

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

爱玛科技(603529)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 新消费行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

爱玛科技: 经营业绩增长稳健, 高端电摩品牌零积蓄势待发

爱玛科技: 二季度销售稳健增长, 产品结构持续优化

爱玛科技: 发布股票激励计划, 激活成长动能

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 爱玛科技: 25年电动两轮车量价齐升, 26Q1 国标切换造成短期阵痛

2026年04月26日

**事件: 爱玛科技发布 2025 年年度报告及 2026 年一季报。**2025 年公司实现收入 250.95 亿元 (同比+16.1%), 归母净利润 20.35 亿元 (同比+2.3%), 扣非归母净利润 19.50 亿元 (同比+8.8%); 26Q1 公司实现收入 50.82 亿元 (同比-18.5%), 归母净利润 1.96 亿元 (同比-67.6%), 扣非归母净利润 1.82 亿元 (同比-69.3%)。此外, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.44 元 (含税)。

**电动自行车与电动三轮车产品增长稳健。**分产品看, 2025 年公司电动自行车/电动两轮摩托车/电动三轮车/配件销售/其他产品分别实现营收 153.0/56.8/23.0/12.8/1.8 亿元, 分别同比+17.4%/+9.0%/+18.0%/+50.8%/-38.5%; 其中, 电动两轮车(电动自行车+电动两轮摩托车)营收占比 83.6%, 25 年销售 1095.0 万辆 (同比+10.6%), 单车 ASP 为 1916.5 元 (同比+4.0%), 电动三轮车销售 60.7 万辆 (同比+10.4%), 单车 ASP 为 3793.4 元 (同比+6.9%), 均呈现量价齐升的良好态势。品牌方面, 公司聚焦重点产品、重点圈层和重点场景, 围绕元宇宙、Q5、A7 Pro、乐享 CA500 等重点产品开展主题发布、互动体验和场景化传播, 结合终端形象升级、主题店打造及小红书、抖音等平台运营, 提升产品辨识度、品牌审美感知和用户情感连接。

**全环节推动品牌出海, 积极探索新增长曲线。**国际渠道方面, 公司坚持因地制宜的渠道策略, 在印尼、越南等重点市场推进门店建设和经销网络布局, 逐步形成覆盖主要业务环节的本地化运营体系; 在欧美等区域, 持续推进分销代理体系建设推动产品适配与销售网络协同发展。产能布局方面, 公司在印尼、越南的生产工厂均已投产。未来公司计划以本土化策略持续拓展国际市场, 对印尼、越南等已布局生产基地的市场, 夯实本地化运营基础, 加强本地化生产、供应链协同、渠道拓展、品牌传播和售后服务等能力; 对美国、韩国等以整车出口为主的市场, 围绕产品布局、渠道拓展和订单交付稳步推进市场开发, 持续优化产品适配和经营策略。

**2025 年毛利率有所优化, 期间费用率同比提高压制净利率表现。**25 年公司销售毛利率为 18.3% (同比+0.5pct), 分产品看, 电动自行车/电动两轮摩托车/电动三轮车产品销售毛利率分别为 19.6%/18.0%/17.5%, 同比分别+2.0pct/+0.8pct/-5.0pct, 电动两轮车稳中有升, 但电动三轮车下滑较多。期间费用方面, 25 年公司销售/管理+研发/财务费用率分别为 4.1%/2.7%/-0.7%, 分别同比+0.5pct/+0.2pct/+0.6pct, 销售费用增长主要系线上线下市场推广支出增加, 管理费用增加主要系一方面土地使用权及集团信息化系统摊销费用增加, 另一方面实施股权激励的股份支付及人工费用增加。营运能力方面, 公司 25 年存货周转天数为 14.8 天, 较 24 年增加 0.7 天; 现金流方面, 公司 25 年实现经营活动所得现金净额 37.85 亿元。

**2026Q1 营收或受新国标切换等影响, 固定支出拖累盈利能力。**26Q1 公司

营收端有所承压，我们认为原因可能是电动自行车新国标切换，新国标产品推出短期内与消费端需求导向或存在摩擦，故电动自行车产品动销增长面临一定压力。盈利能力方面，26Q1 公司销售毛利率为 15.8%（同比-3.8pct），销售/管理+研发/财务费用率分别为 4.1%/7.4%/-0.4%，分别同比+0.6pct/+1.8pct/+0.3pct，我们认为盈利能力承压主要系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，叠加短期销量波动与刚性费用支出，影响到当期利润表现。

