

爱玛科技 (603529.SH)

强烈推荐 (维持)

国标切换初期 Q1 业绩承压, 后续重点关注旺季动销

25 年公司营业收入及业绩双增长, 电动两轮车销量稳健增长, 产品结构持续优化, 毛利率普遍提升。26Q1 公司行业销量下挫叠加刚性费用, 业绩端承压明显, 后续重点关注旺季动销, 维持 “强烈推荐” 投资评级。

□ 25 年营收利润双增长, 26Q1 业绩承压明显。2025 年公司实现营业收入 250.95 亿元/同比+16.14%, 归母净利润 20.35 亿元/同比+2.34%, 扣非归母净利润 19.50 亿元/同比+8.84%, 26Q1 公司营业收入 50.82 亿元/同比-18.45%, 归母净利润 1.96 亿元/同比-67.57%, 扣非归母净利润 1.82 亿元/同比-69.25%。

□ 25 年销量稳健增长, 产品结构持续优化。2025 年公司积极顺应市场变化, 全年电动两轮车总销量达 1095.01 万台, 其中电动自行车 833.41 万台/同比增长 10.59%, 电动两轮摩托车 261.60 万台/同比增长 10.41%; 电动三轮车销量 60.71 万台, 同比增速稳健为 10.40%。公司通过打造核心畅销产品+高频场景产品矩阵, 推出元宇宙、Q5、A7 等高端产品及独立高端品牌零际, 持续推动产品结构优化升级。

□ 25 年毛利率普遍提升, 费用控制相对稳定。

- 1) 2025 年公司毛利率 18.33%/同比+0.57pct, 电动自行车/电动两轮摩托车/电动三轮车分别为 19.62%/18.04%/17.46%, 同比分别+2.04/+0.82/-4.98 pct
- 2) 2025 年期间费用率 9.19%/同比+1.25pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 4.05%/2.73%/3.07%/-0.66%, 同比分别+0.45/+0.17/+0.02/+0.61pct, 公司费用控制相对稳定

□ 26Q1 行业销量下挫叠加刚性费用, 业绩端承压明显。26Q1 收入端, 受到新国标切换以及同期以旧换新下高基数影响, 行业 26Q1 销量普遍下挫, 据奥维云网测算 26Q1 行业下滑约 17%。同时, 由于新国标变化导致单台成本预计上涨, 公司阶段性承担此部分成本压力, 叠加短期销量下滑收入规模收缩及相关经销商政策, 毛利率同比下滑 3.8 pct 至 15.83%。费用端, 部分新厂房投产新增折旧, 叠加研发端新国标产品、新款电摩、智能化等投入, 期间费用率同比+2.76pct 至 11.06%。

□ 盈利预测及投资评级: 考虑国标切换带来的阵痛, 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 20.40/21.77/23.68 亿元, 对应 PE 估值为 10.7/10.0/9.2 x, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 行业竞争格局恶化、政策落地效果不及预期、终端动销疲弱、新品研发及销售不及预期、渠道拓展不及预期

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 25.15 元

基础数据

总股本 (百万股)	868
已上市流通股 (百万股)	848
总市值 (十亿元)	21.8
流通市值 (十亿元)	21.3
每股净资产 (MRQ)	11.8
ROE (TTM)	15.9
资产负债率	58.6%
主要股东	张剑
主要股东持股比例	68.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-19	-23	-44
相对表现	-26	-25	-70



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《爱玛科技 (603529) —Q3 业绩增长稳健, 后续关注新国标落地情况》2025-10-26
- 2、《爱玛科技 (603529) —盈利能力优化, 分红比例提升》2025-08-24
- 3、《爱玛科技 (603529) —25Q1 业绩迎开门红, 看好全年稳健增长》2025-04-26

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
杨蕊菁 S1090524100002
yangruijing1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	21606	25095	25909	28657	30834
同比增长	3%	16%	3%	11%	8%
营业利润(百万元)	2310	2364	2369	2540	2753
同比增长	5%	2%	0%	7%	8%
归母净利润(百万元)	1988	2035	2040	2177	2368
同比增长	6%	2%	0%	7%	9%
每股收益(元)	2.29	2.34	2.35	2.51	2.73

