

## 爱玛科技 (603529.SH) 2023 业绩稳增, 2024 看好产品量价持续提升

2024 年 04 月 18 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)

骆扬 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

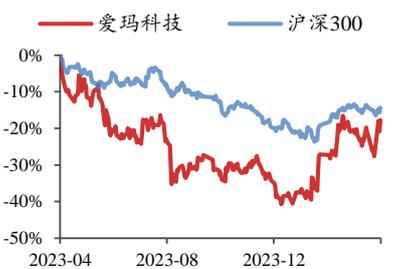
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790122120029

日期	2024/4/17
当前股价(元)	33.48
一年最高最低(元)	64.49/23.61
总市值(亿元)	288.57
流通市值(亿元)	74.84
总股本(亿股)	8.62
流通股本(亿股)	2.24
近 3 个月换手率(%)	136.57

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2023Q3 业绩阶段性承压, 净利率持续提升 ——公司信息更新报告》-2023.10.26

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

#### ● 产品结构升级&渠道深耕持续, 2024 年发展可期, 维持“买入”评级

公司 2023 全年实现营业收入 210.4 亿元 (同比+1.1%, 下同), 归母净利润 18.81 亿元 (+0.4%), 扣非净利润 17.64 亿元 (-1.8%), 公司营收业绩保持平稳其中 2023Q4 公司实现营业收入 35.8 亿元 (+0.2%), 归母净利润 3.2 亿元 (-34.9%), 扣非净利润 3.2 亿元 (-26.7%)。考虑到行业增长仍有不确定性, 我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年公司归母净利润为 22.78/33.60/39.50 亿元 (2024-2025 年原值为 23.23/28.26 亿), 对应 EPS 为 2.64/3.90/4.58 元, 当前股价对应 PE 为 12.7/8.6/7.3 倍, 看好公司在主力价格带上移带动业绩增长, 维持“买入”评级。

#### ● 单车拆分: 价格战趋缓叠加产品结构调整, 2023Q4 单车均价边际向好

公司 2023 年销量 1074.1 万台 (-0.3%), 受行业价格战扰动, 销量增长阶段性承压。2023 年公司单车 ASP1958 元/台 (+1.4%), 单车归母净利润 175 元/台 (+0.7%), 于行业低价竞争激烈背景下, 单车 ASP 及利润仍保持稳中有升, 公司经营韧性彰显。**单季度看**, 预计 2023Q4 单车 ASP 为 2264 元 (+12.1%), 主系行业价格战趋缓叠加公司产品结构调整奏效; 单车归母净利润为 205 元/台 (-27.1%), 同比下降明显主系同期基数较高。截至目前, 公司新款高端车型仰望、露娜持续热销, 预计高毛利新品销售占比同比提升, 公司单车指标仍处上行通道。

#### ● 盈利能力: 毛净利率保持稳定、费用端控制平稳

2023 年公司整体毛利率为 16.5% (+0.1pct), 期间费用率为 6.2% (+0.7pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.0%/2.3%/2.8%/-2.0%, 同比分别 +0.2/+0.2/+0.4/-0.1pct; 综合影响下, 2023 年销售净利率 9.0% (持平)。2023 年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维持稳定。**单季度看**, 2023Q4 公司毛利率为 20.0% (-1.5pct), 销售净利率为 9.3% (-4.7pct), 高基数下公司净利率表现阶段承压。

#### ● 公司展望: 高端爆品打造持续+渠道改革加速深化, 2024 年稳步增长可期

**产品方面**, 2024 年我们预计随着高端爆款车型成功打造, 公司新品及高端车型收入占比或将明显提升; 2024Q1 公司新车 (仰望、露娜) 成功热销, 3 月底公司接力推出定位中高端产品骁龙。另一方面, 我们预计公司将进一步缩减产品 SKU 数量, 有利于提升成本端规模效应, 同时使得总部的资源能够更精准地投放于新品爆款打造。**渠道方面**, 2023 年公司启用运营中心与经销商并存模式, 2024 年我们预计公司将进一步深化渠道改革, 强化对终端的掌控力度, 以便于快速高效推进公司的产品和营销政策。**展望公司发展**, 2024 年年初雨雪及大面积的国检预计使得部分需求推迟到 2024Q2, 考虑到同期较低基数, 2024Q2 公司迎业绩拐点趋势清晰。2024 年全年看, 管理层经营信心超越行业, 公司产品及渠道积累深厚, 我们看好其顺利完成年初制定股权激励目标。

