

爱玛科技 (603529)

产能放量 渠道提效 产品升级多重共振

买入 (首次)

2023年05月25日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

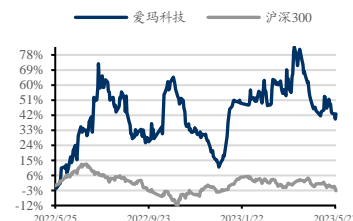
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	20,802	25,300	29,900	36,400
同比	35%	22%	18%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	1,873	2,394	2,980	3,953
同比	182%	28%	24%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.17	2.78	3.46	4.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	16.70	13.07	10.50	7.92

关键词: #产能扩张 #规模经济

投资要点

- **电动两轮车领先企业, 股权结构稳定。**爱玛科技是电动两轮车行业龙头企业之一, 旗下拥有电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车等产品, 具有完善的绿色中短途出行交通工具产品体系。公司股权结构稳定, 股权变动多为家庭内部安排、个人职业发展、个人资金需求等。公司于2017年12月、2021年11月、2023年3月多次发布股权激励计划, 对充分调动员工积极性、激发人才内生动力和潜力具有显著效果。
- **行业情况: 新国标替换需求有限, 格局向龙头集中。总量预测: 我们预计2023-2025年行业销量预计为5115/5102/5653万辆。**1) **新国标替换需求:**我们认为由新国标带来的违规车替换需求预计于2022年达到高峰后逐步回落, 主要原因为替换需求多已释放+过渡期基本涵盖自然使用寿命; 2) **出口:**政策推动下东南亚地区电动两轮车行业将迎来高速发展期。东南亚市场潜力大+自贸协定保驾护航+中国企业积极布局等因素影响下中国电动两轮车企业在东南亚地区的出口量有望持续攀升; 3) **自然更新需求:**假设换车周期为5年, 2023-2025年更新需求为2018-2020年销量。**格局预测: 进一步向龙头集中。**品牌认知不断加深叠加新国标带来的高行业准入门槛, 行业集中度将不断提升。
- **未来核心看点: 产能放量+渠道提效+产品升级:**1) **产能——积极扩产, 产能持续释放。**爱玛通过2021年IPO+2023年发行可转债20亿元提升资金实力, 积极进行扩产, 目前在建生产基地包括重庆基地二期、台州基地、丽水基地、贵港基地等, 我们预计2025年爱玛实际投产年产能可达1845万辆, 同比2022年底增速+98%。2) **渠道——新建门店+升级原有门店。**门店升级: 公司于2021年通过IPO募资其中4.88亿元对3773家门店进行装修升级, 挖掘现有门店的销售潜力。新建门店: 公司于2023年募资5.3亿元对11463家新建经销商营销门店的装修投入进行补贴, 扩大市场覆盖面、提高营销效率。3) **产品——引擎系列改善产品结构。**技术成果: 引擎MAX提升整车的续航里程和电池的使命寿命。同时提升公司单车盈利水平。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司2023-2025年营业总收入253/299/364亿元, 归属母公司净利润23.94/29.80/39.53亿元, 同比+28%/+24%/+33%, 对应PE为13/11/8倍, 选取A股、港股共五家两轮车同业公司作为爱玛科技的可比公司, 可比公司估值均值为21/16/12倍。鉴于公司产能放量+渠道提效+产品升级, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**行业总量增长不及预期; 行业价格战情况超出预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.30
一年最低/最高价	34.74/75.20
市净率(倍)	2.89
流通 A 股市值(百万元)	7,959.17
总市值(百万元)	31,292.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.55
资产负债率(% ,LF)	64.88
总股本(百万股)	862.05
流通 A 股(百万股)	219.26

相关研究

内容目录

1. 基本情况：领军企业，稳定经营	4
1.1. 电动两轮车领军企业，股权结构稳定	4
1.2. 公司营收进一步增长，产能与渠道共同发力	5
2. 行业情况：新国标替换需求有限，格局向龙头集中	8
2.1. 总量复盘：新国标发布行业重回高增长	8
2.2. 总量展望：出口/替换需求带来新增量	9
2.2.1 替换需求预计于 2022 年达到高峰	10
2.2.2 东南亚两轮车市场或迎来高速发展期	11
2.3. 格局展望：进一步向龙头集中	12
3. 未来核心看点：产能放量+渠道提效+产品升级	12
3.1. 产能——积极扩产，产能持续释放	12
3.2. 渠道——新建门店+升级原有门店	13
3.3. 产品——引擎系列改善产品结构	14
4. 盈利预测与投资建议	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1:	爱玛科技旗下产品.....	4
图 2:	爱玛科技发展历程.....	4
图 3:	公司营收（左轴/亿元）及同比增速（右轴/%）.....	6
图 4:	行业销量（左轴/万辆）及公司销量（右轴/万辆）.....	6
图 5:	公司产能及毛利率情况（%）.....	6
图 6:	公司费用率变化情况（%）.....	6
图 7:	公司归母净利润（左轴/亿元）及销售净利率（右轴/%）变化情况.....	6
图 8:	公司现金流情况（亿元）.....	7
图 9:	电动两轮车销量情况及发展阶段（万辆）.....	8
图 10:	居民出行主要交通工具.....	8
图 11:	中国出租车/城市轨道交通/公共汽.....	8
图 12:	骑手 APP 月度活跃人数情况/万人.....	9
图 13:	东南亚电动两轮车零售量（左轴/万辆）及同比增速.....	11
图 14:	中国电动自行车出口销量（万辆）.....	11
图 15:	2016-2021 年电动两轮车头部企业市占率（%）变化情况.....	12
图 16:	爱玛实际投产产能及后续产能规划（万辆）.....	12
图 17:	爱玛新建终端门店类型及定位.....	13
图 18:	爱玛首家购物中心旗舰店（2022 年 11 月开业）.....	13
图 19:	爱玛引擎 MAX 能量聚核系统.....	14
图 20:	爱玛 ASP（左轴，元/辆）及单车净利（右轴，元/辆）情况.....	14
表 1:	公司 2023 年股权激励细则（公司层面）.....	5
表 2:	公司 2023 年股权激励细则（个人层面）.....	5
表 3:	电动两轮车销量预测/万辆.....	10
表 4:	2021 年电动两轮车保有量前十省份保有量数据.....	10
表 5:	关键假设.....	15
表 6:	可比公司估值表【2023 年 5 月 25 日】.....	15

