仅供内部参考，请勿外传！

渤海证券 Bohai Securities

客户资源筑基，产品升级破局

——津富士达(603468)公司深度报告

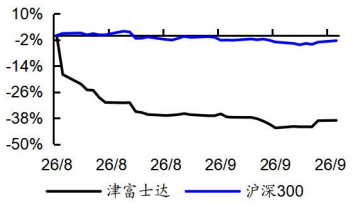
分析师：袁艺博 SAC NO：S1150521120002 2026 年 09 月 22 日

轻工制造

证券分析师
袁艺博
yuanyb@bhzq.com
022-23839135

评级：增持
上次评级：
最新收盘价：22.84

最近半年股价相对走势



投资要点：

- **公司是整车产能 700 万辆的国内领先自行车制造企业**

公司整车年产能合计约 700 万辆，是我国领先的自行车制造企业；今年上半年，营收同比增长 19.13%，但受汇率波动影响，产生汇兑损失 3,168.57 万元，对利润端造成一定拖累。公司毛利率水平并不逊色同业，费用管控能力相对较好。

- **自行车行业已发展至成熟期，电助力自行车将受益全球绿色化趋势**

全球自行车行业发展成熟，Statista 预测，2025-2030 年行业规模维持在 200 亿美元以上。2025 年，我国自行车产量超 5,500 万辆，出口量同比增长 2.40%，为全球最大出口国。骑行运动在国内盛行，受众突破 1 亿人，2025 年，自行车赛事和活动数量同比分别增长 17.51%和 67.26%，带动骑行文化普及，国家层面构建完整政策支撑体系，产业迎系统性、长期性政策红利。根据 Barnes Reports，中国共享单车行业规模为 129.31 亿元，同比增长 14.66%，用户超 5 亿人，行业格局稳定、竞争回归理性。欧洲电助力自行车市场成熟，绿色化趋势下全球市场规模预计扩大，未来市场规模超 400 亿美元。

- **客户资源禀赋筑牢发展底座，产品、区域结构调整齐步走**

公司以代工业务为主，2025 年，收入 46.34 亿元，同比增长 3.91%，自有品牌收入较小，同期营收占比仅 1.75%。公司客户资源良好，主要为全球著名自行车品牌运营商，以及国内共享单车运营商，2022-2025 年，前五大客户营收占比均保持在 40%以上。2022-2025 年，公司产品结构调整较明显，自行车产销量占比下降较多，共享单车和电助力自行车产销量占比均有提升。2022-2025 年，公司电助力自行车收入 CAGR 超过 20%，并不断开拓新客户，目前已通过 NiuTechnology、Velec 等新客户的前期产品验证。北美为公司境外销售核心市场，但欧洲区域正快速放量，对应 2025 年收入同比增长 47.51%。2025 年末，公司在手订单不含税金额 17.80 亿元，在手订单产品平均单价高于 2025 年年度平均售价，强化收入稳定性与盈利能力。

- **盈利预测与估值**

在中性情景下，预计 2026-2028 年，公司对应 EPS 分别 0.96/1.08/1.19 元，2026 年对应 PE 估值为 23.89 倍，低于可比公司估值均值，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示**

大客户流失的风险、毛利率波动风险、存货跌价风险、国际贸易政策风险、原材料价格上涨风险。

财务摘要（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,880	5,061	5,739	6,144	6,560
(+/-)%	34.8%	3.7%	13.4%	7.0%	6.8%
息税前利润（EBIT）	431	411	479	522	572
(+/-)%	48.7%	-4.6%	16.5%	9.0%	9.6%
归母净利润	408	382	394	444	489
(+/-)%	43.3%	-6.3%	3.1%	12.6%	10.2%
每股收益（元）	1.10	1.03	0.96	1.08	1.19

仅供内部参考，请勿外传！

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,786	1,934	2,740	2,672	2,559
应收票据及应收账款	829	842	873	912	950
预付账款	72	54	74	80	86
其他应收款	32	49	56	60	65
存货	1,028	983	1,051	1,071	1,070
其他流动资产	79	96	96	96	96
流动资产合计	3,878	4,098	5,016	5,020	4,957
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	365	442	550	866	1,343
无形资产	107	129	135	142	151
商誉	0	6	6	6	6
长期待摊费用	0	3	3	3	3
其他非流动资产	6	25	31	31	31
资产总计	4,446	4,818	6,123	6,760	7,465
短期借款	0	28	28	28	28
应付票据及应付账款	1,339	1,422	1,600	1,728	1,871
预收账款	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	85	101	109	121	134
应交税费	39	12	29	34	39
其他流动负债	5	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
预计负债	0	0	0	0	0
负债合计	1,788	1,871	2,172	2,351	2,552
股东权益	2,658	2,947	3,951	4,409	4,913

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	418	391	406	458	504
折旧与摊销	84	94	131	178	247
经营活动现金流净额	316	627	717	736	893
投资活动现金流净额	69	-257	-507	-802	-1,005
筹资活动现金流净额	-54	-180	600	-2	-2
现金净变动	339	191	806	-68	-114
期初现金余额	1,162	1,500	1,691	2,497	2,429
期末现金余额	1,500	1,691	2,497	2,429	2,315

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,880	5,061	5,739	6,144	6,560
营业成本	4,173	4,371	4,944	5,271	5,604
营业税金及附加	16	22	26	28	30
销售费用	50	67	78	89	98
管理费用	117	137	156	171	186
研发费用	38	41	48	53	58
财务费用	-39	-23	21	5	1
资产减值损失	-38	-20	-20	-22	-24
信用减值损失	-27	4	-5	-6	-7
其他收益	9	5	8	9	10
投资收益	5	4	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	474	439	456	515	569
营业外收支	0	2	2	2	2
利润总额	474	441	457	517	571
所得税费用	57	50	51	59	67
净利润	418	391	406	458	504
归属于母公司所有者的净利润	408	382	394	444	489
少数股东损益	10	9	12	14	15
基本每股收益	1.10	1.03	0.96	1.08	1.19

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营收增长率	34.8%	3.7%	13.4%	7.0%	6.8%
EBIT 增长率	48.7%	-4.6%	16.5%	9.0%	9.6%
净利润增长率	43.3%	-6.3%	3.1%	12.6%	10.2%
销售毛利率	14.5%	13.6%	13.9%	14.2%	14.6%
销售净利率	8.6%	7.7%	7.1%	7.4%	7.7%
ROE	16.1%	13.7%	10.4%	10.5%	10.4%
ROIC	14.0%	11.9%	10.5%	10.2%	10.1%
资产负债率	40.2%	38.8%	35.5%	34.8%	34.2%
PE	0.00	0.00	23.89	21.21	19.24
PB	0.00	0.00	2.49	2.23	2.00
EV/EBITDA	-3.35	-3.62	11.11	9.78	8.49

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1. 公司是整车产能 700 万辆的国内领先自行车制造企业 6
1.1 公司生产基地国内外均有布局，股权集中并已搭建员工持股平台 6
1.2 营收规模稳步扩大，存货周转加快经营性现金流持续向好 9
2. 自行车行业已发展至成熟期，电助力自行车将受益全球绿色化趋势 13
2.1 我国为全球自行车大国，天津市自行车产业区域发展优势明显 13
2.2 骑行运动盛行，自行车行业迎结构性需求变化 15
2.3 共享单车行业格局稳定，天津市具有区域先发优势 18
2.4 欧洲电助力自行车市场成熟，绿色化趋势下全球市场规模预计扩大 20
3. 客户资源禀赋筑牢发展底座，产品、区域结构调整齐步走 22
3.1 代工业务平稳发展，并在客户资源、区域产业链与技术等方面具备优势 22
3.2 整体产销率水平高，新客户拓展推动电助力自行车发展 25
3.3 北美为境外收入基本盘，电助力自行车在欧洲市场快速增长 28
3.4 新产能目标市场明确，在手订单稳收入确定性 29
4. 盈利预测与估值 30
4.1 盈利预测 30
4.2 可比公司估值与评级 31
5. 风险提示 32

仅供内部参考，请勿外传！

图目录

图 1: 津富士达&控股股东三大发展阶段情况 8
图 2: 津富士达股权结构情况（截至 2026/8/6） 8
图 3: 津富士达营收情况 9
图 4: 津富士达归母净利润情况 9
图 5: 津富士达分产品收入情况（亿元） 10
图 6: 津富士达分产品营收占比情况（2025 年） 10
图 7: 津富士达盈利能力情况（%） 10
图 8: 津富士达费用率情况（%） 10
图 9: 津富士达分业务毛利率情况 11
图 10: 津富士达存货、固定资产周转率情况（次） 13
图 11: 津富士达经营性现金流情况 13
图 12: 全球自行车行业规模情况 13
图 13: 我国自行车产量情况 14
图 14: 中国自行车出口量情况 14
图 15: 中国自行车出口金额情况 14
图 16: 天津市自行车产量情况 15
图 17: 天津市自行车产量在全国占比情况 15
图 18: 中国消费者参与的主要户外运动类型（2026 年） 15
图 19: 国内骑行赛事与活动数量情况（场） 16
图 20: 中国骑行运动不同年龄人群占比情况 17
图 21: 山地车主要价格带分布&趋势情况 17
图 22: 公路车主要价格带分布&趋势情况 17
图 23: 全球共享单车行业规模 18
图 24: 中国共享单车行业规模 18
图 25: 2027 年共享单车新车投放情况 19
图 26: 中国共享单车用户数量 19
图 27: 中国共享单车市场格局情况（2025 年） 19
图 28: 哈啰、美团今年投放新车&天津各类共享单车情况 20
图 29: 部分国家电助力自行车销量情况（万辆） 21
图 30: 全球电助力自行车行业规模情况 21
图 31: 津富士达生产模式情况 23
图 32: 津富士达代工&自有品牌业务收入情况（亿元） 23
图 33: 津富士达代工&自有品牌业务收入占比情况（2025 年） 23
图 34: 津富士达部分客户收入贡献情况（万元） 24
图 35: 津富士达前五大客户销售收入与营收占比情况 24
图 36: 津富士达天津本地供应商数量情况 25
图 37: 津富士达天津本地供应商采购额&占比情况 25
图 38: 津富士达各类型专利数量情况（2025 年） 25
图 39: 津富士达 VS 同业专利数量与研发人员数量情况（2025 年） 25
图 40: 津富士达整车产销情况（万辆） 26
图 41: 津富士达分产品产量占比情况 26
图 42: 津富士达分产品销量占比情况 26
图 43: 津富士达自行车收入情况 27
图 44: 津富士达自行车销量&售价情况 27
图 45: 津富士达电助力自行车收入情况 27
图 46: 津富士达电助力自行车销量&售价情况 27
图 47: 津富士达共享单车收入情况 28
图 48: 津富士达共享单车销量&售价情况 28

仅供内部参考，请勿外传！

图 49：津富士达境外收入情况 28
图 50：津富士达分区域境外收入情况（亿元） 28
图 51：津富士达客户订单取消给予的补偿金额情况 30
图 52：津富士达客户退货金额情况 30

表目录

表 1：津富士达主要产品情况 6
表 2：津富士达员工持股平台股权结构情况 9
表 3：津富士达与同业毛利率&费用率对比情况 12
表 4：国家层面出台的部分可推动骑行产业发展的政策 18
表 5：电助力自行车与电驱动自行车的差异对比 21
表 6：部分欧洲国家电助力自行车相关扶持政策情况 22
表 7：津富士达部分下游合作客户情况 24
表 8：津富士达分区域、分产品销售情况 29
表 9：津富士达 IPO 募投项目情况（万元） 29
表 10：津富士达在手订单情况 30
表 11：津富士达在手订单平均单价情况（元/辆） 30
表 12：津富士达营收拆分情况（百万元） 31
表 13：可比公司估值（截至 2026/9/22） 32

