


2024 年 04 月 28 日
爱玛科技 (603529. SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

家电

产品结构上行，Q1 盈利能力持续提升

事件：爱玛科技发布 2024 年一季报，公司 2024 年一季度实现营业收入 49.5 亿元，YoY-9.0%，实现归母净利润 4.8 亿元，YoY+1.2%。受天气以及国检影响，公司 Q1 收入有所下滑。我们认为公司综合竞争力行业领先，公司市场份额仍有较大空间。摆脱上述短期影响因素后，公司收入有望回归增长轨道。

受短期因素影响，2024Q1 收入同比略有下滑：爱玛 2024Q1 收入 YoY-9.0%。根据公司交流信息，我们认为主要因为：1) 2 月雨雪天气对供应链、终端零售产生负面影响；2) 3 月国检对经销商提货意愿以及门店动销带来负面影响。随着上述短期因素的影响退去，我们预计公司收入有望逐步恢复增长。主要考虑到：1) 行业规范度提升，竞争环境优化，行业有望加速集中。国检加强对企业经营的监管力度，有利于行业经营规范度提升；工信部 4 月 7 日起草的《电动自行车行业规范条件》、《电动自行车行业规范公告管理办法》也对电动自行车生产企业提出更高的生产和管理要求；工信部 4 月 25 日公开征集对《电动自行车用充电器安全技术要求》的意见，拟禁用车载充电器、完善永久性标识内容，有望进一步提高电动自行车的生产要求。2) 商务部等 14 部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，要求参照汽车、家电以旧换新相关做法，有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作，有效防控老旧电动自行车安全风险。以旧换新政策有望刺激行业更新需求增长。

产品结构上行，Q1 盈利能力持续提升：爱玛 Q1 单季度归母净利润率同比+1.0pct，相比 2023Q4+0.7pct。公司 Q1 新品以高价格带为主，带动公司 ASP 提升，Q1 毛利率同比+2.2pct。公司盈利能力提升主要靠毛利端拉动，Q1 费用率同比有所提升。公司 Q1 销售/管理/研发费用率同比+1.0pct/+0.5pct/+0.3pct。伴随行业监管力度加大，产品标准的提升，行业低价竞争的空间有所挤压，我们预计公司产品均价大幅下降的风险有所降低。

Q1 经营活动现金流量净额有所下降：Q1 爱玛经营活动现金流量净额为 6.8 亿元，同比-7.1 亿元。主要因为：1) 公司 Q1 收入略有下降，Q1 销售商品、提供劳务收到的现金同比-4.7 亿元；2) 公司 Q1 以现金方式支付的采购款增加，Q1 购买商品、接受劳务支付的现金同比+3.9 亿元。

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，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 2024~2026 年 EPS 分别为 2.53/2.84/3.19 元，给予 6 个月目标价为 40.48 元，对应 2024

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

40.48 元

股价 (2024-04-26)

34.46 元

交易数据

总市值(百万元)	29,701.94
流通市值(百万元)	7,702.96
总股本(百万股)	861.93
流通股本(百万股)	223.53
12 个月价格区间	24.12/59.84 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.8	29.4	-30.3
绝对收益	9.9	36.9	-39.8

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020001

liyiz4@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

需求向好，Q4 单季度收入增 2024-04-16
速转正

年 PE 估值为 16x，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。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	208.0	210.4	232.8	247.5	263.2
净利润	18.7	18.8	21.8	24.5	27.5
每股收益(元)	2.17	2.18	2.53	2.84	3.19
每股净资产(元)	7.80	8.95	10.52	12.22	14.14

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	15.9	15.8	13.6	12.1	10.8
市净率(倍)	4.4	3.9	3.3	2.8	2.4
净利润率	9.0%	8.9%	9.3%	9.9%	10.5%
净资产收益率	27.9%	24.4%	24.0%	23.2%	22.6%
股息收益率	2.5%	2.5%	2.9%	3.3%	3.7%
ROIC	31.2%	21.1%	20.1%	19.9%	19.9%

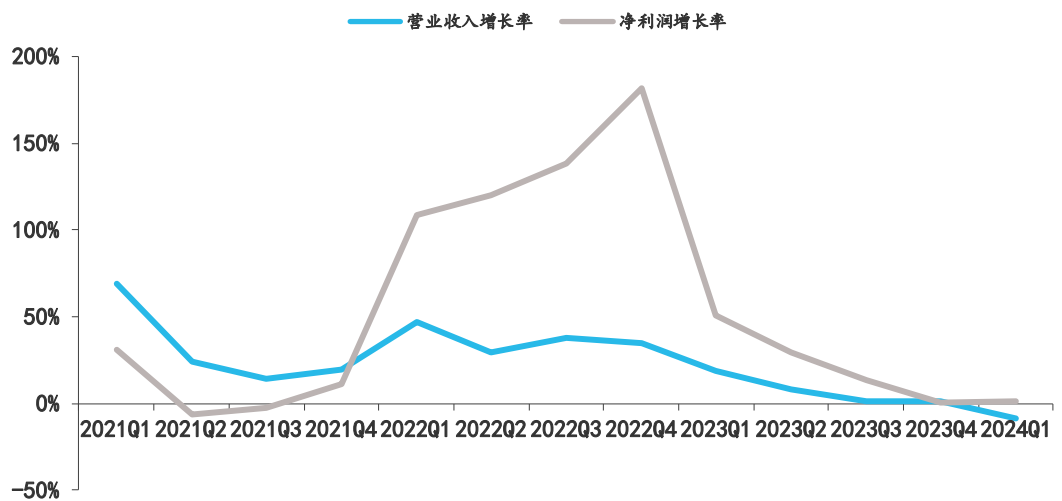
数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

表1: 财务指标分析

%	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
营业收入 YoY	46.7	15.9	49.8	23.8	18.6	-1.6	-7.1	0.2	-9.0
归母净利润 YoY	108.9	130.0	160.3	475.6	50.5	12.0	-3.5	-34.9	1.2
扣非归母净利润 YoY	127.4	135.4	168.1	551.1	44.9	-1.7	-8.4	-26.7	-3.9
销售毛利率	14.1	15.2	16.1	21.4	15.8	15.3	16.1	20.0	18.0
销售费用率	2.6	3.1	2.6	3.2	2.6	3.2	2.7	4.1	3.6
毛利率-销售费用率	11.5	12.1	13.5	18.3	13.2	12.1	13.4	15.8	14.5
销售净利率	6.9	7.7	8.8	13.9	8.8	8.7	9.2	9.3	9.9
ROE	6.2	6.9	11.7	7.7	6.7	5.5	8.8	4.2	6.1
扣非后 ROE	6.3	6.9	11.4	6.7	6.5	4.9	8.1	4.1	5.7
ROA	2.3	2.5	3.9	2.6	2.4	2.0	3.2	1.6	2.4
销售商品提供劳务收到的现金/收入	111.4	115.3	115.5	102.8	110.3	110.0	115.4	119.8	111.7
经营活动现金净流量/收入	21.6	16.6	58.9	-37.3	25.6	-36.7	51.8	-42.5	13.7
经营活动现金净流量/经营净收益	261.9	182.4	557.8	-252.2	246.4	-422.6	524.6	-418.7	129.3
经营现金流净额占比	120.7	106.0	96.3	36.5	41.3	57.0	122.6	53.4	778.1
投资现金流净额占比	-23.6	21.8	3.6	63.6	0.5	20.0	-11.8	33.3	-678.0
筹资现金流净额占比	2.9	-27.8	0.1	-0.1	58.2	22.9	-10.8	13.3	-0.1

