

爱玛科技 (603529) / 家电

证券研究报告/公司点评

2024年4月28日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 34.46

分析师: 姚玮

执业证书编号: S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20,802	21,036	24,528	28,330	32,721
增长率 yoy%	35%	1%	17%	16%	16%
归母净利润 (百万元)	1,873	1,881	2,251	2,694	3,221
增长率 yoy%	182%	0%	20%	20%	20%
每股收益 (元)	2.17	2.18	2.61	3.13	3.74
净资产收益率	28%	24%	25%	26%	25%
P/E	15.9	15.8	13.2	11.0	9.2

备注: 截至 2024/4/26 收盘价

投资要点

■ 公司披露 2024 一季报:

24Q1: 收入 50 亿 (-9%), 归母 4.8 亿 (+1%), 扣非 4.5 亿 (-4%)。

■ 单车数据拆分: 关注盈利向好

我们预计 24Q1 公司销量 247 万台 (约-10%), 单车收入 2009 元 (约+2%), 单车利润 196 元 (+13%)。销量短期受扰, 但盈利表现高度亮眼。

销量: Q1 短期受到国检及雨雪天气扰动。2 月北方雨雪影响部分地区发货, 3 月起国检对门店销售造成部分影响。4 月预计国检影响已经大幅减弱, 后续销量有望逐步回正。

单车利润: 受益于新品出货较好, Q1 单车利润明显高于去年往期, 接近 200 元的单车利润为近年的相对峰值。

今年行业竞争缓和下, 公司提结构、提利润的核心逻辑不变。单车利润向好下, 我们认为只要国检短期扰动后公司销量恢复, 业绩增速则将有较好兑现。

■ 今年最大的催化逻辑还是政策

以旧换新: 需求端创造增量。 短期江苏等部分地区以旧换新补贴已经开始落地, 对短期行业销量有望形成增量拉动。

新国标修订: 生产端有望集中。 当前工信部通知拟对 19 年施行的新国标进行修订。我们预计本次修订可能进一步强化对生产端的资质要求, 促进不合规的小厂出清。

我们再次重申: 政策推动下的生产端集中往往比自然竞争下的消费者端集中来得更快更超预期。 4-5 月国检扰动结束后, 行业销量即有望逐步转正进入右侧, 后续节点则关注政策落地节奏。

■ 投资建议: 买入评级

基本面角度看: 大盘上两轮车以更新需求占主导, 每年基本盘稳健, 短期更有政策催化增量以及去年低基数下的盈利恢复预期; 估值角度看: 两轮车行业仍具备低估值、高分红属性, 迎合当前市场风格。

今年我们持续看好行业竞争放缓下公司的量价复苏, 且短期政策节奏更有可能形成低估值下的情绪催化。维持盈利预测, 预计 24-26 年利润 22.5、26.9、32.2 亿元, 对应 P/E13、11、9x。维持买入评级。

■ 风险提示: 产品升级不及预期、行业竞争格局恶化、行业景气波动

基本状况

总股本(百万股)	862
流通股本(百万股)	224
市价(元)	34.46
市值(亿元)	297
流通市值(亿元)	77

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《如何看待爱玛的盈利提升》

2022.12.29

《电动两轮车: 先发优势与后起追赶》

2022.11.24

盈利预测与估值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,667	11,045	13,085	16,380	营业收入	21,036	24,528	28,330	32,721
应收票据	0	0	0	0	营业成本	17,563	20,481	23,656	27,322
应收账款	358	364	431	514	税金及附加	100	108	126	153
预付账款	37	41	47	55	销售费用	641	750	850	890
存货	575	927	1,083	1,162	管理费用	474	500	520	540
合同资产	0	0	0	0	研发费用	589	600	630	630
其他流动资产	1,949	2,624	2,920	3,232	财务费用	-410	-414	-489	-469
流动资产合计	9,586	15,000	17,567	21,342	信用减值损失	-15	2	-7	-3
其他长期投资	284	284	284	284	资产减值损失	-4	-6	-4	-5
长期股权投资	127	127	127	127	公允价值变动收益	-17	-6	-12	-12
固定资产	2,184	2,858	4,032	4,931	投资收益	-21	-14	-13	-16
在建工程	973	1,173	1,173	1,273	其他收益	173	150	150	150
无形资产	716	808	933	1,063	营业利润	2,194	2,629	3,151	3,770
其他非流动资产	6,023	6,037	6,051	6,062	营业外收入	40	41	40	41
非流动资产合计	10,307	11,287	12,601	13,740	营业外支出	21	21	21	21
资产合计	19,893	26,287	30,168	35,083	利润总额	2,213	2,649	3,170	3,790
短期借款	0	97	226	335	所得税	317	380	454	543
应付票据	6,032	7,671	8,719	10,113	净利润	1,896	2,269	2,716	3,247
应付账款	2,459	6,144	7,168	8,361	少数股东损益	15	18	22	26
预收款项	19	17	24	28	归属母公司净利润	1,881	2,251	2,694	3,221
合同负债	625	442	510	589	NOPLAT	1,545	1,915	2,298	2,845
其他应付款	628	628	628	628	EPS (按最新股本摊薄)	2.18	2.61	3.13	3.74
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18					
其他流动负债	340	354	367	380					
流动负债合计	10,122	15,371	17,659	20,451					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	1,645	1,645	1,645	1,645					
其他非流动负债	346	346	346	346					
非流动负债合计	1,991	1,991	1,991	1,991					
负债合计	12,113	17,362	19,650	22,442					
归属母公司所有者权益	7,712	8,839	10,409	12,506					
少数股东权益	68	86	108	134					
所有者权益合计	7,780	8,925	10,518	12,641					
负债和股东权益	19,893	26,287	30,168	35,083					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,864	6,591	4,602	5,916	成长能力				
现金收益	1,865	2,260	2,745	3,486	营业收入增长率	1.1%	16.6%	15.5%	15.5%
存货影响	235	-351	-157	-79	EBIT增长率	-2.2%	23.9%	20.0%	23.8%
经营性应收影响	-83	-4	-70	-85	归母公司净利润增长率	0.4%	19.7%	19.7%	19.5%
经营性应付影响	-836	5,322	2,078	2,590	获利能力				
其他影响	682	-636	5	3	毛利率	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
投资活动现金流	-1,910	-1,600	-2,056	-2,075	净利率	9.0%	9.3%	9.6%	9.9%
资本支出	-1,698	-1,371	-1,817	-1,836	ROE	24.2%	25.2%	25.6%	25.5%
股权投资	1	0	0	0	ROIC	112.3%	84.1%	64.0%	53.3%
其他长期资产变化	-213	-229	-239	-239	偿债能力				
融资活动现金流	545	-613	-506	-546	资产负债率	60.9%	66.0%	65.1%	64.0%
借款增加	1,145	97	129	109	债务权益比	25.8%	23.6%	21.2%	18.5%
股利及利息支付	-1,049	-943	-1,394	-1,503	流动比率	0.9	1.0	1.0	1.0
股东融资	10	0	0	0	速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
其他影响	439	233	759	848	营运能力				
					总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9
					应收账款周转天数	6	5	5	5
					应付账款周转天数	51	76	101	102
					存货周转天数	14	13	15	15
					每股指标(元)				
					每股收益	2.18	2.61	3.13	3.74
					每股经营现金流	2.16	7.65	5.34	6.86
					每股净资产	8.95	10.26	12.08	14.51
					估值比率				
					P/E	16	13	11	9
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	186	153	127	101

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。