

爱玛科技 (603529.SH)

公司量价齐升逻辑持续，分红比例超预期提升

2025 年 08 月 23 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

骆扬（分析师）

lvming@kysec.cn

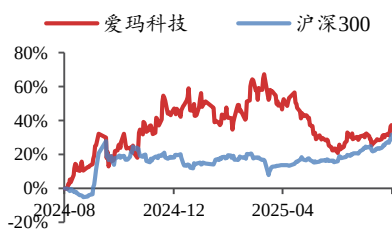
luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790525050002

日期	2025/8/22
当前股价(元)	37.94
一年最高最低(元)	47.44/26.41
总市值(亿元)	329.72
流通市值(亿元)	321.51
总股本(亿股)	8.69
流通股本(亿股)	8.47
近 3 个月换手率(%)	52.01

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025Q1 公司实现量价齐升，行业周期向上龙头业绩弹性可期——公司信息更新报告》-2025.4.28

《2024 年龙头经营韧性彰显，2025 看好公司超额受益行业贝塔改善——公司信息更新报告》-2025.4.16

《2024 平稳收官，2025 看好公司乘行业东风重进量价齐升通道——公司信息更新报告》-2025.4.3

● 2025Q2 收入、利润同比增速亮眼，盈利能力持续提升，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营业收入 130.31 亿元(同比+23.04%，下同)，归母净利润 12.13 亿元(+27.56%)，扣除归母净利润 11.83 亿元(+32.44%)。单季度看，公司 2025Q2 实现营业收入 67.98 亿元(+20.59%)，归母净利润 6.08 亿元(+30.08%)。公司提升现金分红比例，2025 上半年公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.628 元，拟派发现金红利 5.46 亿元(含税)，占 2025H1 归母净利润比例为 45.01%。2025 年我们看好公司超额受益于行业贝塔改善，两轮+三轮产品双轮驱动下业绩持续增长可期，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 26.24/32.58/37.59 亿元，对应 EPS 3.02/3.75/4.33 元，当前股价对应 PE 为 12.6/10.1/8.8 倍，公司渠道+产品+品牌竞争力仍强，看好业绩弹性向上，维持“买入”评级。

● 单车拆分：2025Q2 公司产品实现量价齐升，产品结构持续改善

2025Q2 公司单车 ASP 同比持续提升，销量受益终端动销强劲+补库增速亮眼：**销量方面**，2025Q2 公司销量在爆款产品带动下同比+17%至 330 万台，其中电动两轮车 319 万台，电动三轮车 11 万台。**单车 ASP 及单车利润方面**，2025Q2 我们预计单车 ASP 为 2060 元/台(+2.9%)，单车利润为 184 元/台(+11.0%)，单车扣非利润为 179 元/台(+13.8%)，公司在产品结构优化下价增逻辑持续兑现。

● 盈利能力：产品结构优化+控费平稳下，2025Q2 毛、净利率同比提升明显

公司 2025H1 毛利率 19.25% (+1.4pct)，期间费用率为 8.4% (+0.4pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.8%/2.5%/2.7%/-0.7%，同比分别持平/-0.2/-0.1/+0.8pct。综合影响下，2025H1 销售净利率为 9.5% (+0.4pct)。公司毛、净利率提升，高毛利中高端新品占比提升，产品结构持续改善带动单车盈利上移。单季度看，2025Q2 毛利率 18.9% (+1.3%)，期间费用率为 8.4% (-0.3pct)，综合影响下 2025Q2 销售净利率为 9.2% (+0.7pct)。

● **行业动销拐点向上、格局优化在即，2025 看好公司超额受益于行业贝塔改善**
展望公司发展，行业层面，2025 年以旧换新活动刺激下行业动销持续向好，整体出货量有望达到双位数增长；中小厂商面临产品监管趋严、生产端成本增加及产品研发推新投入增加三重压力，或再推行业出清、整合。**公司层面**，公司作为电动两轮车龙头，目前已经在产品、产能上做好充足应对储备，预计超额受益于行业销量增长及格局优化，2025 年业绩拐点向上可期。同时，公司 2025 年 7 月推出新品 ZeroAIMA Xplorer-1 电动行李箱，最高时速 13km/h，续航超 10km，产品兼具行李箱、代步车、移动电源和临时座椅多重角色，有效解决短途出行痛点，有助于公司产品品类扩充，推动公司从制造型企业往科技型企业转型。

