

爱玛科技集团股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【120】号 01

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，但不对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

爱玛科技集团股份有限公司相关债券2025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

本次等级的评定是考虑到：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）作为两轮电动车行业龙头之一，2024 年公司营业收入及销量在行业内仍排名第二，但与第一名雅迪集团控股有限公司（以下简称“雅迪控股”）的规模差距进一步缩小，公司经营业绩保持增长，经营性现金流表现仍较好；公司较好地应对了《新国标》¹施行带来的冲击，经营效率指标排名提升，同时 2025 年继续实施的“以旧换新”政策有望刺激下游需求增长。但中证鹏元也关注到，2025 年 9 月《新国标》修订版将正式施行，需关注公司对于新标准的响应速度和应对效果，公司近年加大了产能投资，新增产能的利用率仍在爬坡阶段且后续仍有较大规模产能投资，在两轮电动车激烈市场竞争下，需关注后续产能消化情况和资本支出压力。

评级日期

2025 年 6 月 24 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	242.60	233.19	198.93	184.71
归母所有者权益	96.39	90.30	77.12	67.21
总债务	74.43	80.41	77.38	74.24
营业收入	62.32	216.06	210.36	208.02
净利润	6.14	20.13	18.96	18.73
经营活动现金流净额	13.02	31.66	18.64	50.51
净债务/EBITDA	--	0.77	0.64	0.55
EBITDA 利息保障倍数	--	26.45	34.87	249.34
总债务/总资本	43.27%	46.80%	49.86%	52.43%
FFO/净债务	--	93.04%	115.92	143.84
EBITDA 利润率	--	11.91%	10.69%	10.42%
总资产回报率	--	10.98%	11.67%	14.03%
速动比率	0.92	0.79	0.89	0.93
现金短期债务比	1.33	1.05	1.13	0.92
销售毛利率	19.63%	17.82%	16.51%	16.36%
资产负债率	59.78%	60.80%	60.89%	63.54%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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

¹ “新国标”指 2018 年版《电动自行车安全技术规范》

正面

- **“以旧换新”政策或将推动下游需求增长。**2024 年 8 月末，商务部等 5 部门办公厅（室）联合印发《推动电动自行车以旧换新实施方案》，以旧换新成为下游需求的主要刺激因素，但二、三季度为行业销售旺季，政策出台对 2024 年行业销量的推动作用未完全体现，2025 年各地延续开展电动自行车以旧换新工作，以旧换新政策有望在 2025 年继续激发消费需求，加速存量车的更新替换，为行业带来新增量。
- **公司 2024 年业绩保持增长，与行业第一名的规模差距进一步缩小，主要经营指标继续提升。**2024 年公司营业收入及销量在行业内仍排名第二，但与第一名雅迪控股的规模差距进一步缩小。产品价格提升使公司 2024 年营业收入同比增长 2.71%至 216.06 亿元，销售毛利率上升 1.31 个百分点至 17.82%。业绩增长叠加公司销售回款情况较好，公司 2024 年经营活动产生的现金流量净额、EBITDA、FFO 分别为 31.66 亿元、25.74 亿元和 18.54 亿元，均表现较好，公司主营业务现金生成能力强。
- **公司较好地应对了《新国标》施行带来的冲击，经营效率指标排名提升。**2024 年是“新国标”过渡期到期元年，非国标产品全面出清，其正式施行对于全行业的存货管理和经营效率均带来了挑战，主要上市公司的经营效率指标均有不同程度的弱化。受益于公司对于《新国标》较好的应对策略，相较于同行业其他公司，公司主要指标均逆势上涨，2024 年销售毛利率、ROA、应收账款周转天数和存货周转天数等经营效率指标在主要上市公司中均排名第一。

