

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

爱玛科技(603529)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 轻工制造行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

邓健全 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500525010002

邮箱:

dengjianquan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

爱玛科技：一季度稳健增长，产品结构改善

2025 年 04 月 05 日

事件：公司发布 2024 年业绩快报、2025 年一季度业绩预告。2024 年公司实现收入 216.06 亿元（同比+2.7%），归母净利 19.88 亿元（同比+5.7%），扣非净利 17.92 亿元（yoy +1.5%）；24Q4 实现收入 41.42 亿元（同比+15.7%），归母净利 4.34 亿元（同比+34.2%），扣非净利 3.45 亿元（同比+8.7%）；公司预计 25Q1 实现归母净利 6.05 亿元（同比+25.1%），扣非净利 5.93 亿元（同比+31.6%）。

24 年销售表现彰显龙头韧性。我们预计公司 24 年实现两轮车销量约 1000 万台，在行业承压背景下彰显龙头韧性，预计 ASP 有所提升。具体来看，（1）公司产品力提升，基于消费者深度洞察，通过正向开发推出的新品广受市场欢迎；（2）公司品牌力提升，良好的产品、服务叠加多样化品牌推广，营造良好用户口碑；（3）公司渠道力竞争优势凸显，持续推进门店结构升级，推出“销售+服务”一体化门店，提升用户满意度。

24 年盈利能力逆势提升。24 年公司实现归母净利率 9.2%，同比+0.3pct，加权平均净资产收益率 23.8%，同比-1.7pct。公司逆势取得归母净利率提升，我们预计 25 年随着销量增长，规模效应凸显，叠加高附加值车型销售占比提升，公司盈利能力有望持续优化。

25Q1 稳健增长，产品结构改善，需求端有望迎来加速释放。我们预计公司 25Q1 有望实现销量稳健增长，终端销量及增长预计更快（25Q1 或受到供应紧张的压制），部分需求或递延至 Q2 释放。受益于以旧换新政策对需求刺激，公司销量持续改善。公司通过技术创新与精准的产品开发推动产品结构优化升级，同时，深化渠道网络覆盖及供应链协同效能，实现高附加值车型占比进一步提升，我们预计 25Q1 的 ASP 与单车利润同比均有望提升。

展望未来，公司产品销售、渠道拓展、品牌建设等有望持续进步。我们预计公司仍会延续对中高端市场布局，提升销量、单价以及单车利润，预计公司 25 年全年两轮车销量 1300 万台以上。渠道方面，亦有望持续扩大影响力。此外在智能化方面，3 月公司推出玛小爱 AI 智能体，已接入百度千帆、Deepseek 等核心 AI 平台，具备自主学习能力，为用户提供全场景的骑行生活服务和智能用车的解决方案。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 19.9/29.5/34.6 亿元，PE 分别为 20.1X/13.5X/11.6X。

风险因素：消费疲软、行业竞争加剧、新品推广不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	20,802	21,036	21,606	28,088	31,498
增长率 YoY %	35.1%	1.1%	2.7%	30.0%	12.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,873	1,881	1,988	2,953	3,456
增长率 YoY%	182.1%	0.4%	5.7%	48.5%	17.0%
毛利率%	16.4%	16.5%	16.7%	17.6%	18.0%
净资产收益率ROE%	27.9%	24.4%	21.1%	24.7%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	2.17	2.18	2.31	3.43	4.01
市盈率 P/E(倍)	21.32	21.23	20.09	13.53	11.56
市净率 P/B(倍)	5.94	5.18	4.24	3.35	2.68

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 3 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,533	9,586	11,648	17,155	21,714
货币资金	6,633	6,667	8,400	13,575	17,936
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	290	358	360	468	525
预付账款	18	37	36	46	52
存货	811	575	550	707	789
其他	3,781	1,949	2,302	2,359	2,413
非流动资产	6,939	10,307	10,128	9,847	9,547
长期股权投资	128	127	127	127	127
固定资产(合)	2,033	2,184	2,343	2,230	1,981
无形资产	458	716	811	901	986
其他	4,320	7,280	6,847	6,589	6,453
资产总计	18,471	19,893	21,776	27,002	31,261
流动负债	11,471	10,122	10,117	12,797	14,074
短期借款	511	0	0	0	0
应付票据	6,853	6,032	5,999	7,582	8,325
应付账款	2,536	2,459	2,400	3,020	3,301
其他	1,571	1,630	1,718	2,196	2,448
非流动负债	266	1,991	2,163	2,157	2,153
长期借款	0	0	0	0	0
其他	266	1,991	2,163	2,157	2,153
负债合计	11,737	12,113	12,280	14,954	16,227
少数股东权益	13	68	84	108	136
归属母公司	6,721	7,712	9,412	11,940	14,899
负债和股东权益	18,471	19,893	21,776	27,002	31,261

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,802	21,036	21,606	28,088	31,498
同比(%)	35.1%	1.1%	2.7%	30.0%	12.1%
归属母公司净利润	1,873	1,881	1,988	2,953	3,456
同比(%)	182.1	0.4%	5.7%	48.5%	17.0%
毛利率(%)	16.4%	16.5%	16.7%	17.6%	18.0%
ROE%	27.9%	24.4%	21.1%	24.7%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	2.17	2.18	2.31	3.43	4.01
P/E	21.32	21.23	20.09	13.53	11.56
P/B	5.94	5.18	4.24	3.35	2.68
EV/EBITDA	9.42	7.52	14.55	8.44	6.12

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,80	21,036	21,606	28,088	31,498
营业成本	17,39	17,563	17,998	23,131	25,836
营业税金及	105	100	97	126	142
销售费用	587	641	679	781	838
管理费用	433	474	562	632	646
研发费用	507	589	627	702	693
财务费用	-383	-410	-432	-562	-630
减值损失合	-3	-4	0	0	0
投资净收益	-4	-21	-25	-25	-25
其他	86	141	260	200	100
营业利润	2,234	2,194	2,311	3,452	4,049
营业外收支	-7	19	46	50	50
利润总额	2,227	2,213	2,358	3,502	4,099
所得税	354	317	354	525	615
净利润	1,873	1,896	2,004	2,977	3,484
少数股东损	-1	15	16	24	28
归属母公司	1,873	1,881	1,988	2,953	3,456
EBITDA	2,156	2,209	2,288	3,331	3,876
EPS(当	3.31	2.20	2.31	3.43	4.01

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,051	1,864	2,281	5,761	5,014
净利润	1,873	1,896	2,004	2,977	3,484
折旧摊销	287	388	362	391	408
财务费用	-196	-214	51	50	50
投资损失	4	21	25	25	25
营运资金变	3,063	-185	-55	2,368	1,098
其它	21	-43	-105	-50	-50
投资活动现金流	-2,178	-1,910	-410	-105	-103
资本支出	-827	-1,941	-54	-50	-50
长期投资	-1,372	-404	-20	-20	-20
其他	21	434	-336	-35	-33
筹资活动现金流	-182	545	-138	-481	-551
吸收投资	30	10	0	0	0
借款	511	-511	0	0	0
支付利息或	-206	-1,049	-336	-475	-547
现金流净增加额	2,690	498	1,733	5,175	4,360

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇SCI+EI论文，曾就职于国盛证券，带领团队获2024年新财富最佳分析师第四名、2023/2024年水晶球评选第四名、2024年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有3年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有3年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备3年以上新消费行业研究经验。2025年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind金牌分析师等评选中获得佳绩。2025年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。