

爱玛科技（603529.SH）2023H1 动销放缓，盈利显韧性

2023年08月22日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/8/22
当前股价(元)	28.36
一年最高最低(元)	75.00/27.95
总市值(亿元)	244.44
流通市值(亿元)	63.36
总股本(亿股)	8.62
流通股本(亿股)	2.23
近3个月换手率(%)	169.41

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022 年量价齐升&盈利高增，业绩加速增长 — 公司信息更新报告》 -
2023.4.17

《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

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

● 短期承压不改长期成长趋势，看好未来发展，维持“买入”评级

2023H1 公司实现营收 102.17 亿元 (+8.25%)，实现归母净利润 8.95 亿元 (+29.69%)，扣非归母净利润 8.34 亿元 (+19.97%)。其中 2023Q2 实现营收 47.75 亿元 (-1.57%)，实现归母净利润 4.17 亿元 (+11.97%)，扣非归母净利润 3.65 亿元 (-1.72%)。考虑行业消费弱复苏趋势，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 公司归母净利润为 21.81/26.24/31.58 亿元（前值 24.23/30.28/36.57 亿元），对应 EPS 2.53/3.04/3.66 元，当前股价对应 PE 为 11.2/9.3/7.7 倍。看好公司作为两轮车龙头企业的长期发展，维持“买入”评级。

● 外部竞争加剧致动销放缓，利润端增长韧性凸显

2023H1ASP 同比+0.16%至 1910 元/台，单车利润同比+20%至 167 元/台左右。分季度看，2023Q2 在行业整体发展态势较弱，价格战激烈程度大于去年同期的不利环境下，ASP 及单台利润较 2023Q1 呈走低趋势。4-5 月行业低价带车型竞争激烈（公司营销策略相对友商偏保守），进入 6 月在雨季及高考等多因素影响下行业动销遇冷，预计销量逐月下滑。价格战影响下 2023Q2 ASP 1872 元（同比-1.57%，环比-3.66%），另一方面原材料成本较去年同期出现下降，预计降幅 7%-8%。综合作用下，2023Q2 公司单台净利润 164 元/台（同比+11.98%，环比-4.15%）。

● 期间费率平稳下行，现金流短期承压

2023Q2 毛利率 15.31%（同比+0.12pct、环比-0.51pct）、销售费率 3.25%（同比+0.09pct，环比+0.66pct）系行业竞争加剧态势下营销宣传投入同比增加；管理费率 2.20%（同比+0.12pct，环比+0.10pct）系信息化大数据平台软硬件折旧及摊销增加；财务费率-2.12%（同比-0.26pct，环比-0.20pct）。2023Q2 净利率 8.75%（同比+1.09pct，环比-0.10pct）。经营性现金流净额-17.54 亿元，系支付的上年度材料采购款增加所致。

● 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	23,507	28,286	34,036
YOY(%)	19.3	35.1	13.0	20.3	20.3
归母净利润(百万元)	664	1,873	2,181	2,624	3,158
YOY(%)	10.9	182.1	16.4	20.3	20.4
毛利率(%)	11.7	16.4	16.5	16.7	16.7
净利率(%)	4.3	9.0	9.3	9.3	9.3
ROE(%)	13.4	27.8	26.8	26.9	27.0
EPS(摊薄/元)	0.77	2.17	2.53	3.04	3.66
P/E(倍)	36.8	13.0	11.2	9.3	7.7
P/B(倍)	4.9	3.6	3.0	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 多重不利因素致动销放缓，利润端逆势增长	3
2、 控费优异，期间费率平稳下行	4
3、 双电机工厂落地，奠定自研电机里程碑	4
4、 盈利预测与投资建议	5
5、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

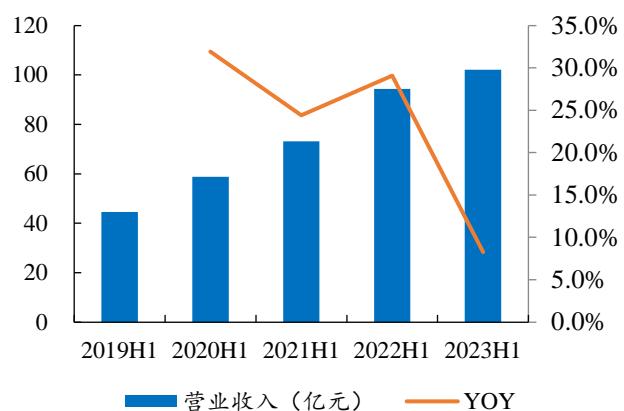
图表目录

图 1： 2023H1 公司营收同比+8.25%.....	3
图 2： 2023H1 公司归母净利润同比+16.68%.....	3
图 3： 2023Q2 营收同比-2.0%.....	3
图 4： 2023Q2 归母净利润同比+52.99%.....	3
图 5： 2023H1 期间费率同比+6.64pct	4
图 6： 2023H1 盈利水平稳中有升	4
图 7： 公司全线电机发布会近日揭幕	5
图 8： 公司创新 3 类强力电机	5
表 1： 2023Q2 行业增速放缓+竞争加剧下 ASP/单台利润走低	4