关注

- **公司新增产能的利用率仍在爬坡阶段，需关注后续产能消化情况。**公司近年持续扩产能，2024 年产能同比增长 19.28%至 1,264.12 万辆，销量小幅下滑，产能利用率则下降至 85.44%，产能增长较快，新增产能的利用率仍在爬坡阶段，考虑到行业竞争仍然激烈，公司新增产能的消化面临一定压力。
- **公司后续仍有较大规模投资，需关注未来的资本支出压力。**公司投资活动现金流 2024 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，2023-2024 年支出规模分别为 19.60 亿元和 33.95 亿元，由于公司近年资本支出规模大，导致自由现金流 2023-2024 年均均为负，自由现金流对净债务保障程度弱。截至 2024 年末，公司主要在建项目预计总投资 80.45 亿元，已投资 28.59 亿元，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，业务持续性较好，预计公司经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	雅迪控股	绿源集团控股	新日股份	公司
总资产	246.19	43.24	31.91	233.19
营业总收入	282.36	50.72	35.11	216.06
净利润	12.72	1.16	0.26	20.13
销售毛利率	15.19%	13.11%	15.50%	17.82%
资产负债率	64.43%	65.37%	52.09%	60.80%
经营活动现金流量净额	2.99	-0.03	0.23	31.66
应收账款周转天数	6.40	20.56	36.51	6.09
存货周转天数	16.80	22.75	21.81	14.05

ROA	6.44%	2.66%	0.18%	9.53%
-----	-------	-------	-------	-------

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 2024 年数据。

资料来源：Wind，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	评分等级	评分要素	评分等级
业务状况	宏观环境	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	杠杆状况	8/9
	行业风险状况	盈利状况	强
	经营状况	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。

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	2024-6-24	2029-2-23

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原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）和爱玛科技集团股份有限公司营销网络升级项目。2025年3月，公司董事会决定将募集资金投资项目中“丽水车业新能源智慧出行项目（一期）”的预定达到可使用状态日期延期至2027年12月。

截至2024年末，“爱玛转债”尚未使用的募集资金余额人民币 81,311.48 万元（含累计收到的存款利息和理财产品产生的收益扣除银行手续费等净额），其中募集资金专户 60,511.48 万元，理财专用账户 20,800.00 万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司股本因回购注销股权激励形成的部分限制性股票而小幅减少，截至2025年3月末实收资本8.62亿元。公司的控股股东为张剑，直接持有公司68.80%股份；张格格系张剑女儿，通过员工持股平台陵水鼎爱创业投资合伙企业（有限合伙）间接持有公司0.85%股份。张剑和张格格直接和间接合计持有公司69.65%股份，仍为公司的实际控制人。截至2025年3月末，公司控股股东及实际控制人持有的公司股份暂无质押情况，公司股权结构图见附录二。

因实施权益分派等原因，2025年6月6日起本期债券转股价格调整为38.20元/股。

表1 截至 2025 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	68.80
2	陵水鼎爱创业投资合伙企业(有限合伙)	26,950,000	3.13
3	香港中央结算有限公司	12,625,311	1.47
4	韩建华	6,615,000	0.77
5	彭伟	6,221,760	0.72
6	景顺长城基金—中国人寿保险股份有限公司—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	5,082,041	0.59
7	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
8	全国社保基金一一零组合	4,303,599	0.50
9	中国银行股份有限公司—景顺长城核心中景一年持有期混合型证券投资基金	4,000,000	0.46
10	李世爽	3,956,692	0.46

资料来源：公司 2025 年第一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司继续加大对外投资规模，因收购股权增加2家子公司。2024年7月，公司以0.38亿元对价收购浙江今日阳光新能源车业有限公司（以下简称“今日阳光”）49.58%股权，持有今日阳光60.00%股权，获得控制权；2024年12月公司以807.82万元取得AIMA EBIKE,INC.（以下简称“美国爱玛”）51.00%的股权，美国爱玛是公司在美国的销售公司，本身无生产业务。除上述子公司收购外，2024年7月，公司

以0.40亿元收购格瓴新能源科技（山东）有限公司（以下简称“格瓴新能源”）40.00%股权，收购后格瓴新能源成为公司的全资子公司。

除上述收购外，公司2024年新设成立10家子公司，主要系基于公司当前业务设立的公司。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——《关税博年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

