

## 关注公司底部向上弹性

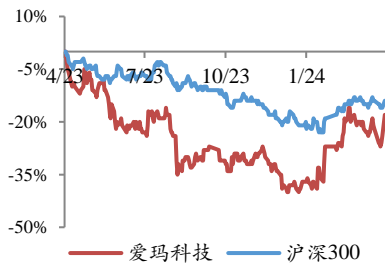
——爱玛科技 23 年报点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-16

收盘价(元)	33.39
近 12 个月最高/最低(元)	65.28/23.61
总股本(百万股)	862
流通股本(百万股)	224
流通股比例(%)	25.93
总市值(亿元)	288
流通市值(亿元)	75

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

### 分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

### 主要观点：

#### ● 公司发布 23 年业绩：

- **23Q4**：营收 35.8 亿(+0.2%)，归母 3.2 亿(-35%)，扣非 3.2 亿(-27%)。
- **23 全年**：营收 210.4 亿(+1%)，归母 18.8 亿(+0%)，扣非 17.6 亿(-2%)。
- **全年收入利润与 22 年持平，符合我们预期。**公司拟每 10 股派息 5.34 元，加上 H1 全年分红率 40%（同上年 40%）。

#### ● 收入端：竞争趋缓 ASP 好转

- **23Q4**：收入同比+0.2%，我们预计单季销量 160 万台左右，同比个位数下滑；ASP 同比增长约+8%，环比约+380 元；单车净利润超 200 元（同比约-30%，环比约+30 元），Q4 历史高基数下公司销量及单车盈利有所承压，但 ASP 及结构呈现边际好转。
- **23 年**：收入预计+1%，我们预计量/价分别同比-0.3%/+1.4%，单车净利约 175 元（同比+0.7%），23 年全年维度来看总体持平维稳，24 年轻装上阵。

#### ● 盈利端：Q4 边际已现修复

- **23Q4**：毛利率同/环比-1.5/+3.8pct，归母净利率同/环比-4.9/-0.1pct，受益产品及渠道结构改善，单季环比修复显著。
- **23 年**：毛利率+0.15pct，归母净利率 -0.1pct，全年竞争加剧压力之下，公司更重盈利稳健。

#### ● 投资建议： $\alpha+\beta$ 机遇俱存

#### ➢ 我们的观点：

- 公司层面：底部向上，2 月公司推出新一轮股权激励，重申 24-26 年收入或净利润 cagr20% 的目标，内销巩固拓展海外，重启成长信心。
- 行业层面：近期 14 部门联合发文研究电动自行车以旧换新，及国常会部署电动自行车全链条整治，催化电动车以旧换新，长期利好两轮车行业集中度进一步提升。
- 盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司实现营收 244/274/303 亿元，同比+16%/+13%/+11%；实现归母净利润 23/28/33 亿元，同比+22%/+21%/+19%；当前股价对应 PE13/10/9X，考虑当前 PEG 较低，公司具底部向上弹性，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

行业需求景气度波动，行业竞争加剧超预期，成本大幅波动。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21036	24350	27407	30273
收入同比 (%)	1.1%	15.8%	12.6%	10.5%
归属母公司净利润	1881	2297	2781	3317
净利润同比 (%)	0.4%	22.1%	21.1%	19.3%
毛利率 (%)	16.5%	17.5%	17.7%	17.9%
ROE (%)	24.4%	22.9%	21.7%	20.6%
每股收益 (元)	2.20	2.66	3.23	3.85
P/E	11.38	12.53	10.35	8.68
P/B	2.80	2.88	2.25	1.79
EV/EBITDA	7.59	7.66	5.49	3.53

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 24 年 4 月 15 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	9586	14117	18058	22478	<b>营业收入</b>	21036	24350	27407	30273
现金	6667	10785	14596	18872	营业成本	17563	20082	22558	24862
应收账款	358	361	406	449	营业税金及附加	100	122	137	151
其他应收款	16	96	108	119	销售费用	641	755	850	923
预付账款	37	42	18	15	管理费用	474	536	603	636
存货	575	923	1037	1143	财务费用	-410	-426	-694	-941
其他流动资产	1933	1910	1893	1880	资产减值损失	-4	2	2	2
<b>非流动资产</b>	10307	10917	11508	12077	公允价值变动收益	-17	0	0	0
长期投资	127	126	125	125	投资净收益	-21	-24	-27	-30
固定资产	2184	2248	2291	2314	<b>营业利润</b>	2194	2675	3243	3871
无形资产	716	849	982	1116	营业外收入	41	41	41	41
其他非流动资产	7280	7694	8109	8523	营业外支出	21	21	21	21
<b>资产总计</b>	19893	25034	29565	34555	<b>利润总额</b>	2213	2694	3262	3891
<b>流动负债</b>	10122	12948	14685	16341	所得税	317	386	467	557
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1896	2309	2795	3333
应付账款	2459	3012	3446	3867	少数股东损益	15	12	14	17
其他流动负债	7663	9936	11238	12474	<b>归属母公司净利润</b>	1881	2297	2781	3317
<b>非流动负债</b>	1991	1997	1997	1997	EBITDA	2191	2573	2894	3295
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.20	2.66	3.23	3.85
其他非流动负债	1991	1997	1997	1997					
<b>负债合计</b>	12113	14946	16682	18339					
少数股东权益	68	80	94	110					
股本	862	862	862	862					
资本公积	1763	1763	1763	1763					
留存收益	5087	7383	10164	13481					
归属母公司股东权益	7712	10009	12790	16106					
<b>负债和股东权益</b>	19893	25034	29565	34555					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1864	5038	4740	5208	<b>成长能力</b>				
净利润	1896	2309	2795	3333	营业收入	1.1%	15.8%	12.6%	10.5%
折旧摊销	388	305	326	346	营业利润	-1.8%	21.9%	21.2%	19.4%
财务费用	-214	7	7	7	归属于母公司净利	0.4%	22.1%	21.1%	19.3%
投资损失	21	24	27	30	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-185	2414	1606	1512	毛利率 (%)	16.5%	17.5%	17.7%	17.9%
其他经营现金流	2038	-127	1168	1800	净利率 (%)	8.9%	9.4%	10.1%	11.0%
<b>投资活动现金流</b>	-1910	-919	-922	-925	ROE (%)	24.4%	22.9%	21.7%	20.6%
资本支出	-1941	-891	-891	-891	ROIC (%)	16.3%	16.5%	15.1%	14.1%
长期投资	-404	1	1	1	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	434	-29	-32	-35	资产负债率 (%)	60.9%	59.7%	56.4%	53.1%
<b>筹资活动现金流</b>	545	0	-7	-7	净负债比率 (%)	155.7%	148.1%	129.5%	113.1%
短期借款	-511	0	0	0	流动比率	0.95	1.09	1.23	1.38
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.71	0.88	1.04	1.20
普通股增加	287	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-214	0	0	0	总资产周转率	1.10	1.08	1.00	0.94
其他筹资现金流	983	0	-7	-7	应收账款周转率	64.91	67.77	71.47	70.84
<b>现金净增加额</b>	498	4118	3811	4276	应付账款周转率	7.03	7.34	6.99	6.80
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	2.20	2.66	3.23	3.85
					每股经营现金流薄)	2.16	5.84	5.50	6.04
					每股净资产	8.95	11.61	14.84	18.69
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11.38	12.53	10.35	8.68
					P/B	2.80	2.88	2.25	1.79
					EV/EBITDA	7.59	7.66	5.49	3.53

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 数据截至 24 年 4 月 15 日

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。