1、多重不利因素致动销放缓，利润端逆势增长

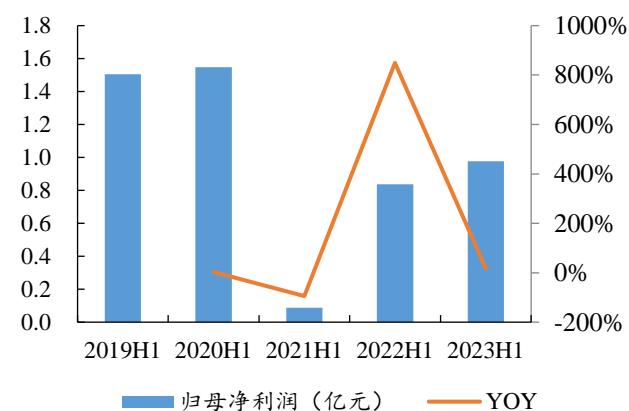
公司 2023H1 实现营收 102.17 亿元 (+8.25%)，实现归母净利润 8.95 亿元 (+29.69%)，扣非归母净利润 8.34 亿元 (+19.97%)。其中 2023Q2 实现营收 47.75 亿元 (-1.57%)，实现归母净利润 4.17 亿元 (+11.97%)，扣非归母净利润 3.65 亿元 (-1.72%)。2023H1 整体看 ASP 同比+0.16%至 1910 元/台，单车利润同比+20%至 167 元/台左右。分季度看，2023Q2 在行业整体发展态势较弱，价格战激烈程度大于去年同期的不利环境下，ASP 及单台利润较 2023Q1 呈走低趋势。4-5 月行业低价带车型竞争激烈（公司营销策略相对友商偏保守），进入 6 月在雨季及高考等多因素影响下行业动销遇冷，销量逐月下滑。价格战影响下 2023Q2 ASP 1872 元（同比-1.57%，环比-3.66%），另一方面原材料成本较去年同期出现下降，预计降幅 7%-8%。综合作用下，2023Q2 公司单台净利润 164 元/台（同比+11.98%，环比-4.15%）。

图1：2023H1 公司营收同比+8.25%



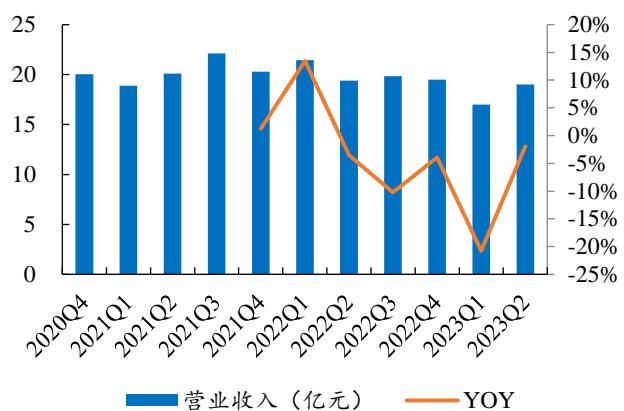
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2023H1 公司归母净利润同比+16.68%



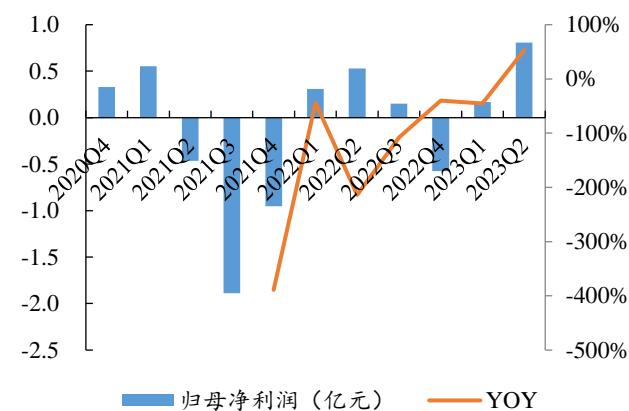
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023Q2 营收同比-2.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2023Q2 归母净利润同比+52.99%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

