

## 爱玛科技 (603529.SH) 2022 年量价齐升&盈利高增，业绩加速增长

2023 年 04 月 17 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

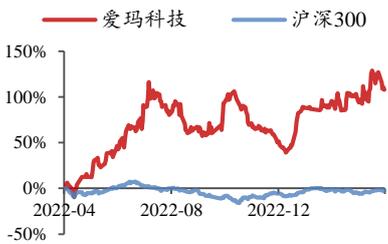
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/4/14
当前股价(元)	64.77
一年最高最低(元)	75.20/38.58
总市值(亿元)	372.23
流通市值(亿元)	94.68
总股本(亿股)	5.75
流通股本(亿股)	1.46
近 3 个月换手率(%)	175.62

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2023Q1 业绩大幅预增，量利齐升持续验证—公司信息更新报告》

-2023.4.10

《2023 股权激励草案出炉，彰显未来发展信心—公司信息更新报告》

-2023.3.20

《2022 扩渠道调结构落地顺畅，看好 2023 年继续高增—公司信息更新报告》-2023.3.13

### ● 调结构&扩渠道逻辑顺畅，看好 2023 延续高增，维持“买入”评级

2022 年公司营收 208.02 亿元 (+35.09%)，归母净利 18.73 亿元 (+182.14%)，扣非归母净利 17.97 亿元 (+191.68%)。其中 2022Q4 营收 35.74 亿元 (+23.84%)，归母净利 4.97 亿元 (+475.63%) 公司业绩实现加速增长。考虑公司调结构&扩渠道逻辑顺畅，我们维持 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 公司归母净利润为 24.23/30.28/36.57 亿元，对应 EPS 4.22/5.27/6.36 元，当前股价对应 PE 为 15.6/12.5/10.3 倍。看好公司 2023 年在新品迭代牵引下的业绩稳定增长，维持“买入”评级。

### ● 结构调整结合渠道深耕，业绩加速增长

2022 全年销量 1077.27 万台，同比+24%，符合预期。调结构落地顺畅单车 ASP 同比 +8.7% 至 1931.01 元。分产品看电自/电摩/电三轮/自行车销量分别为 723.69/326.96/26.14/0.48 万台，同比+44.2%/-1.86%/+27.84%/-95.88%。自行车销量大幅下滑系代工的共享单车订单减少所致。产品结构优化带来核心产品 ASP 提升明显，电自/电摩 ASP 分别达到 1676.80/2184.85 元/台，同比+17.5%/+7.6%。另国际业务结合海外当地市场消费特征实施的因地制宜渠道拓展计划初见成效，2022 国际业务收入 2.21 亿元，同比+28.26%。截至 2022 年末公司经销商数量超 1900 家，终端门店数量超 3 万个。

### ● 期间费率平稳下行，运行效率稳中有升

2022 整体毛利率同比+4.6pct 至 16.36%，分季度看毛利率呈逐季提升趋势，系公司产品结构调整顺畅。期间费率 5.50% (-1.06pct)，具体管理费率 2.08% (+0.02pct) (系股权激励费用摊销增加)、销售费率 2.82% (-0.75pct)、财务费率-1.84% (-0.14pct)，2022 公司持续加大研发方面的投入，研发费用同比+25.39%至 5.07 亿元，在收入增长的规模效应下研发费率同比下降 0.19pct 至 2.44%。综合作用下全年净利率达到 9.00% (+4.67pct)，单车净利润达到 173.9 元/台。现金流：经营性现金流净额 50.51 亿元，同比+141.21%，主要系业务规模扩大收到经营活动产生的现金随之增加。

● **风险提示：**行业销量不及预期，行业竞争恶化，公司产品调整不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,399	20,802	27,052	32,552	39,170
YOY(%)	19.3	35.1	30.0	20.3	20.3
归母净利润(百万元)	664	1,873	2,423	3,028	3,657
YOY(%)	10.9	182.1	29.4	25.0	20.8
毛利率(%)	11.7	16.4	16.4	16.7	16.7
净利率(%)	4.3	9.0	9.0	9.3	9.3
ROE(%)	13.4	27.8	28.9	29.1	28.5
EPS(摊薄/元)	1.16	3.26	4.22	5.27	6.36
P/E(倍)	56.8	20.1	15.6	12.5	10.3
P/B(倍)	7.6	5.6	4.5	3.6	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 扩渠道调结构量质齐升，业绩加速增长.....	3
2、 期间费率平稳下行，运行效率稳中有升.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

