

# 期待新车投放后盈利逐步修复

华泰研究

2026年4月26日 | 中国内地

年报点评

其他交通运输设备

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

38.80

爱玛科技发布年报, 2025 年实现营收 250.95 亿元 (yoy+16.14%), 归母净利润 20.35 亿元 (yoy+2.34%), 扣非净利 19.50 亿元 (yoy+8.84%), 低于我们此前预计的 23.2 亿元, 我们认为系新国标执行初期处产品切换过渡期, 消费者观望情绪较重, 导致销售端偏弱, 成本摊薄压力较大。26Q1 营收同比-18.5%至 50.8 亿元, 归母净利润同比下滑 67.6%至 1.96 亿元。随着公司新国标车型密集投放, 规模效应显现, 经营有望逐季修复。维持“买入”。

宋亭亭

SAC No. S0570522110001  
SFC No. BTK945

研究员  
songtingting021619@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

陈诗慧

SAC No. S0570524080001  
SFC No. BTK466

研究员  
chenshihui@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

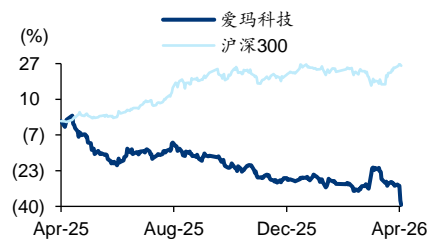
## 26 年产品结构有望持续改善

2025 年公司电动自行车量价齐升, 实现收入 153.01 亿元, 同比增长 17.37%, 平均 ASP 1,836 元, 同比增长 6.13%, 系中高端车型供给推动产品结构优化; 电动两轮摩托车实现收入 56.84 亿元, 同比增长 9.02%, 平均 ASP 为 2,173 元, 同比小幅回落 1.26%; 电动三轮车实现收入 23.03 亿元, 同比增长 17.98%, 平均 ASP 3,793 元, 同比增长 6.86%。26 年公司电摩产品有望在新国标带来的摩擦期承接电动自行车需求, 进而带动单车价格稳步向上, 同时公司有望通过新材料应用及下游传导等手段保障新国标下电动自行车产品的合理盈利。

## 基本数据

收盘价 (人民币 截至 4 月 24 日)	25.15
市值 (人民币百万)	21,828
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	266.06
52 周价格范围 (人民币)	25.15-43.97

## 股价走势图



资料来源: Wind

## Q1 销售波动暂压制盈利表现

2025 年公司两轮业务毛利率显著改善, 电动自行车毛利率 19.62%, 同比+2.04pct; 电动两轮摩托车毛利率 18.04%, 同比+0.82pct; 电动三轮车毛利率 17.46%, 同比-4.98pct, 主要受新产能尚未爬坡影响。25 年公司销售费率 4.05%, 同比+0.45pct, 管理费率 2.73%, 同比+0.17pct, 研发费率 3.07%, 同比+0.02pct。期间费用率同比提升主要系市场推广、土地使用权摊销等支出增加。26Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 4.12%/3.63%/3.74%, 同比提升 0.60pct/1.01pct/0.80pct, 系 Q1 电自销售波动下费用刚性导致。后续随着收入端修复、规模效应重新释放, 费用率有望回归常态区间。

## 经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	25,095	29,050	31,634	34,493
+/-%	16.14	15.76	8.89	9.04
归属母公司净利润 (百万)	2,035	2,118	2,455	2,808
+/-%	2.34	4.11	15.92	14.38
EPS (最新摊薄)	2.34	2.44	2.83	3.24
ROE (%)	21.39	20.09	20.82	21.15
PE (倍)	10.73	10.31	8.89	7.77
PB (倍)	2.18	1.97	1.75	1.55
EV EBITDA (倍)	6.55	4.49	3.78	2.17
股息率 (%)	4.66	4.85	5.62	6.43

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 高端化、全球化提速, 多维动能改善经营

高端化方面, 爱玛 25 年推出全新高端两轮纯电品牌"SCOOX 零际", 首款车型 X7 已于 3 月 10 日正式开售, 聚焦年轻化、个性化用户, 计划依托爱玛渠道开设独立品牌门店, 单车价值量提升逻辑进一步强化。全球化方面, 公司海外布局上, 一方面聚焦以越南、印尼为代表的本土化制造深耕市场, 一方面在美国等地探索电动全地形车新品类拓展, 海外成长路径逐步清晰。此外公司电动三轮车丰县产业园计划 26Q3 开始投产, 有望支撑电三轮业务持续放量。多维增长动能叠加行业规范化下的格局优化, 公司经营有望持续改善。