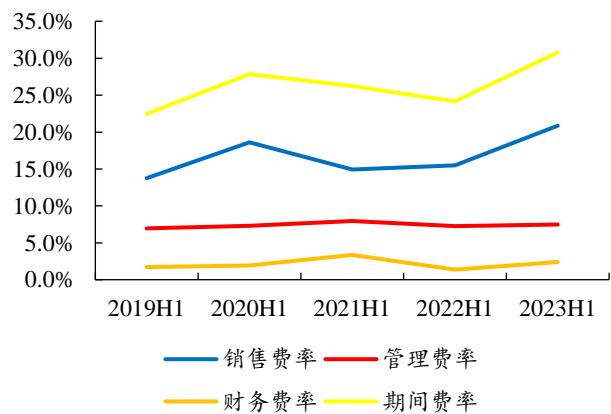
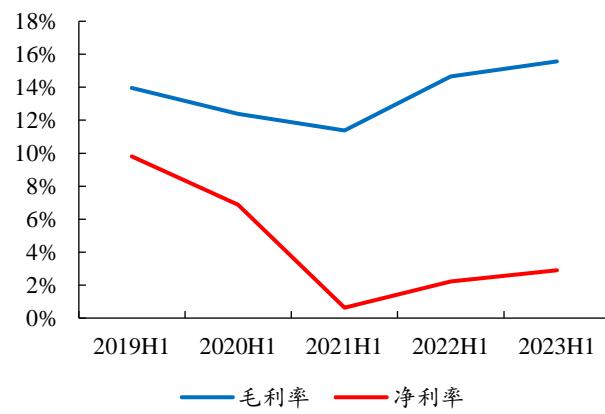
表1：2023Q2 行业增速放缓+竞争加剧下 ASP/单台利润走低

	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	2023H1
收入（百万元）	4586.63	4851.03	5441.88	4774.70	10216.58
归母净利润（百万元）	317.48	372.44	477.75	417.04	894.79
两轮车总销量（万台）	240	255	280	255	535
整体出厂价（元/台）	1911	1902	1944	1872	1909.64
单车利润（元/台）	132.28	146.05	170.63	163.55	167.25

数据来源：公司公告、开源证券研究所 注：公司 2023Q2 销量接近 255 万台

2、控费优异，期间费率平稳下行

控费优异叠加驱动，期间费率平稳下行。2023Q2 毛利率 36.09%（同比 +7.36pct、环比+0.09pct），期间费率 28.27%（同比+4.11pct，环比-5.33pct），具体销售费率 21.54%（同比+4.19pct，环比+1.38pct）系行业竞争加剧态势下营销宣传投入同比增加；管理费率 7.59%（同比+0.28pct，环比+0.23pct）系信息化大数据平台软硬件折旧及摊销增加；财务费率-0.86%（同比-0.37pct，环比-6.95pct）。2023Q2 净利率 4.47%（同比+1.61pct，环比+3.31pct）。

图5：2023H1 期间费率同比+6.64pct

图6：2023H1 盈利水平稳中有升


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

3、双电机工厂落地，奠定自研电机里程碑

8.18 爱玛在重庆生产基地召开“全线出机·智造骑迹”爱玛全线电机发布会暨天津&重庆电机厂揭幕仪式，重庆和天津双电机工厂的落地开启公司自研电机的重要里程碑。电机影响电动两轮车的爬坡、续航、加速、耐潮等重要性能，自研电机不仅一定程度打通上游产业布局，也为未来产品进一步迭代升级保驾护航。目前公司已创新打造 3 类电机：爱玛原装电机、爱玛静音电机及爱玛凸极电机。

图7：公司全线电机发布会近日揭幕



资料来源：爱玛电动车官方公众号

图8：公司创新3类强力电机



资料来源：爱玛电动车官方公众号

4、 盈利预测与投资建议

短期看：三季度进入行业传统旺季，动销相对二季度有所回暖，但同比看受消费周期延长影响旺季景气度不及去年同期。公司在Q3会推出Q系（偏女性，主打色彩和时尚）和X系（主打动力性能，偏阳光和酷）等系列新品，维持新品占比30%左右，预计新品毛利率会有所提升，此外会聚焦于销售终端渠道策略，增强经销商动销。

