



# 爱玛科技 (603529.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 新国标磨合期量利短期承压，行业出清加速头部集中

### 业绩简评

26年4月22日公司披露25年年报及26年一季报。25年全年实现营收250.95亿元，同比+16.14%；归母净利润20.35亿元，同比+2.34%。其中25Q4单季实现营收40.02亿元，同比-3.4%；归母净利润1.27亿元，同比-70.7%。26Q1实现营收50.82亿元，同比-18.45%；归母净利润1.96亿元，同比-67.6%。公司拟每10股派发现金红利5.44元（含税）。

### 经营分析

**25年量价齐升，结构优化驱动盈利改善。**电动自行车/电动两轮摩托车/电动三轮车分别实现营收153.0/56.8/23.0亿元，同比+17.4%/+9.0%/+18.0%；销量分别833/262/61万台，同比+10.6%/+10.4%/+10.4%。主营业务毛利率18.33% (+0.57pct)，其中电动自行车毛利率19.62% (+2.04pct)，电动两轮摩托车18.04% (+0.82pct)，主要受益于产品结构高端化。

**26Q1新国标切换阵痛集中释放，公司主动承担部分成本压力。**Q1为新国标全面实施后首个完整季度，行业处于合规产品与终端需求的适应磨合阶段。毛利率15.83% (同比-3.80pct)，主因行业标准变化导致产品原材料成本上升，公司阶段性承担部分成本压力。费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别4.12%/3.63%/3.74%/-0.43%，同比+0.60/+1.01/+0.80/+0.35pct，收入规模下滑致刚性费用摊薄效应减弱。

**行业出清加速，头部竞争格局持续优化。**新国标对企业产品研发适配能力、质量控制体系提出更高门槛，行业资源和渠道进一步向头部集中，公司在渠道网络与三电集成能力方面具备显著优势。三轮车业务保持高景气，25年实现营业收入23.0亿元，同比+18.0%。海外方面，印尼、越南工厂已投产，叠加越南禁摩、印尼油改电等区域政策催化，海外市场有望成为中长期增量来源。

### 盈利预测、估值与评级

公司系两轮电动车龙头，具备显著下沉渠道和“三电”优势。预计公司26/27/28年归母净利润分别为21.23/23.99/26.59亿元，同比+4.33%/+13.03%/+10.83%，当前股价对应PE分别为12/10/9倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧；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：毕先磊 (执业S1130526040001)

bixianlei@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.89元

相关报告：

- 《爱玛科技公司点评：收入利润增长延续，新国标利好公司长期格局》，2025.10.24
- 《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
- 《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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	21,606	25,095	26,645	29,737	32,683
营业收入增长率	2.71%	16.14%	6.18%	11.60%	9.91%
归母净利润(百万元)	1,988	2,035	2,123	2,399	2,659
归母净利润增长率	5.68%	2.34%	4.33%	13.03%	10.83%
摊薄每股收益(元)	2.307	2.341	2.446	2.764	3.064
每股经营性现金流净额	3.67	4.29	4.35	5.34	5.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.02%	20.36%	17.95%	17.57%	16.94%
P/E		12.69	11.79	10.43	9.41
P/B	3.91	2.58	2.12	1.83	1.59

