

爱玛科技(603529)

报告日期: 2025年04月30日

盈利逆势显现真章, 量价弹性蓄势待发

——爱玛科技 2024 年年报 & 2025 年 Q1 业绩点评

投资要点

□ 2024 年业绩: 行业承压下彰显经营韧性, 单车净利逆势增长

- 收入&利润:** 2024 年实现营业收入 216.06 亿元 (yoy+2.71%), 归母净利润 19.88 亿元 (yoy+5.68%), 扣非归母净利润 17.92 亿元 (yoy+1.54%)。其中单 Q4 收入 41.4 亿元 (yoy+15.7%), 归母净利润 4.34 亿元 (yoy+34.2%)。
- 销量&单车:** 2024 年销量 1045.5 万辆 (yoy-2.66%), 对应单车 ASP 2067 元 (yoy+5.5%), 较 2023 年增长 108 元, 单车净利润 190 元 (yoy+8.3%)。受政策扰动行业销量整体受损, 单车净利逆势提升, 预计主要系爆品放量及降本增效。
- 产品结构:** 电动两轮车收入 182.5 亿元 (yoy-2.1%), 销量 990.6 万辆; 电动三轮车收入 19.5 亿元 (yoy+36.1%), 增速最快品类, 销量 55 万台, 单车 ASP 达到 3550 元 (yoy+5.6%); 配件收入 8.5 亿元 (yoy+30.8%), 意打造以车为载体的综合产品, 毛利率 13.6%, 预计主要系前期试水让利经销商。
- 盈利能力:** 2024 年毛利率 17.82% (yoy+1.3pct), 创上市以来新高; 归母净利率 9.20% (yoy+0.26pct), 经营质量持续优化。

□ 2025 年 Q1 业绩: 盈利质量超预期, 产能调配节奏可期

- 收入&利润:** 2025 年 Q1 实现收入 62.32 亿元 (yoy+25.82%), 归母净利润 6.05 亿元 (yoy+25.12%), 扣非归母净利润 5.93 亿元 (yoy+31.57%), 增长亮眼。考虑股权激励 (我们估计 Q1 有 0.17 亿元), 冲回影响后归母净利润 6.22 亿元 (yoy+28.64%)。
- 销量&单车:** 2025 年 Q1 销量预计 295 万辆 (yoy+20%), 对应 ASP 预计为 2113 元 (yoy+3%), 同比增加 101 元, 量价齐升。我们认为 Q1 表观销量可能低于终端动销, 原因是今年 1 月以来, 以旧换新政策刺激力度持续超企业预期, 终端需求增长迅速, 而产能调配需要一定时间响应, 导致短期供货承压, 我们预计后续公司紧急增加排产逐步匹配动销情况, 后续销量有望加速。
- 盈利能力:** 2025 年 Q1 毛利率 19.63% (yoy+1.59pct), 产品结构继续优化。冲回股权激励摊销后, 单车净利 211 元 (yoy+7.4%), 同比提 14.5 元。期间费用率 8.31%, 同比+1.35pct, 主要系研发费用率提升 0.43pct, 以及财务费用率提升 0.95pct。

□ 行业端: 多项政策带来需求端催化+供给端优化

- 需求端:** 以旧换新流程简化且补贴加强, 行业高景气度延续。截至 2025 年 4 月 24 日, 开年来置换量突破 420 万辆。截至 2025 年 4 月 11 日, 开年来置换量达到 352.6 万辆, 累计申请补贴达 24.1 亿元, 单车平均补贴 684 元, 刺激效果显著。爱玛渠道布局广泛, 门店参与度更高, 有望吸引更多客流, 带动份额提升。
- 供给端:** 新“新国标”推出, 有望带动行业集中度提升。我们认为, 电动两轮车后半场竞争的关键或为在合规基础上快速推出符合市场需求的车型, 爱玛科技作为行业龙头具备低成本合规+快速响应能力, 有望在这一轮供给优化中获得更多份额。

□ 企业端: 产品+技术+渠道+出海四维共驱增长

- 产品:** 爆款车型领衔潮流。2024 年, 公司推出了露娜、元宇宙等时尚女性爆品车型, DIY 皮肤+多巴胺配色激活年轻圈层; Q7 打造家庭豪华出行车型。

投资评级: 买入(维持)

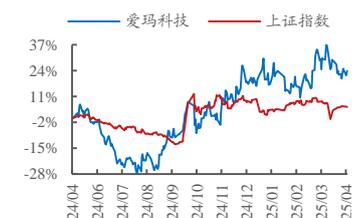
分析师: 邱世梁
 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王家艺
 执业证书号: S1230523080015
 wangjiayi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥42.49
总市值(百万元)	36,614.31
总股本(百万股)	861.72

股票走势图



相关报告

- 《盈利逆势增长, 量利双升可期》 2025.04.06
- 《短期表观略承压, 静候政策完善戴维斯双击》 2024.10.27
- 《收入增速亮眼, 份额有望继续进取》 2024.08.26

