

2023年05月28日
爱玛科技(603529.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

摩托车及其他 III

行业仍在扩容期，公司成长性或被低估

更多电动两轮车进入换购周期，行业置换需求有望提升：2017~2021 年电动两轮车行业年均置换需求为 1800 万辆。未来 5 年将有更多车辆需要更换，中性情况下，我们预计 2023~2027 年行业的年均置换需求为 3800 万辆左右，有望提升一倍以上（详见行业深度报告《电动两轮车：天花板已至？》）。

新国标强制落地有望加速超标车置换：目前新国标尚未在全国范围内强制落地，大部分省份的新国标过渡期截止日期在 2023 年之后。2019~2022 年电动两轮车销量的加速增长，主要来自消费者自发的购买需求。未来如果新国标大范围强制执行，将对需求起到刺激作用。

电动两轮车保有量仍有提升空间：根据国家统计局数据，2021 年我国电动两轮车百户保有量为 73 辆，电动两轮车保有量为 3.4 亿辆。2021 年我国电动两轮车每百人保有量约为 24 辆，参考中国台湾地区机车数据，2021 年中国台湾地区每百人机车保有量为 61 辆（参见图 1）。此外，参考我国脚踏自行车发展历史，我国农村百户自行车拥有量峰值曾达到 147 辆（1995 年），2021 年我国农村居民百户电动两轮车保有量为 81 辆（参见图 2），我国电动两轮车保有量仍有较大提升空间。

爱玛渠道、产能扩张积极，销量有望稳定增长：截止 2022 年底，爱玛在国内的门店数超过 3 万家，我们预计公司中远期门店数量有望达到 5 万家。2022 年爱玛门店数量 YoY+50%+，单店收入 YoY-9.9%，在门店快速扩张的同时，公司保持单店产出的基本稳定。目前爱玛门店数量仍在稳步扩张，有望拉动爱玛销量持续增长。产能方面，公司在全国拥有七个生产基地，分别位于天津、江苏无锡、浙江台州、广东东莞、广西贵港、河南商丘和重庆，另有四个生产基地在建设和规划中，分别为重庆二期、浙江丽水、浙江台州、广西贵港。公司重庆基地正在投产中，我们预计今年可新增产能 120~150 万台。

新品占比提升叠加成本管控优化，爱玛盈利能力持续提升：2023Q1 爱玛归母净利率为 8.8%，同比+1.9pct。我们认为，爱玛盈利能力仍有上行动力，主要因为：1) 公司产品迭代较快，不断推出高颜值新产品（见图 3、4），新品的盈利能力较强；2) 公司收入规模不断扩大，规模效应逐步提升。公司不断加强内部成本管控，围绕“技术驱动、精益育成、数字运维”的制造体系，通过多维度、全方位的管控及优化升级，实现降本增效。

股权激励激发员工积极性：爱玛科技 3 月发布 2023 年股票期权激励计划，业绩考核目标要求 2023~2025 年公司收入或者净利润复合增速达到 20%。股权激励计划有利于激发员工的积极性，另一方面也彰显管理层对于公司长期发展的信心。

投资建议：电动两轮车行业需求仍有扩张空间，爱玛为电动两轮车行业头部企业，公司品牌、产品、供应链领先竞争对手，在行业扩张期能够把握优质渠道网点，实现份额的持续增长。此外，公司产品结构有升级空间，

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 **53.60 元**
股价 (2023-05-26) **37.21 元**

交易数据

总市值(百万元)	32,076.88
流通市值(百万元)	8,313.42
总股本(百万股)	862.05
流通股本(百万股)	223.42
12 个月价格区间	35.5/74.3 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-32.2	-30.3	-27.5
绝对收益	-34.9	-35.5	-31.1

张立聪 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

韩星雨 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080002

hanxy@essence.com.cn

相关报告

Q1 单季度毛利率同比提升	2023-04-27
Q4 单季度盈利能力提升明显	2023-04-16

规模效应不断强化，盈利能力有望进一步上行。我们预计公司 2023~2025 年 EPS 分别为 2.68/3.33/3.88 元，给予 6 个月目标价为 53.60 元，对应 2023 年 PE 估值为 20x，维持买入-A 的投资评级。