1. 基本情况：领军企业，稳定经营

1.1. 电动两轮车领军企业，股权结构稳定

爱玛科技（603529.SH）是电动两轮车行业龙头企业之一，旗下拥有电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车、电动三轮车、自行车、电助力自行车、电动滑板车等产品，具有完善的绿色中短途出行交通工具产品体系。

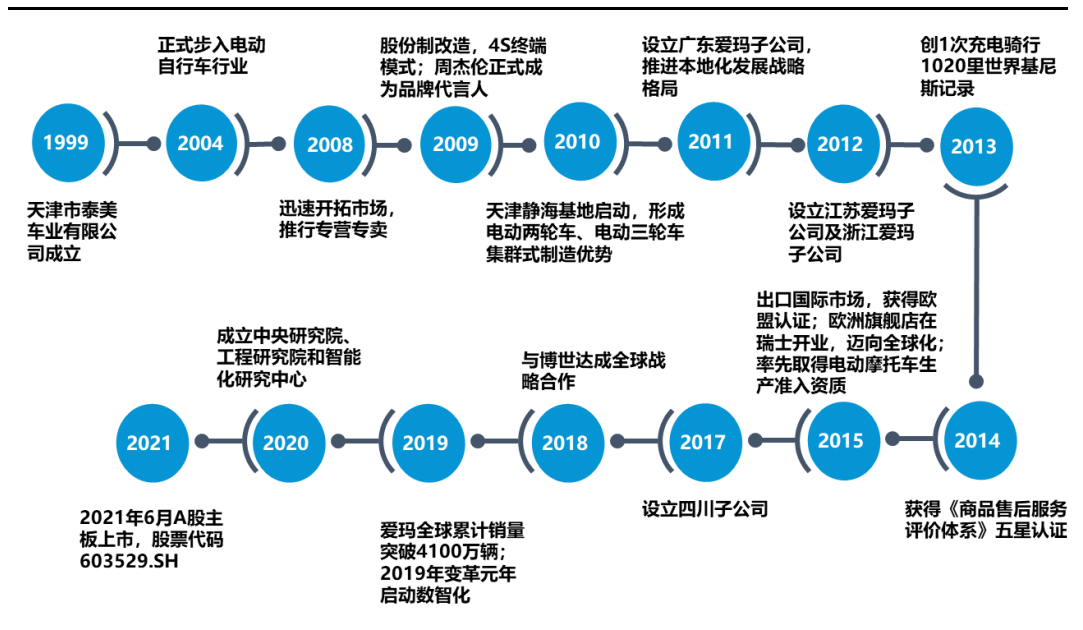
图1：爱玛科技旗下产品

产品外观	产线系列	产品定位	车型	价格区间/元	电池	电机	续航
	比熊	低端系列，简易电动自行车	基础版	1699-2099	48V12Ah铅酸电池	350W电机	26-40km
	晴天	豪华电动自行车（锂电系列）	MICO	4399-5099	48V24Ah锂电池	400W电机	65km以上
	欣果	电动摩托车	Q321	2999-3799	60V20Ah铅酸电池	1000W电机	45-50km
			Q101	3699-4499	48V24Ah锂电池	400W电机	35-45km
	揽圣	引擎MAX电动摩托车	N511	4799	72V20Ah石墨烯电池	高品质聚能电机	200km以上
	指挥官	高端系列，电动轻便摩托车	2023	5499-6599	72V38Ah石墨烯电池	1200W电机	141km以上
	造梦师	高端系列，电动摩托车	—	6999-9399	72V21.8Ah铅酸电池	2500W高性能动力电机	55-65km

数据来源：爱玛京东旗舰店，东吴证券研究所

公司是中国最早的电动自行车制造商之一。前身为天津市泰美车业有限公司，成立于1999年，初期业务为自行车批发零售，后转为自行车的生产经营；2004年正式步入电动自行车行业。2008年公司选择周杰伦作为品牌代言人，成功提高“爱玛”品牌的知名度和美誉度，并凭借产品品质、经销体系逐渐成长为行业龙头。2019年公司启动数智化，2020年公司成立中央研究院、工程研究院和智能化研究中心，发展整车智能化、零部件智能化；与中科院、上海交大成立两大博士后流动站，加速全面智能化应用。

图2：爱玛科技发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构稳定，股权变动多为家庭内部安排、个人职业发展、个人资金需求等，2017年引入外部财务投资者。公司实控人为张剑，截至2022年底，通过个人持股的方式持有公司68.77%股份。2017年，公司新增股数11,266,668股，由中信投资、金石智娱、金石灏沣、三峡金石认购。

股权激励计划提高员工凝聚力，彰显管理层信心。公司于2017年12月、2021年11月、2023年3月发布股权激励计划。2023年3月股权激励计划拟向激励对象授予股票期权数量为481.20万份，约占激励计划草案公告时公司股本总额的0.84%。

1) 覆盖人数方面：覆盖员工328人，主要覆盖人员为公司中层管理人员及核心技术（业务）骨干。与2017年/2021年股权激励计划相比，此次覆盖的员工人数和比例进一步提高，对充分调动员工积极性、激发人才内生动力和潜力具有显著效果。

2) 考核目标方面：2023年~2025年每个会计年度考核一次，以公司2022年营业收入或净利润为基数，营业收入增长率或净利润增长率不低于20%/44%/72.8%，彰显管理层业绩信心；同时对激励对象个人进行绩效考核，考核结果达标即可解售对应当年的股票，激发员工工作潜力。

表1：公司2023年股权激励细则（公司层面）

考核年度	该考核年度使用的考核指标	以2022年为基数，年度营业收入增长率 (A)	以2022年为基数，年度净利润增长率 (B)	以2022年为基数，年度营业收入累计值增长率 (C)	以2022年为基数，年度净利润累计值增长率 (D)
2023年	2023年营业收入或净利润	20%	20%	20%	20%
2024年	2024年营业收入或净利润，或2023-2024年两年累计营业收入或净利润	44%	44%	164%	164%
2025年	2025年营业收入或净利润，或2023-2025年三年累计营业收入或净利润	73%	73%	337%	337%

