

电动两轮车领先者，成长路径清晰可期

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 25 年电动自行车行业新国标实施+以旧换新政策助推销量增长，预计 25 年行业销量达 5748.3 万辆，同比+16.8%。此外，政策端利好产业集中度提升，公司作为头部厂商有望充分受益。2) 公司布局高利润率休闲三轮产品并实现对东、中、西部市场全覆盖。当前该产品在目标人群渗透率仅为 4.3%，后续有较大增长潜力。3) 印尼、越南作为传统油摩市场存在“油转电”趋势，爱玛设立印尼、越南海外工厂，有望把握海外机遇，助力公司长期业绩增长。
- **公司系两轮车领军企业，25 年有望受益于行业机遇实现增长。**25 年新国标实施+以旧换新政策将带来换购热潮，利好行业销量增长，预计 25 年行业销量达 5748.3 万辆，同比+16.8%。此外，新国标+白名单的实施将推动行业产能出清，推动行业向高质量、高集中度发展。23 年爱玛两轮车市占率 18.7%，位于行业第二，基于公司市占率、产品力、客群聚焦等优势，叠加 25 年的行业大机遇，预计公司 25 年电自销量达 1149.7 万辆，同比+40.7%。
- **公司布局休闲三轮车领域，高利润率产品放量打造第二增长曲线。**公司电三轮产品属高利润率产品，23 年毛利率达 21.6%，同比+5.0pp。根据测算，当前休闲三轮在农村目标人群的渗透率为 17.1%，后续仍有较大发展空间。公司积极扩充丰县、兰州的休闲三轮产能，当前丰县、河南、兰州的产能布局全面覆盖东、中、西部市场，后续放量利好公司利润增长。
- **公司布局海外市场，着力打开新成长空间。**印尼、越南属摩托车大国，且主要以油摩为主。近年来政策端开始鼓励电摩替换，“油转电”趋势迎来政策支持，且海外电摩行业格局尚未固定，具有突出性价比的中国电动两轮车产品在海外迎来成长可能性。公司前瞻性布局海外市场，截至 2023 年底爱玛布局全球 50 多个国家，并在印尼、越南设立海外工厂以确保把握“油转电”带来的机遇。此外，爱玛针对欧美市场开辟了 EBIKE 赛道，并通过与设计商、供应商、渠道商全方面合作来打造产品竞争力，未来有望兑现业绩。
- **盈利预测与投资建议：**公司系电动两轮车行业领军者，积极扩张国内产能，在 2025 年新国标实施+以旧换新政策背景下有望有所受益。此外，公司电三轮产能有望放量，同时海外市场正在调教，公司后续增长动能较足。我们预计 24-26 年归母净利润复合增长率为 15.2%。给予公司 25 年 18 倍 PE，目标价为 50.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策推行不及预期风险，以旧换新补贴力度不及预期风险，原材料变化风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	210.36	212.12	282.62	311.99
增长率	1.12%	0.84%	33.23%	10.39%
归属母公司净利润（亿元）	18.81	19.97	24.28	28.73
增长率	0.41%	6.14%	21.59%	18.36%
每股收益 EPS（元）	2.18	2.32	2.82	3.33
净资产收益率 ROE	24.37%	22.26%	22.08%	21.47%
PE	19	18	15	12
PB	4.63	4.02	3.27	2.68

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zlsns@swsc.com.cn
联系人：郭瑞晴
电话：13379781776
邮箱：grq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.62
流通 A 股(亿股)	8.43
52 周内股价区间(元)	24.99-44.64
总市值(亿元)	357.35
总资产(亿元)	239.00
每股净资产(元)	9.62

相关研究

目 录

1 公司概况：电动两轮车领军企业，经营业绩稳健增长.....	1
2 行业分析：政策推动行业发展，行业竞争格局趋于明晰.....	3
2.1 解决短途交通利器，需求将长期存在	3
2.2 行业趋于高质量发展，新国标/以旧换新成重要刺激.....	6
2.3 行业集中度有所提高，头部品牌占较大份额	12
2.4 海外摩托车大国初具“油转电”趋势，越南/印尼成重要市场.....	15
3 公司分析：25 年内需迎来行业机遇，积极探索新成长路径	20
3.1 公司系电动两轮车领先者，行业出清利好收入/利润增长	20
3.2 公司发力电动三轮业务，有望成为第二增长曲线.....	26
3.3 开始布局海外市场，着力打开新成长空间	32
4 财务分析	34
5 盈利预测与估值.....	37
5.1 盈利预测.....	37
5.2 相对估值.....	38
6 风险提示	38

图 目 录

图 1: 爱玛科技发展历程.....	1
图 2: 公司历年营业收入及增速.....	2
图 3: 公司历年归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司股权结构.....	2
图 5: 2012 年以来电动两轮车保有量.....	4
图 6: 2022 年中国电动两轮车行业结构.....	4
图 7: 使用方便是选择电动自行车的重要原因.....	4
图 8: 通勤是电动自行车解决的主要问题.....	4
图 9: 电动自行车出行特征.....	5
图 10: 2024 年电动车保有量前十城市.....	5
图 11: 2023 年广州出行方式日均客运量.....	5
图 12: 2012 年以来电动两轮车销量.....	6
图 13: 2000 年以来电动自行车产量.....	6
图 14: 2005 年电动自行车产量占比快速提升.....	7
图 15: 2014-2018 年是地铁扩张高峰期.....	8
图 16: 2015 年以来共享经济交通出行融资额.....	8
图 17: 行业集中度在 19 新国标后明显提升.....	8
图 18: 2019 年锂电两轮车产量快速提升.....	8
图 19: 2018 年以来公共汽车客运量.....	9
图 20: 2018 年以来轨道交通客运量.....	9
图 21: 新国标实施有效刺激电动两轮车报废更新.....	10
图 22: 爱玛蛋蛋车型.....	13
图 23: 九号电动 Kz110.....	13
图 24: top5 占据行业主要份额.....	14
图 25: 行业重点玩家市占率情况.....	14
图 26: 第一、二批符合《电动自行车行业规范条件》品牌名单.....	14
图 27: 《电动自行车行业规范》针对企业工艺装备要求.....	14
图 28: 电动摩托车及脚踏车出口量.....	15
图 29: 电动摩托车及脚踏车出口金额.....	15
图 30: 电动摩托车及脚踏车出口单价.....	16
图 31: 电动摩托车及脚踏车面向印尼/越南出口量 (万辆).....	16
图 32: 印尼摩托车注册量.....	16
图 33: 印尼摩托车仍以燃油为主.....	16
图 34: 2020 年以来印尼电摩销量情况.....	17
图 35: 印尼电摩渗透率快速提升.....	17
图 36: 印尼公路密度低于全球水平.....	17
图 37: 印尼道路条件有限.....	17
图 38: 印尼燃油摩托车市场竞争格局.....	18
图 39: 印尼电动摩托车市场竞争格局.....	18

图 40: 2023 年越南人均 GDP/人均月收入 (万越南盾)	18
图 41: 越南的车价过高 (亿越南盾)	18
图 42: 2024 年越南摩托车交付量达 265 万辆	19
图 43: 越南电动摩托车渗透率	19
图 44: 2022 年越南电动摩托车市场竞争格局	19
图 45: 中国女性劳动参与率达 63.7%	22
图 46: 开设女性主题馆	22
图 47: 露娜 2024 车型色泽丰富、明亮	22
图 48: 公司主营业务收入情况	24
图 49: 电动自行车收入相对稳定	24
图 50: 电动自行车是毛利的主要来源	24
图 51: 电动自行车毛利率有所增长	24
图 52: 公司电动两轮车销量 (电自/电摩)	25
图 53: 公司市占率稳中有升	25
图 54: 各品牌电动两轮车单价情况 (元)	25
图 55: 爱玛电动两轮车单车毛利润情况 (元/辆)	25
图 56: 绿保电动三轮侧翻桶清运车	27
图 57: 快递电动三轮车	27
图 58: 2023 年电动三轮车行业竞争格局	27
图 59: 2023 年电动三轮车行业集中度较低	27
图 60: 2007-2022 年电动三轮车需求情况 (万辆)	28
图 61: 2016-2023 年休闲电动三轮车需求量及价格	28
图 62: 电动三轮车厂商成本拆分 (元)	29
图 63: 23 年公司电动三轮车毛利率高于电摩/电自	29
图 64: 公司电动三轮收入及增速情况	29
图 65: 公司电动三轮业务毛利率持续向上	29
图 66: 公司电动三轮车单车毛利润达 726 元/辆	30
图 67: 公司电动三轮业务毛利占比显著提升	30
图 68: 爱玛 Q70 系列产品	30
图 69: 爱玛乐享 CA500 系列产品	30
图 70: 爱玛乐淘 CA500 产品性能 (60v20a)	31
图 71: 爱玛电动三轮车布局覆盖东、中、西部	32
图 72: 2018 年以来公司海外收入情况	33
图 73: 2018 年以来公司海外毛利率情况	33
图 74: 爱玛印尼工厂启动仪式	33
图 75: 爱玛印尼工厂生产线	33
图 76: 爱玛参与 CES2025	34
图 77: 爱玛&Rizoma 推出 VENICE 概念车	34
图 78: 公司与可比公司毛利率情况	34
图 79: 公司与可比公司净利率情况	34
图 80: 公司与可比公司销售费用率情况	35
图 81: 公司与可比公司管理费用率情况	35

图 82: 公司与可比公司总资产报酬率 ROA (%)	35
图 83: 公司与可比公司净资产收益率 ROE (平均) (%)	35
图 84: 2016 年以来可比公司资产负债率情况	36
图 85: 2016 年以来可比公司流动比率情况	36
图 86: 公司与可比公司总资产周转率情况	36
图 87: 公司与可比公司存货周转率情况	36
图 88: 公司与可比公司货币资金情况 (亿元)	36
图 89: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	36

表 目 录

表 1: 电动两轮车定义范围	3
表 2: 部分城市禁摩令梳理	6
表 3: 三版国标重点信息梳理	9
表 4: 2025 年各地电动自行车以旧换新补贴力度加强	11
表 5: 电动两轮车行业销量预测	11
表 6: 以旧换新量有望达到 769.5 万辆	12
表 7: 2023 年国内主流电动两轮车企业相关情况梳理	13
表 8: 不符合生产资质的企业销量约 464 万辆	15
表 9: 2025 年越南+印尼电摩空间有望达 157.5 万辆	20
表 10: 爱玛科技两轮车产品矩阵	21
表 11: 公司两轮车产能情况	21
表 12: 爱玛线上两轮车产品矩阵	23
表 13: 各品牌毛利率情况	26
表 14: 电动三轮车定义	26
表 15: 休闲电动三轮车农村地区潜在需求规模测算	31
表 16: 分业务收入及毛利率	37
表 17: 可比公司估值	38
附表: 财务预测与估值	39

1 公司概况：电动两轮车领军企业，经营业绩稳健增长

深耕行业多年，开启数智化时代。公司成立于 1999 年，2004 年进军电动自行车行业，是中国最早的电动两轮车制造企业之一。在 20 余年的发展中，公司以用户为中心，持续推动变革和转型，经历了从贸易向制造（1999-2004 年）、自行车向电动车（2004-2019 年）、电动两轮车研发制造向数智化科技公司（2019 年-至今）三次转型阶段。2015 年公司开始出口国际市场，正式迈向国际化发展阶段；2019 年公司全球累计销量突破 4100 万辆，树立数智化发展目标，并将战略核心转向全面智能化、数字化；2020 年，公司成立爱玛研究院、工程研究院和智能化研究中心，发展整车智能化、零部件智能化，与中科院、上海交大成立两大博士后流动站，全面加速智能化应用；2021 年 6 月，公司在上海证券交易所 A 股主板上市。现阶段，公司已形成以天津、江苏为核心基地的（天津、江苏、浙江、广东、广西、河南、重庆、丽水、贵港）9 大制造基地，始终坚持“用户至上、卓越产品、精耕市场、精细运营”的战略主轴，致力于成为提供绿色便捷出行解决方案的平台型科技公司。

图 1：爱玛科技发展历程

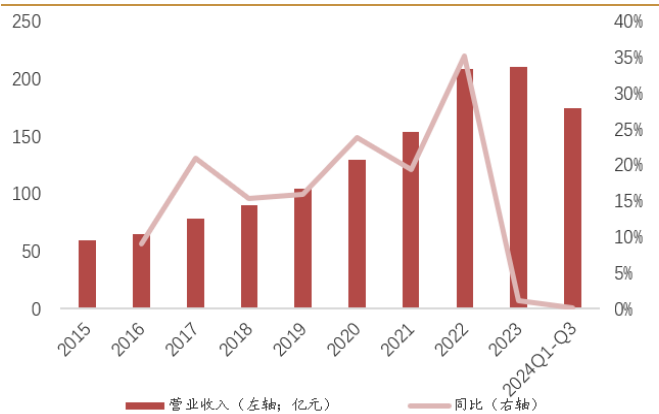


数据来源：公司官网，公司年报，西南证券整理

立足电动两轮车，完善产品体系。公司主营业务为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车等的研发、制造及销售。经过多年的发展，公司不断提升核心竞争能力，成为电动两轮车行业龙头企业之一。2019 年 4 月 15 日电动自行车《新国标》实施前，公司的电动自行车产品分为简易款和豪华款。《新国标》正式实施后，依据相关的法律法规，电动两轮车分为三个细分品类，即电动自行车、电动轻便摩托车和电动摩托车，公司随即停止生产豪华款电动自行车，转而加大电动摩托车的投入，大部分的电动摩托车均由原豪华款电动自行车进行改型，并获得生产资质和产品资质后生产销售。此外，公司还生产电动三轮车、低速电动四轮车、自行车、电助力自行车等产品，不断扩展现有产品线，围绕绿色中短途出行生态圈，持续进行新品的研发和新业务的探索。

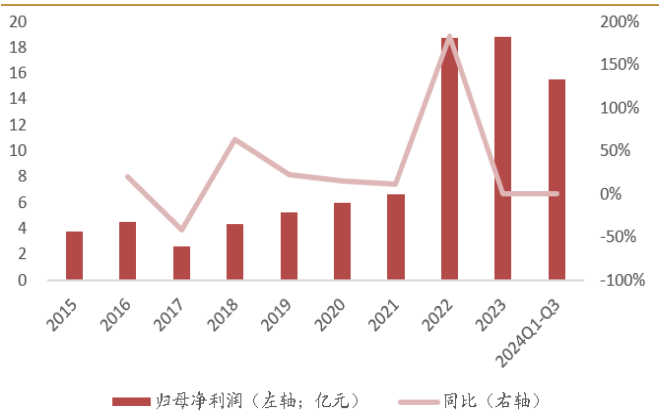
2015 年以来公司业绩保持稳健增长。2016 年公司营收 64.4 亿元，同比+9.0%，2023 年公司营业 210.4 亿元，同比+1.1%，16-23 年复合增速为 17.2%，2023 年公司经营业绩小幅增长主要系行业竞争加剧影响，对应归母净利润 18.8 亿元，同比增长 0.4%。2024Q1-Q3 公司营业收入 174.6 亿元，同比增长 0.05%，归母净利润 15.5 亿元，同比-0.3%。

图 2：公司历年营业收入及增速



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

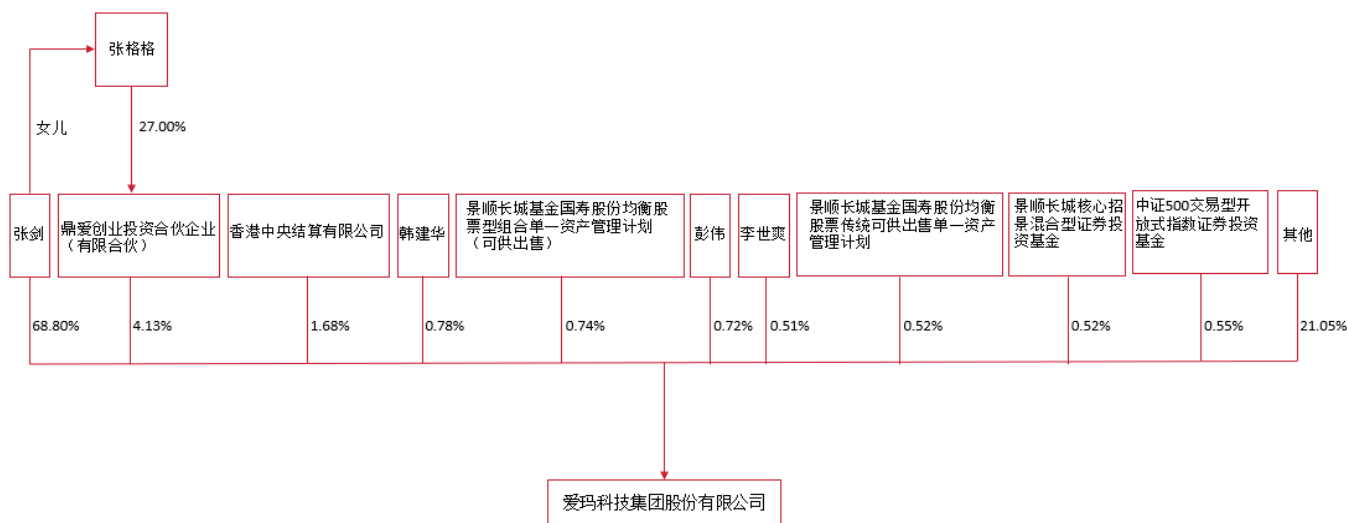
图 3：公司历年归母净利润及增速



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

公司股权结构高度集中，实控人控制权稳固。公司实际控制人为张剑，截至 24 年三季报直接持有公司 68.80% 的股份，其女张格格通过鼎爱创业投资合伙企业（有限合伙）间接持股 4.12%，公司股权相对集中。

图 4：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：截止至 2024 年三季报）

2 行业分析：政策推动行业发展，行业竞争格局趋于明晰

2.1 解决短途交通利器，需求将长期存在

电动两轮车包括电动自行车以及电动摩托车。电动两轮车是指具有电池、电机、控制器等关键零部件，并以蓄电池作为能量来源、电机转化电能为运动机械能、控制器实现运动方向、运动速度等控制的两轮车辆。根据国家要求，电动两轮车被划分为两类：电动自行车、电动摩托车（电动轻便摩托车、电动摩托车），电动自行车为非机动车，电动摩托车为机动车。区分电动自行车与电动摩托车，本文认为直观上可以从速度以及是否需要骑行资质来判断，电动自行车限速 25km/h，电轻摩 ≤ 50 km/h，电摩 > 50 km/h。电动自行车作为非机动车无需骑行资质，电轻摩/电动摩托车则需要考取摩托车驾照才可路上骑行。

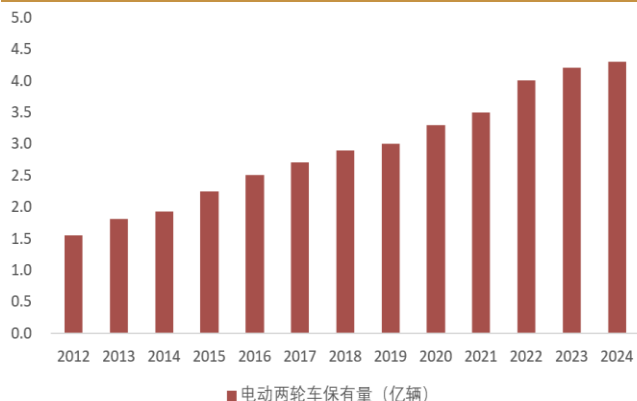
表 1：电动两轮车定义范围

	电动自行车	电动摩托车	
		电动轻型摩托车	电动摩托车
车型			
属性	非机动车	机动车	机动车
脚踏骑行能力	依实际需求决定	无	无
最高车速 (km/h)	≤ 25 km/h	≤ 50 km/h	> 50 km/h
整车质量	≤ 55 kg (其他) 其他 ≤ 63 kg (铅酸)	无要求	无要求
电池电压	≤ 48 V	无限制	无限制
生产资质	具备生产资质	具备生产资质	具备生产资质
产品资质	3C 认证	3C 认证及工信部的目录公告	3C 认证及工信部的目录公告
骑行资质	无	摩托车驾驶执照	摩托车驾驶执照