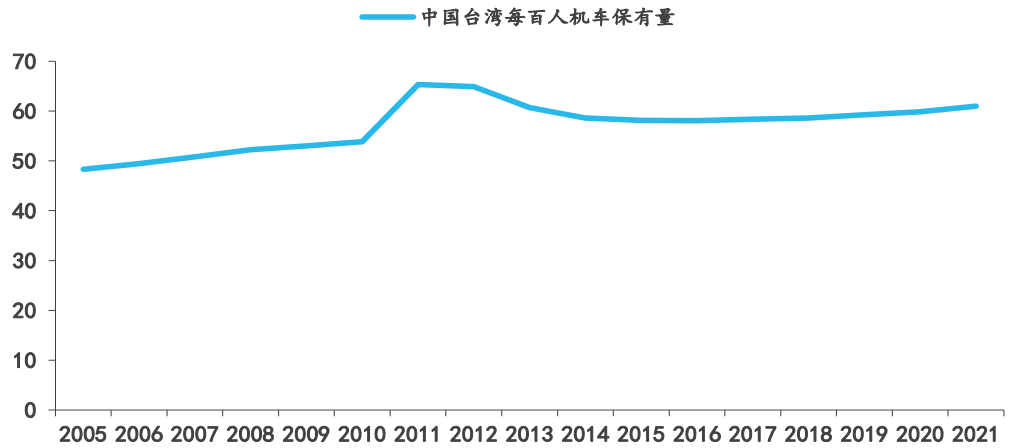
风险提示：行业竞争加剧导致盈利能力承压；宏观环境波动导致电动两轮车普及率提升不及预期；产能释放不及预期的风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	154.0	208.0	254.3	308.0	353.8
净利润	6.6	18.7	23.1	28.7	33.4
每股收益(元)	0.77	2.17	2.68	3.33	3.88
每股净资产(元)	5.77	7.80	9.90	11.90	14.22

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	48.3	17.1	13.9	11.2	9.6
市净率(倍)	6.4	4.8	3.8	3.1	2.6
净利润率	4.3%	9.0%	9.1%	9.3%	9.4%
净资产收益率	13.3%	27.9%	27.1%	28.0%	27.3%
股息收益率	0.6%	2.3%	2.9%	3.6%	4.2%
ROIC	15.9%	31.2%	27.5%	29.1%	39.7%

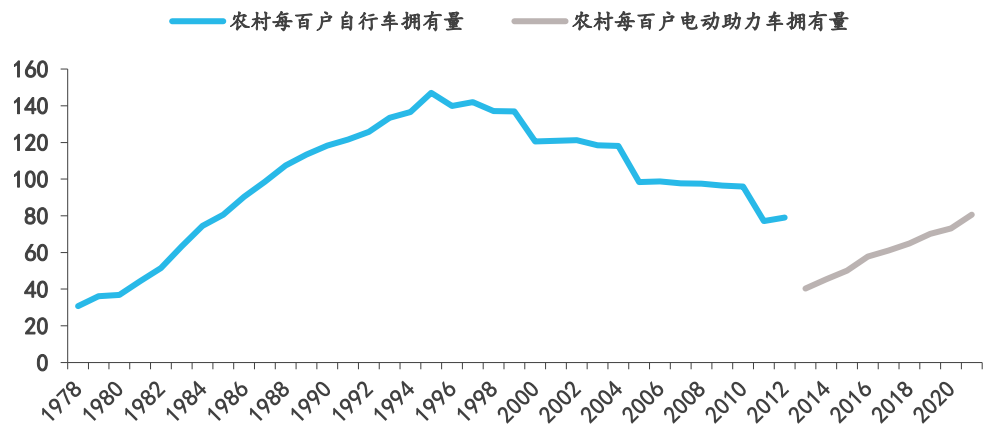
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

图1. 中国台湾每百人机车保有量



资料来源：台湾地区公路总局，安信证券研究中心

图2. 农村百户自行车、电动助力车保有量



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图3. 爱玛晴天系列产品



资料来源：安信证券研究中心

图4. 爱玛指挥官系列产品



资料来源：安信证券研究中心

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034