

爱玛科技 (603529.SH)  
摩托车及其他

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 31 日

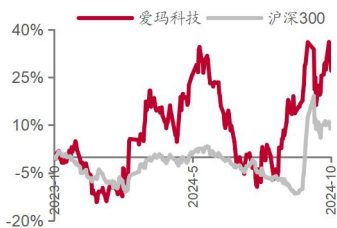
评级: 买入 (维持)

分析师: 姚玮  
执业证书编号: S0740522080001  
Email: yaowei@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	861.71
流通股本(百万股)	842.77
市价(元)	34.69
市值(百万元)	29,892.89
流通市值(百万元)	29,235.54

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《【中泰家电】爱玛科技: Q2 优于预期, 看好持续修复》2024-08-25
- 2、《【中泰家电】爱玛科技: 收入短期受扰, 关注盈利向好》2024-04-28
- 3、《【中泰家电】爱玛科技: 轻装备战 24 年, 期待政策助力》2024-04-16

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	21,186	24,852	27,883
增长率 yoy%	35%	1%	1%	17%	12%
归母净利润(百万元)	1,873	1,881	2,003	2,428	2,802
增长率 yoy%	182%	0%	6%	21%	15%
每股收益(元)	2.17	2.18	2.32	2.82	3.25
每股现金流量	5.86	2.16	5.22	5.01	5.59
净资产收益率	28%	24%	23%	24%	24%
P/E	16.0	15.9	14.9	12.3	10.7
P/B	4.4	3.9	3.5	3.0	2.6

备注: 股价截止自 2024 年 10 月 31 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 公司披露 2024 年三季度报:**

24Q3: 收入 69 亿 (-5%), 归母 6 亿 (-9%), 扣非 5.5 亿 (-10%)

24Q1-3: 收入 174 亿 (+0%), 归母 15.5 亿 (-0.3%), 扣非 14.5 亿 (-0%)
- Q3 量价拆分: 政策落地前阶段性承压**

Q3 销量我们预计约 346 万台 (-10%), 对应单车收入 1986 元 (+6%), 单车利润 173 元 (+1%)。

销量 Q3 有所下滑, 与同业趋势类似。我们判断新国标落地前经销商提货意愿相对较弱, 行业 Q3 仍在低库存运行, 短期景气存在一定压力。

单车利润如期修复。单车毛利 334 元 (+10%), 费用端上存股权激励影响。若不考虑股权激励费用, 预计 Q3 单车利润有更明显增长。今年行业处于固本培元期, 竞争烈度减弱, 行业盈利如期修复。
- 明年展望: 低库存回补可期, 政策增量更值得期待**

低库存回补有望带来明年增量基本盘。今年 H1 存国检扰动, H2 存国标修订预期, 经销商提货意愿始终受压制, 行业今年为去库小年。当前较低的库存水位也给明年带来充分增长空间, 预计新国标落地后, 行业有望迎来低库存回补, 迎来相对大年。

政策为更积极变量。新国标目前箭在弦上, 以旧换新、白名单等政策也均进入逐步落地期。合规龙头有望在这一波政策浪潮下充分受益, 看好政策形成龙头明年集中度、景气的双助推。
- 投资建议: 买入评级**

关注 25 年政策催化下的大年机会。目前行业库存低位, 政策箭在弦上, 看好明年新国标政策落地打响发令枪。

我们调整盈利预测, 预计 24-26 年归母净利润 20、24、28 亿 (前值 22、26、29 亿), 对应估值 15、12、11x。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