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)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>21,036</b>	<b>21,606</b>	<b>25,095</b>	<b>26,645</b>	<b>29,737</b>	<b>32,683</b>
增长率		2.7%	16.1%	6.2%	11.6%	9.9%
主营业务成本	-17,563	-17,756	-20,505	-21,831	-24,454	-26,943
%销售收入	83.5%	82.2%	81.7%	81.9%	82.2%	82.4%
毛利	3,473	3,851	4,590	4,814	5,283	5,740
%销售收入	16.5%	17.8%	18.3%	18.1%	17.8%	17.6%
营业税金及附加	-100	-110	-136	-144	-161	-176
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-641	-778	-1,017	-1,079	-1,204	-1,324
%销售收入	3.0%	3.6%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用	-474	-554	-686	-727	-812	-892
%销售收入	2.3%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-589	-659	-771	-799	-892	-981
%销售收入	2.8%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,668	1,750	1,980	2,064	2,214	2,367
%销售收入	7.9%	8.1%	7.9%	7.7%	7.4%	7.2%
财务费用	410	275	167	155	313	455
%销售收入	-2.0%	-1.3%	-0.7%	-0.6%	-1.1%	-1.4%
资产减值损失	-19	-37	-10	-8	-1	-1
公允价值变动收益	-17	28	22	30	30	30
投资收益	-21	22	88	88	88	88
%税前利润	n.a	0.9%	3.7%	3.6%	3.2%	2.9%
营业利润	2,194	2,310	2,364	2,465	2,780	3,077
营业利润率	10.4%	10.7%	9.4%	9.3%	9.4%	9.4%
营业外收支	19	23	1	1	1	1
税前利润	2,213	2,333	2,365	2,466	2,781	3,078
利润率	10.5%	10.8%	9.4%	9.3%	9.4%	9.4%
所得税	-317	-320	-292	-304	-343	-379
所得税率	14.3%	13.7%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
净利润	1,896	2,013	2,074	2,162	2,438	2,698
少数股东损益	15	25	39	39	39	39
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,881</b>	<b>1,988</b>	<b>2,035</b>	<b>2,123</b>	<b>2,399</b>	<b>2,659</b>
净利率	8.9%	9.2%	8.1%	8.0%	8.1%	8.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,896	2,013	2,074	2,162	2,438	2,698
少数股东损益	15	25	39	39	39	39
非现金支出	407	543	677	728	787	844
非经营收益	-254	-353	-394	29	-82	-82
营运资金变动	-255	959	1,371	852	1,491	1,389
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,794</b>	<b>3,162</b>	<b>3,728</b>	<b>3,771</b>	<b>4,634</b>	<b>4,850</b>
资本开支	-1,941	-3,383	-2,687	-371	-1,054	-954
投资	-404	-3,614	-799	-70	-270	-1,356
其他	400	213	299	88	88	88
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,944</b>	<b>-6,783</b>	<b>-3,187</b>	<b>-353</b>	<b>-1,236</b>	<b>-2,222</b>
股权募资	10	214	241	208	0	0
债权募资	1,485	12	-2	-632	0	0
其他	-950	-833	-1,180	-531	-613	-649
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>545</b>	<b>-607</b>	<b>-941</b>	<b>-955</b>	<b>-613</b>	<b>-649</b>
<b>现金净流量</b>	<b>395</b>	<b>-4,226</b>	<b>-400</b>	<b>2,464</b>	<b>2,786</b>	<b>1,979</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,667	2,914	1,970	4,434	7,220	9,199
应收款项	382	437	594	494	535	588
存货	575	811	874	841	942	1,038
其他流动资产	1,961	6,071	7,927	6,197	6,412	7,564
流动资产	9,586	10,233	11,365	11,966	15,109	18,388
%总资产	48.2%	43.9%	44.4%	43.4%	48.6%	53.0%
长期投资	411	370	575	675	775	1,025
固定资产	3,176	5,722	7,642	7,875	7,955	7,986
%总资产	16.0%	24.5%	29.9%	28.6%	25.6%	23.0%
无形资产	755	1,174	1,018	1,222	1,413	1,494
非流动资产	10,307	13,086	14,210	15,594	15,963	16,324
%总资产	51.8%	56.1%	55.6%	56.6%	51.4%	47.0%
<b>资产总计</b>	<b>19,893</b>	<b>23,319</b>	<b>25,575</b>	<b>27,560</b>	<b>31,071</b>	<b>34,712</b>
短期借款	18	105	59	30	30	30
应付款项	9,120	10,479	11,681	12,299	13,789	15,192
其他流动负债	985	1,349	1,282	1,398	1,557	1,708
流动负债	10,122	11,933	13,023	13,727	15,376	16,930
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,991	2,246	2,467	1,871	1,871	1,871
负债	12,113	14,179	15,490	15,598	17,247	18,802
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,712</b>	<b>9,030</b>	<b>9,991</b>	<b>11,828</b>	<b>13,652</b>	<b>15,699</b>
其中：股本	862	862	868	868	868	868
未分配利润	4,705	5,947	6,929	8,558	10,382	12,429
少数股东权益	68	110	94	133	172	211
<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,893</b>	<b>23,319</b>	<b>25,575</b>	<b>27,560</b>	<b>31,071</b>	<b>34,712</b>
<b>比率分析</b>	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.182	2.307	2.341	2.446	2.764	3.064
每股净资产	8.947	10.479	11.495	13.629	15.730	18.089
每股经营现金净流	2.082	3.669	4.290	4.346	5.339	5.588
每股股利	1.578	0.924	0.628	0.569	0.663	0.705
<b>回报率</b>						
净资产收益率	24.39%	22.02%	20.36%	17.95%	17.57%	16.94%
总资产收益率	9.46%	8.53%	7.96%	7.70%	7.72%	7.66%
投入资本收益率	15.12%	13.71%	14.46%	13.06%	12.35%	11.65%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.12%	2.71%	16.14%	6.18%	11.60%	9.91%
EBIT 增长率	-5.86%	4.92%	13.16%	4.22%	7.27%	6.93%
净利润增长率	0.41%	5.68%	2.34%	4.33%	13.03%	10.83%
总资产增长率	7.70%	17.22%	9.68%	7.76%	12.74%	11.72%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	5.6	6.2	6.4	6.0	5.8	5.8
存货周转天数	14.4	14.2	15.0	14.2	14.2	14.2
应付账款周转天数	51.9	58.1	53.7	58.0	58.2	58.2
固定资产周转天数	37.9	62.1	77.2	70.4	59.2	49.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-66.59%	-51.78%	-37.61%	-52.55%	-67.07%	-71.97%
EBIT 利息保障倍数	-4.1	-6.4	-11.9	-13.4	-7.1	-5.2
资产负债率	60.89%	60.80%	60.57%	56.60%	55.51%	54.16%

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	2	3	22
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.25	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