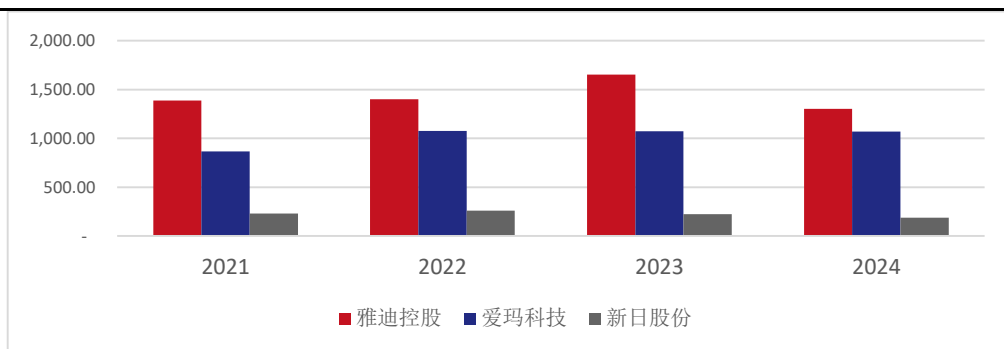
电动两轮车

2018年版《新国标》带来的替换需求影响减弱，“以旧换新”政策接力刺激下游需求；2024年行业政策频出，《电动自行车安全技术规范》修订版（以下简称“新国标修订版”）及《电动自行车行业规范条件》（以下简称“规范条件”）引导资源向优质企业集中，市场集中度或将进一步提升

2018年版《电动自行车安全技术规范》（以下简称“《新国标》”）实施后，行业准入门槛提高，

行业出清速度加快，且其产生的替换需求在2019-2023年内对市场需求形成较好支撑，2024年过渡期步入尾声，由新国标带来的替换需求虽仍对市场有一定支撑，但影响逐渐减弱。2024年8月末，商务部等5部门办公厅（室）联合印发《推动电动自行车以旧换新实施方案》，以旧换新成为下游需求的主要刺激因素，但二、三季度为行业销售旺季，政策出台对2024年行业销量的推动作用未完全体现，2025年各地持续开展电动自行车以旧换新工作，以旧换新政策有望在2025年继续激发消费需求，加速存量车的更新替换，为行业带来新增量。

图1 2021-2024 年主要上市公司电动车销量（单位：万辆）



资料来源：各上市公司年报，中证鹏元整理

2024年4月末工信部等3部门联合印发《规范条件》，通过强化全链条质量管控（如防篡改设计、电池溯源）、推动技术升级（鼓励北斗定位、物联网应用）、优化产业布局（淘汰低效产能）等措施，提升行业安全性和可持续性。企业需通过规范公告申请并满足上述条件，违规者将面临整改或退出风险，《规范条件》在新国标后进一步淘汰不规范的中小型企业，加速尾部出清。2024年12月，新国标修订版公布并将于2025年9月正式施行，其在电动自行车整车质量、脚踏骑行功能、电动机功率限值、防火阻燃、塑料件占比、北斗定位、通信和动态安全监测、防篡改、企业质量保证能力和产品一致性等方面均有较大优化和提升，这些变化将促使企业提升产品质量和性能，生产能力落后的中小厂商或迎来进一步出清，行业集中度有望进一步提升。

整体而言，2024年政策频出，其中供给端主要集中于行业安全性和可持续性的提升，加速行业尾部出清和集中度提升，需求端以旧换新政策则有望在2025年刺激下游需求增长。

电动两轮车上游原材料中蓄电池成本占比最高，其中铅酸电池受数据中心备电需求增长影响，后续价格或将上升，锂电池价格无上涨动力；电机等其他原材料行业集中度不高

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，但锂电池凭借“更轻、环保、寿命长”的优势，市场占比近年有所提升。本轮政策对于铅酸电池有较大利好，一方面新国标修订版中对铅酸电池车型整车质量限值由55kg放宽至63kg，而整车质量是制约铅酸电池车型续航的重要因素，这一修订有利于铅酸电池车型发展；另一方面以旧换新实施方案中提到“对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，可适当加大补贴力度”，各地实施中也加强了对铅

酸蓄电池的补贴力度，如北京市对交售老旧锂离子蓄电池电动自行车并购买铅酸蓄电池电动自行车的消费者，额外补贴100元等。

铅酸电池方面，天能股份（688819.SH）、超威动力（0951.HK）、骆驼股份（601311.SH）仍是电动两轮车铅酸电池的主要供应商，供需稳定的情况下，铅酸电池价格主要取决于上游铅价。供给端，由于铅酸电池为重污染行业，2012年以来政策加速落后产能出清，铅酸电池企业数量持续下降，近年产能增长乏力。需求端，2024年以来，受数据中心、云计算等领域的铅酸电池备电需求增长影响，铅酸电池呈现供需紧平衡，铅价自2024年以来呈现波动增长。考虑到数据中心备电需求仍将延续，供需偏紧情形下后续铅酸电池价格或将继续上升。

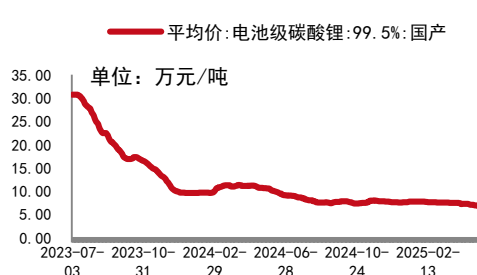
锂电池领域，星恒电源股份有限公司、天能电池集团股份有限公司（688819.SH）、广东博力威科技股份有限公司（688345.SH）等为轻型车用锂离子电池的主要供应商，锂电池原材料碳酸锂价格中枢自2023年以来持续下行，2024年以来维持相对稳定。整体而言，当前锂电行业处于产能出清时期，后续锂电池价格无上涨动力。

图2 铅酸电池上游原材料铅价 2024 年以来波动幅度大



资料来源：iFind，中证鹏元整理

图3 锂电池的原材料碳酸锂价格 2024 年以来相对稳定



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，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，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，随着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，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。

四、经营与竞争

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，2024年电动两轮车销售收入占主营业务收入的比重仍在80%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10.20%；而受益于下游需求增长，2024年公司电动三轮车、自行车及配件销售收入大幅增长，同比增长率分别为36.03%和76.56%。综合影响下，公司营业收入同比增长2.71%至216.06亿元。毛利率方面，公司除自行车及配件销售外，主要产品毛利率均呈现小幅上涨，整体销售毛利率上涨1.31个百分点至17.82%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电动自行车	130.37	60.34%	17.58%	128.45	61.06%	16.57%
电动两轮摩托车	52.14	24.13%	17.22%	58.06	27.60%	14.76%
电动三轮车	19.52	9.03%	22.44%	14.35	6.82%	21.60%
自行车及配件销售	11.44	5.30%	14.41%	6.48	3.08%	15.65%
其他收入及其他业务收入	2.59	1.20%	22.55%	3.03	1.44%	25.22%
合计	216.06	100.00%	17.82%	210.36	100.00%	16.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司较好地应对了《新国标》施行带来的冲击，维持了较高的品牌认知度和行业地位，与雅迪控股的规模差距进一步缩小，且主要经营效率指标提升明显；公司2024年产能利用率大幅下降且在建生产基地项目投资规模大，需关注新增产能的消化情况和后续资本支出压力；2025年9月，新国标修订版将正式施行，需关注公司对于新标准的响应速度和应对效果

➤ 生产与在建项目

跟踪期内公司重庆生产基地一期、贵港生产基地、台州生产基地已投产，截至2024年末，公司在国内共有天津、河南商丘、广东东莞、广西贵港、江苏无锡、重庆一期、浙江台州、山东临沂八大生产基地，国际方面印尼生产基地已投产，在建的有越南基地。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，国内行业龙头雅迪控股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。

在建项目方面，2024年公司贵港、台州生产基地均已顺利投产，其中贵港、台州生产基地仍有些收尾工程。截至2024年末，公司主要在建项目有重庆生产基地二期、徐州生产基地项目、兰州生产基地和丽水爱玛新能源智慧出行项目（一期），其中丽水爱玛新能源智慧出行项目（一期）系本期债券募投项目，总投资14.94亿元，项目资金来源为本期债券募集资金。截至2024年末，公司主要在建项目预计总投资80.45亿元，已投资28.59亿元，尚需投资规模较大。

整体而言，公司2021年以来扩大了产能投资相关的资本投入，2023-2024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分别为19.60亿元和33.95亿元，考虑到后续仍有较大规模投资，公司面临一定资本支出压力。

表3 截至 2024 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
徐州生产基地	313,743.78	15,732.61	2025 年 12 月
重庆生产基地	200,000.00	139,228.41	2025 年 4 月
丽水爱玛新能源智慧出行项目（一期）*	149,392.96	76,472.53	2027 年 12 月
兰州生产基地（一期）	86,939.66	31,177.06	2026 年 4 月
爱玛集团总部大楼	54,414.00	23,278.47	2025 年 12 月
合计	804,490.40	285,889.08	-

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*系本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

➤ 成本与采购

成本方面，直接材料占比仍在95%左右，公司主要采购的原材料仍为蓄电池、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。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，2024年公司应付票据及应付账款合计93.65亿元，同比增长10.29%。

公司主要电池原材料采购价格均随行就市，无溢价能力，其中铅酸电池受2024年数据中心备电需求增长影响，价格波动增长，考虑到数据中心备电需求仍将延续，供需偏紧情形下后续铅酸电池价格或将继续上升。锂电池方面，当前锂电行业处于产能出清时期，后续锂电池价格无上涨动力。除上述电池外，公司控制器等在内的原材料采购均价均有所下降。

蓄电池占原材料采购金额比例高，是影响整车成本的重要因素，其中铅酸电池是2024年新行业规范和以旧换新政策所利好的电池类型，若未来其价格出现大幅波动、快速上涨等情形，可能会对公司盈利水平造成不利影响，需关注后续铅酸电池的价格波动对于公司整车成本的影响。

表4 公司主要原材料采购均价情况（单位：元/个）

原材料	2024 年		2023 年	
	价格	同比变动	价格	同比变动
铅酸电池	442.28	6.70%	414.50	9.36%
锂电池	647.89	-14.06%	753.93	-2.50%
电机	151.13	-11.64%	171.03	-19.79%
控制器	38.27	-11.90%	43.44	-9.35%
车架	88.34	-1.48%	89.67	-13.44%

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，2023-2024年前五大供应商采购金额占比分别为37.45%和38.01%。

➤ 研发、生产与运营效率

2024年是大多数地区《新国标》过渡期结束元年，超标车全面退市，且新国标修订版也对产品的安全性、智能化、网联化等提出了更高要求，消费者需求的变化和行业监管政策的变化均对电动两轮车厂商的产品创新、技术研发能力和市场应对效率提出了更高要求。跟踪期内公司继续加大研发投入，推出了较多符合市场需求的新车型，2024年研发人员数量占比和研发投入占比均有所提升，但对比同行业其他上市公司，公司2024年研发投入金额在4个主要上市公司中排名第2。

表5 公司研发投入情况（单位：个、万元）

项目	2024 年	2023 年
研发人员数量	1,148	1,089
研发人员数量占比	12.86%	11.49%
研发投入金额	65,873.94	58,946.72
研发投入占营业收入比例	3.05%	2.80%

资料来源：公司提供

2024年公司产品销量小幅下降，主要系因《新国标》过渡期到期，下游需求支撑不足影响。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。产能利用率方面，公司2024年产能利用率下降至100%以下，主要系公司近年加大了产能投资，产能增长较快，产能消化面临一定压力。

表6 公司主要产品产销情况（单位：万辆、万辆/年）

项目	2024年	2023年
产量	1,080.12	1,065.80
销量	1,069.86	1,074.15
产销率	99.05%	100.78%
产能	1,264.12	1,059.83
产能利用率	85.44%	100.56%

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等；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

运营效率方面，2024年《新国标》的施行对于全行业均带来了一定压力，主要上市公司的运营效率指标均有不同程度的弱化。2024年市场监管机构对于流动端市场产品进行了全面检查，对于不按照规定售卖产品的门店进行处罚和关停，公司严格按照国家标准执行生产和销售，门店正常运营，因此对于《新国标》应对较好，相较于同行业其他公司，公司相关指标的下滑幅度均较小且销售毛利率逆势上涨，经营效率指标排名提升。2025年9月新国标修订版即将施行，需关注公司对于新标准的响应速度和应对效果。

表7 公司与同行业上市公司主要经营效率指标对比

指标	2024 年				2023 年			
	雅迪控股	绿源集团控股	新日股份	公司	雅迪控股	绿源集团控股	新日股份	公司
销售毛利率	15.19%	13.11%	15.50%	17.82%	16.93%	13.40%	14.31%	16.51%

应收账款周转天数	6.40	20.56	36.51	6.09	4.84	18.19	24.06	5.55
存货周转天数	16.80	22.75	21.81	14.05	15.04	28.61	21.90	14.20
ROA	6.44%	2.66%	0.18%	9.53%	10.90%	3.89%	1.59%	9.39%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