## 图表目录

图 1： 2022 公司营收同比+35.09%.....	3
图 2： 2022 公司归母净利润同比+182.14%，盈利高增.....	3
图 3： 2022Q4 营收同比+23.8%.....	4
图 4： 2022Q4 归母净利润同比+476%，增速持续提升.....	4
图 5： 2022 电动两轮车收入占比连续第四年超 90%.....	4
图 6： 2022 电动两轮车 ASP 稳步上升.....	4
图 7： 2022 期间费率同比-1.1pct.....	5
图 8： 2022 盈利水平提升明显.....	5
表 1： 2022 公司产品优化升级叠加综合运营效率的提升致单车利润大幅提升.....	4
表 2： 2022 运营效率稳步提升.....	5

## 1、扩渠道调结构量质齐升，业绩加速增长

2022 年公司实现营业收入 208.02 亿元，同比+35.09%，实现归母净利润 18.73 亿元，同比+182.14%，实现扣非归母净利润 17.97 亿元，同比+191.68%。2022 全年动销良好，量价齐升，业绩呈现加速增长态势。公司 2022 全年销量实现 1077.27 万台，符合预期，市占率进一步提升至 20%，在产品力、渠道力及渠道迅速扩张，门店数量持续增长下市场竞争力进一步显现。分产品看电自/电摩/电三轮/自行车销量分别为 723.69/326.96/26.14/0.48 万台，同比+44.2%/-1.86%/+27.84%/-95.88%，电摩及电动自行车总销量实现 1051 万台，同比+25.82%。自行车销量大幅下滑系代工的共享单车订单减少所致。调结构落地顺畅单车 ASP 同比+8.7%至 1931.01 元，其中电自/电摩 ASP 分别达到 1676.80/2184.85 元/台，同比+17.5%/+7.6%。渠道端，公司大力拓展经销商渠道数量并实施渠道下沉策略，实现了规模经营和快速扩张，报告期末公司经销数量超 1900 家、终端门店数超 3 万个。另国际业务结合海外当地市场消费特征实施的因地制宜渠道拓展计划初见成效，2022 国际业务收入 2.21 亿元，同比+28.26%。

拆分全年看 2022Q4 单车利润创季度新高：2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4 实现营收 45.87 /48.51 /77.91 /35.74 亿元，同比+46.7%/+15.9%/+49.8%/+23.8%，2022Q1/2022Q2/ 2022Q3/2022Q4 实现归母净利润 3.17 亿元/3.72 亿元/6.87 亿元/4.97 亿元，同比+108.9%/+130.0%/+160.3%/+475.6%。2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4 两轮车总销量分别为 240/255/405/177 万台。产品结构调整持续落地推动 ASP 逐季提升，2022Q4 公司 ASP 已达 2000+元/台。此外随着品牌投入、管理费用、研发费用在 Q4 的收尾叠加运营效率的综合提升，Q4 单车利润创季度新高达到 280.33 元/台（环比+65%）。

图1：2022 公司营收同比+35.09%

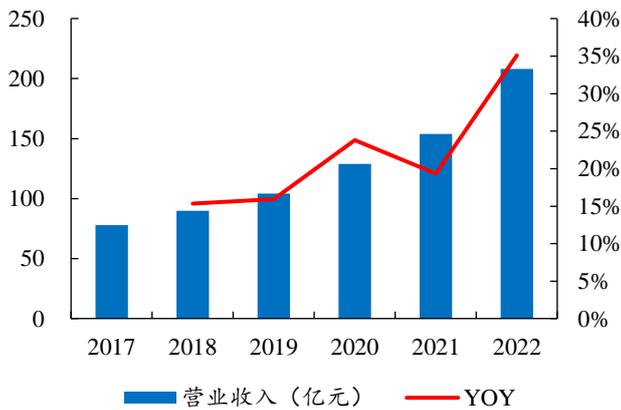
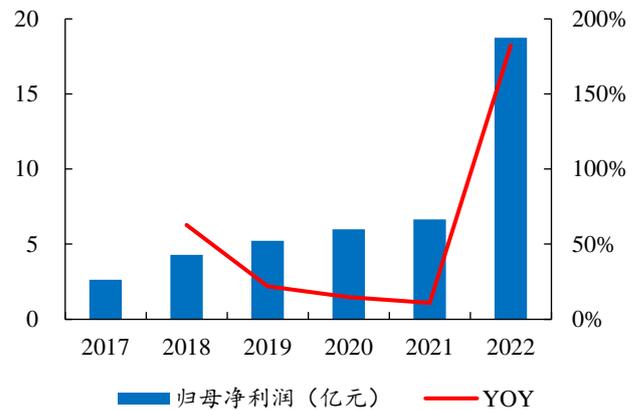


