

爱玛科技 (603529) / 家电

证券研究报告/公司点评

2023 年 5 月 3 日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 56.46

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

电话: 021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

分析师: 姚玮

执业证书编号: S0740522080001

Email: yaowei@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	575
流通股本(百万股)	146
市价(元)	56.46
市值(亿元)	324
流通市值(亿元)	83

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

《量价齐升持续》2023.4.9

《量价齐升超预期》

2023.1.2

《如何看待爱玛的盈利提升》

2022.12.29

《电动两轮车: 先发优势与后起追赶》

2022.11.24

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15,399	20,802	26,019	30,599	35,984
增长率 yoy%	19%	35%	25%	18%	18%
净利润 (百万元)	664	1,873	2,337	2,829	3,470
增长率 yoy%	11%	182%	25%	21%	23%
每股收益 (元)	1.16	3.26	4.07	4.92	6.04
净资产收益率	13%	28%	28%	27%	26%
P/E	48.9	17.3	13.9	11.5	9.4

备注: 截至 2023/4/28 收盘价

**投资要点**

- **公司披露 2023 年一季报:**  
收入 54 亿 (+19%), 归母 4.8 亿 (+50%), 扣非 4.7 亿 (+45%)。
- **收入: 量增贡献为主, 价格稳步上行**  
从量价角度拆分: 预计 Q1 量+15%, 价+3%。我们预计单车收入约在 1900 元水平, 单车利润约在 170 元水平。  
销量预计在持续拓店下仍有较好增长。展望 Q2 销量基数预计压力不大, 预计后续仍能较好增长表现。Q1 均价及单车利润表现稳中有升, 优异表现有望持续打消市场对价格战担忧。
- **利润: Q1 净利率维持亮眼**  
Q1 毛利率 15.8% (+1.7pct), 净利率 8.9% (+2.0pct)。  
毛利率: 提升的核心原因来自高毛利率的新品占比持续提升, 单车均价维持稳步上行。  
费用率: Q1 费用率同比-0.5pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别-0.05/+0.03/-0.06/-0.39pct, 各项费率在规模效应下持续稳步摊薄。财务费用率则受益于转债发行后账面货币资金规模的提升。  
净利率: Q1 净利率表现略超预期。期待后续新品持续拉动, 及旺季下规模效应贡献放大, 带动公司净利率持续维持较好表现。
- **展望: 看好 23 年表现**  
我们预计 23 年爱玛仍将维持量价齐升、业绩释放的良好势头。  
①alpha 层面: 集中度提升+结构提升两项逻辑持续。②beta 层面: 新国标需求为缓释, 不存在短期显著退坡风险。③增量关注公司在钠电池及出海上的进展。若该两项出现超预期进展, 远期空间进一步明确打开, 公司估值有望进一步上抬。
- **投资建议: 买入评级**  
公司为电动两轮车龙头, 自身存渠道扩张、产品升级 alpha, 有望维持高速增长。维持盈利预测, 预计 23-24 年利润 23.4、28.2 亿, YOY+25%、+21%, 对应 PE14、12x。我们认为当前估值仍存在一定低估, 维持买入评级。
- **风险提示:** 产品升级不及预期、新国标执行不严格、行业竞争格局恶化

## 盈利预测与估值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,633	12,952	16,018	20,165	营业收入	20,802	26,019	30,599	35,984
应收票据	0	0	0	0	营业成本	17,399	21,830	25,550	30,047
应收账款	290	360	422	498	税金及附加	105	109	130	154
预付账款	18	44	51	60	销售费用	587	750	850	950
存货	811	1,139	1,281	1,560	管理费用	433	470	520	560
合同资产	0	0	0	0	研发费用	507	570	620	670
其他流动资产	3,781	2,661	2,977	3,314	财务费用	-383	-387	-353	-438
流动资产合计	11,533	17,156	20,749	25,598	信用减值损失	19	12	16	14
其他长期投资	254	254	254	254	资产减值损失	-3	-5	-7	-5
长期股权投资	128	128	128	128	公允价值变动收益	-12	3	0	-3
固定资产	2,033	2,798	4,075	5,106	投资收益	-4	17	-1	4
在建工程	64	264	264	364	其他收益	78	78	78	78
无形资产	458	473	509	558	营业利润	2,234	2,784	3,370	4,131
其他非流动资产	4,002	4,013	4,024	4,036	营业外收入	34	35	34	35
非流动资产合计	6,939	7,929	9,254	10,446	营业外支出	41	41	41	41
资产合计	18,471	25,085	30,003	36,044	利润总额	2,227	2,778	3,363	4,125
短期借款	511	97	226	335	所得税	354	442	535	657
应付票据	6,853	8,333	9,815	11,434	净利润	1,873	2,336	2,828	3,468
应付账款	2,536	6,549	7,742	9,194	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
预收款项	21	119	49	72	归属母公司净利润	1,874	2,337	2,829	3,470
合同负债	638	468	551	648	NOPLAT	1,551	2,011	2,531	3,100
其他应付款	565	565	565	565	EPS (按最新股本摊薄)	3.26	4.07	4.92	6.04
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6					
其他流动负债	341	361	385	407					
流动负债合计	11,471	16,498	19,338	22,660					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	266	266	266	266					
非流动负债合计	266	266	266	266					
负债合计	11,737	16,764	19,604	22,926					
归属母公司所有者权益	6,721	8,309	10,388	13,109					
少数股东权益	13	12	11	9					
所有者权益合计	6,734	8,321	10,399	13,118					
负债和股东权益	18,471	25,085	30,003	36,044					

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,051	6,686	5,239	6,274
现金收益	1,768	2,237	2,854	3,562
存货影响	-15	-329	-142	-279
经营性应收影响	-75	-90	-63	-80
经营性应付影响	2,425	5,592	2,604	3,095
其他影响	949	-724	-15	-24
投资活动现金流	-2,178	410	-1,906	-1,924
资本支出	-440	-1,268	-1,693	-1,712
股权投资	-23	0	0	0
其他长期资产变化	-1,715	1,678	-213	-212
融资活动现金流	-182	-777	-267	-202
借款增加	511	-415	129	109
股利及利息支付	-206	-946	-1,138	-1,399
股东融资	30	0	0	0
其他影响	-517	584	742	1,088

  

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	35.1%	25.1%	17.6%	17.6%
EBIT增长率	271.0%	29.6%	25.9%	22.5%
归母公司净利润增长率	182.1%	24.7%	21.1%	22.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.4%	16.1%	16.5%	16.5%
净利率	9.0%	9.0%	9.2%	9.6%
ROE	27.8%	28.1%	27.2%	26.5%
ROIC	-374.1%	102.3%	69.3%	52.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.5%	66.8%	65.3%	63.6%
债务权益比	11.6%	4.4%	4.8%	4.6%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	4	4	5	5
应付账款周转天数	48	75	101	101
存货周转天数	17	16	17	17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.26	4.07	4.92	6.04
每股经营现金流	8.79	11.63	9.12	10.92
每股净资产	11.70	14.46	18.08	22.81
<b>估值比率</b>				
P/E	17	14	11	9
P/B	5	4	3	2
EV/EBITDA	209	166	131	105

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。