数据来源：wind，东吴证券研究所

表2：公司2023年股权激励细则（个人层面）

考核结果	达标			不达标	
	S	A	B	C	D
个人绩效等级					
解除限售比例	100%			0%	

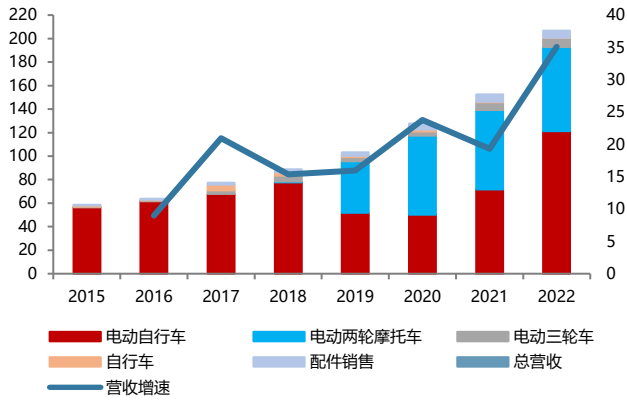
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司营收进一步增长，产能与渠道共同发力

2015-2018：公司营收稳步上升，电动自行车为主要营收业务。2015至2018年，公

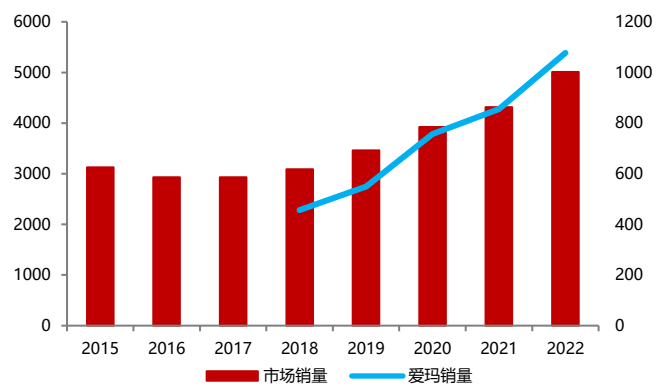
司电动自行车产品贡献 85%以上营收，公司营收的稳步上升主要系电动自行车业务的增长。**2019 至今：政策实施增加电动车替换需求，市场份额呈现出向规模企业和品牌企业集中的趋势。**2019 年 4 月 15 日新国标实施规范行业发展要求，同时疫情影响下部分居民出行方式从公共交通转移至私人出行工具。公司积极调整产能布局，实施渠道下沉策略，加强城市社区和乡镇的网点建设，销量实现快速增长。

图3：公司营收（左轴/亿元）及同比增速（右轴/%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

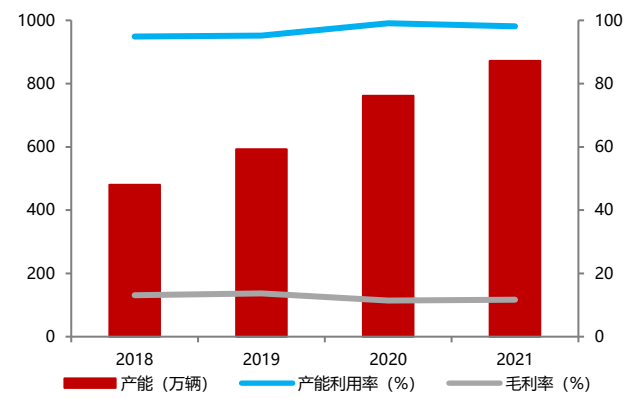
图4：行业销量（左轴/万辆）及公司销量（右轴/万辆）



数据来源：中国自行车协会，公司公告，东吴证券研究所

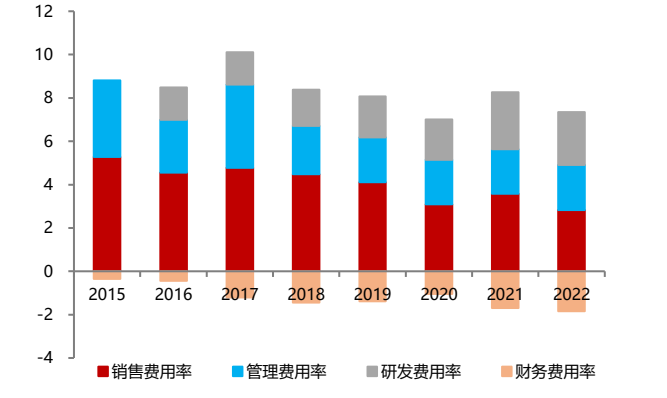
公司产能持续稳定增长，产能利用率较高。2018年至2021年，公司产能每年保持稳定增长，2021年产能利用率达到98.12%，产能利用率较高。公司使用上市及后续发行可转债的募集资金进行一系列产能新扩建。

图5：公司产能及毛利率情况（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

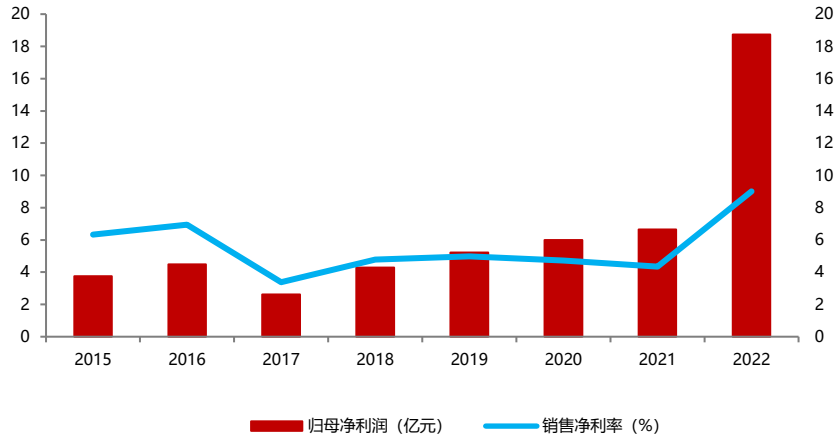
图6：公司费用率变化情况（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司归母净利润稳步向上，2022年增长迅猛。2015年至2022年归母净利润稳定增长，七年复合增长率达到25.86%。2022年归母净利润达到18.73亿元，销售净利率实现明显提升，2022年销售净利率达到9.00%。