仅供内部参考，请勿外传！

1.公司是整车产能 700 万辆的国内领先自行车制造企业

1.1公司生产基地国内外均有布局，股权集中并已搭建员工持股平台

公司产能 700 万辆，生产基地实现海内外同时布局。天津富士达自行车工业股份有限公司成立于 2016 年，公司主营业务承继自 1994 年成立的富士达集团控股公司的自行车业务，并衍生出电助力自行车、共享单车等产品。截至 2025 年末，公司整车年产能合计约 700 万辆，国内生产基地主要在天津和常州，并在越南和柬埔寨设有海外生产基地，是我国领先的自行车制造企业。

表 1：津富士达主要产品情况

类别	主要产品	产品特征和用途	产品图示
自行车	山地车	主要适用于专业竞技、山路越野、郊游旅行等运动休闲及交通代步场景。车体粗犷、轮胎粗大，拥有多段变速、避震系统等配置，防滑抗震缓冲能力强，适合混合路面骑行。	
	公路车	主要适用于专业竞技、运动健身等运动休闲及交通代步场景。车身轻巧、轮胎细窄，骑行阻力较小，具有速度快、操控性好的特点，适合城区公路与专业绿道骑行。	
	轻便车	主要适用于城市通勤、休闲娱乐等交通代步场景。车身轻便，变速系统简单易操作，采用货架、车筐等配置，实用性功能较强，适合城市出行。	
	童车	主要适用于儿童及青少年骑行。鞍座高度大于 435mm 且小于 635mm,车型复杂多变，车身炫丽多彩，满足儿童及青少年对外观形象需求的同时更加注重环保与安全。	

仅供内部参考，请勿外传！

	折叠车	主要适用于运动休闲及交通代步场景。具备折叠功能，方便携带。	
电助力自行车		主要适用于运动休闲及交通代步场景。通过在山地车、公路车、城市车、折叠车等车型上加装电池电力系统，使踏板可提供动力辅助，骑行更为轻松省力；通过个性化形象设计，外观更加时尚靓丽。	
共享单车	共享自行车	主要适用于交通代步场景。扫码骑行，随关随锁；自行车车体更为轻巧。	
	共享电单车	主要适用于交通代步场景。在共享单车的基础上添加了电池电力系统，由电池供电驱动或骑行者脚踏驱动，骑行相对省力。	

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

根据公司招股说明书信息，自 1994 年公司控股股东富士达集团成立以来，公司与集团的发展阶段可以分为三大阶段。

初创期（1994-2001 年）： 1994 年，公司控股股东富士达集团成立，并创立富士达自有品牌，主要从事自行车整车及其关键零部件的研发、设计、生产与销售业务；1998 年与韩国 Samchuly（三千里）等公司的合作标志着产品成功进入国际市场。

成长期（2002-2016 年）： 富士达集团下属经营实体产能持续扩张，相继与 DorelSports（Pon 下属企业）、Cycleurope、Scott、MFC、Specialized（闪电）、Decathlon（迪卡侬）等著名自行车品牌运营商建立合作关系，市场知名度和市场地位进一步提升。期间内，公司前身富士达有限成立，业务向电助力自行车、共享单车等领域拓展。

成熟期（2017 年至今）： 公司开始布局境外工厂，进行一系列资产重组，整合内部资源、优化管理。公司不断加强技术创新、完善产品结构、优化生产体系，业务模式成熟稳定，并逐渐向智能化、绿色化自行车产品制造商升级。

仅供内部参考，请勿外传！

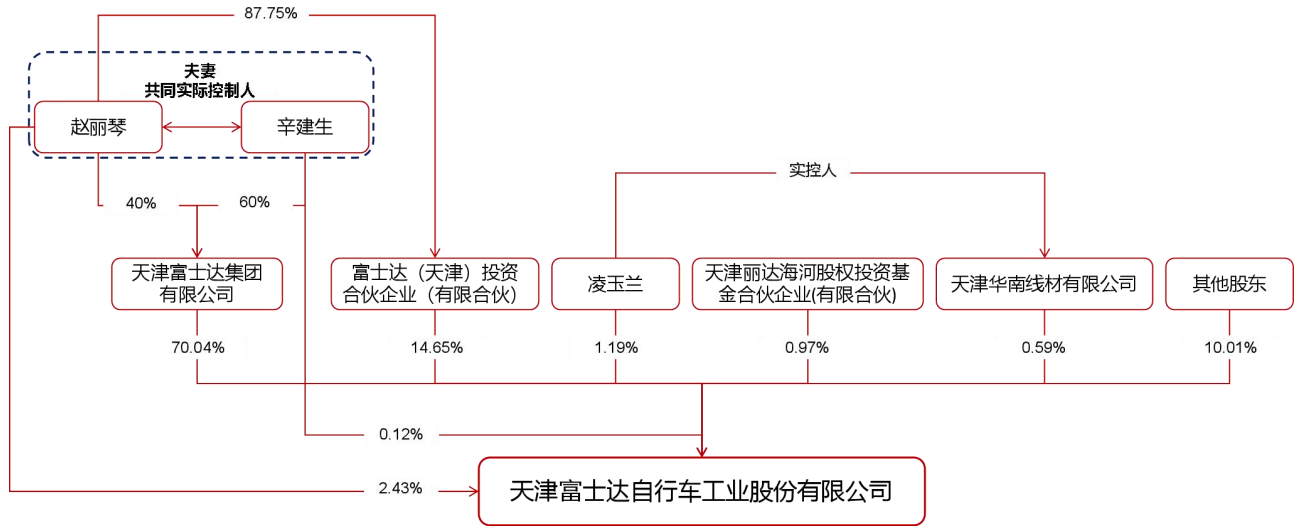
图 1：津富士达&控股股东三大发展阶段情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

公司股权高度集中，并已搭建员工持股平台。公司于今年 8 月 6 日在上交所完成 IPO，第一大股东为天津富士达集团有限公司。公司董事长辛建生与赵丽琴为夫妻关系，两人合计直接持有公司 2.55%的股份，两人合计持有天津富士达集团有限公司 100%股份，赵丽琴还持有富士达（天津）投资合伙企业（有限合伙）87.75%的股份，两人为公司共同实际控制人。富士达（天津）投资合伙企业（有限合伙）为公司员工持股平台，总经理吴锦程、副总经理马春明、财务负责人孙敬梅等公司高管以及核心管理人员，均通过该持股平台实现对公司的间接持股。

图 2：津富士达股权结构情况（截至 2026/8/6）



资料来源：ifind，渤海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

表 2：津富士达员工持股平台股权结构情况

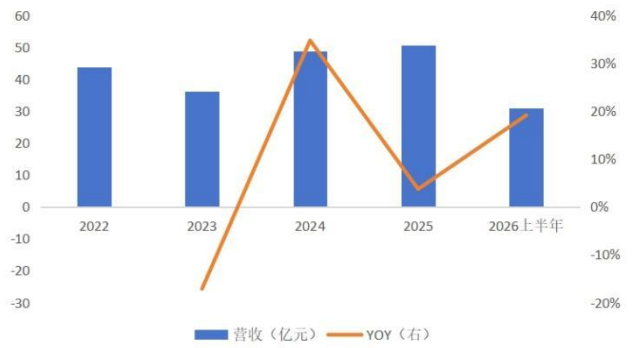
序号	合伙人	合伙人类型	出资额(万元)	出资比例(%)	任职情况
1	赵丽琴	普通合伙人	5,300.00	87.75	-
2	吴锦程	有限合伙人	180.00	2.98	董事、总经理
3	马春明	有限合伙人	60.00	0.99	副总经理、太平洋事业部总经理
4	杨国全	有限合伙人	60.00	0.99	欧洲事业部总经理
5	蔡静	有限合伙人	60.00	0.99	国贸一部总经理
6	王世兵	有限合伙人	60.00	0.99	太平洋事业部总经理特别助理
7	吕建强	有限合伙人	60.00	0.99	体育用品事业部总经理
8	王立学	有限合伙人	40.00	0.66	日本事业部顾问
9	薛春梅	有限合伙人	40.00	0.66	韩国事业部总经理
10	赵书清	有限合伙人	20.00	0.33	工会主席
11	吴冰	有限合伙人	20.00	0.33	内销事业部总经理
12	林跃才	有限合伙人	20.00	0.33	涂装事业部总经理
13	晏永军	有限合伙人	20.00	0.33	车架事业部总经理
14	孙昊	有限合伙人	20.00	0.33	职工董事、太平洋事业部副总经理
15	徐志	有限合伙人	20.00	0.33	国贸三部总经理
16	孙敬梅	有限合伙人	20.00	0.33	财务负责人
17	魏海燕	有限合伙人	20.00	0.33	滑板车事业部总经理
18	龙盛棋	有限合伙人	20	0.33	碳纤维事业部总经理

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

1.2营收规模稳步扩大，存货周转加快经营性现金流持续向好

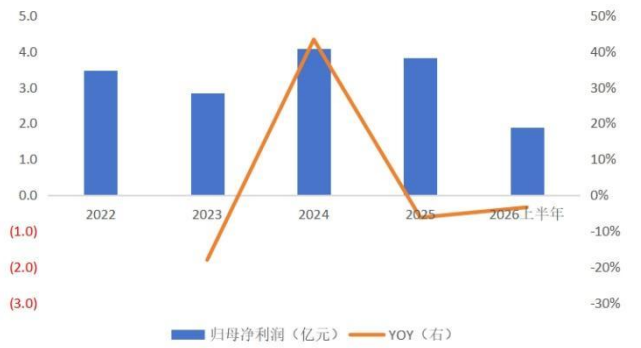
上半年营收规模稳步扩大，汇兑影响利润增长。2025 年，公司营收规模超过 50 亿元，实现 3.70%的同比增长。今年上半年，公司延续稳健经营的良好态势，共享单车业务规模扩大，推动营收同比增长 19.13%。公司归母净利润方面，2025 年和今年上半年略有承压，同比分别下降 6.33%和 3.48%。今年上半年，受汇率波动影响，公司产生汇兑损失 3,168.57 万元，对利润端造成一定拖累。

图 3：津富士达营收情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

图 4：津富士达归母净利润情况



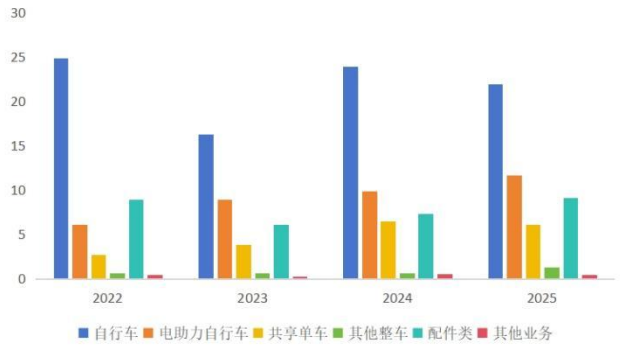
资料来源：ifind，渤海证券研究所

自行车为公司核心产品，电动助力自行车和共享单车收入占比提升。公司整车类业务包括自行车、电助力自行车、共享单车等，2025 年，整车业务对应收入 41.07 亿元，营收占比为 81.16%，为绝对核心业务。2025 年，自行车收入在整车业务

仅供内部参考，请勿外传！

中占比为 53.35%，在公司营收占比为 43.30%，为第一大产品品类。电动助力自行车和共享单车营收占比虽未超过自行车，但 2022-2025 年内，两大产品收入占比均实现提升，2025 年在营收占比分别为 23.13%和 12.16%。

图 5：津富士达分产品收入情况（亿元）



资料来源：ifind，渤海证券研究所

图 6：津富士达分产品营收占比情况（2025 年）



资料来源：ifind，渤海证券研究所

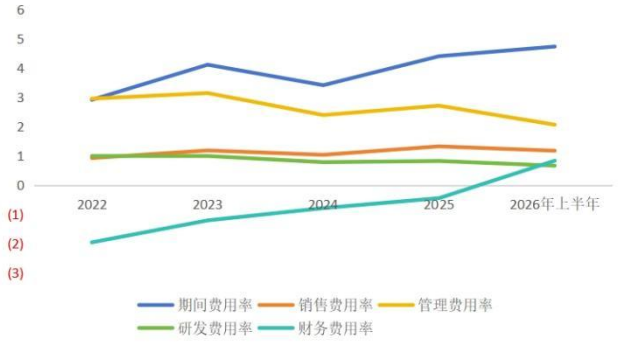
原材料价格+汇率波动，公司盈利能力略有承压。2024 年后，公司盈利能力方面略有承压，今年上半年，毛利率虽同比提升 0.22 个百分点，但净利率与 ROE（年化）同比分别下降 1.08 和 2.06 个百分点。公司整车业务的主要产品毛利率在 2025 年均呈现同比下降，其中，核心产品自行车毛利率同比下降 1.66 个百分点，我们认为，主要系原材料价格的波动对相关产品盈利能力造成压制。此外，汇率波动下，公司财务费用率有所上升，对盈利能力亦造成影响。