## 盈利预测与估值

考虑到新国标执行前期, 电动自行车销量或有波动, 我们下调公司 26-27 年营收 3.2%/8.8%至 290.5/316.3 亿元, 同时考虑地缘冲突导致的原材料价格上涨以及新产能爬坡或阶段性影响毛利率, 我们下调主营业务毛利率 0.77/0.92pct 至 17.81%/17.83%, 归母净利润下调 23.8%/26.5%至 21.2/24.6 亿元, 并预计 28 年净利润为 28.1 亿元。可比公司 2026 年一致预期 PE 为 15.9x, 我们给予公司 26E 15.9x PE, 对应目标价为 38.80 元 (前值 50.24 元, 对应 26E PE 15.7x)。

风险提示: 行业竞争恶化; 原材料涨价超预期; 市场开拓不及预期。

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度(pct)/%		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	30007	34695	NA	29050	31634	34493	-3.19%	-8.82%	NA
毛利率 (%)	18.6%	18.8%	NA	17.8%	17.8%	17.9%	-0.77pct	-0.92pct	NA
归属母公司净利润 (百万元)	2781	3342	NA	2118	2455	2808	-23.84%	-26.53%	NA
净利率 (%)	9.45%	9.82%	NA	7.41%	7.90%	8.28%	-2.04pct	-1.92pct	NA

资料来源: 华泰研究预测

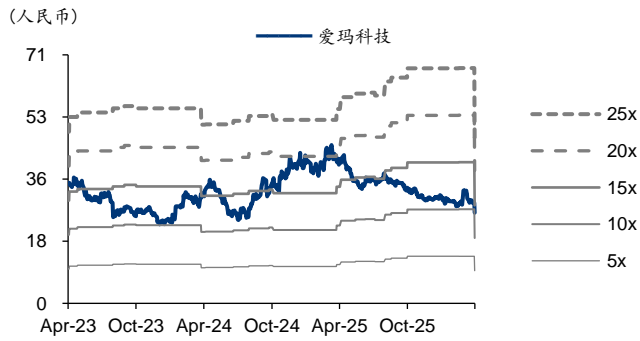
图表2: 爱玛科技可比估值表

证券代码	公司名称	市值 (当地货币 亿元)	EPS (元)		PE (x)	
			2026E	2027E	2026E	2027E
603129 CH	春风动力	426	14.93	18.88	18.6	14.7
1585.HK	雅迪控股	370	1.06	1.21	9.9	8.7
689009 CH	九号公司-WD	312	32.43	41.70	19.1	14.2
平均		<b>369</b>			<b>15.9</b>	<b>12.5</b>

注: 数据截至 2026 年 4 月 24 日。EPS、PE 来源 Wind 一致预期。

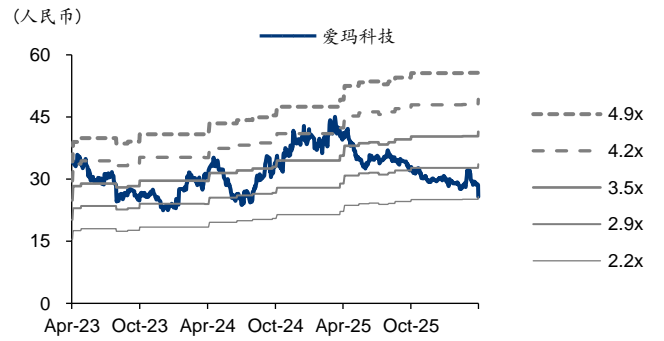
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 爱玛科技 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 爱玛科技 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	10,233	11,365	15,021	16,213	20,867
现金	2,914	1,970	8,868	9,054	13,120
应收账款	373.17	505.09	511.60	595.51	611.68
其他应收账款	27.67	26.35	36.19	31.91	42.34
预付账款	29.69	34.54	39.82	41.15	47.14
存货	810.75	874.26	1,028	1,050	1,232
其他流动资产	6,078	7,955	4,537	5,440	5,813
<b>非流动资产</b>	13,086	14,210	14,451	14,402	14,387
长期投资	163.98	194.12	200.82	212.18	231.46
固定投资	3,674	5,307	5,811	5,954	6,034
无形资产	1,119	948.29	1,008	1,079	1,146
其他非流动资产	8,129	7,760	7,432	7,157	6,976
<b>资产总计</b>	23,319	25,575	29,471	30,614	35,255
<b>流动负债</b>	11,933	13,023	15,767	15,478	18,492
短期借款	74.21	30.98	30.98	30.98	30.98
应付账款	3,193	2,836	4,185	3,459	4,869
其他流动负债	8,665	10,156	11,552	11,988	13,592
<b>非流动负债</b>	2,246	2,467	2,485	2,478	2,477
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2,246	2,467	2,485	2,478	2,477
<b>负债合计</b>	14,179	15,490	18,252	17,956	20,969
少数股东权益	110.02	93.95	127.42	170.43	217.22
股本	861.72	867.89	867.89	867.89	867.89
资本公积	1,578	1,759	1,759	1,759	1,759
留存公积	6,378	7,363	8,439	9,688	11,116
归属母公司股东权益	9,030	9,991	11,092	12,488	14,069
<b>负债和股东权益</b>	23,319	25,575	29,471	30,614	35,255

