

## 爱玛科技 (603529.SH)

## 强烈推荐 (维持)

## 2024 年稳健收官，看好 2025 年量价齐升

公司在 2024 年营收/归母净利润同比+2.71%/5.68%，在政策过渡年平稳收官，彰显经营韧性。我们看好 2025 年在以旧换新政策加持下，公司凭借产品优势+品牌效应超额受益。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 26.36/31.09/35.97 亿元，对应 PE 分别为 13.8/11.7/10.1 x，维持“强烈推荐”投资评级。

- **政策过渡年平稳收官，经营韧性凸显。** 2024 年公司实现营业收入 216.06 亿元/同比+2.71%，归母净利润 19.88 亿元/同比+5.68%，扣非归母净利润 17.92 亿元/同比+1.54%。2024 年受监管趋严、切标去库等影响，行业承压下行，公司在政策过渡年实现营收利润双增，经营韧性凸显。
- **产品结构升级持续，三轮增速亮眼。** 2024 年公司克服外部环境阻力，全年出货 1069.86 万台，同比基本持平，其中电动三轮车出货 54.99 万台/同比+28.87%，增速更为亮眼。ASP 方面，电动自行车/电动摩托车/电动三轮车分别为 1730/2200/3550 元，同比+2.4%/1.8%/5.6%，公司 SKU 聚焦、打造“单品旗舰”，露娜 2.0、仰望以及 A7 等更高价格带主力产品推动结构优化。
- **毛利率随产品结构优化提升，盈利能力优化。** 2024 年公司毛利率 17.76%/同比+1.38pct，电动自行车/电动摩托车/电动三轮车分别为 17.58%/17.22%/22.44%，同比分别+1.01%/2.46%/0.84 pct。费用方面，2024 年期间费用率 7.94%/同比+1.79pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 3.60%/2.56%/3.05%/-1.27%，同比分别+0.55%/+0.31%/+0.25%/+0.68 pct，公司费用控制有效，归母净利率 9.20%/同比+0.26pct。
- **以旧换新效果释放，看好公司凭借产品优势+品牌效应超额受益。** 据商务部数据，截至 4 月 8 日，全国电自以旧换新达 334.1 万辆(2024 年 9-12 月为 138.1 万辆)，ASP 约 2858 元，单车享受补贴约 680 元。24 年 12 月/25 年 1/2/3 月日均换新量分别为 2.36/0.50/3.08/6.0 万辆，以旧换新效果逐月更好释放。对于公司，今年推出元宇宙 play、元宇宙 plus 以及 A7 ultra 等潜在爆品，进一步提升产品竞争力，同时部分消费者在补贴刺激下有望从白牌杂牌转向品牌产品，预计公司作为行业龙头更好受益以旧换新。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 公司在 2024 年外部环境扰动下实现营收利润双增，经营韧性凸显。我们看好 2025 年在以旧换新政策加持下，公司凭借产品优势+品牌效应超额受益。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 26.36/31.09/35.97 亿元，对应 PE 分别为 13.8/11.7/10.1 x，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：** 监管力度骤严，终端消费力超预期下降，竞争格局恶化。

消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 42.07 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	862
已上市流通股 (百万股)	843
总市值 (十亿元)	36.3
流通市值 (十亿元)	35.5
每股净资产 (MRQ)	10.5
ROE (TTM)	22.0
资产负债率	60.8%
主要股东	张剑
主要股东持股比例	68.8%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	29	30
相对表现	12	30	22



## 相关报告

- 《爱玛科技 (603529) —Q3 表现受标准切换短期扰动，政策利好催化在途》2024-10-27
- 《爱玛科技 (603529) —Q2 经营表现超预期，公司竞争力强化》2024-08-26
- 《爱玛科技 (603529) —23 年压力下稳住业绩，基础稳固后续可期》2024-04-17

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	21036	21606	27418	31915	36313
同比增长	1%	3%	27%	16%	14%
营业利润(百万元)	2194	2310	3080	3638	4211
同比增长	-2%	5%	33%	18%	16%
归母净利润(百万元)	1881	1988	2636	3109	3597
同比增长	0%	6%	33%	18%	16%
每股收益(元)	2.18	2.31	3.06	3.61	4.17