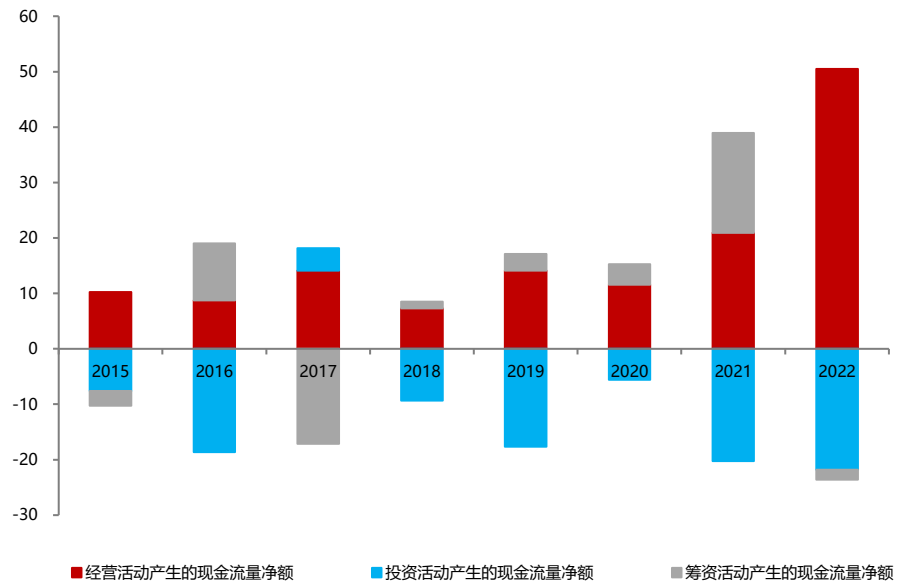
图7：公司归母净利润（左轴/亿元）及销售净利率（右轴/%）变化情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司现金流情况良好。经营方面，2015年~2021年经营活动产生的现金流稳定在5~15亿元区间，在2022年达到50.51亿元，进一步提升公司的资金实力。投资方面，投资活动产生的现金流多年为负，主要系公司扩充产能以及数智化转型，为公司的可持续发展提供有力保障。

图8：公司现金流情况（亿元）



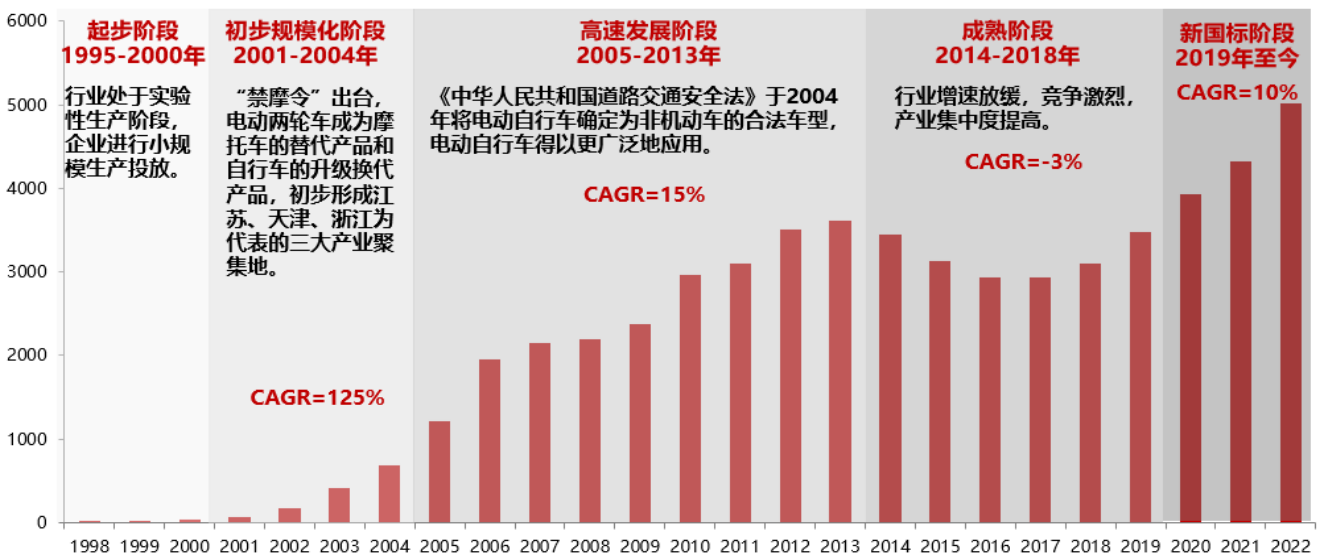
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 行业情况：新国标替换需求有限，格局向龙头集中

2.1. 总量复盘：新国标发布行业重回高增长

电动两轮车行业自 1995 年起步发展以来，历经十余年的高速发展期逐步成为国民短途出行的主要工具。自 2013 年起行业基本达到年销 3000 万的稳态水平，销量增速放缓同时竞争加剧。2018 年《电动自行车安全技术规范》(GB17761-2018) 强制性国家标准(新国标)正式发布，换购需求提升，同时疫情影响下外卖等行业快速发展产生增购需求，行业重回高增长。