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金</b>	3,166	3,785	6,925	2,209	6,437
净利润	2,013	2,074	2,151	2,498	2,855
折旧摊销	506.05	667.18	678.03	761.74	842.28
财务费用	(274.59)	(166.87)	(95.19)	(159.14)	(197.44)
投资损失	(21.95)	(88.40)	(33.48)	(52.39)	(47.55)
营运资金变动	819.70	1,214	4,210	(853.80)	2,969
其他经营现金	124.25	85.78	14.52	14.39	15.38
<b>投资活动现金</b>	(6,783)	(3,174)	905.86	(1,116)	(1,339)
资本支出	(3,395)	(2,715)	(885.53)	(700.45)	(812.36)
长期投资	(3,588)	(823.93)	(6.70)	(11.36)	(19.28)
其他投资现金	199.53	365.05	1,798	(403.76)	(507.82)
<b>筹资活动现金</b>	(607.12)	(940.65)	(932.66)	(907.15)	(1,031)
短期借款	74.21	(43.22)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.21)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(185.77)	180.97	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(495.34)	(1,078)	(932.66)	(907.15)	(1,031)
现金净增加额	(4,222)	(331.13)	6,898	186.23	4,066

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	21,606	25,095	29,050	31,634	34,493
营业成本	17,756	20,505	23,876	25,993	28,321
营业税金及附加	109.77	135.96	157.39	171.39	186.88
营业费用	778.00	1,017	1,162	1,218	1,276
管理费用	554.16	685.97	784.35	822.47	862.33
财务费用	(274.59)	(166.87)	(95.19)	(159.14)	(197.44)
资产减值损失	(39.72)	(5.06)	(5.81)	(6.33)	(6.90)
公允价值变动收益	28.04	22.00	10.94	10.94	10.94
投资净收益	21.95	88.40	33.48	52.39	47.55
<b>营业利润</b>	2,310	2,364	2,444	2,839	3,252
营业外收入	51.53	32.71	39.76	41.14	41.29
营业外支出	28.82	31.81	30.66	28.11	29.85
<b>利润总额</b>	2,333	2,365	2,453	2,852	3,263
所得税	319.99	291.53	301.75	353.62	407.87
<b>净利润</b>	2,013	2,074	2,151	2,498	2,855
少数股东损益	24.63	39.15	33.47	43.01	46.79
归属母公司净利润	1,988	2,035	2,118	2,455	2,808
EBITDA	2,564	2,861	3,036	3,454	3,908
EPS (人民币, 基本)	2.37	2.36	2.44	2.83	3.24

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.71	16.14	15.76	8.89	9.04
营业利润	5.28	2.36	3.38	16.14	14.54
归属母公司净利润	5.68	2.34	4.11	15.92	14.38
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	17.82	18.29	17.81	17.83	17.89
净利率	9.31	8.26	7.41	7.90	8.28
ROE	23.75	21.39	20.09	20.82	21.15
ROIC	16.91	16.13	15.86	16.53	17.02
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	60.80	60.57	61.93	58.65	59.48
净负债比率 (%)	(6.58)	5.35	(56.93)	(51.93)	(74.47)
流动比率	0.86	0.87	0.95	1.05	1.13
速动比率	0.59	0.48	0.72	0.78	0.91
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.00	1.03	1.06	1.05	1.05
应收账款周转率	59.11	57.15	57.15	57.15	57.15
应付账款周转率	6.28	6.80	6.80	6.80	6.80
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.29	2.34	2.44	2.83	3.24
每股经营现金流(最新摊薄)	3.65	4.36	7.98	2.55	7.42
每股净资产(最新摊薄)	10.40	11.51	12.78	14.39	16.21
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	10.98	10.73	10.31	8.89	7.77
PB (倍)	2.42	2.18	1.97	1.75	1.55
EV EBITDA (倍)	6.89	6.55	4.49	3.78	2.17

## 免责声明

### 分析师声明

本人，宋亭亭、陈诗慧，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭、陈诗慧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司