数据来源：爱玛科技公司公告，新国标，西南证券整理

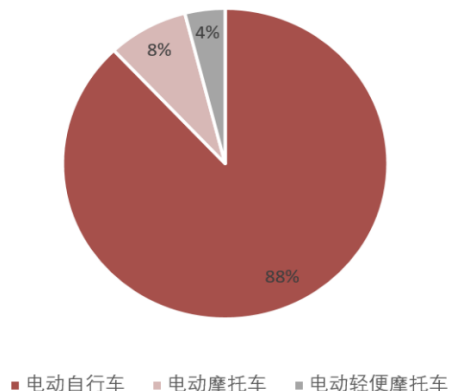
电动两轮车保有量超 4 亿辆，电动自行车是电动两轮车的最大细分市场。根据营商电动车数据，2013 年电动两轮车保有量便达 1.81 亿辆，2024 年保有量达 4.3 亿辆，年复合增长率为 8.9%，行业持续扩容。拆分来看，电动自行车是我国两轮电动车最大的细分市场，根据前瞻产业研究统计数据，2022 年我国电动自行车销量约占两轮电动车市场的 88%，电动摩托车市场占比为 8%，电动轻便摩托车占比仅为 4%。

图 5：2012 年以来电动两轮车保有量



数据来源：营商电动车，西南证券整理

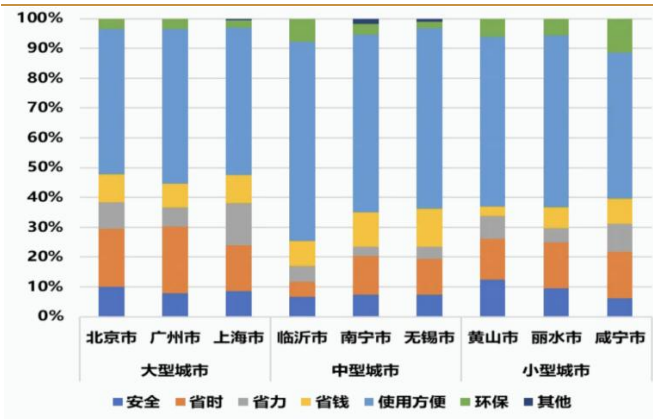
图 6：2022 年中国电动两轮车行业结构



数据来源：前瞻产业研究，西南证券整理

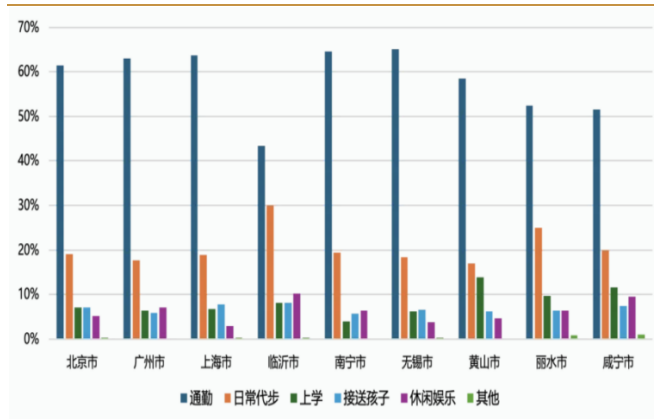
电动自行车有效解决短途交通问题，消费者对其依赖性较强。根据交通与发展政策研究所 ITDP《私人电动自行车使用需求调研及分析》中的 2091 份有效问卷调查结果所得，消费者选择电动自行车的主要原因在于使用方便，主要用来解决通勤问题。从单次平均出行距离上看，电动自行车大多被用于 10 公里内的中短途出行，仅南宁和无锡两座中型城市的单次出行距离在 3 公里以内的占比较小；在电动自行车骑行的单次出行时间上，以 5-30 分钟为主，其中南宁样本的单次出行时间小于 15min 占比相较于其他城市更少；在每周使用频率上，2-10 次最为普遍，其中大型与中型城市周均使用频率较高。

图 7：使用方便是选择电动自行车的重要原因



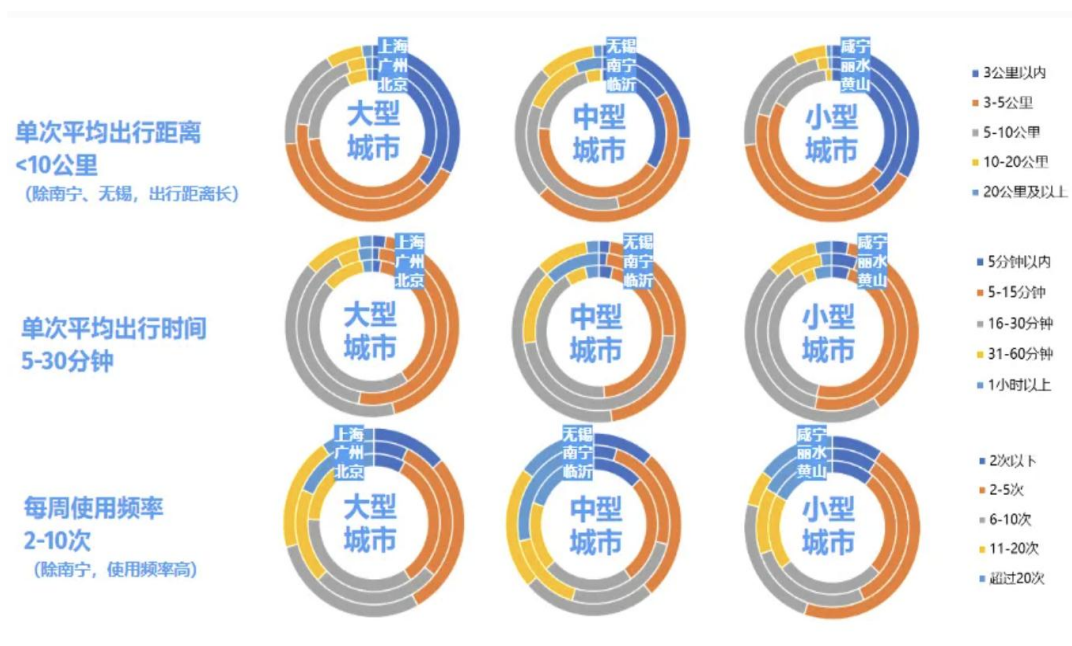
数据来源：ITDP《私人电动自行车使用需求调研及分析》，西南证券整理

图 8：通勤是电动自行车解决的主要问题



数据来源：ITDP《私人电动自行车使用需求调研及分析》，西南证券整理

图 9：电动自行车出行特征



数据来源：ITDP《私人电动自行车使用需求调研及分析》，西南证券整理

电动自行车分布在人口集中城市，具有极强的民生属性。整体来看，电动自行车数量主要集中在人口多的城市，从 2024 年电动车保有量分布来看，上海、苏州、南京位居前三，分别为 1060、950、713 万辆，对应人口分别为 2487、1296、955 万人，人均量分别为 0.43、0.73、0.75 辆，可以理解为在苏州、南京每 10 个人中就有 7 个人拥有电动自行车，如果扣除老幼群体，该比例可能会更高，超高的人均拥有量使其具有极强的民生属性。此外，以广州市为例，2023 年电动自行车日均客运量达到 685 万人次，仅低于地铁 172 万人次（地铁日均客运量为 857 万人次），一方面意味着人们对电动自行车的依赖性，另一方面也意味着电动自行车在一定程度上缓解了公共交通压力，短期内被其他方式迭代/取缔的可能性较小。

图 10：2024 年电动车保有量前十城市

城市	电动车数量 (万)	人口 (万)	人均辆
上海	1060	2487	0.43
苏州	950	1296	0.73
南京	713	955	0.75
杭州	700	1252	0.56
广州	600	1883	0.32
深圳	550	1779	0.31
宁波	504	970	0.52
济南	470	944	0.50
天津	459(2021)	1364	0.34
南宁	420	894	0.47

数据来源：智谷趋势，西南证券整理

图 11：2023 年广州出行方式日均客运量

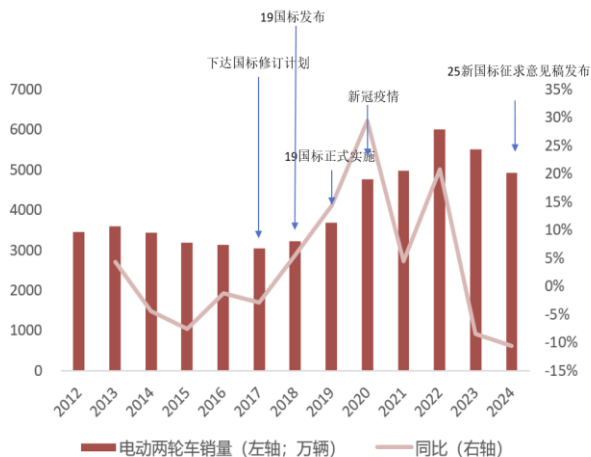


数据来源：2023 广州市交通发展年度报告，智谷趋势，西南证券整理

2.2 行业趋于高质量发展，新国标/以旧换新成重要刺激

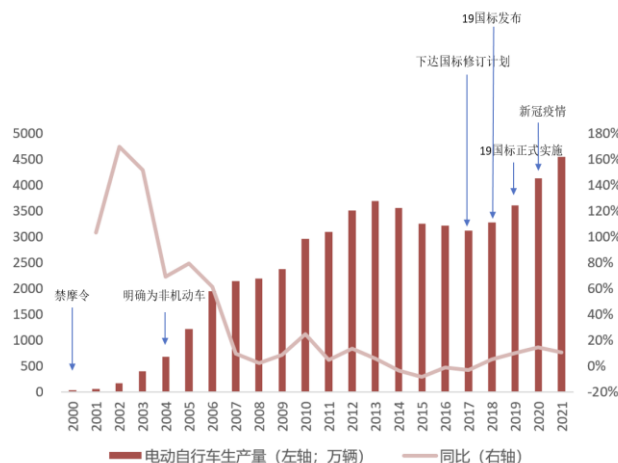
2013 年电动两轮车销量为 3600 万辆，同比+3.4%，2024 年销量达 4920 万辆，同比-10.5%，13-24 年复合增速为 3.0%。国内电动两轮车行业具有很强的民生属性，其发展与居民消费水平、生活习惯以及政策要求相关，参考爱玛科技招股说明书，将行业发展拆分为下述几个重要阶段：

图 12：2012 年以来电动两轮车销量



数据来源：营商电动车，西南证券整理

图 13：2000 年以来电动自行车产量



数据来源：爱玛科技可转债说明书，西南证券整理

起步阶段（1995-2000 年）：1995 年第一辆电动两轮车在我国问世，这个阶段的特点主要是对电动自行车的电器四大件（电机、蓄电池、充电器和控制器）关键技术的摸索研究。在生产研发方面，生产企业自发的汇集信息、跟踪技术、组织市场观察，并进行小批量的市场试用投放，使得电动自行车开始进入了消费者的视野。在技术层面，早期的电动自行车新电池充电一次只能行驶大约 30 公里，电池寿命短，电机最大输出转矩仅 14-18N.M，爬坡能力差，容易磨损。在市场方面，行业处于培育阶段，进入市场的厂家和商家不多。

初步规模化阶段（2000-2004 年）：1985 年北京最先发出“禁摩令”，2000 年后各大省会城市迅速跟进，采取停止发证、分区域限行等措施。此外，一些新的企业投资加入进行初步规模化运作，行业的产能开始扩展。2000 年电动自行车产量为 29 万辆，2004 年电动自行车行业的总产量达到 676 万辆，2001-2004 年复合增速达 119.7%。

表 2：部分城市禁摩令梳理

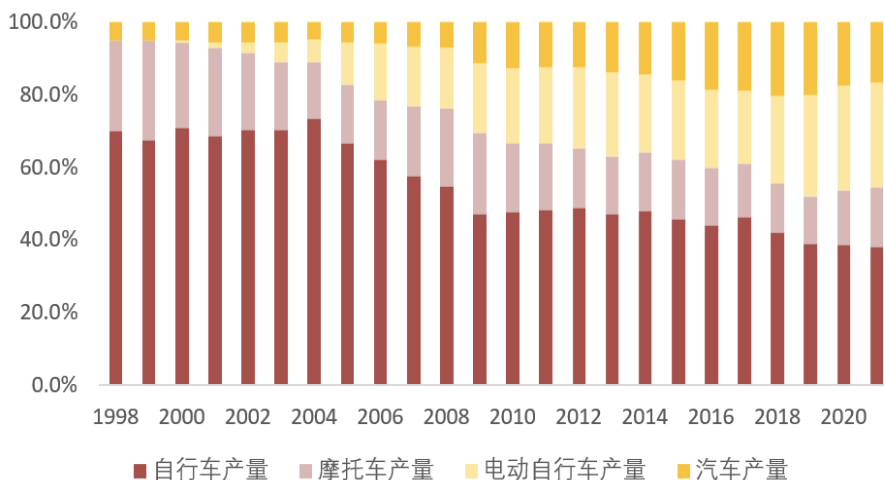
城市	实施方案
北京市	1985 年，首先停发九个区的二轮摩托车牌证，不准二轮摩托车驶入三环路以内，2021 年禁摩范围调整，京 B 牌照北京市四环以内道路限行，京 A 牌照在四环内部分道路限行
郑州市	1997 年 5 月 1 日，郑州市停止为市区内摩托车注册登记；2007 年 11 月 15 日起，郑州市区 107 国道以西、西绕城公路以东、连霍高速公路以南、南绕城公路以北（以上均不含本路）的区域，一律禁止摩托车上路行驶；2012 年 9 月 20 日，郑州市人民政府通告，禁止摩托车在郑州市限行区域通行；2015 年 8 月 1 日，四环内禁止没有绿色环保标志的二轮摩托车、三轮摩托车通行
杭州市	2002 年实行禁摩令，2022 年 7 月，杭州市公安局表示继续贯彻杭州市摩托车、三轮车禁行政策
武汉市	2002 年 4 月 15 日停止办理中心城区摩托车新车注册登记，停止外地号牌摩托车转入中心城区，停止办理郊区号牌摩托车过户或变更至城区；2013 年 1 月 1 日三环线（含）区域内全面禁止外地牌号和新城区牌号的摩托车上路行驶；2014 年 9 月 15 日禁止在三环线以内区域销售摩托车；2015 年 4 月 16 日三环线内全面禁止摩托车通行。

城市	实施方案
长沙市	2003年两次颁发了《关于加强摩托车行驶管理的通告》和《长沙市人民政府关于加强摩托车行驶管理的通告》，作出了在市内若干道路上“不允许摩托车行驶”的规定
广州市	2004年开始实施禁摩令，2022年1月22日，继续实施限制摩托车行驶措施的通告，废止《广州火车南站禁止摩托车上道路行驶范围的通告》
芜湖市	2006年11月10日采取“限摩”政策，本市市区居民每人在市区只能申请注册或转入登记摩托车一辆，禁止非本市牌照二轮摩托车在本市城市道路行驶的管理措施。2014年对禁区范围进行调整
西安市	2009年发布《关于加强道路秩序综合治理的通告》，对摩托车进行了禁止。2017年11月23日，西安市宣布“禁摩令”失效
佛山市	2010年实施限摩
合肥市	2014年7月1日起，市区一环路以内（不含一环路）区域24小时禁止摩托车通行
深圳市	2018年11月30日，禁止摩托车在福田、罗湖、南山、等区内所有道路行驶。在宝安、坪山及大鹏，实行部分道路限行。2022年12月，发布通告，将“禁摩”措施续期至2025年12月31日
西昌市	2024年11月15日起，西昌市东以望月大道为界、西以宁远大道为界、南以南山大道为界、北以北环线为界，以上区域内所有道路，全天禁止三轮摩托车、三轮轻便摩托车、发动机排量150毫升（不含）以上的二轮摩托车上路行驶

数据来源：相关地方新闻，西南证券整理

高速发展阶段（2004-2013年）：《中华人民共和国道路交通安全法》于2004年将电动自行车确定为非机动车的合法车型，电动自行车得以更广泛地应用。从占比层面看，2005年电动自行车产量占交通工具产量总和的11.7%，同比+5.4pp。从绝对量看，2005年电动自行车产量为1211万辆，同比+79.1%，2013年产量为3695万辆，同比+5.4%，2005-2013年复合增速为20.8%，中国电动自行车行业迎来高速发展阶段。

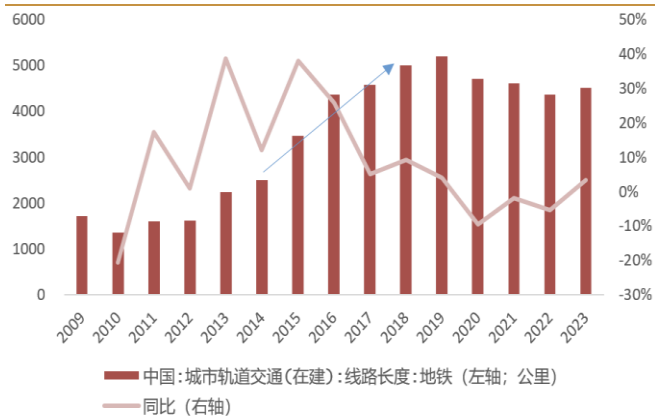
图 14：2005 年电动自行车产量占比快速提升



数据来源：wind，西南证券整理

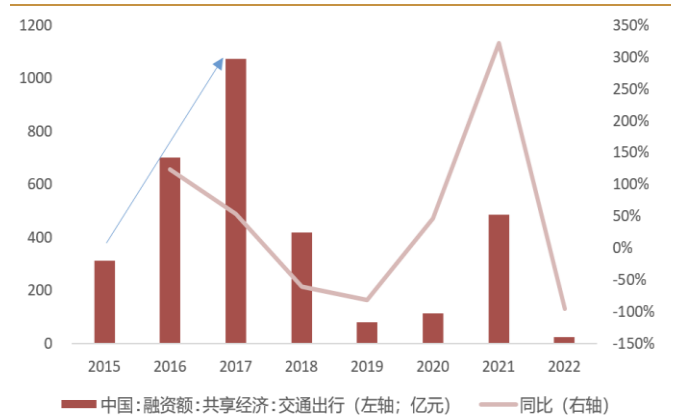
成熟阶段（2014-2019年）：2014年电动自行车的社会保有量已达1.93亿辆，年均产销量多年维持在3500万辆上下，市场竞争激烈，产业集中度较低，行业陷入同质化竞争，电动自行车行业的发展速度开始放缓，并步入成熟阶段。此外，轨道交通快速发展（2014年长度为2507.8公里，同比+12.1%，2018年长度为4991.7公里，同比+9.1%，14-18年复合增速为17.4%）、共享单车等替代品的出现使得电动两轮车需求受到分散，15/16/17年共享经济（交通出行）融资额分别为313/700/1072亿元，16/17年同比+123.6%/+53.1%。

