下载日志已记录，仅供内部参考

开源证券

公司研究 公司深度报告 开源证券 证券研究报告

九号公司（689009.SH）

2026 年 09 月 04 日

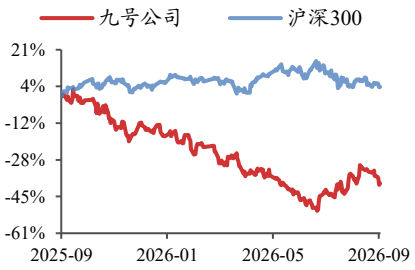
九号公司 E-Bike 业务深度：欧美市场空间大，看好后续渠道+品牌+产品智能化复用带来放量潜力

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/9/3
当前股价(元)	40.20
一年最高最低(元)	71.51/32.22
总市值(亿元)	29.58
流通市值(亿元)	22.60
总股本(亿股)	0.74
流通股本(亿股)	0.56
近 3 个月换手率(%)	1,561.15

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2026Q2 利润超预期表现，看好 Q3 起两轮车毛利率环比修复以及利润增速环比提升—公司信息更新报告》-2026.8.11

《2026Q1 汇兑扰动利润率，看好 Q2 起收入增速以及盈利能力环比提升—公司信息更新报告》-2026.4.30

《2025Q4 收入阶段性下滑扰动利润率水平，割草机器人/E-Bike 支撑下仍具备成长属性—公司信息更新报告》-2026.4.2

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

林文隆（分析师）
linwenlong@kysec.cn
证书编号：S0790524070004

● **空间大+渠道/品牌/产品智能化复用，看好 E-Bike 潜力，维持“买入”评级**

公司自 2025 年开始发力美国 E-Bike 市场，2027 年将发布多款产品从而逐步进入欧洲市场。欧洲/美国 E-Bike 销量预计分别 500/100+万台，欧洲市场成熟但美国仍有增长。从行业空间上看大于滑板车市场，从公司维度看九号有较强的渠道/品牌/产品智能化复用能力，中长期看好 E-Bike 业务放量带来的增量。我们维持盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 18.08/23.16/29.26 亿元，对应 EPS 为 24.56/31.47/39.76 元，当前股价对应 PE 为 17.6/13.7/10.9 倍，维持“买入”评级。

● **E-Bike 行业情况：行业销量预计近 700 万台，行业虽成熟但空间大**

欧洲/美国/日本销量预计分别约 500/100+/70+万台，欧洲/日本市场成熟，美国仍有增长。（1）行业空间：欧洲市场相对成熟，2025 年德国/法国/意大利等核心市场合计销量 429 万辆（-3.6%），预计欧洲整体销量 500 万台左右，维持稳定；**美国 2024 年销量 92 万辆（+87%），**根据 LEVA 数据 2025 年进口数量有增长，我们预计 2025 年销量或超 100 万辆。**按单车出厂价 5000~10000 元中枢测算全球 E-Bike 市场规模预计约 500 亿元左右。（2）行业渗透率：**德国/比利时/奥地利 2025 年渗透率均超 50%，日本 2024 年渗透率 55%，为高渗透率地区；美国/法国/意大利等渗透率仍有空间。**（3）E-Bike 品类划分：各国对 E-Bike 需求不同，对电机、减震、电池要求也不同，**E-City 为意大利/比利时主流需求，主打日常短途出行较为刚需；E-MTB 为德国/瑞士等主流需求，要求高扭矩电机、高集成电池和宽胎；E-Trekking 为奥地利主流需求，注重平稳和续航常配大容量电池。**（4）行业趋势：**胖胎车需求以及线上销售渠道占比提升，德国为代表的国家租赁销售方式占比提升。胖胎车需求增长的同时监管也在趋严。**（5）行业竞争：**由于渠道分散（全球 IBD 渠道数量超 2 万家，多为小车行）&电机系统垄断用户心智（博世/禧玛诺在欧洲占较大份额），整车品牌格局高度分散。

● **九号优势：产品智能化平权、品牌效应优势、渠道复用优势&强渠道开拓能力**

（1）产品维度：依托于两轮车智能化技术，通过自研电机、算法以及智能仪表系统优化骑行体验，做到了智能化平权。**公司 E-Bike 产品可实现无钥匙解锁、自动电子换挡/升降座管/灯管系统、雷达预警、防盗预警、仪表导航等多项功能。**对标 Trek 具备价格竞争力，对标 Tenways 等轮毂电机产品具备智能化优势。**（2）渠道维度：**依托滑板车渠道积累，公司在欧洲已覆盖 IBD/运动连锁/综合商超 KA 等，可有效复用。**其中 IBD+综合商超 KA 门店数量超 5000 家（KA 为主），并且入驻迪卡侬、Intersport 等法国头部运动连锁商超，**为迪卡侬滑板车产品头部玩家。此外，**割草机器人渠道拓展验证公司强渠道拓展能力（截至目前割草机器人门店数量超 7000 家，超 3000 家 Dealer 渠道），**看好 IBD 渠道开拓。**（3）品牌维度：凭借滑板车业务，Segway 在美国、欧洲均具备较高的品牌热度，**整体短途出行板块的搜索热度依旧领先 Trek、Giant 等传统自行车巨头。

● **风险提示：**渠道拓展不及预期；海外产能拓展不及预期；行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,196	21,278	26,869	34,124	42,675
YOY(%)	38.9	49.9	26.3	27.0	25.1
归母净利润(百万元)	1,084	1,758	1,808	2,316	2,926
YOY(%)	81.3	62.2	2.8	28.1	26.3
毛利率(%)	28.2	29.6	28.2	29.2	29.5
净利率(%)	7.6	8.3	6.7	6.8	6.9
ROE(%)	17.4	24.3	20.5	21.9	21.9
EPS(摊薄/元)	14.73	23.89	24.56	31.47	39.76
P/E(倍)	29.3	18.1	17.6	13.7	10.9
P/B(倍)	5.2	4.4	3.5	2.8	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 全球 E-Bike 行业发展概览：欧洲/美国/日本销量预计分别 500/100+/70+万台，欧洲/日本市场成熟，美国仍有增长 .5
1.1、 德国：欧洲最大 E-Bike 市场，2025 年渗透率超 50%，销售以 IBD 渠道以及山地车为主但租赁以及线上需求提升 7
1.1.1、 2025 年零售市场自行车/E-Bike 销量分别达 380/200 万台，租赁市场自行车/E-Bike 量达到 72/55 万台 .7
1.1.2、 E-Bike 补贴政策：现行 JobRad（租赁税收优惠）和 BAFA ELRL（货运电动车购买补贴） 8
1.1.3、 库存周期：2023 年行业进入去库存周期，截至 2025 年末市场或已处于去库存尾部阶段 9
1.1.4、 E-Bike 品类划分：德国市场以山地/长途旅行/城市/货运电动自行车为主 9
1.1.5、 E-Bike 销售渠道和进口国：IBD 渠道为主/商超渠道为辅（IBD 线上销售占比逐步提升），捷克/越南为主要进口国 10
1.2、 法国：欧洲第二大 E-Bike 市场，2025 年渗透率 28%，销售以运动连锁/户外运动车为主 10
1.2.1、 2025 年零售市场自行车/E-Bike 销量分别达 184/51 万台，E-Bike 渗透率仅为 28%，租赁市场仍处早期阶段 11
1.2.2、 E-Bike 补贴政策：现行通勤补贴 FMD，截至 2025 年年底仍执行购置补贴 11
1.2.3、 E-Bike 品类划分：全路况/山地/城市电动自行车为主 12
1.2.4、 E-Bike 销售渠道和进口国：以大型综合运动连锁&专业零售渠道为主，大卖场&互联网为辅，进口主要来自欧洲 12
1.3、 意大利：大体量低渗透率，2025 年 E-Bike 渗透率 20%，山地/城市电动 E-Bike 为主 13
1.3.1、 2025 年零售市场自行车/E-Bike 销量分别为 130/26 万台，E-Bike 渗透率 20% 13
1.3.2、 E-Bike 补贴政策：截至 2025 年年底仍在执行现金购置补贴 13
1.3.3、 E-Bike 品类划分：以山地/城市电动自行车为主 14
1.4、 比利时：小体量高渗透率，2025 年 E-Bike 销量/渗透率逆势上涨，租赁以及胖胎车需求提升 14
1.4.1、 2025 年自行车/E-Bike 销量分别达 58/30 万台，租赁方式 E-Bike 销量 7 万台 14
1.4.2、 E-Bike 补贴政策：现行员工通勤补贴，截至 2025 年年底仍在执行购置现金补贴 15
1.4.3、 E-Bike 品类划分：城市变速/城市运动/山地/高速电动自行车为主，胖胎车需求从荷兰蔓延至比利时 ..16
1.4.4、 销售渠道：以线下销售为主，线上销售为辅 16
1.5、 奥地利：小体量高渗透率，2025 年 E-Bike 渗透率超 50%，销售以线下专业渠道以及山地/城市车为主 17
1.5.1、 奥地利：2025 年自行车/E-Bike 销量分别达 39/22 万台，E-Bike 渗透率为 57.3% 17
1.5.2、 E-Bike 政策：2025 年 Klimaaktiv 购置补贴政策补贴额度已消耗完毕 18
1.5.3、 E-Bike 品类划分：以旅行/山地/城市自行车为主 18
1.5.4、 销售渠道：以线下销售为主，2025 年专业零售渠道销售占比有所提升 19
1.6、 瑞士：小体量较高渗透率，政策支撑缺失导致行业波动显著，2025 年 E-Bike 销量/渗透率下滑严重 19
1.6.1、 瑞士：2025 年自行车/E-Bike 销量分别达 32/13 万台，E-Bike 渗透率为 41.5% 19
1.6.2、 E-Bike 品类划分：以山地/城市自行车为主 20
1.6.3、 线下销售渠道以专业零售店为主，大型连锁卖场为辅 21
1.7、 其他国家 21
1.7.1、 荷兰：2025 年自行车/E-Bike 销量 80/39 万台，胖胎车流行&销售渠道仍以 IBD 专业零售门店为主 21
1.7.2、 美国市场：预计 2025 年 E-Bike 销量超 100 万辆，渗透率不足 20%，销售渠道更加多元 22
1.7.3、 日本市场：2024 年 E-Bike 销量 73 万台，渗透率稳定 50%+ 23
2、 E-Bike 行业竞争格局 ：竞争格局分散，源于渠道分散&核心零部件寡头垄断弱化整机品牌效应 23
2.1、 格局分散原因一：电机/电控/电池为核心宣传要素，零部件品牌心智突出，整车制造商品牌影响力被弱化 ..24
2.1.1、 E-Bike 核心零部件：电机/电控/电池占产品价值量 50%+，匹配度要求以及集成化程度较高容易被单一零部件商所垄断 24

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1.2、 电机电控系统：博世/禧玛诺布局早、产品矩阵全且性能优，寡头垄断上游零部件市场 25
2.2、 格局分散原因二：全球 IBD 渠道超 2 万家且多数为独立小车行，渠道分散导致各品牌拓展难度大 28
2.3、 格局分散原因三：不同国家主流需求、上路管理上存在差异，增加品牌方产品开发以及认证难度 30
3、 九号公司布局 E-Bike 的优势：产品差异化优势、品牌效应优势、渠道复用优势&强渠道开拓能力 31
3.1、 产品维度：自研降本带来性价比优势，智能化平权提高产品性能的同时保证价格优势 31
3.1.1、 产品优势一：性价比高但未牺牲性能，得益于自研降本 32
3.1.2、 产品优势二：国内两轮车智能化迁移，为 E-Bike 带来智能化平权 34
3.2、 品牌维度：Segway 为欧洲滑板车头部企业，E-Bike 同为短交通工具或可复用 Segway 品牌效应 35
3.3、 渠道维度：滑板车渠道可复用，强渠道开拓能力下看好 IBD 渠道拓展 36
3.3.1、 渠道复用优势：Segway 为法国运动连锁渠道滑板车头部企业，且在欧洲渠道布局数量超 5000 家 36
3.3.2、 渠道开拓能力：两轮车和割草机器人验证公司强渠道拓展能力，欧洲长时间积累看好 IBD 渠道拓展 37
4、 盈利预测与投资建议 38
5、 风险提示 38
附：财务预测摘要 40

图表目录

图 1： 2021-2023 年受疫情催化透支需求等影响需求有所下滑（单位：万辆） 5
图 2： 2022 年受益政策等因素欧洲 E-Bike 销量达到阶段性高点，2023-2024 年核心市场需求自高位回落，2025 年核心市场销售逐步企稳部分市场例如比利时/西班牙/英国率先回暖（单位：万台、%） 6
图 3： 不同 E-Bike 车型对于电机、电机、轮胎和减震要求均有所不同 7
图 4： 2025 年德国 E-Bike 销量约 200 万台，渗透率 53% 8
图 5： 2025 年德国租赁自行车 72 万台，E-Bike 占比 77% 8
图 6： 2025 年自行车交付量-销量差值为-73 万台，我们测算年末库存为 10 万台，逐步回到正常水位 9
图 7： 德国市场以山地/长途旅行/城市/货运电动自行车为主，占比分别 37%/23%/19%/9% 10
图 8： 德国 E-Bike 销售渠道以 IBD 专业渠道为主（91%），进口国主要为捷克/荷兰/澳大利亚/越南（18%/12%/10%/12%） 10
图 9： 2025 年法国零售市场 E-Bike 销量为 51 万台，渗透率为 28%；租赁市场仍处于早期阶段 11
图 10： 法国 E-Bike 市场全路况（ATB）/山地（MTB）/城市（City）占比分别达 41%/24%/21% 12
图 11： 法国 E-Bike 销售渠道以运动综合连锁/专业零售店为主，自行车进口以欧洲为主 13
图 12： 2025 年意大利 E-Bike 销量为 26 万台，渗透率为 19.6% 13
图 13： 2025 年意大利 E-Bike 市场中山地（MTB）/城市（City）/砾石（Gravel）占比分别达 45%/50%/4% 14
图 14： 2025 年比利时 E-Bike 销量为 30 万台，渗透率为 52.7% 15
图 15： 比利时自行车通勤规划软件显示布鲁塞尔核心城区 5km 通勤时间 15min 15
图 16： 2025 年比利时 E-Bike 市场中城市变速（City Ihg）/城市运动（Trekking Rd）/山地（MTB）/高速（Speed Pedelec）占比分别达 49%/26%/6%/5% 16
图 17： 根据比利时自行车协会调查数据，74%的受访者选择在线下门店进行购买 17
图 18： 2025 年奥地利 E-Bike 销量为 22 万台，渗透率为 57.3%，高渗透率得益于多山地+依托阿尔卑斯山脉带来的通勤以及运动需求 18
图 19： 2025 年奥地利 E-Bike 市场中旅行（Trekking）/山地（Mountain）/城市（City）电动自行车占比分别达 44%/41%/8% 19
图 20： 2025 年奥地利自行车市场销售渠道以线下为主 19
图 21： 2025 年瑞士 E-Bike 销量为 13 万台，渗透率为 41.5%，渗透率居欧洲市场前列 20
图 22： 2025 年瑞士 E-Bike 市场中山地（MTB）/城（City）市电动自行车销量占比分别达 48%/46% 21
图 23： 线下销售渠道中，E-Bike/传统自行车专业零售店销售占比分别为 78%/62% 21

下载日志已记录，仅供内部参考

图 24： 2025 年荷兰 E-Bike 销量 39 万台，渗透率 49%.....22
图 25： 荷兰市场电动助力自行车以城市通勤以及胖胎车为主.....22
图 26： 2024 年美国 E-Bike 销量 92 万辆（同比+87%）.....23
图 27： 2024 年美国以销售额计量自行车销售渠道较为分散.....23
图 28： 2024 年日本 E-Bike 销量 73 万台，预计 2025 年维持稳定.....23
图 29： 德国亚马逊 E-Bike 市场呈高度分散格局，头部品牌份额仅 10%左右，行业 CR5 不足 50%.....24
图 30： 从博世官网披露的各品牌线下渠道覆盖情况来看竞争情况，欧洲各国排名靠前品牌的终端铺货率普遍处于 10%~20%的区间，渠道覆盖表现亦较为分散.....24
图 31： E-Bike 成本中电池与电机合计占比约 50%.....25
图 32： E-Bike 产品倾向于选用统一品牌电机以及电池系统，部分带智能化产品选择同一套显示屏以及智能化系统.....25
图 33： 头部电机品牌（博世、禧玛诺）在性能上具备一定优势，例如全自动变速/顺滑助力输出.....26
图 34： 2024 年德国市场博世份额达 70%，占据绝对体量.....27
图 35： 2024 年欧洲市场博世/禧玛诺份额分别 50%/20%.....27
图 36： 根据 Braind 问卷调查，相比 E-Bike 品牌，消费者更看重电机品牌.....28
图 37： 法国市场以运动连锁渠道为主，德国/瑞士/意大利/荷兰等国以 IBD 专业渠道为主.....29
图 38： 从博世披露自行车门店数据上看，全球 IBD 门店数量达 2.3 万家，欧洲核心国家门店数量近 2 万家.....29
图 39： 不同 E-Bike 车型对于电机、电机、轮胎和减震要求均有所不同.....31
图 40： 对比扭矩 80~120N·M、电池容量 500~800Wh、配备悬挂前叉的同产品力竞品，Myon 售价更低.....33
图 41： 2020-2025 年博世毛利率保持 30%+，禧玛诺毛利率保持近 40%.....33
图 42： 海外专业媒体针对 Myon 的骑行体验给出较高评价，认可该车动力标定调校水准、实际续航表现以及制动系统稳定性.....34
图 43： 九号公司借助国内两轮车智能化技术迁移为 E-Bike 实现无钥匙解锁、自动升降座管、智能灯光系统、后视雷达等多项智能化功能.....35
图 44： Google Trend 搜索热度（2025/08/07-2026/08/07）数据上看，Segway 在德国、法国、荷兰、瑞士、比利时、奥地利等国家品牌热度靠前.....36
图 45： 九号公司凭借 Segway 滑板车业务在欧洲已积累 5000 多家线下 KA+IBD 渠道，以及迪卡侬等运动连锁渠道，可复用至 E-Bike 业务.....37
图 46： Segway 滑板车在迪卡侬官网中产品销售 Reviews 数量高于同行.....37
图 47： 2021 年以来割草机器人/国内两轮车渠道快速扩张验证了九号公司较强的渠道拓展能力，E-Bike 于 2025 年发力美国市场以来门店数量已超 400 家.....38

表 1： 德国/比利时/奥地利/荷兰/瑞士 E-Bike 高渗透率，各国主流 E-Bike 产品有差异，德国/法国/瑞士/西班牙以 MTB 产品为主而意大利/比利时以 City 产品为主.....6
表 2： 德国现行租赁税收优惠以及货运电动车购买补贴，截至 2025 年年底执行通勤税收减免以及购置补贴政策.....8
表 3： 法国现行通勤补贴 FMD，截至 2025 年年底仍执行购置补贴.....11
表 4： 意大利截至 2025 年年底仍在执行现金购置补贴.....14
表 5： 比利时现行员工通勤补贴政策，截至 2025 年年底仍在执行购置现金补贴.....16
表 6： 奥地利 2023-2024 年执行的购置补贴政策已结束.....18
表 7： 头部电机厂商针对不同品类 E-Bike 均有相应产品布局，产品矩阵全.....26
表 8： 大部分搭配博世电机的整车厂商会重点宣传电机.....27
表 9： 欧洲仅有少数大型 IBD 连锁渠道以及运动连锁渠道，其余渠道商多为家族型小车行；法国以运动连锁渠道为主.....30
表 10： 相较于同行，公司最新产品 Myon 自研智能系统和轮毂电机，兼具智能化和性价比.....31

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 全球 E-Bike 行业发展概览：欧洲/美国/日本销量预计分别 500/100+/70+万台，欧洲/日本市场成熟，美国仍有增长