图9：电动两轮车销量情况及发展阶段（万辆）

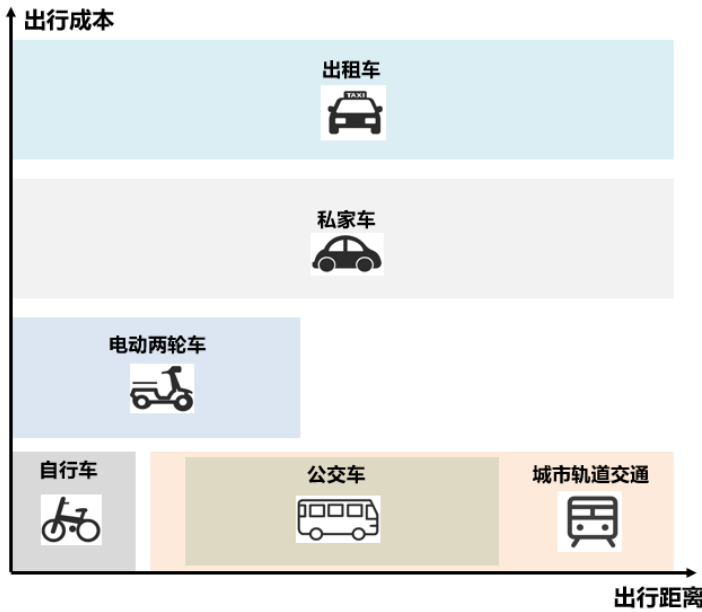


数据来源：中国自行车协会，各公司官网，东吴证券研究所

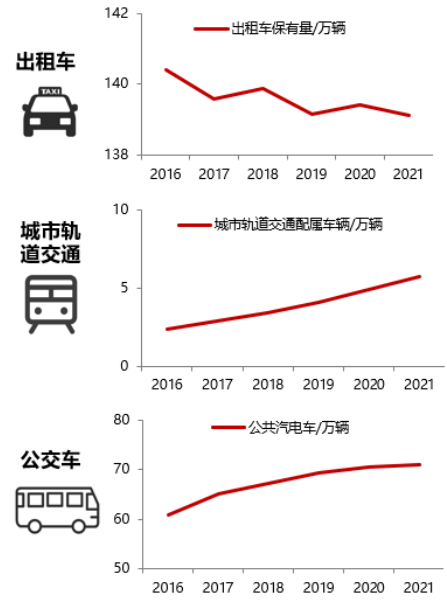
电动两轮车核心满足居民短途便捷出行需求。在城市轨道交通建设以及其余公共交通建设相对不足，同时居民出行半径不断增加情况下，电动两轮车以其操作简易、方便快捷、省时省力、性价比高等特点，成为人们改善出行条件的重要选择。

图10：居民出行主要交通工具

图11：中国出租车/城市轨道交通/公共汽
电车保有量



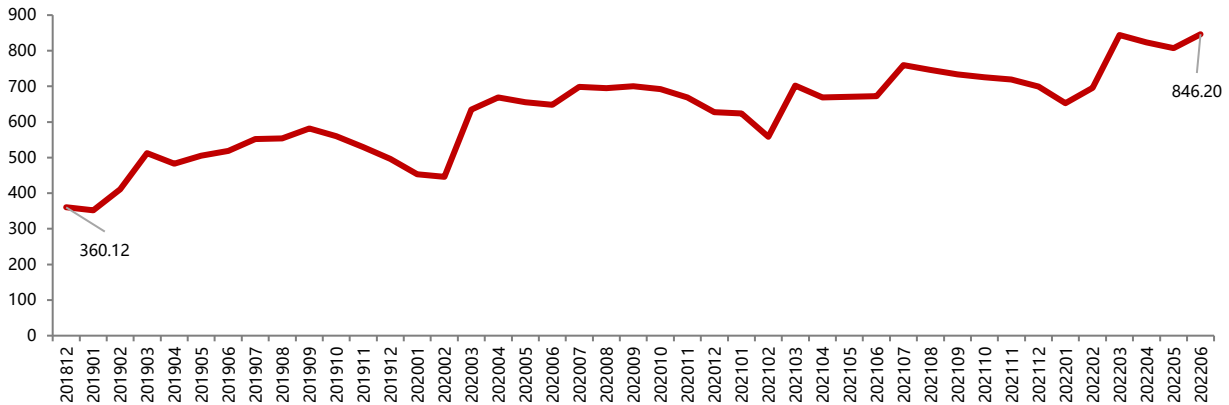
数据来源：东吴证券研究所绘制



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

短途配送服务（外卖+快递等）提升电动两轮车行业需求。 外卖配送最主要的交通工具即为电动自行车，我们计算了主流骑手 APP2018 年以来的用户活跃数，即美团众包+蜂鸟众包+美团骑手+达达骑士版+顺丰同城骑士五款 APP 合计用户活跃数，若不考虑重叠率问题，则 2018 年至 2022 年骑手数量增速达到了 134.98%，截至 2022 年 6 月骑手数达 846.2 万人。同时骑手用车使用频率高、更换周期短，为电动两轮车市场增长提供重要助力。

图12：骑手 APP 月度活跃人数情况/万人



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

2.2. 总量展望：出口/替换需求带来新增量

将销量分为新国标带来的替换需求、自然需求、海外市场新增需求，计算可得 2023-2025 年行业销量预计为 5115/5102/5653 万辆。详细拆分如下：1) 新国标替换需求：假设违规车占保有量（2019 年底数据）比例为 20%，新国标带来的替换需求自 2019 年开始启动，2021-2025 年过渡期结束的省份占比为 10.3%/30.0%/24.1%/17.2%/0%，考虑电

动两轮车使用寿命为 3-5 年，因此我们预计 2024 年之后违规电动两轮车会自然更新。

2) **更新需求**：假设换车周期为 5 年，2023-2025 年更新需求为 2018-2020 年销量。3) **出口**

测算：假设 2023-2025 年电动两轮车出口增速为 15%/18%/20%左右。

表3：电动两轮车销量预测/万辆

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新国标替换需求	618	1800	1446	1032	0
自然更新需求	3215	3113	3278	3609	5100
出口需求	309	340	391	461	553
合计（测算值）	4142	5253	5115	5102	5653
实际值	4314	5010	——	——	——

数据来源：中国自行车协会，艾瑞咨询，各公司官网，东吴证券研究所

2.2.1 替换需求预计于 2022 年达到高峰

新国标实施后，各地对不符合强制性国家标准的电动两轮车办理临时号牌后实施过渡期限管理，过渡期内非合规车辆仍可上路。各地过渡期截止时间不同，多集中于 2022-2024 年。我们认为由新国标带来的违规车替换需求预计于 2022 年达到高峰后逐步回落，主要原因为：1) **替换需求多已释放**：2021 年电动两轮车保有量位居前十名的省份合计保有 2.69 亿辆，其中过渡期于 2022 年结束的省份保有量占比 42%，替换需求多数已释放。2) **过渡期基本涵盖自然使用寿命**：电动自行车使用寿命约为 3-5 年，其所普遍使用的铅酸蓄电池使用寿命一般在 2-3 年左右，过渡期基本涵盖自然使用寿命，新增替换需求相对有限。

表4：2021 年电动两轮车保有量前十省份保有量数据

省份	保有量/万辆	新国标过渡截止日期
山东	3900	2022/12/31
河南	3800	2023/12/31
江苏	3600	2024/4/14
河北	2500	2025/4/30
浙江	2500	2021/12/31
安徽	2500	2023/12/31
广东	2500	2020/6/20-2023/11/30（市级层面要求各异）
四川	2300	2022/10/14
广西	2000	2025/2/1
湖南	1300	2022/6/15-2024/3/31（市级层面要求各异）

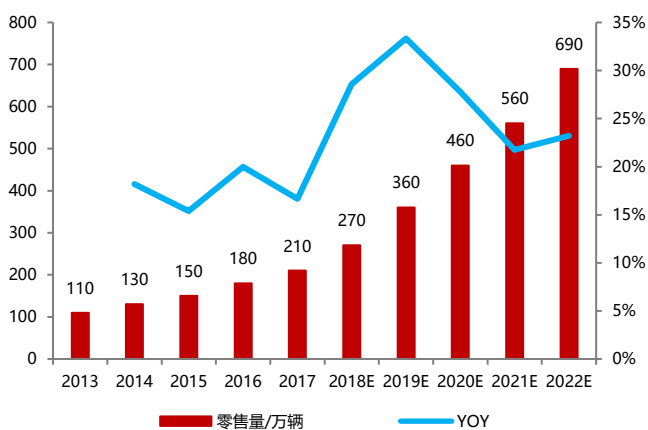
数据来源：电动车观察员，各地政府官网，东吴证券研究所

2.2.2 东南亚两轮车市场或迎来高速发展期

政策推动下东南亚地区电动两轮车行业将迎来高速发展期。东盟国家使用摩托车作为出行工具较为普遍，随着东盟各国环保意识的加强，以绿色环保的电动自行车取代摩托车作为代步工具的趋势逐渐显现。**1) 政策指引：**泰国、缅甸、越南等东南亚地区推动支持低碳环保出行政策落地，通过限制摩托车路权或增加税收提高燃油摩托车使用成本的方式推动电动两轮车的发展，可参考中国推行禁摩令后行业规模迅速提升进程，东南亚电动两轮车市场广阔。**2) 电动两轮车可满足基本出行需求：**大多数东盟国家的公共交通系统不够发达完备，电动自行车以其方便快捷、节能环保、价廉物美的优质属性，可以满足人们日常出行的需求。

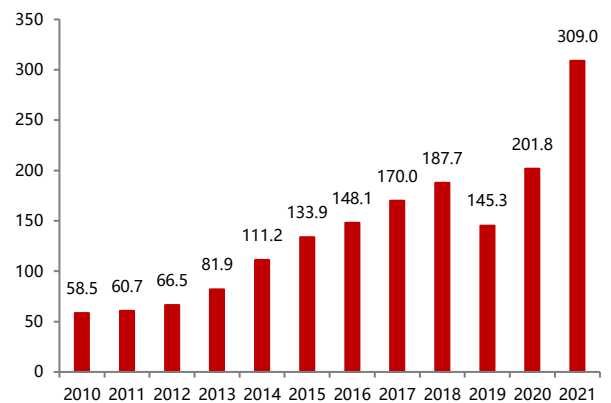
东南亚市场潜力大+自贸协定保驾护航+中国企业积极布局等因素影响下中国电动两轮车企业在东南亚地区的出口量有望持续攀升。1) 从现有出口数据来看，2019年-2021年出口销量增速均保持在较高水平，三年复合增长率达45.82%。根据华经产业研究院统计，2021年出口至北美洲和欧洲比例达76.8%，东南亚市场出口潜力仍待挖掘。2) 2020年中国签署RCEP贸易协定，加深与东盟地区经济一体化合作，电动两轮车出口政商环境较佳。2020年11月有15个成员国参与的RCEP在东亚合作领导人系列会议期间正式签署，全球最大自由贸易区形成，为电动两轮车出口至东盟等国家营造良好政商环境。3) 多家车企积极布局海外市场。2018年爱玛入驻“中国东盟新能源车生产基地”；2019年雅迪宣布越南北江生产基地正式投产，该基地集生产-仓储-办公等功能于一体，产能20万台/年。

图13: 东南亚电动两轮车零售量(左轴/万辆)及同比增速(右轴/%)



数据来源：东盟商机，小牛电动招股说明书，东吴证券研究所

图14: 中国电动自行车出口销量(万辆)



数据来源：中国自行车协会，CNKI，华经产业研究院，东吴证券研究所

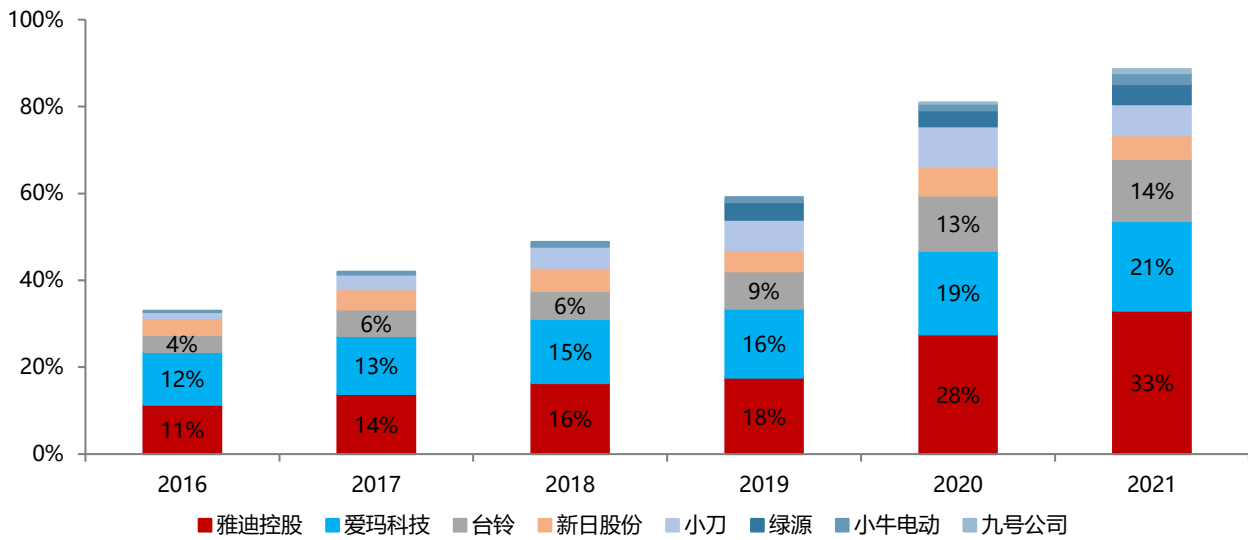
注：2021年出口数据参考行业出口额增速近似计算

2.3. 格局展望：进一步向龙头集中

品牌认知不断加深叠加新国标带来的高行业准入门槛，行业集中度将不断提升。1)

品牌：随着保有量逐步提升行业进入成熟期，电动两轮车行业已从依靠同质化产品竞争状态逐步向品牌化竞争演进，产品创新能力、经销商布局广度、售后体系完善度都成为重要竞争要素，龙头企业将受益于此发展趋势。2) **新国标：**新国标新增多项强制性功能，且对于生产资质要求提升，提高行业准入门槛，加速不合规企业淘汰出局，进一步提升行业集中度。例如所有电动两轮车均须经过 3C 认证才能上市销售，每款车型的 3C 认证都会产生费用，提高整车生产企业的经营成本。

图15：2016-2021年电动两轮车头部企业市占率（%）变化情况



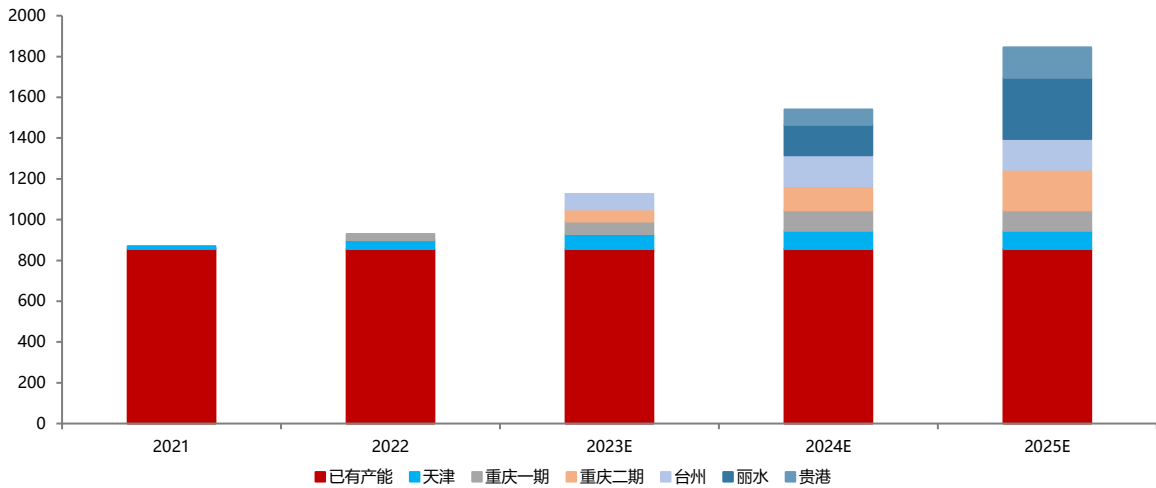
数据来源：中国自行车协会，各公司官网，东吴证券研究所

3. 未来核心看点：产能放量+渠道提效+产品升级

3.1. 产能——积极扩产，产能持续释放

积极扩产，持续释放产能。爱玛在上市前整体扩产节奏相对较慢，通过 2021 年 IPO+2023 年发行可转债 20 亿元提升资金实力，积极进行扩产，目前在建生产基地包括重庆基地二期、台州基地、丽水基地、贵港基地等，我们预计 2025 年爱玛实际投产年产能可达 1845 万辆，同比 2022 年底增速约为 98%。

图16：爱玛实际投产产能及后续产能规划（万辆）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：爱玛台州基地/贵港基地未公告产能规划，按照占地面积进行估算；所有未投产项目按照两年建设期+两年达产期进行计算

3.2. 渠道——新建门店+升级原有门店

爱玛在近两年通过补贴新建门店+改造已有门店大力发展渠道建设：

1) 门店升级：公司于2021年通过IPO募资，其中4.88亿元对3773家门店进行装修升级，巩固已有门店销售基础，挖掘现有门店的销售潜力；统一门店风格和企业标识标准化，提升品牌形象。

2) 新建门店：公司于2023年募资5.3亿元对11463家新建经销商营销门店的装修投入进行补贴，扩大市场覆盖面、提高营销效率。

图17：爱玛新建终端门店类型及定位

门店类型	面积 (平米)	所处商圈区域	店面定位
城市旗舰店	200-400	一类、二类商圈市中心	对品牌形象加分，有辐射带动作用的城市形象、销售、体验及服务标杆店面
城市标准店	80-200	一类、二类商圈电动两轮车市场中心	以突出爱玛形象，有辐射带动作用的销售主力店
乡镇样板店	50-200	三类、四类商圈电动两轮车市场中心	位于城乡结合部、乡镇贸易中心等具有广告效应的大门头销售店
乡镇基础店	50-120	三类、四类商圈电动两轮车市场中心	地处乡镇，面积及市场容量小销售门店

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：爱玛首家购物中心旗舰店（2022年11月开业）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 产品——引擎系列改善产品结构

技术成果：引擎 MAX 提升整车的续航里程和电池的使命寿命。公司自主研发电动两轮车能量管理系统“引擎 MAX”，高效整合并大幅度提升配套使用的高效聚能电机、抗衰石墨烯电池、低滚阻轮胎、整车 LED 节能灯组等高品质配件的使用效能，使能量密度、能量损耗和能量回收三个方面的技术参数均有显著的改善，实现“百公里不充电”。

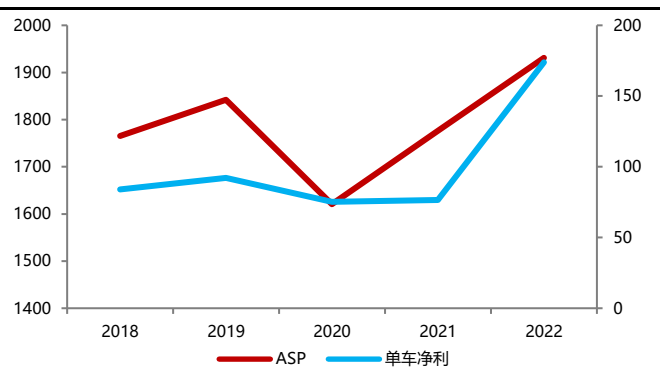
引擎技术上车，提升公司单车盈利水平。2021 年 1 月，公司的高端系列产品“引擎 MAX”上市，具体车型包括米格 A303、妮娜 W260、露娜 W190、全新一代 A500 等，均价在 5000 元左右，提升公司盈利水平。