➤ 品牌营销与行业地位

公司2024年继续获得Chnbrand发布的中国品牌力指数（C-BPI）²电动自行车行业品牌排行榜第一名。2024年公司总资产及营业收入在行业内仍排名第二，但与第一名雅迪控股的规模差距进一步缩小，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。

表8 公司主要产品销售均价情况（单位：元/辆）

项目	2024 年		2023 年	
	售价	同比变动	售价	同比变动
电动自行车	1,729.99	2.40%	1,689.47	0.76%
电动两轮摩托车	2,200.46	1.82%	2,161.05	-1.09%
电动三轮车	3,549.79	5.59%	3,361.97	10.22%

资料来源：公司提供

销售价格方面，受益于中高价格车型销量提升，2024年公司主要产品销售价格均有所增长。跟踪期内公司国内销售体系、销售模式和结算模式均未变化，公司对下游客户的议价能力较好，2024年应收账款周转天数6.09天，在行业内上市公司中已处于最优水平。

销售区域方面，公司2024年境外销售收入同比增长3.82%至2.35亿元，境外销售收入占营业收入的比重为1.09%，占比仍较低，但公司2024年在国际渠道方面做出了较多努力，其中在印尼已建立了百余家线下门店和本地化工厂，并受邀参展美国CES国际消费电子展，推进公司营销国际化布局。整体而言，公司营销渠道分布广泛，维持了较好的规模优势。

五、 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2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

在建项目投资使公司资产流动性边际降低，但公司凭借对于下游较强的议价能力维持了较大的现金类资产规模，整体资产流动性仍表现较好；新增产能的产能利用率仍在爬坡阶段，总资产回报率下滑，需关注后续产能消化情况；资本支出规模增长较快，自由现金流持续净流出，考虑到公司后续仍有较大

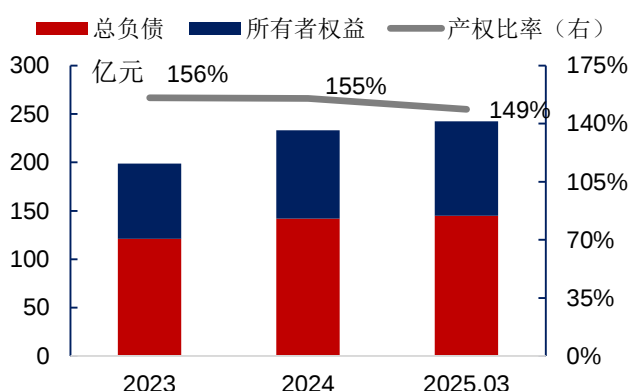
² 中国品牌力指数（C-BPI）是中国首个品牌价值评价体系，被纳入工信部品牌政策体系，受工信部专项资金的扶持。

规模投资，需关注后续资本支出压力

资本实力与资产质量

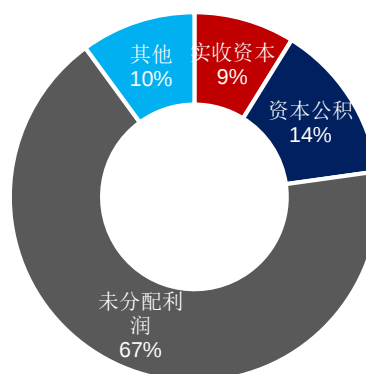
受益于经营利润积累，公司2024年所有者权益增长较快，所有者权益仍主要由未分配利润、资本公积和实收资本构成，其中资本公积主要系发行股票产生的股本溢价。公司2024年负债规模同比增长，综合影响下公司2024年以来产权比率持续下降，截至2025年3月末，公司产权比率为148.64%，权益对负债的保障程度仍较弱。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

具体而言，2024年末公司货币资金规模下降，但以低风险理财产品为主的交易性金融资产规模上升，现金类资产规模同比下降3.38%至66.21亿元，截至2024年末公司交易性金融资产为36.16亿元的理财产品和0.54亿元的股票，其中股票系持有的200万股天能股份（688819.sh），公允价值波动明显。需要关注的是，公司外币资产增长较快，2024年末外币货币性项目（包括外币计价的货币资金、应收账款和其他应付款）规模较大，主要以美元、瑞士法郎和欧元计价。公司存货规模2024年增长较快，仍主要由原材料和库存商品构成，2024年公司存货增长主要系因公司为春节备货。需要关注的是，《新国标》过渡期到期，2024年公司计提存货跌价准备0.28亿元，需关注新国标修订版对公司后续存货管理的影响。非流动资产方面，由于公司近年产能扩张，获取了较多土地并新建了较多生产基地，公司无形资产、在建工程和固定资产规模均增长较快。公司一年内到期的非流动资产和其他非流动资产仍主要由定期存单构成。