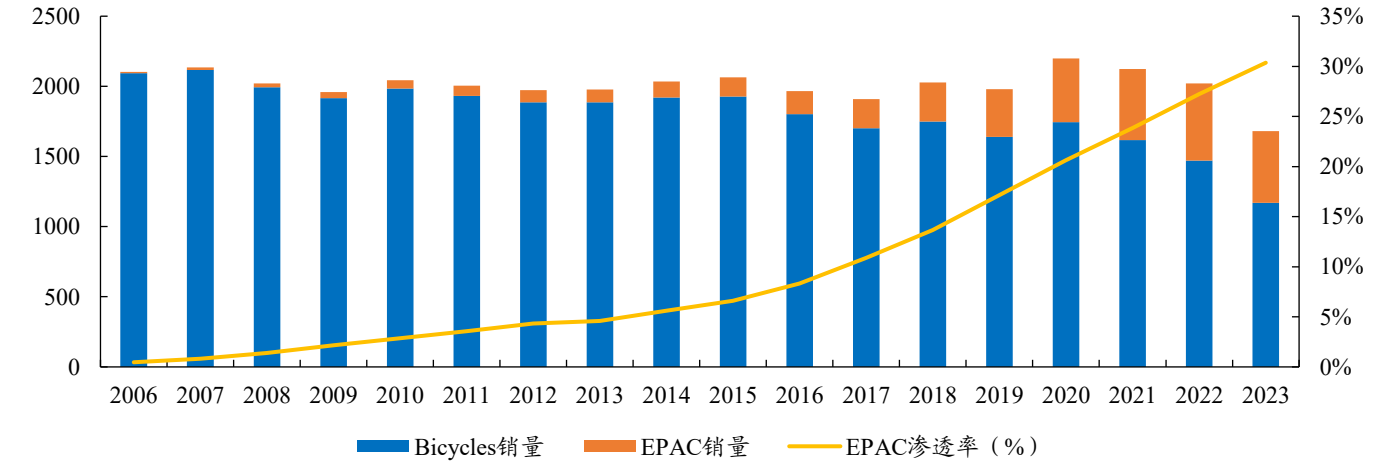
（1）欧洲自行车行业：2021-2023 年行业需求持续萎缩（系疫情高销量透支需求+供应链中断），2023 年起随着库存有序去化，销售表现逐步改善，2025 年行业重回增长。2021-2023 年欧盟 27 国+英国自行车销量分别 1617/1470/1170 万台，同比分别-7%/-9%/-20%。**2025 年德国/法国/意大利/比利时/奥地利/瑞士核心市场自行车销量分别为 380/184/130/58/39/32 万台，同比-2.6%/-6.1%/-3.8%/+7.1%/-1.5%/-7.3%。**

（2）欧洲 E-Bike 市场：（a）2020-2022 年：疫情期间欧洲多国相继出台电动自行车购置补贴、通勤补贴、租赁税收优惠等扶持政策，行业需求快速释放，**带动欧洲核心市场 E-Bike 销量于 2022 年达到阶段性高点。渗透率由 2020 年的 21%提升至 27%。（b）2023-2024 年：**高基数叠加需求回落等因素，E-Bike 行业增速回落。但 2023 年可以看到渗透率仍逐步提升。**（c）2025 年：需求回归常态，整体销售维持稳定部分市场销售逐步回暖。**2025 年比利时/西班牙/英国销量同比分别+7%/+21%/+5%，率先回归正增长，德国/荷兰/意大利/奥地利销量维持相对平稳。

日本 E-Bike 市场与欧洲市场较为类似，呈现高渗透率以及量维持稳定的特征。2024 年日本自行车/E-Bike 销量分别 132/73 万辆，E-Bike 渗透率达 55%。2025 年，日本电动自行车进口量约为 61.8 万辆，而 2024 年为 56.3 万辆，因此预计 2025 年 E-Bike 市场销量整体维持稳定。

相较于欧洲和日本市场，美国 E-Bike 或仍保持较高增长。根据世界自行车协会数据，2024 年美国 E-Bike 销量达 92 万辆（+87%）。根据 BMR 数据显示，2025 年美国进口 E-Bike 数量达 130 万辆，从进口数据上看 E-Bike 渗透率不足 20%。而根据轻型电动汽车协会联合 LEVA，2025 年美国进口 E-Bike 数量同比增长 24%。综合来看**我们预计 2025 年美国 E-Bike 市场销量或仍保持增长趋势，预计年销量已超 100 万辆。**

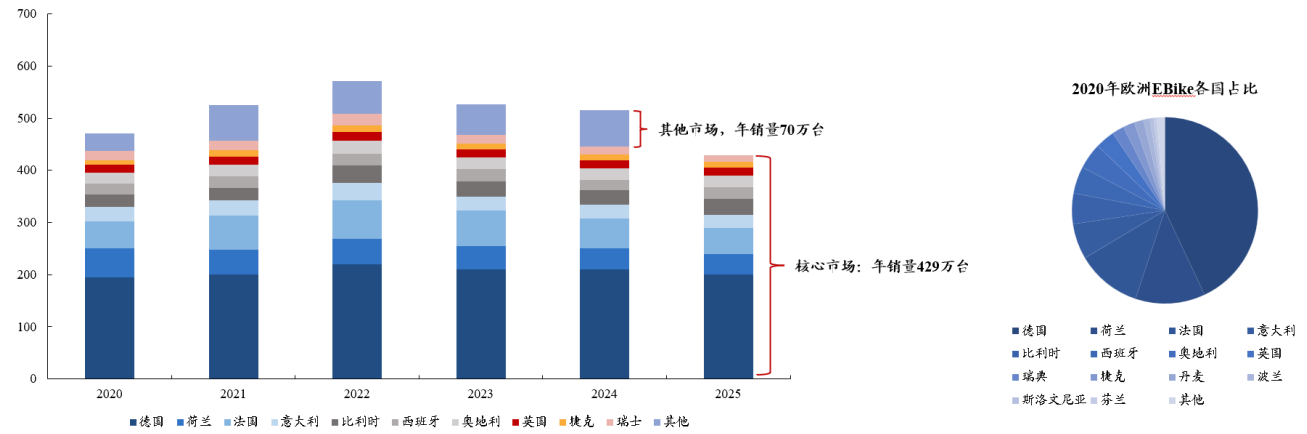
图1：2021-2023 年受疫情催化透支需求等影响需求有所下滑（单位：万辆）



数据来源：欧洲自行车协会、INNKR 拓氪科技、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：2022 年受益政策等因素欧洲 E-Bike 销量达到阶段性高点，2023-2024 年核心市场需求自高位回落，2025 年核心市场销售逐步企稳部分市场例如比利时/西班牙/英国率先回暖（单位：万台、%）



数据来源：各国行业协会、富士达招股说明书、开源证券研究所（注：2025 年起仅披露欧洲核心市场数据）

（3）各国 E-Bike 渗透率：

a）高渗透率地区：德国/比利时/奥地利/荷兰/瑞士，2025 年渗透率分别达 53%/53%/57%/53%/42%，日本 2024 年渗透率达 55%。**高渗透率主要得益于成熟的骑行文化、补贴政策刺激以及成熟自行车交通基础设施配套。**

b）中等渗透率地区：法国/意大利，2025 年渗透率分别达 28%/20%。

c）低渗透地区：西班牙/英国/美国，其中西班牙/英国 2024 年渗透率分别为 18%/10%，美国渗透率预计不足 20%。长期看法国、意大利、西班牙、英国、美国等地区渗透率仍有提升空间。

表1：德国/比利时/奥地利/荷兰/瑞士 E-Bike 高渗透率，各国主流 E-Bike 产品有差异，德国/法国/瑞士/西班牙以 MTB 产品为主而意大利/比利时以 City 产品为主

国家	自行车销量（万台）	E-Bike 销量（万台）	E-Bike 渗透率	主流 E-Bike 类型	主流销售渠道
德国	380	200	53%	MTB（37%）/Trekking（23%）/City（19%）	IBD 渠道（91%）
法国	184	51	28%	ATB（41%）/MTB（24%）/City（21%）	综合运动连锁（64%）
意大利	130	26	20%	City（50%）/MTB（45%）	IBD 渠道（60~65%）
比利时	58	30	53%	City（49%）/Trekking（26%）	IBD 渠道（74%）
奥地利	39	22	57%	Trekking（44%）/MTB（41%）	线下渠道（71%）
瑞士	32	13	42%	MTB（48%）/City（46%）	IBD 渠道（78%）
荷兰	80	39	49%	City（85%）	预计超三分之二销量来自于专业自行车门店
英国	145	15	10%	/	/
西班牙	110	19	18%	MTB（59%）/Trekking（26%）	IBD 渠道（80%+）

资料来源：各国自行车行业协会、开源证券研究所（注：英国/西班牙销量数据为 2024 年，西班牙 E-Bike 类型数据为 2023 年，其余数据为 2025 年数据）

（4）各国 E-Bike 政策：政策端呈现阶段性特征，例如疫情前及疫情期间，欧洲各国形成“直接购置补贴+多元配套优惠”的组合式扶持体系；疫情后行业政策逐步优化调整，**部分国家通用型直接购置补贴退坡，部分国家保留货运 E-Bike 专项购**

下载日志已记录，仅供内部参考

置补贴，而通勤补贴、企业租赁税收优惠等长效配套政策得以延续。

（5）各国 E-Bike 品类差异：从产品应用维度划分，电动自行车市场可分为通勤、休闲娱乐、商用三大核心品类，不同应用场景对产品性能要求不同：

a）通勤场景对应城市电动自行车（City），为意大利/比利时主流需求，主打日常短途出行较为刚需，普遍追求轻量化和效率，轮胎和电池容量适中。

b）休闲娱乐场景对应山地电动自行车（MTB，部分国家可能再分为 ATB，**德国/瑞士/西班牙/法国主流需求**），旅行公路电动自行车（Trekking，部分国家也称 Touring，**奥地利主流需求**），**其中 MTB 大多要求高扭矩+电池抗冲击+宽胎+长行程减震，Trekking 大多要求平稳续航兼顾+大容量电池，对轮胎和减震要求较 MTB 更弱一些；**商用场景对应货运电动自行车（Cargo），核心适配商贸配送、短途货物运输等商用作业场景，**一般要求更高的扭矩输出（八方电机为例扭矩可达 130~160 牛米）+大容量电池+加强型轮胎。**

（6）行业趋势：胖胎车需求以及线上销售渠道占比提升，德国为代表的国家租赁销售方式占比提升。2024 年以来，可改装高速胖胎车在年轻人群体中逐渐流行起来，从荷兰地区逐步蔓延至比利时等国家，但随之而来的也是监管趋于严格；**得益于租赁税收优惠等政策以及享受更高的折扣力度，租赁市场需求持续增加**，德国为例 2024-2025 年年增量稳定 70 万台+，其中 E-Bike 占比达到 77%。

图3：不同 E-Bike 车型对于电机、电机、轮胎和减震要求均有所不同



资料来源：八方股份官网、开源证券研究所

1.1、 德国：欧洲最大 E-Bike 市场，2025 年渗透率超 50%，销售以 IBD 渠道以及山地车为主但租赁以及线上需求提升

1.1.1、 2025 年零售市场自行车/E-Bike 销量分别达 380/200 万台，租赁市场自行车/E-Bike 量达到 72/55 万台

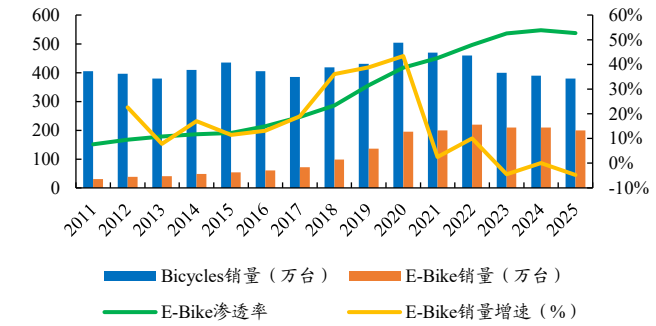
（1）行业趋势：零售市场中 2025 年德国自行车/E-Bike 销量分别达 380/200 万台。从行业周期来看，**德国 E-Bike 销量于 2022 年创下 220 万台的阶段性高点随后**

下载日志已记录，仅供内部参考

回落，但整体仍维持 200 万台+市场体量。租赁市场中 2021-2023 年需求持续增加，2024-2025 年需求有所回落但年增量稳定 70 万台+，其中 E-Bike 占比达到 77%。租赁市场的兴起得益于租赁税收优惠等政策以及享受更高的折扣力度，截至 2025 年已有超 34 万企业为员工提供自行车租赁服务，并且以 Canyon 为例租赁价格较直接购买价格优惠 40%。

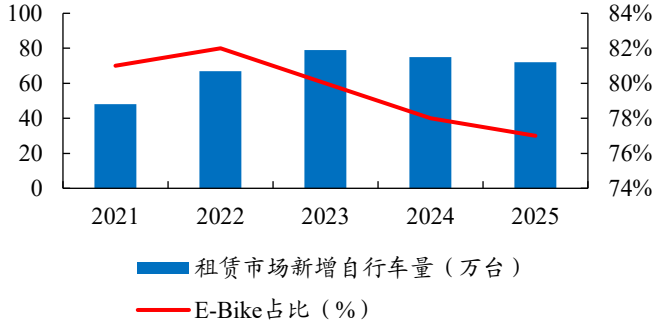
（2）渗透率情况：2025 年德国 E-Bike 渗透率为 52.7%，同比-1.6pct。德国 E-Bike 市场于 2023 年迎来结构性拐点，当年渗透率达 52.5%，首度实现对传统自行车的占比反超，自此行业渗透率长期稳定在 53%左右的高位区间，渗透率相对稳定。

图4：2025 年德国 E-Bike 销量约 200 万台，渗透率 53%



数据来源：德国两轮车工业协会、欧洲自行车协会、开源证券研究所

图5：2025 年德国租赁自行车 72 万台，E-Bike 占比 77%



数据来源：Zukunft Fahrrad、开源证券研究所

1.1.2、 E-Bike 补贴政策：现行 JobRad（租赁税收优惠）和 BAFA ELRL（货运电动车购买补贴）

（1）2012 年：联邦政府推出初代 JobRad，员工私用车辆产生的实物福利，统一按车辆指导价 1%/月虚拟计入应税收入。

（2）**2020 年开始 JobRad 计税比例由 1%下调至 0.25%/月**，持续至 2030 年年底；此外 **2024 年 10 月 BAFA 针对企业购买商用货运自行车实行补贴 25%、单车补贴上限 3500 欧元政策**，补贴持续至 2027 年 6 月底。

此外截至 2025 年年底，仍在执行通勤税收减免以及购置补贴政策。

表2：德国现行租赁税收优惠以及货运电动车购买补贴，截至 2025 年年底执行通勤税收减免以及购置补贴政策

政策	执行时间	核心内容
JobRad（租赁税收优惠）	2012 年	发布租赁税收优惠政策，员工私用车辆产生的实物福利，统一按车辆指导价 1%/月虚拟计入应税收入
	2020 年至今	2020 年开始计税比例下调至 0.25%，持续至 2030 年年底
BAFA ELRL（货运电动车购买补贴）	2024.10 至今	补贴比例维持 25%，上限提升至 3500 欧元，持续补贴至 2027 年 6 月底
其他补贴	截至 2025 年底仍在执行	骑自行车通勤员工可享受 0.30 欧元/km 的税收减免；购置补贴上限 3000 欧元；

资料来源：ECF、BAFA、klimaschutz、emotion-ebikes、富士达招股说明书、开源证券研究所

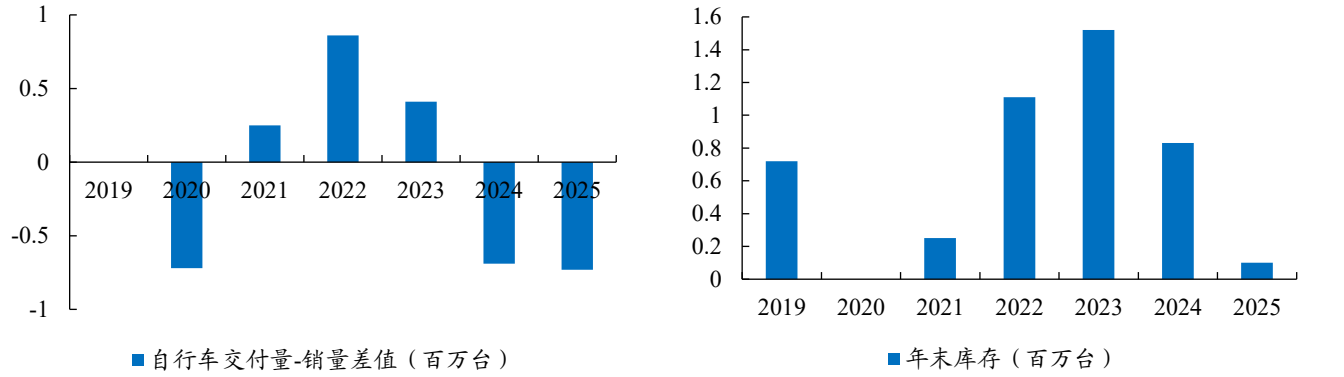
下载日志已记录，仅供内部参考

1.1.3、 库存周期：2023 年行业进入去库存周期，截至 2025 年末市场或已处于去库存尾部阶段

（1）2019~2022：受益于政策补贴、能源价格上行、疫情行业需求快速提升，带动行业产能以及进口数量同样快速攀升。但随着后续需求回落，库存水位逐步走高，我们测算 2023 年行业库存达到峰值 152 万台。

（2）2023~2025：行业进入去库存周期。终端零售商主动去库存、上游厂商同步减产，行业供需持续修复，我们测算 2025 年末行业整体库存调整已步入尾期，年末库存为 10 万台，逐步回到正常水位。

图6：2025 年自行车交付量-销量差值为-73 万台，我们测算年末库存为 10 万台，逐步回到正常水位



数据来源：德国两轮车工业协会、开源证券研究所

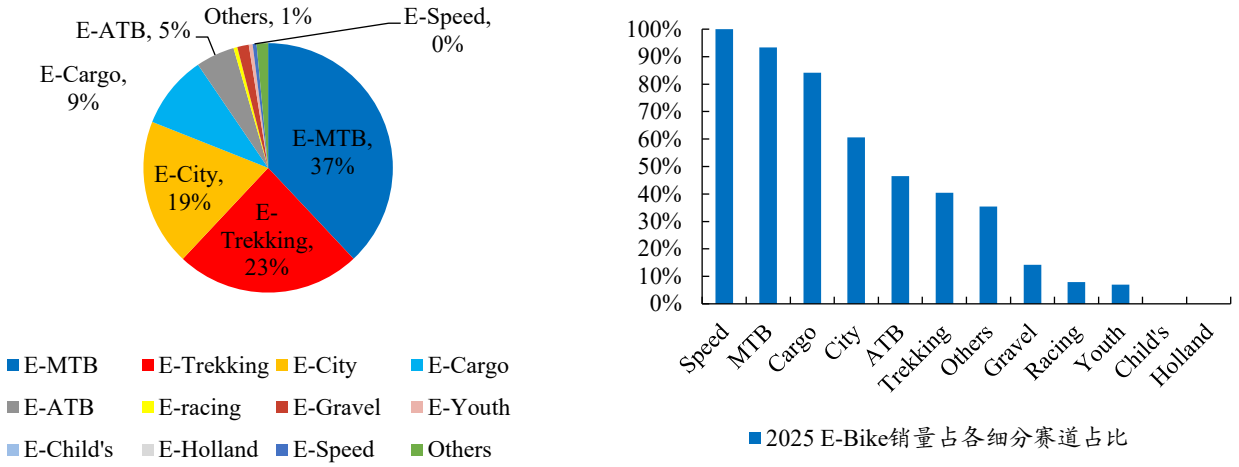
1.1.4、 E-Bike 品类划分：德国市场以山地/长途旅行/城市/货运电动自行车为主

（1）**分品类：以山地/长途旅行/城市/货运电动自行车为主。**2025 年德国 E-Bike 市场中，**山地（MTB）/长途旅行（Trekking）/城市（City）/货运（Cargo）/全路况（ATB）电动自行车销量分别达 74/47/37/19/10 万台，占总量比重分别达 37%/23%/19%/9%/5%**。

（2）**不同品类电动化率：**高速电动自行车（E-Speed）电动化率 100%但体量小；其次**山地/货运自行车电动化率达到 93%/84%，长途旅行/城市/全路况自行车电动化率分别为 40%/61%/46%**。

