



2023年爱玛科技集团股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年爱玛科技集团股份有限公司公开发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
爱玛转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：爱玛科技集团股份有限公司（以下简称“爱玛科技”或“公司”，股票代码：603529.SH）作为电动两轮车行业龙头之一，2023年营业收入及总资产规模均排名行业第二，具有一定的规模优势和行业地位，公司业绩保持增长，经营性现金流表现仍较好，主营业务现金生成能力强，国家出台政策推动下游需求增长，加速行业规范化及供给侧改革，引导资源向优质企业集中，有利于公司获取更高市场份额。同时中证鹏元也关注到，行业竞争加剧，若公司研发预判失误或新车型的市场接受度未达预期，则会对业绩产生不良影响，公司面临一定产品研发风险，铅价2024年以来快速上涨，或将引起铅酸电池采购价格上涨，公司面临一定原材料价格波动风险，公司产能投资规模快速增长，需关注未来资金压力等风险因素。

评级日期

2024年6月24日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：崔彬杨
cuiby@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	207.92	198.93	184.71	133.97
归母所有者权益	82.16	77.12	67.21	49.75
总债务	70.48	77.38	74.24	49.79
营业收入	49.54	210.36	208.02	153.99
净利润	4.89	18.96	18.73	6.68
经营活动现金流净额	6.81	18.64	50.51	20.94
净债务/EBITDA	--	0.64	0.55	1.66
EBITDA利息保障倍数	--	34.87	249.34	403.81
总债务/总资本	45.93%	49.86%	52.43%	50.00%
FFO/净债务	--	115.92%	143.84%	47.19%
EBITDA利润率	--	10.69%	10.42%	4.90%
总资产回报率	--	11.67%	14.03%	6.62%
速动比率	0.89	0.89	0.93	0.57
现金短期债务比	1.32	1.13	0.92	0.84
销售毛利率	18.04%	16.51%	16.36%	11.72%
资产负债率	60.09%	60.89%	63.54%	62.83%

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **作为电动两轮车行业龙头之一，公司具有一定规模优势和行业地位，2023 年业绩保持增长，经营性现金流表现仍较好。**公司以“科技与时尚”作为品牌主张，品牌认知度高，产品体系较为完善。截至 2023 年末公司总资产及营业收入规模在行业内仍排名第二，仅次于雅迪，进一步巩固了国内电动两轮车行业龙头地位。截至 2023 年末，公司终端门店数量突破 3 万家，营销渠道分布广泛。受益于市场行情较好及公司发挥了品牌竞争优势，公司 2023 年营业收入同比增长 1.12% 至 210.36 亿元，销售毛利率小幅上涨 0.15 个百分点至 16.51%。业绩增长叠加公司销售回款情况较好，公司 2023 年经营活动产生的现金流量净额、EBITDA、FFO 分别为 18.64 亿元、22.48 亿元和 16.76 亿元，均表现较好，公司主营业务现金生成能力强。
- **政策或将推动下游需求增长，加速行业规范化及供给侧改革，引导资源向优质企业集中，有利于公司获取更高市场份额。**2024 年《新国标》过渡期步入尾声，国家高度重视电动两轮车非合规产品整治，深化落实非国标产品的出清和产业链安全隐患的防治，从严国检加速行业出清；2024 年 5 月三部门联合出台《电动自行车行业规范条件》（以下简称“《规范条件》”），通过实行白名单制加速行业规范化及供给侧改革，引导资源向优质企业集中，市场集中度或将进一步提升。2024 年 3 月商务部等 14 部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，提出“参照汽车、家电以旧换新相关做法，有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作”，或将推动下游需求上涨。下游需求上涨叠加供给侧改革，公司作为行业龙头，凭借竞争优势有望获取更高市场份额。

关注

- **行业竞争加剧，若公司研发预判失误或新车型的市场接受度未达预期，则会对业绩产生不良影响，公司面临一定产品研发风险。**电动两轮车竞争向高端化、智能化发展，研发能力逐步成为行业竞争的核心因素之一。若公司研发预判失误或新车型的市场接受度未达预期，则会对业绩产生不良影响。另外，新车型和技术的研发需要一定周期，若竞争率先研发出同类产品或技术并进行专利封锁，可能会对公司研发带来压力。
- **蓄电池是公司产品成本的重要影响因素，公司 2023 年采购的铅酸电池价格有所提升且铅价 2024 年以来持续增长，公司面临一定原材料价格波动风险。**蓄电池占公司原材料采购金额比例近两年均在 25% 以上，是公司产品成本的重要影响因素。公司采购的蓄电池中铅酸电池占比高，2023 年采购均价同比增长 9.36%，增长较快。2024 年以来，供应收紧且需求存改善预期的背景下，原材料铅市场做多热情高涨，铅价随之不断刷新高位，或将引起铅酸电池价格上涨，进而对公司盈利水平造成不利影响。
- **公司产能投资规模增长较快，考虑到公司后续仍有较大规模投资，需关注未来的资金压力。**公司投资性活动现金流 2023 年继续保持净流出，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长，2022-2023 年资本支出规模分别为 8.42 亿元和 19.60 亿元，资本支出规模大幅上涨导致 2023 年自由现金流由正转负，自由现金流对净债务保障程度弱。截至 2023 年末，公司主要在建项目为 4 个生产基地项目，预计总投资 56.44 亿元，已投资 16.04 亿元，此外公司在江苏徐州、甘肃兰州及东南亚地区也有投资设厂计划。整体而言，公司尚需投资规模较大，面临一定资本支出压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司具有一定的规模优势和行业地位，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、天）

指标	雅迪控股	绿源集团控股	新日股份	公司
总资产	256.60	38.62	36.03	198.93

营业总收入	347.63	50.83	41.06	210.36
净利润	26.40	1.46	0.88	18.96
销售毛利率	16.93%	13.40%	14.31%	16.51%
资产负债率	67.26%	60.45%	57.03%	60.89%
经营活动现金流量净额	35.80	2.61	3.01	18.64
应收账款周转天数	4.84	17.54	24.06	5.55
存货周转天数	15.04	28.61	21.90	14.20
ROA	12.11%	3.99%	1.59%	9.39%

注：雅迪控股、绿源集团控股为港股上市公司，净利润为披露的“税后利润”指标；以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：iFind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	6/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	6/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
爱玛转债	20.00	20.00	2023-5-23	2029-2-23