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,667	9,923	11,829	14,161	营业收入	21,036	21,186	24,852	27,883
应收票据	0	0	0	0	营业成本	17,563	17,373	20,378	22,864
应收账款	358	314	378	438	税金及附加	100	93	111	130
预付账款	37	35	41	46	销售费用	641	796	850	890
存货	575	786	933	973	管理费用	474	530	620	640
合同资产	0	0	0	0	研发费用	589	593	630	630
其他流动资产	1,949	1,539	1,632	1,709	财务费用	-410	-385	-436	-408
流动资产合计	9,586	12,597	14,814	17,326	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	175	175	175
无形资产	716	808	933	1,063	<b>营业利润</b>	<b>2,194</b>	<b>2,338</b>	<b>2,838</b>	<b>3,277</b>
其他非流动资产	6,023	6,037	6,051	6,062	营业外收入	40	40	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
<b>资产合计</b>	<b>19,893</b>	<b>23,884</b>	<b>27,414</b>	<b>31,066</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,213</b>	<b>2,357</b>	<b>2,857</b>	<b>3,297</b>
短期借款	0	97	226	335	所得税	317	338	409	473
应付票据	6,032	6,507	7,511	8,463	<b>净利润</b>	<b>1,896</b>	<b>2,019</b>	<b>2,448</b>	<b>2,824</b>
应付账款	2,459	5,212	6,175	6,997	少数股东损益	15	16	20	23
预收款项	19	15	21	24	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,881</b>	<b>2,003</b>	<b>2,428</b>	<b>2,802</b>
合同负债	625	381	447	502	NOPLAT	1,545	1,689	2,074	2,475
其他应付款	628	628	628	628	EPS (摊薄)	2.18	2.32	2.82	3.25
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18					
其他流动负债	340	360	398	409					
流动负债合计	10,122	13,217	15,424	17,375	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	1,645	1,645	1,645	1,645	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	346	346	346	346	营业收入增长率	1.1%	0.7%	17.3%	12.2%
非流动负债合计	1,991	1,991	1,991	1,991	EBIT 增长率	-2.2%	9.3%	22.8%	19.3%
<b>负债合计</b>	<b>12,113</b>	<b>15,208</b>	<b>17,415</b>	<b>19,366</b>	归母公司净利润增长率	0.4%	6.5%	21.2%	15.4%
归属母公司所有者权益	7,712	8,591	9,896	11,574	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	68	84	104	127	毛利率	16.5%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,780</b>	<b>8,676</b>	<b>10,000</b>	<b>11,700</b>	净利率	9.0%	9.5%	9.9%	10.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,893</b>	<b>23,884</b>	<b>27,414</b>	<b>31,066</b>	ROE	24.2%	23.1%	24.3%	23.9%
					ROIC	112.3%	57.7%	49.6%	43.2%
					<b>偿债能力</b>				
现金流量表	单位: 百万元				资产负债率	60.9%	63.7%	63.5%	62.3%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	25.8%	24.3%	22.3%	20.0%
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,864</b>	<b>4,498</b>	<b>4,320</b>	<b>4,813</b>	流动比率	0.9	1.0	1.0	1.0
现金收益	1,865	2,039	2,529	3,124	速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
存货影响	235	-211	-147	-39	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-83	52	-66	-59	总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9
经营性应付影响	-836	3,223	1,973	1,776	应收账款周转天数	6	6	5	5
其他影响	682	-605	31	11	应付账款周转天数	51	79	101	104
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,910</b>	<b>-600</b>	<b>-1,856</b>	<b>-1,875</b>	存货周转天数	14	14	15	15
资本支出	-1,698	-1,371	-1,817	-1,836	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	1	0	0	0	每股收益	2.18	2.32	2.82	3.25
其他长期资产变化	-213	771	-39	-39	每股经营现金流	2.16	5.22	5.01	5.59
<b>融资活动现金流</b>	<b>545</b>	<b>-642</b>	<b>-558</b>	<b>-607</b>	每股净资产	8.95	9.97	11.48	13.43
借款增加	1,145	97	129	109	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-1,049	-843	-1,260	-1,313	P/E	16	15	12	11
股东融资	10	0	0	0	P/B	4	3	3	3
其他影响	439	104	573	597	EV/EBITDA	162	149	121	99

来源: WIND, 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。本报告仅供本公司的客户使用。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。