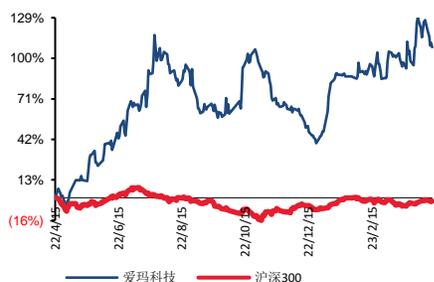


轻工制造

爱玛年报点评:量价齐升驱动业绩增厚,发力渠道巩固优势

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	575/146
总市值/流通(百万元)	37,223/9,468
12个月最高/最低(元)	74.30/39.80

相关研究报告:

爱玛科技(603529)《爱玛23Q1预增:消费回归,“渠道变现+新品”驱动量价齐增》--2023/04/10

爱玛科技(603529)《股权激励彰显信心,老牌龙头优势巩固》--2023/03/21

证券分析师:陈天蛟

电话:021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522090002

联系人:刘洁冰

E-MAIL: liujb@tpyzq.com

事件:公司发布2022年度报告。

2022全年,公司实现营业收入208.02亿元/+35.09%,毛利率16.36%/+4.64pct,归母净利润18.73亿元/+182.14%,扣非归母净利润17.97亿元/+191.68%,基本每股收益3.31元/+84.92%。

其中,22Q4实现营业收入35.74亿元/+23.84%,毛利率21.44%/+8.27pct,归母净利润4.97亿元/+475.63%,扣非归母净利润4.33亿元/+551.05%,基本每股收益0.86元/+304.25%。

点评:

量价齐升驱动电动自行车收入高双位数增长。收入端,2022年公司的两大主要产品收入均同比增长,电动自行车、电动摩托车的收入分别为121.35亿元/+69.49%、71.44亿元/+5.59%,其中,电动自行车以高两位数快速增长,源于均价和销量两方面的因素,全年电动自行车产量726万辆/+41.97%、销量724万辆/+44.20%,单车均价提升超250元/辆;电动摩托车则主要受到均价驱动,2022年产量325万辆/-2.49%、销量327万辆/-1.86%,单车均价提升约150元/辆。我们认为,行业仍存在人群渗透的空间,且呈现头部集中趋势,公司的龙头优势预计带来高于行业的销量增速,2022年公司电动自行车和电动摩托车产销率达99.70%和100.46%,处于饱和状态,未来几大基地产能拓建的进度推进,有望支撑公司销量进一步增长。

稳健推新优化产品结构,提升整体盈利水平。公司2022年整体毛利率较去年同期提升4.64pct至16.36%,净利率9.00%/+4.66pct。一方面,得益于公司保持稳健的推新节奏,不断优化产品结构,几类大品类毛利水平平均提升,电动自行车、电动摩托车、电动三轮车、自行车2022年毛利率分别为17.03%/+5.53pct、15.11%/+3.74pct、16.60%/+3.13pct、9.78%/+3.98pct,尤其是电动自行车在我国需求旺盛,随着产品的更新迭代,中端大众的产品在设计和功能上进步较大,逐渐摆脱原有的低价产品印象,从而作为短途出行的重要补充,获得更多消费者的青睐和产品溢价的能力;另一方面,22Q4为传统销售淡季,公司秉承稳健策略减少了促销等营销让利,再考虑年终返利结算对前期数据的少量调整,公司第四季度毛利率21.44%,同比21Q4大幅提升8.27pct,环比22Q3也较大提升5.35pct,对全年毛利水平的提振较为明显。

持续投入营销和研发,发力“网点加密+布局下沉+新品迭代”。公司2022年销售/管理/研发费率分别为2.82%/-0.75pct、2.08%/+0.02pct、2.44%/-0.19pct。1)营销:通过《乘风破浪的姐姐》、打造线上多平台直播矩阵、总部赋能经销商等方式进行营销提效,22Q4

管控放开以来也恢复了拓店节奏，重点区域网点加密的同时在下沉渠道如社区、乡镇发力，年末经销商数量超 1900 家，终端门店数超 3 万个，销售费用同比增长 6.67%，但前期疫情的限制及收入的快速增长共同导致销售费率同比不及 2021 年；2) 管理：费率基本稳定，少量提升源于实施限制性股票激励增加了摊销费用；3) 研发：公司着力打造优质产品，除保持定期推新外，也在核心电控、电驱、新材料及智能化技术和平台搭建上取得进展，2022 年研发费用同比+25.39%，申请发明专利和实用新型专利共 138 项。

投资建议：短途独立出行需求增加、产品认知提升下的人群渗透有望共同驱动两轮车行业销量增长，我们继续看好爱玛作为老牌龙头的渠道和品牌优势，随着去年以来尾部企业加快出清，坚持看好头部份额提升逻辑。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 272.20/328.14/378.48 亿元，归母净利润 23.58/29.49/35.48 亿元，对应 EPS（摊薄）4.10、5.13、6.17 元，当前股价对应 PE 为 15.79、12.62、10.49 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争恶化；技术研发进度不理想；新品迭代及投放效果不及预期；全球宏观下行风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20802	27220	32814	37848
(+/-%)	35.09	30.85	20.55	15.34
归母净利(百万元)	1873	2358	2949	3548
(+/-%)	182.14	25.87	25.07	20.30
摊薄每股收益(元)	3.31	4.10	5.13	6.17
市盈率(PE)	13.86	15.79	12.62	10.49

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2846	6633	10255	13960	17694
应收和预付款项	229	308	455	504	536
存货	796	811	1224	1392	1516
其他流动资产	1636	3781	4029	4124	4220
流动资产合计	5507	11533	15963	19980	23966
长期股权投资	105	128	128	128	128
投资性房地产	270	254	336	442	546
固定资产	1966	2033	2492	3304	4320
在建工程	114	86	146	226	326
无形资产开发支出	332	458	508	568	638
长期待摊费用	29	44	44	44	44
其他非流动资产	5073	3936	3941	3946	3951
资产总计	13397	18471	23559	28637	33918
短期借款	0	511	511	511	511
应付和预收款项	2145	2556	3421	4022	4528
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	6272	8669	10527	12044	13255
负债合计	8417	11737	14459	16576	18294
股本	404	575	575	575	575
资本公积	1936	1978	1978	1978	1978
留存收益	2635	4304	6669	9630	13194
归母公司股东权益	4975	6721	9087	12047	15611
少数股东权益	5	13	13	13	13
股东权益合计	4980	6734	9100	12060	15624
负债和股东权益	13397	18471	23559	28637	33918

现金流量表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	2071	4965	4370	4803	5062
投资性现金流	(2024)	(2178)	(725)	(1075)	(1305)
融资性现金流	1798	(182)	(23)	(23)	(23)
现金增加额	1845	2604	3622	3705	3734

利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15399	20802	27220	32814	37848
营业成本	13594	17399	22342	26740	30662
营业税金及附加	56	105	136	164	189
销售费用	551	587	784	992	1167
管理费用	317	433	578	731	843
财务费用	(261)	(383)	(76)	(131)	(186)
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	(16)	(4)	0	0	0
公允价值变动	10	(12)	0	0	0
营业利润	739	2234	2774	3470	4174
其他非经营损益	19	(7)	0	0	0
利润总额	758	2227	2774	3470	4174
所得税	91	354	416	520	626
净利润	668	1873	2358	2949	3548
少数股东损益	4	(1)	0	0	0
归母股东净利润	664	1873	2358	2949	3548

预测指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	11.72%	16.4%	17.9%	18.5%	19.0%
销售净利率	4.31%	9.0%	8.7%	9.0%	9.4%
销售收入增长率	19.33%	35.09%	30.85%	20.55%	15.34%
EBIT 增长率	(7.60%)	270.94%	52.25%	23.76%	19.44%
净利润增长率	10.94%	182.14%	25.87%	25.07%	20.30%
ROE	13.35%	27.87%	25.95%	24.48%	22.73%
ROA	4.96%	10.14%	10.01%	10.30%	10.46%
ROIC	15.89%	29.92%	31.65%	29.53%	26.96%
EPS (X)	1.79	3.31	4.10	5.13	6.17
PE (X)	25.46	13.86	15.79	12.62	10.49
PB (X)	3.70	3.92	4.10	3.09	2.38
PS (X)	1.19	1.27	1.37	1.13	0.98
EV/EBITDA (X)	22.65	9.98	9.93	7.09	5.01

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。