PE	11.0	10.7	10.7	10.0	9.2
PB	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	10233	11365	11772	12959	14414
现金	2914	1970	2185	2754	3719
交易性投资	3670	3730	3730	3730	3730
应收票据	18	32	33	37	40
应收款项	373	505	521	577	621
其它应收款	27	26	27	29	32
存货	811	874	910	1003	1078
其他	2420	4228	4366	4829	5196
非流动资产	13086	14210	15504	16612	17559
长期股权投资	164	194	194	194	194
固定资产	3674	5307	6710	7913	8947
无形资产商誉	1133	956	860	774	697
其他	8114	7753	7740	7730	7722
资产总计	23319	25575	27276	29570	31974
流动负债	11933	13023	13637	14631	15600
短期借款	74	31	216	0	0
应付账款	9365	10335	10754	11862	12749
预收账款	936	916	954	1052	1130
其他	1557	1741	1714	1717	1720
长期负债	2246	2467	2467	2467	2467
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2246	2467	2467	2467	2467
负债合计	14179	15490	16105	17098	18067
股本	862	868	868	868	868
资本公积金	1790	1762	1762	1762	1762
留存收益	6378	7361	8408	9667	11056
少数股东权益	110	94	133	175	221
归属于母公司所有者权益	9030	9991	11038	12297	13686
负债及权益合计	23319	25575	27276	29570	31974

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3166	3785	2908	3551	3780
净利润	2013	2074	2079	2219	2414
折旧摊销	470	627	859	1046	1205
财务费用	(230)	(137)	(172)	(191)	(205)
投资收益	(22)	(88)	(125)	(114)	(113)
营运资金变动	991	1487	267	591	479
其它	(56)	(177)	0	0	0
投资活动现金流	(6783)	(3174)	(2028)	(2039)	(2040)
资本支出	(3395)	(2715)	(2153)	(2153)	(2153)
其他投资	(3389)	(459)	125	114	113
筹资活动现金流	(607)	(941)	(664)	(943)	(775)
借款变动	(155)	26	156	(216)	0
普通股增加	(0)	6	0	0	0
资本公积增加	75	(27)	0	0	0
股利分配	(1046)	(1341)	(993)	(918)	(980)
其他	519	396	172	191	205
现金净增加额	(4225)	(330)	215	569	965

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	21606	25095	25909	28657	30834
营业成本	17756	20505	21337	23533	25294
营业税金及附加	110	136	140	155	167
营业费用	778	1017	982	1118	1203
管理费用	554	686	648	745	802
研发费用	659	771	725	860	925
财务费用	(275)	(167)	(172)	(191)	(205)
资产减值损失	(10)	(30)	(5)	(10)	(8)
公允价值变动收益	28	22	13	11	11
其他收益	245	137	106	86	79
投资收益	22	88	7	16	22
营业利润	2310	2364	2369	2540	2753
营业外收入	52	33	39	30	39
营业外支出	29	32	25	28	27
利润总额	2333	2365	2383	2542	2765
所得税	320	292	304	323	351
少数股东损益	25	39	39	42	46
归属于母公司净利润	1988	2035	2040	2177	2368

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	3%	16%	3%	11%	8%
营业利润	5%	2%	0%	7%	8%
归母净利润	6%	2%	0%	7%	9%
获利能力					
毛利率	17.8%	18.3%	17.6%	17.9%	18.0%
净利率	9.2%	8.1%	7.9%	7.6%	7.7%
ROE	23.7%	21.4%	19.4%	18.7%	18.2%
ROIC	20.6%	19.8%	17.8%	17.2%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	60.8%	60.6%	59.0%	57.8%	56.5%
净负债比率	0.5%	0.2%	0.8%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	25.6	24.3	23.9	24.6	24.3
应收账款周转率	57.7	54.0	47.4	49.0	48.4
应付账款周转率	2.0	2.1	2.0	2.1	2.1
每股资料(元)					
EPS	2.29	2.34	2.35	2.51	2.73
每股经营净现金	3.65	4.36	3.35	4.09	4.36
每股净资产	10.40	11.51	12.72	14.17	15.77
每股股利	0.92	1.17	1.06	1.13	1.23
估值比率					
PE	11.0	10.7	10.7	10.0	9.2
PB	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.8	13.2	11.7	10.6	9.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。