

爱玛科技 (603529.SH) 2024Q3 业绩阶段性承压, 2025 看好公司乘行业东风 重进量价齐升通道

2024 年 10 月 28 日

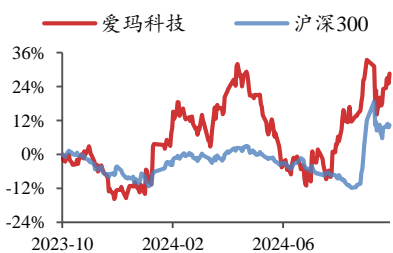
投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2024/10/25
当前股价(元)	35.76
一年最高最低(元)	40.93/23.61
总市值(亿元)	308.15
流通市值(亿元)	301.37
总股本(亿股)	8.62
流通股本(亿股)	8.43
近 3 个月换手率(%)	51.4

吕明 (分析师)	周嘉乐 (分析师)	骆扬 (联系人)
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	luoyang@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790522030002	证书编号: S0790122120029

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《2024Q2 单车盈利超预期, 看好全年业绩弹性表现—公司信息更新报告》-2024.8.23
- 《2024Q1 单车盈利超预期, 看好 Q2 业绩弹性表现—公司信息更新报告》-2024.4.27
- 《2023 业绩稳增, 2024 看好产品量价持续提升 —公司信息更新报告》-2024.4.18

● 2024Q3 收入、利润阶段性承压, 盈利能力保持稳定, 维持“买入”评级

公司 2024Q1-Q3 实现营业收入 174.6 亿元 (+0.05%), 归母净利润 15.5 亿元 (-0.25%), 扣非净利润 14.5 亿元 (-0.03%), 非经常性损益 (主含政府补助) 为 1.07 亿元。单季度看, 公司 2024Q3 实现营业收入 68.7 亿元 (-5.1%), 归母净利润 6.0 亿元 (-9.0%), 扣非净利润 5.5 亿元 (-9.8%)。政策切换阶段性影响到行业动销, 我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 19.95/24.98/31.08 亿元 (原值 21.36/26.36/32.41 亿元), 对应 EPS 2.32/2.90/3.61 元, 当前股价对应 PE 为 11.4/9.1/7.3 倍, 公司渠道+产品+品牌竞争力仍强, 维持“买入”评级。

● 单车拆分: 2024Q3 销量因政策切换阶段承压, 产品结构持续改善

2024Q3 公司单车 ASP 预计同比持续提升, 销量因政策切换阶段承压, 具体拆分看: **销量方面**, 我们预计 2024Q3 公司产品销量同比下降约 10%, 销量同比下降, 或主因行业处于政策切换期间:《电动自行车安全技术规范 (征求意见稿)》于 9 月 19 日发布, 预计于明年大范围落地执行。因此, 目前各地经销商多处于观望状态, 提货意愿度不高, 对动销产生负向影响。**单车 ASP 及单车利润方面**, 我们预计公司单车 ASP 为 1986 元/台 (+5.7%), 单车利润为 174 元/台 (+1.2%), 单车扣非利润为 160 元/台 (+0.35%), 公司产品结构调整顺利, 高毛利两轮及三轮产品占比预计提升, 带动单车 ASP 及利润连续三季度同比提升。

● 盈利能力: 2024H1 毛净利率均实现同比提升、费用端控制平稳

公司 2024Q1-Q3 毛利率 17.4% (+1.6pct), 期间费用率为 7.5% (+2.0pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.5%/2.6%/2.6%/-1.2%, 同比分别 +0.7/+0.5/+0.3/+0.5pct。综合影响下 2024Q1-Q3 销售净利率为 9.0% (+0.1pct)。公司毛、净利率提升, 主或系高毛利中高端产品占比提升, 产品结构持续改善带动单车盈利上移。单季度看, 2024Q3 毛利率 16.8% (+0.7%), 期间费用率为 6.8% (+1.3pct), 综合影响下 2024Q3 销售净利率为 8.9% (-0.3pct)。

● 以旧换新、国标修订等政策逐步落地, 2025 看好公司重进量价齐升通道

展望公司发展, 行业政策暖风频吹, 以旧换新逐步细化落地执行或有效刺激行业终端动销; 新国标修订后行业低质企业或再度出清, 行业份额进一步向龙头集中。公司作为电动两轮车龙头预计超额受益于行业贝塔改善, 2025 年基本面拐点清晰: **量上**, 公司新国标修订标准下的新款产品储备充足, 且渠道库存轻、留足囤货空间; **价上**, 公司高毛利产品成功打造 (仰望&露娜)、行业整体价格战未显、新国标执行下成本优势或将进一步拉大, 看好产品单价稳步提升。

● 风险提示: 行业销量不及预期, 行业竞争恶化, 公司产品调整不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,802	21,036	22,178	27,235	32,830
YOY(%)	35.1	1.1	5.4	22.8	20.5
归母净利润(百万元)	1,873	1,881	1,995	2,498	3,108
YOY(%)	182.1	0.4	6.1	25.2	24.4
毛利率(%)	16.4	16.5	17.5	18.1	18.4
净利率(%)	9.0	8.9	9.0	9.2	9.5
ROE(%)	27.8	24.4	21.6	22.2	22.6
EPS(摊薄/元)	2.17	2.18	2.32	2.90	3.61
P/E(倍)	12.1	12.1	11.4	9.1	7.3
P/B(倍)	3.4	3.1	2.6	2.1	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11533	9586	14103	18450	20762
现金	6633	6667	12074	16196	18163
应收票据及应收账款	290	358	240	543	370
其他应收款	28	16	30	26	42
预付账款	18	37	12	53	22
存货	811	575	981	846	1388
其他流动资产	3753	1933	767	786	776
非流动资产	6939	10307	8188	9273	9967
长期投资	128	127	129	127	131
固定资产	2033	2184	2318	2841	3318
无形资产	458	716	743	786	846
其他非流动资产	4320	7280	4999	5519	5673
资产总计	18471	19893	22291	27723	30729
流动负债	11471	10122	11366	15084	15906
短期借款	511	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9389	8492	9435	12851	13647
其他流动负债	1571	1630	1930	2233	2259
非流动负债	266	1991	1594	1300	989
长期借款	0	1645	1248	953	642
其他非流动负债	266	346	346	346	346
负债合计	11737	12113	12960	16384	16895
少数股东权益	13	68	84	97	113
股本	575	862	862	862	862
资本公积	1978	1763	1763	1763	1763
留存收益	4304	5136	6670	8437	10641
归属母公司股东权益	6721	7712	9247	11242	13721
负债和股东权益	18471	19893	22291	27723	30729

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5051	1864	3738	5681	3151
净利润	1873	1896	2011	2512	3125
折旧摊销	262	358	278	338	400
财务费用	-383	-410	-422	-667	-852
投资损失	4	21	-8	8	6
营运资金变动	2948	-352	1811	3499	474
其他经营现金流	348	351	68	-8	-2
投资活动现金流	-2178	-1910	1791	-1437	-1102
资本支出	842	1960	282	816	894
长期投资	-1372	-404	-2	2	-4
其他投资现金流	36	454	2075	-623	-204
筹资活动现金流	-182	545	-123	-123	-82
短期借款	511	-511	0	0	0
长期借款	0	1645	-397	-295	-311
普通股增加	171	287	0	0	0
资本公积增加	42	-214	0	0	0
其他筹资现金流	-907	-662	273	172	229
现金净增加额	2690	498	5406	4122	1967

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20802	21036	22178	27235	32830
营业成本	17399	17563	18286	22312	26779
营业税金及附加	105	100	97	122	153
营业费用	587	641	1242	1852	1937
管理费用	433	474	233	444	558
研发费用	507	589	444	321	673
财务费用	-383	-410	-422	-667	-852
资产减值损失	-3	-4	0	0	0
其他收益	78	173	76	87	104
公允价值变动收益	-12	-17	-2	-5	-9
投资净收益	-4	-21	8	-8	-6
资产处置收益	1	0	-3	-3	-1
营业利润	2234	2194	2382	2928	3675
营业外收入	34	41	33	35	36
营业外支出	41	21	21	24	27
利润总额	2227	2213	2394	2939	3684
所得税	354	317	382	427	560
净利润	1873	1896	2011	2512	3125
少数股东损益	-1	15	16	13	16
归属母公司净利润	1873	1881	1995	2498	3108
EBITDA	2321	2480	2475	2907	3613
EPS(元)	2.17	2.18	2.32	2.90	3.61

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	35.1	1.1	5.4	22.8	20.5
营业利润(%)	202.3	-1.8	8.6	22.9	25.5
归属于母公司净利润(%)	182.1	0.4	6.1	25.2	24.4
获利能力					
毛利率(%)	16.4	16.5	17.5	18.1	18.4
净利率(%)	9.0	8.9	9.0	9.2	9.5
ROE(%)	27.8	24.4	21.6	22.2	22.6
ROIC(%)	23.3	18.8	16.6	17.1	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	63.5	60.9	58.1	59.1	55.0
净负债比率(%)	-87.9	-60.6	-109.4	-128.9	-122.0
流动比率	1.0	0.9	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	83.5	64.9	74.2	69.6	71.9
应付账款周转率	7.5	7.0	7.2	7.1	7.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.17	2.18	2.32	2.90	3.61
每股经营现金流(最新摊薄)	5.86	2.16	4.34	6.59	3.66
每股净资产(最新摊薄)	7.80	8.45	10.23	12.54	15.42
估值比率					
P/E	12.1	12.1	11.4	9.1	7.3
P/B	3.4	3.1	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	7.2	7.2	5.0	2.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn