

## 爱玛科技 (603529.SH) 2024Q2 单车盈利超预期, 看好全年业绩弹性表现

2024年08月23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

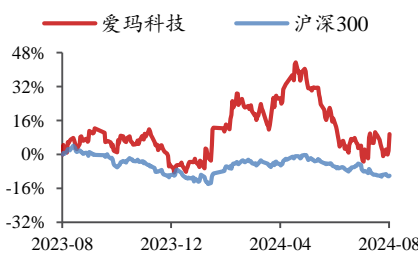
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790122120029

日期	2024/8/23
当前股价(元)	28.37
一年最高最低(元)	38.38/23.61
总市值(亿元)	244.47
流通市值(亿元)	239.06
总股本(亿股)	8.62
流通股本(亿股)	8.43
近3个月换手率(%)	35.44

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

- 《2024Q1 单车盈利超预期, 看好 Q2 业绩弹性表现——公司信息更新报告》  
-2024.4.27
- 《2023 业绩稳增, 2024 看好产品量价持续提升——公司信息更新报告》  
-2024.4.18
- 《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

● **2024Q2 收入、利润增速亮眼, 2024H1 分红率达 30%, 维持“买入”评级**  
公司 2024H1 实现营业收入 105.9 亿元 (+3.7%), 归母净利润 9.5 亿元 (+6.2%), 扣非归母净利润 8.9 亿元 (+7.2%)。公司 2024Q2 实现营业收入 56.4 亿元 (+18.1%), 归母净利润 4.7 亿元 (+12.1%), 还原股权激励费用 2024Q2 归母净利润为 5.2 亿元 (+24.0%); 扣非归母净利润 4.4 亿元 (+21.4%)。公司积极分红回报股东, 2024H1 公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.332 元, 共计 2.86 亿元 (含税), 占 2024H1 归母净利润比例为 30.07%。监管趋严阶段性影响到行业动销, 我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 21.36/26.36/32.41 亿元 (原值 22.78/27.63/33.80 亿元), 对应 EPS 2.48/3.06/3.76 元, 当前股价对应 PE 为 10.6/8.6/7.0 倍, 看好公司主力价格带上移带动业绩增长, 维持“买入”评级。

● **单车拆分: 2024Q2 销量、单车 ASP 预计提升明显, 量价齐升逻辑兑现**  
2024Q2 公司销量、单车 ASP 及单车扣非利润预计提升明显, 公司产品量价齐升逻辑兑现。具体拆分看: **销量方面**, 我们预计 2024Q2 公司产品销量同比增加约 10%, 销量同比增速亮眼, 主因行业大范围电动两轮车专项整治抽查基本结束, 对动销负向影响减弱; 公司渠道优化及新品推新顺利拉动销量增长。**单车 ASP 及单车利润方面**, 我们预计公司单车 ASP 同比增长约 7%, 单车利润 (以扣非归母净利润测算) 预计同比增长约 10%, 公司产品结构调整顺利, 高毛利新品 (仰望、露娜) 持续热销带动单车 ASP 及利润提升。

● **盈利能力: 2024H1 毛净利率均实现同比提升、费用端控制平稳**  
公司 2024H1 毛利率 17.8% (+2.3pct), 期间费用率为 7.9% (+2.5pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.9%/2.7%/2.8%/-1.5%, 同比分别 +1.0/+0.6/+0.4/+0.5pct。综合影响下 2024H1 销售净利率为 9.1% (+0.3pct)。2024H1 公司毛、净利率均实现同比提升, 我们预计主要系高毛利中高端新品占比提升, 产品结构持续改善带动单车盈利上移。单季度看, 2024Q2 毛利率 17.6% (+2.3%), 期间费用率为 8.8% (+2.8pct), 综合影响下 2024Q2 销售净利率为 8.4% (-0.3pct)

● **展望: 2024 年下半年行业政策预计密集出台, 看好公司仍处量价齐升通道**  
展望 2024 年全年, 行业预计从 9 月起进入政策密集颁布期, 预计公司于低基数下量价齐升逻辑延续, 基本面拐点清晰。量上, 公司 2023 年同期 Q3&Q4 销量处于较低基数 (销量分别同减 -5%/-11%), 同时公司消费者洞察能力及产品设计能力领先行业, 看好其凭借多场景产品持续推新托底销量增长。价上, 公司高毛利新品仍在热销, 行业整体大范围价格战未显, 我们预计公司单车盈利稳中有升。长期看, 管理层经营信心超越行业, 公司作为行业龙头产品研发设计及渠道竞争壁垒深筑, 看好其超额受益于行业贝塔逐步改善, 顺利完成 2024 年新发股权激励目标。业绩层面, 公司 2024H1 自研自制电机应用数量超 400 万台, 此举长期有利于降低公司核心部件外购率, 从而进一步提升单车盈利能力。