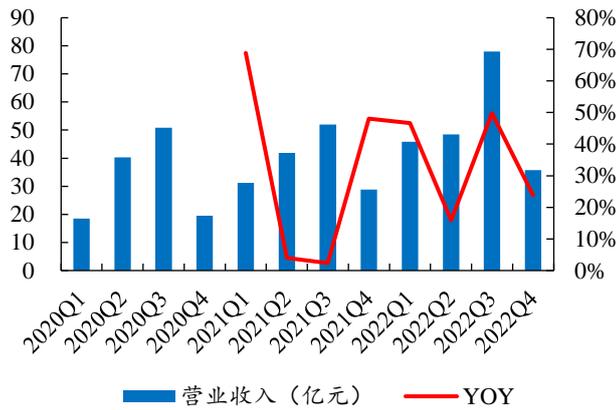
图2：2022 公司归母净利润同比+182.14%，盈利高增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

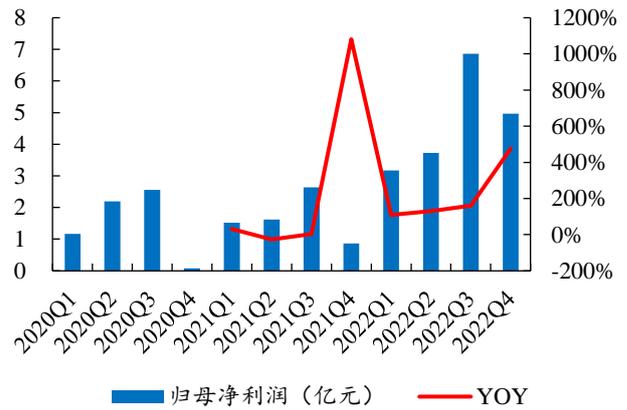
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3: 2022Q4 营收同比+23.8%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 2022Q4 归母净利润同比+476%，增速持续提升



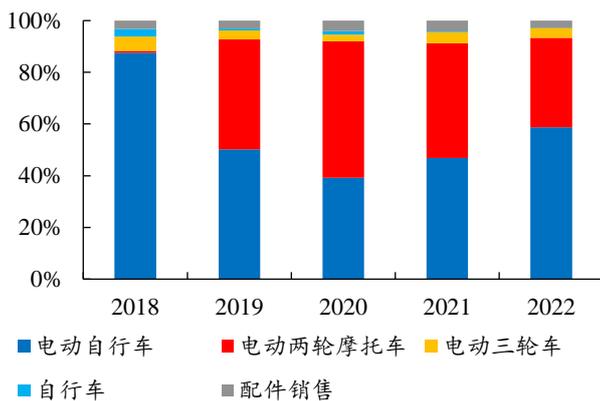
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表1: 2022 公司产品优化升级叠加综合运营效率的提升致单车利润大幅提升

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022
收入 (百万元)	4586.63	4851.03	7790.60	3573.95	20802.21
归母净利润 (百万元)	317.48	372.44	686.56	496.95	1873.43
两轮车总销量 (万台)	240	255	405	177	1077
整体出厂价 (元/台)	1911	1902	1924	2016	1931
单车利润 (元/台)	132.28	146.05	169.52	280.33	173.91

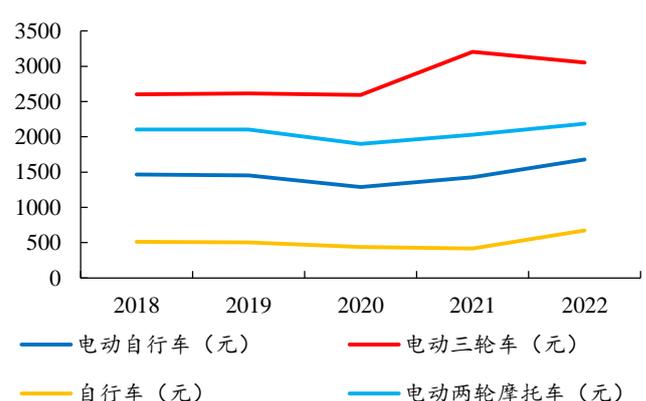
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2022 电动两轮车收入占比连续第四年超 90%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2022 电动两轮车 ASP 稳步上升

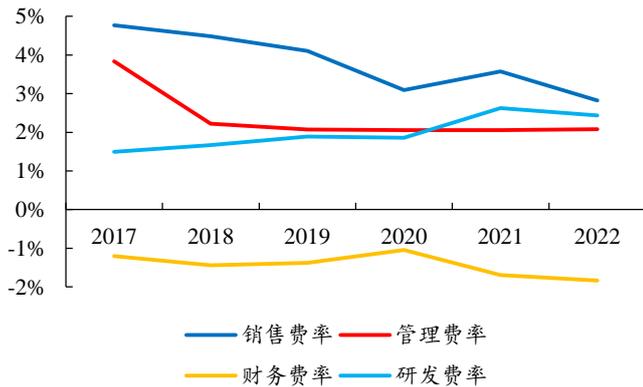


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、期间费率平稳下行，运行效率稳中有升

控费优异叠加研发驱动，期间费率平稳下行。2022 整体毛利率同比+4.6pct 至 16.36%。拆分看 2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4 分别为 14.09%/15.20%/16.09%/21.44%，毛利率呈提升趋势系公司优化产品结构并提升新品和高毛利产品在销售中

的占比。2022 整体期间费率同比-1.1pct 至 5.5%，具体销售费率 2.8% (-0.75pct)、管理费率 2.1% (-0.02pct)、财务费率-1.8% (-0.14pct)，财务费率下降系公司的资金管理规模增大带来利息收入增加。另研发费用同比+25.39%与研发费率同比-0.20pct 并行，系公司在大力增加研发投入的同时，业绩实现更高幅度增长。拆分看期间费率先降后升，2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4 期间费率分别为 5.4%/5.6%/4.9%/6.7%，2022Q4 期间费率上升主要系销售费率和研发费率均环比+1.6pct。综合作用下，2022 整体净利率同比+4.67pct 至 9.00%。

**图7：2022 期间费率同比-1.1pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图8：2022 盈利水平提升明显**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

运营效率稳中有升,议价能力较强。2022 年公司存货同比+1.9%至 810.5 百万元,生产和库存保持稳定。2022 年存货周转天数下降系公司在物流环节推行终端货物配送的集约化管理,实现优化库存。2022 年应收账款周转天数略有下降、应付账款周转天数小幅上升,系公司具有较大议价能力,向供应商采购中获得有利赊账、向经销商销售时款到发货模式。

**表2：2022 运营效率稳步提升**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
存货周转天数(天)	17.49	14.96	16.68	16.35	17.09	16.62
应收账款周转天数(天)	8.42	10.12	6.22	4.27	4.62	4.31
应付账款周转天数(天)	60.30	59.59	56.79	45.86	46.53	48.29

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

展望 2023：看好公司销量持续双位数增长，盈利水平稳中有升。销量方面：2023 仍处新国标换购的红利期预计行业销量仍有低双位数的增长，同时公司延续积极拓展渠道模式（2023 预计门店扩张增长 15%）外加终端门店以迭代优良品清杂牌，我们判断 2023 公司市占率会进一步提升，销量预计仍有双位数以上的增长。盈利方面：2023 公司延续产品推新策略，新品销量占比不低于 30%，同时继续优化升级产品结构，强化高毛利的中高部产品占比，看好产品升级迭代下牵引 ASP 及单车利润的提升。

公司作为电动两轮车行业的龙头企业，产品力、渠道力、品牌力、科技力、生

产力和运营力共同推动公司经营成效持续攀升。我们看好头部企业在降维打击清杂牌下抢占腰部产品份额推动销量增长,同时看好公司延续继续拓渠道模式,判断 2023 公司市占率会进一步提升。我们维持 2023-2024 并新增 2025 盈利预测,预计 2023-2025 公司归母净利润为 24.23/30.28/36.57 亿元,对应 EPS 4.22/5.27/6.36 元,当前股价对应 PE 为 15.6/12.5/10.3 倍。看好公司 2023 年在新品迭代牵引下的业绩稳定增长,维持“买入”评级。

