

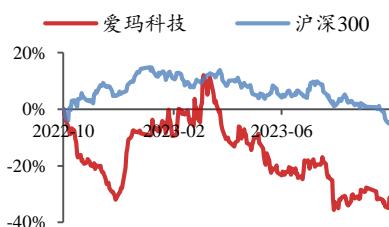
# 爱玛科技 (603529.SH) 2023Q3 业绩阶段性承压，净利率持续提升

2023 年 10 月 26 日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**

日期	2023/10/25
当前股价(元)	27.74
一年最高最低(元)	75.00/26.00
总市值(亿元)	239.10
流通市值(亿元)	62.01
总股本(亿股)	8.62
流通股本(亿股)	2.24
近 3 个月换手率(%)	108.17

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

- 《2023H1 动销放缓，盈利显韧性 — 公司信息更新报告》-2023.8.22
- 《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

**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

**骆扬（联系人）**

luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790122120029

**● 短期承压不改长期成长趋势，看好未来发展，维持“买入”评级**

公司 2023Q1-3 实现营业收入 174.6 亿元 (+1.3%)，归母净利润 15.58 亿元 (+13.2%)，扣非净利润 14.47 亿元 (+6.1%)；单 Q3 季度实现营业收入 72.4 亿元 (-7.1%)，归母净利润 6.6 亿元 (-3.5%)，扣非净利润 6.1 亿元 (-8.4%)。2023Q1-Q3 公司利润增速高于收入增速，或主要受益于公司控费降本持续推进、单车盈利同环比增长。2023Q1-Q3 价格战对公司影响较大及 2023Q4 为行业淡季，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 公司归母净利润为 20.08/23.23/28.26 亿元（原为 21.81/26.24/31.58 亿元），对应 EPS 2.33/2.69/3.28 元，当前股价对应 PE 为 12.1/10.4/8.6 倍。公司产品及渠道积累深厚，成长动力充足，维持“买入”评级。

**● 行业终端动销环比改善，公司单车利润增长韧性凸显**

我们测算公司 2023Q1-Q3ASP 同比+1.0%至 1906 元/台，主要或受行业价格战扰动，公司单车利润同比+13%至 171 元/台。分季度看，2023Q3 行业价格战仍持续，受益于中秋国庆小长假及低温天气延后，行业终端销售环比改善、库存水位降低。2023Q3 公司 ASP 为 1880 元/台，同比基本持平；单车利润为 173 元/台，同比约+4%，环比约+5%。公司坚持以利润为导向，内部优化产品结构、推动精益生产，外部受益于原材料下降，2023Q3 在行业价格战持续情况下单车利润同环比实现提升，我们看好 2023Q4 在行业价格战趋缓情况下单车利润继续提升。

**● 2023Q1-Q3 净利率实现逆势提升，费用端控制平稳**

公司 2023Q1-3 毛利率 15.8% (+0.5pcts)，期间费用率为 5.5% (+0.2pcts)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.8%/2.1%/2.4%/-1.8%，同比分别变动 +0.1/+0.2/+0.2/-0.2pcts；2023Q1-Q3 净利率为 9.0% (+1.0pcts)。分季度看，公司 Q3 季度毛利率为 16.1% (+0.03pcts)，期间费用率为 5.6% (+0.7pcts)；公司 Q3 单季度净利率为 9.2% (+0.4pcts)。2023Q1-Q3 公司毛利率或受益于原材料价格下降同比略增，费用端控制平稳，净利率于行业价格战下实现逆势提升。

**● 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,399	20,802	22,154	25,551	30,746
YOY(%)	19.3	35.1	6.5	15.3	20.3
归母净利润(百万元)	664	1,873	2,008	2,323	2,826
YOY(%)	10.9	182.1	7.2	15.7	21.7
毛利率(%)	11.7	16.4	15.8	16.2	16.3
净利率(%)	4.3	9.0	9.1	9.1	9.2
ROE(%)	13.4	27.8	25.2	23.5	23.1
EPS(摊薄/元)	0.77	2.17	2.33	2.69	3.28
P/E(倍)	36.6	13.0	12.1	10.4	8.6
P/B(倍)	4.9	3.6	3.0	2.4	2.0

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5507	11533	11915	13047	15108	<b>营业收入</b>	15399	20802	22154	25551	30746
现金	2846	6633	7065	8148	9804	营业成本	13594	17399	18661	21419	25743
应收票据及应收账款	208	290	0	0	0	营业税金及附加	56	105	92	108	132
其他应收款	150	28	162	57	206	营业费用	551	587	359	465	560
预付账款	22	18	24	24	34	管理费用	317	433	239	276	332
存货	796	811	912	1065	1311	研发费用	404	507	399	358	615
其他流动资产	1486	3753	3753	3753	3753	财务费用	-261	-383	12	188	66
<b>非流动资产</b>	7890	6939	6939	7206	7645	资产减值损失	-12	-3	0	0	0
长期投资	105	128	139	146	147	其他收益	23	78	33	41	44
固定资产	1968	2033	2030	2252	2654	公允价值变动收益	10	-12	4	3	1
无形资产	332	458	459	456	463	投资净收益	-16	-4	17	17	3
其他非流动资产	5484	4320	4311	4353	4381	资产处置收益	-11	1	-4	-5	-5
<b>资产总计</b>	13397	18471	18854	20253	22753	<b>营业利润</b>	739	2234	2450	2805	3357
<b>流动负债</b>	8251	11471	10584	10032	10180	营业外收入	31	34	27	29	30
短期借款	0	511	9035	8297	8363	营业外支出	11	41	20	21	23
应付票据及应付账款	7058	9389	0	0	0	<b>利润总额</b>	758	2227	2457	2814	3364
其他流动负债	1193	1571	1549	1736	1817	所得税	91	354	438	474	526
<b>非流动负债</b>	166	266	266	266	266	<b>净利润</b>	668	1873	2019	2340	2838
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	-1	10	17	12
其他非流动负债	166	266	266	266	266	<b>归属母公司净利润</b>	664	1873	2008	2323	2826
<b>负债合计</b>	8417	11737	10850	10298	10446	EBITDA	884	2321	2895	3474	4016
少数股东权益	5	13	23	40	52	EPS(元)	0.77	2.17	2.33	2.69	3.28
<b>股本</b>	404	575	862	862	862	<b>主要财务比率</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1936	1978	1690	1690	1690	<b>成长能力</b>					
留存收益	2635	4304	5967	7792	9850	营业收入(%)	19.3	35.1	6.5	15.3	20.3
<b>归属母公司股东权益</b>	4975	6721	7980	9914	12254	营业利润(%)	-3.3	202.3	9.7	14.5	19.7
<b>负债和股东权益</b>	13397	18471	18854	20253	22753	归属于母公司净利润(%)	10.9	182.1	7.2	15.7	21.7
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	11.7	16.4	15.8	16.2	16.3
						净利率(%)	4.3	9.0	9.1	9.1	9.2
						ROE(%)	13.4	27.8	25.2	23.5	23.1
						ROIC(%)	11.6	23.3	12.7	14.6	15.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	62.8	63.5	57.5	50.8	45.9
						净负债比率(%)	-54.6	-87.9	27.1	3.5	-10.1
						流动比率	0.7	1.0	1.1	1.3	1.5
						速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4
						应收账款周转率	77.9	83.5	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	7.7	7.5	14.7	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.77	2.17	2.33	2.69	3.28
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	5.86	-8.24	3.36	3.34
						每股净资产(最新摊薄)	5.77	7.80	9.26	11.50	14.22
						<b>估值比率</b>					
						P/E	36.6	13.0	12.1	10.4	8.6
						P/B	4.9	3.6	3.0	2.4	2.0
						EV/EBITDA	23.0	7.9	9.1	7.1	5.7

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 (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