- 2) **技术：三电全栈自研+智能化生态闭环。**①电机方面，自研凸极电机匹配长续航车型，中置电机匹配高速电摩，并建立起三轮电机生产线。目前自研电机应用已超过 800 万台；②控制器方面，第二代蔚蓝控制器新增 TCS 牵引力控制及多地形模式；③电池方面，推进钠电研发，推出智能温控充电器延长电池寿命；④智能化方面，深化“人-车-机-盘-云-APP”生态闭环。公司核心零部件和智能化持续突破，品牌调性持续提高，产品结构有望持续优化。
- 3) **渠道：多维赋能经销商+场景化体验升级。**公司深化渠道精细化管理，通过“网格化布局+一区一代”实现经销商分级赋能，以两轮车→全品类经营打开收入喇叭口；门店层面，核心商圈加密布局+低效门店优化，升级第四代终端门店，并持续拓展 MISS 女性主题店、YOUNG 酷车品类店等，增强出行场景体验，单店效能显著提升。
- 4) **出海：东南亚产能突破，欧美新品类破局。**印尼工厂投产+百余家门店落地，本地化供应链响应能力提升；越南生产基地建设稳步推进+合作多家经销商打开市场；欧美通过参展 CES 及 E-bike 新品发布扩大品牌曝光。
- **盈利预测与估值：**
 政策红利下行业高景气不断延续，公司作为电动两轮车龙头，依托爆款矩阵发力、渠道精细化运营，未来增长有望持续超预期。预计 2025-2027 年公司营收 287.4/335.7/392.9 亿元，同增 33.0%/16.8%/17.1%，归母净利润 26.6/32.0/38.3 亿元，同增 33.7%/20.3%/19.8%，当前市值对应 PE 为 13.8/11.5/9.6 X。**爱玛科技作为供需两端向好行业的头部公司，公司质地优秀，经营稳健，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**
 政策推进进度不及预期；行业市场需求不及预期；海外市场开拓不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,606	28,741	33,569	39,293
(+/-) (%)	2.71%	33.02%	16.80%	17.05%
归母净利润	1,988	2,658	3,196	3,828
(+/-) (%)	5.68%	33.71%	20.26%	19.75%
每股收益(元)	2.31	3.08	3.71	4.44
P/E	18.42	13.78	11.45	9.57
ROE	22.02%	22.71%	21.45%	20.44%

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,233	15,113	20,301	26,771
现金	2,914	7,328	12,138	18,170
交易性金融资产	3,670	3,700	3,720	3,740
应收账款	391	489	572	672
其它应收款	28	32	35	45
预付账款	30	37	49	54
存货	811	1,076	1,254	1,464
其他	2,389	2,452	2,532	2,625
非流动资产	13,086	13,584	14,044	14,308
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	164	184	203	223
固定资产	3,674	4,242	4,606	4,703
无形资产	1,119	1,522	1,925	2,328
在建工程	2,048	1,695	1,508	1,390
其他	6,080	5,941	5,802	5,664
资产总计	23,319	28,697	34,345	41,079
流动负债	11,933	14,585	17,004	19,868
短期借款	74	0	0	0
应付款项	9,365	11,980	13,965	16,307
预收账款	21	27	32	37
其他	2,473	2,578	3,008	3,524
非流动负债	2,246	2,271	2,271	2,271
长期借款	0	0	0	0
其他	2,246	2,271	2,271	2,271
负债合计	14,179	16,857	19,276	22,139
少数股东权益	110	137	169	211
归属母公司股东权益	9,030	11,703	14,900	18,728
负债和股东权益	23,319	28,697	34,345	41,079

现金流量表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,166	5,631	5,991	7,030
净利润	1,988	2,658	3,196	3,828
折旧摊销	506	650	706	745
财务费用	(230)	24	24	24
投资损失	(22)	2	1	(12)
营运资金变动	963	2,290	2,062	2,445
其它	(40)	7	1	0
投资活动现金流	(6,783)	(1,145)	(1,157)	(975)
资本支出	(3,383)	(1,127)	(1,140)	(969)
长期投资	(3,614)	(28)	(18)	(18)
其他	213	10	1	13
筹资活动现金流	(607)	(73)	(24)	(24)
短期借款	74	(74)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(681)	1	(24)	(24)
现金净增加额	(4,222)	4,414	4,811	6,031

利润表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,606	28,741	33,569	39,293
营业成本	17,756	23,554	27,456	32,062
营业税金及附加	110	152	177	207
营业费用	778	1,006	1,175	1,375
管理费用	554	690	806	943
研发费用	659	805	940	1,100
财务费用	(275)	(365)	(427)	(499)
资产减值损失	(40)	(15)	0	0
公允价值变动损益	28	10	0	0
投资净收益	22	(2)	(1)	12
其他经营收益	245	223	306	370
营业利润	2,310	3,130	3,767	4,516
营业外收支	23	12	12	12
利润总额	2,333	3,142	3,779	4,528
所得税	320	457	550	659
净利润	2,013	2,685	3,229	3,870
少数股东损益	25	27	33	42
归属母公司净利润	1,988	2,658	3,196	3,828
EBITDA	2,476	3,185	3,722	4,350
EPS (最新摊薄)	2.31	3.08	3.71	4.44

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	2.71%	33.02%	16.80%	17.05%
营业利润	5.28%	35.51%	20.35%	19.90%
归属母公司净利润	5.68%	33.71%	20.26%	19.75%
获利能力				
毛利率	17.82%	18.05%	18.21%	18.40%
净利率	9.20%	9.25%	9.52%	9.74%
ROE	22.02%	22.71%	21.45%	20.44%
ROIC	15.44%	15.86%	15.26%	14.84%
偿债能力				
资产负债率	60.80%	58.74%	56.12%	53.90%
净负债比率	-11.44%	-46.52%	-68.47%	-86.33%
流动比率	0.86	1.04	1.19	1.35
速动比率	0.61	0.81	0.99	1.16
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.11	1.06	1.04
应收账款周转率	59.11	67.98	65.55	65.61
应付账款周转率	6.28	6.34	5.99	5.99
每股指标(元)				
每股收益	2.31	3.08	3.71	4.44
每股经营现金	3.67	6.54	6.95	8.16
每股净资产	10.48	13.58	17.29	21.73
估值比率				
P/E	18.42	13.78	11.45	9.57
P/B	4.05	3.13	2.46	1.96
EV/EBITDA	13.86	9.77	7.07	4.66

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>