图 15：2014-2018 年是地铁扩张高峰期



数据来源：wind，住房和城乡建设部，西南证券整理

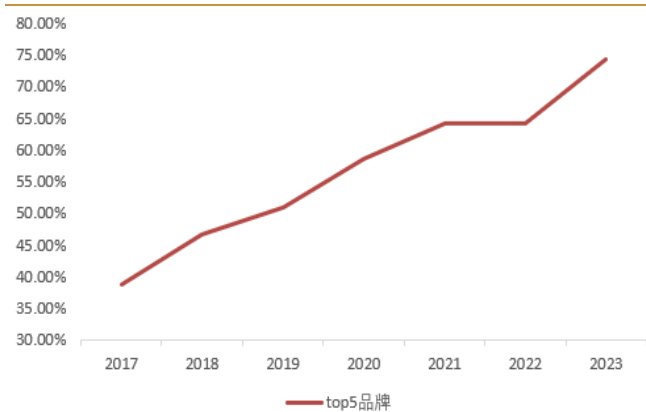
图 16：2015 年以来共享经济交通出行融资额



数据来源：wind，国家信息中心，西南证券整理

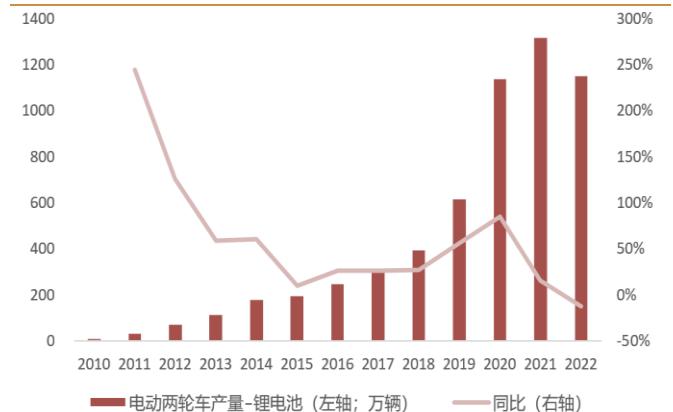
过渡与有序发展阶段（2019 国标生效-2024 年）：2019 年两轮电动车国标实施，不符合 19 国标的两轮电动车淘汰置换带来行业销量高增，2019/2020 年行业销量分别为 3680/4760 万辆，同比+14.3%/+29.3%。此外，19 年新国标的切换带来了行业集中度提升，2019/2020 年 top5 市场份额分别为 50.9%/58.6%，同比+4.2pp/+7.7pp，CR5 得到持续提升。同时，19 年老国标推动了锂电两轮车发展，2019/2020 年产量分别为 615/1136 万辆，同比+56.5%/+84.7%，远高于行业增速。此外，19/20 年宁德时代、力神电池、国轩高科与哈啰出行、美团、滴滴等出行公司展开合作，2020 年中国共享电单车投放量为 151.7 万辆，同比+54.95%，为电动两轮车行业贡献一定增量。2020 年行业的高增长对 21 年来说形成一定透支，21 年销量 4975 万辆，同比+4.5%，增速有所放缓。但疫情使得居民出行习惯发生改变，居民对公共交通依赖较低，对分散需求增加，叠加山东、广西、安徽等电动车保有量大省对不符合 3C 认证以及 19 版国标的过渡期陆续在 2022-2024 年截止，故 22/23 年销量分别为 6007/5500 万辆，同比+20.7%/-8.4%。

图 17：行业集中度在 19 新国标后明显提升



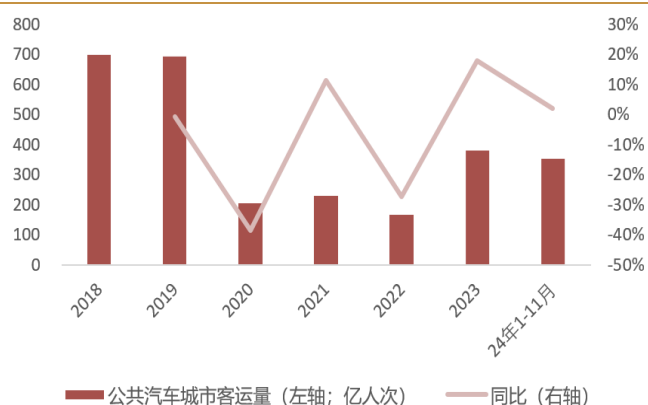
数据来源：创数纪数据报告，西南证券整理

图 18：2019 年锂电两轮车产量快速提升



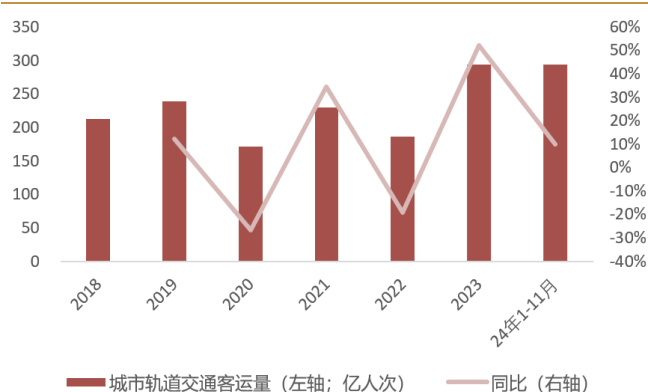
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

图 19：2018 年以来公共汽车客运量



数据来源：交通运输部，西南证券整理

图 20：2018 年以来轨道交通客运量



数据来源：交通运输部，西南证券整理

行业进入高质量发展阶段（2024 年-）：2024 年 9 月 19 日，工信部、公安部、应急管理部、市场监管总局、国家消防救援局等五部门公布了新修订的《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》。2025 年 1 月 13 日，新国标正式发布，对生产端要求进一步提高，同时，考虑电动自行车企业开展产品设计生产并完成检测和认证需要一定的时间周期，故新标准设置了 8 个月的生产过渡期：在 2025 年 8 月 31 日及之前，企业既可以按照旧标准生产，也可以按照新标准生产；2025 年 9 月 1 日以后，所有新生产的电动自行车都必须符合新标准要求。销售端，新标准额外给予 2025 年 8 月 31 日及之前按照旧标准生产的车辆 3 个月的销售过渡期，允许销售至 2025 年 11 月 30 日；2025 年 12 月 1 日之后，所有在售电动自行车产品均必须符合新标准规定。整体来看，本次新国标的规定相较于前序规范要求趋于严格，核心关注“安全+便利”要素，行业迈向高质量发展阶段。

表 3：三版国标重点信息梳理

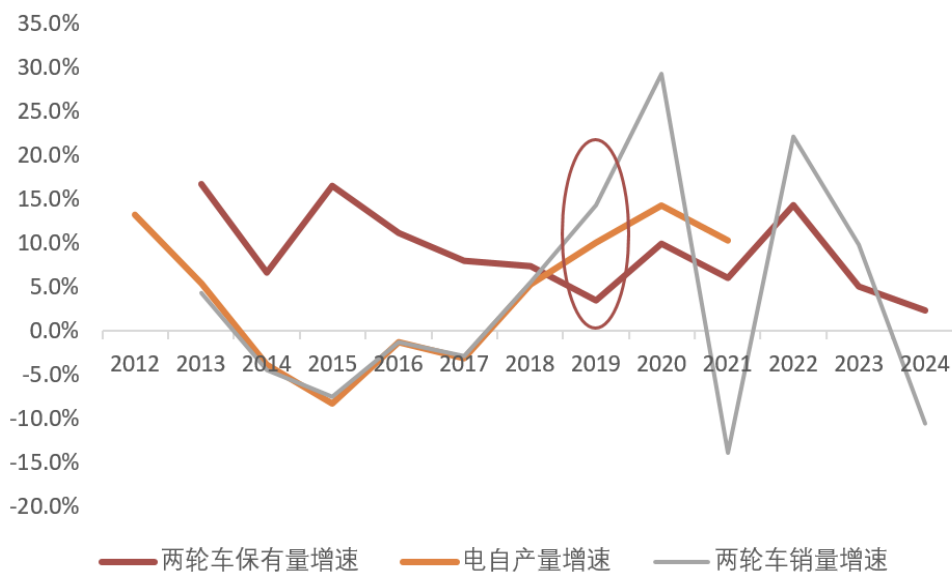
序号	项目	25 年新国标	19 年国标	99 年国标
1	最高车速	不大于 25km/h	不大于 25km/h，且控制系统内应当具有防速度篡改设计	不大于 20km/h
2	提示音	仅具有电驱动功能的电动自行车应有车速提示音，当行驶车速达到 22km/h 时持续发出提示音。	行驶速度超过 15km/h 时持续发出提示音	-
3	制动性能	25km/h 时干态同时使用前后闸的制动距离应不大于 7m；16km/h 时湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于 5m。	以最高车速电动骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应不大于 7m，湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于 9m	以最高车速电动骑行时，其干态制动距离应不大于 4m，湿态制动距离应不大于 15m
4	整车质量	铅酸电池：≤63kg 其他：55≤kg	不大于 55kg	不大于 40kg
5	脚踏行驶能力	仅具有电驱动功能的电动自行车，可设置脚踏骑行装置，也可不设置脚踏骑行装置	30min 的脚踏行驶距离应不小于 5km	30min 的脚踏行驶距离应不小于 7km
6	电动机功率	额定连续输出功率应不大于 400W	额定连续输出功率应不大于 400W	额定连续输出功率应不大于 240W
7	蓄电池的标称电压	蓄电池的标称电压应不大于 48V	蓄电池的标称电压应不大于 48V	蓄电池的标称电压应不大于 48V
8	北斗模块	商用：强制安装 非商用：消费者自选		

序号	项目	25 年新国标	19 年国标	99 年国标
9	塑料占比	电动自行车使用的塑料的总质量不应超过整车质量的 5.5%。		
10	防篡改	电池组、控制器、限速器防篡改, 充电互认协同功能, 电池组与充电器/充电设施充电时应识别相关信息并且匹配后方可充电。		
11	一致性要求	基本要求: 生产企业应直接具有或间接具有与电动自行车整车产能相匹配的符合质量要求的车架生产能力。		

数据来源: 国家标准化平台, 西南证券整理

电动两轮车报废更新受新国标实施影响较大。2019 年国标正式实施, 当年电动两轮车保有量为 3.0 亿辆, 同比+3.4%, 产量为 3609 万辆 (电自), 同比+10.1%, 销量为 3680 万辆, 同比+14.3%; 2020 年电动两轮车保有量为 3.3 亿辆, 同比+10.0%, 产量为 4126.0 万辆 (电自), 同比+14.3%, 销量为 4760.0 万辆, 同比+29.3%, 政策正式实施第 1、2 年保有量增速小于产销量增速, 即行业存量替换特征明显。测算来看, 19/20 年电动两轮车报废更新量分别为 2534.7/1558.2 万辆, 同比+145.5%/-38.5%, 新国标对行业报废更新的影响较大 (详情参见表 5)。

图 21: 新国标实施有效刺激电动两轮车报废更新



数据来源: 爱玛科技可转债说明书, 营商电动车, 同花顺 iFind, 西南证券整理

2025 年以旧换新政策已陆续开启, 政策导向替换为铅酸车型。当前, 湖南、河北、海南等地宣布将在 2025 年继续电动自行车以旧换新, 但具体补贴金额及相关要求还需待国家新政策出台; 上海市、西安市以及湖北省已明确提出 2025 年的以旧换新政策, 西安、湖北省的补贴政策对铅酸电池的导向更强, 即对换购铅酸电动自行车的消费者给予额外补贴。此外, 本次湖北省补贴政策金额分四档调整, 消费满 1500 元补贴 500 元; 消费满 2000 元补贴 600 元; 消费满 3000 元补贴 700 元; 消费满 4000 元补贴 800 元, 有意拉动高端市场, 若该模式起到示范作用, 则 2025 年行业单车价格有望向上。

表 4：2025 年各地电动自行车以旧换新补贴力度加强

地方	开始时间	截至时间	补贴政策	24 年补贴力度
上海市	2024.10.16	2025.6.30	对个人用户交投并报废本人名下在本市注册登记的电动自行车（含电池），且购买获得国家强制性产品认证证书的电动自行车新车，本市给予个人用户一次性 500 元购车立减补贴。	同 25 年政策
湖北省	2025.1.1	/	单个消费者消费满 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。	单个消费者消费 1500 元（含）以上，每辆车补贴 500 元，其中换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，每辆车补贴 600 元。
西安市	2025.1.8	/	对消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的补贴 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补贴 600 元。	按照最终销售价格，1500 元（不含）以下补贴 300 元，1500 元（含）及以上补贴 500 元
浙江省	2025.1.26	2025.12.31	按照新车购买价的 40% 予以补贴，最高不超过 1200 元/辆。	补贴为新车购买价的 20%，最高不超过 500 元/辆
湖南省	2025.1.1	/	政策衔接期，延续 2024 年政策	给予 500 元补贴
河北省	2025.1.1	/	待政策发布	我们将按照产品销售价格（剔除所有折扣优惠后的实际成交价格）的 20% 进行补贴，且每辆车的补贴金额不超过 500 元
海南省	2025.2.1	/	待政策发布	最高补贴 800 元
深圳市	2025.1.1	/	待政策发布	购买销售价格 1500 元（含）以上的电动自行车新车，给予一次性补贴 500 元
广州市	2025.1.1	/	待政策发布	购买 1500 元以上的新电动车直接补贴 500 元

数据来源：各地政府公告，西南证券整理

考虑新国标实施以及以旧换新政策推动，预计 2025 年电动两轮车行业销量达 5748.3 万辆，同比+16.8%。假设如下：1）新增需求：考虑两轮车产品持续升级，包括：外观、智能化及性能、续航持续改善，越来越多的人选择用电动两轮车作为短途出行工具。此外，共享电动自行车投放以及外卖需求有提升的可能性，假设 25/26 年保有量增量增速为 5%，则 25/26 年保有量增量分别为 0.1/0.1 亿辆；2）外销：印尼、越南作为油摩大国正逐步切电摩，且我国相关品牌正加大在海外的渠道建设，故假设 24/25/26 年出口增速为 5%/15%/20%；3）报废更新量：假设电动两轮车报废周期为 4-6 年，叠加新国标实施以及 25 年换新补贴力度较大，对应报废比例分别为 25%、35%、45%。测算结果：25 年电动两轮车行业销量为 5748.3 万辆，同比+16.8%，其中，内销 5422.2 万辆，同比+16.9%，外销为 326 万辆。

表 5：电动两轮车行业销量预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
电动两轮车保有量（亿辆）	2.7	2.9	3.0	3.3	3.5	4.0	4.2	4.3	4.4	4.5
保有量增量（亿辆）	0.2	0.2	0.1	0.3	0.2	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
行业销量（万辆）	3050.0	3220.0	3680.0	4760.0	4975.0	6007.0	5500.0	4920	5748.3	6639.9
同比	-2.9%	5.6%	14.3%	29.3%	4.5%	20.7%	-8.4%	-10.5%	16.8%	15.5%
内销	2880.0	3032.3	3534.7	4558.2	4745.0	5737.0	5230.0	4636.5	5422.2	6248.7
同比	-3.7%	5.3%	16.6%	29.0%	4.1%	20.9%	-8.8%	-11.3%	16.9%	15.2%
外销	170.0	187.7	145.3	201.8	230.0	270.0	270.0	283.5	326.0	391.2
同比	14.8%	10.4%	-22.6%	38.9%	14.0%	17.4%	0.0%	5.0%	15.0%	20.0%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
报废更新量	880.0	1032.3	2534.7	1558.2	2745.0	737.0	3230.0	3636.50	4372.2	5146.2
非报废更新量	2170.0	2187.7	1145.3	3201.8	2230.0	5270.0	2270.0	1283.50	1376.03	1493.73

数据来源：营商电动车，电动自行车协会，中国海关，华经产业研究院，西南证券整理（注：外销中灰色数据系营商电动车口径，白色数据系华经产业研究院口径，根据19年重合年份数据对比，两个口径差异不大；表格中黄色系假设数据）

2025 年电动自行车以旧换新量有望达到 769.5 万辆，同比+457.6%。基于上表测算，2025 年电动两轮车报废更新量将达到 4372.2 万辆，考虑以旧换新仅针对电动自行车，根据电动自行车占电动两轮车 88% 的行业结构来算（前文有叙述），则电动自行车 2025 年报废更新量为 3847.6 万辆。2024 年电自以旧换新量为 138 万辆，占当年报废更新量的 4%，若 25 年电自以旧换新量占报废更新量的 10%/15%/20%，则对应换新量为 384.8/577.1/769.5 万辆。根据已公示的地方政策来看，25 年换新政策力度大且实施时间长，经销商参与度有望得到提升，换新量占报废量 20% 的可能性较大，对应换新量为 769.5 万辆，同比+457.6%。

表 6：以旧换新量有望达到 769.5 万辆

	2023	2024	2025E		
电动两轮车行业销量（万辆）	5500.0	4920.0	5748.3		
同比	-8.4%	-10.5%	16.8%		
电动两轮车报废更新量	3230.0	3636.5	4372.2		
电动自行车报废更新量	2842.4	3200.1	3847.6		
电动自行车以旧换新量		138.0	384.8	577.1	769.5
电自以旧换新量/报废更新量		4%	10%	15%	20%

数据来源：营商电动车，电动自行车协会，中国政府网，西南证券整理（注：加粗方框内系电动自行车以旧换新敏感性分析）

2.3 行业集中度有所提高，头部品牌占较大份额

国内电动两轮车行业格局较为明晰，主要分为传统电动车品牌与新势力。传统电动车品牌以雅迪、爱玛、台铃、绿源、新日为代表，价格覆盖中低端客户，新势力则以小牛、九号为代表，客户群体定位于年轻、追新群体。从终端价格带区分，4000 元以下价位区间组合要由传统品牌主导，而 4000 元以上的市场则由九号、小牛所占据（来源：艾瑞咨询）。从销售来看，两轮电动车具有“强线下”属性，售前需要在线下门店试驾、上牌，售后需要在线下维修，线下门店成为消费者购买电动车的首选，所以传统电动车品牌主要通过渠道铺货来发力，2023 年头部品牌雅迪、爱玛门店数量均超过 3 万家。伴随新一代消费者成长以及电商发展，新势力品牌则主要依靠智能化来吸引消费者，2023 年电动两轮车主要品牌智能化平均水平同比提升约 25.7%，九号品牌整体智能化水平高于平均水平 75.8%，雅迪、台铃品牌整体在智能化领域处于加速追赶的状态，智能化水平同比+120.0%、+31.6%。

表 7：2023 年国内主流电动两轮车企业相关情况梳理

		售价区间（元）	经销商	门店数量（家）	毛利率
传统电动车品牌	雅迪	1380	4000+	40000+	16.9%
	爱玛	1689	1900+	30000+	16.1%
	台铃	-	-	35000	-
	绿源	964	1400	13000	13.4%
	新日	1311	1700	13500	13.9%
“新势力”	九号	2876	-	5000	26.9%
	小牛	3329	-	2856	21.5%

数据来源：各公司公告，TAILG Group 微信公众号，西南证券整理（售价按照公司公告的收入/销量计算所得，可以理解为批发价；爱玛、雅迪系电动自行车单价）

各品牌定位不同，传统品牌解决“实用”，新势力品牌满足“追新”。从市场上现有车型来看，传统品牌外观设计主要迎合大众需求，简约是主线风格，其中，爱玛设计相对偏向女性，外型圆润可爱，配色丰富，对女性消费者有较大吸引力；雅迪在简约基础上偏向于传统、稳重风格。新势力品牌主打设计感和个性化风格，以九号电动 Kz110 为代表通常带有机械感和科幻元素，线条简洁流畅，车身造型独特新颖。此外，新势力品牌注重性能以及智能化设计，充分满足年轻消费者群体对新潮以及体验感的追求。

