

爱玛科技 (603529.SH) 2022 扩渠道调结构落地顺畅, 看好 2023 年继续高增

2023 年 03 月 13 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

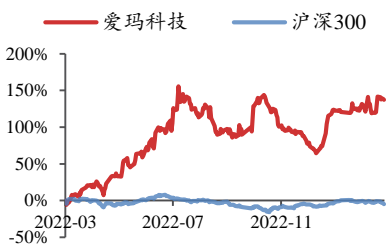
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/3/10
当前股价(元)	62.51
一年最高最低(元)	75.20/33.96
总市值(亿元)	359.24
流通市值(亿元)	91.37
总股本(亿股)	5.75
流通股本(亿股)	1.46
近 3 个月换手率(%)	193.2

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《渠道发力, 中流击水, 看好份额持续提升—公司首次覆盖报告》
-2023.3.9

● 业绩加速增长叠加低估值, 维持“买入”评级

2022 实现营收 208.02 亿元 (+35.1%), 实现归母净利润 18.45 亿元 (+177.9%), 扣非归母净利润 17.60 亿元 (+185.6%)。其中 2022Q4 实现营收 35.73 亿元 (+23.8%), 实现归母净利润 4.69 亿元 (+445.5%), 扣非归母净利润 3.96 亿元 (+491.0%)。参考公司 2022 业绩快报, 我们上调盈利预测预计 2022-2024 归母净利润 18.45/24.23/30.28 亿元 (原 17.19/23.31/30.13 亿元), 对应 EPS 为 3.21/4.22/5.27 元, 当前股价对应 PE 为 19.5/14.8/11.9 倍, 看好公司在新国标换购红利下产品升级叠加自身渠道扩张带来的业绩持续放量增长, 维持“买入”评级。

● 回顾 2022: 扩渠道调结构拉动量质齐增

2022 全年动销良好, 量价齐升, 业绩呈现加速增长态势。我们预估公司 2022 全年销量 1078 万台, 市占率提升至 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。分季度看, 2022Q4 在销量稳定增长下单车利润创新高。我们预估公司 2022Q1-Q4 销量分别为 240/255/405/178 万台, 产品结构调整持续落地推动 ASP 逐季提升, 判断 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 2022Q4 的收尾叠加运营效率的综合提升, 2022Q4 单车利润创季度新高。

● 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 10%左右增长, 同时公司延续积极拓渠道模式 (2023 预计门店扩张增长 15%) 外加终端门店以更高性价比的腰部产品清杂牌, 判断 2023 公司市占率会进一步提升, 销量预计仍有 20%以上的增长。盈利方面: 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, 强化高毛利的腰部及头部产品占比, 看好产品升级迭代下牵引 ASP 及单车利润的提升。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,905	15,399	20,802	27,043	32,241
YOY(%)	23.8	19.3	35.1	30.0	19.2
归母净利润(百万元)	599	664	1,845	2,423	3,028
YOY(%)	14.8	10.9	177.9	31.3	25.0
毛利率(%)	11.4	11.7	16.4	16.5	16.6
净利率(%)	4.6	4.3	8.9	9.0	9.4
ROE(%)	23.0	13.4	28.0	27.6	26.6
EPS(摊薄/元)	1.04	1.16	3.21	4.22	5.27
P/E(倍)	60.0	54.1	19.5	14.8	11.9
P/B(倍)	13.7	7.2	5.4	4.1	3.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3684	5507	6714	8424	9464
现金	1249	2846	3845	4998	5959
应收票据及应收账款	188	208	326	368	460
其他应收款	86	150	168	246	248
预付账款	18	22	32	38	46
存货	495	796	856	1289	1265
其他流动资产	1648	1486	1486	1486	1486
非流动资产	5929	7890	8447	9055	9468
长期投资	33	105	177	249	321
固定资产	1796	1966	2467	3019	3380
无形资产	316	332	327	321	315
其他非流动资产	3784	5487	5476	5465	5451
资产总计	9613	13397	15161	17479	18931
流动负债	6839	8251	7924	8053	6825
短期借款	0	0	6754	6662	5267
应付票据及应付账款	5937	7058	0	0	0
其他流动负债	902	1193	1169	1391	1558
非流动负债	126	166	166	166	166
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	126	166	166	166	166
负债合计	6965	8417	8090	8219	6991
少数股东权益	18	5	17	33	62
股本	339	404	1001	1001	1001
资本公积	320	1936	1774	1774	1774
留存收益	1971	2635	4351	6559	9252
归属母公司股东权益	2630	4975	7054	9227	11879
负债和股东权益	9613	13397	15161	17479	18931