下载日志已记录，仅供内部参考

图7：德国市场以山地/长途旅行/城市/货运电动自行车为主，占比分别 37%/23%/19%/9%



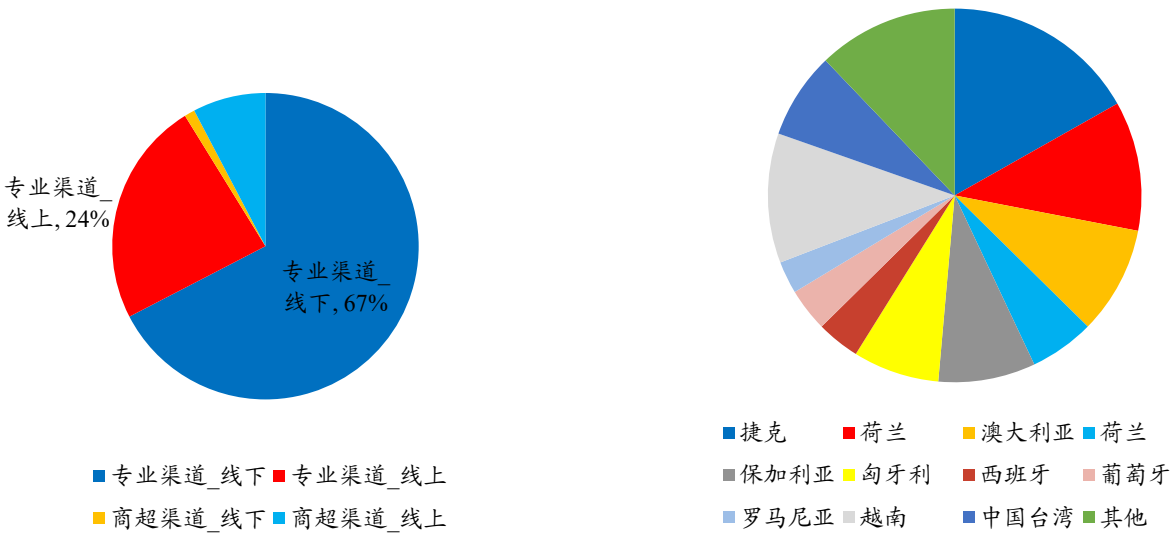
数据来源：德国两轮车工业协会、开源证券研究所

1.1.5、 E-Bike 销售渠道和进口国：IBD 渠道为主/商超渠道为辅（IBD 线上销售占比逐步提升），捷克/越南为主要进口国

（1）**销售渠道：以 IBD 专业渠道为主，商超 KA 渠道为辅。**ZIV 数据显示，2025 年德国自行车市场中专业渠道线上/线下占比分别达 24%/67%，商超 KA 渠道线上/线下占比分别为 8%/1%。**趋势上 2025 年 IBD 线上渠道占比有所提升。**

（2）**主要进口国：欧洲以捷克等为主，东南亚以越南为主。**2025 年德国当地 E-Bike 生产量/进口量分别为 130/78 万台，进口国主要为捷克/荷兰/澳大利亚/越南，占比分别达到 18%/12%/10%/12%。

图8：德国 E-Bike 销售渠道以 IBD 专业渠道为主（91%），进口国主要为捷克/荷兰/澳大利亚/越南（18%/12%/10%/12%）



数据来源：德国自行车协会、开源证券研究所

1.2、 法国：欧洲第二大 E-Bike 市场，2025 年渗透率 28%，销售以运动连锁/户外运动车为主

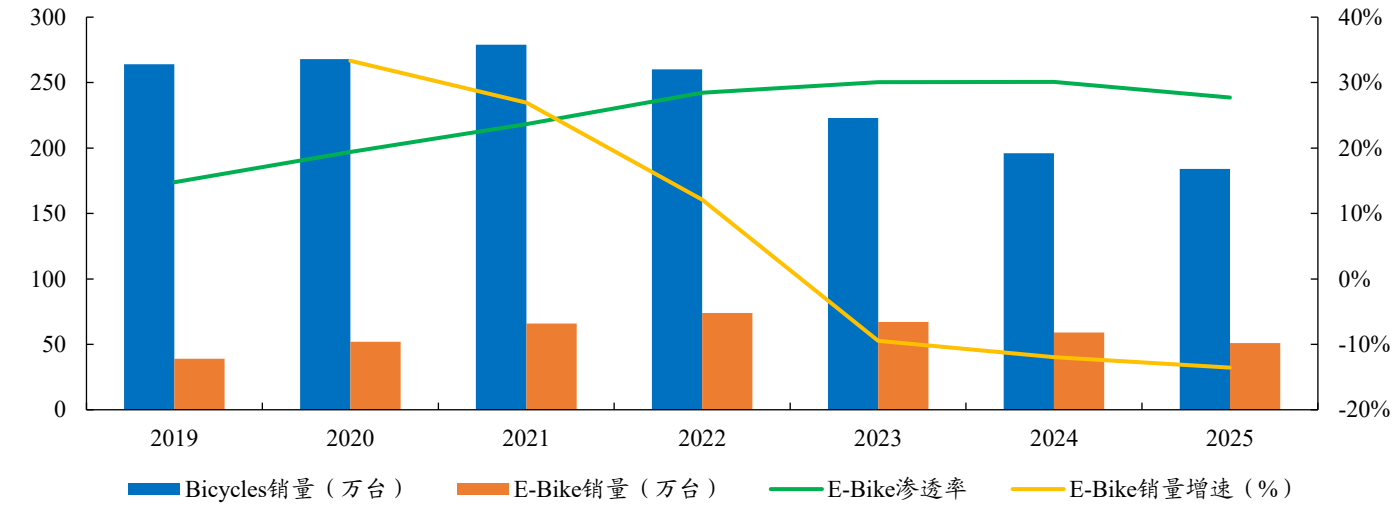
下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.1、 2025 年零售市场自行车/E-Bike 销量分别达 184/51 万台，E-Bike 渗透率仅为 28%，租赁市场仍处早期阶段

（1）行业趋势：零售市场中 2025 年法国自行车/E-Bike 销量分别达 184/51 万台（-6.1%/-13.6%）。法国 E-Bike 市场同样在 2022 年迎来景气高点，全年销量达 74 万台，此后受政策退坡、去库存等因素影响销量有所回落，目前已回落至疫情前常态水平。**法国租赁市场仍处于早期阶段，**不同于德国已经拥有约 220 万台企业租赁自行车，而法国只有 5.5 万台。

（2）渗透情况：2025 年法国 E-Bike 渗透率为 28%（同比-2.4pct）。渗透率较德国低的原因或在于骑行基础设施配套没有德国成熟，郊区及农村地区骑行条件薄弱，使得自行车及电单车更多用于休闲娱乐，未能更好转化为主流通勤交通工具。尽管法国自 2017 年起落地 E-Bike 购置补贴政策，但整体补贴力度较德国低。

图9：2025 年法国零售市场 E-Bike 销量为 51 万台，渗透率为 28%；租赁市场仍处于早期阶段



数据来源：法国自行车协会、开源证券研究所

、 E-Bike 补贴政策：现行通勤补贴 FMD，截至 2025 年年底仍执行购置补贴

（1）2017~2024：法国政府推出 Bonus Vélo “生态奖金”和“置换补贴”，期间累计支付了 1.35 亿欧元自行车购买补助。

（2）2020 至今：法国落地企业通勤补贴 FMD，企业可全额报销员工购车、维修、锁具、电池更换、租赁费用，600€以内无税。

此外截至 2025 年年底，仍在执行购置补贴政策。

表3：法国现行通勤补贴 FMD，截至 2025 年年底仍执行购置补贴

政策	执行时间	核心内容
Bonus Vélo（“生态奖金”和“置换补贴”）	2017~2024	推出 Bonus Vélo “生态奖金”和“置换补贴”，补贴于 2025 年 2 月 14 日结束，2017-2024 年期间累计支付 1.35 亿欧元补贴
企业通勤补贴 FMD	2020 至今	企业员工全年至少 30 天使用可持续两轮通勤，企业可分档发放补贴
其他补贴	截至 2025 年年底仍在执行	购置现金补贴上限 400 欧

资料来源：法国生态转型部、impulsionvelo、富士达招股说明书、开源证券研究所

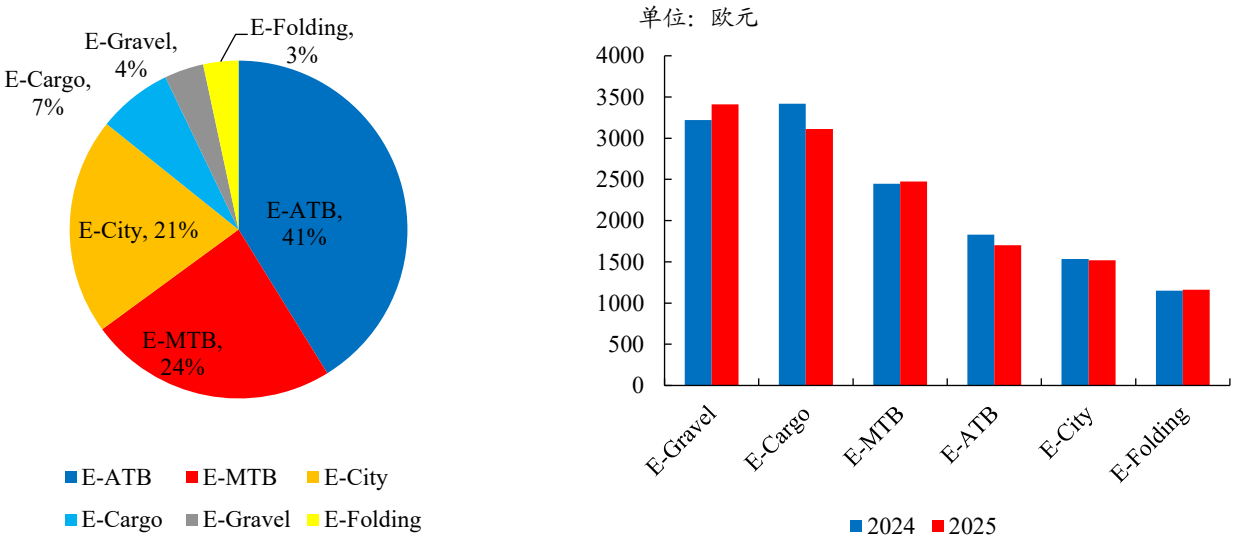
下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.3、 E-Bike 品类划分：全路况/山地/城市电动自行车为主

（1）**分品类：以全路况/山地/城市电动自行车为主。**2025 年法国 E-Bike 市场中，全路况（ATB）/山地（MTB）/城市（City）电动自行车销量分别达 21/12/11 万台，占总量比重分别达 41%/24%/21%。

（2）**不同品类 E-Bike 价格：**砾石电动自行车是 2025 年平均价格最高（3412 欧元），价格涨幅最大（+6%）的类型。2025 年砾石/货运/山地/全路况/城市/折叠电动自行车平均价格分别为 3412/3112/2473/1703/1520/1160 欧元，价格同比分别为 +6%/-9%/+1%/-7%/-1%/+1%。

图10：法国 E-Bike 市场全路况（ATB）/山地（MTB）/城市（City）占比分别达 41%/24%/21%



数据来源：法国自行车协会、开源证券研究所

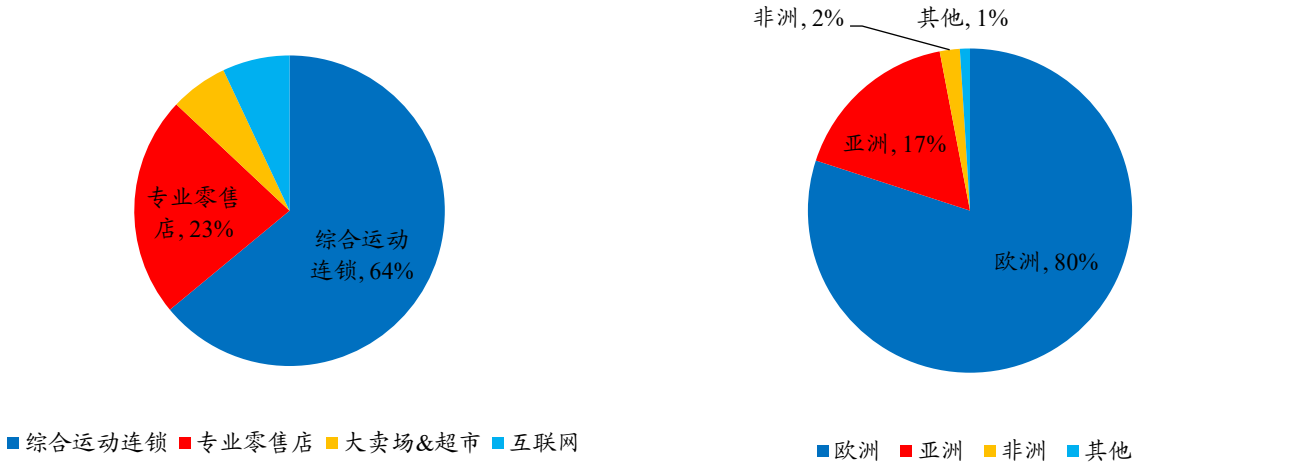
1.2.4、 E-Bike 销售渠道和进口国：以大型综合运动连锁&专业零售渠道为主，大卖场&互联网为辅，进口主要来自欧洲

（1）**销售渠道：销售渠道以大型综合运动连锁&专业零售渠道为主，大卖场&互联网为辅。**Unionsportcycle 数据显示，2025 年法国自行车市场中大型综合运动连锁/专业零售店/大卖场/互联网销量占比分别为 64%/23%/6%/7%。**法国综合运动连锁主要为迪卡侬、Intersport、Sport 2000 等。**

（2）**主要进口区域：**以欧洲区域为主。2025 年法国自行车进口量为 158 万台，欧洲/亚洲进口占比为 80%/17%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：法国 E-Bike 销售渠道以运动综合连锁/专业零售店为主，自行车进口以欧洲为主



数据来源：Unionsportcycle、开源证券研究所

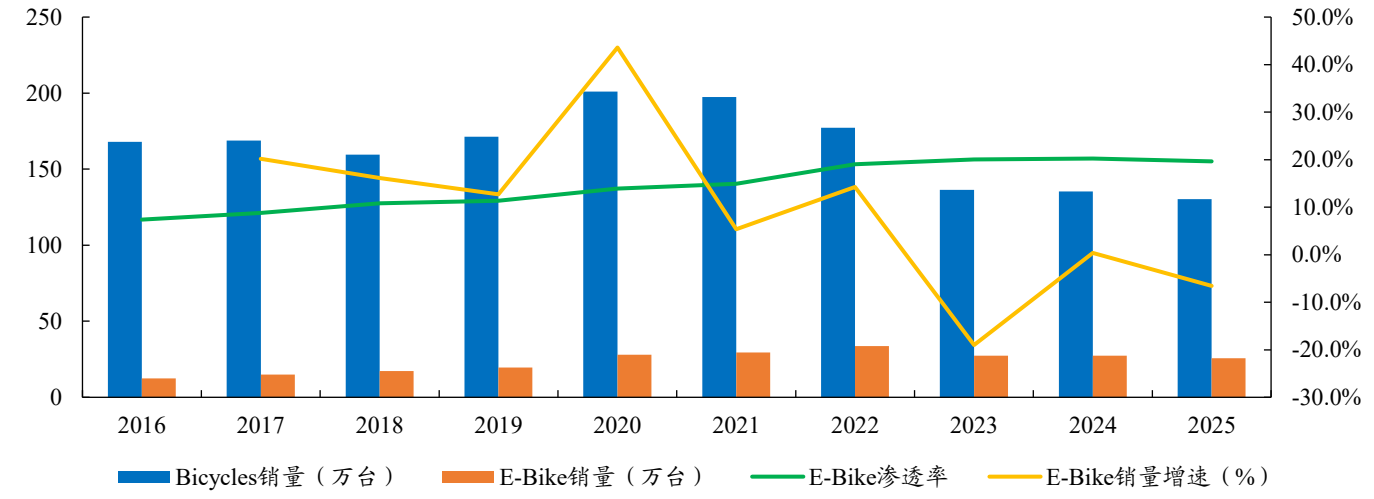
1.3、 意大利：大体量低渗透率，2025 年 E-Bike 渗透率 20%，山地/城市电动 E-Bike 为主

1.3.1、 2025 年零售市场自行车/E-Bike 销量分别为 130/26 万台，E-Bike 渗透率 20%

（1）行业趋势：2025 年意大利自行车/E-Bike 销量分别达 130/26 万台（-3.8%/-6.6%），市场趋势类似于德国/法国市场，经历 2022 年高点后逐步回落。

（2）渗透率：2025 年意大利 E-Bike 渗透率 20%左右，渗透率较德国等市场低。渗透率持续较低或主要系基础设施和政策环境尚未到位，整体购置补贴力度以及通勤补贴政策支持较德国更低。

图12：2025 年意大利 E-Bike 销量为 26 万台，渗透率为 19.6%



数据来源：意大利自行车协会、欧洲自行车协会、开源证券研究所

1.3.2、 E-Bike 补贴政策：截至 2025 年年底仍在执行现金购置补贴

2020 年：第一轮国家补贴，所有购买自行车/E-Bike/电动滑板车都可获得 60%的补贴，上限 500 欧元。

下载日志已记录，仅供内部参考

此外截至 2025 年年年底仍在执行，购置现金补贴上限 800 欧元。

表4：意大利截至 2025 年年底仍在执行现金购置补贴

政策	执行时间	核心内容
Bonus Bici 国家补贴	2020 年	自 2020 年 5 月 4 日起至 2020 年 12 月 31 日，每位受益人可获得相当于支出额 60%的补贴，但最高不超过 500 欧元
其他政策	截至 2025 年年底仍在执行	购置现金补贴上限 800 欧

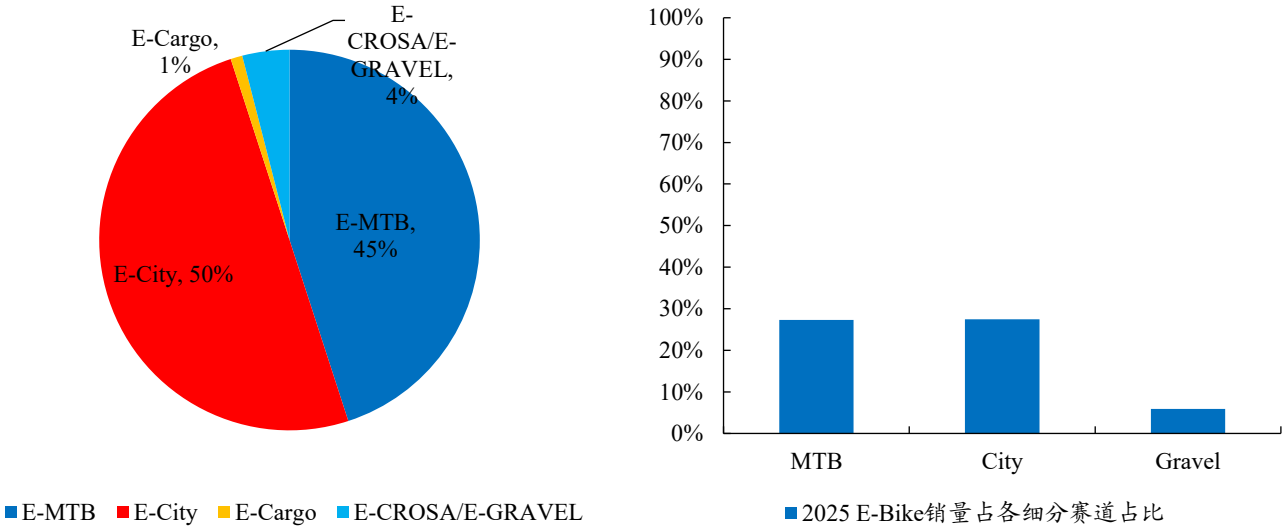
资料来源：意大利环境部、意大利税务局、富士达招股说明书、开源证券研究所

1.3.3、 E-Bike 品类划分：以山地/城市电动自行车为主

（1）分品类：意大利 E-Bike 市场以山地/城市休闲电动自行车为主。2025 年意大利 E-Bike 市场中，山地（MTB）/城市（City）/砾石（Gravel）电动自行车/销量分别达 12/13/1 万台，占总量比重分别达 45%/50%/4%。