图 22：爱玛蛋蛋车型



数据来源：爱玛科技官网，西南证券整理

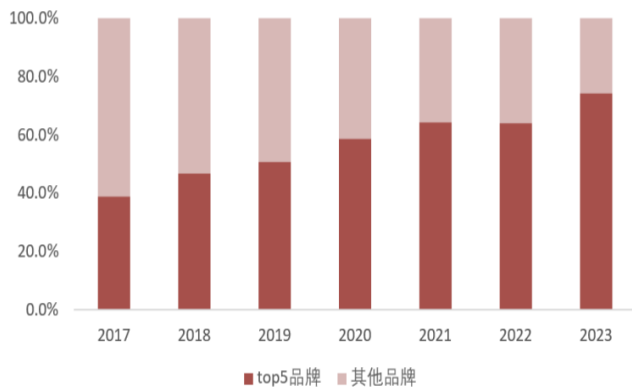
图 23：九号电动 Kz110



数据来源：九号公司官网，西南证券整理

两轮电动车行业市场集中度较高，top5 制造商市场份额持续高升。中国两轮电动车行业市场集中度较高，根据创数纪数据报告，2019 年以来行业 TOP5 占据份额始终超过 50%，2023 年 CR5 达 74.4%，同比+10.2pp，龙头企业已积累稳定口碑和客户群。分品牌看，雅迪、爱玛位于前列，2023 年两者市占率合计高达 48.7%，接近一半市场份额。除传统龙头外，九号作为新势力电动两轮车品牌市占率增长迅速，21/22/23 年分别为 0.9%/1.4%/2.7%。

图 24: top5 占据行业主要份额



数据来源: 创数纪数据报告, 西南证券整理

图 25: 行业重点玩家市占率情况

品牌	2021	2022	2023
雅迪	27.9%	23.3%	30.0%
爱玛	16.8%	17.5%	18.7%
台铃	-	13.3%	15.6%
新日	4.6%	4.3%	4.1%
绿源	3.9%	5.2%	4.2%
九号	0.9%	1.4%	2.7%
小牛	2.1%	1.8%	1.1%

数据来源: 上市公司公告, 创数纪数据报告, 西南证券整理 (注: 台铃为非上市公司, 数据来源于创数纪报告)

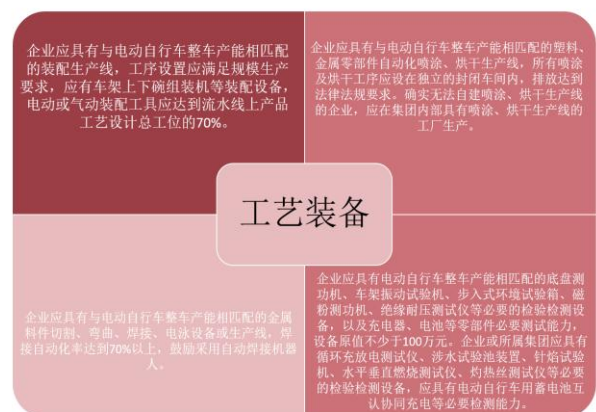
新国标与“白名单”相配合出清不规范产能。针对生产企业, 新国标提出的基本要求是生产企业应直接具有或间接具有与电动自行车整车产能相匹配的符合质量要求的车架生产能力。焊接方面, 新国标提出生产企业应具有与整车生产能力相匹配的气体保护焊接设备, 其中焊接机器人在所有焊接设备中占比应超过 70%, 焊接机器人复位精度应小于 0.1mm。电泳方面, 生产企业应具有与整车生产能力相匹配的车架、前叉、后平叉、车把等主要零部件电泳工艺设备, 其中电泳工艺悬挂链轨道承载力应不低于 60kg, 阴极电泳电源功率应不低于 200kW, 电泳槽容积应不低于 40m³, 电泳线体长度应不低于 300m。截至 2025 年 1 月 10 日, 共发布两批次的合格企业名单, 涉及到的品牌有雅迪、爱玛、绿源、新日、小鸟、立马等 15 个品牌。

图 26: 第一、二批符合《电动自行车行业规范条件》品牌名单



数据来源: 工信部, 西南证券整理 (注: 第一、二批名单共涉及 31 家企业, 本文仅按照品牌进行整理)

图 27: 《电动自行车行业规范》针对企业工艺装备要求



数据来源: 工信部, 西南证券整理

预计本轮行业出清规模超过 400 万辆。对小厂商来说, 短期内业务调整能力偏弱, 政策监管的层层加码必将使其面临被市场出清的困境; 反观头部厂商, 具备较强的调整能力及配套渠道能力, 快速填充小厂商出清所带来的市场空缺份额, 按照 2023 年行业销量 5500 万辆, top10 占比 90.5%, 假设非 TOP10 均不具备生产资质, 对应出清量为 524 万辆, 扣除小牛 60 万辆 (假设小牛进入白名单), 则剩余出清量 464 万辆。

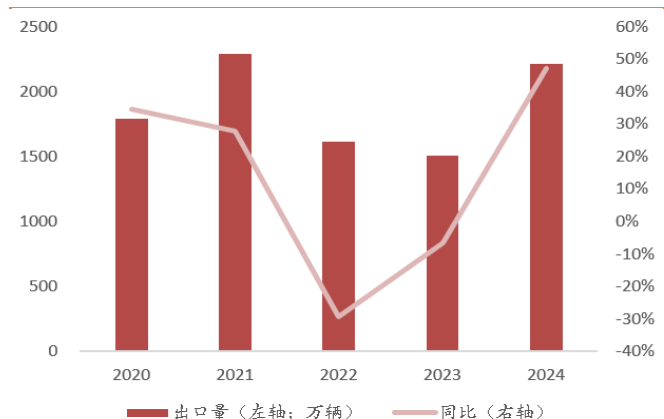
表 8：不符合生产资质的企业销量约 464 万辆

销量拆分	2023 年
行业总销量	5500
TOP10 销量	4976
行业集中度	90.5%
不符合生产资质的空间	464
-非 TOP10	524
+小牛	60

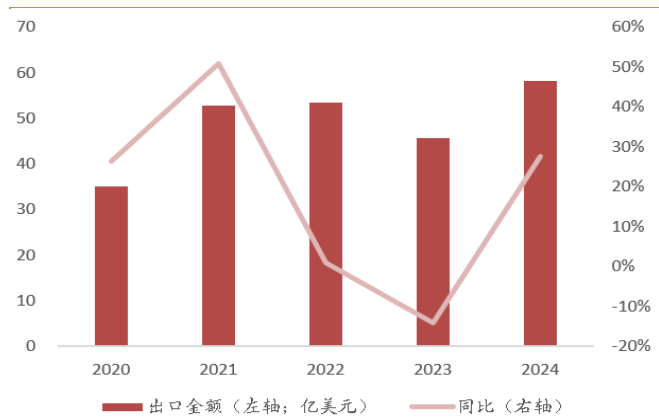
数据来源：创数纪，工信部，西南证券整理（注：本测算假设非 TOP10 企业均为不符合生产资质的企业）

2.4 海外摩托车大国初具“油转电”趋势，越南/印尼成重要市场

中国电动两轮车出口强势，量增带动规模增长。海关总署数据来看，24 年中国电动摩托车及脚踏车在国际市场表现强劲，出口量和出口金额均实现大幅增长，共计出口 2212.9 万辆，同比+47.0%，对应出口金额 58.2 亿美元，同比+27.6%，出口增速保持强劲。单价方面，出口单价为 262.9 美元/辆，同比-13.2%。

图 28：电动摩托车及脚踏车出口量


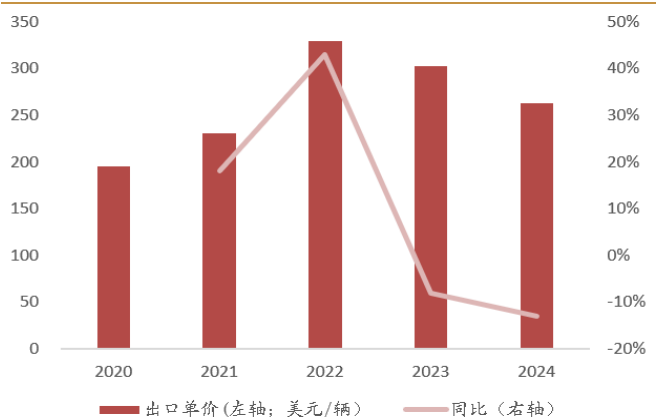
数据来源：海关总署，西南证券整理

图 29：电动摩托车及脚踏车出口金额


数据来源：海关总署，西南证券整理

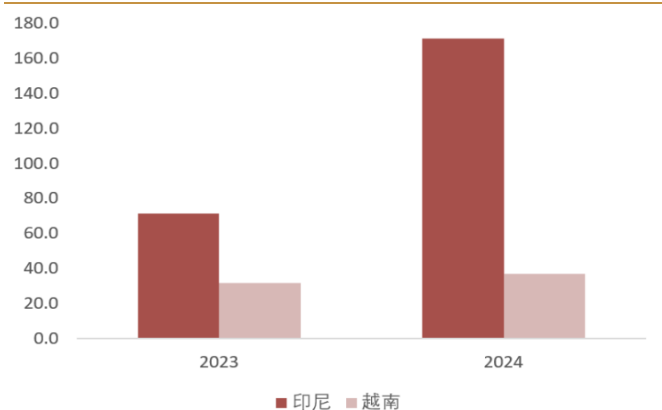
中国电动两轮车面向印尼的出口量增速快速提升。印尼、越南属摩托车大国，中国电动摩托车及脚踏车已经实现了突破，2023 年中国电动两轮车面向印尼的出口量 71.5 万辆，与此同时，面向越南的出口量 31.7 万辆。2024 年中国电动两轮车面向印尼的出口量飙升至 171.1 万辆，同比增长 139.2%，增长幅度极为可观，充分彰显出印尼市场对中国电动两轮车的需求正呈现出爆发式增长的态势。相比之下，面向越南的出口量在 2024 年约为 37 万辆，虽然也有一定增长，但增长幅度相对较小。长期来看，考虑印尼、越南的摩托车保有量以及对摩托车需求的持续性，我们认为未来印尼和越南市场有望为中国两轮车带来新增量。

图 30：电动摩托车及脚踏车出口单价



数据来源：海关总署，西南证券整理

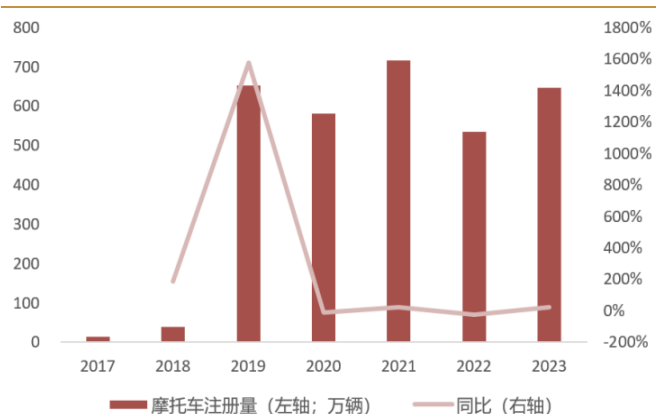
图 31：电动摩托车及脚踏车面向印尼/越南出口量（万辆）



数据来源：海关总署，西南证券整理

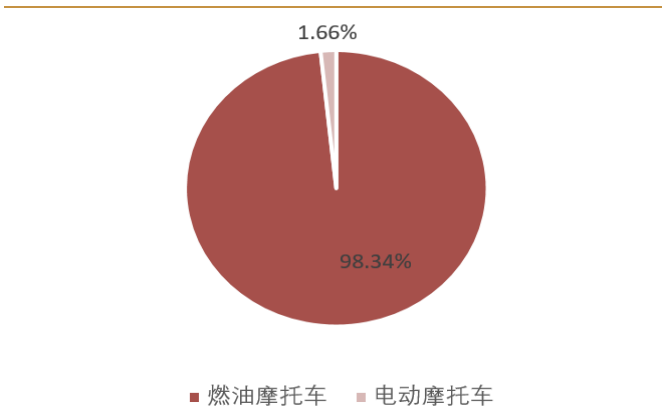
印尼市场看点一：印尼是重要摩托车市场，年注册量超过 600 万辆，切入电动化是未来重要看点。印尼作为东南亚最大的两轮车市场，长期以来以摩托车为主要交通工具。近年来，印尼摩托车注册量保持高位，在 2019 年达到注册高峰，注册量达 652.8 万辆，同比+1578.1%，由于市场的高保有量之后有所回落，20/21/22/23 年注册量达 581.5/717.4/534.1 万辆，同比-10.9%/+23.4%/-25.6%，23 年有所回升，注册量超 600 万辆，同比+21.3%，进一步印证了两轮车在当地交通体系中的核心地位。从结构层面来看，印尼当前市场主要以油摩占据绝对主导地位（占比高达 98.3%）。**印尼市场的重要看点之一是印尼“油改电”鼓励政策带来的机遇：**为降低碳排放，印尼政府启动了将燃油二轮车转换为电动二轮车的计划，制定了到 2025 年将 20% 的燃油二轮车转换为电动车、电动二轮车数量达到 180 万辆的目标。印尼还承诺在 2040 年禁止生产燃油摩托车。当地政府已经用行动来鼓励本国民众选择电动车出行。2023 年 3 月印尼宣布当年将向 25 万辆电动摩托车的购买者发放每辆 700 万印尼盾(约 3200 元人民币)的补贴。其中 20 万辆为新购置的电动摩托车、5 万辆为传统燃油摩托车改装为电动摩托车。当前来看，该政策已起到一定效果，印尼 24 年电摩销量达 60 万辆，同比+358.1%，电摩渗透率提升 12.9pp 至 15.0%，若补贴政策得以持续，则后续电摩渗透率有望继续得到提升。

图 32：印尼摩托车注册量



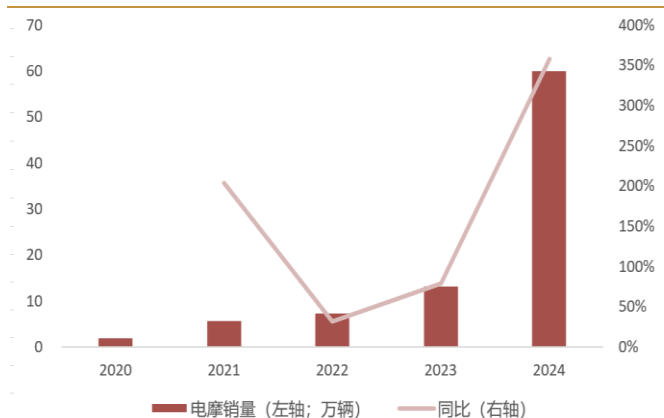
数据来源：东盟统计局，wind，西南证券整理

图 33：印尼摩托车仍以燃油为主



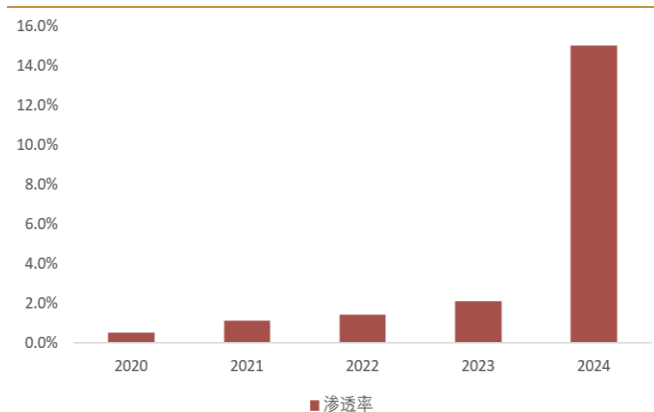
数据来源：江苏省自行车电动协会，西南证券整理

图 34：2020 年以来印尼电摩销量情况



数据来源：marklines, CG Consulting, 上海恒普鑫展览公司, 西南证券整理

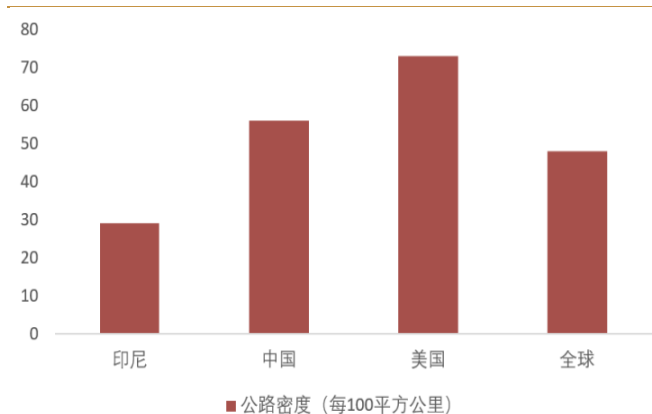
图 35：印尼电摩渗透率快速提升



数据来源：marklines, CG Consulting, 上海恒普鑫展览公司, 西南证券整理

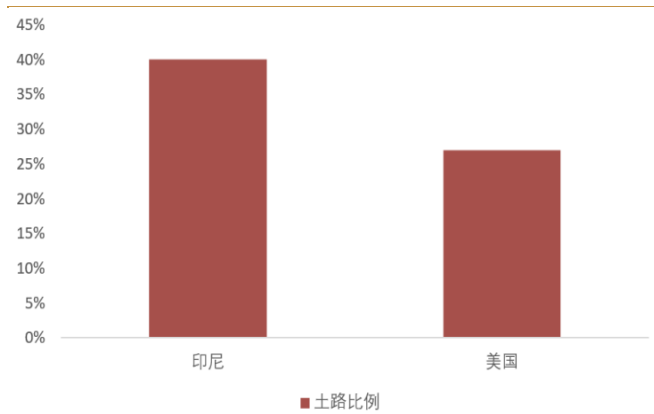
印尼市场看点二：印尼的客观环境决定了其对两轮车的需求长期存在。从发展环境来看，东南亚特殊的地理与经济条件决定了两轮车的重要性。印尼地形复杂、基础设施相对落后，公路密度显著低于全球平均水平，仅为中国的约一半、美国的约三分之一，道路条件也相对较差，其中土路占比高达 40%，远高于发达国家（如美国）；同时，私有制土地政策限制了类似中国“卖地+基建+土地升值”的模式，因此在短期内难以通过大规模基础设施建设实现交通升级。两轮车作为便捷、经济的交通工具，将在未来很长时间内继续主导当地市场。