资料来源: Wind、国投证券研究中心

图1. 收入与净利润增长率



资料来源: Wind、国投证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	208.0	210.4	232.8	247.5	263.2	成长性					
减:营业成本	174.0	175.6	192.3	203.3	215.1	营业收入增长率	35.1%	1.1%	10.7%	6.3%	6.3%
营业税费	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	营业利润增长率	202.3%	-1.8%	16.7%	12.4%	12.5%
销售费用	5.9	6.4	7.0	7.2	7.4	净利润增长率	182.1%	0.4%	15.7%	12.4%	12.5%
管理费用	4.3	4.7	5.1	5.3	5.5	EBITDA 增长率	187.9%	-1.5%	27.0%	13.1%	12.9%
研发费用	5.1	5.9	6.4	6.7	6.8	EBIT 增长率	264.4%	-7.2%	35.4%	13.4%	13.4%
财务费用	-3.8	-4.1	-3.5	-3.7	-3.9	NOPLAT 增长率	269.9%	-1.8%	24.0%	13.4%	13.4%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	45.4%	30.2%	14.3%	13.8%	13.6%
加:公允价值变动收益	-0.1	-0.2	-	-	-	净资产增长率	35.2%	15.5%	17.6%	16.3%	15.7%
投资和汇兑收益	-	-0.2	1.2	1.2	1.3						
营业利润	22.3	21.9	25.6	28.8	32.4	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	0.2	-	-	-	毛利率	16.4%	16.5%	17.4%	17.9%	18.3%
利润总额	22.3	22.1	25.6	28.8	32.4	营业利润率	10.7%	10.4%	11.0%	11.6%	12.3%
减:所得税	3.5	3.2	3.7	4.1	4.6	净利润率	9.0%	8.9%	9.3%	9.9%	10.5%
净利润	18.7	18.8	21.8	24.5	27.5	EBITDA/营业收入	9.7%	9.5%	10.9%	11.5%	12.3%
						EBIT/营业收入	8.5%	7.8%	9.5%	10.1%	10.8%
资产负债表						运营效率					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	35	36	34	33	31
货币资金	66.3	66.7	94.0	118.3	140.2	流动营业资本周转天数	-143	-160	-141	-139	-138
交易性金融资产	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8	流动资产周转天数	147	181	172	200	221
应收帐款	3.2	3.7	3.8	4.1	4.1	应收帐款周转天数	6	6	6	6	6
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	14	12	12	11	11
预付帐款	0.2	0.4	0.2	0.4	0.3	总资产周转天数	276	328	322	332	341
存货	8.1	5.8	9.2	6.6	10.1	投资资本周转天数	106	143	156	168	179
其他流动资产	36.1	17.6	17.6	17.6	17.6						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	27.9%	24.4%	24.0%	23.2%	22.6%
长期股权投资	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	ROA	10.1%	9.5%	10.1%	10.4%	10.6%
投资性房地产	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8	ROIC	31.2%	21.1%	20.1%	19.9%	19.9%
固定资产	20.3	21.8	22.7	22.8	22.2	费用率					
在建工程	0.6	9.7	7.8	6.2	5.0	销售费用率	2.8%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%
无形资产	4.6	7.2	6.7	6.2	5.6	管理费用率	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%
其他非流动资产	40.0	60.2	50.3	50.1	50.1	研发费用率	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%
资产总额	184.7	198.9	218.1	238.1	261.2	财务费用率	-1.8%	-2.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
短期债务	5.1	-	-	-	-	四费/营业收入	5.5%	6.2%	6.4%	6.2%	6.0%
应付帐款	31.0	30.9	34.3	34.6	38.3	偿债能力					
应付票据	68.5	60.3	62.5	67.4	70.0	资产负债率	63.5%	60.9%	58.0%	55.3%	52.8%
其他流动负债	10.1	10.0	10.0	10.0	10.0	负债权益比	174.3%	155.7%	138.3%	123.7%	112.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.01	0.95	1.18	1.33	1.47
其他非流动负债	2.7	19.9	19.7	19.7	19.7	速动比率	0.93	0.89	1.10	1.27	1.39
负债总额	117.4	121.1	126.5	131.7	138.0	利息保障倍数	-4.60	-3.98	-6.33	-6.76	-7.21
少数股东权益	0.1	0.7	0.9	1.1	1.3	分红指标					
股本	5.7	8.6	8.6	8.6	8.6	DPS(元)	0.87	0.87	1.01	1.14	1.28
留存收益	62.8	69.0	82.0	96.7	113.3	分红比率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	67.3	77.8	91.5	106.4	123.1	股息收益率	2.5%	2.5%	2.9%	3.3%	3.7%
现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	2.17	2.18	2.53	2.84	3.19
净利润	18.7	19.0	21.8	24.5	27.5	BVPS(元)	7.80	8.95	10.52	12.22	14.14
加:折旧和摊销	2.8	3.8	3.1	3.5	3.8	PE(X)	15.9	15.8	13.6	12.1	10.8
资产减值准备	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.9	3.3	2.8	2.4
公允价值变动损失	0.1	0.2	-	-	-	P/FCF	5.7	28.0	11.7	8.8	9.1
财务费用	-2.0	-2.1	-3.5	-3.7	-3.9	P/S	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
投资收益	-	0.2	-1.2	-1.2	-1.3	EV/EBITDA	13.3	11.7	12.4	11.0	9.8
少数股东损益	-	0.2	0.2	0.2	0.2	CAGR(%)	9.6%	13.5%	48.7%	9.6%	13.5%
营运资金的变动	46.0	-23.6	12.2	7.5	2.9	PEG	1.6	1.2	0.3	1.3	0.8
经营活动产生现金流量	50.5	18.6	32.6	30.7	29.2	ROIC/WACC	3.7	2.5	2.4	2.3	2.3
投资活动产生现金流量	-21.8	-19.1	-0.3	-0.3	-0.2	REP	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0
融资活动产生现金流量	-1.8	5.4	-5.0	-6.1	-7.1						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

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

国投证券股份有限公司（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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投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。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518046

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