（2）不同品类电动化率：山地（MTB）/城市（City）自行车电动化率相对较高，均为 27%；砾石（Gravel）自行车电动化率较低，为 6%。

图13：2025 年意大利 E-Bike 市场中山地（MTB）/城市（City）/砾石（Gravel）占比分别达 45%/50%/4%



数据来源：意大利自行车协会、开源证券研究所

1.4、 比利时：小体量高渗透率，2025 年 E-Bike 销量/渗透率逆势上涨，租赁以及胖胎车需求提升

1.4.1、 2025 年自行车/E-Bike 销量分别达 58/30 万台，租赁方式 E-Bike 销量 7 万台

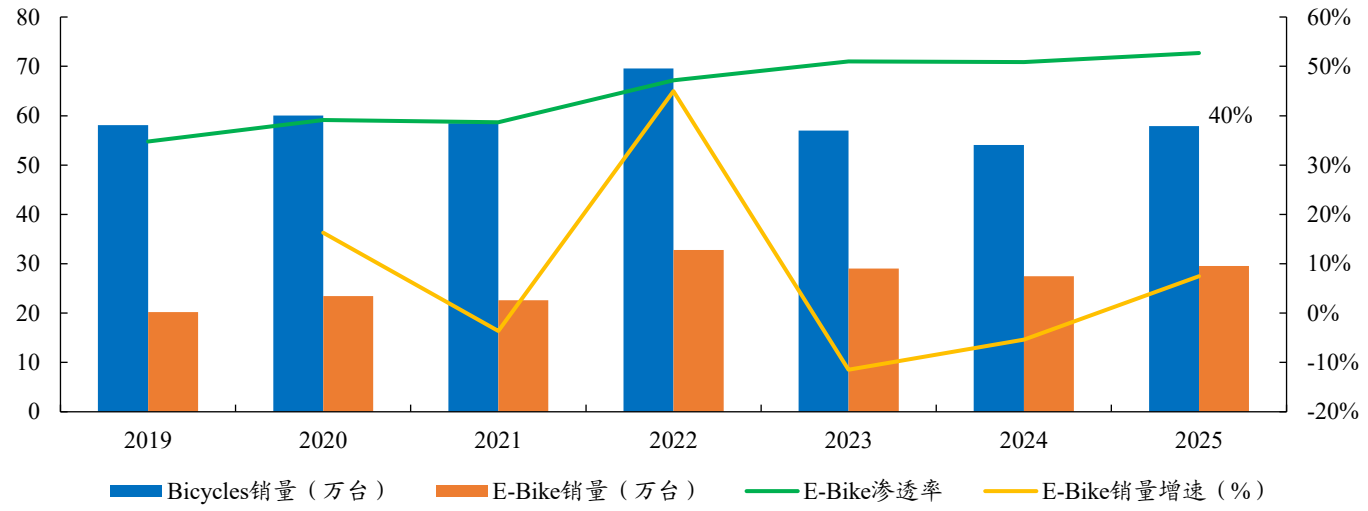
（1）行业趋势：经历 2022 年高点回落后率先回归正增长。2025 年比利时自行车/E-Bike 销量分别达 58/30 万台，同比+7.1%/+7.5%。**租赁市场中 E-Bike 销量 7 万台，**存量达到 19 万台。

（2）渗透率：2025 年比利时 E-Bike 渗透率为 52.7%（同比+1.8pct）。**高渗透率主要得益于：**其一，国内自行车通勤基建完善，全域骑行路网密集，叠加政府长期落地通勤扶持补贴，短途骑行相较于私家车出行优势显著，培育了扎实的大众通勤需求；其二，E-Bike 租赁福利体系成熟，有效降低了高端电单车的购置与使用门槛。

下载日志已记录，仅供内部参考

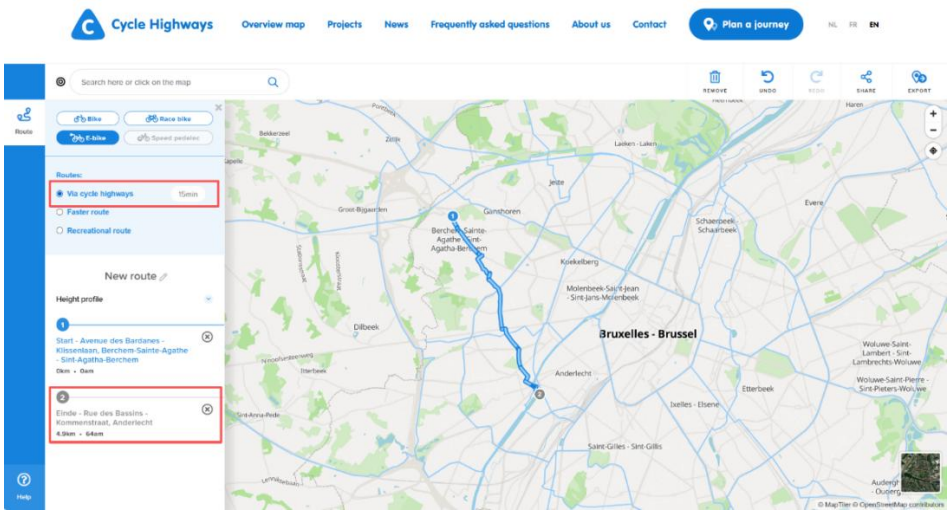
成熟的骑行基建：弗拉芒大区为例，拥有约 2800km 全隔离自行车高速路，路况适配电助力通勤，串联布鲁塞尔、安特卫普、根特三大核心城市。核心城区依托高密度隔离车道、骑行隧道及交通优化，形成 15 分钟骑行生活圈，5-15 公里短途出行在时效、成本上显著优于汽车。

图14：2025 年比利时 E-Bike 销量为 30 万台，渗透率为 52.7%



数据来源：Brusselstimes、Traxio、开源证券研究所

图15：比利时自行车通勤规划软件显示布鲁塞尔核心城区 5km 通勤时间 15min



资料来源：fietssnelwegen

1.4.2、 E-Bike 补贴政策：现行员工通勤补贴，截至 2025 年年底仍在执行购置现金补贴

通勤补贴：2023 年 5 月比利时推出通勤补贴政策，标准为 0.37€/km，年度上限 3690 欧元，覆盖电助力自行车、货运自行车等。

此外截至 2025 年年年底仍在执行：（1）购置现金补贴上限 400 欧元；（2）公司向员工提供自行车所获收益免征税费或社保，所产生费用可全额抵扣公司所得税税基。

下载日志已记录，仅供内部参考

表5：比利时现行员工通勤补贴政策，截至 2025 年年底仍在执行购置现金补贴

政策	执行时间	核心内容
骑行通勤补助	2023 至今	推出通勤补贴，补贴为 0.37€/km，年度上限 3690 欧元，覆盖电助力自行车、货运自行车等。
其他补贴	截至 2025 年年底仍在执行	购置现金补贴上限 400 欧；公司向员工提供自行车所获收益免征税费或社保，所产生费用可全额抵扣公司所得税税基

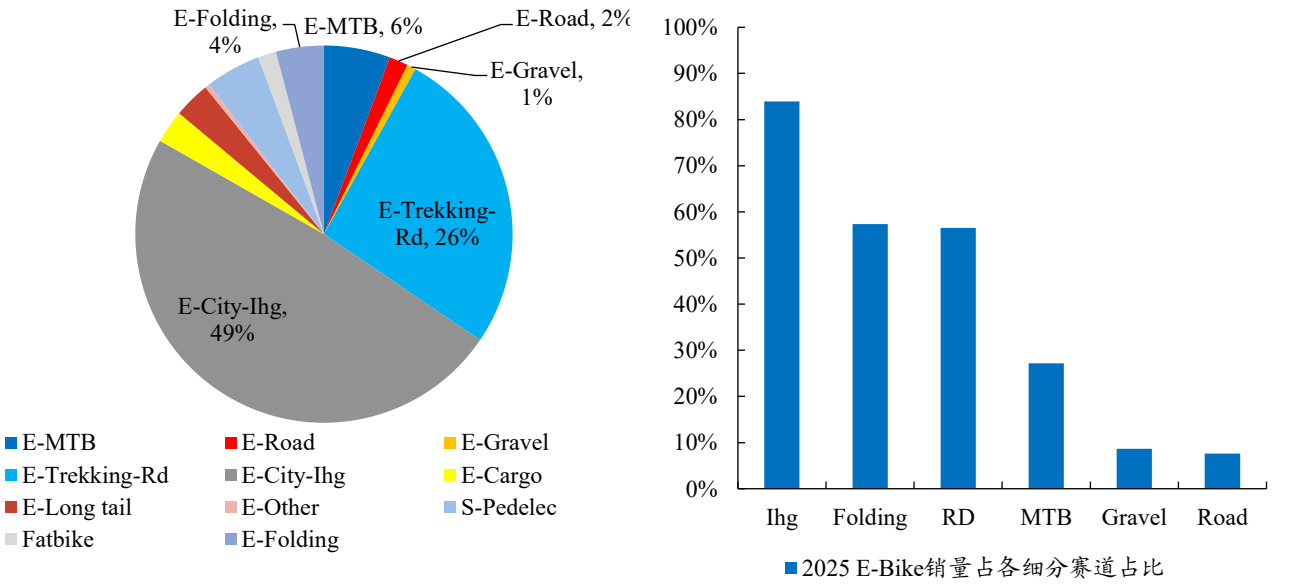
资料来源：Leva-eu、富士达招股说明书、开源证券研究所

1.4.3、 E-Bike 品类划分：城市变速/城市运动/山地/高速电动自行车为主，胖胎车需求从荷兰蔓延至比利时

（1）**分品类：比利时 E-Bike 市场以城市/城市运动/山地/高速/电动自行车为主。**2025 年比利时 E-Bike 市场中，城市变速（City Ihg）/城市运动（Trekking Rd）/山地（MTB）/高速（Speed Pedelec）电动自行车销量分别达 14.4/7.8/1.7/1.4 万台，占总销量比重分别达 49%/26%/6%/5%。**近年来胖胎车受到年轻客群青睐，从荷兰蔓延至比利时，2025 年首次单列胖胎车品类销量 4620 台。**

（2）**不同品类电动化率：**高速（Speed Pedelec）电动自行车电动化率达 100%；城市变速（City Ihg）自行车电动化率较高，达到 84%，其内置变速花鼓能承受高扭矩，所以常被用在电动自行车上；城市运动（Trekking Rd）/折叠（Folding）自行车电动化率均为 57%；山地（MTB）/公路（Road）/砾石（Gravel）自行车电动化率有待提升，分别为 27%/8%/9%。

图16：2025 年比利时 E-Bike 市场中城市变速（City Ihg）/城市运动（Trekking Rd）/山地（MTB）/高速（Speed Pedelec）占比分别达 49%/26%/6%/5%



数据来源：Traxio、开源证券研究所

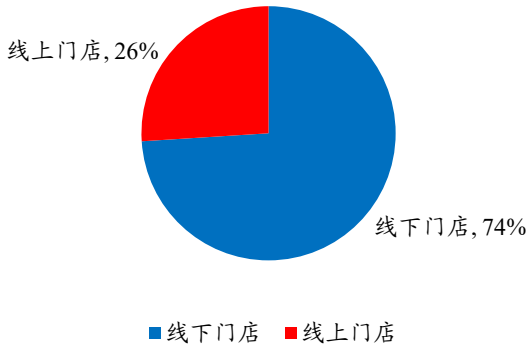
1.4.4、 销售渠道：以线下销售为主，线上销售为辅

销售渠道：根据比利时自行车行业协会（Traxio）的调查，74%的受访者选择

下载日志已记录，仅供内部参考

在线下门店进行购买。从消费决策渠道来看，比利时 E-Bike 线下消费属性突出，调研数据显示，57%的消费者购车前会咨询门店销售人员，31%消费者通过线上渠道获取产品信息。市场呈现“线上种草、线下成交”的显著特征，核心系 E-Bike 属于高客单价品类，产品型号丰富、技术体系复杂，线下销售人员可提供专业化、个性化的选购方案，有效解决消费者决策痛点，因此多数线上获客的消费者仍最终选择线下门店完成购买。

图17：根据比利时自行车协会调查数据，74%的受访者选择在线下门店进行购买



数据来源：Traxio、开源证券研究所

1.5、 奥地利：小体量高渗透率，2025 年 E-Bike 渗透率超 50%，销售以线下专业渠道以及山地/城市车为主

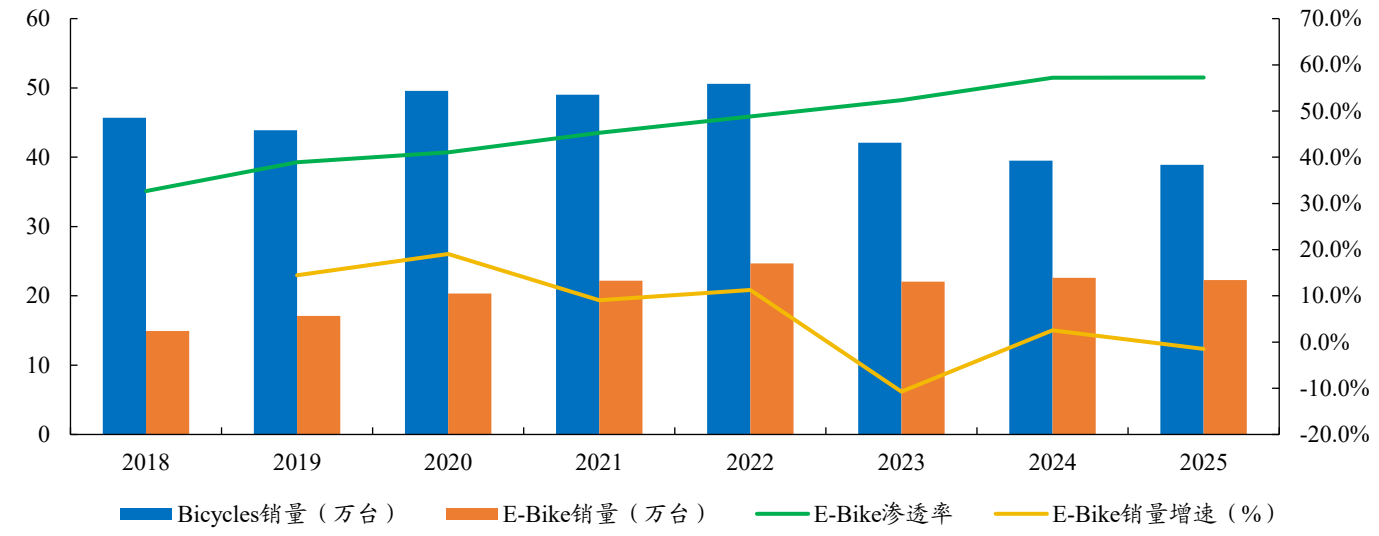
1.5.1、 奥地利：2025年自行车/E-Bike销量分别达39/22万台，E-Bike渗透率为57.3%

（1）行业趋势：2025 年奥地利自行车/E-Bike 销量分别达 39/22 万台（-1.5%/-1.3%）。奥地利传统自行车自 2021 年起持续下行，而 E-Bike 市场维持相对平稳。除 2022 年受俄乌冲突推升能源价格、叠加本土补贴及骑行租赁政策红利提振，销量阶段性冲高外，2021-2025 年奥地利 E-Bike 销量稳定在 22 万台左右。

（2）渗透率：2025 年奥地利 E-Bike 渗透率为 57.3%，渗透率位列欧洲前列。**高渗透率核心依托通勤与休闲双重需求持续扩容：**其一，奥地利全境以山地、丘陵地形为主，日常通勤、短途出行爬坡场景较多，电助力有效降低骑行门槛，适配本土出行刚需；其二，依托阿尔卑斯山地文旅资源，户外休闲骑行需求旺盛，带动山地电单车（eMTB）、多功能旅行车（Trekking）的个人购置与租赁消费，形成长期稳定的市场增量，持续支撑行业高渗透格局。

下载日志已记录，仅供内部参考

图18：2025年奥地利E-Bike销量为22万台，渗透率为57.3%，高渗透率得益于多山地+依托阿尔卑斯山脉带来的通勤以及运动需求



数据来源：sazbike、Bike Europe、开源证券研究所

1.5.2、 E-Bike政策：2025年Klimaaktiv购置补贴政策补贴额度已消耗完毕

2023~2024年执行Klimaaktiv联邦购置补贴政策，补贴覆盖电动折叠自行车、电动货运自行车等，符合条件的车型补贴金额分别500/900欧/台。2025年Klimaaktiv联邦购置补贴政策的补贴额度消耗完毕。

表6：奥地利2023-2024年执行的购置补贴政策已结束

政策	执行时间	核心内容
Klimaaktiv mobil 联邦传统购置补贴	2023~2024	（1）货运E-Bike：补贴金额900欧元/台，要求载重≥60kg （2）折叠E-Bike：补贴金额500欧元/台，折叠尺寸≤110×80×40cm

资料来源：klimaaktiv、开源证券研究所

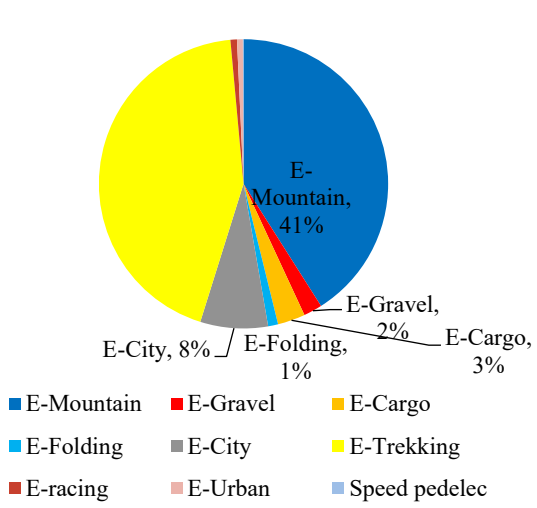
1.5.3、 E-Bike品类划分：以旅行/山地/城市自行车为主

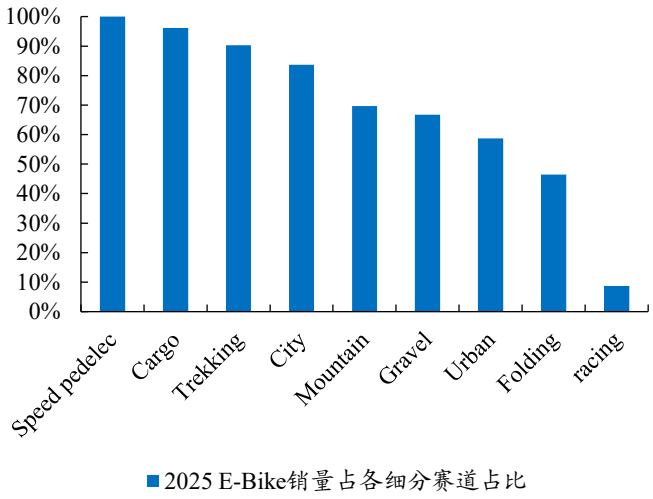
（1）**分品类：**奥地利E-Bike市场以旅行/山地/城市自行车为主。2025年奥地利E-Bike市场中，长途旅行（Trekking）/山地（Mountain）/城（City）市电动自行车销量分别达10/9/2万台，占总量比重分别达44%/41%/8%。受政策变化影响(2023-2024年购置补贴政策结束）电动货运自行车以及折叠自行车销量均有不同程度下滑。

（2）**不同品类电动化率：**奥地利自行车电动化率整体较高，高速/货运/长途旅行/城市/山地/砾石自行车电动化率均超过60%，分别为100%/96%/90%/84%/70%/67%；竞速自行车电动化率为9%，有较大发展空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：2025 年奥地利 E-Bike 市场中旅行（Trekking）/山地（Mountain）/城市（City）电动自行车占比分别达 44%/41%/8%



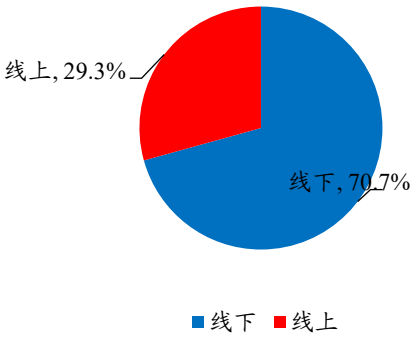


数据来源：BikeEurope、开源证券研究所

1.5.4、 销售渠道：以线下销售为主，2025 年专业零售渠道销售占比有所提升

根据 Mordorintelligence 调研数据，71%的消费者倾向于线下门店购车。奥地利消费者高度重视实车试驾与个性化定制服务，专业电单车门店可提供车辆检测、固件升级等配套服务，完善的售后体系能够有效培养用户消费忠诚度，支撑高端车型消费市场。**2025 年，制造商向专业零售渠道的出货量上升，而向其他销售渠道（非专业零售）的出货量有所下降。**

图20：2025 年奥地利自行车市场销售渠道以线下为主



数据来源：Mordorintelligence、开源证券研究所

1.6、 瑞士：小体量较高渗透率，政策支撑缺失导致行业波动显著，2025 年 E-Bike 销量/渗透率下滑严重

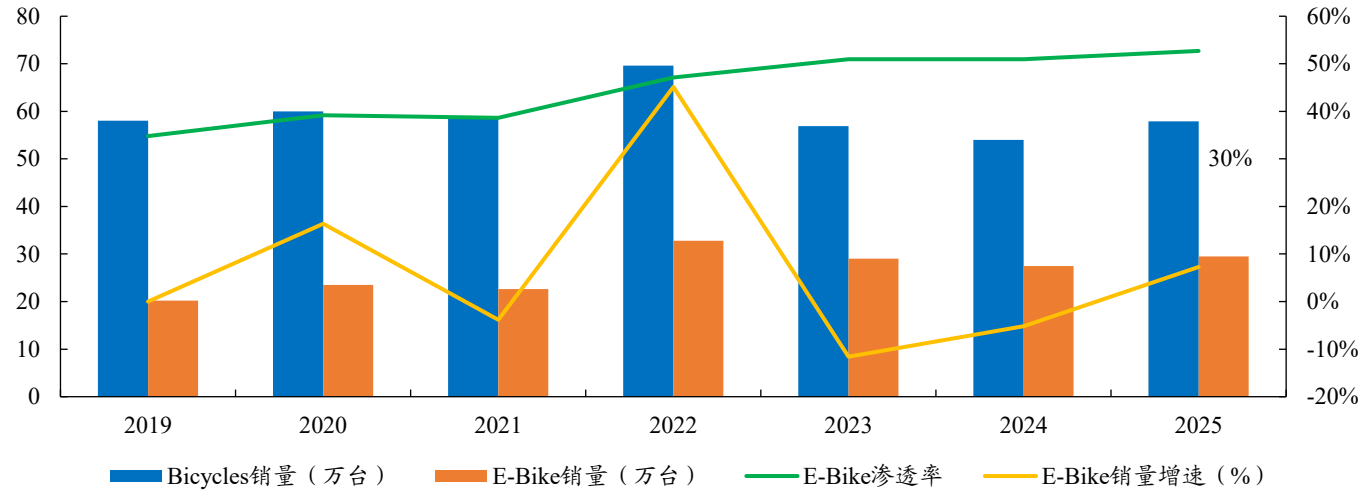
1.6.1、 瑞士：2025 年自行车/E-Bike 销量分别达 32/13 万台，E-Bike 渗透率为 41.5%

（1）行业趋势：2025 年瑞士自行车/E-Bike 销量分别达 32/13 万台，同比-7.3%/-13.8%。瑞士无国家级 E-Bike 购置补贴及税收优惠政策，其 E-Bike 市场于 2022 年创下 22 万台销量峰值，2023~2025 年受需求透支、市场供需错配、政策拖地缺位等影响销量逐步回落至此前常态水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

（2）渗透率：2025 年瑞士 E-Bike 渗透率为 41.5%，渗透率在欧洲市场处前列。瑞士本身具备 E-Bike 产业发展的双重优质条件：硬件端，国内骑行基建体系成熟，全境多山地、城镇坡道密集，电助力车型高度适配本土出行场景；产业端，本土核心竞争力突出，是全球少数同时具备 E-Bike 整车制造与自研电机能力的国家。

图21：2025 年瑞士 E-Bike 销量为 13 万台，渗透率为 41.5%，渗透率居欧洲市场前列



数据来源：Velosuisse、开源证券研究所

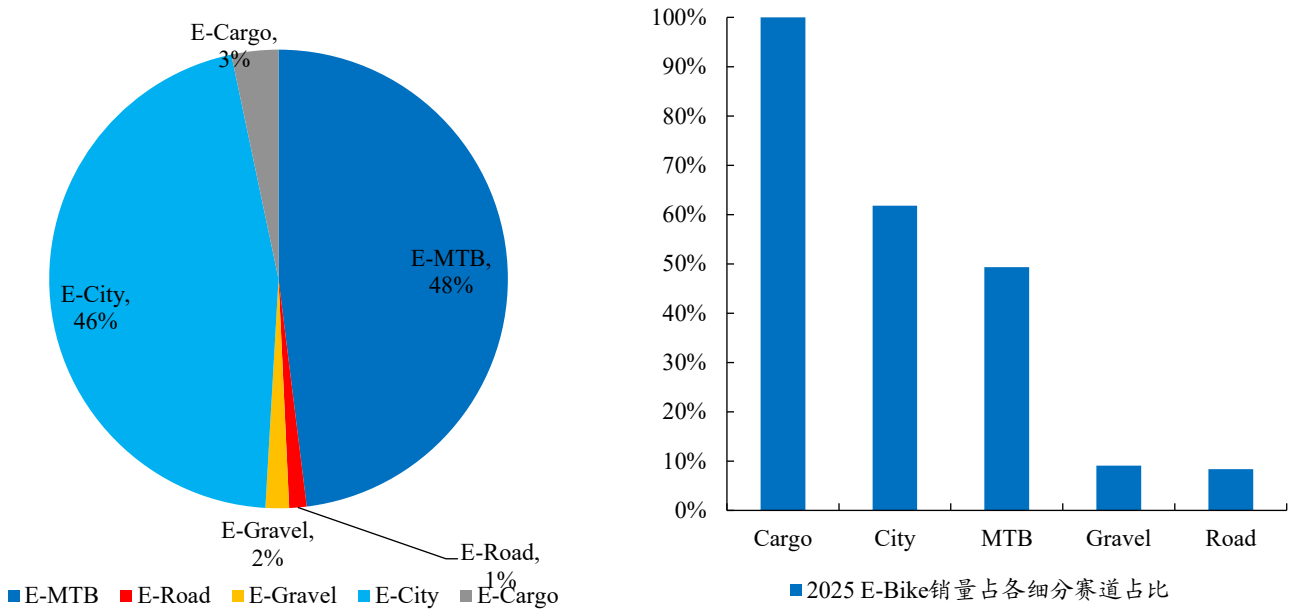
1.6.2、 E-Bike 品类划分：以山地/城市自行车为主

（1）**分品类：**瑞士 E-Bike 市场以山地/城市自行车为主。2025 年瑞士 E-Bike 市场中，山地（MTB）/城（City）市电动自行车销量分别达 6.3/6.0 万台，占总量比重分别达 48%/46%。

（2）**不同品类电动化率：**货运（Cargo）自行车电动化率达到 100%，主要源于瑞士 70%的国土是山区，货运出行对电助力刚需极强；城市（City）/山地（MTB）自行车电动化率分别为 62%/49%；砾石（Gravel）/公路（Road）自行车电动化率分别为 9%/8%，电动化率水平较低。

下载日志已记录，仅供内部参考

图22：2025 年瑞士 E-Bike 市场中山地（MTB）/城（City）市电动自行车销量占比分别达 48%/46%

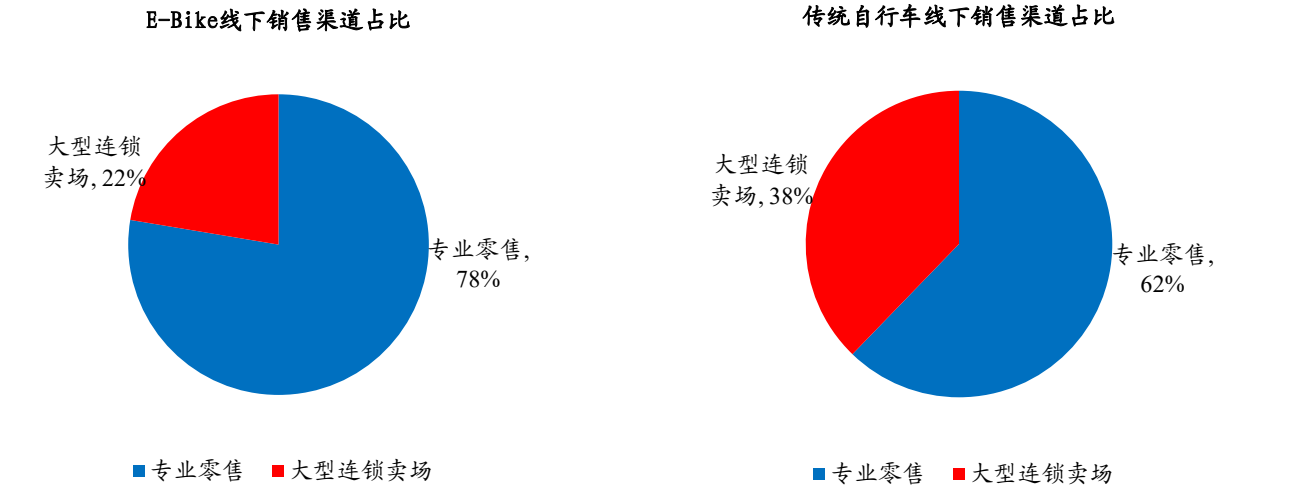


数据来源：Velosuisse、开源证券研究所

1.6.3、 线下销售渠道以专业零售店为主，大型连锁卖场为辅

销售渠道：根据瑞士行业协会（Velosuisse）的统计，传统自行车和 E-Bike 的线下销售渠道都以专业零售店为主（协会没有统计线上渠道），且 E-Bike 的销售渠道中专业零售店占比更高，达到 78%。

图23：线下销售渠道中，E-Bike/传统自行车专业零售店销售占比分别为 78%/62%



数据来源：Velosuisse、开源证券研究所

1.7、 其他国家

1.7.1、 荷兰：2025 年自行车/E-Bike 销量 80/39 万台，胖胎车流行&销售渠道仍以 IBD 专业零售门店为主

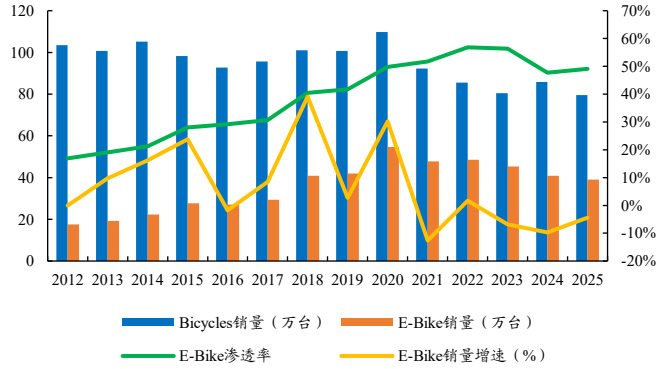
（1）行业趋势和渗透率：呈现高渗透率特点。2025 年荷兰自行车/E-Bike 销量

下载日志已记录，仅供内部参考

分别 80/39 万台，E-Bike 渗透率达 49%。此外 2025 年 FATBike 销量达 11 万台，市场中 FATBike 几乎都为电动产品，**因此若考虑 FATBike 则荷兰市场 E-Bike 渗透率已接近 64%。**高渗透率主要系当地浓厚的骑行文化，当地拥有 Accell、Batavus、Sparta 等本土制造商，服务体系周全且供应链响应迅速。

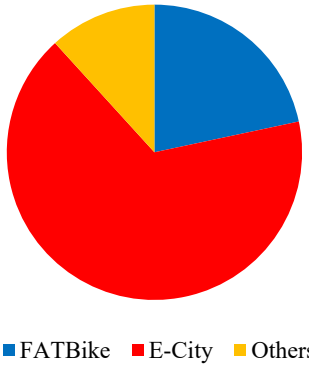
（2）品类特征：以城市通勤 E-Bike 为主，2024 年以来胖胎车逐渐流行。由于荷兰地区地势平坦，因此山地车等较少，以城市通勤车为主，**E-City 长期占据荷兰 E-Bike 市场的 85%。**此外，2024 年以来可改装高速胖胎车在年轻人群体中逐渐流行起来，2025 年 FATBike 销量达到 11 万台，但随之而来的是法规监管的逐步严格。

图24：2025 年荷兰 E-Bike 销量 39 万台，渗透率 49%



数据来源：荷兰自行车行业协会、INNKR 拓氪科技、开源证券研究所

图25：荷兰市场电动助力自行车以城市通勤以及胖胎车为主



数据来源：荷兰自行车行业协会、INNKR 拓氪科技、开源证券研究所

（3）销售渠道：荷兰的专业门店仍然是 eBike 的主导市场。**超过三分之二的新自行车依然通过专业自行车门店销售。**在这些专业门店中，eBike 已占门店总销量的 63%，占门店总销售的 83%。

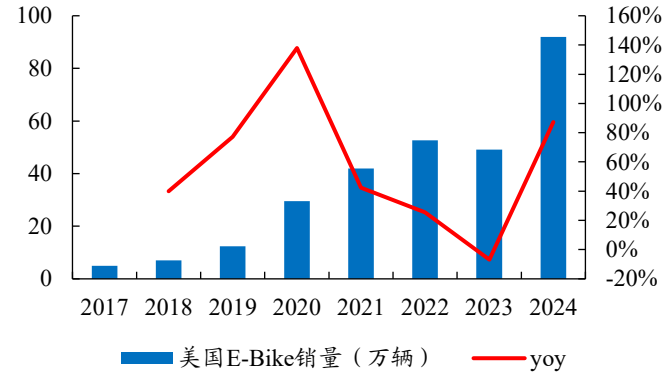
1.7.2、美国市场：预计 2025 年 E-Bike 销量超 100 万辆，渗透率不足 20%，销售渠道更加多元

相较于欧洲市场，美国 E-Bike 或仍保持较高增长。根据世界自行车协会数据，2024 年美国 E-Bike 销量达 92 万辆（同比+87%）。根据 BMR 数据显示，2025 年美国进口 E-Bike 数量达 130 万辆，从进口数据上看 E-Bike 渗透率不足 20%。而根据轻型电动汽车协会联合 LEVA，2025 年美国进口 E-Bike 数量同比增长 24%。综合来看**我们预计 2025 年美国 E-Bike 市场销量或仍保持增长趋势，预计年销量已超 100 万辆。**

从销售渠道上看，美国市场自行车销售渠道更加多元，2024 年 IBD/ROM/DTC/USED 渠道销售额占比分别 42%/30%/24%/4%。

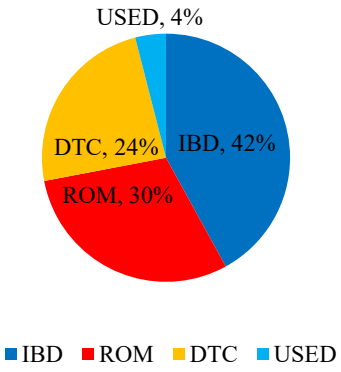
下载日志已记录，仅供内部参考

图26：2024 年美国 E-Bike 销量 92 万辆（同比+87%）



数据来源：世界自行车协会、富士达招股说明书、开源证券研究所

图27：2024 年美国以销售额计量自行车销售渠道较为分散

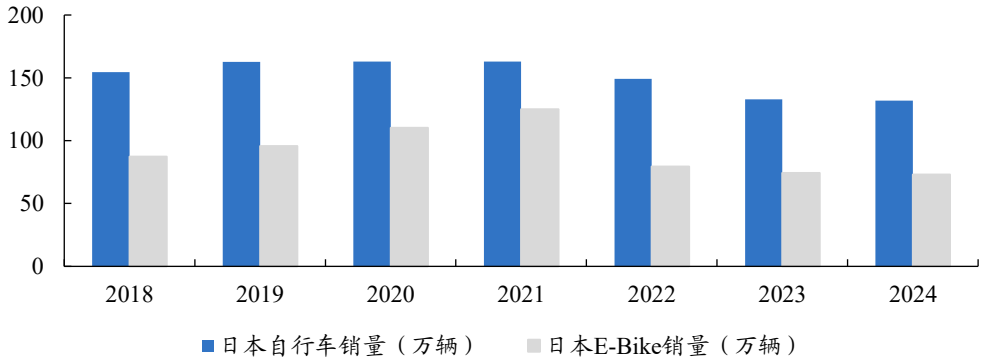


数据来源：唯轮网、开源证券研究所

1.7.3、 日本市场：2024 年 E-Bike 销量 73 万台，渗透率稳定 50%+

日本 E-Bike 呈现高渗透率以及量维持稳定的特征。2024 年日本自行车/E-Bike 销量分别 132/73 万辆，E-Bike 渗透率达 55%。2025 年，日本电动自行车进口量约为 61.8 万辆，而 2024 年为 56.3 万辆，因此预计 2025 年 E-Bike 市场销量整体维持稳定。

图28：2024 年日本 E-Bike 销量 73 万台，预计 2025 年维持稳定



数据来源：世界自行车协会、CycleCorner、富士达招股说明书、开源证券研究所

2、 E-Bike 行业竞争格局 ：竞争格局分散，源于渠道分散&核心零部件寡头垄断弱化整机品牌效应

首先从线上亚马逊数据看行业格局，德亚为例 E-Bike 市场暂未出现具备绝对统治力的龙头品牌。卖家精灵数据显示，德亚 E-bike 市场头部品牌市占率仅约 10%，行业 CR5 合计市场份额不足 50%，**行业格局呈高度分散。**

下载日志已记录，仅供内部参考

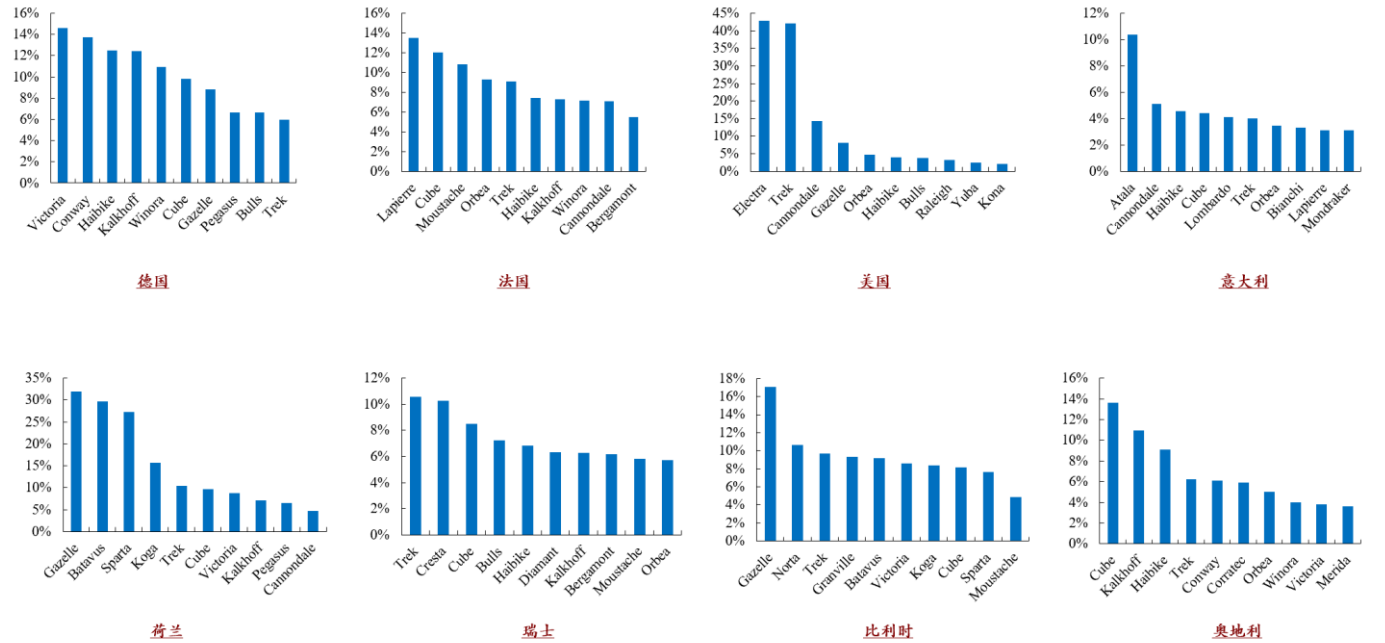
图29：德国亚马逊 E-Bike 市场呈高度分散格局，头部品牌份额仅 10%左右，行业 CR5 不足 50%

	202607	202606	202605	202604	202603	202602	202601	202512	202511	202510	202509	202508	202507
HITWAY	10.7%	3.7%	6.5%	6.8%	4.6%	3.5%	4.7%	4.4%	1.7%	1.6%	2.6%	9.1%	4.2%
Finbike	9.7%	8.2%	6.1%	6.2%	3.5%	3.7%	6.6%	7.9%	3.9%	1.7%	1.6%	2.0%	5.8%
Fischer	9.0%	5.1%	3.2%	3.9%	3.5%	3.1%	2.5%	5.0%	5.2%	4.8%	4.1%	4.0%	5.2%
ENGWE	6.1%	6.6%	6.3%	6.8%	6.5%	6.8%	5.7%	6.8%	7.4%	5.8%	4.4%	1.9%	5.0%
Prophete	4.2%	3.0%	2.3%	2.2%	1.8%	1.4%	1.3%	1.7%	1.9%	1.9%	1.7%	1.4%	0.9%
URLIFE	3.7%	2.3%	1.8%	0.5%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.4%	0.0%	0.4%	0.7%	0.4%
VARUN	3.1%	3.9%	3.9%	4.5%	4.3%	4.2%	3.9%	2.5%	2.4%	3.7%	1.4%	1.9%	2.2%
ESKUTE	3.0%	5.2%	1.7%	4.6%	10.5%	3.1%	2.0%	2.8%	2.4%	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%
CHEEVALRY	2.8%	0.4%	0.3%										
Eleglide	2.7%	2.5%	2.1%	3.1%	3.3%	2.8%	3.0%	4.3%	4.4%	2.2%	2.2%	1.7%	2.9%
ttgo	2.2%	1.5%	0.8%	0.9%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.0%		0.0%	0.1%	0.3%
Touroll	1.9%	2.9%	3.4%	3.9%	4.1%	3.8%	2.0%	2.6%	3.3%	4.0%	4.7%	3.2%	4.0%
MOONCOOL	1.9%	0.4%	0.8%	0.5%	0.3%	0.5%	0.4%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.1%	0.1%
LANKELEISI	1.8%	1.0%	1.9%	0.8%	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%					0.2%
BAFANG	1.5%	1.9%	3.2%	1.7%	1.8%	3.7%	3.8%	2.8%	2.8%	3.5%	3.1%	3.7%	3.5%

数据来源：卖家精灵、开源证券研究所

其次从博世官网披露的各品牌线下渠道覆盖情况来看竞争情况，欧洲各国排名首位的品牌，其终端铺货率普遍处于 10%~20%的区间。进一步观察不同国家的集中度，各国之间差异较为明显，其中美国/荷兰市场集中度较高，而其他国家则较为分散。

图30：从博世官网披露的各品牌线下渠道覆盖情况来看竞争情况，欧洲各国排名首位的品牌的终端铺货率普遍处于10%~20%的区间，渠道覆盖表现亦较为分散



数据来源：博世官网、开源证券研究所

2.1、 格局分散原因一：电机/电控/电池为核心宣传要素，零部件品牌心智突出，整车制造商品牌影响力被弱化

2.1.1、 E-Bike 核心零部件：电机/电控/电池占产品价值量 50%+，匹配度要求以及集成化程度较高容易被单一零部件商所垄断

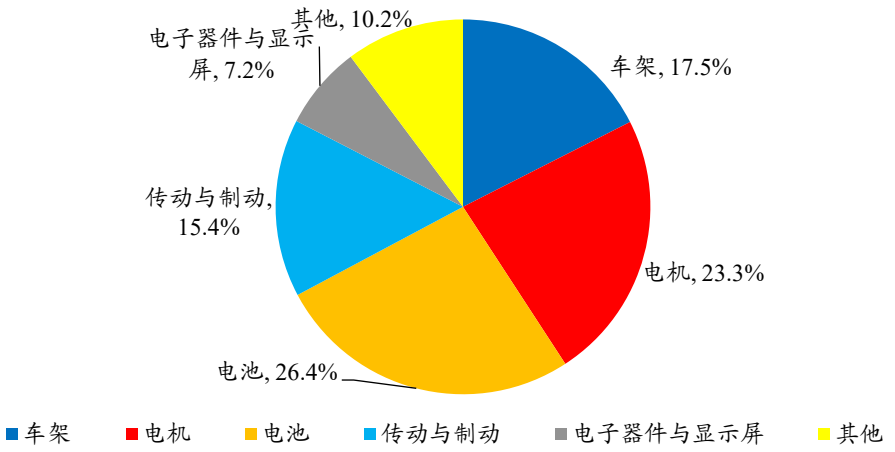
电助力自行车整车 BOM 核心成本由电池、驱动电机、车架、传动制动系统及

下载日志已记录，仅供内部参考

电子器件与显示屏构成。以搭载博世 Performance Line CX、禧玛诺 EP8 高端中置系统的欧洲运动级电助力车型为例，该车配备 625Wh 框架电池、气压前叉、液压四活塞刹车及集成照明系统。成本结构中电池占比最高达 26.4%，电机次之占 23.3%，车架/传动制动系统/电子显示器件分别占比 17.5%/15.4%/7.2%，五大核心模块构成整车主要物料成本。

电池/电机/电控（传动以及显示屏电子元器件等）均配备一定传感器实现数据联动从而提高骑行体验，高匹配性以及高集成化使得上游零部件容易被单一厂商所垄断。以博世为例，同时布局电机/电池/智能显示屏/ABS 系统，能够为下游品牌商提供整套解决方案，降低了品牌商进入门槛但也稀释了品牌商利润空间。以 Canyon 产品为例，普遍选用统一品牌电机以及电池系统。

图31：E-Bike 成本中电池与电机合计占比约 50%



数据来源：Greenbikeblog、开源证券研究所

图32：E-Bike 产品倾向于选用统一品牌电机以及电池系统，部分带智能化产品选择同一套显示屏以及智能化系统



资料来源：Canyon 官网

2.1.2、 电机电控系统：博世/禧玛诺布局早、产品矩阵全且性能优，寡头垄断上游零部件市场

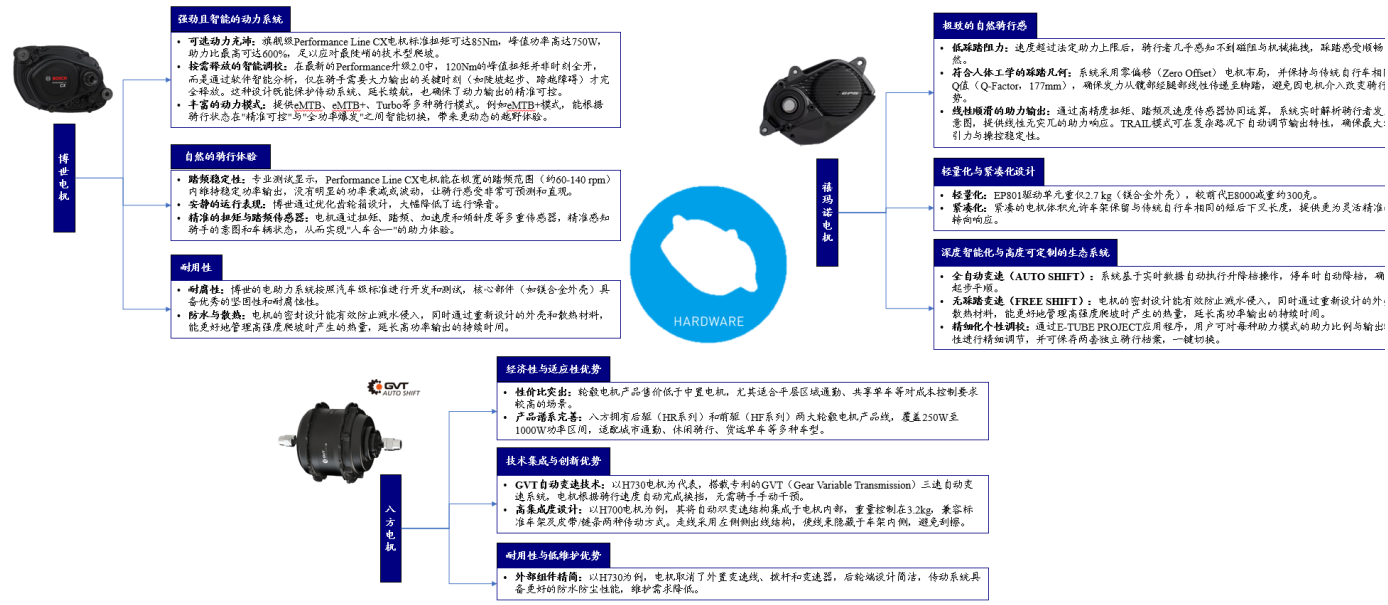
各大整车厂商在产品宣传中普遍将电机系统作为首要卖点重点突出，整车自有品牌的认知度与溢价空间随之被稀释。动力零部件标准化外采大幅降低行业准入门槛，市场持续涌入大量中小组装品牌，最终呈现玩家繁多、竞争分散的行业格局。**成熟电机品牌能够成为消费者购车时的核心信任背书，原因在于：**

下载日志已记录，仅供内部参考

（1）**电机是 E-Bike 的动力核心，与控制器、电池共同构成整车电驱动系统。**电机核心作用包含四点：一是输出辅助动力，减轻人力骑行负担；二是联动电控系统实现多档位助力精细化调节；三是高端机型支持制动、下坡动能回收回充，提升续航表现；四是匹配各地法规完成车速限制，承载整车安全控制逻辑。**车辆的峰值扭矩、助力响应速度、骑行平顺性、爬坡性能均由电机与配套电控协同决定，电机电控系统直接定义消费者的核心骑行体验。**

（2）**电机属于整车故障率最高的核心零部件，轴承、磁钢、线圈等关键结构一旦损坏，维修替换成本较高。**因此**消费者选购时更倾向市场保有量高、线下维修服务网络完善的成熟电机品牌（博世、禧玛诺等）**；而搭载小众非主流电机的车型，普遍存在配套配件稀缺、售后维修渠道缺失等痛点，后期维保难度显著提升。

图33：头部电机品牌（博世、禧玛诺）在性能上具备一定优势，例如轻量化/全自动变速/顺滑助力输出



资料来源：八方股份官网、禧玛诺官网、博世官网、开源证券研究所

表7：头部电机厂商针对不同品类 E-Bike 均有相应产品布局，产品矩阵全

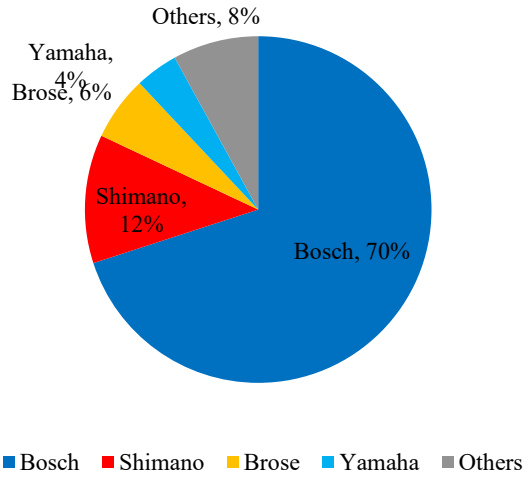
	城市通勤（eCity）	长途旅行/休闲（eTrekking/eGravel）	山地运动（eMTB）	货运（eCargo）	高速电助力（S-Pedelec）	轮毂电机
博世	Active Line/Active Line Plus	Performance Line（PX/SX）	Performance Line CX/CX Race	Cargo Line	Performance Line Speed	Hub Line
禧玛诺	E5100/E6100	EP5/EP6	EP8 / EP801	EP8 Cargo	/	/
八方	M210	M410	M510/M820	M615	M615	HF 前驱/HR 后驱系列

资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

布局早、产品矩阵全且性能优使得博世/禧玛诺占据绝大部分市场份额。2024 年德国市场中博世占据绝对主导地位，份额达 70%，其次为禧玛诺份额 12%。从欧洲整体市场上看，博世/禧玛诺份额分别 50%/20%，八方股份凭借性价比优势在购买力仍较低的东欧和东南欧市场实现一定份额使得全欧洲份额提升至 15%。

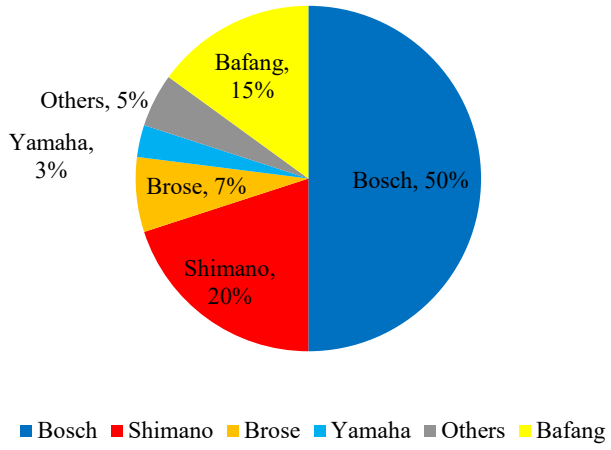
下载日志已记录，仅供内部参考

图34：2024 年德国市场博世份额达 70%，占据绝对体量



数据来源：velojournal、开源证券研究所

图35：2024 年欧洲市场博世/禧玛诺份额分别 50%/20%



数据来源：velojournal、开源证券研究所

我们选取主流品牌 10 款车型作为样本统计显示：约 60%的整车品牌会在产品主视觉图及详情页标注搭载电机信息；其中采用博世电机的品牌中，超 80%会在宣传物料中重点突出博世驱动系统配置，作为核心卖点进行展示。

表8：大部分搭配博世电机的整车厂商会重点宣传电机

	型号	电机品牌	电机型号	是否宣传电机	扭矩（N·M）	最大功率（W）
Cube	SUPREME HYBRID DELUXE SLT 600	Bosch	Bosch Performance Line CX		120	750
KTM	MACINA CITY 710 Belt	Bosch	Bosch Performance Line CX	√	120	750
Bulls	Cross Lite Evo 2 ABS	Bosch	Bosch Performance Line CX	√	120	750
Specialized	Vado 3 EVO 6.0	Specialized	Specialized 3.1 Motor		105	810
Canyon	Roadlite:ON CF	Bosch	Bosch Hub Line Motor BDU306Y	√	45	400
Stevens	E-Courier 7.8.1 Plus	Bosch	Bosch Performance Line CX	√	120	750
Pegasus	Estremo EVO 12 Lite	Pinion	Pinion MGU		85	600
Giant	NewTour E+ 1 LST	Giant	Giant SyncDrive Core		55	400
Kalkhoff	IMAGE 5+ ADVANCE BLX	Bosch	Bosch Performance PX	√	85	600
Haibike	HYBE CF 9	Bosch	Bosch Performance Line	√	120	750

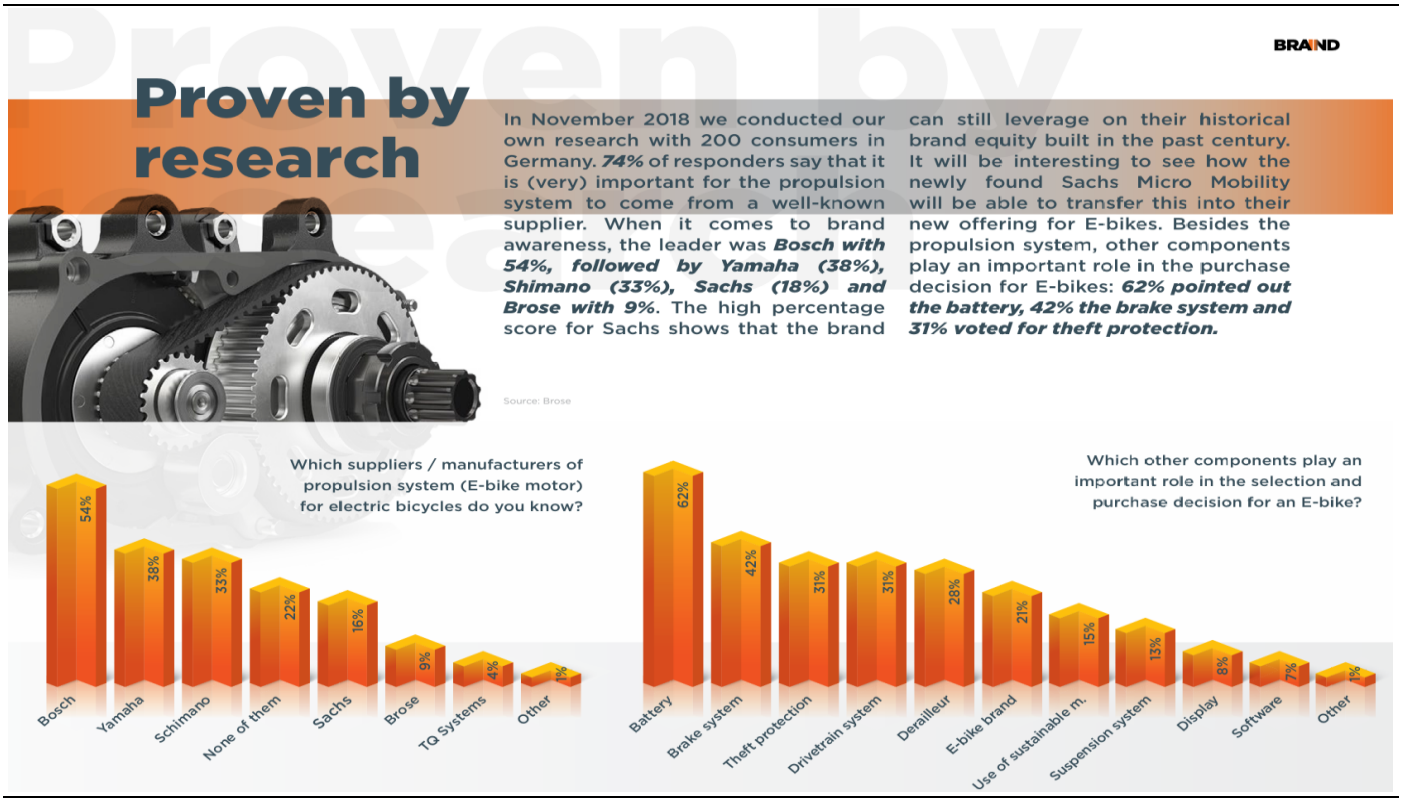
下载日志已记录，仅供内部参考

型号	电机品牌	电机型号	是否宣传电机	扭矩（N·M）	最大功率（W）
CX					

资料来源：各品牌官网、BikeExchange、开源证券研究所

根据 Braind E-Bike 白皮书的调查，74%德国消费者认为驱动系统来自知名供应商是非常重要的选购条件，消费者选购权重排序：驱动系统（电机）＞电池（62%）＞刹车系统（42%）＞防盗装置（31%）>E-Bike 品牌（21%）。

图36：根据 Braind 问卷调查，相比 E-Bike 品牌，消费者更看重电机品牌



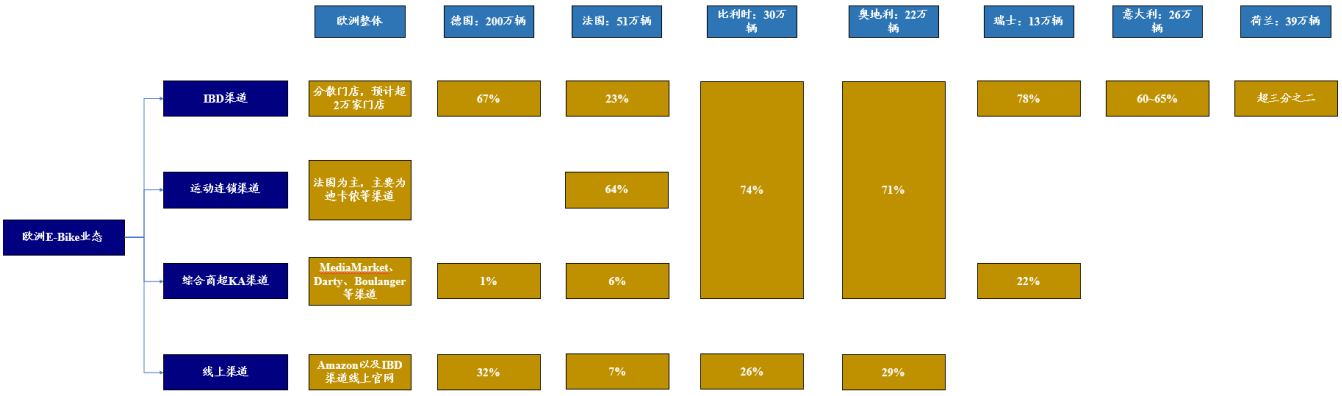
资料来源：Braind

2.2、 格局分散原因二：全球 IBD 渠道超 2 万家且多数为独立小车行，渠道分散导致各品牌拓展难度大

欧洲 E-Bike 销售以线下专业零售店 IBD 渠道为主，IBD 渠道较为分散使得品牌商拓展难度较大。根据前文所述，**欧洲电助力自行车市场线下渠道销售占比普遍超 60%，除法国外各国线下市场又以独立专业自行车零售店为核心载体**，连锁商超覆盖规模有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

图37：法国市场以运动连锁渠道为主，德国/瑞士/意大利/荷兰等国以 IBD 专业渠道为主



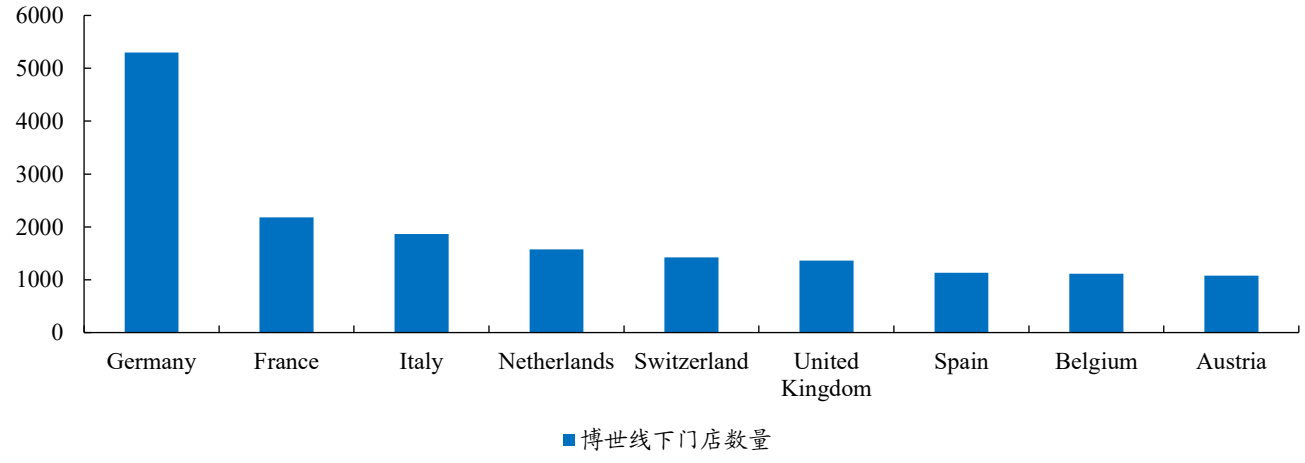
数据来源：各国自行车行业协会、博世官网、开源证券研究所（注：百分比数据为各国在不同渠道业态的销售占比）

全球 IBD 渠道数量多且较为分散，因此相较于亚马逊、品牌独立站等线上渠道，以及大众商超批量铺货模式，**整车企业依托专业自行车零售店铺设线下渠道的综合投入成本更高。**中小非龙头整车厂商现金流储备有限，难有充足资金以及人力资源大范围拓展线下专业零售渠道，导致渠道覆盖规模受限。

（1）IBD 渠道：从博世官网披露自行车门店数量上看，**全球 IBD 门店数量达 2.3 万家，其中美国 2176 家，欧洲核心国家门店数量近 2 万家。**具体看 IBD 门店经销商情况，**欧洲仅有少数大型 IBD 连锁渠道，Zweirad-Center 和 RadCenter 为德国大型 IBD 渠道，终端门店数量达几百家，**能够提供全方位销售和售后服务；除两大 IBD 渠道商外，**也有 Fahrrad 和 BOC 等中型 IBD 渠道商，但门店数量较少，**BOC 门店数量为 32 家；**其余 IBD 渠道商多为家族型小车行，**终端门店数量很少。

（2）运动连锁渠道：法国为主，迪卡侬和 Intersport 为两大头部运动连锁渠道，业态为提供各种户外运动产品。在法国本土均拥有几百家门店。

图38：从博世披露自行车门店数据上看，全球 IBD 门店数量达 2.3 万家，欧洲核心国家门店数量近 2 万家



数据来源：博世官网、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

表9：欧洲仅有少数大型 IBD 连锁渠道以及运动连锁渠道，其余渠道商多为家族型小车行；法国以运动连锁渠道为主

渠道商	渠道类型	预计终端门店数量	渠道商情况
Zweirad-Center	IBD	795	德国最大 IBD 连锁渠道，店态为综合两轮卖场，产品覆盖传统自行车、E-Bike、配件服装、维修服务等
RadCenter	IBD	466	德国主流 IBD 采购联盟，以 E-Bike 产品为主，为加盟门店提供维修服务支持
Fahrrad	IBD	线上网点+线下服务	成立于 2003 年，德国早期自行车 IBD 线上零售商，现服务于奥地利、瑞士、法国、荷兰和比利时等国
BOC	IBD	32	已成立 25 年，为德国领先全渠道自行车零售商，店态为综合两轮卖场，产品覆盖传统自行车、E-Bike、配件服装、维修服务等
迪卡侬	运动连锁	法国本土拥有几百家门店	法国头部运动连锁渠道，提供各种户外运动产品
Intersport	运动连锁	法国本土拥有 483 家标准店	法国头部运动连锁渠道，提供各种户外运动产品

资料来源：各渠道商官网、开源证券研究所

2.3、 格局分散原因三：不同国家主流需求、上路管理上存在差异，增加品牌方产品开发以及认证难度

（1）受应用场景驱动，欧洲各国 E-Bike 的主流品类可归为城市、旅行、山地及货运四类，彼此在电机扭矩与功率、续航能力、减震系统及轮胎规格等核心参数上存在显著分化。叠加各国主导品类的差异性，单一厂商难以在所有细分市场中建立全面的垄断优势。

（2）即便在同一大类内部，品类的区域化特征依然突出。以山地电助力自行车（E-MTB）为例，法国市场偏好全地形山地车（E-ATB），而瑞士市场则流行重型山地车（E-Enduro）。这意味着，即便厂商锁定山地车赛道，依然无法通过单一 SKU 的大规模量产来摊薄成本，必须面对“一品一市场”的定制化挑战。

下载日志已记录，仅供内部参考

图39：不同 E-Bike 车型对于电机、电机、轮胎和减震要求均有所不同



资料来源：八方股份官网、开源证券研究所

3、 九号公司布局 E-Bike 的优势：产品差异化优势、品牌效应优势、渠道复用优势&强渠道开拓能力

3.1、 产品维度：自研降本带来性价比优势，智能化平权提高产品性能的同时保证价格优势

E-Bike 的骑行体验可从两个维度进行划分：一是涵盖动力、续航、减震、制动等核心性能的**常规骑行体验**，二是包括自动换挡、智能锁车、智能定位等在内的**智能化骑行体验**。以九号通勤 E-Bike 系列中的 Segway Myon 为例，与同价位竞品相比，Myon 在常规骑行体验与智能化骑行体验两方面均实现了显著提升；而与常规相近的竞品相比，**Myon 则兼具性价比优势和智能化优势。**相较于 Tenways CGO600 Pro 产品，同样作为轮毂电机产品价格相当，**但 Myon 具备更高扭矩和输出功率以及更长续航，此外 Myon 拥有无钥匙解锁、电子自动换挡、爬坡辅助等多种智能化功能；**相较于 Trek Charter+4s 产品，Myon 虽然采用轮毂电机技术，**但智能化系统和电机系统自研使得成本优势明显**（Trek 采用博世 Purion 200 智能化系统，而 Myon 为九号公司自研），售价显著低于 Trek。

表10：相较于同行，公司最新产品 Myon 自研智能系统和轮毂电机，兼具智能化和性价比

		九号 Myon	Tenways CGO600 Pro	Trek Charter+4s
常规参数	售价	1799$	1699€	3999€
	负载能力（kg）	136	140	136
	净重（kg）	33	16	31
电机	品牌商	Segway	Tenways	博世 Bosch
	电机类型	轮毂电机	轮毂电机	中置电机
	产品型号	自研	自研	Bosch Performance Line Sport
	功率（W）	500	350	700
	力矩（N·M）	85	45	90

下载日志已记录，仅供内部参考

电池	容量（Wh）	722	360	540
	续航（公里）	129	100	114
传动系统	品牌商	Shimano	Shimano	Shimano
	齿轮数	9	8	9
	Shifter（变速器）	Shimano CUES 9-Speed Electronic Shifting	Shimano Claris 8-Speed	Shimano U4000, 9 speed
	Cassette（飞轮）	Shimano CUES 11-39T	Shimano 11-32T cassette	Shimano LINKGLIDE LG300, 11-46
刹车系统	前刹车	180mm 液压碟刹	160mm 液压碟刹	180mm 液压碟刹
	后刹车	180mm 液压碟刹	160mm 液压碟刹	180mm 液压碟刹
减震系统	前叉	80mm 行程悬挂前叉	铝合金硬叉	63mm 行程悬挂前叉+避震座管
智能化系统		电子自动换挡（自研算法通过速度、踏频和坡度传感器，自动选择合适的档位）；爬坡辅助；后视雷达（可选）；自动照明系统；无钥匙解锁；GPS 和 Apple Find 防盗；显示屏导航；OTA 升级；APP 共享访问权限、安全提醒等	扭矩传感器技术；彩色仪表；手机 APP 导航	采用博世 Purion 200 智能系统，E-Bike 应用系统（数字锁、防盗警报、骑行辅助和导航）；智能照明系统

资料来源：各品牌方官网、开源证券研究所

3.1.1、 产品优势一：性价比高但未牺牲性能，得益于自研降本

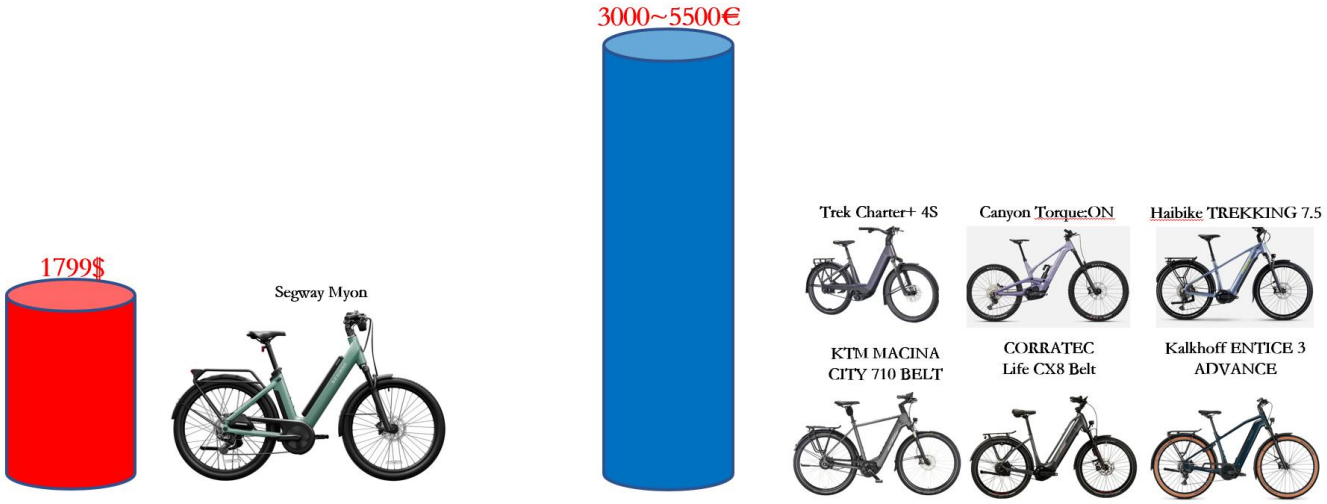
Segway Myon 美国官网定价 1999 美金（促销价 1799 美金），通过自研智能化技术提升整车骑行质感，综合产品力可对标欧洲市场 3000~6000 欧元级高端通勤电助力车型，性价比优势突出，主要原因在于：

（1）**规避博世/禧玛诺电机电控以及智能化系统较高的溢价。**欧洲高端电助力普遍搭载博世或禧玛诺电机电控电池系统以及智能化指标，**由于寡头垄断因此存在较高溢价，2020-2025 年博世毛利率保持 30%+，禧玛诺毛利率保持 40%左右**。九号公司不同于其他整车品牌，**选用自研后置轮毂电机，**在保证峰值扭矩、动力输出等核心性能指标与高端中置电机持平的前提下降低成本。

（2）**整车三电系统一体化，自研算法利用各种传感器提升骑行体验。**Myon 实现自研电机、整车电控、电池 BMS 乃至外胎路感的全域协同调校，动力输出线性度、车身操控稳定性、路面滤震反馈、制动与传动匹配度均完成系统性优化。**同时自研算法通过速度、踏频和坡度传感器，**持续调整地形和骑行节奏，自动选择合适的档位，使得骑行过程更加丝滑顺畅。

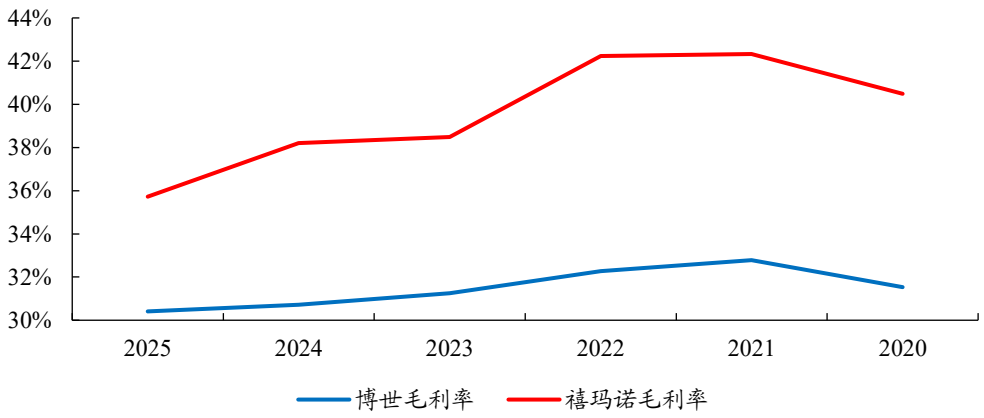
下载日志已记录，仅供内部参考

图40：对比扭矩 80~120N·M、电池容量 500~800Wh、配备悬挂前叉的同产品力竞品，Myon 售价更低



资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

图41：2020-2025 年博世毛利率保持 30%+，禧玛诺毛利率保持近 40%



数据来源：博世官网、彭博、开源证券研究所

海外专业电助力垂直媒体 Riderguide、Ebikingtoday 以及科技数码媒体 Slashgear 的测评博主均对 Segway Myon 给出较高评价，普遍将其定义为超越传统电助力自行车范畴的智能化互联消费科技产品。**除具备一定竞争力的全链路智能交互体验外，行业测评也对该车动力标定调校水准、实际续航表现以及制动系统稳定性给予了充分认可，**整车机械素质与电控标定均达到同级上游水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图42：海外专业媒体针对 Myon 的骑行体验给出较高评价，认可该车动力标定调校水准、实际续航表现以及制动系统稳定性

缺点：
- 整车过重不便搬运
- 顶配模式无油门，额定功率有升级空间
- 仅前置单减震，烂路滤震差



优点：
- 扭矩传感器出力顺滑自然，85Nm扭矩爬坡稳健，高速车身稳定性强
- 前叉减震应对城市铺装路面颠簸效果良好，大轮组行驶稳定
- 电子自动变速省心好用，油压碟刹制动可靠线性
- 完整智能生态（转向灯、GPS防盗、Apple Find My、OTA、感应解锁），线下门店交付维保，续航扎实，1999美元性价比极高

资料来源：Riderguide、Ebikingtoday、Slashgear、开源证券研究所

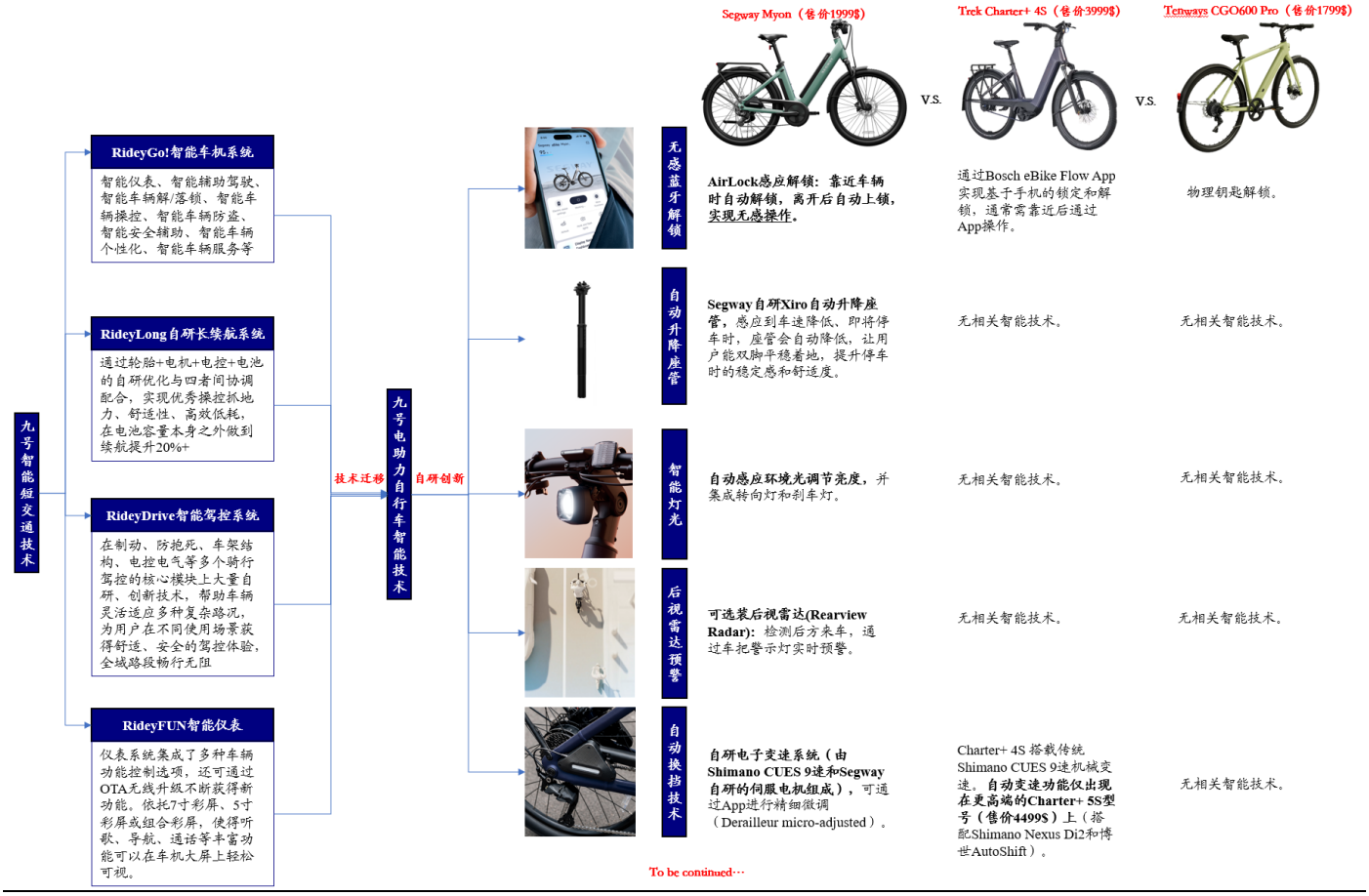
3.1.2、 产品优势二：国内两轮车智能化迁移，为 E-Bike 带来智能化平权

九号公司将国内电动两轮车及滑板车等短交通领域积淀的完整智能化技术底座，系统性地迁移到 E-bike 赛道，实现了对传统品类的降维赋能。依托 RideyGo!、RideyFUN、RideyLONG、RideyDrive 等全栈自研核心技术矩阵，**九号公司成功落地无感蓝牙解锁、自动换挡、自动升降坐管等标志性创新功能，**为 E-bike 品类带来了差异化的智能骑行体验，**保证价格竞争力的同时提高智能化体验实现智能化技术平权。**后续还可以通过 OTA 升级实现更多智能化体验。

相较于 Trek Charter+4S 以及 Tenways CGO600 Pro 产品，九号 Myon 产品智能化技术更加丰富，例如靠近无钥匙解锁、自动升降座管、智能灯光系统、后视雷达等同行竞品不具备。