图 36：印尼公路密度低于全球水平



数据来源：浩瀚科普网, 西南证券整理

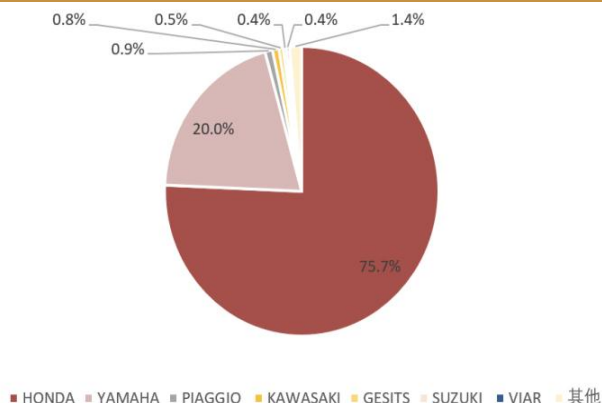
图 37：印尼道路条件有限



数据来源：浩瀚科普网, 西南证券整理

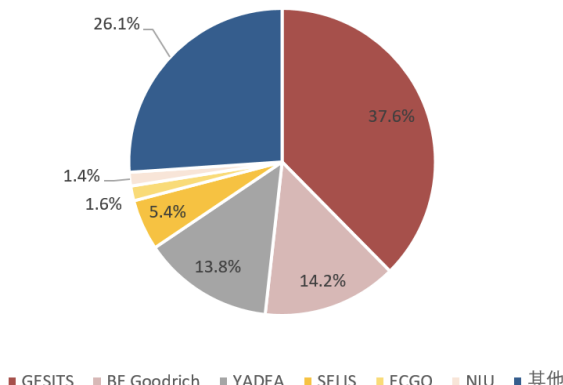
印尼市场看点三：印尼电动摩托车市场格局未定，且中国品牌更具性价比。印尼作为东南亚最大的两轮车市场，传统燃油摩托车市场高度集中，Honda 和 Yamaha 占据 95% 以上份额。然而，“油改电”已成为行业发展的核心趋势，这一政策转向为电动车企业开辟了广阔的增长空间，带来了前所未有的市场机遇。同时，与燃油车市场不同，印尼的电动车市场格局尚未形成一家独大的局面，目前市场占有率前三的品牌为 GESITS/BF Goodrich/YADEA，分别占据 37.6%/14.2%/13.8% 的市场份额，市场仍处于高度分散阶段，这种尚未固化的竞争格局为中国品牌提供了迅速切入市场的窗口期。

图 38：印尼燃油摩托车市场竞争格局



数据来源：Marklines，江苏省自行车电动协会，西南证券整理

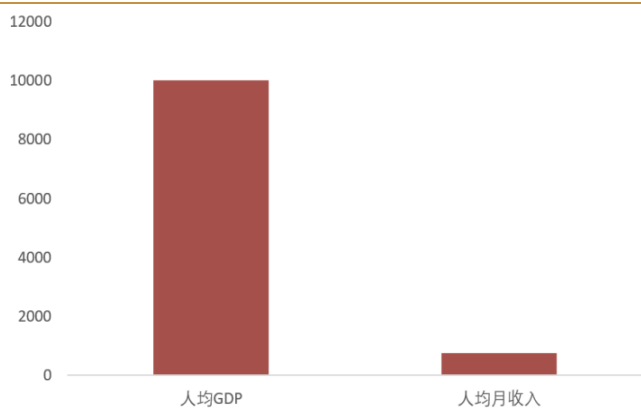
图 39：印尼电动摩托车市场竞争格局



数据来源：Marklines，江苏省自行车电动协会，西南证券整理

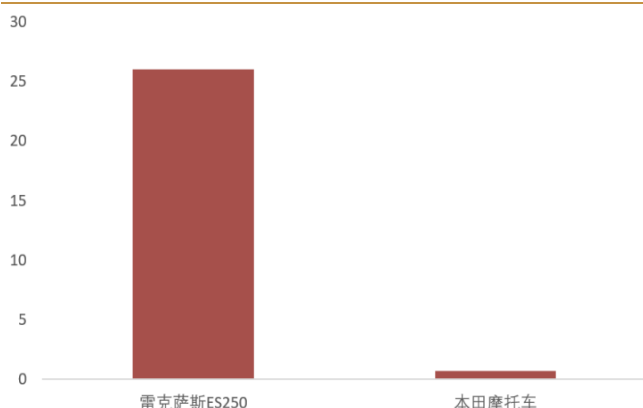
越南市场看点一：越南的车价与个人预算约束决定了摩托车是一种必然选择。越南的地形狭长，地势西高东低，其境内 75% 的地区是山地和高原。并且，越南缺乏完善的公共交通建设，道路状况较差，更适合选择摩托车作为交通工具。此外，2023 年越南人均 GDP 和人均月收入分别为 1 亿越南盾（约合 3 万元人民币）和 750 万越南盾（约合 2200 元人民币）。相比于人均 GDP 和人均月收入，越南的汽车价格居高不下，相同车型的绝对价格往往能达到周边国家价格的 2-3 倍，例如：雷克萨斯 ES250 汽车价格飙升至约 26 亿越南盾（约合 80 万元人民币），该车型在中国售价约 30 万元人民币左右，主要系越南政府对汽车消费征收的超高额税费，除了常见的关税（对非东盟国家 56%-74%）和增值税（10%）以外，还包括所谓的特别销售税（35%-150%）和注册税（河内 12%）。对于普通民众而言，购车无疑是一笔难以承受的巨额开支。相比之下，本田摩托车价格亲民，在民众可接受的预算范围内。在这样的经济背景下，个人预算的严格约束使得越南民众在选择交通工具时，不得不优先考虑价格因素，摩托车凭借较低的价格门槛，成为了大多数越南民众日常出行的必然选择，既能满足基本出行需求，又不会给经济带来过大压力。

图 40：2023 年越南人均 GDP/人均月收入（万越南盾）



数据来源：清华大学国际与地区研究院，西南证券整理

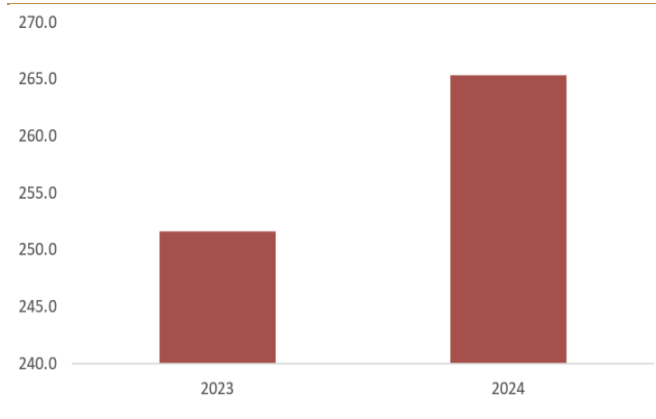
图 41：越南的车价过高（亿越南盾）



数据来源：清华大学国际与地区研究院，西南证券整理

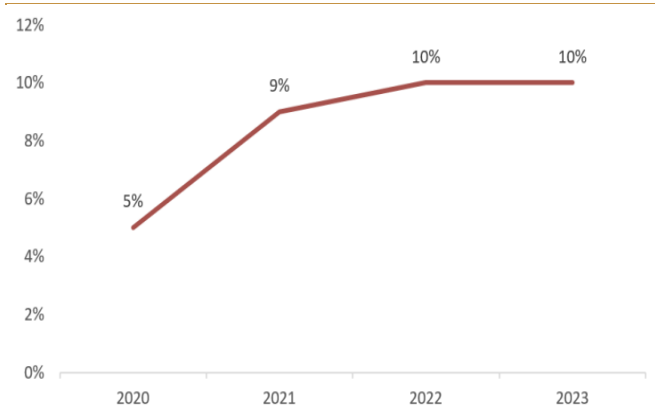
越南市场看点二：越南电动化政策出台，看好越南摩托车市场电动化进程。越南摩托车市场正处于一个关键的发展节点，电动化浪潮已然袭来，从政策端来看：1) 越南政府已发布“禁摩令”，即 2030 年后 5 个中央直辖市的部分地区限行或禁止摩托车。计划到 2050 年道路上的所有机动车辆和摩托车都由绿色电力和能源提供动力；2) 税收政策友好，无强制产业链本地化政策，吸引资本进入，而印尼、泰国均有强制的产业链本地化政策，如印尼规定电动摩托车 2019 年至 2026 年，使用本地零部件指数 (TKDN) 至少达到 40%，泰国要求制造商在泰国建厂；3) 对电动两轮车使用的相关规定比较宽松，11 岁及以上的学生允许使用电动自行车，不需要驾照，16 岁及以上的学生允许使用电动摩托车，其中时速不超过 50km/h 或者发动机功率不超过 4000W 的电摩，不需要驾照，学生是当地电动两轮车的主要用户群体之一。从数据来看，2024 年越南摩托车交付量达到 265 万辆，较 2023 年有所增长，显示出市场的活力与潜力。与此同时，电动摩托车的渗透率也在稳步提升，2020 - 2023 年间，从 5% 逐步攀升至 10%，这一趋势令人瞩目。越南电动化政策的出台，为摩托车市场的电动化进程注入了强大的动力，政策的引导将促使更多的消费者转向电动摩托车。

图 42：2024 年越南摩托车交付量达 265 万辆



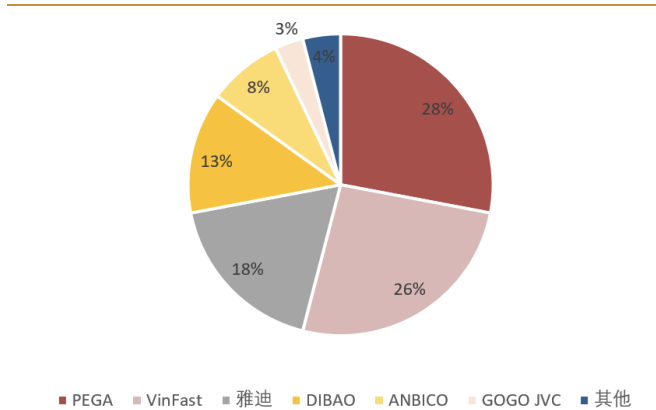
数据来源：安途泰咨询公司，西南证券整理

图 43：越南电动摩托车渗透率



数据来源：CG Consulting，西南证券整理

图 44：2022 年越南电动摩托车市场竞争格局



数据来源：CG Consulting，西南证券整理

2025 年印尼+越南电摩空间有望达 157.5 万辆，同比+67.5%。基于越南及印尼油改电的趋势，我们对两个市场的电摩空间进行了预测，测算如下：1) 越南与印尼摩托车人均拥有量较高，故将摩托车销量与人口数进行相除，发现越南的比例稳定在 3%，故假设 25/26/27 年该比例为 3%/3%/3%。印尼受国内经济等影响，24 年摩托车购买力下降，若 25 年开始政策明朗，经济有所调整，则假设 25/26/27 年该比例分别为 2.4%/2.5%/3.0%；2) 考虑越南、印尼电摩的现有发展以及政策支持，假设越南、印尼 25/26/27 年电摩渗透率分别为 12%/15%/20%、18%/25%/30%；3) 假设越南、印尼人口数同比增速均为前三年速度均值。测算结果可得，25 年越南及印尼电摩销量空间有望达 157.5 万辆，同比+67.5%，2027 年则有望突破 300 万辆水平。

表 9：2025 年越南+印尼电摩空间有望达 157.5 万辆

越南	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
人口数 (万人)	9807.9	9893.5	9968.1	10035.2	10112.2	10186.1	10259.8	10335.8
同比		0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
摩托车销量 (万辆)	271.3	249.2	300.3	251.6	340.0	305.6	307.8	310.1
销量/人口	2.8%	2.5%	3.0%	2.5%	3.4%	3%	3%	3%
电摩销量 (万辆)	13.6	22.4	30.0	25.2	34.0	36.7	46.2	62.0
电摩渗透率	5%	9%	10%	10%	10%	12%	15%	20%
印尼	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
人口数 (万人)	27481.5	27675.8	27883.1	28119.0	28334.8	28557.9	28786.5	29012.5
同比		0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
摩托车销量 (万辆)	366.1	505.8	522.1	623.7	400	671.1	719.7	812.3
销量/人口	1.3%	1.8%	1.9%	2.2%	1.4%	2.4%	2.5%	3%
电摩销量 (万辆)	0.0	5.6	7.3	13.1	60	120.8	179.9	243.7
电摩渗透率	0%	1.10%	1.40%	2.10%	15%	18%	25%	30%
越南+印尼电摩空间 (万辆)		28.0	37.3	38.3	94.0	157.5	226.1	305.7
同比			33.4%	2.5%	145.7%	67.5%	43.6%	35.2%

数据来源：世界银行，marklines，CG Consulting，上海恒普鑫展览公司，西南证券整理（注：黄色系假设数据）

3 公司分析：25 年内需迎来行业机遇，积极探索新成长路径

3.1 公司系电动两轮车领先者，行业出清利好收入/利润增长

产品布局完善，特色鲜明，多样化设计精准覆盖不同用户群体。爱玛电动车以完善的产品布局 and 鲜明的产品特色覆盖多样化市场需求，通过精细化的设计满足不同消费者的偏好。在产品矩阵中，爱玛布局了 Q 系列、A 系列、F 系列、X 系列及三轮系列，覆盖从时尚轻便到高性能骑行的多元化使用场景。其中，Q 系列产品如爱玛 Q7、露娜 2024 等，以柔和色调和圆润造型，重点迎合女性用户需求；而 A 系列和 X 系列则侧重于中性与酷炫风格设计，如爱玛指挥官 Pro 和造梦师 X14，更贴合男性用户的喜好。此外，三轮系列通过实用性设计满足多场景使用需求。通过色彩搭配和功能创新，爱玛在不同产品系列中精准定位，进一步强化了其市场竞争力与品牌吸引力。

表 10：爱玛科技两轮车产品矩阵

产品系列	核心单品	风格特点
Q 系列	   爱玛 Q7 爱玛露娜 2024 爱玛蛋蛋 2023	圆润、柔和、女性
A 系列	    爱玛 A7 Plus 爱玛蛟龙 爱玛指挥官 A700 爱玛指挥官 Pro	炫酷、中性
F 系列	 爱玛勇士 F626	注重性能，动力强劲、续航优秀、配置丰富
X 系列	  爱玛机甲师 爱玛造梦师 X14	机车设计

数据来源：爱玛科技官网，西南证券整理

公司产能充足，基本实现国内市场全覆盖。爱玛在天津、无锡、商丘、东莞、台州黄岩、重庆、广西贵港、丽水等多地均设有生产基地，预计产能合计高达 1980 万辆，具备充足的产能。从台州、重庆、贵港和丽水四大新基地投产状态来看，25 年是产能扩张高峰期，预计释放产能超 400 万辆。此外，爱玛的生产基地分布广泛，涵盖了我国多个重要地区，从北方的天津，到东部的无锡、台州黄岩，再到中部的商丘，以及南方的东莞、重庆、广西贵港、丽水等，基本实现了对国内市场的全覆盖。全方面的布局使得爱玛科技能够高效地满足不同地区消费者的需求，快速响应市场变化，确保产品能够及时、便捷地供应到全国各地，进一步巩固了其在电动两轮车市场的领先地位和竞争优势。

表 11：公司两轮车产能情况

基地	主要产品	产能（万辆）	建设时间	投产状态
天津	电动两轮车	500	-	已投产
无锡	电动两轮车	250	-	已投产
商丘	电动两轮车	250	-	已投产
东莞	电动两轮车	60	-	已投产
台州黄岩	电动两轮车	200	-	24 年 7 月投产
重庆	电动两轮车	300	-	一期已投产；二期在建
广西贵港	电动两轮车	120	2023 年	24 年 10 月投产
丽水	电动两轮车	300	2023 年	24 年 11 月投产
合计	-	1980		

数据来源：公司公告，各地方官方微信公众号，西南证券整理（注：各地方披露产能可能与实际规划产能有偏差）

格外关注“她”经济，形成特定用户群体。有研究表明，女性劳动参与对家庭生存消费（食品、衣着和居住的消费）的影响为负，对享受消费（家庭设备、医疗保健和交通与通讯的消费）、发展消费（文化娱乐的消费）与消费升级（享受型消费与发展型消费总和占总消费的比重）的影响为正，即女性参与劳动有助于家庭享受型消费与发展型消费占比的提升，且有利于家庭消费升级。根据《2023年全球性别差距报告》显示中国女性劳动参与率达63.7%，远超47.3%的国际平均水平，男女两性间的劳动参与率差距缩小为14.43个百分点，可以理解为，越来越多的中国女性走向职场能撬动家庭享受消费以及发展消费，该市场容量不得小觑。此外，当前女性主导家庭消费决策已成为一种常见现象，特别是在传统男性消费领域已逐步崭露头角，以小米SU7为例，雷军在演讲时表示：“今天所有SU7的订单（截至24年7月23日），购买的女车主已经超过了40%，我相信实际用的女车主可能接近50%”。爱玛较为敏锐捕捉到了女性消费群体的力量，请周杰伦作代言人、开设女性主题馆以及推出色彩丰富、设计精致的车型，从线下体验到产品本身，全方位地满足了女性用户在视觉、情感和使用上的需求，展现了其在女性用户市场布局上的深度和广度，旨在为女性用户提供更加贴心、个性化的出行解决方案，从而在竞争激烈的市场中赢得女性消费者的青睐与信任。

图 45：中国女性劳动参与率达 63.7%

Indicator	Rank	Score*	Compare with Global average	Difference F-M	Female vs Male		Min Max
Economic Participation and Opportunity	45th	0.727		-	Min	Max	-
Labour-force participation rate %	62nd	0.815		-14.43	63.73	78.16	0-100
Wage equality for similar work 1-7 (best)	22nd	0.729		-	-	-	-
Estimated earned income int'l \$ 1,000	70th	0.644		-7.59	13.73	21.32	0-150
Legislators, senior officials and managers %	-	-	-	-	-	-	-
Professional and technical workers %	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：图引自《2023年全球性别差距报告》，西南证券整理

图 46：开设女性主题馆



数据来源：Miss 大小姐店务标准视频，西南证券整理

图 47：露娜 2024 车型色泽丰富、明亮



数据来源：爱玛官网，西南证券整理

开始强化线上布局，折扣吸引力强，线下取货便捷。爱玛电动车以线上丰富的产品矩阵和灵活的定价策略覆盖多层次消费需求，为消费者提供了价格优惠和便捷的购买体验。从产品类型来看，爱玛的线上车型（电自+电摩）涵盖针对女性用户的“公主系列”与更偏中性或男性用户的“勇士系列”，价格区间从 1499 元-5299 元，活动价优惠力度高达 800 元左右，提升了产品的性价比。此外，通过线上购买车辆的消费者可以直接通过线下门店完成提货，无需自行安装或上牌，充分满足了消费者对便捷性的高需求。通过线上线下结合的模式，选购/购买流程得到简化，一方面提高了品牌吸引力，另一方面也有利于增强消费者的信赖感。

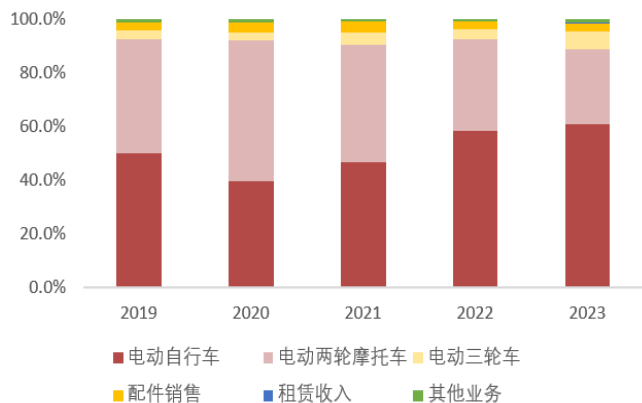
表 12：爱玛线上两轮车产品矩阵

对象	车型	价格（元）	活动价（元）	车型
公主	糖豆 B	1999	1799	电自
	Q 豆（锂电）	2999	2499	电自
	Q 豆（铅酸）	2199	1999	电自
	露娜	4899	3599	电自
	爱琪 mini	3399	2699	电自
	爱朵 2024	2999	2299	电自
	欢乐豆 12	1899	1499	电自
	朵朵	3199	2499	电自
	爱朵	3099	2399	电摩
	Q7	5299	4599	电摩
	爱琪	3599	2899	电摩
勇士	飞凡 AB33	3299	2599	电自
	卫士 AB51	3299	2699	电自
	骁龙 PRO	5099	4399	电摩
	仰望	4899	3999	电摩