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。考虑行业消费弱复苏趋势，我们下调盈利预测，我们下调盈利预测，预计2023-2025公司归母净利润为21.81/26.24/31.58亿元（前值24.23/30.28/36.57亿元），对应EPS2.53/3.04/3.66元，当前股价对应PE为11.2/9.3/7.7倍。看好公司作为两轮车龙头企业的长期发展，维持“买入”评级。

5、 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	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5507	11533	12723	14446	16721	营业收入	15399	20802	23507	28286	34036
现金	2846	6633	7496	9020	10854	营业成本	13594	17399	19635	23565	28356
应收票据及应收账款	208	290	272	405	410	营业税金及附加	56	105	78	93	112
其他应收款	150	28	173	69	222	营业费用	551	587	564	566	749
预付账款	22	18	27	27	37	管理费用	317	433	400	424	511
存货	796	811	1002	1173	1444	研发费用	404	507	475	509	681
其他流动资产	1486	3753	3753	3753	3753	财务费用	-261	-383	-76	184	72
非流动资产	7890	6939	7110	7484	7919	资产减值损失	-12	-3	0	0	0
长期投资	105	128	151	174	197	其他收益	23	78	33	41	9
固定资产	1968	2033	2199	2571	3011	公允价值变动收益	10	-12	4	3	1
无形资产	332	458	446	434	421	投资净收益	-16	-4	34	25	25
其他非流动资产	5484	4320	4314	4305	4289	资产处置收益	-11	1	0	0	0
资产总计	13397	18471	19833	21930	24640	营业利润	739	2234	2493	3001	3575
流动负债	8251	11471	11125	11608	12392	营业外收入	31	34	32	33	33
短期借款	0	511	9795	10008	10675	营业外支出	11	41	20	21	23
应付票据及应付账款	7058	9389	0	0	0	利润总额	758	2227	2505	3013	3584
其他流动负债	1193	1571	1330	1599	1718	所得税	91	354	313	381	416
非流动负债	166	266	266	266	266	净利润	668	1873	2192	2631	3168
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	-1	11	8	10
其他非流动负债	166	266	266	266	266	归属母公司净利润	664	1873	2181	2624	3158
负债合计	8417	11737	11391	11874	12658	EBITDA	898	2354	2984	3795	4395
少数股东权益	5	13	24	32	43	EPS(元)	0.77	2.17	2.53	3.04	3.66
股本	404	575	1127	1127	1127						
资本公积	1936	1978	1690	1690	1690						
留存收益	2635	4304	6110	8162	10459						
归属母公司股东权益	4975	6721	8418	10024	11939						
负债和股东权益	13397	18471	19833	21930	24640						
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						成长能力					
经营活动现金流	2094	5051	-7648	3128	3207	营业收入(%)	19.3	35.1	13.0	20.3	20.3
净利润	668	1873	2192	2631	3168	营业利润(%)	-3.3	202.3	11.6	20.4	19.1
折旧摊销	211	262	226	271	315	归属于母公司净利润(%)	10.9	182.1	16.4	20.3	20.4
财务费用	-261	-383	-76	184	72						
投资损失	16	4	-34	-25	-25						
营运资金变动	1362	2948	-9961	56	-339						
其他经营现金流	99	348	6	10	16						
投资活动现金流	-2024	-2178	-359	-616	-724						
资本支出	660	842	374	622	727						
长期投资	-1540	-1372	-23	-23	-23						
其他投资现金流	175	36	38	29	26						
筹资活动现金流	1798	-182	-414	-1201	-1315						
短期借款	0	511	9284	213	666						
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	-9963	-1414	-1982						
现金净增加额	1867	2690	-8422	1311	1168						
主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
						盈利能力					
						毛利率(%)	11.7	16.4	16.5	16.7	16.7
						净利率(%)	4.3	9.0	9.3	9.3	9.3
						ROE(%)	13.4	27.8	26.8	26.9	27.0
						ROIC(%)	11.9	23.7	13.3	15.4	16.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	62.8	63.5	57.4	54.1	51.4
						净负债比率(%)	-54.6	-87.9	30.5	12.1	0.2
						流动比率	0.7	1.0	1.1	1.2	1.3
						速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.3	1.3	1.2	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	15.5	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.77	2.17	2.53	3.04	3.66
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	5.86	-8.87	3.63	3.72
						每股净资产(最新摊薄)	5.77	7.80	9.46	11.32	13.54
						估值比率					
						P/E	36.8	13.0	11.2	9.3	7.7
						P/B	4.9	3.6	3.0	2.5	2.1
						EV/EBITDA	31.2	11.0	11.5	8.7	7.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	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	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。

会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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形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