图 7：津富士达盈利能力情况（%）



资料来源：ifind，渤海证券研究所

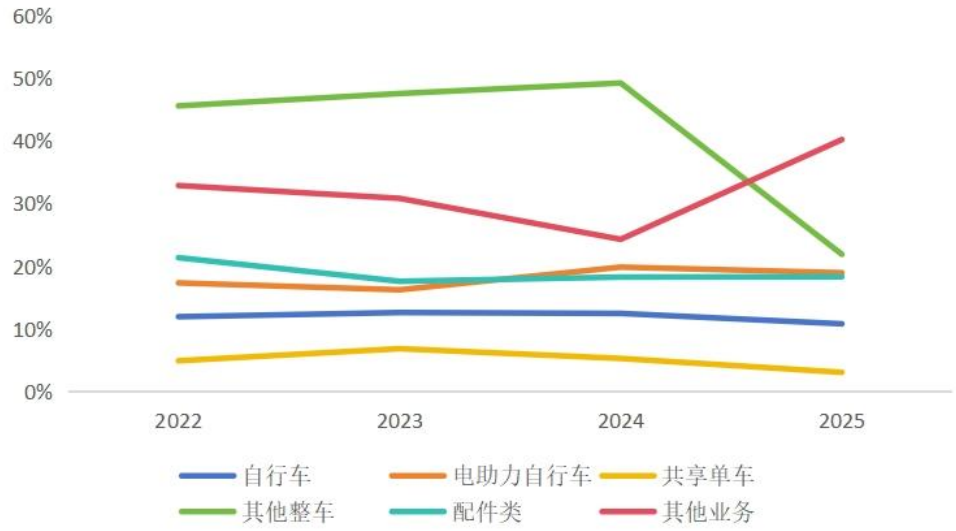
图 8：津富士达费用率情况（%）



资料来源：ifind，渤海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图 9：津富士达分业务毛利率情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

公司毛利率水平并不逊色同业，费用管控能力相对较好。根据公司招股说明书信息，对比同业来看：（1）公司毛利率水平低于巨大机械、美利达两家中国台湾地区上市企业。2025 年上海凤凰毛利率提升，系其将头牌费（品牌授权使用费）计入自行车等相关产品收入所致，因此相较于 A 股上市企业，公司毛利率水平并不逊色。（2）在费用率方面，2022-2025 年，公司基本各项费用率水平皆低于同业公司，表明公司费用管控能力相对较好。

仅供内部参考，请勿外传！

表 3：津富士达与同业毛利率&费用率对比情况

公司名称	2022	2023	2024	2025
		毛利率		
巨大机械	22.62%	22.06%	18.99%	19.81%
美利达	17.27%	18.76%	18.16%	14.10%
久祺股份	13.53%	15.00%	13.57%	13.97%
上海凤凰	11.88%	8.99%	7.28%	14.14%
中路股份	11.39%	12.95%	12.47%	11.72%
平均值	15.34%	15.55%	14.09%	14.75%
津富士达	14.82%	14.53%	14.50%	13.62%
		销售费用率		
巨大机械	8.63%	9.91%	10.88%	12.61%
美利达	3.19%	4.20%	4.00%	4.49%
久祺股份	6.62%	7.34%	6.87%	6.96%
上海凤凰	2.94%	3.53%	3.77%	4.07%
中路股份	3.66%	5.23%	5.47%	6.45%
平均值	5.01%	6.04%	6.20%	6.92%
津富士达	0.92%	1.18%	1.03%	1.32%
		管理费用率		
巨大机械	3.10%	3.45%	3.51%	3.38%
美利达	2.91%	4.01%	3.81%	4.09%
久祺股份	1.25%	1.59%	1.18%	1.39%
上海凤凰	9.65%	8.25%	7.32%	6.62%
中路股份	6.40%	6.96%	8.38%	7.36%
平均值	4.66%	4.85%	4.84%	4.57%
津富士达	2.95%	3.14%	2.39%	2.71%
		研发费用率		
巨大机械	1.66%	1.89%	2.00%	2.20%
美利达	0.16%	0.26%	0.24%	-
久祺股份	0.93%	1.45%	1.09%	1.12%
上海凤凰	1.27%	1.07%	1.03%	1.37%
中路股份	2.83%	1.80%	2.40%	1.72%
平均值	1.37%	1.29%	1.35%	-
津富士达	0.99%	1.01%	0.78%	0.82%
		财务费用率		
巨大机械	-0.66%	0.26%	0.06%	0.09%
美利达	-0.97%	0.19%	-0.66%	0.75%
久祺股份	-2.86%	-1.03%	-1.25%	-0.46%
上海凤凰	-0.62%	-0.51%	-0.41%	0.06%
中路股份	-0.14%	-0.09%	0.11%	0.36%
平均值	-1.05%	-0.24%	-0.43%	0.16%
津富士达	-1.96%	-1.21%	-0.79%	-0.45%

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

公司存货周转加快，经营性现金流快速增长。2022-2025 年，公司存货周转率有提升，今年上半年为 2.99 次，同比提升 0.67 次；今年上半年，公司固定资产周转率为 7.22 次，同比提升 0.85 次。公司经营活动产生的现金流量净额方面，在 2025 年和今年上半年均实现快速增长，同比分别增长 98.57%和 170.40%。我们认为，存货周转率的提升，将推动公司在经营性现金流方面持续向好。

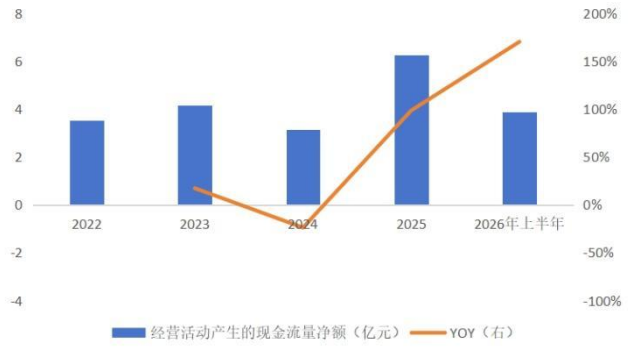
仅供内部参考，请勿外传！

图 10：津富士达存货、固定资产周转率情况（次）



资料来源：ifind，渤海证券研究所

图 11：津富士达经营性现金流情况



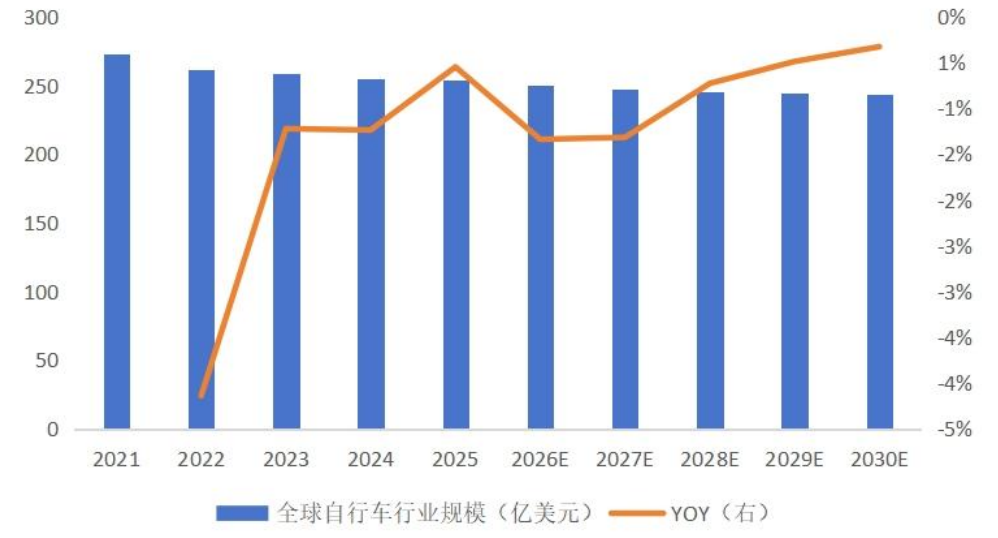
资料来源：ifind，渤海证券研究所

2.自行车行业已发展至成熟期，电助力自行车将受益全球绿色化趋势

2.1我国为全球自行车大国，天津市自行车产业区域发展优势明显

全球自行车行业规模预计维持在 200 亿美元以上。受世界各国政府及民众的绿色低碳、运动健康意识不断增强以及能源危机、交通拥堵等方面因素影响，自行车已成为深受各国居民青睐的交通代步、运动健身和休闲娱乐性产品。根据 Statista 的统计与预测，2025-2030 年全球自行车市场规模略有下降，但整体维持在 200.00 亿美元以上。

图 12：全球自行车行业规模情况



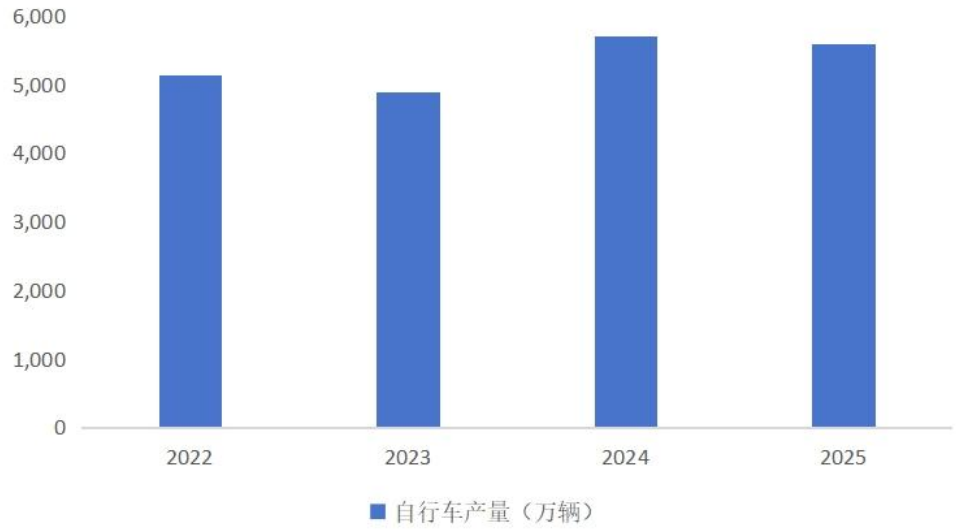
资料来源：Statista，渤海证券研究所

我国自行车产量超 5,500 万辆，2025 年规上企业营收有承压。近年，我国自行车

仅供内部参考，请勿外传！

产量波动相对较大，2024 年产量超过 5,700 万辆。新华网数据显示，2025 年，国内自行车全行业（包含电动自行车）产量 1.11 亿辆，结合天津市工业和信息化局数据计算，当年国内自行车产量虽较上年有所下降，但仍超过 5,500 万辆。根据公司招股说明书数据，2024 年，规模以上自行车企业营收 640.80 亿元，考虑到 2025 年产量规模的收缩，故规模以上企业营收也有一定承压。

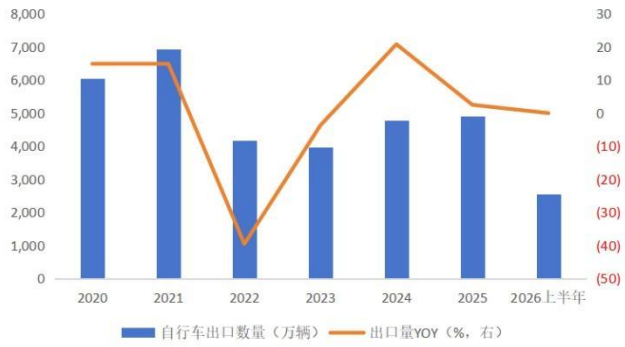
图 13：我国自行车产量情况



资料来源：公司招股说明书、天津市工业和信息化局，渤海证券研究所

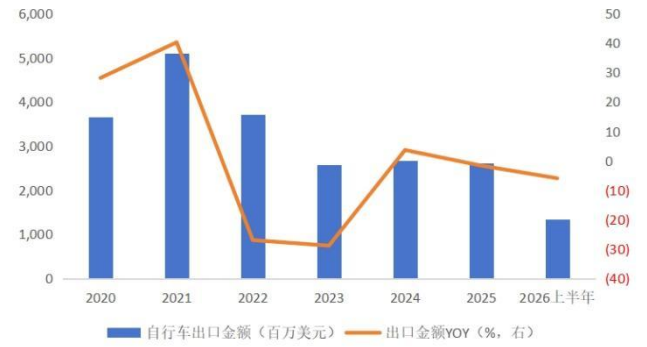
我国为全球最大的自行车出口国。根据 World's Top Exports 于 2025 年发布的《自行车出口国统计》数据，2024 年，中国在全球自行车出口总金额占比超过 40%，为全球最大的自行车出口地。海关总署数据显示，2025 年，我国自行车出口量同比增长 2.40%，出口金额同比下降 1.70%。结合前文全球自行车行业规模数据来看，在全球自行车行业有所承压的背景下，我国仍延续在全球市场的领导地位。

图 14：中国自行车出口量情况



资料来源：海关总署，渤海证券研究所

图 15：中国自行车出口金额情况



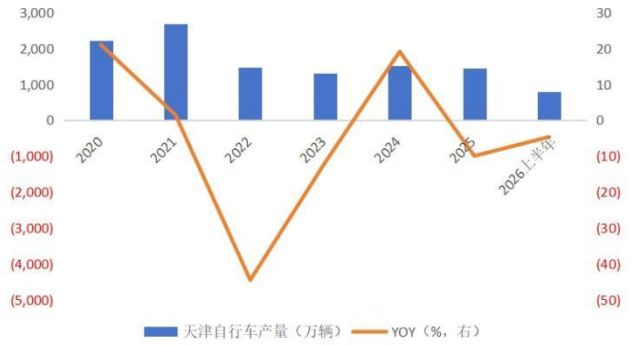
资料来源：海关总署，渤海证券研究所

天津自行车产业发展，具备较为明显的区域竞争优势。天津市作为我国“自行车电动自行车之都”，目前已形成以爱玛、捷安特、富士达等为核心的整车制造集群，配套有八方电气、建大橡胶等零部件企业，产品覆盖日常通勤、户外运动、专业竞赛等多个领域，实现“小循环不出园、大循环不出区”的产业发展格局。根据天津

仅供内部参考，请勿外传！

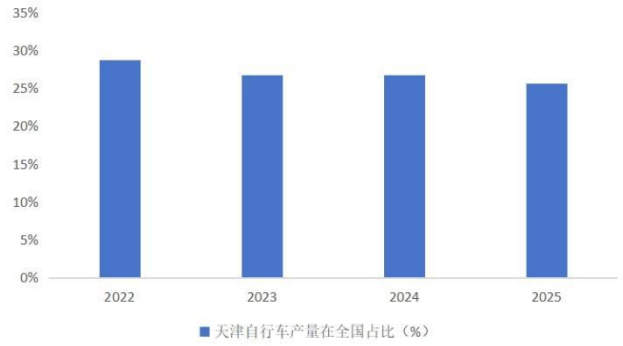
市统计局数据，2025 年，天津市自行车产量 1,435.75 万辆，在全国占比超过 25%。在出口方面，天津市工业和信息化局信息显示，2024 年，天津市出口自行车 1,588.1 万辆，同比增长 14.9%；出口总值达 59.4 亿元，同比增长 11.3%，出口量、值占全国比重均超 30%，自 2013 年起连续 12 年蝉联全国自行车出口第一。

图 16：天津市自行车产量情况



资料来源：天津市统计局，渤海证券研究所

图 17：天津市自行车产量在全国占比情况

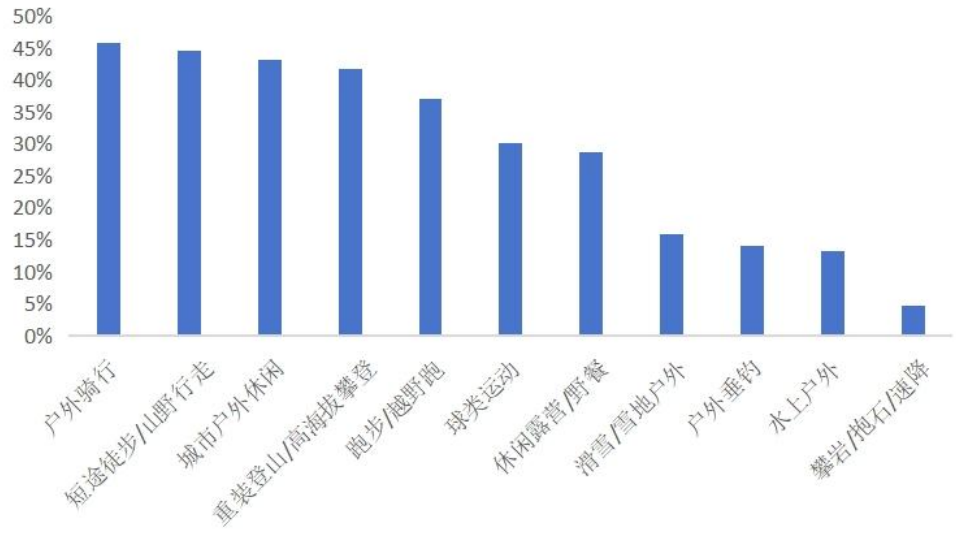


资料来源：天津市统计局，渤海证券研究所

2.2骑行运动盛行，自行车行业迎结构性需求变化

骑行运动在国内盛行，受众突破 1 亿人。随着全民健身意识的提升，骑行作为一种低碳、健康的运动方式，吸引了大量希望改善身体状况、缓解工作压力的都市人群。根据艾媒咨询调研数据，2026 年，户外骑行已成为中国消费者最主要的户外运动方式。中国体育报新闻显示，2026 年中国骑行装备行业市场规模预计达 322.9 亿元，同比增长 12.6%，骑行运动整体市场规模有望突破 600 亿元，全国骑行用户已突破 1.3 亿，国内中高端运动自行车整车销量同比上涨超 40%。

图 18：中国消费者参与的主要户外运动类型（2026 年）



资料来源：艾媒咨询，渤海证券研究所，注：调研时间为 2026 年 7 月

赛事与活动将带动国内骑行文化的普及。根据《野途 2025 中国自行车运动行业分

仅供内部参考，请勿外传！

析报告》数据，2025 年，中国自行车赛事和活动数量 1,167 场，其中自行车赛事 416 场，自行车活动 751 场，同比分别增长 17.51%和 67.26%。我们认为，国内骑行赛事体系日趋完善，大众骑行活动日益活跃，有利于推动国内骑行文化加速普及，促进产业生态愈发成熟。

图 19：国内骑行赛事与活动数量情况（场）



资料来源：《野途 2025 中国自行车运动行业分析报告》，渤海证券研究所

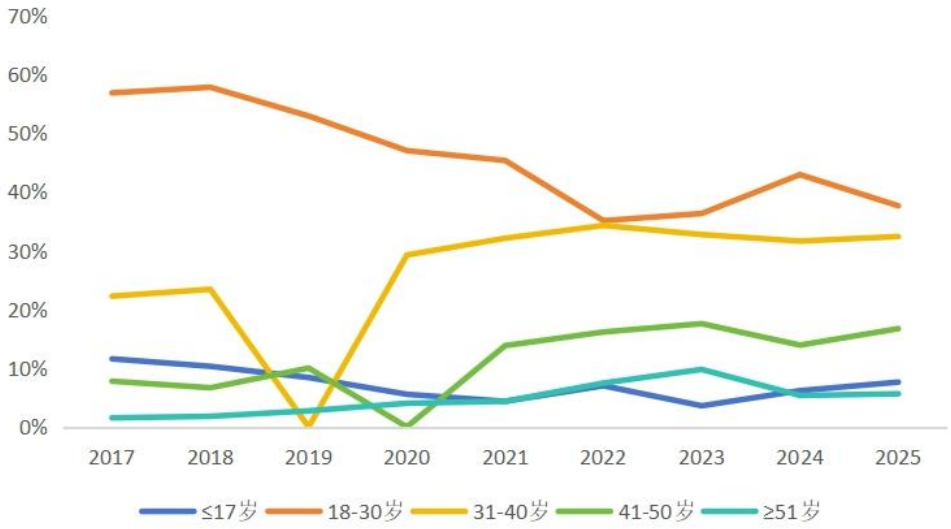
中青年主力消费群体驱动下，骑行市场“入门引流、高端升级”双轨并行。京东运动联合美骑网发布的《2025 年中国自行车行业调查报告》显示，当前骑行人群以中青年男性为核心，其中，男性用户占比高达 95.13%，18-40 岁群体占比超过 70%，这一人群普遍具备稳定收入、较强消费能力与健康意识，构成了市场消费升级的稳固基石。

在购车预算方面，市场呈现“高端扩容、中端升级、入门引流”的结构性特征。山地车品类中，1,500 元以下价格段虽为当前主流，但 1,501-2,000 元区间占比提升，表明用户正主动向更高品质迁移。公路车则呈现“双入门”发展态势：1,500 元以下车型凭借高性价比承担线上引流与市场教育功能；与此同时，10,001-30,000 元的高端入门车型凭借优异性能配置与骑行体验，成为进阶用户升级的选择。

综合来看，低价位产品仍承担市场入口功能，但中高端价格带占比提升，反映出用户正从“基础代步”向“性能体验”跃迁，骑行市场的消费升级趋势已然形成。

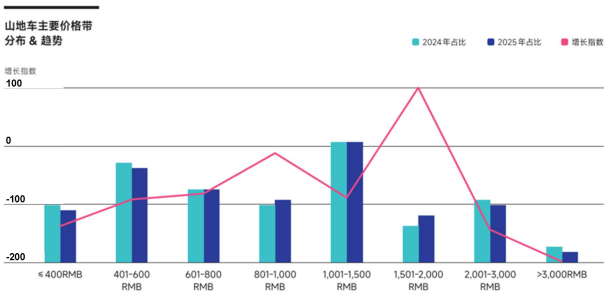
仅供内部参考，请勿外传！

图 20：中国骑行运动不同年龄人群占比情况



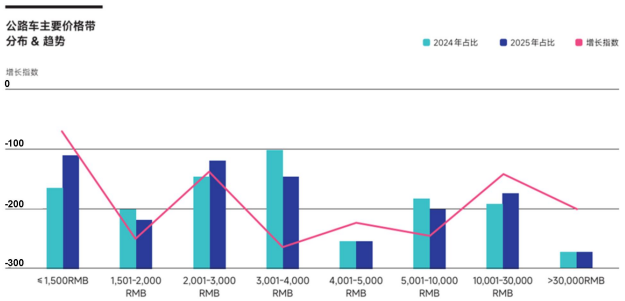
资料来源：《2025 年中国自行车行业调查报告》，渤海证券研究所

图 21：山地车主要价格带分布&趋势情况



资料来源：《2025 年中国自行车行业调查报告》，渤海证券研究所

图 22：公路车主要价格带分布&趋势情况



资料来源：《2025 年中国自行车行业调查报告》，渤海证券研究所

政策红利持续释放，骑行产业迎来机遇期。2025 年 1 月，国家发展改革委、体育总局出台《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》，明确将骑行列为重点发展的户外运动项目，鼓励长三角、粤港澳大湾区等地区综合发展骑行等项目，同时还提出因地制宜森林步道、骑行道、风景道等以强化基础设施供给。今年 5 月，国务院印发的《城市更新“十五五”规划》提出，建设改造人行道、非机动车道，构建城市绿色慢行交通系统。我们认为，国家层面已从“战略规划、区域布局、基建保障”三重维度为骑行产业发展构建了完整的政策支撑体系，骑行产业正迎来系统性、长期性的政策红利窗口期。对于自行车制造、骑行装备、赛事运营、骑行旅游等全产业链而言，都构成了明确的长期利好信号。

仅供内部参考，请勿外传！

表 4：国家层面出台的部分可推动骑行产业发展的政策

时间	颁布机构	政策名称	骑行相关内容
2024 年 7 月	中共中央、国务院	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	人行步道和自行车专用道等城市慢行系统建设。
2025 年 1 月	国家发展改革委、国家体育总局	《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》	1、推广徒步、登山、骑行、漂流、定向越野、野外生存等传统户外运动，发展冲浪、飞盘、桨板、速降等新兴户外运动。2、鼓励长三角、粤港澳大湾区等地区综合发展桨板、船艇、潜水、低空、骑行等运动项目。3、结合地形地貌特征，以绿道、健身步道、森林步道、骑行道、风景道、滨水道等线状道路为媒介，加强各类户外运动场地的有效串联，形成全域覆盖、配套完善、分布协调的设施供给格局。
2026 年 5 月	国务院	《城市更新“十五五”规划》	倡导绿色低碳出行，优化公交线网和站点布局，建设公交停车场等设施，建设改造人行道、非机动车道，构建城市绿色慢行交通系统。
2026 年 7 月	国家体育总局	《体育强国建设“十五五”规划》	大力发展山地、水上、冰雪、低空等户外运动,打造精品路线和品牌赛事。

资料来源：中国政府网、国家体育总局，渤海证券研究所

2.3共享单车行业格局稳定，天津市具有区域先发优势

国内共享单车行业规模超百亿。根据 Barnes Reports 发布的《2025 年共享单车市场全球展望》,2025 年,全球共享单车行业规模为 54.05 亿美元,同比增长 11.31%;中国共享单车行业规模为 129.31 亿元，同比增长 14.66%，预计到 2026 年，行业规模将超过 140 亿元。

图 23：全球共享单车行业规模



资料来源：Barnes Reports，渤海证券研究所

图 24：中国共享单车行业规模



资料来源：Barnes Reports，渤海证券研究所

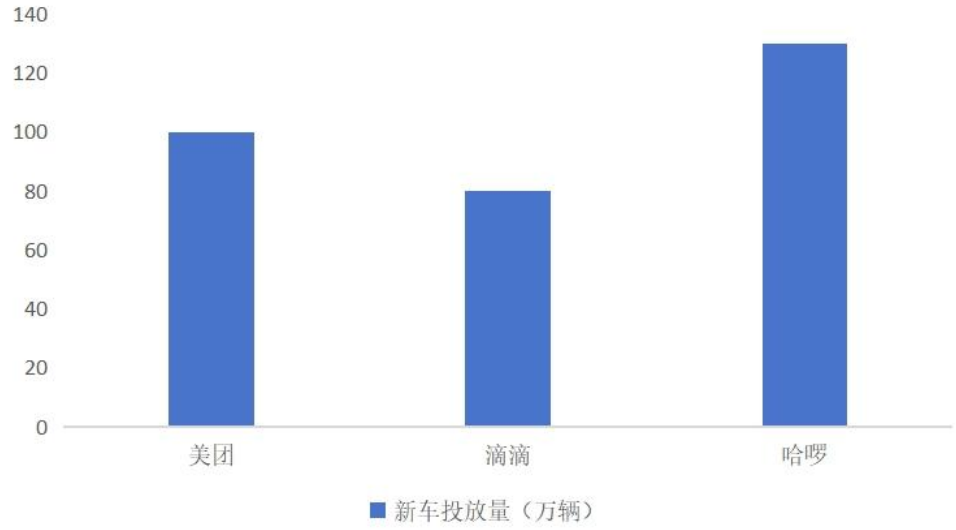
共享单车行业趋成熟、竞争回归理性，明年新车投放 200 万辆左右。2014 年开始，共享单车凭借手机解锁和随取随停的创新模式，在国内迅速崛起，2018 年，在盈利压力下，部分共享单车企业开始退出市场竞争，2019 年开始，共享单车行业逐步回归理性竞争。根据中国卫星导航定位协会发布的《2026 中国北斗时空产业发展白皮书》数据，2025 年，我国共享单车保有量约 1,820 万辆，共享电单车保有量约 700 万辆。

根据信隆健康公司公告，美团、滴滴（青桔）、哈啰 2027 年将分别投放超过 100 万辆、80 万辆和 130 万辆的新车，带减震、加宽坐垫、北斗双定位等新功能成为共享单车新车发展趋势。我们认为，未来国内共享单车行业的发展，将以售后维修

仅供内部参考，请勿外传！

以及旧车翻新为主，新车投放以功能升级为抓手，投放规模趋于稳健和理性。

图 25：2027 年共享单车新车投放情况



资料来源：信隆健康公司公告，渤海证券研究所

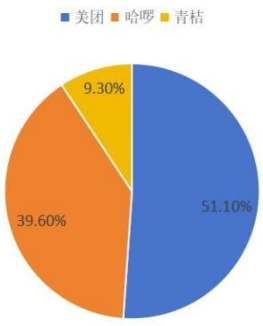
国内共享单车用户超 5 亿人，行业格局已稳定。Statista 数据显示，2018 年至 2024 年，我国共享单车用户数量从 3.42 亿人增长至 5.14 亿人，期间内 CAGR 为 7.02%，2025 年，用户数量维持在 5 亿之上。Statista 预计，到 2030 年，国内共享单车用户数量将超过 7 个亿，2025-2030 年 CAGR 为 6.07%。我国共享单车行业在经历多轮洗牌后，已形成相对稳定的市场格局。从单车保有量角度看，中国卫星导航定位协会数据显示，我国共享单车市场已形成美团、哈啰、青桔三家为绝对主导的市场格局，美团为行业龙头 2025 年保有量占比为 51.1%。

图 26：中国共享单车用户数量



资料来源：Statista，渤海证券研究所

图 27：中国共享单车市场格局情况（2025 年）



资料来源：中国卫星导航定位协会，渤海证券研究所

天津成为共享单车行业制造基地与运营“试验田”。天津市作为国内自行车行业的重要生产基地，亦成为共享单车行业的重要制造基地。2021 年，天津市出台《天津市互联网租赁自行车服务质量考核办法的通知》，对共享单车企业进行月度、季度考核排名，并通过考核排名对企业共享单车投放数量进行调整。在政策高频且动态的考核之下，依托制造端的优势，天津市逐步形成共享单车“研发-生产-运营”的闭环试验场，形成了独有的“天津模式”。共享单车企业也将天津作为新车投放

仅供内部参考，请勿外传！

的重要试点城市。根据天津日报与 IT 之家信息，今年上半年，美团和哈啰先后在天津更新投放最新款减震单车和变速共享单车“追风者”。综合来看，天津市不仅是共享单车企业的重要制造基地，亦是运营的“试验田”。

图 28：哈啰、美团今年投放新车&天津各类共享单车情况



资料来源：津城事微信公众号。渤海证券研究所

2.4欧洲电助力自行车市场成熟，绿色化趋势下全球市场规模预计扩大

电助力自行车在欧美等发达国家市场流行。电助力自行车属于电动自行车类别，是一种以人力骑行为主、以电机及电池提供动力为辅的新型交通工具。与我国目前较为流行的电驱动自行车相比，电助力自行车不是主要通过转把来调节动力大小，而是主要通过力矩传感器、速度传感器捕捉踩踏力度、速度等骑行信号，进而理解骑行者的骑行意图，提供相应的动力辅助，当骑行者停止踩踏时，电机则停止输出动力，因此更符合骑行习惯。目前已成为欧洲、美国、日本等发达国家市场较为流行的电动自行车产品。

仅供内部参考，请勿外传！

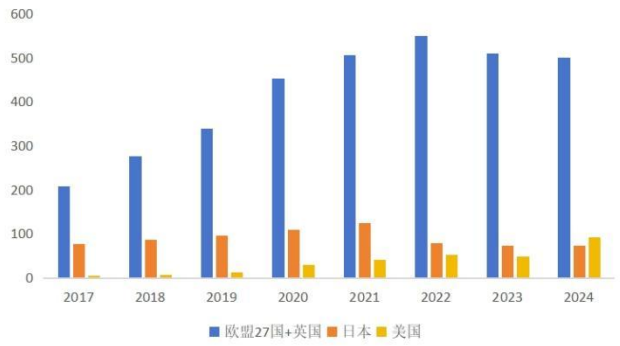
表 5：电助力自行车与电驱动自行车的差异对比

	电助力自行车	电驱动自行车
驱动方式	人力驱动为主，电力驱动为辅	电力驱动
发展路径	1993 年由日本最早研发、生产和销售。电助力自行车在不改变自行车“骑行”特质的前提下，让骑行变得更加轻松，同时扩大骑行半径至 50km-100km,在欧美市场广受欢迎。	上世纪 90 年代，我国开始严格限制摩托车的使用，传统电驱动自行车的电机驱动系统技术壁垒较低，产品在使用形态上与摩托车最为接近，且车主不需要接受安全教育、考驾照、买交强险，因此迎来快速发展，并成为我国电动自行车市场主要产品。
动力调节方式	通过力矩传感器、速度传感器捕捉踩踏力度、速度等骑行信号，提供相应的动力辅助，当停止踩踏时，电机将停止输出动力，安全系数较高。	依靠转把调节动力，遇到危险时预判时间较短，安全系数较低。
主要核心部件	减速轮毂电机、中置电机、传感器、锂电池、控制器(算法较复杂)、仪表(功能较丰富)。	直驱轮毂电机、铅酸电池、控制器(算法较简单)、仪表(功能较单一)。
操控性	重量更轻，容易操控。	重量更大，不易操控。
使用场景	运动健身、休闲骑行或老人代步等。	城市代步或短途出行等。
目前主要市场	欧洲、美国、日本。	中国
产品售价	欧洲市场平均售价通常为 2,000 欧元以上。	中国市场平均售价集中于 2,000 至 5,000 元。

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

欧洲电助力自行车发展成熟，未来全球市场规模超 400 亿美元。在国外市场，欧洲电助力自行车行业最为成熟，其最大的市场集中于德国、法国、荷兰、意大利、奥地利等欧盟国家。根据世界自行车产业协会数据，2021-2024 年，欧盟 27 国+英国每年电助力自行车销量均超过 500 万辆。除欧洲市场外，日本市场整体较为稳定，美国市场发展较快。Statista 数据显示，2021 年，全球电助力自行车行业规模超过 300 亿美元，行业规模保持稳步增长，预计到 2030 年行业规模超过 400 亿美元。

图 29：部分国家电助力自行车销量情况（万辆）



资料来源：世界自行车产业协会，渤海证券研究所

图 30：全球电助力自行车行业规模情况



资料来源：Statista，渤海证券研究所

全球绿色化发展趋势下，将推动电助力自行车行业发展。从国内来看，我国明确提出 2030 年“碳达峰”与 2060 年“碳中和”目标，而自行车、电助力自行车、共享单车是我国推进交通运输低碳发展，鼓励民众绿色出行的重要工具。从国外来看，为应对全球气候变化，减少碳排放，缓解城市日益增加的交通压力和环保压力，解决民众健康、安全出行与环境保护的问题，世界各国也纷纷出台补贴政策鼓励自行车和电助力自行车消费与出行。世界各国发布的产业政策，完善了行业法规体系，鼓励了自行车和电助力自行车终端消费，为自行车和电助力自行车行业营造了有利的市场环境。

仅供内部参考，请勿外传！

表 6：部分欧洲国家电助力自行车相关扶持政策情况

国家或地区	购买相应产品补贴金额上限		其他补贴
	自行车	电助力自行车	
美国	-	-	加州电助力自行车激励计划：为符合收入条件的购买者提供上限 2,000 美元代金券。
韩国	-	-	面向 2 万辆电助力自行车发放 160 亿韩元的购买补贴。
法国	200 欧元	400 欧元	1、骑自行车通勤员工可享受每年上限 600 欧元的税收或社保减免； 2、公司向员工提供自行车所获收益不视为应税收益，所产生费用的 25%可抵扣公司所得税税基。
德国	1,500 欧元	3,000 欧元	1、骑自行车通勤员工可享受 0.30 欧元/km 的税收减免； 2、公司若以自行车代替员工的部分合同工资，每月仅按自行车标价的 0.25%计算应税收益；若在合同工资的基础上额外提供自行车，则不视为应税收益。
意大利	400 欧元	800 欧元	残疾人购买电助力自行车可享受 19%的个人所得税减免。
比利时	100 欧元	400 欧元	1、骑自行车及电助力自行车通勤员工可享受 0.36 欧元/km 的里程补贴，无需缴纳税费或社保，每年上限 3,610 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。
瑞士	5,000 瑞士法郎	5,000 瑞士法郎	-

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

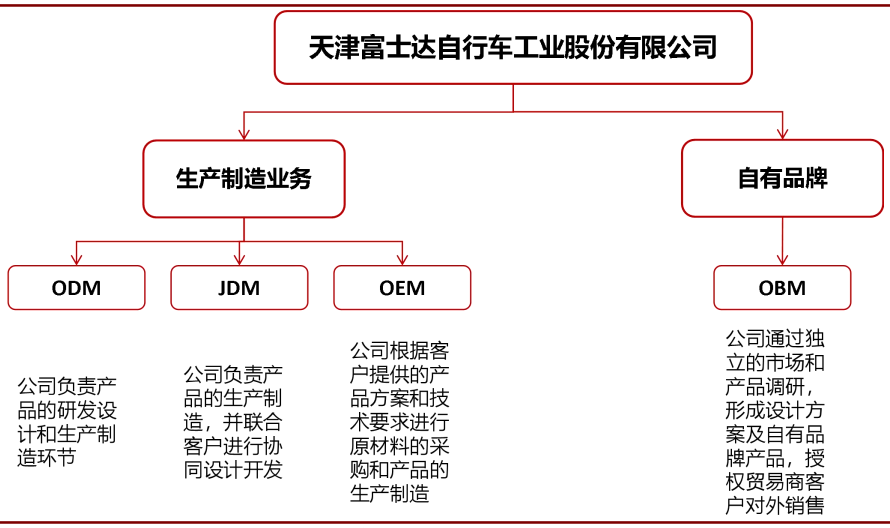
3.客户资源禀赋筑牢发展底座，产品、区域结构调整齐步走

3.1代工业务平稳发展，并在客户资源、区域产业链与技术等方面具备优势

公司以代工业务为主，运营体系成熟且稳定。公司业务模式以满足客户定制化需求的设计制造为主，并辅以自主品牌产品制造，具体形式表现为 ODM/JDM/OEM 及 OBM 模式。公司依托自身产品设计开发、创新能力、规模化生产优势，以及对行业上下游产业链的整合能力，已形成了一套成熟的产品运营和管理体系，能够满足全球客户多样化、个性化的产品需求，业务模式成熟度高且稳定性较强。

仅供内部参考，请勿外传！

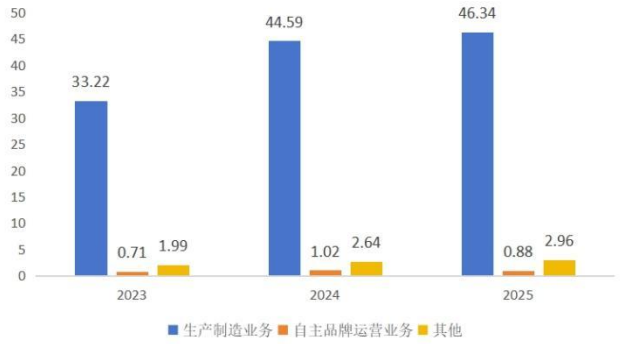
图 31：津富士达生产模式情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

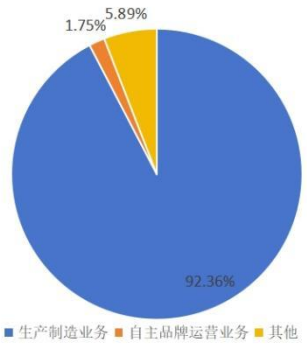
公司代工业务收入平稳增长，自有品牌现阶段占比小。根据公司公告，2023-2025 年，公司生产制造业务收入稳步扩大，2025 年为 46.34 亿元，同比增长 3.91%。相较而言，公司自有品牌业务收入占比低，2023-2025 年，自有品牌业务规模波动较为明显，2025 年收入占比仅为 1.75%，对应收入规模为 8,789.24 万元。

图 32：津富士达代工&自有品牌业务收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 33：津富士达代工&自有品牌业务收入占比情况（2025 年）



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

公司客户资源良好，客户拓新将驱动收入增长。公司主要客户为 Specialized（闪电）、Lectric、Pon、Decathlon（迪卡侬）等全球著名自行车品牌运营商，以及哈啰、青桔、美团等国内共享单车运营商，大部分客户已有 10 年左右合作周期，部分客户合作周期超过 20 年。根据公司招股说明书信息，公司与下游核心客户合作关系稳定，2022-2025 年，公司前五大客户营收占比均保持在 40%以上，2025 年，前五大客户收入为 22.53 亿元。

具体来看：1、Pon 作为公司合作超过 20 年的老客户，2022-2025 年，其收入贡献规模有所下降。2、闪电与迪卡侬两家合作 10 年的客户，2022-2025 年，收入贡献规模有所有波动，但基本保持平稳，其中，闪电收入贡献规模在期间有所扩大。3、公司 2022 年开始合作的客户 Lectric，在 2022-2025 年内，贡献收入规模稳步

仅供内部参考，请勿外传！

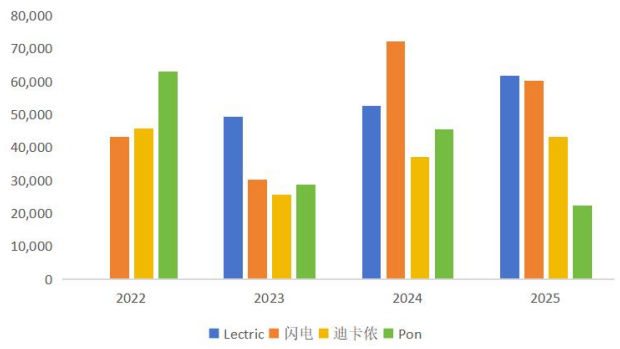
扩大，2025 年为 6.17 亿元，同比增长 16.97%。因此，我们认为，公司下游客户资源丰富，与全球著名自行车品牌运营商、共享单车运营商均形成长期且稳定的合作关系，未来客户拓新将成为驱动收入增长的核心动能。

表 7：津富士达部分下游合作客户情况

客户名称	客户简介	合作年限
Specialized	Specialized（闪电）是全球著名自行车品牌运营商，于 1974 年在美国创立，近 50 年来一直致力于为车手提供专业的自行车产品和服务。	自 2016 年起
Pon	Pon 是一家荷兰出行领域跨国集团，2021 年收购 DorelSports 后，旗下拥有 Cannondale、Schwinn、Caloi、Cervélo、FOCUS、Gazelle、Mongoose、Kalkhoff、SantaCruz 等 20 个以上自行车品牌，为全球最大的自行车品牌运营商之一。	自 2004 年起
Lectric	Lectric 于 2018 年创立于美国，成立 4 年内累计销量突破 40 万辆，成为美国发展最快的电助力自行车公司之一，销量在美国名列前茅。	自 2022 年起
Samchuly	Samchuly（三千里）是韩国历史最为悠久的自行车品牌运营商之一，品牌创立于 1944 年，1995 年在韩国证券交易所上市，目前在韩国拥有超 1,000 家代理商。	自 1998 年起
Scott	Scott 是全球知名自行车品牌运营商，公司成立于 1958 年，总部位于瑞士，产品销售遍及全球约 90 个国家及地区。	自 2013 年起
Decathlon	Decathlon（迪卡侬）于 1976 年在法国创立，是全球最大的体育用品零售商之一，截至 2024 年底在 79 个国家和地区拥有 1,817 家门店。	自 2016 年起
MFC	MFC（ManufactureFrancaiseduCycle）成立于 1925 年，总部位于法国南特，是法国领先的自行车品牌与制造商，电助力自行车产品排名第一，平均每年生产超过 15 万辆，拥有百年行业经验。	自 2015 年起
Cycleurope	Cycleurope 总部位于瑞典，是欧洲领先的自行车公司之一，拥有 Bianchi、Crescent、DBS、Everton、Kildemoes、Monark、Puch、Sjösala、Spectra、Tec 等诸多著名品牌，主要市场覆盖全球 50 多个国家。	自 2008 年起
Panasonic	Panasonic（松下）成立于 1918 年，世界 500 强企业，日本上市公司，产品涉及家电、数码视听电子、自行车等诸多领域，2025 年营业收入达到 84,582 亿日元。	自 2018 年起

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

图 34：津富士达部分客户收入贡献情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

图 35：津富士达前五大客户销售收入与营收占比情况

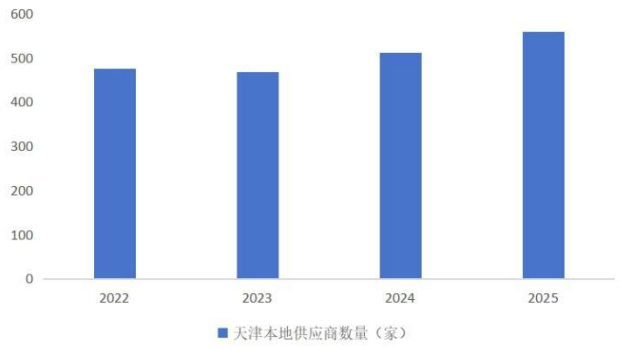


资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

公司与天津产业优势，协同融合相辅相成。天津市作为国内自行车生产重要基地，企查查数据显示，2025 年天津市自行车制造企业合计 6,046 家，在全国占比为 23.58%，并形成良好聚集效应。公司依托于天津在区域产业优势，以及自身为国内领先的自行车制造企业，亦形成了链主企业地位优势。2025 年，公司拥有天津本地供应商 559 家，采购金额 11.90 亿元，在总采购额占比为 34.31%。天津的产业聚集优势降低物流成本，提升上下游协同能力，公司作为链主企业也带动上游企业持续补短板，提升产业附加值，实现企业优势与区域优势的相辅相成。

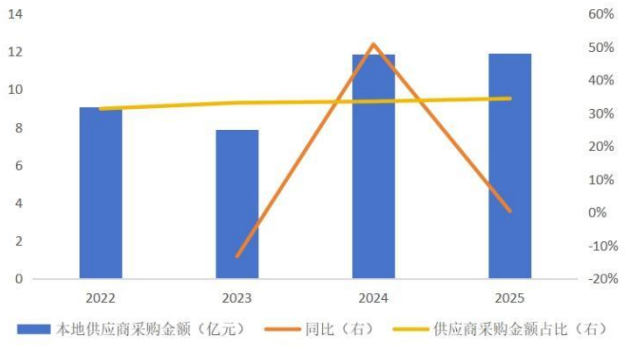
仅供内部参考，请勿外传！

图 36：津富士达天津本地供应商数量情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

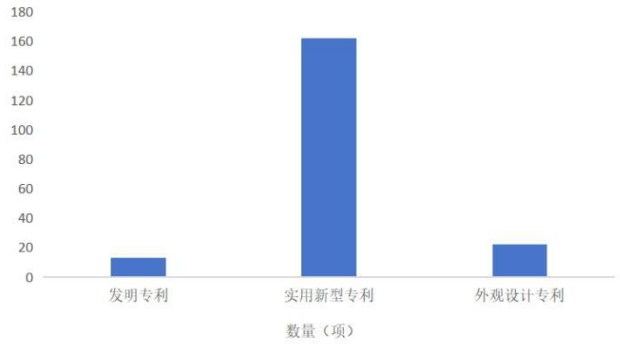
图 37：津富士达天津本地供应商采购额&占比情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

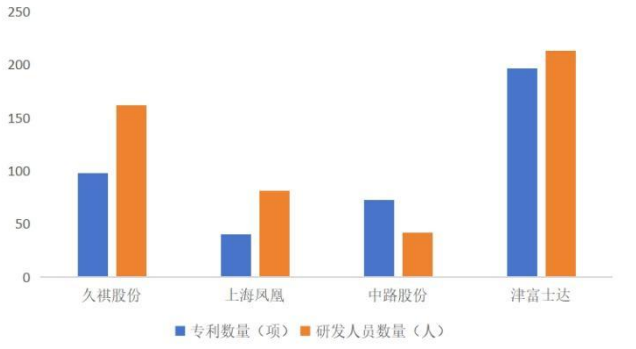
公司在技术与研发方面优势较为突出。公司专注于自行车等整车产品的材料、车架、涂装和电动化等相关技术的研发，是行业内少数通过 CNAS 国家实验室认证的企业之一，具备整车及其关键零部件的全方位检测能力，熟练掌握铝合金、碳纤维等各类轻量化材料适用技术。2025 年，公司拥有有效授权专利 197 项，其中发明专利 13 项，实用新型专利 162 项，外观设计专利 22 项。与同业相比，公司在专利数量以及研发人员数量方面，皆处于领先状态，在技术与研发方面公司保持较好的竞争优势。

图 38：津富士达各类型专利数量情况（2025 年）



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

图 39：津富士达 VS 同业专利数量与研发人员数量情况（2025 年）



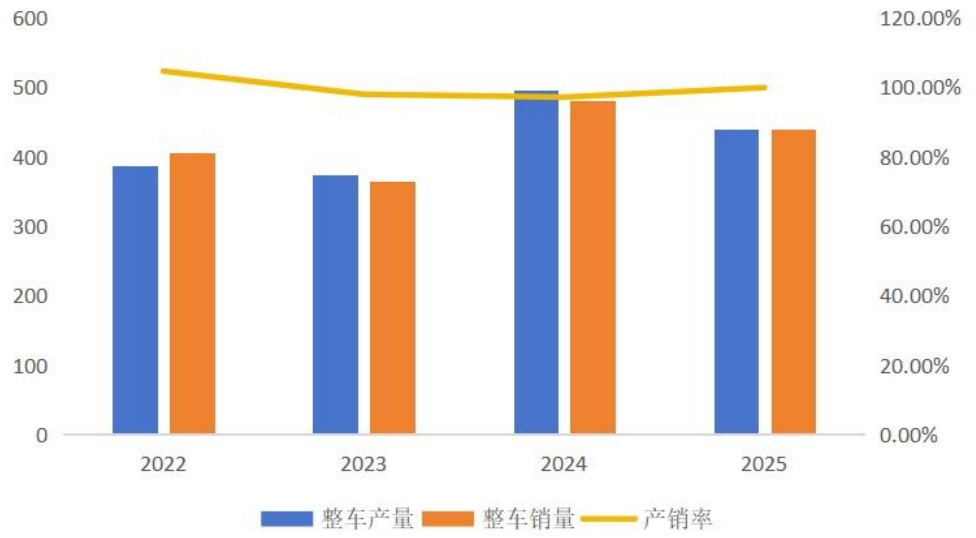
资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

3.2整体产销率水平高，新客户拓展推动电助力自行车发展

公司整车产销率保持较高水平，产品结构调整较明显。2022-2025 年，公司整车产销率保持较高水平，均值为 99.88%，2024 和 2025 年，整车产量均超过 400 万辆。2025 年，自行车为公司整车业务中产量最大的细分产品，在整车占比为 64.82%。从产销量角度来看，2022-2025 年，公司产品结构调整较为明显，自行车产销量占比下降较多，共享单车和电助力自行车产销量占比均有提升。

仅供内部参考，请勿外传！

图 40：津富士达整车产销情况（万辆）



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

图 41：津富士达分产品产量占比情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

图 42：津富士达分产品销量占比情况

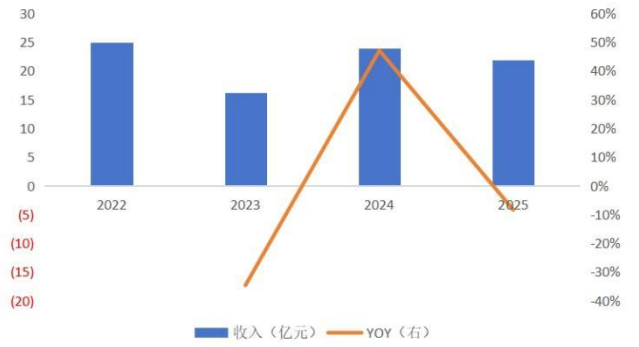


资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

自行车销量有所承压，但需求变化下单价稳步向上。现阶段，消费者对自行车的需求已从基础代步转向对健康生活、休闲娱乐、个性化体验的追求，衍生出运动休闲、山路越野、专业竞技等多种应用场景。自行车作为公司的主力产品，主要面向 Specialized（闪电）、Decathlon（迪卡侬）、Pon、Samchuly（三千里）等全球著名自行车品牌商。2025 年，受美国贸易与关税政策的影响，公司对美自行车销量同比减少 45.79 万辆，整体自行车销量减少 36.43 万辆，对应当年自行车业务收入 21.91 亿元，同比下降 8.40%。但伴随消费者需求的升级，推动公司高端车销售占比提升，2024 和 2025 年，公司单车售价均实现提升，其中，2025 年销售单价为 766.80 元/辆，同比增长 3.28%。

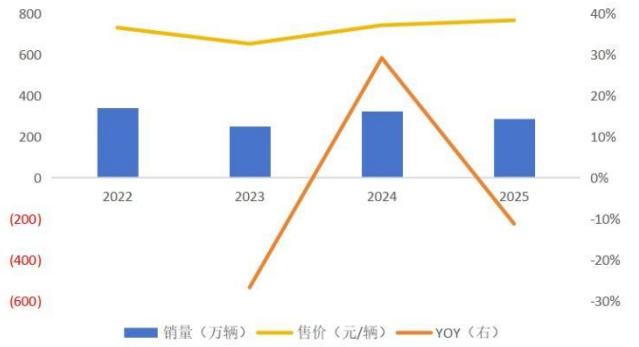
仅供内部参考，请勿外传！

图 43：津富士达自行车收入情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

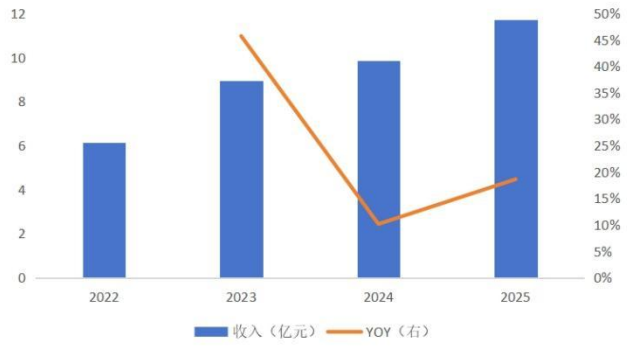
图 44：津富士达自行车销量&售价情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

电助力自行车收入规模持续扩大，新客户拓展夯实增长基础。相比于传统自行车，电助力自行车在智能化、绿色化、长路途等方面具备优势，欧美市场保持较好的产品需求。公司与 Lectric、Specialized（闪电）等核心客户的合作不断深化，并积极开拓赛维时代等客户，为公司电助力自行车产品收入增长提供了有力支撑，2022-2025 年，公司电助力自行车收入 CAGR 超过 20%。公司仍在加大对市场的持续开拓，目前已通过 NiuTechnology、Velec 等新客户的前期产品验证，后续可实现批量采购对整体销售规模形成拉动。2022-2025 年，公司电助力自行车受不同型号产品销量波动的影响，销售单价有所波动，但期间内价格仍有一定提升。2025 年，电助力自行车产品单价为 3,602.92 元/辆，同比提升 5.79%，较 2022 年提升 18.22%。

图 45：津富士达电助力自行车收入情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

图 46：津富士达电助力自行车销量&售价情况



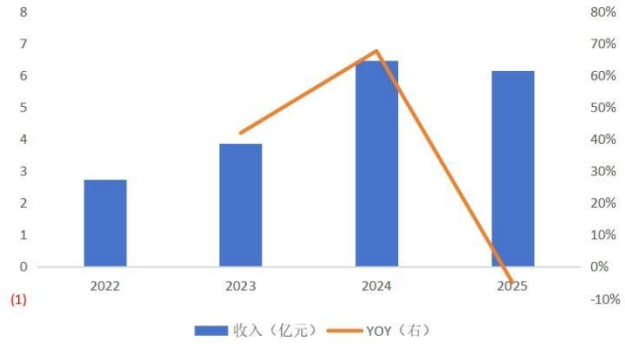
资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

公司与共享单车核心企业均有合作，相关业务中长期预计平稳发展。目前，国内共享单车行业已进入成熟期，行业竞争格局稳定，共享单车使用寿命通常为 3 年左右，对于共享单车制造企业而言，旧车翻新、存量置换将成为未来订单的主要来源。公司作为国内头部共享单车制造企业之一，已与哈啰、青桔、美团实现长期合作，三者合计收入占共享单车销售收入的比例超过 90%。受三大核心客户共享单车投放经营政策的影响，2022-2025 年，虽然公司共享单车业务收入实现扩大，但亦有波动，2025 年为 6.15 亿元，同比下降 4.92%。在销售单价方面，2025 年较 2022 年下降明显，但较 2024 年仍有 1.37%的增长且恢复到 500 元/辆上。考虑

仅供内部参考，请勿外传！

到共享单车行业以及经营主体的发展情况，我们预计，公司共享单车业务将逐步趋于平稳发展。

图 47：津富士达共享单车收入情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

图 48：津富士达共享单车销量&售价情况

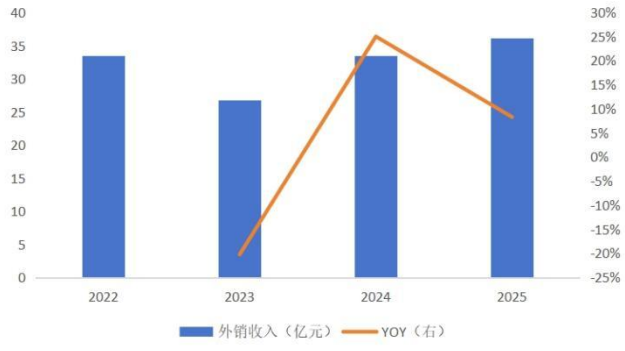


资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

3.3北美为境外收入基本盘，电助力自行车在欧洲市场快速增长

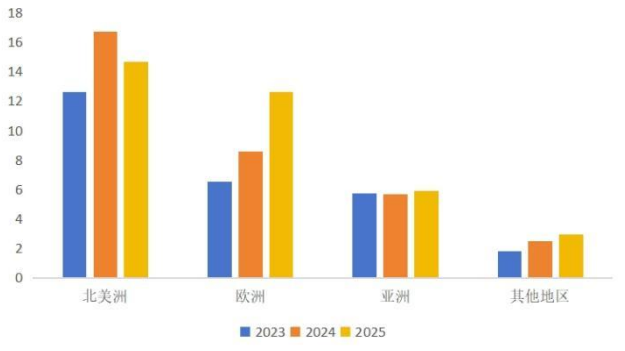
北美为公司境外销售核心市场，但欧洲区域正快速放量。境外市场为公司核心收入来源，2025 年，境外收入占比为 71.50%，对应收入 36.18 亿元，同比增长 8.28%。具体来看，北美洲为公司境外销售的核心区域，其 2025 年在境外收入占比为 40.56%，其中，美国为公司产品销售的第一大目的地国家，2025 美国销售收入在境外收入占比为 36.64%。但伴随去年美国关税政策的变化，公司在美销售收入同比下降 15.15%。2023-2025 年，公司海外销售区域结构调整较为明显，欧洲区域收入在境外收入占比稳步提升，2025 年为 34.93%，同比提升 9.29 个百分点。此外，欧洲亦成为 2025 年公司境外收入增长最快的区域，收入增速为 47.51%。

图 49：津富士达境外收入情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

图 50：津富士达分区域境外收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

欧洲将成为公司未来重要收入驱动，电助力自行车在欧洲实现高速增长。分产品和区域来看，（1）2025 年，公司电助力自行车在北美洲、欧洲、亚洲收入皆实现同比增长，分别为 9.25%、182.95%和 31.50%；（2）公司自行车收入在不同区域呈现分化，2025 年，北美洲与亚洲自行车收入均呈现同比下降，但欧洲区域收

仅供内部参考，请勿外传！

入同比增长 46.05%；（3）2025 年，公司在欧洲地区自行车与电助力自行车销售均实现量价齐升。（4）2023-2025 年，公司自行车与电助力自行车在欧洲市场的销售单价显著高于北美洲与亚洲。综合来看，在美国关税政策波动以及公司境外销售区域结构调整，欧洲预计成为未来推动公司收入规模扩大的重要区域。

表 8：津富士达分区域、分产品销售情况

地区	产品类别	2023 年度			2024 年度			2025 年度		
		销量（万辆）	均价（元/辆）	收入（万元）	销量（万辆）	均价（元/辆）	收入（万元）	销量（万辆）	均价（元/辆）	收入（万元）
北美洲	自行车	93.40	521.39	48,696.00	133.11	685.61	91,263.70	90.89	709.12	64,454.32
	电助力自行车	17.29	4,016.29	69,459.27	17.21	3,959.94	68,135.12	21.10	3,528.48	74,439.20
欧洲	自行车	12.28	1,155.92	14,191.29	21.23	1,318.92	28,000.10	30.70	1,332.10	40,894.60
	电助力自行车	1.07	7,801.10	8,337.04	2.12	4,876.59	10,347.15	5.51	5,313.31	29,277.42
亚洲	自行车	75.92	702.59	53,339.51	81.69	648.39	52,967.77	80.34	620.99	49,893.13
	电助力自行车	0.25	3,041.20	745.70	0.80	2,881.95	2,287.69	1.14	2,641.51	3,008.42

资料来源：公司公告，渤海证券研究所；注：红色表示同比上升，绿色表示同比下降

3.4新产能目标市场明确，在手订单稳收入确定性

公司 IPO 募投扩产集中于电助力自行车和高端自行车产能。公司 IPO 发行 4,123.00 万股，募集资金总额为 7.20 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 6.19 亿元。根据公司招股说明书信息，IPO 募集资金计划用于产能扩张、研发中心建设和营销网络建设，其中，产能扩张主要为电动助力自行车与高端自行车智能制造项目。根据公司公告，产能扩张项目全面落地后，将新增高端自行车 50 万辆/年与电动助力自行车 50 万辆/年的生产能力。公司新增产能主要面向欧洲、北美、日韩等海外成熟市场及国内中高端消费市场，新增产线及产品与目标市场需求高度匹配。

表 9：津富士达 IPO 募投项目情况（万元）

序号	项目名称	预计投资规模	预计使用募集资金	投入期
1	电动助力自行车与高端自行车智能制造项目	47,845.46	47,845.46	2.5 年
2	研发中心建设项目	21,140.24	21,140.24	2 年
3	品牌及营销网络建设项目	8,297.45	8,297.45	3 年
合计		77,283.15	77,283.15	-

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

在手订单为强化收入端的稳定性。根据公司公告，2025 年末，在手订单不含税金额 17.80 亿元，其中自行车/电助力自行车/共享单车订单金额占比分别为 36.08%/34.19%/2.74%。公司在手订单主要产品平均单价较 2025 年年度平均售价显著提升，主要系产品结构调整，以及中高端自行车订单占比提高所致。我们认为，公司在手订单以及订单平均单价的提升，有利于保障后续营收端的稳定性，并将在一定程度上带动整车业务毛利率的改善。

仅供内部参考，请勿外传！

表 10：津富士达在手订单情况

产品类别		订单金额		订单量	
		金额（万元）	占比	数量（万辆）	占比
整车	自行车	64,205.02	36.08%	73.63	71.83%
	电助力自行车	60,849.84	34.19%	16.43	16.02%
	共享单车	4,884.24	2.74%	5.94	5.80%
	其他	15,360.47	8.63%	6.51	6.35%
	小计	145,299.58	81.64%	102.5	100.00%
零配件		32,671.57	18.36%	-	-
合计		**177,971.15**	**100.00%**	**102.5**	**100.00%**

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 11：津富士达在手订单平均单价情况（元/辆）

产品类别	在手订单	2025 年度
自行车	872	766.8
电助力自行车	3,704.57	3,602.92
共享单车	822.15	506.01

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

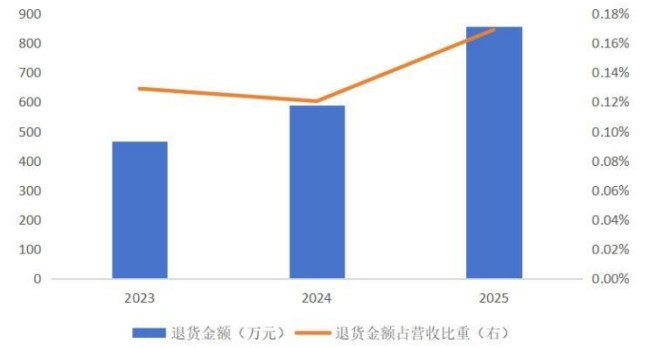
公司客户订单执行情况较好且退货比例低。根据公司公告，2023-2025 年，因客户订单取消给予公司的补偿金额逐年下降，2025 年为 1,459.65 万元，营收占比为 0.29%。另一方面，公司客户退货金额规模在 2023-2025 年期间内也较小，2025 年仅 855.06 万元，营收占比仅 0.17%。综合来看，我们认为，公司 IPO 募投产能所针对的目标市场明确，在手订单保障收入稳定性且执行情况良好，产品品质保障低客户退货比例。

图 51：津富士达客户订单取消给予的补偿金额情况



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 52：津富士达客户退货金额情况



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

4.盈利预测与估值

4.1盈利预测

按业务划分，基于历史数据，在中性情境下，我们预计，2026-2028 年，公司整车业务营收分别为 49.21 亿元、53.01 亿元、56.75 亿元，毛利率分别为 12.70%、13.13%、13.56%；配件业务营收分别为 7.73 亿元、7.97 亿元、8.36 亿元，毛利

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传！

率分别为 19.26%、19.42%、19.57%。

表 12：津富士达营收拆分情况（百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,621.24	4,880.16	5,060.83	5,739.21	6,143.78	6,560.24
YOY	—	34.77%	3.70%	13.40%	7.05%	6.78%
毛利率	14.53%	14.50%	13.62%	13.86%	14.21%	14.58%
			整车业务			
营收	2,977.29	4,093.48	4,107.27	4,920.82	5,300.62	5,674.92
YOY		37.49%	0.34%	19.81%	7.72%	7.06%
毛利率	13.74%	13.70%	12.30%	12.70%	13.13%	13.56%
			配件业务			
营收	614.61	731.74	909.86	773.38	796.58	836.41
YOY	-31.00%	19.06%	24.34%	-15.00%	3.00%	5.00%
毛利率	17.58%	18.25%	18.30%	19.26%	19.42%	19.57%
			其他业务			
营收	29.33	54.94	43.69	45.00	46.58	48.91
YOY	-29.23%	87.30%	-20.47%	3.00%	3.50%	5.00%
毛利率	30.82%	24.28%	40.20%	47.75%	47.85%	47.95%

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

在中性情景下，预计 2026-2028 年，公司营收分别为 57.39 亿元、61.44 亿元、65.60 亿元，同比分别增长 13.40%、7.05%、6.78%；归母净利润分别为 3.94 亿元、4.44 亿元、4.89 亿元，同比分别增长 3.14%、12.63%、10.25%，对应 EPS 分别 0.96 元、1.08 元、1.19 元。

4.2可比公司估值与评级

公司为国内自行车制造领军企业，我们基于公司招股书中提及的同业公司，并考虑到数据可获得性以及公司主业情况进行可比公司筛选。我们选取了久祺股份、上海凤凰、爱玛科技、九号公司 4 家公司进行估值对比。2026 年，可比公司平均 PE 估值为 25.94 倍。根据中性情景下对公司的盈利预测，2026 年，公司对应 PE 估值为 23.89 倍，低于可比公司估值均值水平，首次覆盖给予“增持”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

表 13：可比公司估值（截至 2026/9/22）

名称	市值	归母净利润（百万元）		PE（倍）	
	（百万元）	2025	2026E	TTM	2026E
久祺股份	2,596.60	148.03	64.99	30.03	39.95
上海凤凰	4,182.46	106.71	102.00	53.82	41.00
爱玛科技	18,762.83	2,034.50	1,785.14	12.46	10.51
九号公司	28,116.77	1,758.17	1,960.80	18.34	14.34
津富士达	9,415.14	382.06	394.06	25.03	23.89
均值	12,614.76	885.89	861.40	27.94	25.94

资料来源：ifind，渤海证券研究所，注：久祺股份和上海凤凰 2026 年归母净利润为 ifind 一致预期，爱玛和九号为机构一致预期

5.风险提示

大客户流失的风险

公司主要客户为全球知名的自行车品牌运营商。2023-2025 年，公司前五大客户销售收入合计占当期主营业务收入的比例分别为 43.83%、50.45%和 44.91%，客户集中度相对较高。未来，若公司主要客户的经营情况、资信状况、采购战略等发生不利变化，则公司对主要客户的产品销售将存在一定不确定性，从而对公司的盈利能力带来不利影响。

毛利率波动风险

公司毛利率主要受产品结构、产品售价及生产成本等因素影响。随着行业技术的发展和市场竞争的加剧，若公司未能正确判断下游需求变化，或公司技术实力停滞不前，或公司未能有效控制产品成本，或公司产品市场竞争格局发生变化等将会导致公司产品毛利率水平波动，甚至下降。

存货跌价风险

2023-2025 年，公司存货账面价值分别为 9.23 亿元、10.28 亿元和 9.83 亿元，占总资产的比例分别为 25.27%、23.13%和 20.41%。作为生产型企业，公司结合客户的需求计划、产品的安全库存等因素制定采购计划，同时为了应对上游供应链可能不畅带来的相关不确定性，适当增加相关存货储备。如果下游客户需求计划发生较大调整或取消订单，部分存货可能需要计提相应的跌价准备，将会影响到公司当期利润水平。

国际贸易政策风险

2023-2025 年，公司来自境外收入占比均超过 65%，欧洲、美洲、韩国、日本等国家和地区是公司产品主要出口地，因此国际贸易形势对公司未来发展较为重要。国际贸易存在诸多影响因素，若未来公司主要境外客户或主要境外市场所在国家或地区的贸易政策发生重大变化，国际贸易摩擦加剧，则可能会影响公司产品在境外的销售，进而对公司市场开拓和业绩增长造成一定影响。

原材料价格上涨风险

仅供内部参考，请勿外传！

公司生产所需原材料主要包括管材、刹车、变速器、轮胎、电池、电机等。若原材料采购价格大幅上涨，而公司未能及时将材料价格上涨传递至下游客户，则可能对公司经营业绩造成一定影响。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映了研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

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。

本报告由渤海证券股份有限公司

何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。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表现的依据。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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提及公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有 或个人不得以任何形式刊载

、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

仅供内部参考，请勿外传！

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%—20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:

高级销售经理：朱艳君
座机：+86 22 2845 1995
手机：135 0204 0941
邮箱：zhuyanjun@bhzq.com

天津:
天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼
邮政编码：300381
电话：+86 22 2845 1888
传真：+86 22 2845 1615

北京:
北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层
邮政编码：100086
电话：+86 10 6810 4192
传真：+86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司网址：www.bhzq.com