#### ● 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,802	21,036	25,351	30,172	36,056
YOY(%)	35.1	1.1	20.5	19.0	19.5
归母净利润(百万元)	1,873	1,881	2,278	3,360	3,950
YOY(%)	182.1	0.4	21.1	47.5	17.6
毛利率(%)	16.4	16.5	16.7	16.8	16.9
净利率(%)	9.0	8.9	9.0	11.1	11.0
ROE(%)	27.8	24.4	22.8	25.9	24.0
EPS(摊薄/元)	2.17	2.18	2.64	3.90	4.58
P/E(倍)	15.4	15.3	12.7	8.6	7.3
P/B(倍)	4.3	4.0	3.0	2.3	1.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023 营收业绩符合预期，看好产品及渠道持续改善.....	3
2、 价格战趋缓叠加结构调整，2023Q4 单车均价边际向好.....	3
3、 毛净利率保持稳定、费用端控制平稳.....	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： 2023 年实现营业收入 210.4 亿元 (+1.1%) .....	3
图 2： 2023 年实现归母净利润 18.8 亿元 (+0.4%) .....	3
图 3： 2023Q4 实现营业收入 35.8 亿元 (+0.2%) .....	3
图 4： 2023Q4 实现归母净利润 3.2 亿元 (同比-34.9%) .....	3
图 5： 2023Q4 实现单车均价 2264 元/台 (+12.1%) .....	4
图 6： 2023Q4 实现归母净利润 205 元/台 (同比-27.1%) .....	4
图 7： 2023 年公司毛净利率保持稳定 .....	4
图 8： 2023 年公司期间费用率为 6.2% (+0.7pct) .....	4

## 1、2023 营收业绩符合预期，看好产品及渠道持续改善

公司 2023 全年实现营业收入 210.4 亿元（同比+1.1%），归母净利润 18.81 亿元（+0.4%），扣非净利润 17.64 亿元（-1.8%），非经常性损益中政府补助为 1.48 亿元。其中 2023Q4 实现营业收入 35.8 亿元（+0.2%），归母净利润 3.2 亿元（-34.9%），扣非净利润 3.2 亿元（-26.7%），2023 年全年公司营收业绩保持平稳。

拆分产品来看，电动自行车/电动两轮摩托车/电动三轮车 2023 年分别实现收入 128.5/58.1/14.3 亿元，分别同比+5.9%/-18.7%/+79.9%，其中电动三轮车加速增长，公司在三轮车功能上持续迭代，进一步满足消费者休闲出行、接送小孩上下学等多场景下的出行需求。

图1：2023 年实现营业收入 210.4 亿元（+1.1%）



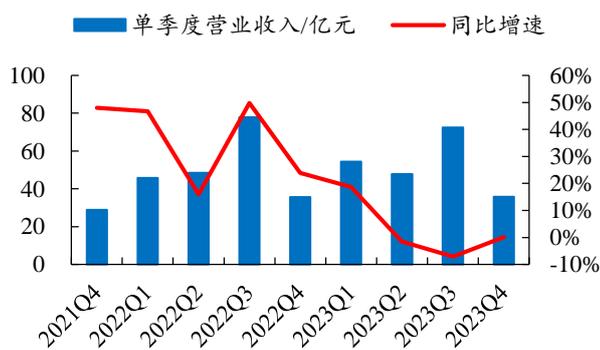
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年实现归母净利润 18.8 亿元（+0.4%）



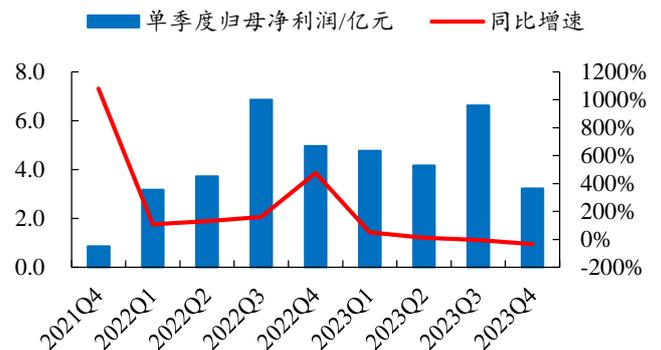
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q4 实现营业收入 35.8 亿元（+0.2%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4 实现归母净利润 3.2 亿元（同比-34.9%）



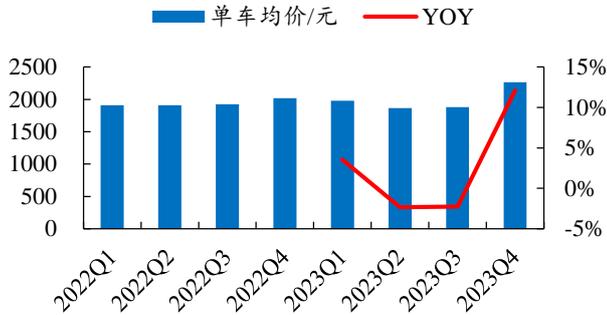
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、价格战趋缓叠加结构调整，2023Q4 单车均价边际向好

公司 2023 年全年实现销量 1074.1 万台（-0.3%），销量符合预期，其中电动自行车/电动两轮摩托车/电动三轮车销量分别为 760.3/268.7/42.7 万台，分别同比 +5.1%/-17.8%/+63.2%。

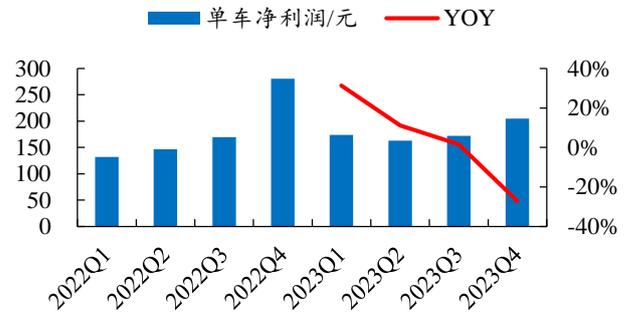
单车指标方面，2023 年公司单车 ASP 同比+1.4%至 1958 元/台，公司单车净利润（归母净利润口径）同比+0.7%至 175 元/台。分季度看，我们预计 2023Q4 公司 ASP 同比+12.1%至 2264 元/台，主系行业价格战趋缓叠加公司产品结构调整奏效；单车净利润（归母净利润口径）同比-27.1%至 205 元/台，高基数下公司净利率表现阶段承压。

图5：2023Q4 实现单车均价 2264 元/台（+12.1%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023Q4 实现归母净利润 205 元/台（同比-27.1%）



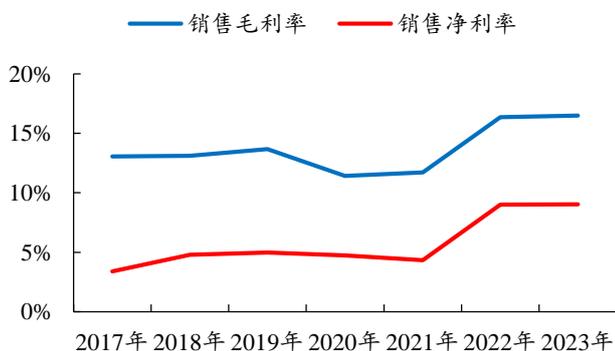
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、毛净利率保持稳定、费用端控制平稳

销售研发投入双升，费用端控制平稳。2023 年公司毛利率 16.5% (+0.1pct)，期间费用率为 6.2% (+0.7pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.0%/2.3%/2.8%/-2.0%，同比分别+0.2/+0.2/+0.4/-0.1pct，销售及研发费用双升主要系公司持续加大营销投入，打造全维度的年轻品牌化升级以及不断加大研发投入，持续推进三电协同和新材料技术等方面的研发工作；综合影响下 2023 年销售净利率 9.0%（持平）。

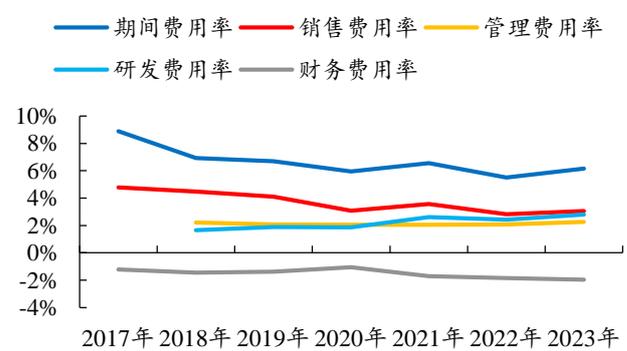
现金流方面，公司 2023 年经营性现金流为 18.6 亿元（-63.1%），主要系受结算周期及结算方式影响，报告期内支付上年度采购款项同比增加。

图7：2023 年公司毛净利率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023 年公司期间费用率为 6.2%（+0.7pct）



数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

**展望 2024 发展：**管理层经营信心超越行业，公司产品及渠道积累深厚，我们看好其顺利完成年初制定股权激励目标。2024 年年初雨雪及大面积的国检预计使得部分需求推迟到 2024Q2，考虑到同期较低基数，2024Q2 公司迎业绩拐点趋势清晰。

**产品方面，**2023 年公司继续依靠积淀的平台化研发设计及消费者洞察能力，缩短产品推新周期。2024 年我们预计随着高端爆款车型成功打造，公司新品及高端车型收入占比或将明显提升；2024Q1 公司新车(仰望、露娜)成功热销，3 月底公司接力推出定位中高端产品骁龙。另一方面，“以利润为先”的整体战略导向下，我们预计公司将进一步缩减产品 SKU 数量，有利于提升成本端规模效应，同时使得总部的资源能够更精准地投放于新品爆款打造。**渠道方面，**2023 年公司启用运营中心与经销商并存模式，2024 年我们预计公司将进一步深化渠道改革，强化对终端的掌控力度，以便于快速高效推进公司的产品和营销政策。

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。我们看好公司抢占腰部产品份额推动销量增长，同时看好公司持续优化产品结构，深化渠道改革，预计 2024 年公司市场占有率会进一步提升。考虑到行业增长仍有不确定性，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 22.78/33.60/39.50 亿元（2024-2025 年原值为 23.23/28.26 亿），对应 EPS 为 2.64/3.90/4.58 元，当前股价对应 PE 为 12.7/8.6/7.3 倍，看好公司在主力价格带上移带动业绩增长，维持“买入”评级。

#### 5、风险提示

**行业销量不及预期：**两轮车行业受宏观经济影响，如宏观经济不景气可能导致行业销量不及预期。

**行业竞争恶化：**行业可能出现价格战，激烈的价格竞争可能导致公司盈利能力不及预期。

**公司产品调整不及预期：**公司持续推进产品结构升级，产品结构升级不及预期可能导致公司收入不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11533	9586	17402	19830	26482
现金	6633	6667	15033	17589	23500
应收票据及应收账款	290	358	325	542	461
其他应收款	28	16	37	26	49
预付账款	18	37	18	53	29
存货	811	575	1221	834	1666
其他流动资产	3753	1933	767	786	776
<b>非流动资产</b>	6939	10307	8623	9641	10339
长期投资	128	127	129	127	131
固定资产	2033	2184	2684	3158	3643
无形资产	458	716	743	786	846
其他非流动资产	4320	7280	5067	5570	5719
<b>资产总计</b>	18471	19893	26025	29471	36821
<b>流动负债</b>	11471	10122	14340	15094	19269
短期借款	511	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9389	8492	12211	12864	16784
其他流动负债	1571	1630	2129	2229	2485
<b>非流动负债</b>	266	1991	1609	1312	1002
长期借款	0	1645	1263	966	656
其他非流动负债	266	346	346	346	346
<b>负债合计</b>	11737	12113	15949	16406	20271
少数股东权益	13	68	86	104	125
股本	575	862	862	862	862
资本公积	1978	1763	1763	1763	1763
留存收益	4304	5136	7028	9662	12842
<b>归属母公司股东权益</b>	6721	7712	9990	12961	16425
<b>负债和股东权益</b>	18471	19893	26025	29471	36821

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	5051	1864	6598	3875	6851
净利润	1873	1896	2296	3378	3971
折旧摊销	262	358	295	372	436
财务费用	-383	-410	-499	-764	-990
投资损失	4	21	-8	8	6
营运资金变动	2948	-352	4446	889	3431
其他经营现金流	348	351	67	-9	-2
<b>投资活动现金流</b>	-2178	-1910	1340	-1405	-1141
资本支出	842	1960	734	785	933
长期投资	-1372	-404	-2	2	-4
其他投资现金流	36	454	2075	-623	-204
<b>筹资活动现金流</b>	-182	545	428	87	200
短期借款	511	-511	0	0	0
长期借款	0	1645	-382	-297	-310
普通股增加	171	287	0	0	0
资本公积增加	42	-214	0	0	0
其他筹资现金流	-907	-662	810	383	510
<b>现金净增加额</b>	2690	498	8366	2556	5911

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	20802	21036	25351	30172	36056
营业成本	17399	17563	21117	25103	29962
营业税金及附加	105	100	111	135	168
营业费用	587	641	1255	1086	1226
管理费用	433	474	274	326	389
研发费用	507	589	456	422	721
财务费用	-383	-410	-499	-764	-990
资产减值损失	-3	-4	0	0	0
其他收益	78	173	76	87	104
公允价值变动收益	-12	-17	-2	-5	-9
投资净收益	-4	-21	8	-8	-6
资产处置收益	1	0	-3	-3	-1
<b>营业利润</b>	2234	2194	2721	3941	4673
营业外收入	34	41	33	35	36
营业外支出	41	21	21	24	27
<b>利润总额</b>	2227	2213	2733	3952	4682
所得税	354	317	437	575	711
<b>净利润</b>	1873	1896	2296	3378	3971
少数股东损益	-1	15	18	18	21
<b>归属母公司净利润</b>	1873	1881	2278	3360	3950
EBITDA	2321	2480	2787	3890	4546
EPS(元)	2.17	2.18	2.64	3.90	4.58

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	35.1	1.1	20.5	19.0	19.5
营业利润(%)	202.3	-1.8	24.0	44.9	18.6
归属于母公司净利润(%)	182.1	0.4	21.1	47.5	17.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.4	16.5	16.7	16.8	16.9
净利率(%)	9.0	8.9	9.0	11.1	11.0
ROE(%)	27.8	24.4	22.8	25.9	24.0
ROIC(%)	23.3	18.8	17.6	20.7	19.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.5	60.9	61.3	55.7	55.1
净负债比率(%)	-87.9	-60.6	-130.5	-122.4	-134.2
流动比率	1.0	0.9	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	83.5	64.9	74.2	69.6	71.9
应付账款周转率	7.5	7.0	7.2	7.1	7.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.17	2.18	2.64	3.90	4.58
每股经营现金流(最新摊薄)	5.86	2.16	7.66	4.50	7.95
每股净资产(最新摊薄)	7.80	8.45	11.09	14.54	18.55
<b>估值比率</b>					
P/E	15.4	15.3	12.7	8.6	7.3
P/B	4.3	4.0	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA	9.8	9.7	5.6	3.3	1.5

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