**盈利预测：**我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 20.1/23.2/25.5 亿元，PE 分别为 10.9X/9.4X/8.6X。

**风险因素：**消费疲软、行业竞争加剧、新品推广不及预期、成本波动风险、产品结构调整不及预期风险。

| 重要财务指标            | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 21,606 | 25,095 | 27,607 | 31,007 | 34,385 |
| 增长率 YoY %         | 2.7%   | 16.1%  | 10.0%  | 12.3%  | 10.9%  |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 1,988  | 2,035  | 2,010  | 2,316  | 2,547  |
| 增长率 YoY%          | 5.7%   | 2.3%   | -1.2%  | 15.2%  | 10.0%  |
| 毛利率%              | 17.8%  | 18.3%  | 17.4%  | 17.5%  | 17.6%  |
| 净资产收益率ROE%        | 22.0%  | 20.4%  | 18.3%  | 19.0%  | 19.0%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 2.29   | 2.34   | 2.32   | 2.67   | 2.93   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 10.98  | 10.73  | 10.86  | 9.42   | 8.57   |
| 市净率 P/B(倍)        | 2.42   | 2.18   | 1.98   | 1.79   | 1.62   |

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 24 日收盘价

| 资产负债表          |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度           | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |  |
| <b>流动资产</b>    | 10,233 | 11,365 | 13,437 | 16,478 | 19,842 |  |
| 货币资金           | 2,914  | 1,970  | 3,527  | 6,141  | 9,281  |  |
| 应收票据           | 18     | 32     | 38     | 43     | 48     |  |
| 应收账款           | 373    | 505    | 690    | 775    | 860    |  |
| 预付账款           | 30     | 35     | 39     | 43     | 48     |  |
| 存货             | 811    | 874    | 1,013  | 1,137  | 1,259  |  |
| 其他             | 6,087  | 7,949  | 8,130  | 8,338  | 8,347  |  |
| <b>非流动资产</b>   | 13,086 | 14,210 | 14,573 | 14,501 | 14,109 |  |
| 长期股权投资         | 164    | 194    | 194    | 194    | 194    |  |
| 固定资产(合计)       | 3,674  | 5,307  | 6,324  | 6,693  | 6,075  |  |
| 无形资产           | 1,119  | 948    | 885    | 823    | 760    |  |
| 其他             | 8,129  | 7,760  | 7,169  | 6,791  | 7,080  |  |
| <b>资产总计</b>    | 23,319 | 25,575 | 28,010 | 30,979 | 33,951 |  |
| <b>流动负债</b>    | 11,933 | 13,023 | 14,323 | 16,061 | 17,681 |  |
| 短期借款           | 74     | 31     | 51     | 66     | 76     |  |
| 应付票据           | 6,172  | 7,499  | 8,547  | 9,591  | 10,625 |  |
| 应付账款           | 3,193  | 2,836  | 2,849  | 3,197  | 3,542  |  |
| 其他             | 2,493  | 2,657  | 2,876  | 3,207  | 3,438  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 2,246  | 2,467  | 2,549  | 2,578  | 2,607  |  |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 其他             | 2,246  | 2,467  | 2,549  | 2,578  | 2,607  |  |
| <b>负债合计</b>    | 14,179 | 15,490 | 16,872 | 18,639 | 20,288 |  |
| 少数股东权益         | 110    | 94     | 133    | 177    | 226    |  |
| 归属母公司股东权益      | 9,030  | 9,991  | 11,005 | 12,164 | 13,437 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 23,319 | 25,575 | 28,010 | 30,979 | 33,951 |  |

| 重要财务指标     |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度       | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |  |
| 营业总收入      | 21,606 | 25,095 | 27,607 | 31,007 | 34,385 |  |
| 同比(%)      | 2.7%   | 16.1%  | 10.0%  | 12.3%  | 10.9%  |  |
| 归属母公司净利润   | 1,988  | 2,035  | 2,010  | 2,316  | 2,547  |  |
| 同比(%)      | 5.7%   | 2.3%   | -1.2%  | 15.2%  | 10.0%  |  |
| 毛利率(%)     | 17.8%  | 18.3%  | 17.4%  | 17.5%  | 17.6%  |  |
| ROE%       | 22.0%  | 20.4%  | 18.3%  | 19.0%  | 19.0%  |  |
| EPS(摊薄)(元) | 2.29   | 2.34   | 2.32   | 2.67   | 2.93   |  |
| P/E        | 10.98  | 10.73  | 10.86  | 9.42   | 8.57   |  |
| P/B        | 2.42   | 2.18   | 1.98   | 1.79   | 1.62   |  |
| EV/EBITDA  | 13.86  | 9.28   | 6.59   | 4.93   | 3.75   |  |

| 利润表             |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度            | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |  |
| <b>营业总收入</b>    | 21,606 | 25,095 | 27,607 | 31,007 | 34,385 |  |
| 营业成本            | 17,756 | 20,505 | 22,793 | 25,575 | 28,334 |  |
| 营业税金及附加         | 110    | 136    | 138    | 155    | 172    |  |
| 销售费用            | 778    | 1,017  | 1,085  | 1,178  | 1,289  |  |
| 管理费用            | 554    | 686    | 718    | 744    | 808    |  |
| 研发费用            | 659    | 771    | 828    | 868    | 980    |  |
| 财务费用            | -275   | -167   | -152   | -117   | -110   |  |
| 减值损失合计          | -37    | -10    | -10    | -10    | -10    |  |
| 投资净收益           | 22     | 88     | 50     | 20     | 10     |  |
| 其他              | 300    | 139    | 100    | 80     | 50     |  |
| <b>营业利润</b>     | 2,310  | 2,364  | 2,337  | 2,693  | 2,961  |  |
| 营业外收支           | 23     | 1      | 0      | 0      | 0      |  |
| <b>利润总额</b>     | 2,333  | 2,365  | 2,337  | 2,693  | 2,961  |  |
| 所得税             | 320    | 292    | 288    | 332    | 365    |  |
| <b>净利润</b>      | 2,013  | 2,074  | 2,049  | 2,361  | 2,596  |  |
| 少数股东损益          | 25     | 39     | 39     | 45     | 49     |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1,988  | 2,035  | 2,010  | 2,316  | 2,547  |  |
| EBITDA          | 2,476  | 2,776  | 3,074  | 3,587  | 3,883  |  |
| EPS(当年)(元)      | 2.37   | 2.36   | 2.32   | 2.67   | 2.93   |  |

| 现金流量表          |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度           | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 3,166  | 3,785  | 3,650  | 4,917  | 5,074  |  |
| 净利润            | 2,013  | 2,074  | 2,049  | 2,361  | 2,596  |  |
| 折旧摊销           | 506    | 667    | 889    | 1,012  | 1,032  |  |
| 财务费用           | -230   | -137   | 57     | 59     | 60     |  |
| 投资损失           | -22    | -88    | -50    | -20    | -10    |  |
| 营运资金变动         | 963    | 1,427  | 769    | 1,496  | 1,386  |  |
| 其它             | -65    | -158   | -64    | 10     | 10     |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -6,783 | -3,174 | -1,137 | -1,130 | -640   |  |
| 资本支出           | -3,383 | -2,687 | -1,300 | -900   | -600   |  |
| 长期投资           | -3,614 | -799   | -1,200 | -200   | 0      |  |
| 其他             | 213    | 312    | 1,363  | -30    | -40    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -607   | -941   | -955   | -1,173 | -1,294 |  |
| 吸收投资           | 214    | 241    | 24     | 0      | 0      |  |
| 借款             | 74     | -43    | 20     | 15     | 10     |  |
| 支付利息或股息        | -766   | -1,099 | -1,062 | -1,217 | -1,333 |  |
| <b>现金流净增加额</b> | -4,222 | -331   | 1,557  | 2,615  | 3,139  |  |

## 研究团队简介

**姜文镒**，所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇SCI+EI论文，曾就职于国盛证券，带领团队获2024年新财富最佳分析师第四名、2023/2024年水晶球评选第四名、2024年金麒麟最佳分析师第四名。

**李晨**，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

**骆崢**，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有3年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商等赛道。

**刘田田**，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018年2年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019年1月-2025年11月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025年12月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级                     | 行业投资评级                  |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。