#### 4、风险提示

行业销量不及预期,行业竞争恶化,公司产品调整不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5507	11533	14250	15885	18851
现金	2846	6633	8626	10380	12491
应收票据及应收账款	208	290	357	422	516
其他应收款	150	28	204	75	260
预付账款	22	18	33	28	46
存货	796	811	1277	1227	1786
其他流动资产	1486	3753	3753	3753	3753
<b>非流动资产</b>	7890	6939	7515	7936	8428
长期投资	105	128	151	174	197
固定资产	1968	2033	2603	3023	3521
无形资产	332	458	446	434	421
其他非流动资产	5484	4320	4314	4305	4289
<b>资产总计</b>	13397	18471	21765	23821	27280
<b>流动负债</b>	8251	11471	12813	12849	13881
短期借款	0	511	11299	11213	11935
应付票据及应付账款	7058	9389	0	0	0
其他流动负债	1193	1571	1514	1635	1947
<b>非流动负债</b>	166	266	266	266	266
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	166	266	266	266	266
<b>负债合计</b>	8417	11737	13079	13115	14147
少数股东权益	5	13	25	35	47
股本	404	575	1127	1127	1127
资本公积	1936	1978	1690	1690	1690
留存收益	2635	4304	6311	8680	11340
<b>归属母公司股东权益</b>	4975	6721	8660	10671	13086
负债和股东权益	13397	18471	21765	23821	27280

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2094	5051	-7617	3743	3506
净利润	668	1873	2436	3037	3669
折旧摊销	211	262	243	310	361
财务费用	-261	-383	-94	186	45
投资损失	16	4	-34	-25	-25
营运资金变动	1362	2948	-10175	224	-564
其他经营现金流	99	348	7	12	18
<b>投资活动现金流</b>	-2024	-2178	-782	-702	-828
资本支出	660	842	796	707	831
长期投资	-1540	-1372	-23	-23	-23
其他投资现金流	175	36	38	29	26
<b>筹资活动现金流</b>	1798	-182	-396	-1202	-1289
短期借款	0	511	10788	-86	722
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	65	171	553	0	0
资本公积增加	1616	42	-287	0	0
其他筹资现金流	117	-907	-11449	-1117	-2010
<b>现金净增加额</b>	1867	2690	-8795	1839	1389

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	15399	20802	27052	32552	39170
营业成本	13594	17399	22612	27123	32637
营业税金及附加	56	105	89	107	129
营业费用	551	587	649	651	862
管理费用	317	433	460	488	588
研发费用	404	507	546	586	783
财务费用	-261	-383	-94	186	45
资产减值损失	-12	-3	0	0	0
其他收益	23	78	33	41	9
公允价值变动收益	10	-12	4	3	1
投资净收益	-16	-4	34	25	25
资产处置收益	-11	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	739	2234	2849	3465	4142
营业外收入	31	34	32	33	33
营业外支出	11	41	20	21	23
<b>利润总额</b>	758	2227	2861	3477	4151
所得税	91	354	426	440	482
<b>净利润</b>	668	1873	2436	3037	3669
少数股东损益	4	-1	12	9	12
<b>归属母公司净利润</b>	664	1873	2423	3028	3657
EBITDA	898	2354	3390	4349	5046
EPS(元)	1.16	3.26	4.22	5.27	6.36

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.3	35.1	30.0	20.3	20.3
营业利润(%)	-3.3	202.3	27.6	21.6	19.5
归属于母公司净利润(%)	10.9	182.1	29.4	25.0	20.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.7	16.4	16.4	16.7	16.7
净利率(%)	4.3	9.0	9.0	9.3	9.3
ROE(%)	13.4	27.8	28.9	29.1	28.5
ROIC(%)	11.9	23.7	13.5	16.2	16.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	62.8	63.5	60.1	55.1	51.9
净负债比率(%)	-54.6	-87.9	34.1	9.9	-2.8
流动比率	0.7	1.0	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	77.9	83.5	83.5	83.5	83.5
应付账款周转率	7.7	7.5	17.8	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.16	3.26	4.22	5.27	6.36
每股经营现金流(最新摊薄)	3.64	8.79	-13.25	6.51	6.10
每股净资产(最新摊薄)	8.66	11.70	14.61	18.11	22.31
<b>估值比率</b>					
P/E	56.8	20.1	15.6	12.5	10.3
P/B	7.6	5.6	4.5	3.6	2.9
EV/EBITDA	78.0	28.9	22.7	17.2	14.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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C3、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C3、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。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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、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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

## 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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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10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