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1155	2094	-5311	2391	3354
净利润	610	668	1857	2439	3056
折旧摊销	180	211	221	287	337
财务费用	-135	-261	-65	47	-85
投资损失	-72	16	-33	-39	-32
营运资金变动	539	1362	-7288	-343	78
其他经营现金流	33	99	-2	-1	1
投资活动现金流	-561	-2024	-739	-847	-709
资本支出	364	660	706	823	678
长期投资	-236	-1540	-72	-72	-72
其他投资现金流	39	175	39	48	41
筹资活动现金流	371	1798	294	-298	-290
短期借款	0	0	6754	-92	-1395
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	65	598	0	0
资本公积增加	-3	1616	-161	0	0
其他筹资现金流	373	117	-6897	-205	1105
现金净增加额	962	1867	-5756	1246	2356

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12905	15399	20802	27043	32241
营业成本	11431	13594	17398	22591	26902
营业税金及附加	53	56	81	103	122
营业费用	399	551	537	687	806
管理费用	266	317	385	379	451
研发费用	239	404	429	541	645
财务费用	-135	-261	-65	47	-85
资产减值损失	-1	-12	0	0	0
其他收益	29	23	20	19	23
公允价值变动收益	12	10	7	8	9
投资净收益	72	-16	33	39	32
资产处置收益	-4	-11	0	0	0
营业利润	764	739	2093	2754	3454
营业外收入	26	31	28	30	29
营业外支出	11	11	13	14	12
利润总额	779	758	2108	2770	3471
所得税	169	91	252	331	414
净利润	610	668	1857	2439	3056
少数股东损益	11	4	12	16	28
归属母公司净利润	599	664	1845	2423	3028
EBITDA	928	898	2453	3355	4034
EPS(元)	1.04	1.16	3.21	4.22	5.27

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	23.8	19.3	35.1	30.0	19.2
营业利润(%)	14.7	-3.3	183.3	31.6	25.4
归属于母公司净利润(%)	14.8	10.9	177.9	31.3	25.0
获利能力					
毛利率(%)	11.4	11.7	16.4	16.5	16.6
净利率(%)	4.6	4.3	8.9	9.0	9.4
ROE(%)	23.0	13.4	28.0	27.6	26.6
ROIC(%)	21.6	11.9	14.6	17.4	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	72.5	62.8	53.4	47.0	36.9
净负债比率(%)	-44.0	-54.6	45.6	20.2	-5.0
流动比率	0.5	0.7	0.8	1.0	1.4
速动比率	0.3	0.5	0.7	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.5	1.7	1.8
应收账款周转率	84.2	77.9	77.9	77.9	77.9
应付账款周转率	7.9	7.7	16.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.16	3.21	4.22	5.27
每股经营现金流(最新摊薄)	2.01	3.64	-9.24	4.16	5.84
每股净资产(最新摊薄)	4.58	8.66	11.52	15.30	19.91
估值比率					
P/E	60.0	54.1	19.5	14.8	11.9
P/B	13.7	7.2	5.4	4.1	3.1
EV/EBITDA	65.7	65.3	26.2	18.8	15.1

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