PE	19.3	18.2	13.8	11.7	10.1
PB	4.7	4.0	3.3	2.8	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	9586	10233	13557	16842	20539
现金	6667	2914	5266	7796	10757
交易性投资	176	3670	3670	3670	3670
应收票据	0	18	23	27	30
应收款项	358	373	474	551	627
其它应收款	14	27	34	40	46
存货	575	811	1019	1184	1343
其他	1795	2420	3070	3574	4066
<b>非流动资产</b>	10307	13086	14194	15099	15839
长期股权投资	127	164	164	164	164
固定资产	2184	3674	4904	5918	6754
无形资产商誉	716	1133	1020	918	826
其他	7280	8114	8106	8100	8094
<b>资产总计</b>	<b>19893</b>	<b>23319</b>	<b>27750</b>	<b>31941</b>	<b>36378</b>
<b>流动负债</b>	10122	11933	14493	16590	18630
短期借款	0	74	0	0	0
应付账款	8492	9365	11776	13674	15519
预收账款	644	936	1177	1367	1551
其他	986	1557	1539	1549	1559
<b>长期负债</b>	1991	2246	2246	2246	2246
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1991	2246	2246	2246	2246
<b>负债合计</b>	<b>12113</b>	<b>14179</b>	<b>16739</b>	<b>18836</b>	<b>20876</b>
股本	862	862	862	862	862
资本公积金	1715	1790	1790	1790	1790
留存收益	5136	6378	8218	10273	12626
少数股东权益	68	110	143	181	226
归属于母公司所有者权益	7712	9030	10869	12924	15277
<b>负债及权益合计</b>	<b>19893</b>	<b>23319</b>	<b>27750</b>	<b>31941</b>	<b>36378</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1864	3166	4613	4915	5457
净利润	1896	2013	2668	3148	3641
折旧摊销	358	470	765	967	1133
财务费用	(214)	(230)	(348)	(406)	(461)
投资收益	21	(22)	(164)	(136)	(158)
营运资金变动	(113)	991	1693	1342	1303
其它	(84)	(56)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1910)	(6783)	(1709)	(1736)	(1714)
资本支出	(1960)	(3395)	(1873)	(1873)	(1873)
其他投资	50	(3389)	164	136	158
<b>筹资活动现金流</b>	545	(607)	(553)	(649)	(782)
借款变动	(704)	(155)	(105)	0	0
普通股增加	287	(0)	0	0	0
资本公积增加	(128)	75	0	0	0
股利分配	(1049)	(1046)	(796)	(1054)	(1244)
其他	2139	519	348	406	461
<b>现金净增加额</b>	<b>499</b>	<b>(4225)</b>	<b>2352</b>	<b>2530</b>	<b>2961</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	21036	21606	27418	31915	36313
营业成本	17563	17756	22326	25923	29422
营业税金及附加	100	110	139	162	184
营业费用	641	778	993	1117	1271
管理费用	474	554	617	718	817
研发费用	589	659	768	894	1017
财务费用	(410)	(275)	(348)	(406)	(461)
资产减值损失	(19)	(10)	(8)	(5)	(10)
公允价值变动收益	(17)	28	14	13	11
其他收益	173	245	140	126	146
投资收益	(21)	22	10	(2)	1
<b>营业利润</b>	2194	2310	3080	3638	4211
营业外收入	41	52	37	39	40
营业外支出	21	29	23	25	28
<b>利润总额</b>	2213	2333	3094	3652	4224
所得税	317	320	425	504	583
少数股东损益	15	25	33	39	45
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1881</b>	<b>1988</b>	<b>2636</b>	<b>3109</b>	<b>3597</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	1%	3%	27%	16%	14%
营业利润	-2%	5%	33%	18%	16%
归母净利润	0%	6%	33%	18%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.5%	17.8%	18.6%	18.8%	19.0%
净利率	8.9%	9.2%	9.6%	9.7%	9.9%
ROE	26.1%	23.7%	26.5%	26.1%	25.5%
ROIC	20.3%	20.6%	23.2%	23.1%	22.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.9%	60.8%	60.3%	59.0%	57.4%
净负债比率	0.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	25.3	25.6	24.4	23.5	23.3
应收账款周转率	64.9	57.7	61.8	59.4	58.8
应付账款周转率	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.18	2.31	3.06	3.61	4.17
每股经营净现金	2.16	3.67	5.35	5.70	6.33
每股净资产	8.95	10.48	12.61	15.00	17.73
每股股利	0.88	0.92	1.22	1.44	1.67
<b>估值比率</b>					
PE	19.3	18.2	13.8	11.7	10.1
PB	4.7	4.0	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	23.0	19.8	13.7	11.4	9.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。