数据来源：爱玛科技京东店铺，西南证券整理

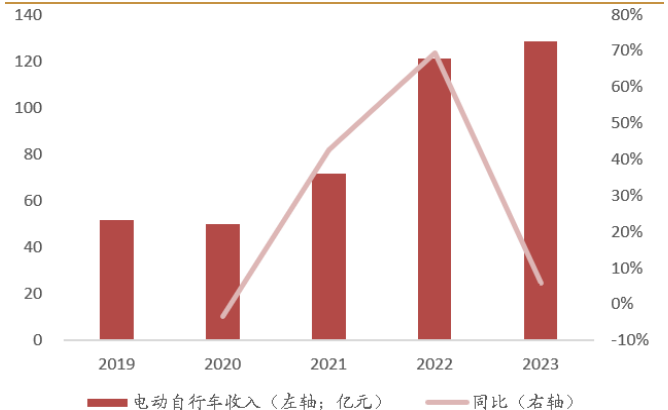
电动自行车系公司核心业务，收入占比稳中有升。公司电自业务始终保持相对稳定态势，2020 年收入下滑 3.3%主要系国内市场竞争激烈，为抢占市场份额故推出促销车型，相关车型占比提升使得单车价格下滑所致。21/22/23 年电动自行车实现收入 71.6/121.4/128.5 亿元，同比+42.7%/+69.5%/+5.9%，其中，23 年收入占营收 61.1%，同比+2.7pp，成为公司核心业务。**电动两轮摩托车业务近年来波动较大**，2020 年实现收入 67.4 亿元，同比+53.7%，主要系公司在 2019 年新国标后停止生产豪华款电动自行车，转而加大对电动两轮摩托车的生产和销售，业务规模实现快速增长；21/22/23 年实现收入 67.7/71.4/58.1 亿元，同比+0.4%/+5.6%/-18.7%，23 年收入下滑主要受市场竞争及行业下滑影响（2023 年摩托车行业销量也出现一定下滑，全年产/销 1941.6/1899.1 万辆，同比-8.8%/-11.3%）。**电动三轮车方面**，2023 年实现收入 14.4 亿元，同比+79.9%，占营业收入 6.8%，同比+3.0pp，整体表现超出预期。整体来看，公司在巩固电动两轮车核心业务的同时，其他业务也呈现出结构性优化。

图 48：公司主营业务收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 49：电动自行车收入相对稳定

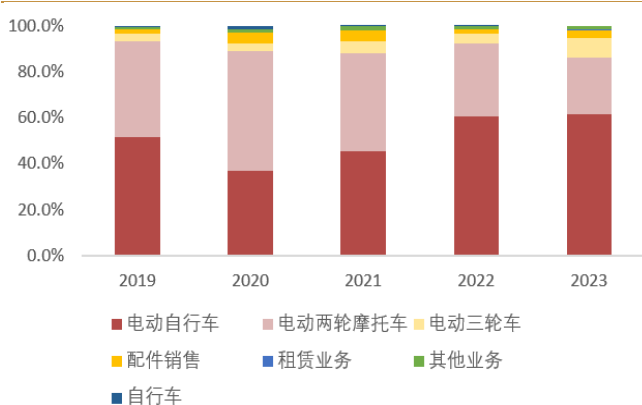


数据来源：公司公告，西南证券整理

纵向对比：

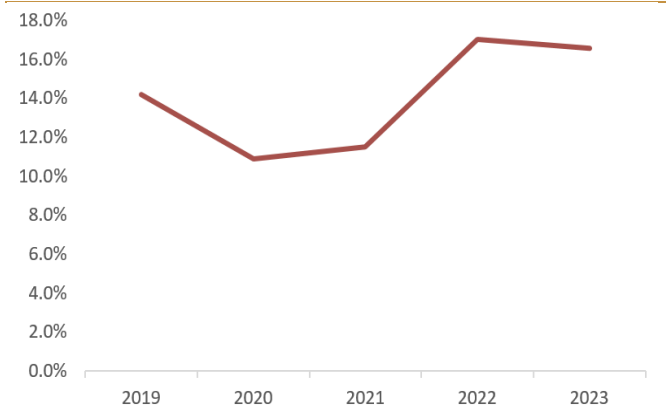
1) 电动自行车是毛利主要来源，毛利率水平进一步提升。近年来，随着电动自行车业务占比不断提高，其对利润的贡献也进一步增加，2023年电动自行车业务毛利润为21.3亿元，同比+3.0%，占总利润61.3%，同比+0.6pp；电动两轮摩托车贡献毛利润8.6亿元，同比-20.6%，占总利润24.7%，同比-7.1pp；电动三轮车和租赁业务的利润贡献有所增长，其中，电动三轮车毛利润为3.1亿元，同比+134.1%，租赁业务实现从0到0.2亿元的毛利润突破，但总体占比较小。从毛利率来看，电动自行车的盈利能力也在持续提升，由20/21/22/23年电动自行车毛利率分别为10.9%/11.5%/17.0%/16.6%，同比-3.3pp/+0.6pp/+5.5pp/-0.5pp。

图 50：电动自行车是毛利的主要来源



数据来源：公司公告，西南证券整理

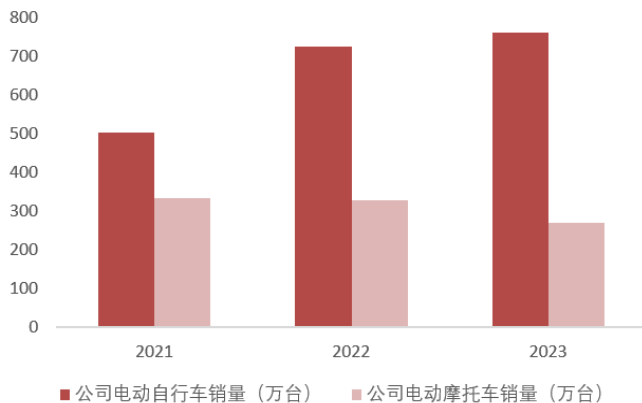
图 51：电动自行车毛利率有所增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

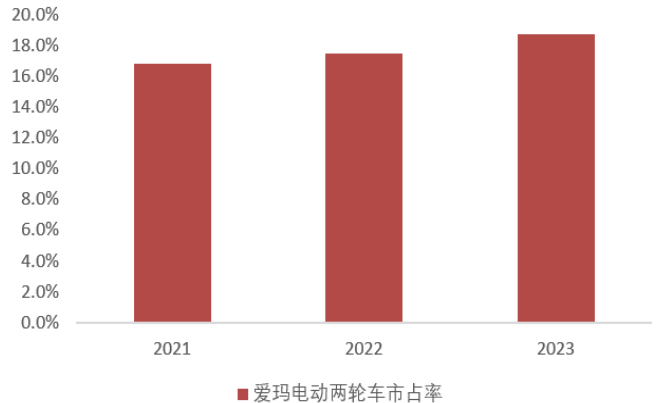
2) 爱玛电动车市占率稳中有升。从销量端来看，公司电动自行车21/22/23年销量分别为501.9/723.7/760.3万辆，整体呈现增长态势；电动摩托车销量21/22/23年分别为333.2/327.0/268.7万台，呈现一定幅度的下滑。市占率来看，爱玛电动两轮车（电自+电摩）21/22/23年市占率分别为16.8%/17.5%/18.7%，市占率处于稳中有升态势。

图 52：公司电动两轮车销量（电自/电摩）



数据来源：公司公告，西南证券整理

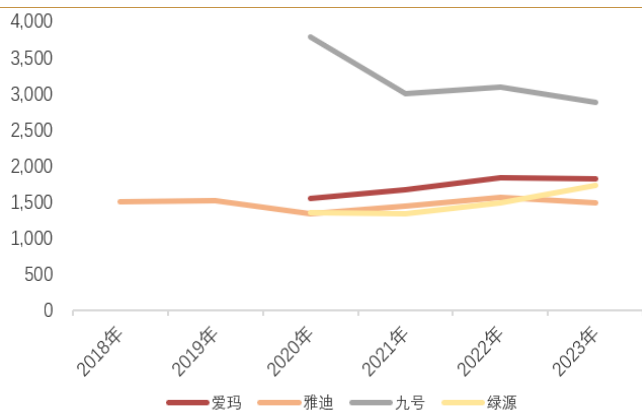
图 53：公司市占率稳中有升



数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理（注：（公司电自+电摩托车）/行业销量）

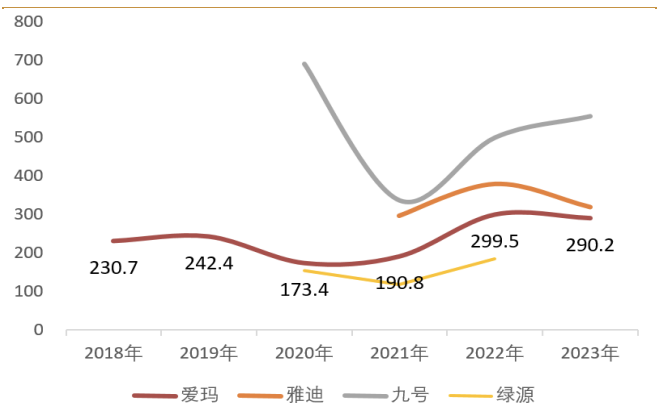
横向对比：爱玛两轮车单车价格/利润相对稳定，产能出清利好收入/利润增长。从单车收入/利润来看，爱玛单车盈利处于相对稳定态势，23 年单车价格 1812.6 元/辆，同比-1.2%，降幅低于雅迪（-5.1%）、九号（-6.8%）；23 年单车毛利率为 16.0%，同比-0.3pp，毛利润为 290.2 元/辆，同比-3.1%，单车层面盈利能力受行业竞争影响有限。对比行业来看，爱玛两轮车毛利率在 22 年提升 4.9pp 至 16.3%；23 年下滑 0.3pp 至 16.0%，下滑幅度小于雅迪（-2.8pp）。根据前文测算，总体来看行业中不具备生产资质的潜在出清规模为 464 万台。随着资质监管的加强，这部分市场为具有生产资质的品牌提供了重要的增长机会。按照爱玛占 TOP10 销量的 20.7%，预计爱玛电动车或将占有 95.9 万辆出清空间，按照 23 年的单车价格/利润以及爱玛总收入来看，这 95.9 万辆将为公司带来 17.4 亿元收入贡献，2.8 亿元毛利润贡献，对应收入/利润弹性分别为 8.3%/8.0%。

图 54：各品牌电动两轮车单价情况（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2020 年爱玛单价=（电自+电摩收入）/总销量）

图 55：爱玛电动两轮车单车毛利润情况（元/辆）



数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理（注：18-20 年单车毛利润=（电自+电摩利润）/总销量）

表 13：各品牌毛利率情况

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
爱玛	11.2%	11.4%	16.3%	16.0%
雅迪	-	20.5%	24.2%	21.4%
九号	18.3%	11.2%	16.2%	19.3%
绿源	11.5%	8.8%	12.4%	-

数据来源：相关公司公告，西南证券整理（注：雅迪两轮车毛利率=电动两轮车及相关配件毛利/电动两轮车及相关配件毛利，即包含配件的利润）

3.2 公司发力电动三轮业务，有望成为第二增长曲线

电动三轮车属于机动车范围，需具备骑行资质。电动三轮车根据用途主要分为载货电动三轮车和载客电动三轮车，均属于机动车范围内。载货电动三轮车需要 D 驾照，并且严禁载人，主要用于货物运输，在物流、小型商贸等领域发挥重要作用，能够承载一定重量的货物（一般车型载重 300-600kg），为商家和用户提供便捷的货物搬运方式。载客电动三轮车分为轻便正三轮摩托车和正三轮载客摩托车。轻便正三轮摩托车时速限制在 $\leq 50\text{km/h}$ ，驾照要求为 E、F、D 中的一种，核定载人数为 1 人，这种车型相对小巧灵活，为乘客提供了一种便捷的出行选择。正三轮载客摩托车时速 $\geq 50\text{km/h}$ ，驾驶需 D 驾照，核定载人数为 1-2 人，它具有相对更稳定的结构和一定的速度优势，在县域场景出现的较多，对公共交通覆盖不足的区域进行了补充，但是载客电动三轮车并不被允许投入营运使用。

表 14：电动三轮车定义

	载货电动三轮车	载客电动三轮车	
分类	/	轻便正三轮摩托车	正三轮载客摩托车
图示			
属性	机动车	机动车	机动车
时速	$\geq 50\text{km/h}$	$\leq 50\text{km/h}$	$\geq 50\text{km/h}$
驾照要求	D	E、F、D	D
核定载人数	严禁载人	1	1-2

数据来源：阳谷交警公共关系中心，宿迁交警微发布，西南证券整理

特种电动三轮车使用场景较多，快递专用电动三轮车按非机动车管理。根据智研咨询整理，特种电动三轮车主要是指经特制或专门改装，配有固定的装置设备，主要功能不是用于载人或运货而是有特殊用途的电动三轮车，包含快递专用电动三轮车、环卫专用电动三轮车、各类型工厂专用电动三轮车和旅游观光车等。工厂专用电动三轮车使用环境一般比较恶劣，要求电机、电池比较耐用，能适应粉尘、高温、崎岖道路等环境，对车架用材、焊接工艺等要求较高。快递专用电动三轮车为专门从事快递收寄和投递服务的电动三轮车，有效解决快件投递“最后一公里”问题，其尺寸、电机、电池和载重通常与休闲车型相似，最高车速通常不高于 15km/h 。根据相关规定，快递专用电动三轮车设计速度不超过 20km/h 则按照非机动车管理，骑行无需驾驶证（来源：人民网）。

图 56：绿保电动三轮侧翻桶清运车



数据来源：全球电动车微信公众号，西南证券整理

图 57：快递电动三轮车



数据来源：西南证券拍摄

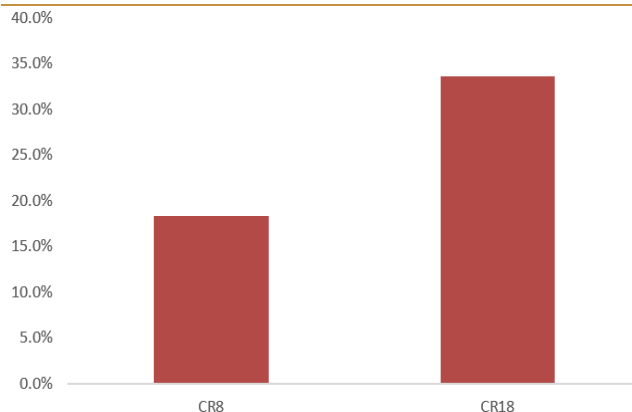
我国电动三轮车行业呈现出集中度较低的特点。目前，行业内企业按年产量划分成了五个梯队，其中第一梯队年产量在 30 万辆以上，仅有 8 家；第二梯队年产量 10-30 万辆，约 10 家；第三梯队年产量 5-10 万辆，约 20 家；第四梯队年产量 3-5 万辆，约 30 家；而第五梯队年产量 3 万辆以下的企业数量最多，约有 200 家，行业内企业规模差异较大，且多数企业年产量较低，市场较为分散。根据测算，电三轮行业 CR8=18.3%，CR18 仅为 33.6%，进一步印证了我国电动三轮车行业集中度较低的状况。低集中度意味着市场上没有少数几家企业占据绝对优势，众多企业共同参与竞争，行业竞争格局较为分散，尚未形成高度集中的市场态势。大量中小厂商占据了大部分市场份额，但它们在品牌影响力、技术研发、生产规模、渠道建设等方面相对薄弱。龙头企业可凭借自身强大的品牌知名度和美誉度，吸引原本购买中小厂商产品的消费者。例如，消费者在购买电动三轮车时，往往更倾向于选择知名品牌，认为其质量和售后更有保障，龙头企业可通过品牌营销活动，强化品牌形象，加速市场份额向自身集中。

图 58：2023 年电动三轮车行业竞争格局

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

数据来源：三轮车资讯，西南证券整理

图 59：2023 年电动三轮车行业集中度较低



数据来源：三轮车咨询，西南证券整理

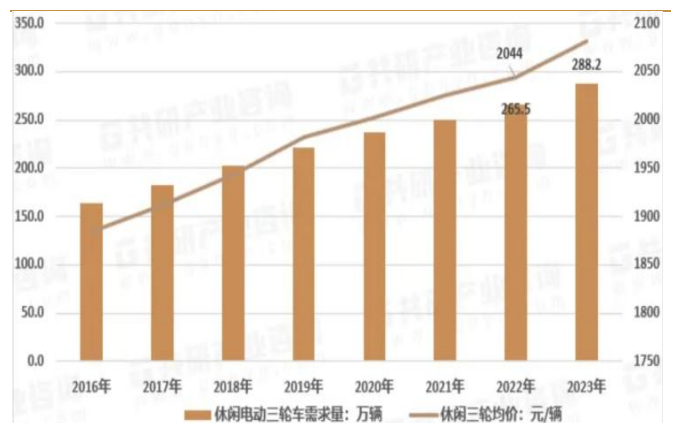
电动三轮车需求量超过 1000 万辆，休闲三轮成电动三轮的重要细分领域。智研咨询数据显示，我国电动三轮车需求量已超 1000 万辆，2021 年我国电动三轮车需求量达 1301.2 万辆，2022 年我国电动三轮车需求量达 1395 万辆，其中载货三轮占比最高，2022 年需求量为 698.5 万辆（原文将需求量与产量对应，故本文将需求量按销量理解）。从产量端来看，2021-2022 年我国电动三轮车产量分别为 1305 万辆和 1404 万辆。细分来看，休闲电动三轮车需求量始终保持一定增长，需求量从 2016 年的 150 万辆持续上升至 2023 年的 288.2 万辆，增长态势十分显著，这一数据有力地证明了休闲三轮市场的蓬勃发展和消费者对其日益增长的需求。同时，伴随着需求量的增加，休闲三轮的均价也呈现出稳中有升的趋势，从 2016 年的 1850-1900 元/辆上升到 2023 年的 2050-2100 元/辆，这不仅反映了市场对休闲三轮的认可，也体现了其在产品品质和附加值方面的提升。根据共研产业咨询统计，目前国内休闲电动三轮车市场品牌主要有雅迪、爱玛、金彭、艾美达、步步先、小鸟、捷马、百事利、奥马达等，其中，小鸟系爱玛董事长张剑胞姐张红家庭投资并控制的企业，步步先系董事长张剑胞妹张茹投资并控制的企业（来源：爱玛招股说明书）。

图 60：2007-2022 年电动三轮车需求情况（万辆）



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 61：2016-2023 年休闲电动三轮车需求量及价格