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年2月23日发行6年期20亿元可转换公司债券，募集资金计划用于丽水爱玛车业科技有限公司新能源智慧出行项目（一期）项目和爱玛科技集团股份有限公司营销网络升级项目。截至2023年末，“爱玛转债”2个募集资金专项账户余额合计为12.75亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司股本因回购股份、公积金转增股本等原因增加2.87亿股。截至2024年3月末，公司股本8.62亿元。公司的控股股东为张剑，持有公司68.78%股份；张格格系张剑女儿，通过员工持股平台盐城鼎爱创业投资合伙企业（有限合伙）间接持有公司1.12%股份。张剑和张格格直接和间接合计持有公司69.90%股份，仍为公司的实际控制人。

截至2024年3月末，公司控股股东及实际控制人持有的公司股权暂无质押情况，公司股权结构图见附录二。

因实施权益分派，2023年9月22日起本期债券转股价格调整为39.64元/股。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	张剑	592,865,700	68.78%
2	盐城鼎爱创业投资合伙企业(有限合伙)	35,559,300	4.13%
3	香港中央结算有限公司	12,330,870	1.43%
4	韩建华	6,703,050	0.78%
5	景顺长城基金-中国人寿保险股份有限公司一分红险-景顺长城基金国寿股份均衡股票型组合单一资产管理计划(可供出售)	6,339,445	0.74%
6	彭伟	6,221,760	0.72%
7	李世爽	4,521,692	0.52%
8	景顺长城基金-中国人寿保险股份有限公司一传统险-景顺长城基金国寿股份均衡股票传统可供出售单一资产管理计划	4,518,891	0.52%
9	招商银行股份有限公司-景顺长城核心招景混合型证券投资基金	4,500,000	0.52%
10	华泰证券股份有限公司-中庚价值领航混合型证券投资基金	4,217,226	0.49%

资料来源：公司 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

2023年公司新设12家子公司，收购2家子公司，注销1家子公司，2024年一季度公司合并报表范围无变化，详见下表，截至2024年3月末公司合并范围内子公司情况见附录四。

表2 2023年及2024年一季度公司合并报表范围变化情况
1、新纳入公司合并范围的子公司情况

时间	子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
2023年	天津爱玛机电科技有限公司	100.00%	制造业	新设成立
	阳江小玛智能科技有限公司	100.00%	技术服务	新设成立
	爱玛科技(台州)有限公司	100.00%	批发零售业	新设成立
	广西小玛智能科技有限公司	60.00%	技术服务	新设成立
	爱玛电驱动系统有限公司	100.00%	服务业	新设成立
	POWELDD TECHNOLOGY COMPANY LIMITED	100.00%	制造业	新设成立
	格瓴新能源科技(山东)有限公司	60.01%	制造业	本年收购
	浙江爱司卡科技有限公司	60.01%	批发零售业	本年收购
	天津小玛智能科技有限公司	100.00%	技术服务	新设成立
	万宁小玛智能科技有限公司	100.00%	技术服务	新设成立
	PT AIMA ELECTRIC VEHICLES INDONESIA	100.00%	制造业	新设成立
	台州小玛智能科技有限公司	100.00%	技术服务	新设成立
	天津爱玛联祥科技有限公司	51.00%	制造业	新设成立
	天津爱玛盛斯拓科技有限公司	51.00%	制造业	新设成立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

时间	子公司名称	持股比例	业务性质	不再纳入的原因
2023年	爱玛南方有限公司	100.00%	批发零售业	注销

注：公司于2021年8月购买格瓴新能源科技(山东)有限公司(以下简称“格瓴新能源”)49.01%股权，并以权益法核算。2023年5月31日，公司以955.48万元对价取得格瓴新能源11%股权，合计持有格瓴新能源60.01%股权，格瓴新能源由公司的联营企业转为公司控股子公司；浙江爱司卡科技有限公司系格瓴新能源科技(山东)有限公司全资子公司。

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中

有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

《新国标》过渡期进入尾声，国家从严整治电动两轮车非合规产品，加快尾部企业出清；2024年三部门联合出台《规范条件》，通过实行白名单制加速行业规范化及供给侧改革，引导资源向优质企业集中，市场集中度或将进一步提升；《新国标》带来的替换需求在2024年仍有一定支撑，2024年3月商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，或将推动下游需求上涨

1995年第一辆轻型电动车在我国问世，此后经二十多年的高速发展和监管探索，我国已为世界上最大的电动自行车生产、消费和出口国。2004年《中华人民共和国道路交通安全法》首次将电动自行车确定为非机动车的合法车型，电动自行车得以更广泛地应用，自此中国电动自行车行业进入高速发展的阶段。根据中国自行车协会数据，2005年中国电动自行车产量为1,211万辆，2013年全年电动自行车产量达到3,695万辆，年均复合增长率为14.96%。2013年至2017年，电动自行车产量增速为负，2018年以来，电动自行车产量增速逐步回升，行业发展进入成熟阶段，市场化程度高，产品同质化程度高，竞争激烈。

2018年5月国家市场监督管理总局、工信部修订发布了新的《电动自行车安全技术规范》（GB17761-2018）（以下简称“《新国标》”），并于2019年4月15日正式实施，各地为《新国标》的实施设置了3-5年长短不同的过渡期，消费者已经购买的不符合《新国标》的电动自行车将在过渡期结束后不得上路。《新国标》从电动自行车的生产、销售和使用管理等方面均进行了规范，行业迎来规范

发展的机遇。行业准入方面，《新国标》实施后，电动两轮车分为电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车三大细分品类，行业准入门槛提高，行业出清速度加快。

2024年过渡期步入尾声，国家高度重视电动两轮车非合规产品整治，深化落实非国标产品的出清和产业链安全隐患的防治，从严国检加速行业出清。一方面，国务院总理李强2024年4月12日主持召开国务院常务会议，部署开展电动自行车安全隐患全链条整治工作，另一方面，由国家市场监督管理总局牵头，各地级市场监管局落实，实施开展新一轮的以新国标为标准的电动两轮车国家检查（专项整治），目的是为了加强电动两轮车的管理，消除各类安全隐患，规范电动车出行。行业监管抽查的加强，有利于非合规产品进一步出清；同时，中小品牌迫于成本压力以及研发能力的不足，通过国检抽查的概率远低于头部品牌，我们预计监管加强会加速行业中小品牌出清，龙头合规经营下份额受益提升。

2024年5月1日由工信部、国家市场监督管理总局、国家消防救援局联合印发的《规范条件》、《电动自行车行业规范公告管理办法》正式实施，从企业布局、工业装备、产品质量及管理、智能制造和绿色制造、安全生产、劳动者及消费者权益保障、监督和管理七个方面提出明确要求，符合条件的企业可申请纳入公告名单。工信部将分期分批发布电动自行车企业“白名单”，发挥优秀企业模范带动作用，引导资源向优质企业集中，引领和促进产业结构优化升级。

