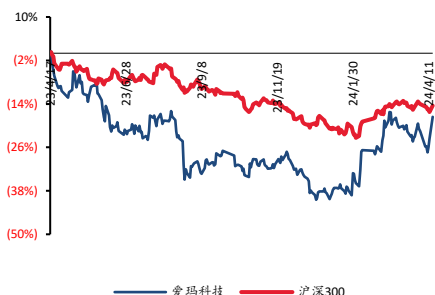


爱玛科技 2023 年报点评：Q4 业绩有所承压，量价预计持续向好

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 8.62/8.62
总市值/流通(亿元) 287.8/287.8
12个月内最高/最低价(元) 65.28/23.61

相关研究报告

<<2024 股权激励点评：绑定核心骨干，激励彰显信心>>—2024-01-31

<<Q3 环比修复，持续打造新品驱动>>—2023-10-26

<<爱玛 2023 中报点评：H1 营收个位数增长，Q2 销量同比承压>>—2023-08-24

证券分析师：刘洁冰

电话：19521279561

E-MAIL: liujb@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523090001

公司发布 2023 年度报告，符合预期：公司 2023 全年营业收入 210.36 亿元/+1.12%，归母净利润 18.81 亿元/+0.41%，扣非归母净利润 17.64 亿元/-1.83%，基本每股收益 2.20 元/-33.53%。其中，23Q4 实现收入 35.81 亿元/+0.18%，增速转正，基于 22Q4 冲回销售费用等原因带来的较高基数，23Q4 业绩有所承压，归母净利润 3.24 亿元/-34.89%，扣非归母净利润 3.18 亿元/-26.67%，基本每股收益 0.38 元/-56.59%。

经营端，全年电自保持销量增长，三轮车量价齐增：1) 电自收入 128.45 亿元/+5.85%，主要受到销量驱动，全年销售 760 万台/+5.06%，价格战压力下，ASP 仍小幅提升 0.75% 至 1689 元；2) 由于外部政策环境，电摩业务持续收缩，全年营业收入 58.06 亿元/-18.72%，销量 269 万台/-17.86%，ASP 为 2161 元/-1.05%；3) 电三轮市场表现亮眼，量价齐增，全年收入 14.35 亿元/+80%，销量 43 万台/+63%，ASP 为 3361 元/+10.43%。我们估计，23Q4 销量合计在 160~170 万台，单车净利在 190-200 元之间，展望未来，价格战已经基本结束，公司单车盈利有望持续修复。

盈利端，Q4 因高基数有所承压：2023 年整体毛利率 16.51%/+0.15pct，其中，电自/电摩/电三轮车的毛利率分别为 16.57%/-0.46pct、14.76%/-0.35pct、21.60%/+5.00pct，得益于均价提升，电动三轮车毛利率同比提高；2023 年净利率 9.01%/+0.1pct，销售/管理/研发/财务费率 3.05%/+0.23pct、2.25%/+0.17pct、2.80%/+0.36pct、-1.95%/-0.11pct；23Q4 单季度盈利由于高基数承压，毛利率 19.95%/-1.49pct，净利率 9.25%/-4.69pct，期间费用有所控制，销售/管理/研发/财务费率 3.15%/-1pct、3.22%持平、3.68%/-1.18pct、-3.32%/-0.54pct。

投资建议：行业层面，近期 14 部门提起的以旧换新行动方案首次涵盖了两轮车，有望形成新的需求刺激；公司层面，一方面在销量上持续巩固电自的增长趋势，同时快速挖掘三轮车的增长点，推动整体销量不断攀升，另一方面，价格战已基本结束，公司作为行业龙头，盈利端也将快速修复，我们预测 2024-2026 年分别为 235/256/276 亿元，未来三年归母净利润 21/25/27 亿元，对应 EPS (摊薄) 2.47/2.87/3.09 元，当前股价对应 PE 为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争大幅恶化；研发和推新进度不理想；渠道拓张速度不及预期；消费需求持续低迷等

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,036	23,528	25,620	27,645
营业收入增长率(%)	1.12%	11.85%	8.89%	7.90%
归母净利(百万元)	1,881	2,127	2,470	2,664
净利润增长率(%)	0.41%	13.05%	16.15%	7.85%
摊薄每股收益(元)	2.20	2.47	2.87	3.09
市盈率(PE)	11.38	13.53	11.65	10.80

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,633	6,667	10,606	10,812	10,180
应收和预付款项	308	394	379	286	172
存货	811	575	894	558	247
其他流动资产	3,781	1,949	2,049	1,949	1,935
流动资产合计	11,533	9,586	13,928	13,606	12,535
长期股权投资	128	127	127	127	127
投资性房地产	254	284	284	284	284
固定资产	2,033	2,184	1,895	1,584	1,258
在建工程	86	992	935	894	866
无形资产开发支出	458	716	726	736	736
长期待摊费用	44	39	39	39	39
其他非流动资产	15,468	15,551	19,893	19,570	18,499
资产总计	18,471	19,893	23,898	23,235	21,810
短期借款	511	0	200	300	300
应付和预收款项	9,410	8,511	10,024	7,208	3,656
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,816	3,602	3,758	3,311	2,740
负债合计	11,737	12,113	13,982	10,819	6,696
股本	575	862	862	862	862
资本公积	1,978	1,763	1,763	1,763	1,763
留存收益	4,304	5,136	7,262	9,752	12,436
归母公司股东权益	6,721	7,712	9,838	12,328	15,012
少数股东权益	13	68	77	87	102
股东权益合计	6,734	7,780	9,916	12,416	15,114
负债和股东权益	18,471	19,893	23,898	23,235	21,810

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	5,051	1,864	3,735	74	-653
投资性现金流	-2,178	-1,910	1	11	13
融资性现金流	-182	545	204	101	-12
现金增加额	2,690	498	3,939	206	-633

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,802	21,036	23,528	25,620	27,645
营业成本	17,399	17,563	19,456	21,088	22,632
营业税金及附加	105	100	106	122	129
销售费用	587	641	681	749	817
管理费用	433	474	501	552	603
财务费用	-383	-410	-242	-387	-393
资产减值损失	-3	-4	0	0	0
投资收益	-4	-21	15	18	0
公允价值变动	-12	-17	0	0	0
营业利润	2,234	2,194	2,475	2,902	3,116
其他非经营损益	-7	19	11	8	13
利润总额	2,227	2,213	2,485	2,910	3,129
所得税	354	317	349	430	450
净利润	1,873	1,896	2,136	2,480	2,679
少数股东损益	-1	15	9	10	15
归母股东净利润	1,873	1,881	2,127	2,470	2,664

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	16.36%	16.51%	17.31%	17.69%	18.13%
销售净利率	9.01%	8.94%	9.04%	9.64%	9.64%
销售收入增长率	35.09%	1.12%	11.85%	8.89%	7.90%
EBIT 增长率	273.16%	-2.12%	22.90%	12.45%	8.41%
净利润增长率	182.14%	0.41%	13.05%	16.15%	7.85%
ROE	27.87%	24.39%	21.62%	20.04%	17.75%
ROA	10.14%	9.46%	8.90%	10.63%	12.21%
ROIC	21.47%	16.49%	16.30%	14.89%	13.66%
EPS (X)	3.31	2.20	2.47	2.87	3.09
PE (X)	13.86	11.38	13.53	11.65	10.80
PB (X)	3.92	2.80	2.93	2.33	1.92
PS (X)	1.27	1.03	1.22	1.12	1.04
EV/EBITDA (X)	9.43	7.51	7.70	6.93	6.68

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。