数据来源：共研产业咨询，西南证券整理

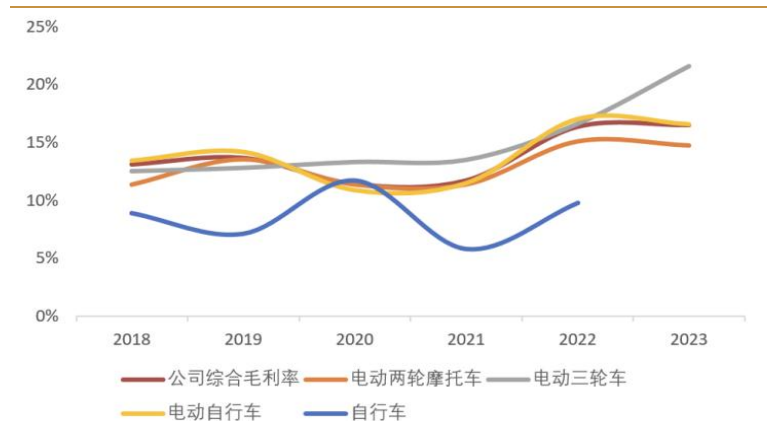
电动三轮车盈利水平高于电动两轮车，属于高利润率产品。相比电动两轮车，电动三轮车属于高利润率产品。根据电动车情报网的成本拆分来看，零售价为 9000 元的电动三轮车各项成本合计为 6750 元，其中电池成本 2100 元（60V58Ah），电机 400 元（1200W），控制器 300 元，车架及车厢 1500 元，轮胎 300 元，烤漆 500 元，灯光 150 元，减震、刹车、坐垫、靠垫 500 元，其他配置 500 元，组装及宣传 500 元。从厂商到经销商手里，电动三轮车也会有一次加价，算上运费及厂商利润，终端售价 9000 元的电动三轮车到经销商手里价格大约要 7800 元左右，厂商利润为 1050 元。具体从爱玛科技披露数据来看，公司电动三轮车毛利率明显高于电动两轮车等其他产品，20/21/22/23 年电动三轮车与电动自行车的毛利率差分别为 +2.4pp/+2.0pp/-0.4pp/+5.0pp（22 年电动三轮车毛利率为 16.6%，同比 +3.1pp）。

图 62：电动三轮车厂商成本拆分（元）

成本项	金额
电池	2100
电机	400
控制器	300
车架及车厢	1500
轮胎	300
烤漆	500
灯光	150
减震、刹车、坐垫、靠垫	500
其他配置	500
组装及宣传	500
成本合计	6750
出厂价	7800
厂商利润	1050

数据来源：电动车情报网，西南证券整理

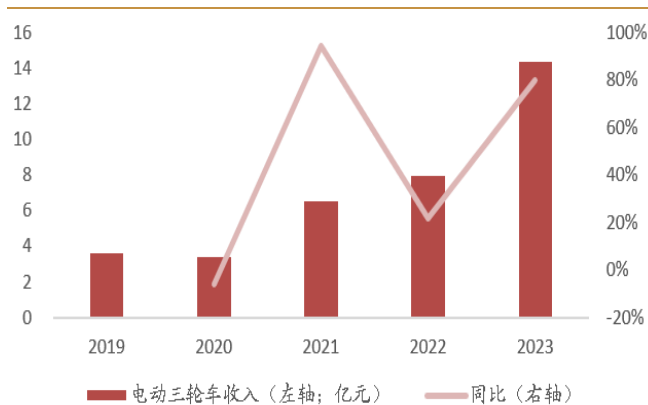
图 63：23 年公司电动三轮车毛利率高于电摩/电自



数据来源：爱玛科技公司公告，西南证券整理

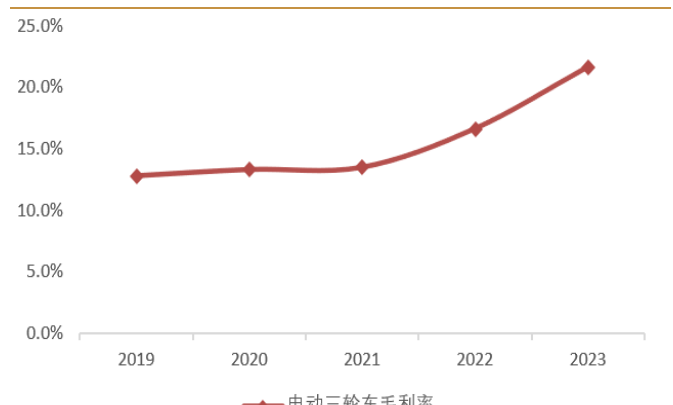
公司优化三轮车业务结构，实现收入与盈利双增长。19/20 年公司三轮车业务收入分别为 3.6/3.4 亿元，同比-26.6%/-6.0%，主要系 2019 年电动自行车新国标正式实施，满足新国标要求成为公司首要目标，故 2019 年公司聚焦主要产品电动自行车业务的拓展及产品线调整上。同时，电动三轮车市场竞争激烈，公司对电动三轮车进行了产品结构优化，减少特种三轮车与货运三轮车，以适应新的市场环境，因此公司电动三轮车销售金额和数量有所下滑。公司不断丰富电动三轮车的产品，形成以休闲电动三轮车、篷车电动三轮车、货运电动三轮车为主的产品系列，21/22/23 年实现收入 6.6/8.0/14.4 亿元，同比+94.3%/+21.8%/+79.9%，公司三轮车产品力得到市场认可。伴随规模扩大以及成本优化，电动三轮车业务的毛利率也在稳步增长，2023 年提升至 21.6%，同比+5.0pp，高毛利产品规模扩大为公司整体盈利能力提供了有力支撑，也为进一步扩大市场占有率奠定了基础。

图 64：公司电动三轮收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

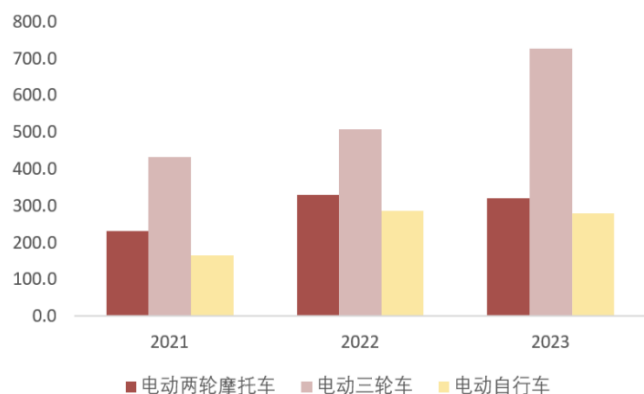
图 65：公司电动三轮业务毛利率持续向上



数据来源：公司公告，西南证券整理

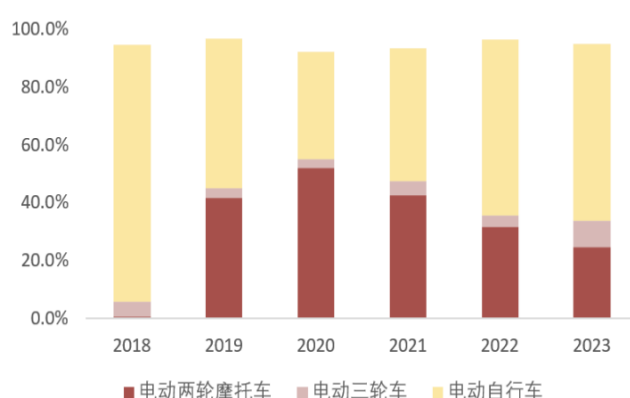
对应单车毛利润超 700 元，23 年利润占比显著提升。对应单车层面来看，2023 年电动三轮车单车毛利润达到 726.1 元/辆，同比+43.4%，远超电动摩托车、电动自行车。此外，23 年电动三轮业务毛利占比提升至 8.9%，同比+5.0pp，相较于 2018-2022 年，其在公司整体毛利构成中的比重有了明显增长，充分表明电动三轮车业务在 2023 年取得了更为优异的成绩，对公司利润的贡献愈发重要，也显示出该业务良好的发展态势和广阔的潜力空间。

图 66：公司电动三轮车单车毛利润达 726 元/辆



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 67：公司电动三轮业务毛利占比显著提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司休闲电动三轮车产品具备较强竞争力。爱玛 Q70 系列产品造型时尚，配色清新且具有辨识度，能有效吸引消费者目光，满足个性化审美需求，在外观设计上占据优势。爱玛乐享 CA500 系列产品提供多种颜色选择，如冰台绿、奶酪白、极地灰、诺亚棕等，能够适应不同消费者的喜好，且其车型设计兼顾实用性与美观性，体现出爱玛在产品多样性上的用心。此外，爱玛作为知名品牌，本身具备较高的品牌影响力和市场认可度，这为其电动三轮车产品加分不少。凭借外观设计的亮点、丰富的产品选择以及强大的品牌优势，爱玛科技在电动三轮车市场具备较强的竞争力，有望持续获得消费者青睐，提升市场份额。

图 68：爱玛 Q70 系列产品



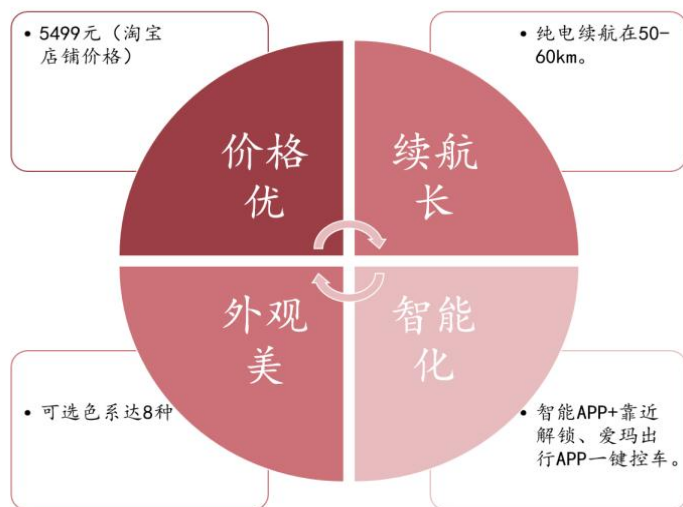
数据来源：爱玛科技官网，西南证券整理

图 69：爱玛乐享 CA500 系列产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 70：爱玛乐淘 CA500 产品性能（60v20a）



数据来源：淘宝-爱玛三轮车工厂店，西南证券整理

2023 年休闲电动三轮车农村地区潜在需求为 1687.5 万辆，实际渗透率为 17.1%。考虑骑行电动三轮车需要考取驾驶资格证，城市道路监管严格，主要集中在低线城市及农村地区，适用人群为老年人及宝妈送娃。由于低线城市数据难以获取，本文仅针对农村地区进行测算，测算过程如下：1) 对象：本文选取 55-69 岁农村地区老年群体（年龄大于 70 岁不便骑、年龄小于 55 岁人群对稳定性的要求不高）及 35-44 岁女性农村群体（中国女性平均生育年龄是 30.5 岁，35-44 岁女性的孩子时值 5-13.5 岁上学年龄）；2) 假设：a.假设研究对象中有 1/4 人口有休闲电动三轮的需求；b.55-69 岁农村老年群体 2 个人使用一辆车，35-44 岁农村女性群体 1 个人使用一辆车。结果：22/23 年农村地区对于休闲电动三轮车的潜在需求量分别为 2006.8/1687.5 万辆，现有数据表明，22/23 年休闲电动三轮车销量则为 265.5/288.2 万辆，渗透率仅为 13.2%/17.1%。面向千万级的市场，国内休闲电动三轮车仍有较大发展空间。

表 15：休闲电动三轮车农村地区潜在需求规模测算

指标	2022	2023
55-69 岁总人口（亿人）	2.6	2.0
55-69 岁人口样本数（人）	269410	205391
抽样比例	0.1023%	0.1051%
55-69 岁总人口（乡村；亿人）	0.92	0.66
假设 1/4 有需求（亿人）	0.23	0.17
35-44 岁女性总人口（亿人）	1.0	1.0
35-44 岁女性人口样本数（人）	101392	106962
抽样比例	0.1023%	0.1051%
35-44 岁女性总人口（乡村；亿人）	0.34	0.34
假设 1/4 有需求（亿人）	0.09	0.09

指标	2022	2023
城镇人口 (亿人)	9.21	9.33
乡村人口 (亿人)	4.91	4.77
城镇人口比例	65.2%	66.2%
乡村人口比例	34.8%	33.8%
预计潜在规模(万辆)	2,006.8	1,687.5
休闲电动三轮市场销量 (万辆)	265.5	288.2
休闲电动三轮车渗透率	13.2%	17.1%

数据来源：国家统计局，共研产业研究院，智研咨询，西南证券

公司扩充休闲三轮产能，后续有待放量。爱玛 2024 年连续在多地投资建设产业园，4 月计划总投资约 30 亿元建设爱玛科技集团丰县产业园项目，主要用于扩大电动三轮车产能；5 月又宣布投资 20 亿元建设爱玛兰州新区产业园项目，用于扩大电动两轮车、电动三轮车产品产能，目前爱玛三轮车已经实现了对国内市场的东、中、西部布局。随着日常代步、社区物流和农村电动化普及等应用场景的持续拓展，休闲三轮的市场需求有望持续上升，爱玛前瞻性扩充产能有望抢抓机遇，驱动公司业绩新增长。

图 71：爱玛电动三轮车布局覆盖东、中、西部



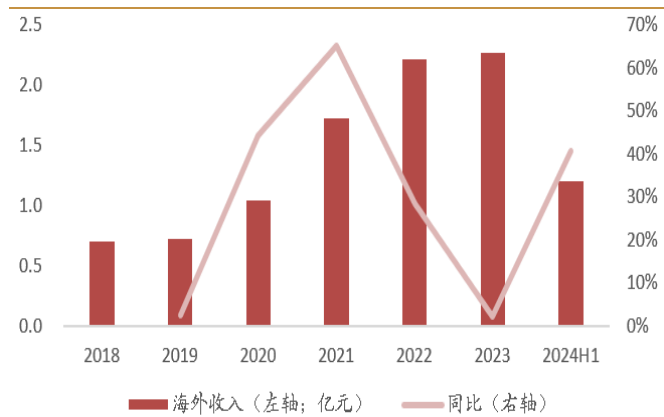
数据来源：公司公告，兰州新区经合局，西南证券整理

3.3 开始布局海外市场，着力打开新成长空间

海外市场表现稳步提升，收入增长显著，毛利率相对稳定。作为行业领军企业的爱玛早在 2015 年就在瑞士开业了首家海外旗舰店,频繁亮相海外顶级车展,逐步设立海外分公司、海外工厂、未来计划设立海外研发中心，推行开启品牌全球化的布局。2020 年起，公司海外收入开始显著提升，20/21/22/23 年分别实现收入 1.0/1.7/2.2/2.3 亿元，同比+44.3%/+65.2%/+28.3%/+2.2%，尽管增速略有放缓，但 2024 年上半年再次恢复较高同比增速+40.7%达到 1.2 亿元收入。此外，海外毛利率呈现修复趋势，2022 年达 21.06%，同比+2.2pp，23 年为 19.8%，同比-1.3%，24H1 达到 22.0%，超过 23 全年 2.2pp，主要系高毛利中高端产品占比提升，产品结构持续改善带动单车盈利上移。这一趋势表明，公司在优化海外业务结构及提

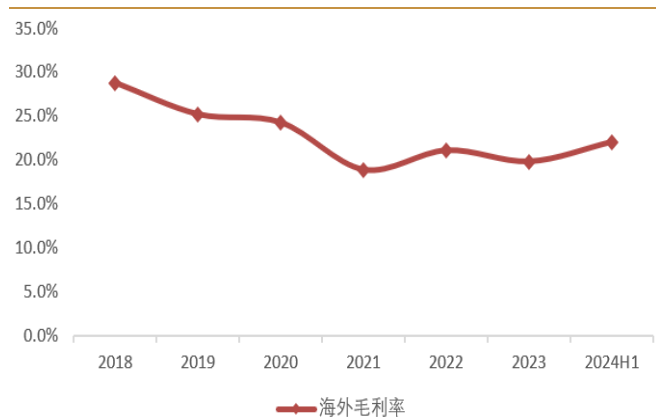
升盈利能力方面取得了初步成效。综合来看，海外市场正成为公司收入的重要增长点，同时毛利率修复也为盈利能力的提升提供了支持。

图 72：2018 年以来公司海外收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 73：2018 年以来公司海外毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

爱玛在印尼、越南布局相关产能，加大海外渠道建设。2023 年底，爱玛布局全球 50 多个国家，并在印尼、越南设立海外工厂。2023 年 10 月 17 日爱玛印尼代理商团队参观爱玛生产基地和国内旗舰店，也是爱玛继“中国品牌日”后再次向全球尤其是印尼客户公开展示自身的核心技术和智能制造能力。2024 年 3 月 21 日爱玛印尼工厂正式启动投产。此外，2024 年 4 月 30 日、5 月 4 日，爱玛受邀参加雅加达亚洲自行车展，8 月 12 日爱玛印尼龙目岛首家旗舰店开业，总体而言爱玛已开始对印尼市场进行较为全面、立体的布局。

图 74：爱玛印尼工厂启动仪式



数据来源：中国发展改革报社，西南证券整理

图 75：爱玛印尼工厂生产线



数据来源：中国发展改革报社，西南证券整理

爱玛针对欧美市场推出 EBIKE，开辟海外新道路。针对 EBIKE 产品，爱玛与 Rizoma、八方、Rob Janoff 等多个合作方协作，全力打造产品竞争力，CES2025 展示了多款产品囊括城市通勤和越野骑行场景。根据八方股份报道，截止 2024 年底爱玛在北美地区的营销网络已吸引近 500 家经销商积极加入；美通社报道，2025 年爱玛计划在美国超过 600 个独立自行车经销商 (IBD) 网络中投放产品，并推出 6 款 EBIKE 新品全力冲击新市场。

图 76：爱玛参与 CES2025



数据来源：两轮车评，西南证券整理

图 77：爱玛&Rizoma 推出 VENICE 概念车

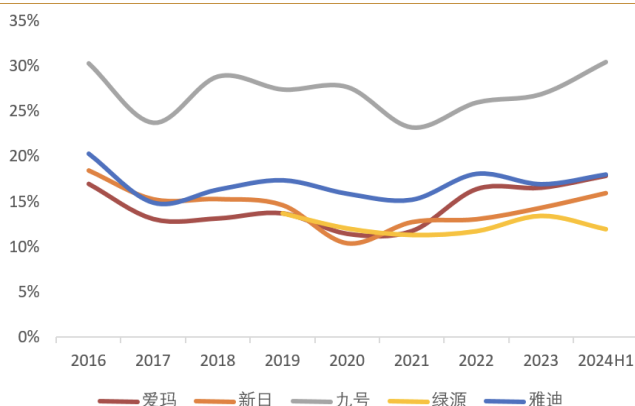


数据来源：轮彦国际，西南证券整理

4 财务分析

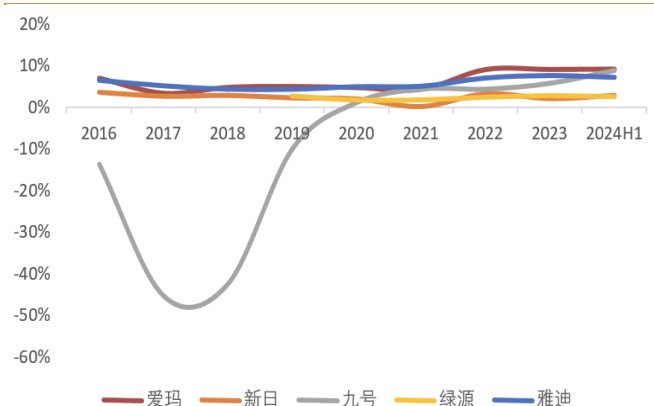
公司盈利能力稳定提升，净利率处于行业上游水平。纵向来看，2016-2021 年受行业环境影响，公司毛利率和净利率整体呈下降趋势，毛利率于 2020 年下滑至低点 11.4%，净利率于 2021 年下滑至低点 4.3%。2022 年至今公司加快产品调整，提高产品盈利能力，毛利率和净利率显著上升，截止 2024 前三季度公司毛利率和净利率分别为 17.4%/9.0%，同比分别+1.6pp/+0.1pp。横向来看，公司毛利率逐步接近雅迪水平，且公司净利率高于行业可比公司，24H1 爱玛/新日/九号/绿源/雅迪净利率分别为 9.1%/2.9%/8.9%/2.6%/7.2%，同比+0.3pp/+0.6pp/+3.9pp/+0.1pp/+0.2pp。从费用率方面来看，对比 24H1 销售/管理费用公司均处于行业中下游，2024 年前三季度公司销售/管理费用率(含研发费用)分别为 3.5%/5.2%，同比分别+0.7pp/+0.8pp。