需求方面，由于《新国标》过渡期结束后，消费者已经购买的不符合《新国标》的电动自行车将不得上路，由此产生的替换需求在2019-2024年间带来了市场容量新的增长点，替换需求在2024年仍有一定支撑。2024年3月，商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》（以下简称“以旧换新方案”），报告提出要加大财政政策支持力度，坚持中央财政和地方政府联动，同时提出，参照汽车、家电以旧换新相关做法，有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作，从政策公告层面，将电动自行车纳入以旧换新范围，以旧换新方案或将推动下游需求上涨。

以旧换新方案推出口，各地方政府积极响应，江苏盐城、天津等地区已出台以旧换新补贴优惠政策。2024年3月盐城市人民政府办公室发布《关于印发促进电动摩托车上牌考证和“非标”电动二轮车淘汰政策措施》的通知》，提出对2024年4月1日起，个人淘汰“非标”电动二轮车的，给予200元消费券（4张50元消费券），促进“非标”电动车淘汰。3月，天津市自行车电动车行业协会举办“天津市‘新国标’电动自行车换购宣传周”活动，爱玛科技作为头部车企，强势推出不限品牌、不限车型换购指定车型最高享受1000元现金抵扣的相关超值优惠政策，以实际行动助力天津市交通安全建设。

电动两轮车上游原材料中蓄电池成本占比最高，其中铅酸电池行业仍呈双寡头垄断，锂电池的原材料碳酸锂价格波动大，锂电池面临较大价格波动风险；电机等其他原材料行业集中度不高

电动两轮车的生产原材料主要为蓄电池、电机、控制器、车架和其他配件，原材料种类多样，其中蓄电池成本占比最高。电动两轮车的电池主要为铅酸电池和锂电池，其中铅酸电池占据主要地位，锂电池工业化时间相对较短，因此占比不高，但由于“更轻、环保、寿命长”等优势，正在加速发展。随着

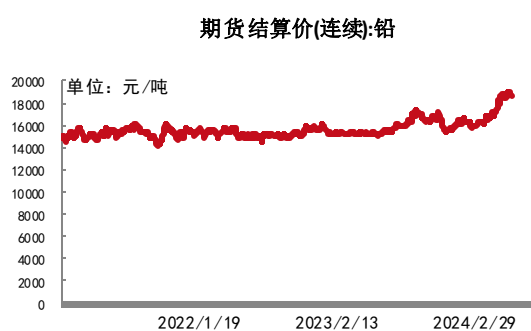
消费者对轻量化需求的增大，锂电电动自行车产量和占比均呈逐年增高趋势。

铅酸电池方面，自2015年起，行业呈现天能电池集团股份有限公司（688819.SH）和浙江超威动力能源有限公司（0951.HK）双寡头垄断的行业格局，两公司为保持市场份额均维持较低毛利率，铅酸电池的市场价格主要取决于上游铅价。从铅价来看，2020-2023年上半年铅价基本保持稳定，2023年下半年随下游需求增长呈现平稳增长，进入2024年以来，再生铅炼厂原料废旧电瓶供不应求的矛盾在“反向开票”的助推下快速发酵，价格走高抬升炼厂生产成本且倒逼炼厂减停产。同时，部分河南大型原生铅炼厂检修，原生铅及再生铅供应均有下滑，而商务部及财政部等七部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，利好汽车启动铅蓄电池需求。供应收紧且需求存改善预期的背景下，市场做多热情高涨，铅价随之不断刷新高位。

锂电池领域，星恒电源股份有限公司、天能电池集团股份有限公司（688819.SH）、广东博力威科技股份有限公司（688345.SH）等为轻型车用锂离子电池的主要供应商，近年随新能源汽车用锂离子电池供应商逐步进入轻型车市场，行业竞争加剧。2020年第四季度以来，锂电池的原材料碳酸锂等材料价格大幅上涨，但进入2022年12月后，碳酸锂价格迅速下探，2023年4月已下探至2021年三季度中期水平，几乎将2020年四季度以来的涨幅空间释放，2023年4月后碳酸锂价格继续区间宽幅震荡，2023年12月后回归到2021年7月水平并保持相对平稳。

整体而言，电动两轮车铅蓄电池和锂电池的原材料铅和锂的下游需求受以旧换新政策影响仍有较大上行空间，而铅供应收紧进一步加剧了铅蓄电池价格的上涨，电池原材料价格仍存在较大波动风险。

图1 铅酸电池上游原材料铅价 2024 年以来波动较大



资料来源：iFind，中证鹏元整理

图2 2020 年第四季度以来，锂电池的原材料碳酸锂等材料价格波动大



资料来源：iFind，中证鹏元整理

电机是电动两轮车的动力驱动部件，将电能转化为机械能，驱动电动车车轮旋转，直接影响电动自行车的动力性能和质量。国内电动两轮车使用电机仍较为低端，主要以自供或专供为主，话语权由电动两轮车厂商主导。国内的电动两轮车电机企业众多，如金字星电机，九洲电机，全顺电机等，海外企业有博世，整体集中度不高。电动车控制器是用来控制电动车电机及其它电子器件的核心控制器件，随电动自行车智能化程度提高，控制器也逐步成为动力和能源管理中心，即通过根据路况和助力的情况，智

能调配动力能源以提高能源利用效率。控制器的生产厂家较多，市场集中度不高，市场竞争程度高。电动两轮车除了电池、电机、控制器这些核心部件外，还有车架，充电器，面板，车轮，支架，车锁等附件，附件行业整体集中度仍不高。

五、经营与竞争

作为电动两轮车行业龙头之一，公司以“科技与时尚”作为品牌主张，品牌认知度高，产品体系较为完善，营销渠道覆盖全国且经销商管理体系完善，具有一定的规模优势和行业地位，但考虑到行业竞争加剧，若公司研发预判失误或新车型的市场接受度未达预期，则会对业绩产生不良影响。公司2023年业绩小幅上涨，主要产品产销情况好，但公司直接材料占主营业务成本比重较高，其中铅酸电池采购价格增长较快，考虑到铅酸电池的原材料铅价2024年以来持续上涨，可能会引起铅酸电池市场价格波动，若未来原材料价格出现大幅波动、快速上涨等情形，可能会对公司盈利水平造成不利影响

公司营业收入仍主要来源于电动两轮车、电动三轮车、自行车及相关配件的生产和销售，2023年电动两轮车销售收入占主营业务收入的比重仍在85%以上。受《新国标》实施对电动两轮摩托车需求的冲击，公司电动两轮摩托车销售收入同比下降18.72%，而受益于电动三轮车下游需求加速增长，2023年公司电动三轮车销售收入大幅增长，同比增长率达79.90%。综合影响下，带动公司营业收入同比增长1.12%至210.36亿元。毛利率方面，公司电动两轮摩托车毛利率小幅下滑，但受益于电动三轮车和自行车及配件销售对毛利润的补充，公司整体销售毛利率小幅上涨0.15个百分点至16.51%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电动自行车	128.45	61.06%	16.57%	121.35	58.33%	17.03%
电动两轮摩托车	58.06	27.60%	14.76%	71.44	34.34%	15.11%
电动三轮车	14.35	6.82%	21.60%	7.97	3.83%	16.60%
自行车及配件销售	6.48	3.08%	15.65%	5.89	2.83%	12.59%
其他收入及其他业务收入	3.03	1.44%	25.22%	1.37	0.66%	37.22%
营业收入合计	210.36	100.00%	16.51%	208.02	100.00%	16.36%

注：2023年“其他收入及其他业务收入”较快增长系因公司2023年5月收购格瓴新能源，新增1.41亿元四轮车销售收入。

资料来源：公司提供

➤ 品牌定位及销售

公司以“科技与时尚”作为品牌主张，以“时尚爱玛，自在出行”为品牌slogan，自2008年起连续邀请著名音乐人周杰伦担任企业形象代言人，2023年继续获得Chnbrand发布的中国品牌力指数（C-BPI）

¹电动自行车行业品牌排行榜第一名。2023年公司总资产及营业收入在行业内仍排名第二，仅次于雅迪，公司已持续成为国内电动两轮车行业龙头之一，具有一定行业地位，品牌认知度较高。

销售价格方面，2023年公司主要产品中电动自行车和电动两轮摩托车产品销售价格均小幅变动，电动三轮车销售价格则大幅上涨。

表4 公司主要产品销售均价情况（单位：元/辆）

项目	2023 年		2022 年	
	售价	增长率	售价	增长率
电动自行车	1,689.47	0.76%	1,676.80	17.54%
电动两轮摩托车	2,161.05	-1.09%	2,184.85	7.59%
电动三轮车	3,361.97	10.22%	3,050.17	-4.75%

资料来源：公司提供

销售方面，公司有经销和直销两种营销模式，2023年公司经销模式收入占比为96.74%，仍是最主要的模式。

实际执行时，公司与经销商签署年度经销协议，经销商在协议期间根据需求向公司发出订单，公司在接到经销商订单并确认货款后15个工作日内发货。渠道建设与升级是公司目前的重点工作之一。一方面，公司持续推进渠道数量的拓展，实施渠道下沉策略，加强城市社区和乡镇的网点建设，增加终端店面数量，截至2023年末公司终端门店数量在3万家左右；另一方面，以用户需求为导向，利用数智工具搜集分析消费信息、进行市场调研，研判各地域、各群体的消费需求特征和市场趋势，并据此有针对性地调整渠道结构和不同渠道对应的产品组合策略。

公司2023年加强在国际渠道方面的拓展，公司国际事业部按照主要市场的区域特征和消费习惯实施因地制宜的渠道拓展计划，通过参加国际展会、开通阿里国际平台以及独立站（爱玛品牌在海外的官网）等方式增加品牌在海外市场的曝光度，并增加获客渠道。跟踪期内公司与北美、南美部分国家的企业达成产品销售合作关系，在当地的渠道扩展工作取得一定进展。2023年公司国际业务收入为 22,607.32 万元，同比提升 2.21%。

公司主要实行款到发货的结算模式，能够较好的保证公司现金流。截至2023年底，公司终端门店突破 3 万家的营销与服务网络，营销渠道分布广泛，具有一定的规模优势。客户集中度方面，公司2022-2023年前五大客户销售收入占比分别为4.97%和6.65%，客户集中度不高。

➤ 成本及采购

公司主营业务成本构成较稳定，直接材料成本占比较高，2022-2023年均95%以上。

表5 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

¹ 中国品牌力指数（C-BPI）是中国首个品牌价值评价体系，被纳入工信部品牌政策体系，受工信部专项资金的扶持。

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	165.87	95.02%	164.98	95.30%
直接人工及制造费用	8.68	4.98%	8.15	4.70%
主营业务成本合计	174.55	100.00%	173.13	100.00%

资料来源：公司提供

公司生产所需的原材料种类较多，主要采购的原材料仍为蓄电池、电机、控制器及车架，其中蓄电池和电机的采购金额成本占比较高，其他原材料较为分散，包括前叉、轮胎、包装材料、充电器等材料。跟踪期内公司采购模式无变化，仍然执行“以产定购”的采购模式，且在结算时主要采用票据结算和赊销，公司对供应商议价能力较强。

原材料采购价格方面，由于公司各原材料的采购型号较为多样，型号间价格有一定差异，因此各原材料的采购均价有一定波动，其中采购金额占比最高的蓄电池和电机采购价格同比均有所上涨。公司控制器、车架等在内的原材料采购均按市场价格定价，采购均价有升有降。

需要注意的是，2023年公司采购的铅酸电池价格同比上升9.36%，而采购的锂电池在2022年的高价格基数基础上仅同比下降2.50%。铅酸电池的主要原材料铅的价格2024年以来涨幅较大，进入2024年以来，再生铅原料短缺叠加原生炼铅厂检修，原生铅及再生铅供应均有下滑，铅下游需求则受促进消费政策而持续走高，供需错配下铅价持续上涨，带动铅蓄电池价格上涨，未来仍需关注电池原材料价格的波动。

蓄电池占原材料采购金额比例近两年均在25%以上，是影响整车成本的重要因素，若未来原材料价格出现大幅波动、快速上涨等情形，可能会对公司盈利水平造成不利影响。整体而言，公司面临一定原材料价格波动风险。

表6 公司主要原材料采购均价情况（单位：元/个）

原材料	2023年		2022年度	
	价格	增长率	价格	增长率
铅酸电池	414.50	9.36%	379.03	11.44%
锂电池	753.93	-2.50%	773.26	48.47%
电机	171.03	-19.79%	213.22	5.86%
控制器	43.44	-9.35%	47.92	-7.01%
车架	89.67	-13.44%	103.6	-10.11%

资料来源：公司提供

供应商方面，公司与主要供应商合作较为紧密，2022-2023年前五大供应商采购金额占比分别为36.45%和37.45%，公司原材料采购集中度较高，如果公司与主要供应商的合作关系发生重大不利变化，或主要供应商经营财务出现重大不利变化，有可能导致公司不能及时足量采购，影响公司正常生产经营。

➤ 研发投入

近年随着行业竞争加剧，消费者对电动两轮车的需求呈现出时尚化、智能化、网联化等特征，也对于电动两轮车厂商的产品创新和技术研发能力提出了更高要求。为应对新的竞争环境带来的挑战，公司提出以“和向数智化科技公司转型”的发展战略，同时，公司始终将自主研发作为提升公司产品性能、竞争力以及实现长远发展的根本与基础，不断加大研发投入。

2023年，公司联合中国标准化研究院推出行业内首个基于用户真实驾驶工况的续航测试标准——《电动摩托车用户工况能量消耗率和续驶里程试验方法》，打破了以往常用的等速里程试验方法，基于用户实际驾驶工况（包括城市工况、乡村工况和综合工况）对电动摩托车的续航能力进行测试，有利于促进行业技术革新和标准的完善升级。公司在2023年发布了新一代引擎技术系统，并全面搭载公司智能生态系统，实现“人-车-机-盔-APP-云”的互联互通应用，产品智能化水平进一步提升。

截至2023年末，拥有专利达1,900余项，公司旗下多家子公司具备高新技术企业资质。公司2023年研发人员数量和研发投入金额均有所上升，研发人员数量占比提升至11.49%，研发投入占营业收入的比例提升至2.80%。

表7 公司研发投入情况（单位：个、万元）

项目	2023年	2022年
研发人员数量	1,089	917
研发人员数量占比	11.49%	11.28%
研发投入金额	58,946.72	50,668.50
研发投入占营业收入比例	2.80%	2.44%

资料来源：公司提供

需要注意的是，电动两轮车行业竞争日趋激烈，若公司研发预判失误或新车型的市场接受度未达预期，则会对业绩产生不良影响。另外，新车型和技术的研发需要一定周期，若竞争对手率先研发出同类产品或技术并进行专利封锁，可能会对公司研发带来压力。整体来看，公司仍面临一定产品研发风险。

➤ 生产与在建项目

截至2023年末，公司共有8个生产基地在产，分别分布在天津、江苏无锡、浙江台州、广东东莞、广西贵港、河南商丘、山东和重庆，另有4个智能化生产基地正在建设或规划中，生产基地分布区域较广，能够满足全国市场需求。此外，公司在东南亚的新基地正在筹备中。东南亚公共交通设施尚不完善，摩托车保有量高，是最主要的出行方式，国内行业龙头雅迪在东南亚已投资设厂并已在越南取得一定市场占有率，海外市场的开拓有益于公司扩大销售版图。

生产方面，公司仍主要采用以销定产的方式组织生产，且产能2023年增长至1,059.83万辆，未来随着本期债券募投项目新能源智慧出行一期项目建成并实施达产，将新增产能300万辆。产能利用率方面，公司2023年产能利用率仍超100%，产能利用情况较好。

销量方面，公司产品销量相对稳定，受益于“以销定产”的生产模式，公司主要产品产销率仍保持较高水平。

表8 公司主要产品产销情况（单位：万辆、万辆/年）

项目	2023年	2022年
产量	1,065.80	1,077.66
销量	1,074.15	1,076.80
产销率	100.78%	99.92%
产能	1,059.83	931.88
产能利用率	100.56%	115.64%

注：公司主要产品包括电动自行车、电动两轮摩托车和电动三轮车；公司产能数据新增产线按实际天数计算。
资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2023年末公司主要在建项目有重庆生产基地、贵港生产基地、台州生产基地项目和丽水爱玛新能源智慧出行项目（一期）项目。公司重庆生产基地系于2021年8月审议通过，建设地点在重庆市铜梁区，目前重庆生产基地一期项目已正式投入生产，截至2023年末，重庆生产基地二期已取得工程建设及施工许可证，项目正在建设中。贵港生产基地系公司2022年7月审议通过在贵港市建设爱玛智慧出行产业园项目，目前正在建设中，预计2024年7月建成。2021年9月，公司审议通过在台州市黄岩区建设台州智能电动车及高速电摩项目，目前正在施工中，预计2024年7月建成。丽水爱玛新能源智慧出行项目（一期）项目系本期债券募投项目，总投资14.94亿元，项目资金来源本期债券募集资金。截至2023年末，公司主要在建项目预计总投资56.44亿元，已投资16.04亿元，尚需投资规模较大。

此外，公司于2024年4月发布公告，拟与江苏丰县人民政府签署《投资协议书》，在江苏丰县通过设立项目公司投资建设爱玛科技集团丰县产业园项目（以下简称“丰县项目”）。丰县项目计划总投资约30亿元，用于进一步扩大公司电动三轮车产品产能，公司拟通过自有资金、直接或间接融资等方式解决。项目总用地面积约1,434亩，项目统一规划，分期进行建设，每期建设工期为24个月。

公司于2024年6月发布公告，公司拟与兰州新区管理委员会签署《投资协议书》，在兰州新区通过设立项目公司投资建设爱玛兰州新区产业园项目（以下简称“兰州新区项目”）。兰州新区项目计划总投资约20亿元，用于进一步扩大公司电动两轮车、电动三轮车产品产能，公司拟通过自有资金、直接或间接融资等方式解决。项目总用地面积约824亩，项目统一规划，分期进行建设，每期建设工期为24个月。

整体而言，公司2021年以来扩大了产能投资相关的资本投入，2022-2023年用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金支出规模为8.42亿元和19.60亿元，考虑到公司后续仍有较大规模投资，公司面临一定资本支出压力。

表9 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	预计建成时间
------	-------	-----	--------

重庆生产基地	200,000.00	66,477.61	2025年4月
贵港生产基地	115,000.00	32,525.15	2024年7月
台州生产基地	100,000.00	34,179.10	2024年7月
丽水爱玛新能源智慧出行项目（一期）*	149,392.96	27,180.09	2025年3月
合计	564,392.96	160,361.95	-

注：①已投资金额为公司对该生产基地的长期资产投资金额；②本期债券募投项目爱玛科技营销网络升级项目已于2023年12月达到预定可使用状态，③*系本期募投项目。

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

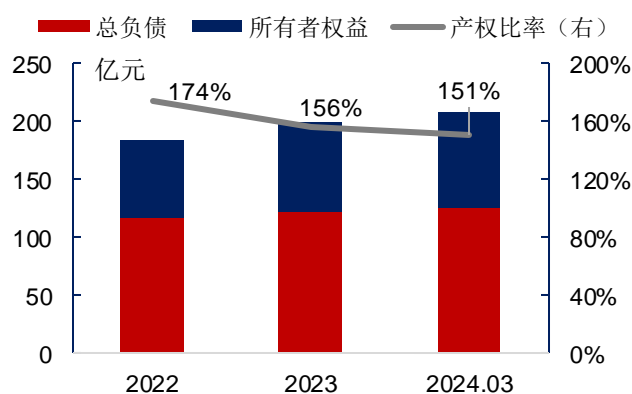
以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，合并报表范围变化情况见表2。截至2024年3月末，公司合并报表范围的子公司情况见附录四。

资本实力与资产质量

受益于利润积累，公司权益及资产规模逐年增长，资产中现金类资产、定期存单占比较高，新增产能投入使固定资产及在建工程规模上升，资产流动性有所下降

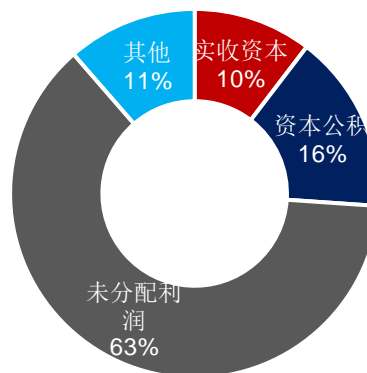
受益于利润积累，公司2023年所有者权益同比增长15.53%，所有者权益仍主要由未分配利润、资本公积和实收资本构成，其中资本公积主要系发行股票产生的股本溢价。公司2023年负债规模小幅增长，综合影响下公司2023年以来产权比率持续下降，截至2024年3月末，公司产权比率为150.59%，权益对负债的保障程度仍较弱。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受益于经营积累，公司总资产规模持续增长，其中2023年末同比增长7.70%。资产构成方面，由于新增产能投资使在建工程增长较快且公司购买较多三年期定期存单（计入其他非流动资产科目），公司非流动资产规模快速增长。2023年以来公司资产以非流动资产为主，资产流动性有所下降。

具体来看，公司货币资金规模变化不大，截至2023年末公司6.29亿元货币资金受限，主要系用于质押开具银行承兑汇票。公司一年内到期的非流动资产主要系一年内到期的三年定期存单，其中截至2023年末共15.00亿元质押用于开具银行承兑汇票。公司存货仍主要由原材料和库存商品构成，近年公司存货占总资产的比重均不高，其中库存商品未计提跌价准备。

非流动资产方面，公司固定资产仍主要是房屋建筑物、机械设备和生产工具，2023年规模小幅上升。2023年公司在建工程主要系广西车业房屋建筑物、重庆车业房屋建筑物、台州制造房屋建筑物等项目，在建工程规模随资本投入而快速增长。公司无形资产2023年规模增长较快，主要系因在建工程转入使土地使用权增加，截至2023年末仍主要为土地使用权、软件和商标权资产。公司2023年其他非流动资产主要由三年定期存单54.76亿元、店面装修成本2.38亿元和预付土地设备工程款0.48亿元构成，其中48.32亿元三年定期存单质押用于开具银行承兑汇票。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	68.53	32.96%	66.67	33.52%	66.33	35.91%
存货	7.36	3.54%	5.75	2.89%	8.11	4.39%
一年内到期的非流动资产	16.58	7.97%	16.28	8.19%	35.25	19.08%
流动资产合计	100.41	48.29%	95.86	48.19%	115.33	62.44%
固定资产	20.62	9.92%	21.84	10.98%	20.33	11.00%
在建工程	14.97	7.20%	9.92	4.99%	0.86	0.47%
无形资产	7.54	3.63%	7.16	3.60%	4.58	2.48%
其他非流动资产	57.35	27.58%	57.63	28.97%	38.09	20.62%
非流动资产合计	107.51	51.71%	103.07	51.81%	69.39	37.56%
资产总计	207.92	100.00%	198.93	100.00%	184.71	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2023年末，公司受限资产合计69.61亿元，主要为货币资金和定期存单、理财产品等。总体来看，新增产线和生产基地等在建工程的持续投入带动公司资产规模快速增长，受益于对上游供应商的议价能力较强和较好的主营业务收现情况，公司货币资金规模大，受限资产主要系用于开具票据的定期存单和票据保证金等，固定资产等均未用于融资抵押，整体资产流动性较好。

表11 截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年末账面价值	受限原因
货币资金	6.29	质押开具票据保证金

其他非流动资产	48.32	质押开具银行承兑汇票
一年内到期的非流动资产	15.00	质押开具银行承兑汇票
合计	69.61	-

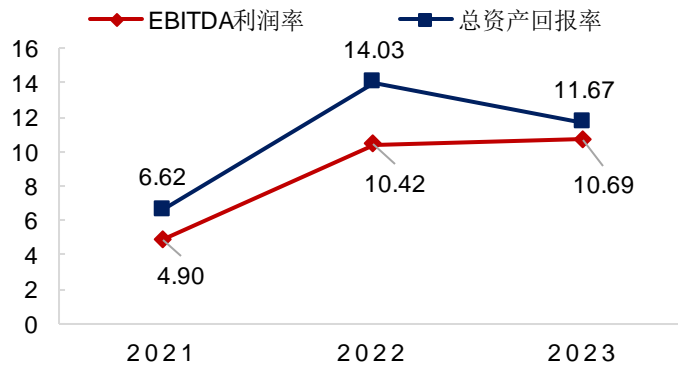
资料来源：公司提供

盈利能力

公司产能投资尚未形成产出，导致总资产回报率有所下降，但毛利率水平在上市公司中仍排名靠前

受《新国标》实施对电动两轮摩托车需求的冲击，公司电动两轮摩托车销售收入同比下降，但电动三轮车下游需求加速增长，2023年公司电动三轮车销售收入及毛利率均大幅增长，综合影响下公司2023年营业收入及毛利润水平均小幅上涨。公司2023年期间费用和非付现成本均增长较快，但与经营有关的补助规模同比增长较快，综合影响下EBITDA同比增长3.70%，EBITDA利润率同比小幅上升。总资产回报率方面，产能扩张投资带来资产规模上升，但由于尚未形成新增产能从而产生收益，因此总资产回报率有所下滑。在上市公司中，公司2023年销售毛利率仅次于雅迪控股，高于新日股份和绿源集团控股，毛利率处于较好水平。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司主业现金生成能力仍较好，但资本支出规模增长较快，自由现金流由正转负，考虑到公司后续仍有较大规模投资，需关注未来的资金压力

公司债务主要由向供应商开具的应付票据、本期债券和租赁负债构成，受本期债券发行影响，公司2023年总债务规模增长，债务期限结构有所改善，但债务仍主要集中于短期。公司短期债务主要系对供应商开具的应付票据60.32亿元和一年内到期的非流动负债0.18亿元，长期债务系本期债券16.45亿元和租赁负债0.43亿元。公司应付票据全部为银行承兑汇票，承兑汇票质押物仍主要为三年定期存单，开具

银行承兑汇票的额度一般与定期存单金额一致，近年银行承兑汇票均按时兑付。2024年3月，公司债务规模有所下降主要系兑付了较多票据。

除上述债务以外，公司负债中应付账款占比较高。公司对于上游供应商的议价能力较强，结算方式仍主要为票据结算和赊销，公司应付账款仍主要为应付供应商采购款，2024年3月增长较快。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	5.11	4.36%
应付票据	53.22	42.59%	60.32	49.80%	68.53	58.39%
应付账款	33.61	26.90%	24.59	20.30%	25.36	21.61%
合同负债	6.11	4.89%	6.25	5.16%	6.38	5.44%
其他应付款	7.01	5.61%	6.28	5.19%	5.65	4.81%
一年内到期的非流动负债	0.26	0.21%	0.18	0.15%	0.06	0.05%
流动负债合计	104.31	83.48%	101.22	83.56%	114.71	97.73%
应付债券	16.70	13.37%	16.45	13.58%	0.00	0.00%
非流动负债合计	20.64	16.52%	19.91	16.44%	2.66	2.27%
负债合计	124.95	100.00%	121.13	100.00%	117.37	100.00%
总债务合计	70.48	56.41%	77.38	63.88%	74.24	63.25%
其中：短期债务	53.48	42.80%	60.50	49.95%	73.70	62.80%
长期债务	17.00	13.60%	16.88	13.94%	0.54	0.46%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受购买商品、接受劳务支付的现金规模增长影响，公司经营活动现金流量净额大幅减少，但规模仍较大，2023年净流入18.64亿元；受益于较好的利润水平，公司2023年EBITDA和FFO同比变化不大，主营业务现金生成能力仍较强。公司投资性活动现金流2023年继续保持净流出，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长，2022-2023年支出规模分别为8.42亿元和19.60亿元。公司2023年筹资活动现金流由负转正，主要因公司取得借款收到的现金规模增长。整体而言，公司现金流表现较好，但公司2021年以来扩大了产能投资相关的资本投入，考虑到公司后续仍有较大规模投资，需关注未来的资金压力。

从各项杠杆指标来看，受益于利润累计，公司资产负债率持续下降，截至2024年3月末为60.09%，仍处于较高水平。净债务方面，公司债务规模增长快于现金类资产规模增长，净债务规模2023年同比增长21.23%，因此净债务/EBITDA小幅上升，FFO/净债务指标小幅下滑，EBITDA和FFO对净债务的保障程度仍较好。由于公司2023年资本支出规模大幅上涨，导致自由现金流由正转负，自由现金流对净债务保障程度弱。

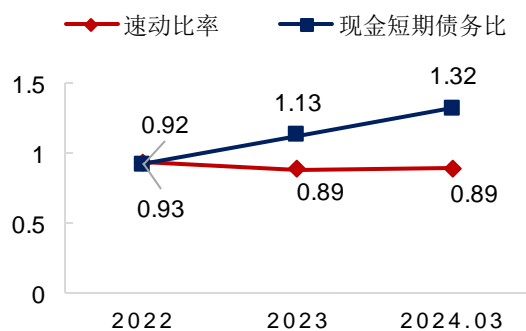
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	6.81	18.64	50.51
FFO（亿元）	--	16.76	17.16
资产负债率	60.09%	60.89%	63.54%
净债务/EBITDA	--	0.64	0.55
EBITDA 利息保障倍数	--	34.87	249.34
总债务/总资本	45.93%	49.86%	52.43%
FFO/净债务	--	115.92%	143.84%
经营活动现金流/净债务	614.60%	128.92%	423.48%
自由现金流/净债务	100.89%	-6.63%	352.87%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性指标方面，公司速动比率2022年以来小幅下滑，截至2024年3月末为0.89，表现一般；现金短期债务比方面，公司2023年以来短期债务规模持续下降，现金类资产则随债券资金到账和公司经营积累而呈现增长，综合影响下公司现金短期债务比持续提升，截至2024年3月末公司现金短期债务比为1.32，现金类资产对短期债务的保障程度较好。融资渠道方面，截至2023年末，公司银行授信剩余未使用额度合计83.17亿元，额度较大，但主要系银行承兑汇票的低风险授信。此外，公司作为上市公司，可通过公开发行人股票等渠道募集资金，外部融资渠道较为通畅。公司整体流动性尚可。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

环境方面，根据公开查询信息及公司出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，

近一年公司未有因空气污染和温室气体排放、废水和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

公司治理

跟踪期内，为了优化公司环境、社会及公司治理（ESG）管理架构，提升公司ESG管理水平，充分发挥董事会对ESG事项的决策及监督作用，实现公司的可持续发展，公司将战略与发展委员会更名为战略与ESG委员会，调整战略与发展委员会职责，负责战略及ESG管治相关工作，并增选王春彦为战略与ESG委员会成员。

2023年4月，2023年第一次临时股东大会同意公司实施2023年股票期权激励计划，确定向324名激励对象授予股票期权 477.60万份。2024年5月，公司2023年年度股东大会通过《2023年度利润分配方案》，向全体股东每10股派发现金红利5.34元（含税），合计拟派发现金红利4.53亿元（含税）。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月27日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年6月16日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

从行业来看，2024年《新国标》过渡期步入尾声，国家高度重视电动两轮车非合规产品整治，深化落实非国标产品的出清和产业链安全隐患的防治，从严国检加速行业出清；2024年5月三部门联合出台《电动自行车行业规范条件》，通过实行白名单制加速行业规范化及供给侧改革，引导资源向优质企业集中，市场集中度或将进一步提升。2024年3月商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，提出“参照汽车、家电以旧换新相关做法，有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作”，或将推动下游需求上涨。下游需求上涨叠加供给侧改革，公司作为行业龙头，凭借竞争优势有望获取更高市场份额。公司作为行业龙头企业之一，近年凭借更强的品牌效应、研发实力和更高的生产效率，展现出较高的竞争优势，业绩稳步上涨。从偿债能力来看，公司对于上下游议价能力均较强，主营业务现金生成能力较好，但公司近年用于产能扩张方面的投资规模增长较快且后续仍有较大规模投资，需关注未来

的资金压力。整体而言，公司抗风险能力良好。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“爱玛转债”的信用等级为AA。

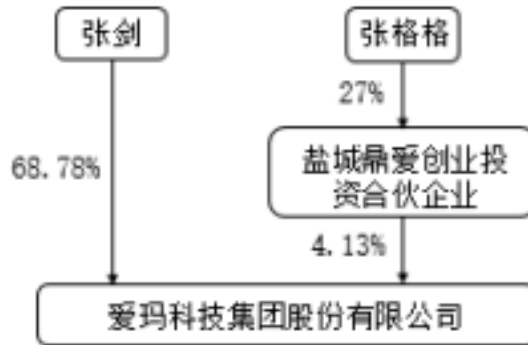
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	68.53	66.67	66.33	28.46
应收账款	4.09	3.58	2.90	2.08
存货	7.36	5.75	8.11	7.96
一年内到期的非流动资产	16.58	16.28	35.25	0.00
其他流动资产	1.17	1.20	0.77	1.71
流动资产合计	100.41	95.86	115.33	55.07
固定资产	20.62	21.84	20.33	19.66
在建工程	14.97	9.92	0.86	1.14
无形资产	7.54	7.16	4.58	3.32
其他非流动资产	57.35	57.63	38.09	49.43
非流动资产合计	107.51	103.07	69.39	78.90
资产总计	207.92	198.93	184.71	133.97
短期借款	0.00	0.00	5.11	0.00
应付票据	53.22	60.32	68.53	49.26
应付账款	33.61	24.59	25.36	21.32
合同负债	6.11	6.25	6.38	4.84
其他应付款	7.01	6.28	5.65	4.78
一年内到期的非流动负债	0.26	0.18	0.06	0.06
流动负债合计	104.31	101.22	114.71	82.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	16.70	16.45	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	20.64	19.91	2.66	1.66
负债合计	124.95	121.13	117.37	84.17
总债务	70.48	77.38	74.24	49.79
其中：短期债务	53.48	60.50	73.70	49.32
所有者权益	82.97	77.80	67.34	49.80
营业收入	49.54	210.36	208.02	153.99
营业利润	5.66	21.94	22.34	7.39
净利润	4.89	18.96	18.73	6.68
经营活动产生的现金流量净额	6.81	18.64	50.51	20.94
投资活动产生的现金流量净额	-5.93	-19.10	-21.78	-20.24
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	5.45	-1.82	17.98
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	4.89	22.48	21.68	7.55
FFO（亿元）	--	16.76	17.16	5.90

净债务（亿元）	1.11	14.46	11.93	12.51
销售毛利率	18.04%	16.51%	16.36%	11.72%
EBITDA 利润率	--	10.69%	10.42%	4.90%
总资产回报率	--	11.67%	14.03%	6.62%
资产负债率	60.09%	60.89%	63.54%	62.83%
净债务/EBITDA	--	0.64	0.55	1.66
EBITDA 利息保障倍数	--	34.87	249.34	403.81
总债务/总资本	45.93%	49.86%	52.43%	50.00%
FFO/净债务	--	115.92%	143.84%	47.19%
经营活动现金流净额/净债务	614.60%	128.92%	423.48%	167.37%
自由现金流/净债务	100.89%	-6.63%	352.87%	114.65%
速动比率	0.89	0.89	0.93	0.57
现金短期债务比	1.32	1.13	0.92	0.84

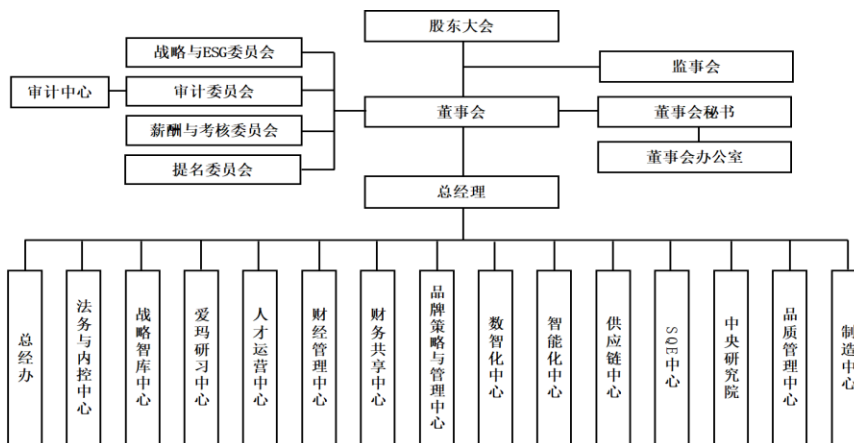
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（%、万元）

公司名称	持股比例	注册资本
天津爱玛车业科技有限公司	100.00	10,000.00
河南爱玛车业有限公司	100.00	10,000.00
江苏爱玛车业科技有限公司	100.00	44,000.00
广东爱玛车业科技有限公司	100.00	10,000.00
浙江爱玛车业科技有限公司	100.00	10,000.00
小帕电动科技（上海）有限公司	100.00	200.00
天津爱玛运动用品有限公司	100.00	1,000.00
重庆小玛网络科技有限公司	100.00	1,000.00
天津斯波兹曼科技有限公司	100.00	1,000.00
广西爱玛车业有限公司	100.00	10,000.00
天津天锂电动自行车有限公司	100.00	500.00
爱玛科技(重庆)有限公司	100.00	1,000.00
重庆爱玛车业科技有限公司	100.00	10,000.00
爱玛科技(浙江)有限公司	100.00	1,000.00
台州爱玛机车制造有限公司	100.00	40,000.00
爱玛创业投资(宁波)有限公司	100.00	3,000.00
丽水爱玛车业科技有限公司	100.00	10,000.00
索腾科技香港有限公司	100.00	6,300 万港币
AIMA TECHNOLOGY SINGAPORE PTE.LTD.	100.00	1,000 新币
重庆爱玛机电科技有限公司	100.00	5,000.00
重庆小玛智能科技有限公司	100.00	5,000.00
重庆爱玛车服科技有限公司	100.00	5,000.00
重庆爱玛智联物流有限公司	55.00	5,000.00
超级宇宙(重庆)车业科技有限公司	100.00	2,000.00
天津爱玛机电科技有限公司	100.00	5,000.00
爱玛科技(台州)有限公司	100.00	1,000.00
广西小玛智能科技有限责任公司	60.00	5,000.00
爱玛电驱动系统有限公司	100.00	6,000.00
POWELLDD TECHNOLOGY COMPANY LIMITED	100.00	19,044,000 万越南盾
格瓴新能源科技(山东)有限公司	60.01	8,922.00
浙江爱司卡科技有限公司	60.01	1,000.00
天津小玛智能科技有限责任公司	100.00	1,000.00
万宁小玛智能科技有限责任公司	100.00	2,000.00
PT AIMA ELECTRIC VEHICLES INDONESIA	100.00	16,954,300 万印度尼西亚盾
天津岁万万文化传播有限公司	100.00	500.00
阳江小玛智能科技有限责任公司	100.00	50.00

台州小玛智能科技有限责任公司	100.00	700.00
天津爱玛盛斯拓科技有限公司	51.00	500.00
天津爱玛联祥科技有限公司	51.00	1,000.00

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。