件自动化传送带或吊挂输送系统; ②企业检测能力: 能够满足例行检验和确认检验项目; ③企业质量控制能力: 建立从关键件采购、生产过程控制至出厂检验的质量保证能力, 以确保批量生产的产品持续符合标准的要求。

资料来源: 工信部, 长江证券研究所

2024 版整车新国标新增第 7 章节，对生产企业的关键部件生产、检测和质量控制能力提出了严苛要求。受资金、技术、市场份额等诸多因素限制，多数尾部品牌难以构建完整成熟的生产体系，对代工模式依赖严重。而 2024 版新国标中严格的产品一致性要求，或对尾部不具备生产能力的品牌形成出清。尾部品牌若无法在规定时间内建立生产能力，则无法满足 2024 版新国标产品一致性要求。在新国标严格监管下，其生存空间将被挤压，或被市场强制淘汰，这将加速电动两轮车行业的洗牌与整合。

表 2: 2024 版本新国标对企业生产端有所要求

企业能力维度	项目	具体要求
生产能力 (与整车生产能力相匹配的)	切割、弯曲	管材等原材料切割、弯曲设备
	焊接	气体保护焊接设备，其中焊接机器人在所有焊接设备中占比超过 70%
	电泳工艺	焊接机器人复位精度小于 0.1mm
	工件传送	工件自动化传送带或吊挂输送系统
检测能力	满足例行检验和确认检验项目的检测能力	
质量控制能力	建立从关键件采购、生产过程控制至出厂检验的质量保证能力	

资料来源:《电动自行车安全技术规范》(GB17761—2024), 长江证券研究所

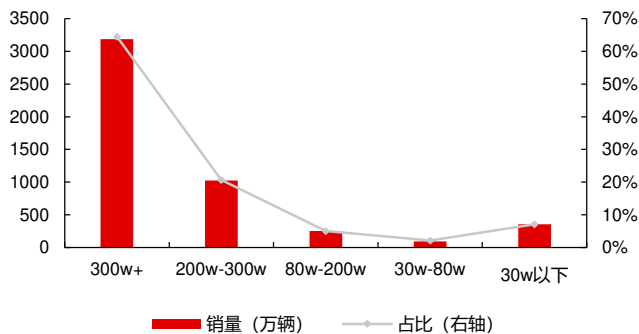
预计电动两轮车新国标政策落地后，行业格局将进一步集中。新增的产能一致性要求极为严格，依赖代工、生产能力不足的尾部品牌若无法达到要求，或面临被市场淘汰，加速行业洗牌，2024 年出货量低于 20 万辆的品牌占据市场份额 10%，预计本轮新国标落地有望释放超 10%行业份额。

图 17: 2024 年各品牌出货量规模



资料来源: 电动车观察员, 葫芦娃评车, 电动车观察网, 言轮实验室, 长江证券研究所

图 18: 出货量低于 80 万辆品牌占据市场份额 10%










资料来源: 电动车观察员, 葫芦娃评车, 电动车观察网, 言轮实验室, 长江证券研究所

品牌竞争：与新势力品牌错位竞争，主流市场占据主导地位

从品牌竞争的维度来看，爱玛与九号在产品价格带布局上形成清晰的错位竞争格局。其中，九号产品将核心竞争焦点集中在 4000-6000 元中高端价格区间，主打该价位段的性能配置与智能体验。而爱玛则结合自身品牌定位与市场需求，构建了覆盖更广消费层级的价格体系：电动自行车主力产品集中在 2000-3000 元价格带，电动摩托车核心产品线则聚焦 3000-4000 元价格区间。两者通过差异化的价格带选择，各自锁定目标客群，爱玛也凭借贴合大众消费能力的定价策略，构筑主流市场的用户基础与市场份额。

图 19: 九号不同价格带产品布局

价格带 (元)	产品图示										
2000-3000											
3000-4000											
4000-5000											
5000-6000											
6000-7000											
7000-8000											
8000-9000											

资料来源: 京东旗舰店, 长江证券研究所

表 3: 爱玛不同价格带产品布局 (单位: sku 个数, 数据截至时间: 2025 年 11 月)

	电摩	电轻摩	电自	合计	占比
1000-2000 元	0	0	9	9	4%
2000-3000 元	17	31	34	82	33%
3000-4000 元	90	15	16	121	49%
4000-5000 元	11	1	6	18	7%
5000-6000 元	10	0	1	11	4%
6000-7000 元	4	0	1	5	2%
合计	132	47	67	246	100%

资料来源: 京东旗舰店, 长江证券研究所

从产品性能对比来看, 在高端价格带产品上, 爱玛产品的性能与九号较为接近; 而在低价格带产品上, 爱玛凭借规模优势展现出明显优势, 其电动自行车产品元宇宙 Pro 在电池容量、充电效率、续航里程等核心性能配置上参数更优, 同时在部分智能与安全配置上也较为突出, 更能满足大众消费群体对高性价比、实用化性能的需求。

图 20: 爱玛和九号不同价格带产品性能对比

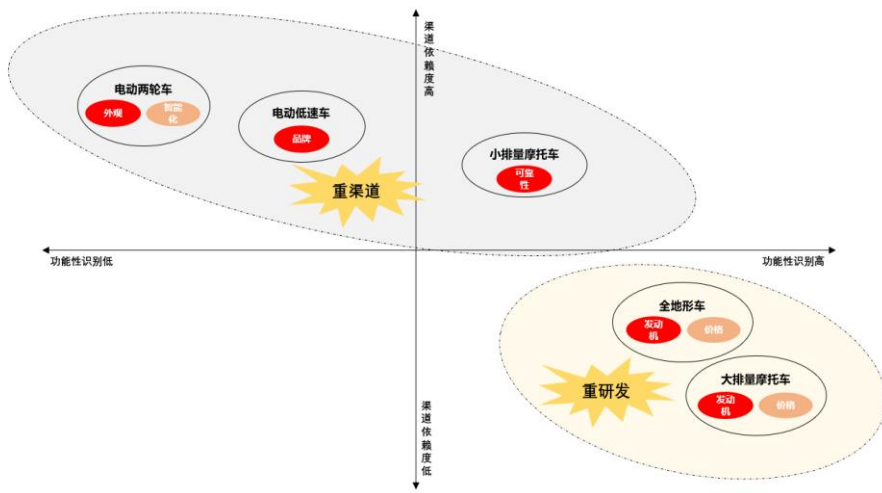
具体项目	九号电动N系N90C	爱玛A7Plus	具体项目	九号电动A系 A30C+	爱玛元宇宙Pro
基础信息			基础信息		
参考价(元)	4899	4999	参考价(元)	2699	2699
车型	电动摩托车	电动摩托车	车型	电动自行车	电动自行车
电池与续航			电池与续航		
电池类型	铅酸电池	铅酸电池	电池类型	铅酸电池	铅酸电池
电池电压(V)	72	72	蓄电池容量(Ah)	12	24
蓄电池容量(Ah)	32	38	电池电压(V)	48	48
续航里程(km)	150	100	续航里程(km)	35	50
支持电池扩展	不支持	支持	支持快充	不支持	支持
电机与性能			电机与性能		
额定功率(W)	1200	3000	支持电池扩展	无	支持
最高车速(km/h)	100	65	BMS电池管理系统	有	有
电机防水等级	IPX5	-	充电效率(W)	118	400
车身与配置			电机与性能		
整备质量(kg)	110	150	电机种类	九号定制无刷电机	-
减震方式	前后液压弹簧减震	前液力阻尼式/后弹簧阻尼式五段可调	整机额定功率(W)	400	400
制动方式	前碟后碟+能量回收制动系统(EABS)	前后碟刹	最高车速(km/h)	25	25
轮胎形式	防滑专利真空胎	半热熔胎	峰值扭矩(N·m)	50	-
智能与舒适配置			车身与配置		
无感启动	有	有	减震方式	前减震: 分段弹簧式 后减震: 油压阻尼减震	液压减震
整车OTA	有	有	制动方式	前后鼓刹+能量回收制动系统(EABS)	前后鼓刹
远程控车	有	有	ABS防抱死	无	无
USB充电口	有	有	智能与舒适配置		
定速巡航	有	有	无感启动	有	有
自动大灯	有	有	整车OTA	有	无
模式选择	有	有	远程控车	有	有
TCS牵引力控制系统	-	有	USB充电口	有	有
快速换挡系统	有	有	定速巡航	有	有
智能龙头锁	-	有	自动大灯	有	无
车辆定位	有	有	模式选择	有	有
电动座椅锁	有	有	TCS牵引力控制系统	-	有
驻车感应	有	有	快速换挡系统	-	有
乘坐感应	有	无	智能龙头锁	-	无
			车辆定位	有	有
			电动座椅锁	-	有
			驻车感应	有	无
			乘坐感应	有	无

资料来源: 鲁大师测评, 长江证券研究所

核心竞争力: 积淀深厚品牌价值, 持续优化渠道建设

从竞争壁垒的维度来看, 中国电动两轮车产业大概起步于九十年代中期, 由于行业本身技术壁垒不高(组装生意), 同质化严重且品牌数量众多, 消费者对品类认知模糊, 品牌声量和形象成为破局关键。新日通过签约具有国民级影响力的成龙代言, 并配以央视黄金时段广告和全国统一的终端形象, 快速建立了“行业领导者”的品牌高度与公众信任, 通过顶级明星代言+权威媒体背书+标准化形象, 抢占消费者心智; 爱玛 2009 年重金邀请当时极具潮流影响力的周杰伦代言, 精准吸引年轻消费群体, 实现了从知名度到市场占有率的直接转化, 通过现象级偶像代言+巨额集中投入, 实现品牌年轻化与市场引爆。

图 21：不同产品属性特征下消费者关注的侧重点存在差异



资料来源：长江证券研究所

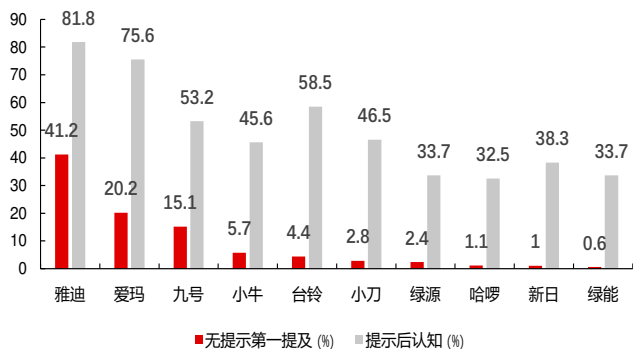
表 4：各品牌销量点时品牌策略复盘

品牌	时间	销量爆发点
新日	2006	签约成龙为形象代言人（寓意行业龙头）。战术落地层面配合一系列硬核打法——在北京人民大会堂隆重召开新闻发布会、随即在 CCTV-1 七点新闻联播后的天气预报播报“天津”时以硬广告，配文字版广告词：“有阳光的地方就有新日”、同一时间全国实体店统一切换为带有成龙肖像的门头店招牌。
爱玛	2009	2009 年爱玛豪掷 2 年 3000 万，邀请周杰伦成为品牌代言人，于是在当年爱玛爆卖 220 万辆，一举成为行业市场占有率第一。
雅迪	2017	模仿家电行业主动发起价格战，将全系车型降价 30%，并推出特价车型和低价换购活动，当年最终以 410 万辆的总销量超越 380 万辆的爱玛，首次登顶行业第一。
台铃	2017	“跑得更远的电动车”在 8000 万、1.2 亿万、2 亿……不断增长广告投入下，品牌成功定位，销量也开始倍增，并跻身行业三强。

资料来源：《两轮电动车行业发展之多维解析》曹进红（2024/08/19），电动车观察员，长江证券研究所

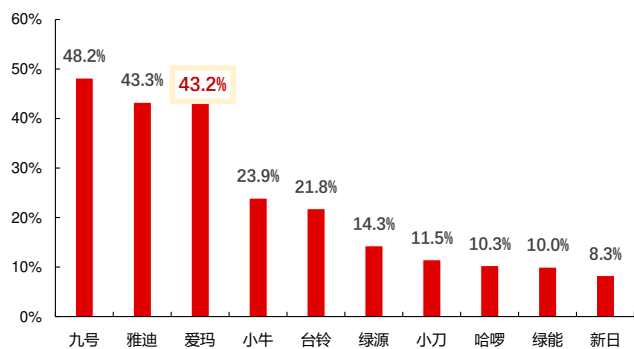
2009 年，爱玛高价邀请处于巅峰时期周杰伦担任代言人，推出“爱，就马上行动”广告语，品牌知名度迅速提升，当年，爱玛电动车年销量及市场占有率就跃升为市场第一。此后，爱玛与周杰伦进行了长达 16 年的合作，使得周杰伦与爱玛科技品牌形象高度绑定，其强大号召力帮助爱玛科技提升了品牌知名度和美誉度，特别是在年轻消费群体中建立了深刻的品牌认知。根据艾瑞咨询，在无提示第一提及的电动车品牌排名中，爱玛排名第二，仅次于雅迪。

图 22: 用户认知的电动车品牌



资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所 (注: 数据来源于 2025 年调研结果)

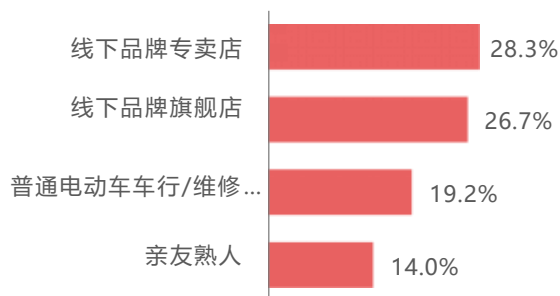
图 23: 用户认知的智能两轮电动车品牌



资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所 (注: 数据来源于 2025 年调研结果)

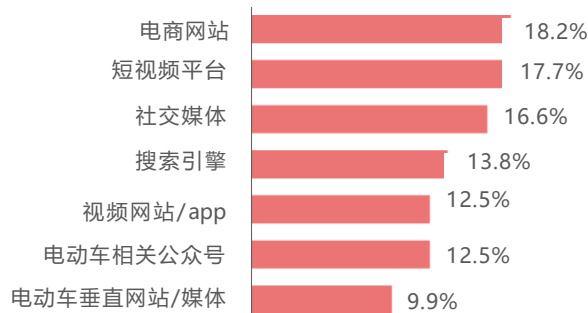
电动两轮车销售以线下为主, 渠道布局对于企业竞争力至关重要。相较于传统家电, 电动两轮车由于需要切身体验以完成消费决策, 并且所需产品装配、售后等服务较为频繁, 目前销售仍以线下为主。因此, 线下网点的铺设对两轮车企业打造长期竞争力尤为为重要。公司线下网点数量位居行业前列, 消费者触达优势显著。公司通过以经销为主, 直营为辅的模式拓展内销渠道, 经过多年经营沉淀, 截至 2024 年, 已在全国范围内已开设线下门店 3 万余家, 虽然与雅迪的 4 万家还存在一定差距, 但也已大幅领先新日、绿源、九号等二线厂商 (2024 年门店数量分别为 1.5/1.27/0.76 万家); 完善的终端触点为公司带来了更高的品牌曝光度及消费者触达。

图 24: 线下购买渠道分布



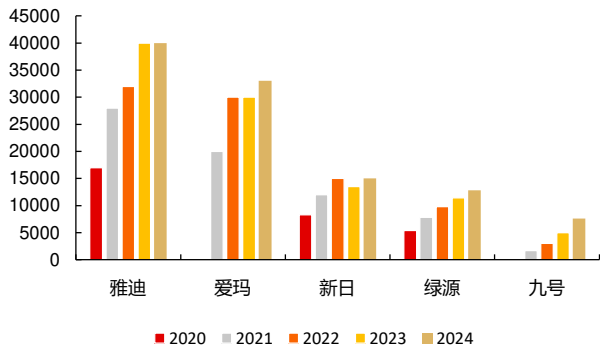
资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所

图 25: 线上购买渠道分布



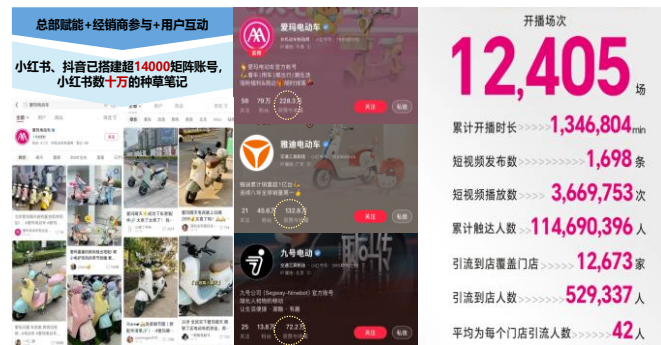
资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所

图 26：2024 年爱玛终端门店超 3 万家（单位：家）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 27：“直播+短视频”打造流量矩阵



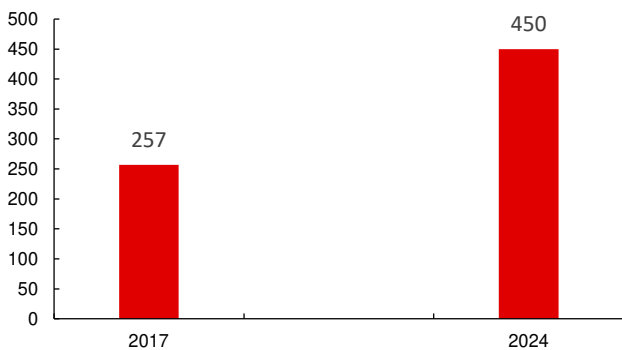
资料来源：剥椒 Spicy，小红书官网，爱玛公众号，长江证券研究所（注：直播数据来源于爱玛 2025 年双十一大促期间数据）

如何看待公司未来增长潜力？

电动三轮：盈利能力更强，有望带动公司盈利上提

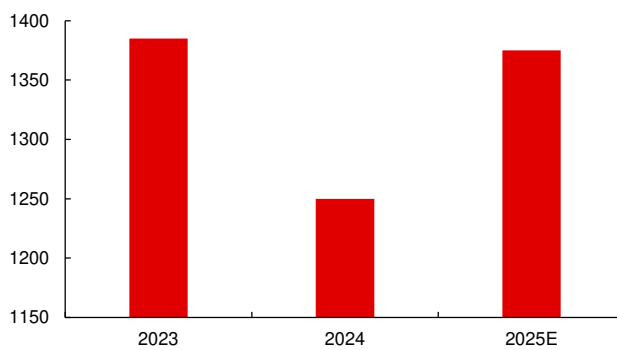
近年来我国电动三轮车市场迅速崛起，规模不断增长。2017-2024 年我国电动三轮车市场规模从 257 亿元增长至 450 亿元，截至 2024 年底，我国电动三轮车保有量已达约 7000 万辆。电动三轮车不仅填补了两轮应用市场的空白，更是老年群体和农村消费者的重要交通工具，预计 2025 年国内电动三轮车市场需求达 1375 万辆，行业增速达 10%。

图 28：2024 年电动三轮市场规模达 450 亿元（单位：亿元）



资料来源：观研天下，长江证券研究所

图 29：2025 年中国电动三轮车销量预计达 1375 万辆（单位：万辆）



资料来源：观研天下，长江证券研究所

当前三轮车行业正展现出显著的“场景泛化”趋势，需求持续扩张。三轮车凭借其合法路权和易操作性，成为老年人短途代步的可靠选择；同时技术升级驱动的家庭化、细分化市场开拓，例如，雅迪冠能 A50 以自动挡技术和亲和设计切入女性城市通勤场景，解决了传统货运车型的操控痛点。三轮车已超越单一工具属性，在政策支持与技术创新的双轮驱动下，持续向社交出行、商业经营、家庭生活等场景延伸。

图 30: 电动三轮车应用场景持续拓宽



资料来源: 三轮车品牌网 Tricycle Brand NW, 长江证券研究所

图 31: 老年人理想的出行工具



资料来源: 三轮车品牌网 Tricycle Brand NW, 长江证券研究所

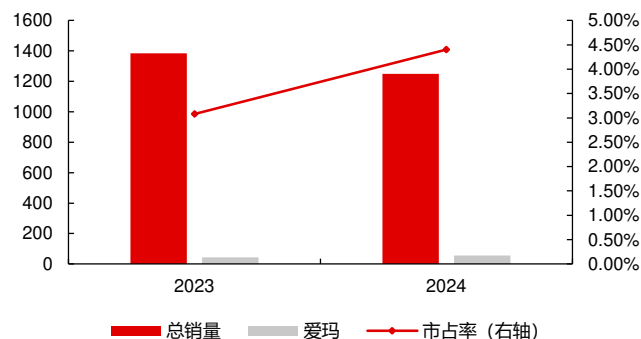
电动三轮车竞争格局松散, 爱玛长期份额提升空间较大。对比电动两轮车, 中国电动三轮车行业竞争格局较为松散, 现阶段市场上约有 270 家电动三轮车企业, 其中年产量 30 万辆以上的共 8 家, 年产量 10-30 万辆的约 10 家; 2024 年公司电动三轮车产量达 55.5 万辆, 虽处于第一梯队, 但根据测算, 其销量端市占率也仅为 4.40%。基于此, 我们认为在行业集中度较低, 且龙头缺失的电动三轮车赛道, 优质电动两轮车龙头企业长期份额提升空间值得期待。

图 32: 目前中国约有 8 家电动三轮车企业年产量在 30 万辆以上

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

资料来源: 电动新能源车微信公众号, 长江证券研究所

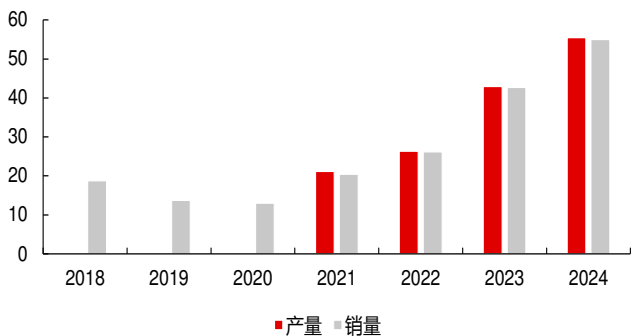
图 33: 2024 年爱玛电动三轮车销量端市占率仅为 4.40% (单位: 万辆、%)



资料来源: 公司公告, 电动新能源车微信公众号, 长江证券研究所

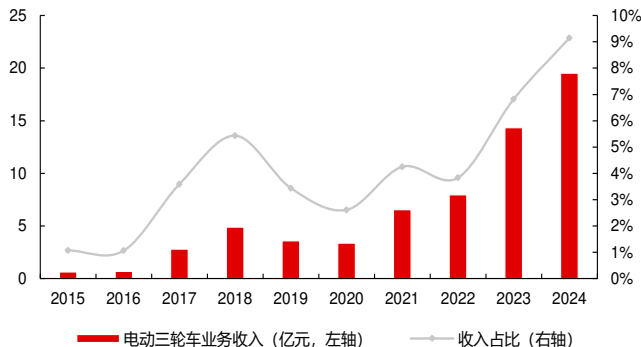
公司电动三轮车业务增速及毛利率高于整体, 未来或将带动公司盈利能力提升。近年来, 公司电动三轮车产品逐年放量, 带动 2015-2024 年公司电动三轮车业务收入端 CAGR 高达 46.34%, 远高于公司整体, 该业务营业收入占比从 1.07% 提升至近 10%。在此基础上, 得益于规模效应及产品结构优化, 2024 年公司电动三轮车业务毛利率已超过 22%, 优于电自业务/电摩业务/公司整体的 17.6%/17.2%/17.8%; 因此, 随着电动三轮车业务收入占比的进一步提升, 公司整体盈利能力有望迎来结构性优化。

图 34：2024 年公司电动三轮车销量达 55.0 万辆（单位：万辆）



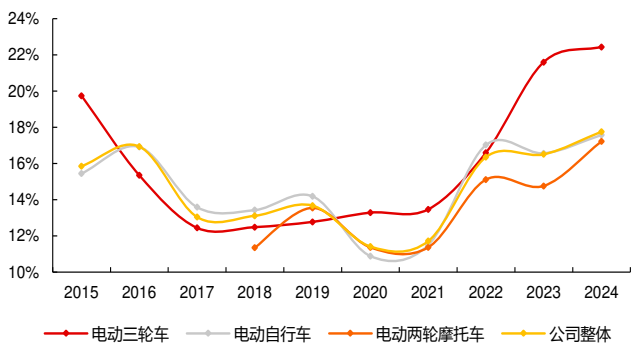
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：2024 年公司电动三轮车业务收入占比已提升至 9.14%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：2024 年公司电动三轮车业务毛利率为 22.44%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：爱玛电动三轮车图示

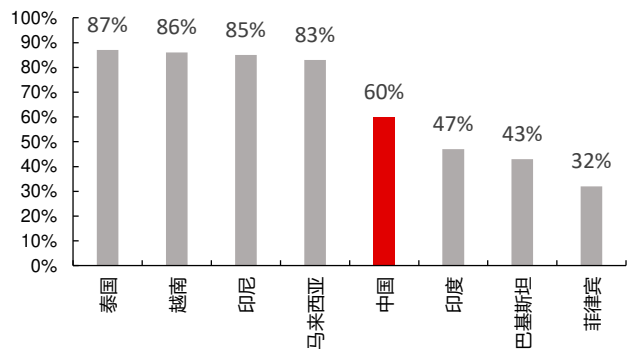


资料来源：爱玛京东旗舰店，长江证券研究所

品牌出海：东南亚政策驱动释放潜力，成长空间广阔

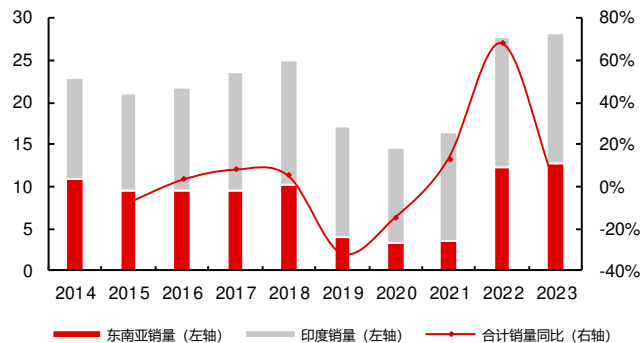
东南亚&印度市场来看，燃油摩托车现阶段仍是居民出行的主要方式之一，主要是受交通系统等基础设施、人均收入等经济水平制约，汽车普及率并不高。根据 Statista，2014-2023 年东南亚&印度市场摩托车合计销量中枢维持在 2000 万辆以上，仅 2019-2021 年需求有所承压；在此基础上，越南、泰国、马来西亚、菲律宾最新摩托车登记注册数量也分别高达 7206.1、2272、1686.8、847.3 万辆。

图 38：2023 年摩托车家庭拥有率



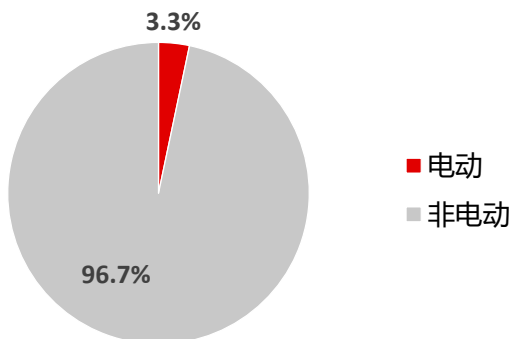
资料来源：Statista，7 点 5 度公众号，长江证券研究所

图 39：2023 年东南亚&印度摩托车销量达 2818 万辆（单位：百万辆）



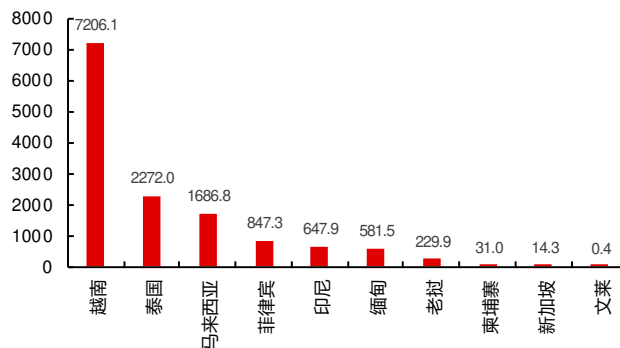
资料来源：Statista，长江证券研究所

图 40：2024 年非电动摩托车占比达 96.7%



资料来源：statista，长江证券研究所

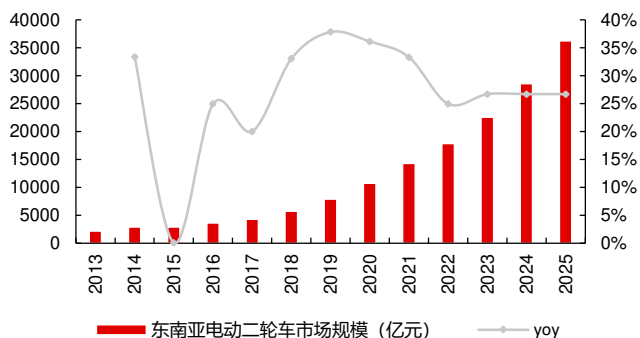
图 41：2020 年越南摩托车最新登记注册数量达 7206 万辆（单位：万辆）



资料来源：ASEAN，长江证券研究所

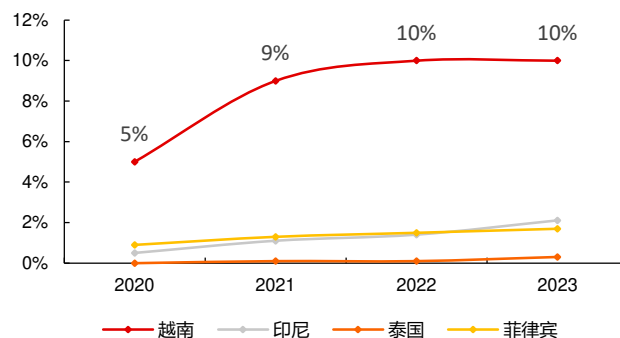
东南亚电动两轮车市场近年来保持高双位数增长，市场规模从 2013 年的 2141.1 亿元增长到 2023 年的 22564.4 亿元，年均复合增长率超过 20%。预计到 2025 年，市场规模将达到 36222.4 亿元。目前，东南亚地区的电动摩托车渗透率仍然较低。2023 年，越南的电动摩托车渗透率为 10.0%，印尼为 2.1%，泰国为 0.3%，菲律宾为 1.7%。东南亚地区的摩托车保有量较高，然而，电动摩托车的渗透率较低，这为电动两轮车市场提供了广阔的发展空间。随着各国政府继续推动“油改电”政策，电动两轮车市场有望迎来迅速扩容。

图 42：东南亚电动二轮车市场规模（亿元）



资料来源：灼识咨询，7 点 5 度公众号，长江证券研究所

图 43：东南亚主要国家电动摩托车渗透率

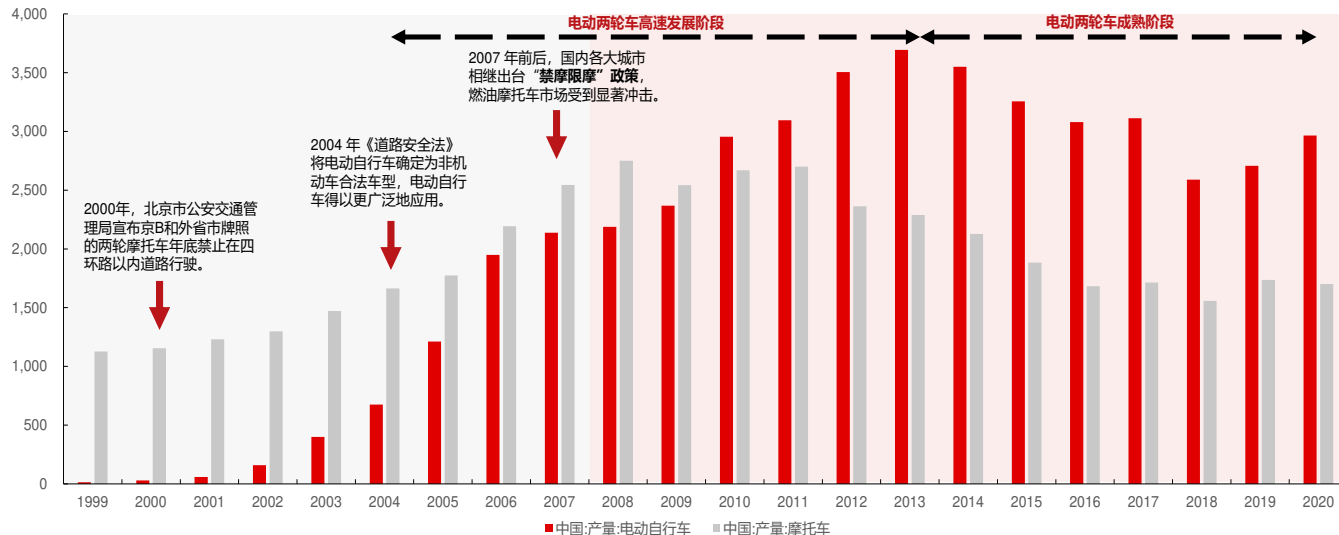


资料来源：CG Consulting，长江证券研究所

中国摩托车向电动两轮车的切换周期，其演进过程可划分为三个阶段。第一阶段（2000 年代初至 2013 年）为政策驱动的替代起步期，随着各大城市因交通管理与治安问题相继出台“禁摩令”，摩托车的使用受到严格限制，与此同时，2004 年《道路交通安全法》明确电动自行车的合法非机动车地位，使其凭借低廉的使用成本和无需驾照的便捷性，迅速填补了摩托车退出后的短途出行空白，完成了初期市场普及。第二阶段（2014 年至 2019 年）是高速发展期，以 2019 年正式实施的《电动自行车安全技术规范》（新国标）为核心事件，政策不仅提高了生产准入门槛，加速了中小厂商的出清。第三阶段（2020

年至今) 则进入存量优化成熟期, 国内市场呈现出“量稳质升”的特征, 新国标换购潮逐步释放, 头部企业如雅迪、爱玛通过渠道下沉和产品创新巩固优势。

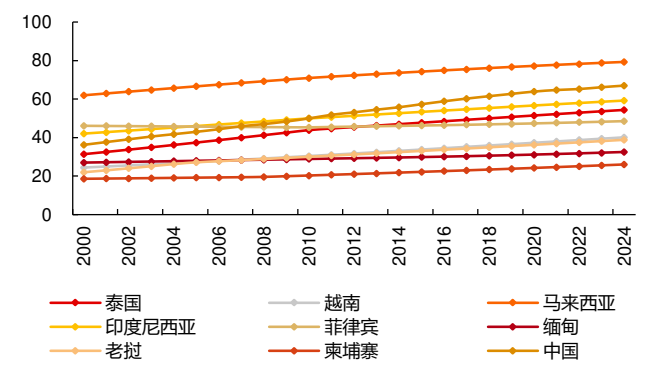
图 44: 当前中国电动两轮车行业已进入成熟阶段 (单位: 万辆)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

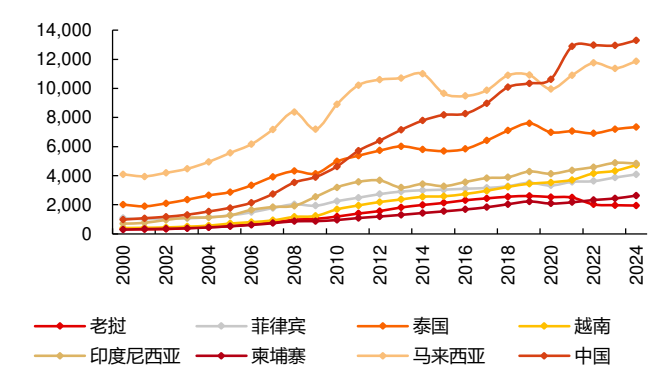
类比中国行业变革, 两轮车油换电空间广阔。东南亚地区目前所处的宏观环境与中国2010年间电动两轮车发展所处的外围环境相似度较高, 具体表现为: “禁摩令”陆续颁布, 城镇化率快速提升, 人均收入不高相对于价格高昂的电动汽车, 电动两轮车更符合居民购买力水平。两轮电动车替换燃油车空间可期。2010年中国铺装公路占总公路比例为54%, 2023年菲律宾、越南、马来西亚和泰国铺装公路占比已超越中国2010年水平, 具备“禁摩”基本条件。

图 45: 东南亚主要国家城镇化率 (单位: %)



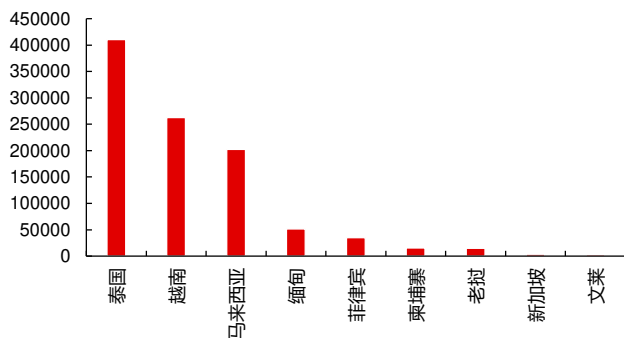
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 46: 东南亚主要国家人均 GDP (单位: 美元)



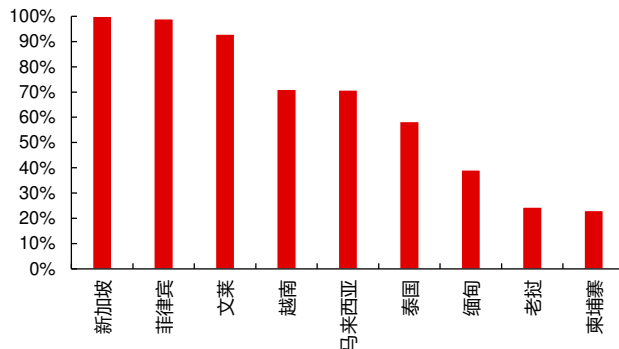
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 47：2023 年东南亚各地区铺装公路长度（公里）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 48：2023 年东南亚各地区铺装公路长度占总公路比例



资料来源：Wind，长江证券研究所

各国推广电动摩托车鼓励政策陆续出台。在国家力促电动化转型的大趋势下，东南亚政府相继出台类似“禁摩令”的强制性政策或补贴性油改电等普及电动摩托车的政策，东南亚摩托车市场有望迎来转型。2025 年越南出台明确的禁摩规划，计划从 2030 年开始燃油摩托车不得进入城市主干道；印度、泰国、印尼等国已也陆续出台不同形式的“油换电”政策，鼓励消费者将燃油摩托车置换为电动两轮车，其余国家则侧重于通过对供给端或需求端的补贴推动电动两轮车行业的发展。

表 5：东南亚&印度各国摩托车相关政策梳理

地区	政策详情
越南	从 2026 年 7 月 1 日开始，燃油摩托车不得进入首都河内市中心； 从 2028 年开始，燃油摩托车不得进入河内市二环； 从 2030 年开始，燃油摩托车不得进入城市主干道，只能外围使用。
印度	自 2025 年 3 月 31 日起，在印度销售的 150CC 以下的两轮车将全部为电动车。 发布 2024 年《电动交通促进计划》，对电动两轮车每千瓦时电池容量补贴 5000 卢比，上限为车辆出厂价格的 15%，每台车最高补贴 10000 卢比。
泰国	2024 年 1 月起，个人消费者在 2024-2027 年期间购买符合条件的电动两轮车，每辆将获得 0.5-1 万泰铢的补贴。 2024 年 1 月起，售价不超过 700 万泰铢的进口电动车（包括两轮车），消费税从 8% 降至 2%；享受该项优惠的外国电动车制造商，2026 年要在泰国生产其出口至泰国至少 2 倍数量的电动车，2027 年需在泰国生产 3 倍数量的电动车。
印度尼西亚	计划到 2030 年电动摩托车保有量达到 1300 万辆（包含改装车辆），并到 2050 年只允许销售电动摩托车。 印尼政府 2023 年计划拨款 1.7 万亿印尼盾，为 25 万辆电动摩托车提供补贴，其中包括 20 万辆新电动摩托车和 5 万辆改装电动摩托车。
菲律宾	至 2028 年，电动两轮车将享受零关税优惠。

资料来源：奥维云网，全球汽贸网，长江证券研究所

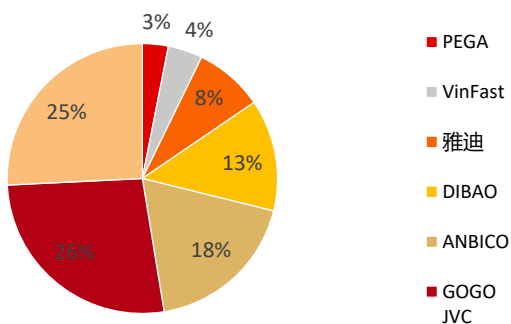
东南亚两轮车市场呈现多强竞争格局，日本品牌凭借深厚技术积累与品牌优势，在传统燃油摩托车市场占据主导地位，其中本田、雅马哈在越南、泰国、菲律宾等国市占率领先。中国品牌以高性价比与持续创新为切入点，在电动两轮车市场异军突起，雅迪、爱玛等企业通过优化产品性能与智能配置，逐步扩大市场份额，雅迪在印尼、越南市场表现亮眼。东南亚本土品牌如印尼 Gesits、越南 VinFast 等依托本地资源与政策支持，聚焦电动化转型，占据一定市场份额。

图 49：东南亚两轮车市场主要玩家



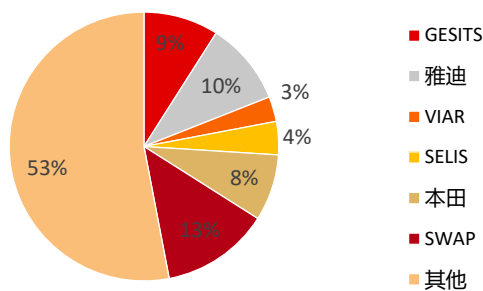
资料来源：7点5度公众号，长江证券研究所

图 50：2022 年越南电动摩托车市场竞争格局



资料来源：CG Consulting，长江证券研究所

图 51：2022 年印尼电动摩托车市场竞争格局



资料来源：CG Consulting，长江证券研究所

如何看待公司资产质量和股东回报？

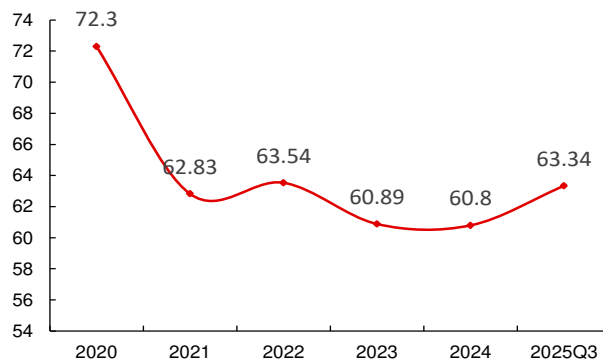
现金充裕，营运效率较高。截至 2025Q3 公司现金类资产总计 157 亿（包括货币资金 26 亿、交易性金融资产 53 亿，一年内到期的非流动资产都是定期存款 46 亿，其他非流动资产中的三年定期存单 32 亿），占总资产的 57.2%。2025Q3 公司资产负债率 63.34%，负债率较高，但大部分是应付款，属于企业占用上游资金。公司有息负债较低，有息负债率 6.87%，整体资产结构稳健。应付账款周转天数 69.31 天，同比+3.32 天，占上游资金能力有所提升。2025Q3 存货周转天数 12.54 天，存货周转速度保持稳定，处于行业领先水平。

图 52: 现金资产占比较高 (单位: 亿元)

资产结构 (截至2025Q3, 单位: 亿元)	
货币资金	26.11
交易性金融资产	53.23
一年内到期的非流动资产	46.04
三年期定期存单	31.82

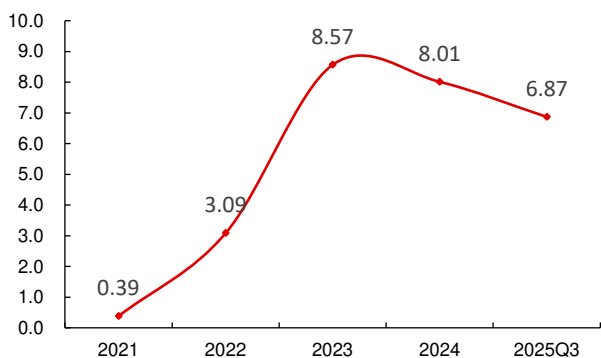
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (注: 数据时间为: 2025Q3)

图 53: 截至 2025Q3 公司资产负债率 63.34%



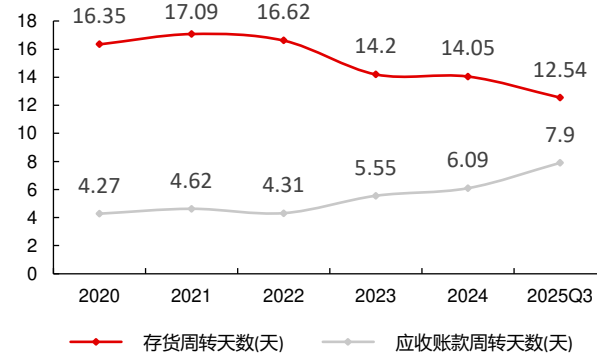
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 54: 截至 2025Q3 公司有息负债率 6.87% (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

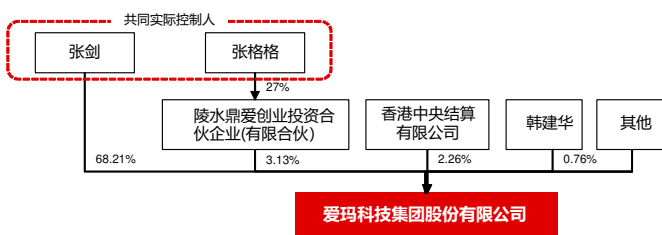
图 55: 存货周转速度较快 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

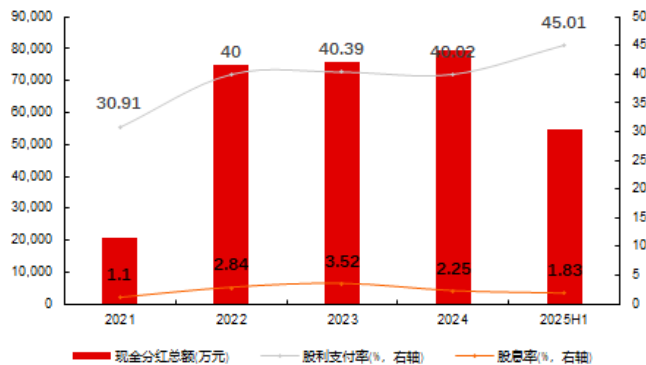
公司股权结构集中稳定, 股息支付率较以往有所提升。截至 2026 年 01 月 11 日, 公司控股股东、实际控制人张剑先生持股 68.8%, 实际控制人张格格女士 (张剑先生之女) 持股 3.13%, 实控人合计持股超 70%, 股权结构较为集中。此外, 核心高管团队通过盐城鼎爱持有公司股份, 与公司利益深度绑定。2025 年上半年, 公司股息支付率达 45%。较以往有较大提升, 未来公司股息支付率有望进一步提升。

图 56: 公司股权结构图 (截至 2026/01/11)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 57: 2025 年股息支付率较以往有较大提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

公司分别在 2021 年、2023 年、2024 年和 2025 年发布股份激励计划，将股东利益、公司利益与核心团队利益结合，推动公司长远发展。2025 年 5 月 23 日，公司发布股权激励计划，拟向激励对象授予的限制性股票数量为 1417.55 万股，占公司股本总额的 1.65%。激励对象包括公司董事、高级管理人员、中高层管理人员及核心技术（业务）人员，共计 421 人，约占公司全部职工人数的 4.61%。公司层面考核目标为以 2024 年营业收入（或净利润）为基数，2024/2025/2026 年营业收入（或净利润）增长率分别不低于 15%/32.25%/52.09%，对应年均复合增速为 15%，彰显公司管理层对未来发展信心。

表 6：爱玛科技多次发布股权激励计划

	授予的激励对象限制性股票数量（万股）	占公司股本总额的比例	授予的激励对象总人数（人）
2021	706	1.75%	112
2023	481	0.84%	328
2024	1370	1.59%	204
2025	1418	1.65%	421

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 7：公司 2025 年股权激励计划激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职务	拟获授股票数量（万股）	占激励计划比例	占股本总额比例
罗庆一	副总经理	30	2.12%	0.03%
高辉	董事、副总经理	30	2.12%	0.03%
李玉宝	副总经理	30	2.12%	0.03%
郑慧	副总经理、财务总监	22	1.57%	0.03%
王春彦	董事、副总经理、董事会秘书	9	0.66%	0.01%
彭伟	董事	4	0.30%	0.01%
中高层管理人员、核心技术（业务）人员（共 415 人）		1,184	83.50%	1.37%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 8：公司 2025 年股权激励计划股权激励公司层面业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2024 年营业收入（或净利润）为基数，2025 年度营业收入（或净利润）增长率不低于 15%。
第二个解除限售期	以 2024 年营业收入（或净利润）为基数，2025 年度营业收入（或净利润）增长率不低于 32.25%。
第三个解除限售期	以 2024 年营业收入（或净利润）为基数，2026 年度营业收入（或净利润）增长率不低于 52.09%。

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资建议：主业基本盘稳固，增长新动能与股东回报共塑价值

公司主业基本盘稳固，行业地位持续强化。公司主业所处行业已进入以存量替换需求为主导的成熟发展阶段，行业竞争呈现明显的头部集中趋势，新版国标进一步提升技术、生产与合规门槛，有望加速市场份额向头部企业集中。在此背景下，爱玛凭借其在大众主流价格带的精准定位、深厚的品牌认知以及覆盖广泛的线下渠道网络，构筑护城河，龙头地位有望进一步巩固。公司在稳固主业的同时，积极培育电动三轮车与海外市场两大增长曲线。国内电动三轮车市场格局相对分散且增长较快，公司凭借既有优势有望提升份额，该业务更高的增速与毛利率水平将对整体盈利形成结构性优化。海外方面，东南亚市场电动两轮车渗透率低，在政策推动与“油改电”趋势下发展空间广阔，为公司提供了重要的潜在增长极。同时，公司财务结构健康，注重股东回报。公司资产质量较高，现金充裕，有息负债率低，股权结构集中稳定。公司近年来显著提升现金分红力度，2025年上半年股息支付率达45%，并有望延续积极的分红政策。**基于此，我们判断公司发展前景可期，预计公司2025-2027年归母净利润分别为22.94、25.68和29.21亿元，对应PE分别为11.44、10.22和8.99倍，给予“买入”评级。**

风险提示

- 1、原材料价格波动风险。**公司产品主要使用钢、铝、铜等金属原材料，以及塑料等大宗原材料，若原材料价格出现持续大幅上涨，则可能造成公司毛利率回落的风险。
- 2、海外渠道开拓不及预期。**公司海外业务销售场景均偏向线下，渠道开拓对于业务增长的助力较为重要，渠道开拓不及预期或影响公司营收增速表现。
- 3、新品研发节奏不及预期。**新国标修订版即将落地，对产品外观、性能等做出不同要求，若公司新品研发节奏未能跟上，将对收入增速以及市场份额等造成一定的影响。
- 4、贸易保护主义带来的市场风险。**公司已开始全球化布局，并建设海外产能，如部分国家和地区通过提高关税、强制认证等手段保护自身经济利益，将导致企业运营成本增加，可能会影响到公司出口业务的竞争力及盈利能力。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。由于市场环境变化相对较快，比如原材料价格等因素可能存在变化，从而有可能带来对公司毛利率等指标的波动，进而带来整体盈利预测跟最终实际情况存在差异的可能。

表 9：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	216.06	253.08	278.11	312.38	216.06	251.18	273.88	305.56
yoy	2.7%	17.1%	9.9%	12.3%	2.7%	16.3%	9.0%	11.6%
毛利率	17.8%	17.8%	18.0%	18.2%	17.8%	17.8%	17.8%	17.9%
归母净利润	19.88	22.94	25.68	29.21	19.88	22.80	24.95	27.83
yoy	5.7%	15.4%	11.9%	13.8%	5.7%	14.7%	9.4%	11.6%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21606	25308	27811	31238	货币资金	2914	3177	5292	9376
营业成本	17756	20801	22813	25558	交易性金融资产	3670	3670	3670	3670
毛利	3851	4507	4998	5680	应收账款	373	403	423	476
%营业收入	18%	18%	18%	18%	存货	811	665	725	812
营业税金及附加	110	124	133	150	预付账款	30	37	39	41
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他流动资产	2435	4880	4893	4907
销售费用	778	911	1001	1093	流动资产合计	10233	12833	15041	19282
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	164	164	164	164
管理费用	554	633	681	750	投资性房地产	206	206	206	206
%营业收入	3%	3%	2%	2%	固定资产合计	3674	3728	3750	3333
研发费用	659	759	834	937	无形资产	1119	1242	1364	1364
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	14	14	14	14
财务费用	-275	-370	-380	-380	递延所得税资产	258	360	360	360
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	7651	7126	7926	7926
加: 资产减值损失	-40	0	0	0	资产总计	23319	25672	28825	32649
信用减值损失	3	-5	-5	0	短期贷款	74	74	74	74
公允价值变动收益	28	0	0	0	应付款项	3193	2889	3168	3550
投资收益	22	13	14	16	预收账款	21	253	306	344
营业利润	2310	2698	3015	3458	应付职工薪酬	233	166	183	204
%营业收入	11%	11%	11%	11%	应交税费	129	152	167	187
营业外收支	23	20	25	0	其他流动负债	8282	8733	9550	10668
利润总额	2333	2718	3040	3458	流动负债合计	11933	12268	13448	15028
%营业收入	11%	11%	11%	11%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	320	408	456	519	应付债券	1747	1747	1747	1747
净利润	2013	2310	2584	2939	递延所得税负债	21	15	15	15
归属于母公司所有者的净利润	1988	2294	2568	2921	其他非流动负债	478	563	563	563
少数股东损益	25	16	16	18	负债合计	14179	14593	15773	17353
EPS (元)	2.37	2.64	2.95	3.36	归属于母公司所有者权益	9030	10953	12910	15137
					少数股东权益	110	126	142	159
现金流量表 (百万元)					股东权益	9140	11079	13052	15296
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	23319	25672	28825	32649
经营活动现金流净额	3166	3040	4087	4763					
取得投资收益收回现金	213	13	14	16	基本指标				
长期股权投资	-37	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-3383	-1542	-1375	0	每股收益	2.37	2.64	2.95	3.36
其他	-3577	-946	0	0	每股经营现金流	3.67	3.50	4.70	5.48
投资活动现金流净额	-6783	-2476	-1361	16	市盈率	17.31	11.44	10.22	8.99
债券融资	102	0	0	0	市净率	3.91	2.40	2.03	1.73
股权融资	214	177	0	0	EV/EBITDA	13.86	8.99	7.32	5.36
银行贷款增加(减少)	74	0	0	0	总资产收益率	8.5%	8.9%	8.9%	8.9%
筹资成本	-766	-546	-611	-695	净资产收益率	22.0%	20.9%	19.9%	19.3%
其他	-231	67	0	0	净利率	9.2%	9.1%	9.2%	9.4%
筹资活动现金流净额	-607	-302	-611	-695	资产负债率	60.8%	56.8%	54.7%	53.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-4225	263	2115	4084	总资产周转率	1.00	1.03	1.02	1.02

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

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

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

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

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

办公地址

上海

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

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

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

分析师声明

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

法律主体声明

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

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

其他声明

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

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

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

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

本公司保留一切权利。