下载日志已记录，仅供内部参考

图43：九号公司借助国内两轮车智能化技术迁移为 E-Bike 实现无钥匙解锁、自动升降座管、智能灯光系统、后视雷达等多项智能化功能



资料来源：九号电动官网、Segway 官网、Trek 官网、Tenways 官网、开源证券研究所

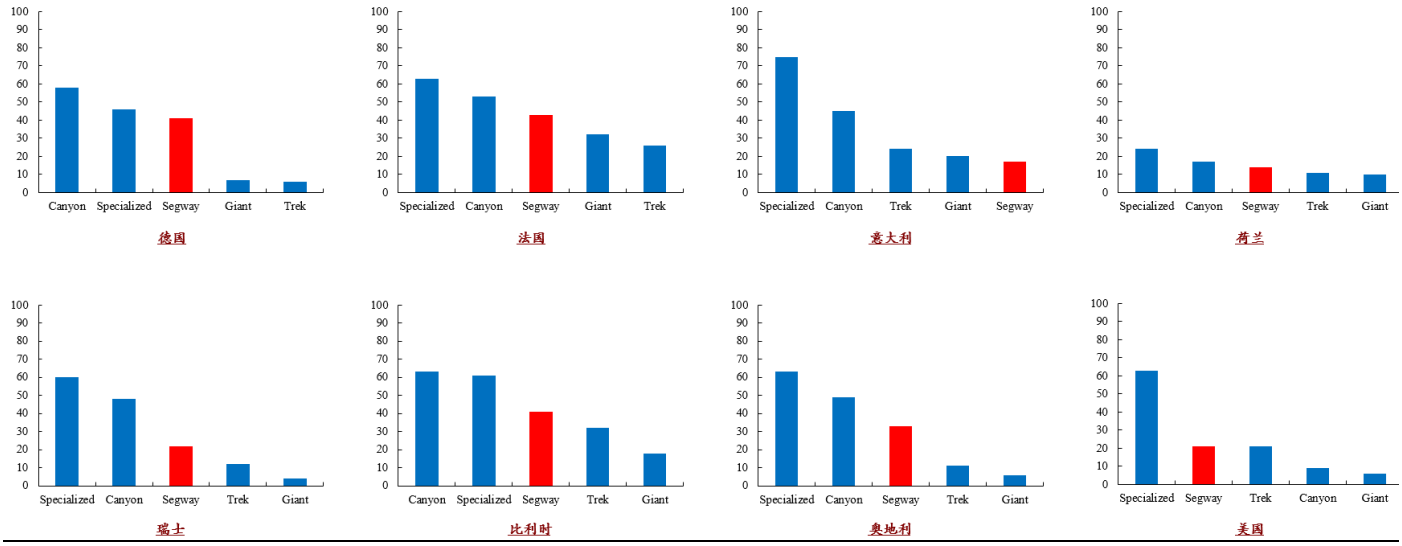
3.2、 品牌维度：Segway 为欧洲滑板车头部企业，E-Bike 同为短交通工具或可复用 Segway 品牌效应

九号公司旗下品牌 Segway 是欧洲滑板车市场头部品牌，积累了较强的品牌效应。截至 2025 年 12 月 31 日，产品全球累计出货量突破 1500 万台，**2026 年个别月份九号公司电动滑板车在欧洲核心市场市占率提升至 50%+，较早期 30%+份额有显著提升**，构建起近乎寡头化的竞争优势。

凭借电动滑板车龙头的品牌红利切入欧洲 E-bike 赛道，公司无需额外投入大量资源进行用户心智培育。Google Trend 搜索指数显示，**Segway 在美国、欧洲主要国家均具备较高的品牌热度；即便 Segway 暂时没有在欧洲投放 E-Bike 产品，整体短途出行板块的搜索热度依旧领先 Trek、Giant 等传统自行车巨头。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图44：Google Trend 搜索热度（2025/08/07-2026/08/07）数据上看，Segway 在德国、法国、荷兰、瑞士、比利时、奥地利等国家品牌热度靠前



数据来源：Google Trend、开源证券研究所（注：纵轴数据代表搜索热度，0~100 代表搜索热度由低到高）

3.3、 渠道维度：滑板车渠道可复用，强渠道开拓能力下看好 IBD 渠道拓展

3.3.1、 渠道复用优势：Segway 为法国运动连锁渠道滑板车头部企业，且在欧洲渠道布局数量超 5000 家

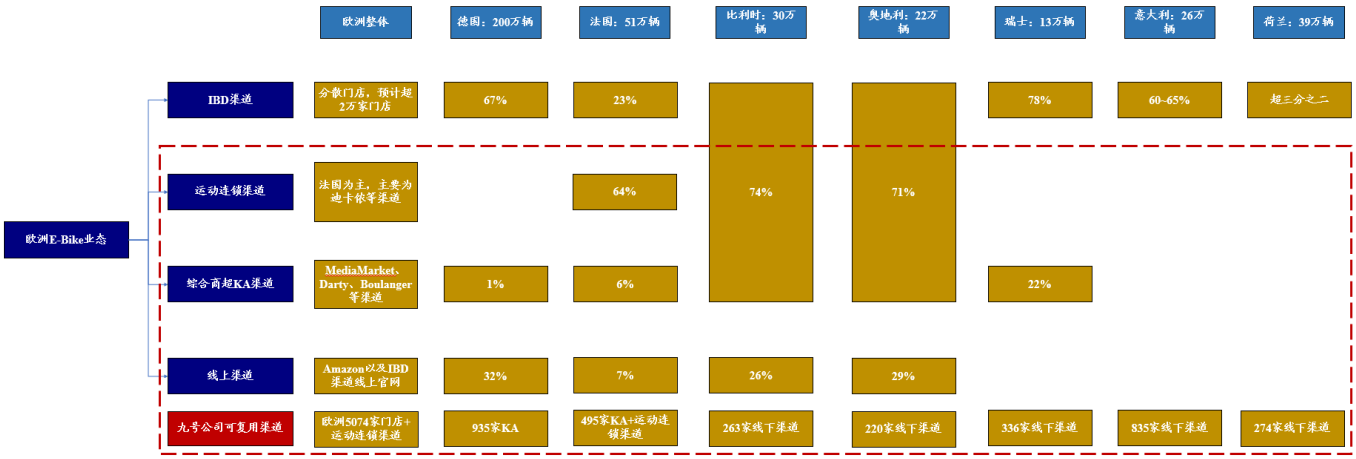
依托电动滑板车在欧洲市场多年深耕的先发优势，Segway 已完成多类型线下渠道布局，覆盖欧洲专业电动滑板车/自行车门店、运动连锁、大型商超、线上零售等渠道，沉淀了成熟稳定的区域经销网络。由于 E-Bike 与电动滑板车目标客群、终端销售场景高度趋同，公司存量欧洲渠道可实现较高程度复用，有效降低 E-Bike 海外市场渠道铺设成本与拓展周期。

（1）综合商超 KA 连锁+IBD 渠道：**我们预计九号凭借滑板车优势在欧洲已搭建近超 5000 家商超 KA 连锁和 IBD 渠道**。其中预计以商超 KA 连锁渠道为主，例如德国入驻 MediaMarket、Saturn，法国进驻 Fanc、Darty、Boulanger，意大利进驻 MediaWorld、Unieuro 等。

（2）运动连锁渠道：法国为主，**迪卡侬、Intersport 等头部运动连锁渠道均已进驻。**其中在迪卡侬渠道滑板车行业中拥有较多产品销售 Reviews 数量。

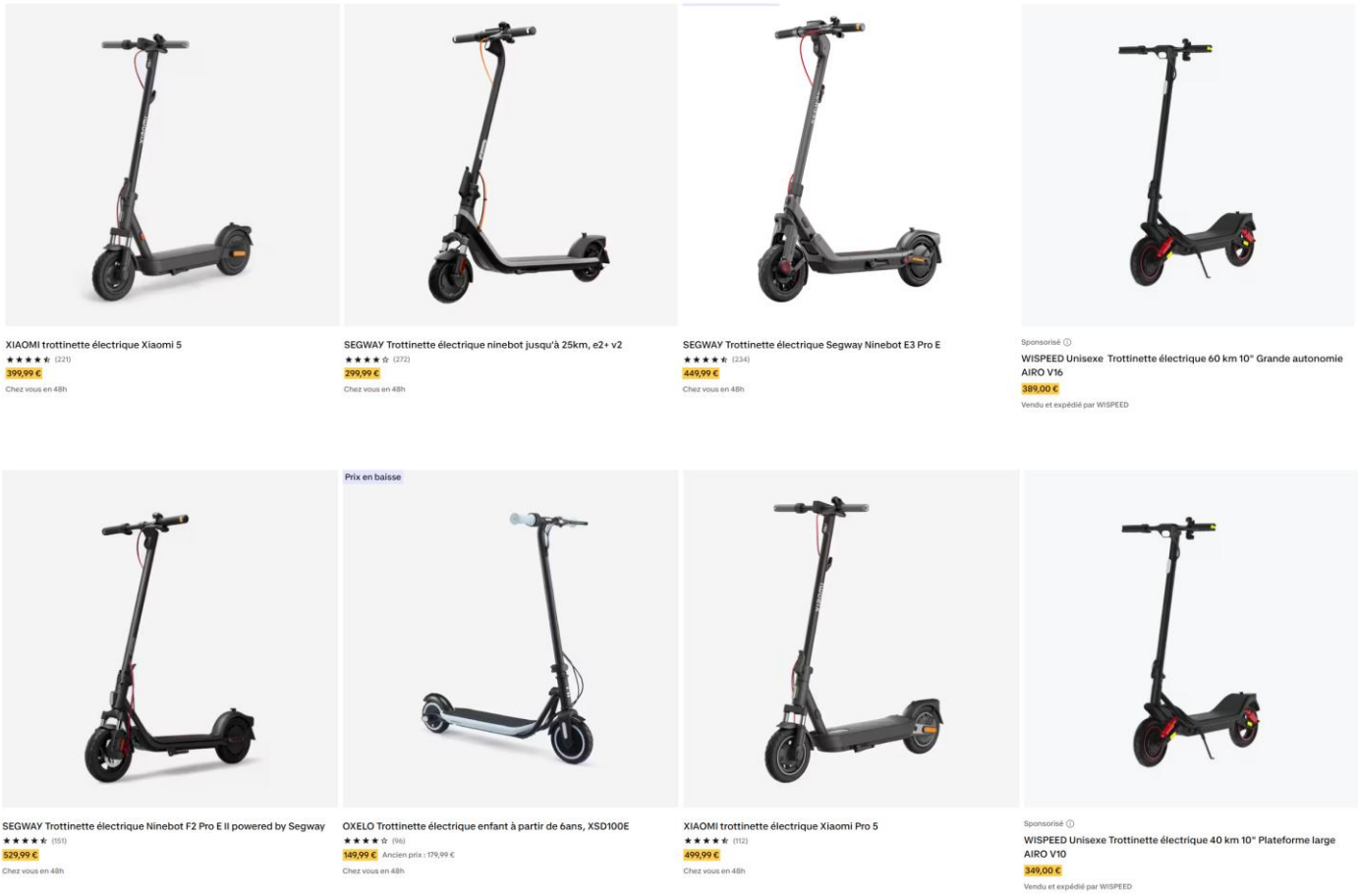
下载日志已记录，仅供内部参考

图45：九号公司凭借 Segway 滑板车业务在欧洲已积累 5000 多家线下 KA+IBD 渠道，以及迪卡侬等运动连锁渠道，可复用至 E-Bike 业务



资料来源：博世官网、迪卡侬官网、Segway 官网、开源证券研究所

图46：Segway 滑板车在迪卡侬官网中产品销售 Reviews 数量高于同行



资料来源：迪卡侬官网

3.3.2、渠道开拓能力：两轮车和割草机器人验证公司强渠道拓展能力，欧洲长时间积累看好 IBD 渠道拓展

下载日志已记录，仅供内部参考

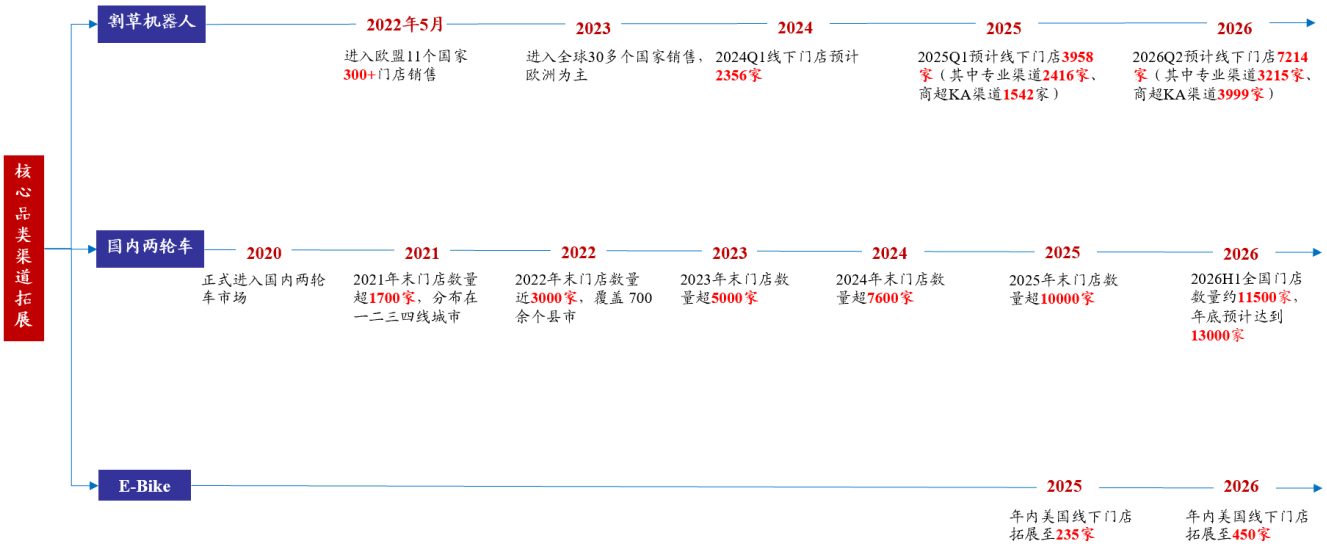
自 2021 年起，九号公司在自有品牌线下渠道的拓展上积累了系统化经验，门店网络的快速扩张有力验证了其渠道下沉与复制能力：

（1）割草机器人业务：自 2021 年发展欧洲市场以来，**截至 2026Q2 预计线下入驻门店已超 7000 家，覆盖专业 Dealer 渠道 3000 家+和商超 KA 渠道近 4000 家。**

（2）国内两轮车业务：从 2020 年末的 700 余家门店起步，于 2026H1 增至约 11500 家，预计 2026 年末达到 13000 家。

（3）E-Bike 业务：于 2025 年发力美国市场，截至目前已开拓 400 余家线下门店。割草机器人、国内两轮车、E-Bike 美国市场拓展均验证了九号公司较强的渠道拓展能力

图47：2021 年以来割草机器人/国内两轮车渠道快速扩张验证了九号公司较强的渠道拓展能力，E-Bike 于 2025 年发力美国市场以来门店数量已超 400 家



资料来源：Segway 官网、公司公告等、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

公司自 2025 年开始发力美国 E-Bike 市场，2027 年将发布多款产品从而逐步进入欧洲市场。欧洲/美国 E-Bike 销量预计分别 500/100+万台，欧洲市场成熟但美国仍有增长。从行业空间上看大于滑板车市场，从公司维度看九号有较强的渠道/品牌/产品智能化复用能力，中长期看好 E-Bike 业务放量带来的增量。我们维持盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 18.08/23.16/29.26 亿元，对应 EPS 为 24.56/31.47/39.76 元，当前股价对应 PE 为 17.6/13.7/10.9 倍，维持“买入”评级。

5、 风险提示

（1）渠道拓展不及预期：E-Bike 销售渠道以线下为主且拓展难度较大，若后续线下渠道不及预期，可能对 E-Bike 产品未来营收增长产生直接影响。

（2）海外产能拓展不及预期：欧洲 E-Bike 反倾销政策下中国企业 E-Bike 产品产能需转移至海外，若海外产能（自建或代工）拓展不急预期，则可能对欧洲 E-Bike 业务拓展产生直接影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

（3）行业竞争加剧：由于上游供应链成熟以及核心零部件供应商提供整套解决方案，因此 E-Bike 行业玩家较多。若后续行业竞争加剧，则可能对公司 E-Bike 业务盈利情况产生影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12401	16348	18766	25981	30775
现金	7473	8301	12234	17214	22823
应收票据及应收账款	1096	1562	2565	2232	3681
其他应收款	106	63	190	104	280
预付账款	102	130	275	188	364
存货	1839	3166	692	3332	680
其他流动资产	1784	3126	2809	2912	2945
非流动资产	3277	5171	5046	5697	6466
长期投资	0	134	0	0	0
固定资产	1184	2005	2421	2958	3549
无形资产	894	913	949	1001	1069
其他非流动资产	1199	2120	1676	1738	1848
资产总计	15678	21520	23812	31678	37241
流动负债	9128	13598	14217	19499	21799
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6187	7940	10832	14575	16878
其他流动负债	2941	5658	3385	4924	4920
非流动负债	316	660	456	477	468
长期借款	0	159	127	95	63
其他非流动负债	316	502	329	382	404
负债合计	9443	14259	14673	19977	22266
少数股东权益	78	101	171	418	765
股本	0	0	0	0	0
资本公积	7572	6645	6645	6645	6645
留存收益	-934	824	2701	5264	8536
归属母公司股东权益	6156	7160	8968	11284	14209
负债和股东权益	15678	21520	23812	31678	37241

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3354	4444	4701	5916	6731
净利润	1085	1762	1878	2563	3273
折旧摊销	208	208	292	348	431
财务费用	-109	-192	381	120	80
投资损失	-20	-97	-136	-100	-100
营运资金变动	2749	2122	2167	3032	3101
其他经营现金流	-560	641	120	-46	-54
投资活动现金流	-2462	-2434	-160	-826	-1030
资本支出	546	1221	809	902	1111
长期投资	-1947	-857	134	0	0
其他投资现金流	31	-356	515	76	82
筹资活动现金流	-513	-774	-609	-111	-91
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	159	-32	-32	-32
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	-294	-927	0	0	0
其他筹资现金流	-219	-7	-577	-79	-60
现金净增加额	393	1318	3933	4980	5610

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14196	21278	26869	34124	42675
营业成本	10188	14973	19292	24146	30090
营业税金及附加	72	132	121	205	256
营业费用	1101	1879	2187	2955	3755
管理费用	837	1190	1198	1499	1814
研发费用	826	1250	1681	2273	2902
财务费用	-109	-192	381	120	80
资产减值损失	-27	-17	-32	-45	-51
其他收益	82	41	55	55	55
公允价值变动收益	-15	40	29	40	40
投资净收益	20	97	136	100	100
资产处置收益	-2	1	-4	0	0
营业利润	1329	2192	2179	3061	3906
营业外收入	63	57	65	60	60
营业外支出	73	88	110	70	70
利润总额	1319	2161	2134	3051	3896
所得税	234	399	256	488	623
净利润	1085	1762	1878	2563	3273
少数股东损益	1	4	70	247	347
归属母公司净利润	1084	1758	1808	2316	2926
EBITDA	1303	2130	2148	2981	3753
EPS(元)	14.73	23.89	24.56	31.47	39.76

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	38.9	49.9	26.3	27.0	25.1
营业利润(%)	135.7	64.9	-0.6	40.5	27.6
归属于母公司净利润(%)		62.2	2.8	28.1	26.3
获利能力					
毛利率(%)	28.2	29.6	28.2	29.2	29.5
净利率(%)	7.6	8.3	6.7	6.8	6.9
ROE(%)	17.4	24.3	20.5	21.9	21.9
ROIC(%)	14.3	20.7	17.7	19.2	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	60.2	66.3	61.6	63.1	59.8
净负债比率(%)	-117.6	-108.7	-130.9	-145.0	-150.9
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.1	0.9	1.2	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	13.8	16.5	13.3	14.6	14.8
应付账款周转率	4.9	5.7	5.0	5.2	5.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	14.73	23.89	24.56	31.47	39.76
每股经营现金流(最新摊薄)	45.58	60.39	63.89	80.40	91.47
每股净资产(最新摊薄)	83.66	97.31	121.87	153.34	193.10
估值比率					
P/E	29.3	18.1	17.6	13.7	10.9
P/B	5.2	4.4	3.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	-6.5	-4.7	-6.6	-6.3	-6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn