

Q1 业绩符合预期，持续关注以旧换新贝塔下公司表现

核心观点

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。24 年在市场监管环境变化、下半年标准切换等各种因素扰动下仍取得了较为稳定的业绩表现，收入端 24 年同比增长 2.71%，利润端同比增长 5.68%；25Q1 受益于以旧换新政策对于两轮车板块终端销量和产品结构的拉动，收入和利润端同比增速中枢有所上移，收入同比增长 25.82%，利润端同比增长 25.12%，扣非净利润同比增长 31.57%。在今年政策端持续的助力下，行业性高景气的仍将持续，关注后续板块中相关标的潜在超预期的空间。

事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。

2024 年实现营业收入 216.06 亿元，同比增长 2.71%，实现归母净利润 19.88 亿元，同比增长 5.68%；扣非净利润实现 17.92 亿元，同比增长 1.54%；公司 25Q1 实现营业收入 62.32 亿元，同比增长 25.82%；实现归母净利润 6.05 亿元，同比增长 25.12%，实现扣非净利润 5.93 亿元，同比增长 31.57%。

简评

一、营收层面：24 年外部扰动下表现相对稳健，25Q1 营收如期高增

公司 2024 年实现收入 216.06 亿元，同比提升 2.71%。拆分量价：

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,036.12	21,606.29	27,223.93	29,946.32	34,138.81
YOY(%)	1.12	2.71	26.00	10.00	14.00
净利润(百万元)	1,881.12	1,987.93	2,586.24	2,701.14	3,074.10
YOY(%)	0.41	5.68	30.10	4.44	13.81
毛利率(%)	16.51	17.82	19.80	19.40	19.80
净利率(%)	8.94	9.20	9.50	9.02	9.00
ROE(%)	24.39	22.02	24.44	22.14	21.88
EPS(摊薄/元)	2.18	2.31	3.00	3.13	3.57
P/E(倍)	18.98	17.96	13.80	13.22	11.61
P/B(倍)	4.90	4.15	3.52	3.03	2.62

资料来源：iFinD，中信建投证券

爱玛科技(603529.SH)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

付田行

futianhang@csc.com.cn

010-56135264

SAC 编号:S1440524070015

发布日期：2025 年 05 月 10 日

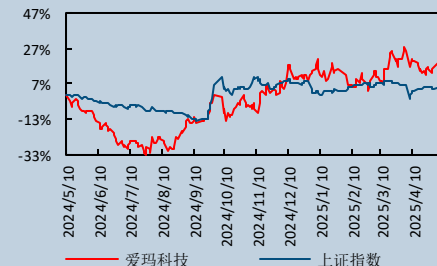
当前股价：41.43 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.85/-10.10	5.45/4.29	16.44/9.62
12 月最高/最低价(元)		46.97/24.99
总股本(万股)		86,171.60
流通 A 股(万股)		84,276.68
总市值(亿元)		357.01
流通市值(亿元)		349.16
近 3 月日均成交量(万)		505.34
主要股东		
张剑		68.80%

股价表现



相关研究报告

【中信建投其他家电 II】爱玛科技(603529):Q3 业绩短暂承压，产品结构预计仍延续优化趋势

24.11.05

24 年销量端核心板块（电自+电摩+电三轮）实现 1045.7 万台，同比下降 2.44%，据此计算均价同比会略提升大约 5pct。

拆解销量原因来看，预计主要系市场持续检查给到终端门店动销以一定冲击；与此同时，24 年 11 月换标前的行业集中清库给到出厂端销量以一定压力。从均价端来看，24 年在行业虽然销量表现相对疲软，但是由于龙头竞争策略相对克制，行业整体竞争环境相对较好，产品结构和均价普遍表现较好。

25Q1 实现营收 62.32 亿元，同比增长 25.82%，拆解量价来看，预计 25Q1 在开年逐步推进的以旧换新政策拉动下，销量端同比增长大约 20%，均价端在产品推新、政策推动产品结构优化的趋势下预计同比提升 5pct。整体呈现出以旧换新政策下行业层面销量增长、结构改善的趋势。