● **风险提示：**行业销量不及预期，行业竞争恶化，公司产品调整不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,036	21,606	28,121	34,496	39,923
YOY(%)	1.1	2.7	30.2	22.7	15.7
归母净利润(百万元)	1,881	1,988	2,624	3,258	3,759
YOY(%)	0.4	5.7	32.0	24.1	15.4
毛利率(%)	16.5	17.8	18.0	18.2	18.4
净利率(%)	8.9	9.2	9.3	9.4	9.4
ROE(%)	24.4	22.0	23.4	23.6	22.3
EPS(摊薄/元)	2.16	2.29	3.02	3.75	4.33
P/E(倍)	17.5	16.6	12.6	10.1	8.8
P/B(倍)	4.5	3.8	3.1	2.5	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9586	10233	16189	18873	24969
现金	6667	2914	11959	13442	19755
应收票据及应收账款	358	391	534	605	697
其他应收款	16	28	29	40	40
预付账款	37	30	49	52	62
存货	575	811	998	1210	1343
其他流动资产	1933	6060	2621	3524	3072
非流动资产	10307	13086	13802	14510	15008
长期投资	127	164	170	184	191
固定资产	2184	3674	4581	5308	5777
无形资产	716	1119	1203	1311	1443
其他非流动资产	7280	8129	7848	7707	7597
资产总计	19893	23319	29991	33383	39977
流动负债	10122	11933	16785	17849	21668
短期借款	0	74	0	0	0
应付票据及应付账款	8492	9365	13920	14500	18346
其他流动负债	1630	2493	2866	3349	3321
非流动负债	1991	2246	1935	1616	1281
长期借款	1645	1747	1436	1117	782
其他非流动负债	346	499	499	499	499
负债合计	12113	14179	18720	19465	22949
少数股东权益	68	110	127	148	180
股本	862	862	862	862	862
资本公积	1763	1578	1578	1578	1578
留存收益	5136	6378	8223	10516	13262
归属母公司股东权益	7712	9030	11144	13770	16848
负债和股东权益	19893	23319	29991	33383	39977

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1864	3166	8715	3837	7095
净利润	1896	2013	2641	3279	3791
折旧摊销	358	470	480	607	704
财务费用	-410	-275	-452	-753	-958
投资损失	21	-22	5	2	2
营运资金变动	-352	820	5945	732	3596
其他经营现金流	351	160	96	-30	-39
投资活动现金流	-1910	-6783	445	-2167	-733
资本支出	1960	3395	1256	1281	1178
长期投资	-404	-3588	-6	-14	-7
其他投资现金流	454	200	1707	-872	452
筹资活动现金流	545	-607	-115	-187	-50
短期借款	-511	74	-74	0	0
长期借款	1645	102	-311	-319	-335
普通股增加	287	-0	0	0	0
资本公积增加	-214	-186	0	0	0
其他筹资现金流	-662	-598	270	132	285
现金净增加额	498	-4222	9045	1483	6313

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21036	21606	28121	34496	39923
营业成本	17563	17756	23050	28207	32561
营业税金及附加	100	110	130	168	193
营业费用	641	778	1601	2297	2086
管理费用	474	554	309	526	619
研发费用	589	659	562	397	1218
财务费用	-410	-275	-452	-753	-958
资产减值损失	-4	-40	0	0	0
其他收益	173	245	130	156	176
公允价值变动收益	-17	28	2	0	3
投资净收益	-21	22	-5	-2	-2
资产处置收益	0	27	5	8	10
营业利润	2194	2310	3056	3822	4397
营业外收入	41	52	39	41	43
营业外支出	21	29	26	29	26
利润总额	2213	2333	3070	3834	4414
所得税	317	320	429	555	623
净利润	1896	2013	2641	3279	3791
少数股东损益	15	25	17	21	31
归属母公司净利润	1881	1988	2624	3258	3759
EBITDA	2480	2835	3428	4122	4671
EPS(元)	2.16	2.29	3.02	3.75	4.33

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1.1	2.7	30.2	22.7	15.7
营业利润(%)	-1.8	5.3	32.3	25.1	15.1
归属于母公司净利润(%)	0.4	5.7	32.0	24.1	15.4
获利能力					
毛利率(%)	16.5	17.8	18.0	18.2	18.4
净利率(%)	8.9	9.2	9.3	9.4	9.4
ROE(%)	24.4	22.0	23.4	23.6	22.3
ROIC(%)	18.8	18.0	18.9	19.1	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	60.9	60.8	62.4	58.3	57.4
净负债比率(%)	-60.6	-6.6	-86.1	-82.6	-106.5
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.6	0.9	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	64.9	59.1	62.0	60.6	61.3
应付账款周转率	7.0	6.3	6.7	6.5	6.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.16	2.29	3.02	3.75	4.33
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	3.64	10.03	4.42	8.16
每股净资产(最新摊薄)	8.38	9.89	12.33	15.35	18.89
估值比率					
P/E	17.5	16.6	12.6	10.1	8.8
P/B	4.5	3.8	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	11.2	10.1	6.2	4.5	2.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn