

2025 年 10 月 24 日

2025Q3 单车价利齐升，国标落地驱动行业提质发展

爱玛科技(603529)

评级：	买入	股票代码：	603529
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	47.44/32.15
目标价格：		总市值(亿)	283.16
最新收盘价：	32.58	自由流通市值(亿)	276.14
		自由流通股数(百万)	847.56

事件概述

公司发布 2025 三季度报告，2025 前三季度公司实现营收 210.93 亿元，同比+20.78%；归母净利 19.07 亿元，同比+22.78%；扣非归母净利 18.34 亿元，同比+26.78%。单季度看，2025Q2 实现营收 80.62 亿元，同比+17.30%；归母净利 6.95 亿元，同比+15.24%；扣非归母净利 6.51 亿元，同比+17.64%。现金流方面，2025 前三季度经营性现金流净额 55.69 亿元，同比提升明显。

分析判断：

国内持续优化产品竞争力，国标落地驱动行业提质发展

2025Q3 公司营收延续较好的增长态势。量价拆分看，价格方面行业竞争态势相对良好，公司出货结构升级顺畅，我们预计三季度公司出货 ASP 同比有个位数增长；销量方面，三季度行业进入新老标准切换的过渡期，我们预计公司动销总体处于前高后低的态势。2025 年 9 月 1 日起工厂端将正式执行新国标政策，另一方面 12 月 1 日起终端销售端要落地新国标车型。从行业运行态势看，7-8 月工厂端集中向渠道端批发老国标车阶段，反映工厂端动销积极向好；从 9 月至 12 月渠道端总体处于清理老国标车的阶段，一定程度放缓了工厂端的动销节奏。另外我们判断前期的国补催化力度更多体现在上半年，3 季度行业总体动销受此影响不大。后续展望看新国标在整车质量、车速、机械安全、电器安全等方面都做了明细规定，我们认为新国标使行业更为规范化，驱动行业升级发展，看好后续龙头在新国标执行下的份额提升。

结构调整顺畅毛利率提升，控费优异净利率相对稳定

盈利能力方面，公司 2025Q3 毛利率 18.00% (+1.21pct)，我们判断系旺季产品结构持续优化提升所致。期间费率 8.12% (+1.28pct，环比-0.29pct)，其中销售费率 3.64% (+0.67pct)（我们判断系公司加大渠道推广与营销宣传投入所致）；管理费率 2.62% (+0.31pct)；财务费率-0.56% (+0.31pct)；研发费率 2.43%（同比基本持平），研发方面公司聚焦电机、电控系统、智能化控制等核心技术自主研发，在多项关键零部件领域具备研发和制造能力，包括车架、喷涂件、电机、电控、车把、前叉等并具备行业领先的电池系统集成与适配能力。综合作用下净利率 8.81% (-0.09pct)。

投资建议

公司作为电动两轮车行业的龙头企业，产品力、渠道力、品牌力、科技力、生产力和运营力共同推动公司经营成效持续攀升。结合公司前三季报业绩情况，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 257.00/303.10/352.13 亿元（前值为 271.39/314.62/355.96 亿元），归母净利润分别为 24.62/29.26/34.45 亿元（前值为 25.91/30.27/33.95 亿元），EPS 分别为 2.83/3.37/3.96 元（前值为 2.98/3.48/3.91 元），对应 2025 年 10 月 23 日 32.58 元收盘价，PE 分别为 12/10/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

相关政策推进不及预期，行业竞争加剧，终端需求大幅下行。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,036	21,606	25,700	30,310	35,213
YoY (%)	1.1%	2.7%	18.9%	17.9%	16.2%
归母净利润(百万元)	1,881	1,988	2,462	2,926	3,445
YoY (%)	0.4%	5.7%	23.9%	18.8%	17.7%
毛利率 (%)	16.5%	17.8%	18.3%	18.5%	18.7%
每股收益 (元)	2.20	2.37	2.83	3.37	3.96
ROE	24.4%	22.0%	22.1%	20.8%	19.7%
市盈率	14.81	13.75	11.50	9.68	8.22