二、盈利能力

从毛利率角度看，公司 24Q4 毛利率 19.53%，同比略有下降，但预估从单车毛利角度来讲，仍有一定提升，毛利率下降的原因预计与整体业务结构（例如非核心业务中低毛利的自行车业务占比提升）变化等有一定关系；25Q1 实现毛利率 19.63%，同比提升 1.59pct，拆解来看，主要系产品结构同比优化之下带来的毛利率改善。

从费用率角度看，24Q4 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别-0.24%、-0.66%、-0.07%，整体看费用率同比下降的趋势比较明确，这里拆解原因主要系前三季度所确认的大约 8 千万股权激励费用在 Q4 的集中冲回，使得费用端压力在 Q4 有一定压减。25Q1 公司销售费用/管理费用/研发费用率同比分别-0.03%、0%、+0.43%，费用端略有提升，预计主要系 25 年一季度对于股权激励费用的确认，使得销售、管理、研发科目整体费用压力有所加大。

从净利角度看，24Q4 在费用率整体压降的助力之下，净利率同比提升 1.3pct；25Q1 尽管毛利率有所提振，但是由于股权激励费用的同比增加以及非经常性收益的减少，净利率同比略有承压。

三、行业高景气已经明牌，关注后续业绩潜在超预期空间

25 年开年，相关部门为推送电动自行车以旧换新，补贴力度明显加大，且换新流程明显优化，在政策的助力下，25 年 2 月之后以旧换新覆盖的范围逐步增加，拉动效果逐步体现，对应到公司业绩上，一季度两轮车板块包含雅迪、爱玛、九号、新日等品牌收入和盈利端都展现出较大弹性，市场也逐步充分定价了板块今年的高景气。后续需要持续关注：在政策端的持续助力下，相关标的业绩是否存在进一步超预期的可能。

投资建议：我们预计 25-27 年公司分别实现营业收入 272.24、299.46、341.39 亿元，同比分别 26%、10%、14%；分别实现归属母公司净利润 25.86、27.01、30.74 亿元，同比分别增长 30.10%、4.44%、13.81%。看好这一轮供给、需求端双重政策催化下的龙头行情，维持买入评级。

风险提示：

- 1) **行业竞争加剧的风险：**近年来，随着行业的规范发展和竞争秩序的优化，众多小规模企业退出市场，行业竞争焦点在于领先企业之间的竞争，呈现出新的态势，具体体现为在提升产品性能、扩大服务覆盖的同时不断降低销售价格，竞争难度大幅度提升，如果生产企业不能及时根据市场需求持续推出高性价比的产品并提供高品质的服务，很可能会失去原有的竞争优势和行业地位。

- 2) **行业政策风险：**《电动自行车行业规范条件》和《电动自行车行业规范公告管理办法》、《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》对电动自行车的生产标准和电动自行车锂电池使用标准等提出了更高的要求，同时国家也在着手制定新的电动两轮车强制性国家标准，若公司不能及时采取有效措施应对行业相关监管政策的变化，将会对公司的经营业绩及未来发展造成不利影响。
- 3) **产品研发风险：**随着消费者消费意识的提升及消费升级的趋势愈发明显，消费者对电动两轮车的需求呈现出时尚化、智能化、网联化的特征，这就要求电动两轮车生产企业不断对消费需求的趋势进行研究和预判，持续进行产品创新和技术研发，推出具有新造型、新功能的新车型以满足用户不断升级的消费需求，若生产企业预判失误或新车型的市场接受度未达预期，则会对业绩产生不良影响。

分析师介绍

马王杰

中信建投证券家电行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士，曾就职于申万宏源、天风和国盛证券。研究扎实，观点鲜明。所在团队曾获 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队。

付田行

futianhang@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk