



爱玛科技 (603529.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入利润增长延续，新国标利好公司

长期格局

业绩简评

2025 年 10 月 23 日公司披露三季报，2025 年前三季度共计实现营业收入 210.9 亿元，同比增长 20.8%，归母净利润 19.07 亿元，同比增长 22.8%，扣非归母净利润 18.34 亿元，同比增长 26.8%。单季度看，公司 25Q3 实现营业收入 80.6 亿元，同比增长 17.3%，归母净利润 6.9 亿元，同比增长 15.2%。业绩符合预期。

经营分析

25Q3 收入、利润延续双位数增长，但新老国标切换下 Q3 增速放缓。我们预计三季度公司量价均有小幅提升。根据奥维云网数据，2025 年三季度两轮车行业内销出货 2150.5 万台，同比增幅 23.4%。政策规定 2025 年 9 月 1 日起全面终止旧规范车型生产权限。头部企业在新国标过渡期内采取旧国标车型加速去库以及推进新国标车型迭代“双线并行”策略，预计工厂出货端 7-9 月前高后低。价格方面以旧换新政策带动产品高端化，根据久谦线上数据，爱玛两轮车均价同比/环比增长 43.3%/1.7%。

利润率同比提升，销售费用投放加大。25Q3 公司销售毛利率 18.00%，同比+7.21pct，销售净利率 8.81%，同比-1.01pct，扣非销售净利率 8.07%，同比+0.36pct。费用端，Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.6%/2.6%/2.4%/-0.6%，同比分别为 +0.7/+0.3/0.0/+0.3pct，费用率提升较多，预计主要由新国标切换加大促销、高端零际品牌推出等费用投入导致。

四季度预计进入新国标产品铺开及去库存阶段，整体新车型及销售资源仍需看 26 年。但新国标落地后，长期看利好头部公司竞争格局，中小品牌退出将为公司销量贡献增量。公司渠道+三电优势下，有望更多承接中小品牌退出份额，且长期来看公司三轮车+出海成长空间广阔。

盈利预测、估值与评级

公司系行业龙头，具备显著下沉渠道和“三电”优势。预计公司 25-27 年调整后归母净利分别为 25/29/34 亿元，同比增长 23.8%/18.8%/16%，当前股价对应 PE 分别为 11.5x/9.7x/8.3x，维持“买入”评级。

风险提示

竞争激烈导致价格战风险；原材料价格大幅波动风险；股份解禁风险；可转债股价高于现价风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张敏敏 (执业 S1130521080001)

zhangminmin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：32.58 元

相关报告：

1. 《爱玛科技公司点评：业绩表现靓丽，分红比例上升，3Q 政策驱动有...》，2025.8.25
2. 《爱玛科技深度：产品&渠道优化推动量价齐升，两轮电动车龙头开启...》，2025.7.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	21,036	21,606	27,047	31,711	35,567
营业收入增长率	1.12%	2.71%	25.18%	17.24%	12.16%
归母净利润 (百万元)	1,881	1,988	2,461	2,924	3,394
归母净利润增长率	0.41%	5.68%	23.81%	18.78%	16.08%
摊薄每股收益 (元)	2.182	2.307	2.832	3.364	3.905
每股经营性现金流净额	2.08	3.67	5.50	6.45	6.63
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.39%	22.02%	23.41%	23.83%	23.73%
P/E	11.47	17.78	11.50	9.69	8.34
P/B	2.80	3.91	2.69	2.31	1.98

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	20,802	21,036	21,606	27,047	31,711	35,567
增长率	1.1%	2.7%	25.2%	17.2%	12.2%	
主营业务成本	-17,399	-17,563	-17,756	-22,189	-25,936	-29,060
%销售收入	83.6%	83.5%	82.2%	82.0%	81.8%	81.7%
毛利	3,404	3,473	3,851	4,858	5,775	6,507
%销售收入	16.4%	16.5%	17.8%	18.0%	18.2%	18.3%
营业税金及附加	-105	-100	-110	-95	-114	-128
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-587	-641	-778	-933	-1,142	-1,280
%销售收入	2.8%	3.0%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%
管理费用	-433	-474	-554	-676	-824	-925
%销售收入	2.1%	2.3%	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%
研发费用	-507	-589	-659	-811	-951	-1,067
%销售收入	2.4%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,772	1,668	1,750	2,343	2,743	3,106
%销售收入	8.5%	7.9%	8.1%	8.7%	8.7%	8.7%
财务费用	383	410	275	174	295	473
%销售收入	-1.8%	-2.0%	-1.3%	-0.6%	-0.9%	-1.3%
资产减值损失	15	-19	-37	-17	-3	-2
公允价值变动收益	-12	-17	28	30	30	30
投资收益	-4	-21	22	23	22	22
%税前利润	n.a	n.a	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	2,234	2,194	2,310	2,824	3,358	3,899
营业利润率	10.7%	10.4%	10.7%	10.4%	10.6%	11.0%
营业外收支	-7	19	23	23	22	22
税前利润	2,227	2,213	2,333	2,847	3,380	3,921
利润率	10.7%	10.5%	10.8%	10.5%	10.7%	11.0%
所得税	-354	-317	-320	-376	-446	-518
所得税率	15.9%	14.3%	13.7%	13.2%	13.2%	13.2%
净利润	1,873	1,896	2,013	2,471	2,934	3,404
少数股东损益	-1	15	25	10	10	10
归属于母公司的净利润	1,873	1,881	1,988	2,461	2,924	3,394
净利率	9.0%	8.9%	9.2%	9.1%	9.2%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,873	1,896	2,013	2,471	2,934	3,404
少数股东损益	-1	15	25	10	10	10
非现金支出	272	407	543	576	627	683
非经营收益	-156	-254	-353	0	-54	-64
营运资金变动	2,983	-255	959	1,735	2,098	1,736
经营活动现金净流	4,971	1,794	3,162	4,783	5,605	5,760
资本开支	-827	-1,941	-3,383	-1,318	-973	-873
投资	-1,372	-404	-3,614	-1,070	-270	-420
其他	21	400	213	23	22	22
投资活动现金净流	-2,178	-1,944	-6,783	-2,365	-1,221	-1,271
股权募资	30	10	214	0	0	0
债权募资	511	1,485	12	113	-649	0
其他	-723	-950	-833	-1,031	-1,215	-1,393
筹资活动现金净流	-182	545	-607	-918	-1,864	-1,393
现金净流量	2,609	395	-4,226	1,500	2,520	3,096

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,633	6,667	2,914	4,414	6,934	10,030
应收款项	327	382	437	501	570	640
存货	811	575	811	846	989	1,108
其他流动资产	3,762	1,961	6,071	7,055	7,272	7,478
流动资产	11,533	9,586	10,233	12,816	15,766	19,256
%总资产	62.4%	48.2%	43.9%	47.8%	52.2%	56.3%
长期投资	383	411	370	470	570	820
固定资产	2,119	3,176	5,722	6,312	6,543	6,723
%总资产	11.5%	16.0%	24.5%	23.6%	21.6%	19.7%
无形资产	502	755	1,174	1,347	1,514	1,575
非流动资产	6,939	10,307	13,086	13,970	14,465	14,954
%总资产	37.6%	51.8%	56.1%	52.2%	47.8%	43.7%
资产总计	18,471	19,893	23,319	26,786	30,231	34,211
短期借款	517	18	105	679	30	30
应付款项	9,954	9,120	10,479	12,242	14,327	16,053
其他流动负债	1,000	985	1,349	1,455	1,699	1,907
流动负债	11,471	10,122	11,933	14,375	16,056	17,990
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	266	1,991	2,246	1,784	1,784	1,784
负债	11,737	12,113	14,179	16,159	17,840	19,773
普通股股东权益	6,721	7,712	9,030	10,507	12,261	14,297
其中：股本	575	862	862	869	869	869
未分配利润	4,013	4,705	5,947	7,424	9,178	11,214
少数股东权益	13	68	110	120	130	140
益合计	18,471	19,893	23,319	26,786	30,231	34,211

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.260	2.182	2.307	2.832	3.364	3.905
每股净资产	11.695	8.947	10.479	12.089	14.108	16.451
每股经营现金净流	8.649	2.082	3.669	5.550	6.504	6.684
每股股利	1.304	0.882	0.924	1.143	1.357	1.575
回报率						
净资产收益率	27.87%	24.39%	22.02%	23.43%	23.85%	23.74%
总资产收益率	10.14%	9.46%	8.53%	9.19%	9.67%	9.92%
投入资本收益率	20.51%	15.12%	13.71%	15.56%	16.78%	16.61%
增长率						
主营业务收入增长率	35.09%	1.12%	2.71%	25.18%	17.24%	12.16%
EBIT 增长率	270.94%	-5.86%	4.92%	33.88%	17.10%	13.23%
净利润增长率	182.14%	0.41%	5.68%	23.81%	18.78%	16.08%
总资产增长率	37.88%	7.70%	17.22%	14.87%	12.86%	13.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.4	5.6	6.2	6.0	5.8	5.8
存货周转天数	16.8	14.4	14.2	14.2	14.2	14.2
应付账款周转天数	49.0	51.9	58.1	58.0	58.2	58.2
固定资产周转天数	35.7	37.9	62.1	49.4	40.2	33.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-92.94%	-66.59%	-51.78%	-53.25%	-72.86%	-85.36%
EBIT 利息保障倍数	-4.6	-4.1	-6.4	-13.5	-9.3	-6.6
资产负债率	63.54%	60.89%	60.80%	60.33%	59.01%	57.80%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	20	23	41
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.09	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究