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

华西轻工&家电联合覆盖

分析师: 吴菲菲

邮箱: wuff@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525090001

联系电话:

分析师: 纪向阳

邮箱: jixy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525020004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21,606	25,700	30,310	35,213	净利润	2,013	2,462	2,926	3,445
YoY (%)	2.7%	18.9%	17.9%	16.2%	折旧和摊销	506	394	392	386
营业成本	17,756	21,009	24,692	28,628	营运资金变动	963	2,504	9,535	3,326
营业税金及附加	110	103	121	141	经营活动现金流	3,166	5,259	12,867	7,116
销售费用	778	771	1,015	1,092	资本开支	-3,383	-190	-153	-40
管理费用	554	540	637	739	投资	-3,614	-33	-33	0
财务费用	-275	-41	-107	-386	投资活动现金流	-6,783	-1,195	-214	-40
研发费用	659	720	849	987	股权募资	214	194	0	0
资产减值损失	-40	0	0	0	债务募资	12	-16	0	0
投资收益	22	-19	-22	0	筹资活动现金流	-607	-302	-26	0
营业利润	2,310	2,836	3,370	4,012	现金净流量	-4,222	3,761	12,626	7,076
营业外收支	23	30	35	40	主要财务指标				
利润总额	2,333	2,865	3,405	4,052	成长能力 (%)				
所得税	320	403	479	608	营业收入增长率	2.7%	18.9%	17.9%	16.2%
净利润	2,013	2,462	2,926	3,445	净利润增长率	5.7%	23.9%	18.8%	17.7%
归属于母公司净利润	1,988	2,462	2,926	3,445	盈利能力 (%)				
YoY (%)	5.7%	23.9%	18.8%	17.7%	毛利率	17.8%	18.3%	18.5%	18.7%
每股收益	2.37	2.83	3.37	3.96	净利率	9.2%	9.6%	9.7%	9.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	8.5%	8.7%	7.1%	7.2%
货币资金	2,914	6,676	19,302	26,378	净资产收益率 ROE	22.0%	22.1%	20.8%	19.7%
预付款项	30	33	39	0	偿债能力 (%)				
存货	811	959	1,127	1,307	流动比率	0.86	1.14	1.21	1.32
其他流动资产	6,479	9,048	9,209	9,281	速动比率	0.59	0.74	0.96	1.10
流动资产合计	10,233	16,715	29,677	36,967	现金比率	0.24	0.46	0.79	0.94
长期股权投资	164	164	164	164	资产负债率	60.8%	60.1%	65.4%	63.3%
固定资产	3,674	3,308	2,942	2,575	经营效率 (%)				
无形资产	1,119	1,311	1,474	1,534	总资产周转率	1.00	1.00	0.88	0.79
非流动资产合计	13,086	11,495	11,297	10,991	每股指标 (元)				
资产合计	23,319	28,211	40,974	47,958	每股收益	2.37	2.83	3.37	3.96
短期借款	74	74	74	74	每股净资产	10.48	12.82	16.18	20.15
应付账款及票据	9,365	12,556	22,045	27,850	每股经营现金流	3.67	6.05	14.80	8.19
其他流动负债	2,493	2,006	2,354	88	每股股利	0.92	0.63	0.00	0.00
流动负债合计	11,933	14,636	24,473	28,012	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	13.75	11.50	9.68	8.22
其他长期负债	2,246	2,325	2,325	2,325	PB	3.91	2.54	2.01	1.62
非流动负债合计	2,246	2,325	2,325	2,325					
负债合计	14,179	16,962	26,799	30,338					
股本	862	873	873	873					
少数股东权益	110	110	110	110					
股东权益合计	9,140	11,249	14,175	17,620					
负债和股东权益合计	23,319	28,211	40,974	47,958					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。