图 78：公司与可比公司毛利率情况



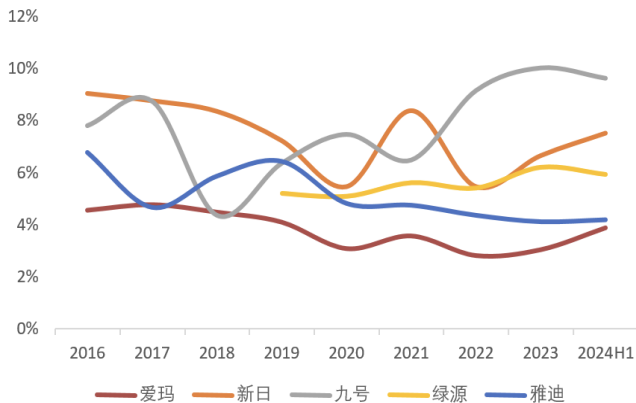
数据来源：WIND，西南证券整理

图 79：公司与可比公司净利率情况



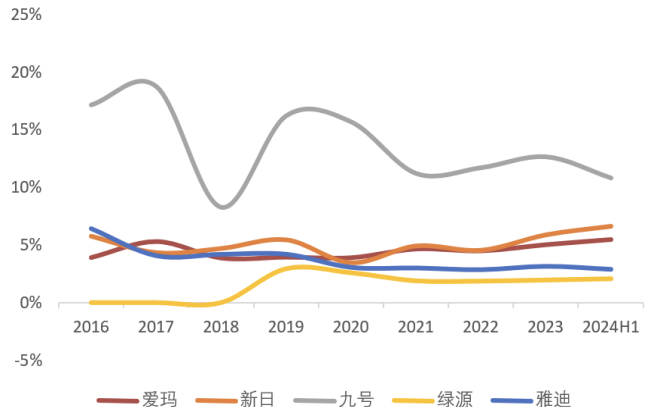
数据来源：WIND，西南证券整理

图 80：公司与可比公司销售费用率情况



数据来源：WIND，西南证券整理

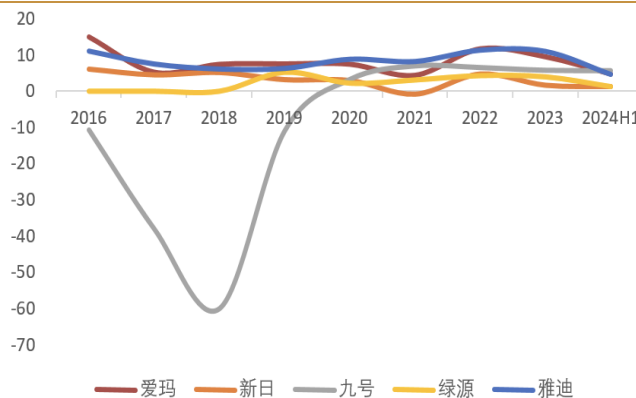
图 81：公司与可比公司管理费用率情况



数据来源：WIND，西南证券整理

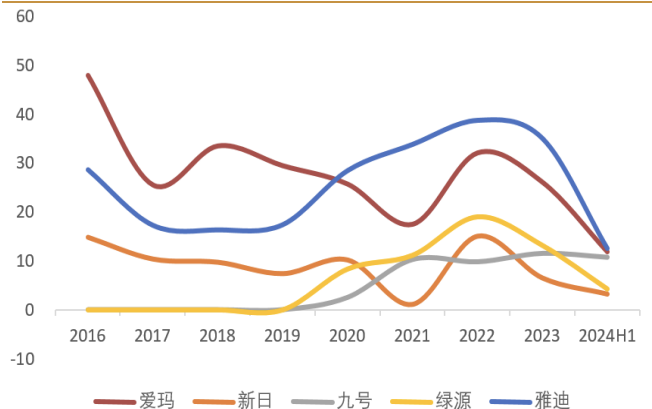
公司 ROA/ROE 处于行业中上游水平。2024H1 公司 ROA 为 4.7%，同比+0.2pp，新日/九号/绿源/雅迪分别为 1.2%/5.6%/1.3%/4.6%，同比+0.3pp/+3.0pp/+1.3pp/-0.8pp；24 前三季度公司 ROA 为 7.3%，同比-0.2pp，ROE 为 18.9%，同比-2.7pp，横向对比爱玛科技 ROA/ROE 均处于行业中上游，表现相对较好。

图 82：公司与可比公司总资产报酬率 ROA (%)



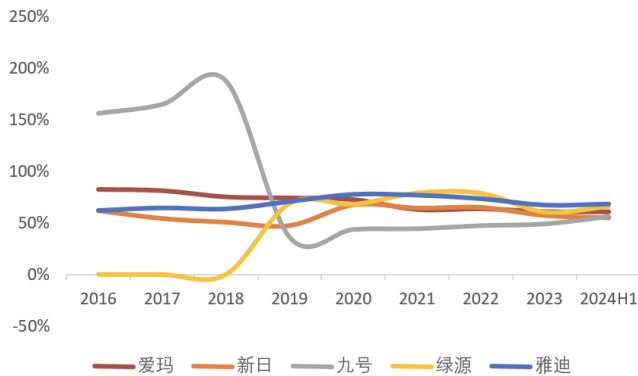
数据来源：WIND，西南证券整理

图 83：公司与可比公司净资产收益率 ROE (平均) (%)

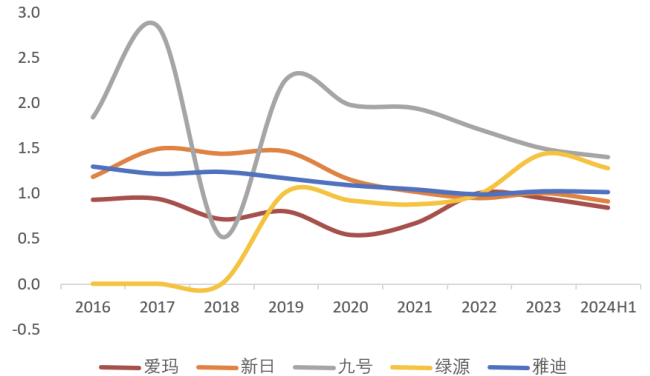


数据来源：WIND，西南证券整理

公司资产负债率处于行业中游水平，流动比率低于同行。公司资产负债率处于行业中游水平，24H1 公司资产负债率为 60.7%，同比-0.9pp，新日/九号/绿源/雅迪为 54.7%/56.1%/65.9%/68.4%，同比-1.2pp/+9.0pp/-4.2pp；24 年前三季度公司资产负债率同比-2.3pp 至 63.0%。2024H1 爱玛流动比率为 0.8，新日/九号/绿源/雅迪流动比率分别为 0.9/1.4/1.3/1.0，公司流动比率低于行业同行。

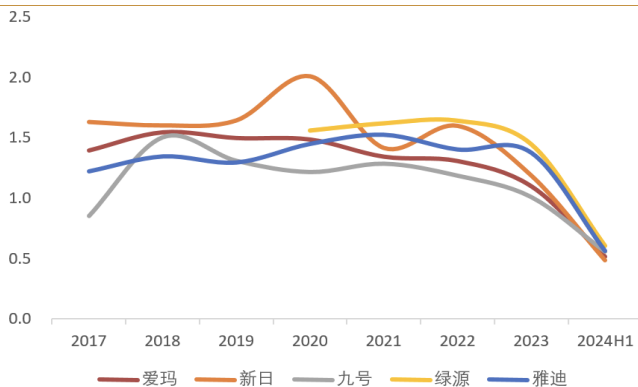
图 84：2016 年以来可比公司资产负债率情况


数据来源：WIND，西南证券整理

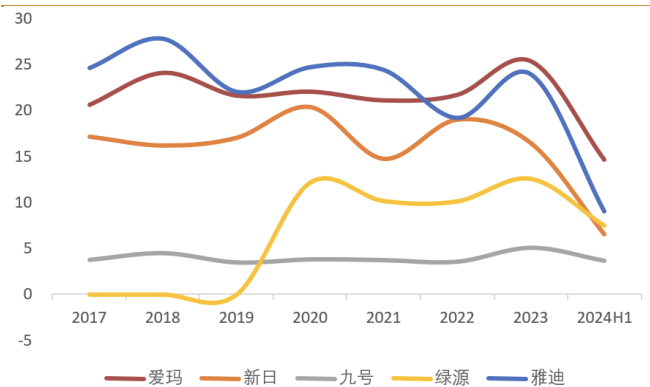
图 85：2016 年以来可比公司流动比率情况


数据来源：WIND，西南证券整理

公司存货周转率处于行业上游水平。2024H1 公司存货周转率为 14.6 次，新日/九号/绿源/雅迪分别为 6.5/3.7/7.5/9.1 次，爱玛存货周转率高于行业同行。截止 24 年前三季度，公司存货周转率为 26.8 次，生产、运营效率迈向更高水平。

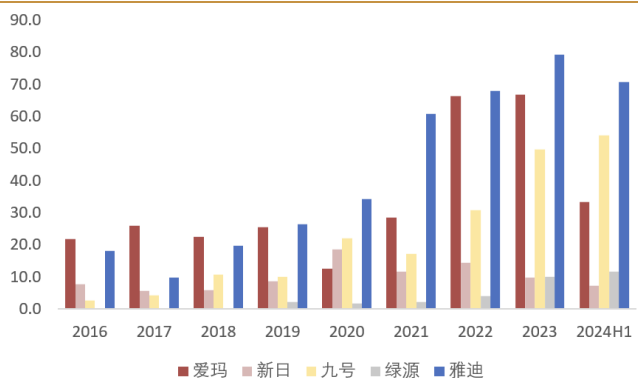
图 86：公司与可比公司总资产周转率情况


数据来源：WIND，西南证券整理

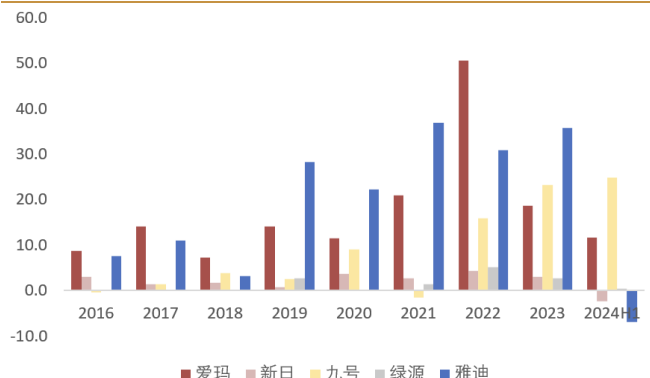
图 87：公司与可比公司存货周转率情况


数据来源：WIND，西南证券整理

公司货币资金充裕，经营性现金流较好。2024H1 公司货币资金和经营性现金流分别为 33.4/11.6 亿元，同期新日股份/九号公司/绿源集团/雅迪控股货币资金分别为 7.3/54.1/11.6/70.7 亿元，经营性现金流净额分别为 -2.3/24.9/0.4/-7.0 亿元。

图 88：公司与可比公司货币资金情况（亿元）


数据来源：WIND，西南证券整理

图 89：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元）


数据来源：WIND，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：市占率方面，24 年考虑竞争对手销量下滑，25/26 年考虑政策支持、行业出清以及公司产品力持续提升，假设 24/25/26 年公司两轮车市场率分别为 21%/21.3%/21.6%（行业销量参考前文测算）。

假设 2：产品结构方面，电自行业受政策端有力支持，且公司产能充足，后续销量有望伴随行业迎来增长；电三轮需求旺盛，公司产能有待释放，后续或将成公司第二增长曲线。参考 23 年电自、电摩、电三轮占总销量的比重，假设 24/25/26 年电自、电摩、电三轮销量占比分别为 75%、20%、5%/75.5%、19%、5.5%/76%、18%、6%。

假设 3：单价方面，考虑公司电自产品持续迭代升级，单价有望得到稳定增长，故假设电自 24/25/26 年单车价格增速分别为 0.5%/0.5%/0.5%；23 年电摩单价出现一定下滑，后续海外销量占比提升有望拉高电摩单车价格，故假设 24/25/26 年电摩单价增速分别为 3%/0.5%/0.5%；电三轮方面，公司产品力领先且产能释放，有望带动价格提升，故假设 24/25/26 年单价增速分别为 0.5%/0.1%/0.1%。伴随单价提升以及规模化效应，假设电自、电摩、电三轮 24/25/26 年毛利率分别为 16.6%/17%/17.1%、14.9%/15%/15.2%、23%/24%/25%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 16：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2025E
电动两轮车摩托车	收入	58.1	48.4	55.1	61.7
	增速	-18.7%	-16.6%	13.7%	12.1%
	毛利率	14.8%	14.9%	15.0%	15.2%
电动三轮车	收入	14.3	18.4	24.1	31.0
	增速	79.9%	28.1%	31.2%	28.6%
	毛利率	21.6%	23.0%	24.0%	25.0%
电动自行车	收入	128.5	138.5	196.2	211.5
	增速	5.9%	7.8%	41.6%	7.8%
	毛利率	16.6%	16.6%	17.0%	17.1%
零配件	收入	6.5	5.0	5.3	5.7
	增速	10.4%	-23.0%	7.3%	6.8%
	毛利率	15.7%	14.1%	14.1%	14.6%
其他	收入	2.6	1.4	1.5	1.5
	增速	88.3%	-45.9%	4.8%	6.0%
	毛利率	23.8%	28.2%	29.7%	27.2%
租赁收入	收入	0.45	0.46	0.46	0.47
	增速	-	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2025E
合计	收入	210.4	212.1	282.6	312.0
	增速		0.8%	33.2%	10.4%
	毛利率	16.5%	16.8%	17.2%	17.5%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取绿源集团控股、雅迪传统品牌作为可比公司，25 年行业平均 PE 为 14 倍。考虑公司产品力提升、电自以及休闲电三轮产能释放，有望在行业发展中迎来更大增长机遇。此外，考虑公司印尼工厂投产以及渠道铺设正在进行，海外空间将得到一定打开。我们给予公司 18 倍 PE，目标价为 50.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
2451.HK	绿源集团控股	6.63	0.43	0.38	0.45	0.53	15.42	17.36	14.71	12.52
1585.HK	雅迪控股	11.88	0.88	0.66	0.94	1.15	13.50	17.99	12.66	10.35
平均值							14.46	17.67	13.68	11.43
603529.SH	爱玛科技	41.47	2.18	2.32	2.82	3.33	19.00	17.90	14.72	12.44

数据来源：Wind，西南证券整理（注：股价更新至 2025.2.19；雅迪、绿源股价已转换为人民币）

6 风险提示

政策推行不及预期风险，以旧换新补贴力度不及预期风险，原材料变化风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	210.36	212.12	282.62	311.99	净利润	18.96	19.97	24.28	28.73
营业成本	175.63	176.44	233.88	257.27	折旧与摊销	3.79	2.51	2.51	2.51
营业税金及附加	1.00	1.01	1.35	1.49	财务费用	-4.10	1.23	1.21	1.22
销售费用	6.41	5.52	8.48	9.36	资产减值损失	-0.04	0.00	0.00	0.00
管理费用	4.74	4.88	9.61	9.36	经营营运资本变动	-7.47	-3.70	27.79	10.96
财务费用	-4.10	1.23	1.21	1.22	其他	7.50	0.01	0.20	0.16
资产减值损失	-0.04	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	18.64	20.01	55.99	43.59
投资收益	-0.21	0.00	0.00	0.00	资本支出	-12.16	-10.00	-20.00	-30.00
公允价值变动损益	-0.17	-0.11	-0.13	-0.13	其他	-6.94	-4.16	-20.47	-20.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-19.10	-14.16	-40.47	-50.47
营业利润	21.94	22.94	27.96	33.16	短期借款	-5.11	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.19	0.37	0.38	0.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	22.13	23.30	28.34	33.54	股权融资	0.73	0.00	0.00	0.00
所得税	3.17	3.34	4.06	4.80	支付股利	-10.49	-3.76	-3.99	-4.86
净利润	18.96	19.97	24.28	28.73	其他	20.32	-4.83	-0.31	-0.32
少数股东损益	0.15	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	5.45	-8.59	-4.30	-5.17
归属母公司股东净利润	18.81	19.97	24.28	28.73	现金流量净额	4.98	-2.74	11.22	-12.05
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	66.67	63.93	75.15	63.10	成长能力				
应收和预付款项	4.09	4.07	5.30	5.93	销售收入增长率	1.12%	0.84%	33.23%	10.39%
存货	5.75	7.61	9.89	10.57	营业利润增长率	-1.78%	4.54%	21.90%	18.60%
其他流动资产	19.34	3.03	3.33	3.55	净利润增长率	1.27%	5.29%	21.59%	18.36%
长期股权投资	1.27	1.27	1.27	1.27	EBITDA 增长率	1.57%	23.34%	18.77%	16.44%
投资性房地产	2.84	2.84	2.84	2.84	获利能力				
固定资产和在建工程	31.57	39.95	58.33	86.71	毛利率	16.51%	16.82%	17.25%	17.54%
无形资产和开发支出	7.16	6.31	5.46	4.62	三费率	3.35%	5.48%	6.83%	6.39%
其他非流动资产	60.23	80.53	100.83	121.13	净利率	9.01%	9.41%	8.59%	9.21%
资产总计	198.93	209.54	262.40	299.71	ROE	24.37%	22.26%	22.08%	21.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.53%	9.53%	9.25%	9.59%
应付和预收款项	88.22	92.64	122.24	133.86	ROIC	-35.41%	-74.20%	-101.22%	-168.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.28%	12.57%	11.21%	11.82%
其他负债	32.90	27.22	30.20	32.00	营运能力				
负债合计	121.13	119.87	152.44	165.87	总资产周转率	1.10	1.04	1.20	1.11
股本	8.62	8.62	8.62	8.62	固定资产周转率	9.98	10.09	14.56	17.54
资本公积	17.63	17.64	17.64	17.64	应收账款周转率	62.06	58.80	70.12	63.49
留存收益	51.36	67.56	87.84	111.72	存货周转率	25.28	26.28	26.65	25.08
归属母公司股东权益	77.12	89.00	109.28	133.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.60%	—	—	—
少数股东权益	0.68	0.68	0.68	0.68	资本结构				
股东权益合计	77.80	89.68	109.96	133.84	资产负债率	60.89%	57.20%	58.09%	55.34%
负债和股东权益合计	198.93	209.54	262.40	299.71	带息债务/总负债	13.58%	13.72%	10.79%	9.92%
					流动比率	0.95	0.79	0.72	0.58
					速动比率	0.89	0.72	0.64	0.51
					股利支付率	55.78%	18.84%	16.45%	16.90%
					每股指标				
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股收益	2.18	2.32	2.82	3.33
EBITDA	21.63	26.67	31.68	36.89	每股净资产	8.95	10.33	12.68	15.45
PE	19.00	17.90	14.72	12.44	每股经营现金	2.16	2.32	6.50	5.06
PB	4.63	4.02	3.27	2.68	每股股利	1.22	0.44	0.46	0.56
PS	1.70	1.68	1.26	1.15					
EV/EBITDA	10.97	8.23	5.93	4.87					
股息率	2.94%	1.05%	1.12%	1.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn