

爱玛科技 (603529.SH)

公司量价齐升逻辑持续兑现，高端子品牌蓄势待发

2025 年 10 月 24 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

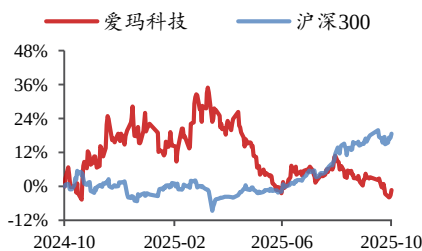
luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790525050002

日期	2025/10/24
当前股价(元)	33.18
一年最高最低(元)	47.44/32.15
总市值(亿元)	288.38
流通市值(亿元)	281.22
总股本(亿股)	8.69
流通股本(亿股)	8.48
近 3 个月换手率(%)	54.52

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司量价齐升逻辑持续，分红比例超预期提升——公司信息更新报告》-2025.8.24

《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

● **2025Q3 收入、利润双位数增长延续，盈利能力持续提升，维持“买入”评级**
公司 2025Q1-Q3 营业收入 210.9 亿元(+20.8%)，归母净利润 19.07 亿元(+22.8%)，扣非归母净利润 18.34 亿元(+26.8%)。公司 2025Q3 实现营业收入 80.6 亿元(+17.3%)，归母净利润 6.9 亿元(+15.2%)。考虑到国补对行业拉动减弱+行业将进入年末淡季，经销商提货节奏放慢，以致阶段性影响行业及公司产品动销，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 23.01/26.01/30.92 亿元（原值为：26.24/32.58/37.59 亿元），对应 EPS 2.65/2.99/3.56 元，当前股价对应 PE 为 12.5/11.1/9.3 倍，公司渠道+产品+品牌竞争力仍强，维持“买入”评级。

● **单车拆分：2025Q3 公司产品结构持续优化，量价齐升逻辑持续兑现**
2025Q3 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**，我们预计 25Q3 公司销量同比增长约 11%左右至 382 万台，在爆品元宇宙、马赫等带动下，销量连续三个季度双位数增长。**单车 ASP 及单车利润方面**，2025Q3 我们预计单车 ASP 约为 2111 元/台（+6%），单车利润约为 182 元/台（+4%），产品结构优化下公司单车 ASP 及单车利润同比持续提升。

● **盈利能力：产品结构优化+控费平稳下，2025Q1-Q3 毛、净利率同比提升**
公司 2025Q1-Q3 毛利率 18.8%（+1.4pct），期间费用率为 8.3%（+0.8pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.8%/2.5%/2.7%/-0.6%，同比分别 +0.2/持平/持平/+0.6pct。综合影响下，2025Q1-Q3 销售净利率为 9.2%（+0.2pct）。单季度看，2025Q3 毛利率 18.0%（+1.2%），期间费用率为 8.1%（+1.2pct），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 +0.7/+0.3/持平/+0.3pct，销售费用率提升较明显，我们预计主系公司将一部分渠道拓展成本转换至费用计提。综合影响下 2025Q3 销售净利率为 8.8%（-0.1pct），维持较高水平。

● **公司展望：行业格局优化在即，公司高端子品牌蓄势待发**
行业层面，2025 年以旧换新活动刺激下行业动销持续向好，整体出货量预计为高个位数增长；2026 年行业全面进入新国标规范期，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，2026 年业绩拐点向上可期。同时，公司全新高端电摩品牌 SCOOX 零际已于 9 月召开经销商大会，经销商积极性高，到场经销商全部签署合作意向；公司将于 2025 年 10 月 28 日在北京举办全球品牌发布会，正式揭晓首款高端电摩产品及未来战略规划；高端子品牌的扩充，有助于公司产品结构进一步优化，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	24,311	27,300	32,250
YOY(%)	1.1	2.7	12.5	12.3	18.1
归母净利润(百万元)	1,881	1,988	2,301	2,601	3,092
YOY(%)	0.4	5.7	15.8	13.0	18.9
毛利率(%)	16.5	17.8	18.2	18.2	18.5
净利率(%)	8.9	9.2	9.5	9.5	9.6
ROE(%)	24.4	22.0	21.2	20.2	20.3
EPS(摊薄/元)	2.16	2.29	2.65	2.99	3.56
P/E(倍)	15.3	14.5	12.5	11.1	9.3
P/B(倍)	4.0	3.4	2.8	2.3	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	12906	15899	20343
现金	6667	2914	9065	10812	15566
应收票据及应收账款	358	391	411	491	562
其他应收款	16	28	21	34	31
预付账款	37	30	38	42	51
存货	575	811	750	998	1061
其他流动资产	1933	6060	2621	3524	3072
非流动资产	10307	13086	13215	13437	13945
长期投资	127	164	170	184	191
固定资产	2184	3674	4093	4415	4876
无形资产	716	1119	1203	1311	1443
其他非流动资产	7280	8129	7750	7526	7435
资产总计	19893	23319	26122	29336	34287
流动负债	10122	11933	13270	14838	17673
短期借款	0	74	0	0	0
应付票据及应付账款	8492	9365	10728	11776	14725
其他流动负债	1630	2493	2542	3062	2948
非流动负债	1991	2246	1906	1565	1246
长期借款	1645	1747	1407	1066	746
其他非流动负债	346	499	499	499	499
负债合计	12113	14179	15176	16403	18919
少数股东权益	68	110	125	142	168
股本	862	862	862	862	862
资本公积	1763	1578	1578	1578	1578
留存收益	5136	6378	7996	9827	12085
归属母公司股东权益	7712	9030	10821	12791	15201
负债和股东权益	19893	23319	26122	29336	34287

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1864	3166	5336	3748	5638
净利润	1896	2013	2316	2618	3117
折旧摊销	358	470	457	540	611
财务费用	-410	-275	-364	-581	-759
投资损失	21	-22	5	2	2
营运资金变动	-352	820	2825	1198	2705
其他经营现金流	351	160	96	-29	-38
投资活动现金流	-1910	-6783	1055	-1613	-651
资本支出	1960	3395	646	727	1096
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	-239	-388	-234
短期借款	-511	74	-74	0	0
长期借款	1645	102	-340	-341	-320
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	175	-48	86
现金净增加额	498	-4222	6151	1747	4754

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	24311	27300	32250
营业成本	17563	17756	19891	22336	26271
营业税金及附加	100	110	113	133	156
营业费用	641	778	1376	1802	1677
管理费用	474	554	267	429	516
研发费用	589	659	486	300	968
财务费用	-410	-275	-364	-581	-759
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	2679	3049	3613
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	2692	3061	3630
所得税	317	320	376	443	513
净利润	1896	2013	2316	2618	3117
少数股东损益	15	25	15	17	26
归属母公司净利润	1881	1988	2301	2601	3092
EBITDA	2480	2835	3070	3363	3895
EPS(元)	2.16	2.29	2.65	2.99	3.56

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1.1	2.7	12.5	12.3	18.1
营业利润(%)	-1.8	5.3	16.0	13.8	18.5
归属于母公司净利润(%)	0.4	5.7	15.8	13.0	18.9
获利能力					
毛利率(%)	16.5	17.8	18.2	18.2	18.5
净利率(%)	8.9	9.2	9.5	9.5	9.6
ROE(%)	24.4	22.0	21.2	20.2	20.3
ROIC(%)	18.8	18.0	17.2	16.5	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	60.9	60.8	58.1	55.9	55.2
净负债比率(%)	-60.6	-6.6	-62.5	-69.1	-91.1
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.6	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
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	2.65	2.99	3.56
每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	3.64	6.14	4.31	6.49
每股净资产(最新摊薄)	8.38	9.89	11.95	14.22	16.99
估值比率					
P/E	15.3	14.5	12.5	11.1	9.3
P/B	4.0	3.4	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	9.6	8.6	6.5	5.1	3.2

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