● **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	23,806	28,290	33,821
YOY(%)	35.1	1.1	13.2	18.8	19.6
归母净利润(百万元)	1,873	1,881	2,136	2,636	3,241
YOY(%)	182.1	0.4	13.5	23.4	22.9
毛利率(%)	16.4	16.5	17.7	18.1	18.3
净利率(%)	9.0	8.9	9.0	9.3	9.6
ROE(%)	27.8	24.4	22.7	22.8	22.9
EPS(摊薄/元)	2.17	2.18	2.48	3.06	3.76
P/E(倍)	12.1	12.1	10.6	8.6	7.0
P/B(倍)	3.4	3.1	2.5	2.0	1.7

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11533	9586	15392	18163	22430
现金	6633	6667	13202	15965	19671
应收票据及应收账款	290	358	284	530	411
其他应收款	28	16	34	25	45
预付账款	18	37	15	52	25
存货	811	575	1091	807	1501
其他流动资产	3753	1933	767	786	776
<b>非流动资产</b>	6939	10307	8411	9403	10077
长期投资	128	127	129	127	131
固定资产	2033	2184	2506	2952	3413
无形资产	458	716	743	786	846
其他非流动资产	4320	7280	5034	5539	5688
<b>资产总计</b>	18471	19893	23804	27566	32507
<b>流动负债</b>	11471	10122	12730	14643	17267
短期借款	511	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9389	8492	10708	12442	14917
其他流动负债	1571	1630	2022	2202	2350
<b>非流动负债</b>	266	1991	1602	1304	993
长期借款	0	1645	1255	958	647
其他非流动负债	266	346	346	346	346
<b>负债合计</b>	11737	12113	14331	15947	18260
少数股东权益	13	68	85	99	116
股本	575	862	862	862	862
资本公积	1978	1763	1763	1763	1763
留存收益	4304	5136	6778	8642	10940
<b>归属母公司股东权益</b>	6721	7712	9387	11520	14131
<b>负债和股东权益</b>	18471	19893	23804	27566	32507

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	5051	1864	5058	4223	4852
净利润	1873	1896	2153	2650	3257
折旧摊销	262	358	287	353	412
财务费用	-383	-410	-456	-692	-882
投资损失	4	21	-8	8	6
营运资金变动	2948	-352	3014	1912	2061
其他经营现金流	348	351	68	-9	-2
<b>投资活动现金流</b>	-2178	-1910	1560	-1359	-1093
资本支出	842	1960	514	739	885
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	-82	-102	-52
短期借款	511	-511	0	0	0
长期借款	0	1645	-389	-298	-311
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	307	196	259
<b>现金净增加额</b>	2690	498	6535	2762	3707

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	20802	21036	23806	28290	33821
营业成本	17399	17563	19584	23176	27649
营业税金及附加	105	100	104	126	158
营业费用	587	641	1381	1980	2127
管理费用	433	474	250	352	338
研发费用	507	589	476	334	693
财务费用	-383	-410	-456	-692	-882
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	2550	3090	3832
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	2562	3101	3841
所得税	354	317	409	451	583
<b>净利润</b>	1873	1896	2153	2650	3257
少数股东损益	-1	15	17	14	17
<b>归属母公司净利润</b>	1873	1881	2136	2636	3241
EBITDA	2321	2480	2635	3071	3763
EPS(元)	2.17	2.18	2.48	3.06	3.76

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	13.2	18.8	19.6
营业利润(%)	202.3	-1.8	16.2	21.2	24.0
归属于母公司净利润(%)	182.1	0.4	13.5	23.4	22.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.4	16.5	17.7	18.1	18.3
净利率(%)	9.0	8.9	9.0	9.3	9.6
ROE(%)	27.8	24.4	22.7	22.8	22.9
ROIC(%)	23.3	18.8	17.5	17.7	18.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.5	60.9	60.2	57.9	56.2
净负债比率(%)	-87.9	-60.6	-119.6	-123.7	-129.1
流动比率	1.0	0.9	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.1	1.2
<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	2.48	3.06	3.76
每股经营现金流(最新摊薄)	5.86	2.16	5.87	4.90	5.63
每股净资产(最新摊薄)	7.80	8.45	10.39	12.87	15.90
<b>估值比率</b>					
P/E	12.1	12.1	10.6	8.6	7.0
P/B	3.4	3.1	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	7.2	7.2	4.3	2.7	1.1

## 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3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