图19: 爱玛引擎 MAX 能量聚核系统



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20: 爱玛 ASP (左轴, 元/辆) 及单车净利 (右轴, 元/辆) 情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对爱玛科技 2023~2025 年盈利进行预测。

1) 爱玛科技 2022 年简易款电动自行车销量为 723.69 万辆，电动两轮摩托车销量为 326.96 万辆；预期 2023~2025 年简易款电动自行车分别实现 883/1000/1148 万辆，分别同比+22.01%/+13.25%/+14.80%；电动两轮摩托车分别实现 402/449/516 万辆，分别同比+22.95%/+11.69%/+14.92%；相对应爱玛 2023~2025 年收入同比分别为+22%/+18%/+22%。

2) 公司 2023~2025 年综合毛利率分别为 16.66%/17.20%/18.25%。

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 253/299/364 亿元，归属母公司净利润 23.94/29.80/39.53 亿元，同比+28%/+24%/+33%，对应 PE 为 13/11/8 倍，选取 A 股、港股共五家两轮车同业公司作为爱玛科技的可比公司，可比公司估值均值为 21/16/12 倍。爱玛科技作为行业领先企业，公司产能放量+渠道提效+产品升级，增长点明确，我们认为应该给予爱玛更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表5: 关键假设

	2022	2023E	2024E	2025E
销量(万台)/公告				
简易款电动自行车	723.69	883	1,000	1,148
电动两轮摩托车	326.96	402	449	516
电动三轮车	26.14	13	-	-
自行车	0.48	-	-	-
单价假设(元/辆)				
简易款电动自行车	1676.82	1,700	1,800	1,900
电动两轮摩托车	2184.98	2,300	2,500	2,700
电动三轮车	3048.97	3,049	3,049	3,049
自行车	625.00	625	625	625
毛利率	16.36%	16.66%	17.20%	18.25%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表6: 可比公司估值表【2023年5月25日】

证券代码	公司简称	收盘价/元	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
1585.HK	雅迪控股	16.48	504.91	26.35	32.60	45.67	19.16	15.49	11.06
689009.SH	九号公司-WD*	33.43	238.84	6.93	10.63	14.96	34.46	22.47	15.97
603129.SH	春风动力*	139.29	209.57	10.79	14.70	19.67	19.42	14.26	10.65
603787.SH	新日股份*	17.48	35.66	2.58	3.31	4.16	13.82	10.77	8.57
300994.SZ	久祺股份*	19.54	37.95	1.93	2.53	3.25	19.66	15.00	11.68
可比公司算术平均 PE							21.30	15.60	11.59
603529.SH	爱玛科技	36.74	316.72	23.94	29.80	39.53	13.07	10.50	7.92

注: 标*公司盈利预测为 wind 一致预期 数据来源: wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

行业总量增长不及预期。若行业总量增长不及预期, 将加剧行业内部竞争。

行业价格战情况超出预期。行业竞争加剧情况下厂商或采取价格竞争方式提升市占率, 将影响公司盈利能力。

爱玛科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,533	14,676	19,772	26,603	营业总收入	20,802	25,300	29,900	36,400
货币资金及交易性金融资产	6,776	10,468	15,359	22,025	营业成本(含金融类)	17,399	21,085	24,757	29,757
经营性应收款项	316	385	455	554	税金及附加	105	127	150	182
存货	811	937	1,032	1,157	销售费用	587	683	777	928
合同资产	0	0	0	0	管理费用	433	506	598	728
其他流动资产	3,630	2,887	2,927	2,868	研发费用	507	582	688	837
非流动资产	6,939	7,760	7,875	8,009	财务费用	-383	-466	-551	-671
长期股权投资	128	163	207	241	加:其他收益	78	67	66	66
固定资产及使用权资产	2,075	2,143	2,243	2,371	投资净收益	-4	-4	-4	-4
在建工程	86	136	86	36	公允价值变动	-12	0	0	0
无形资产	458	529	549	570	减值损失	15	1	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	44	56	69	81	营业利润	2,234	2,848	3,545	4,703
其他非流动资产	4,147	4,733	4,721	4,711	营业外净收支	-7	7	7	7
资产总计	18,471	22,436	27,647	34,613	利润总额	2,227	2,855	3,552	4,710
流动负债	11,471	13,351	15,579	18,588	减:所得税	354	457	568	754
短期借款及一年内到期的非流动负债	517	517	517	517	净利润	1,873	2,398	2,984	3,956
经营性应付款项	9,410	11,153	13,096	15,741	减:少数股东损益	-1	4	4	4
合同负债	638	759	897	1,092	归属母公司净利润	1,873	2,394	2,980	3,953
其他流动负债	906	922	1,069	1,237	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.17	2.78	3.46	4.59
非流动负债	266	257	257	257	EBIT	1,869	2,389	3,001	4,039
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,156	2,644	3,272	4,330
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.36	16.66	17.20	18.25
租赁负债	54	54	54	54	归母净利率(%)	9.01	9.46	9.97	10.86
其他非流动负债	212	203	203	203	收入增长率(%)	35.09	21.62	18.18	21.74
负债合计	11,737	13,608	15,835	18,844	归母净利润增长率(%)	182.14	27.81	24.45	32.66
归属母公司股东权益	6,721	8,812	11,791	15,744					
少数股东权益	13	17	21	24					
所有者权益合计	6,734	8,828	11,812	15,768					
负债和股东权益	18,471	22,436	27,647	34,613					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,051	4,292	5,296	7,112	每股净资产(元)	11.70	9.72	13.18	17.76
投资活动现金流	-2,178	-1,069	520	-1,421	最新发行在外股份(百万股)	862	862	862	862
筹资活动现金流	-182	-331	-25	-25	ROIC(%)	25.47	24.03	23.15	23.62
现金净增加额	2,690	2,891	5,791	5,666	ROE-摊薄(%)	27.87	27.17	25.27	25.11
折旧和摊销	287	255	271	291	资产负债率(%)	63.54	60.65	57.28	54.44
资本开支	-827	-421	-320	-371	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.70	13.07	10.50	7.92
营运资本变动	3,063	1,644	2,022	2,844	P/B(现价)	3.10	3.73	2.75	2.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