截至2024年末，公司受限资产合计72.78亿元，基本为用于融资抵质押的货币资金、定期存单、理财产品及少量的固定资产、无形资产。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，受益于较好的主营业务收现情况，公司现金类资金规模大，整体资产流动性边际降低但仍表现较好。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

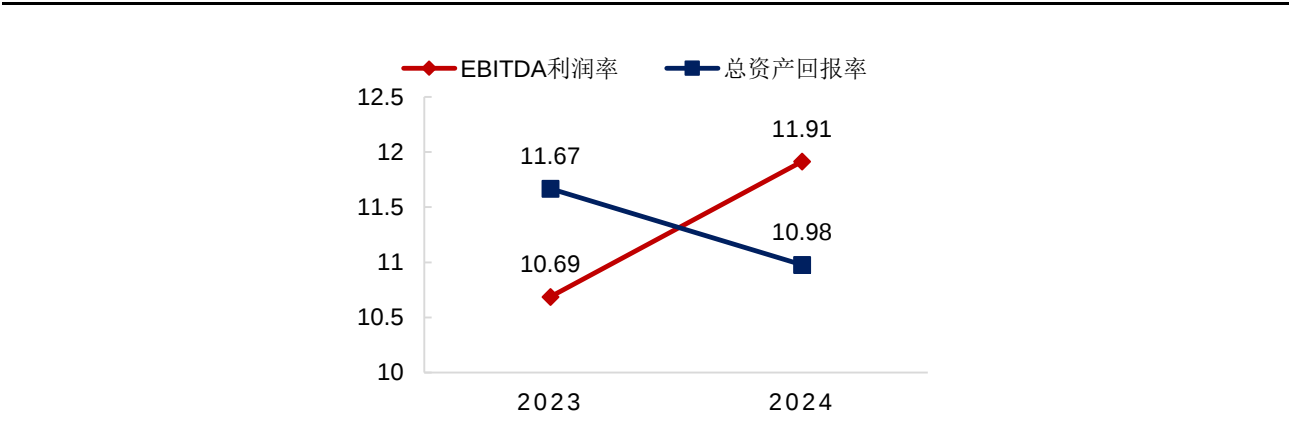
项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.18	12.44%	29.14	12.50%	66.67	33.52%
交易性金融资产	44.69	18.42%	36.70	15.74%	1.76	0.88%
存货	7.19	2.96%	8.11	3.48%	5.75	2.89%
一年内到期的非流动资产	29.61	12.21%	21.33	9.15%	16.28	8.19%
流动资产合计	120.28	49.58%	102.33	43.88%	95.86	48.19%
固定资产	37.12	15.30%	36.74	15.76%	21.84	10.98%
在建工程	23.51	9.69%	20.48	8.78%	9.92	4.99%
无形资产	11.05	4.55%	11.19	4.80%	7.16	3.60%
其他非流动资产	43.50	17.93%	55.19	23.67%	57.63	28.97%
非流动资产合计	122.31	50.42%	130.86	56.12%	103.07	51.81%
资产总计	242.60	100.00%	233.19	100.00%	198.93	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受益于售价提升和较好地应对了《新国标》施行带来的需求变化，公司营业收入和净利润均同比增长，销售人员增长带动销售费用增长，期间费用同比增长较快，综合影响下公司EBITDA同比增长14.53%，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，但由于新增产能的产能利用率仍在爬坡阶段，因此总资产回报率有所下滑。整体而言，公司盈利能力指标表现较好，2024 年公司毛利率排名在4家主要上市公司中表现较好，且历史表现比较稳定，但需要关注的是，公司2024年产能利用率下滑至85.44%，且公司目前仍有较多在建产能，需关注后续新增产能的消化情况，以及在建工程转固定资产后产生的折旧与摊销对公司盈利能力指标的影响。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内公司债务规模及债务结构变化不大，债务仍主要由应付票据、本期债券和租赁负债构成，截至2024年末公司短期债务主要系对供应商开具的应付票据61.72亿元和一年内到期的非流动负债0.31亿元，其中应付票据全部为银行承兑汇票，较大规模票据有利于减轻公司现金支付压力；长期债务系本期债券17.47亿元和租赁负债0.17亿元。

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。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.64	0.44%	0.74	0.52%	0.00	0.00%
应付票据	55.68	38.39%	61.72	43.53%	60.32	49.80%
应付账款	43.21	29.80%	31.93	22.52%	24.59	20.30%
合同负债	7.31	5.04%	9.16	6.46%	6.25	5.16%
其他应付款	10.41	7.18%	11.14	7.85%	6.28	5.19%
一年内到期的非流动负债	0.05	0.03%	0.31	0.22%	0.18	0.15%
流动负债合计	122.27	84.31%	119.33	84.16%	101.22	83.56%
应付债券	17.72	12.22%	17.47	12.32%	16.45	13.58%
非流动负债合计	22.76	15.69%	22.46	15.84%	19.91	16.44%
负债合计	145.03	100.00%	141.79	100.00%	121.13	100.00%
总债务	74.43	51.32%	80.41	56.71%	77.38	63.88%
其中：短期债务	56.37	75.73%	62.77	78.06%	60.50	78.18%
长期债务	18.06	24.27%	17.64	21.94%	16.88	21.82%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2024年公司支付的采购款项减少，经营活动现金流量净额同比大幅增长；受益于较好的利润水平，公司2024年EBITDA和FFO同比分别增长14.53%和10.62%，主营业务现金生成能力较强。公司投资活动现金流2024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。公司2024年筹资活动现金流由正转负，主要系因2024年分配股利等支付了较多现金。

从各项杠杆指标来看，受益于利润积累，公司资产负债率持续下降，截至2025年3月末为59.78%，仍处于偏高水平。净债务方面，公司2024年总债务规模增长的同时现金类资产规模下降，净债务规模同比增长37.82%，净债务/EBITDA指标和FFO/净债务指标均有所弱化。由于公司近年资本支出规模大，导致自由现金流2023-2024年均为负，自由现金流对净债务保障程度弱。

整体而言，公司经营收现情况较好，但公司产能投资相关的资本投入规模大幅增长，使得公司净债务规模呈现增长，杠杆比率有所提升，整体偿债能力指标有所弱化。

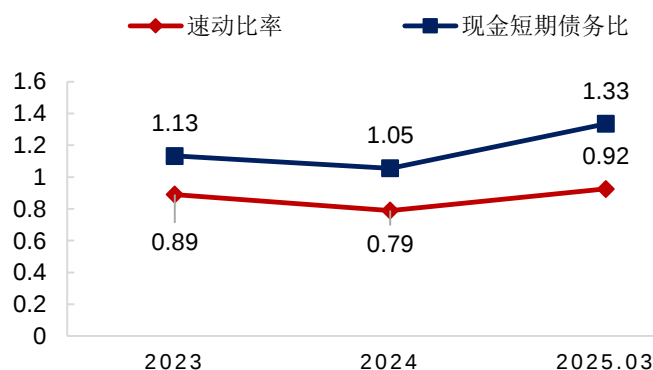
表11 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	13.02	31.66	18.64
FFO（亿元）	--	18.54	16.76
资产负债率	59.78%	60.80%	60.89%
净债务/EBITDA	--	0.77	0.64
EBITDA 利息保障倍数	--	26.45	34.87
总债务/总资本	43.27%	46.80%	49.86%
FFO/净债务	--	93.04%	115.92%
经营活动现金流净额/净债务	1,631.21%	158.86%	128.92%
自由现金流/净债务	941.57%	-11.47%	-6.63%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性指标方面，公司速动比率波动上升，截至2025年3月末为0.92，表现尚可；现金短期债务比方面，公司2024年短期债务规模增长，现金类资产则小幅增长，综合影响下公司现金短期债务比小幅下降，2025年3月末则随现金类资产规模增长而上升至1.33，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2024年末，公司银行授信剩余未使用额度规模较大，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，可通过公开发行股票等渠道募集资金，外部融资渠道较为通畅。

图 7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年4月2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，截至查询日（2025年5月22日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行入名单。

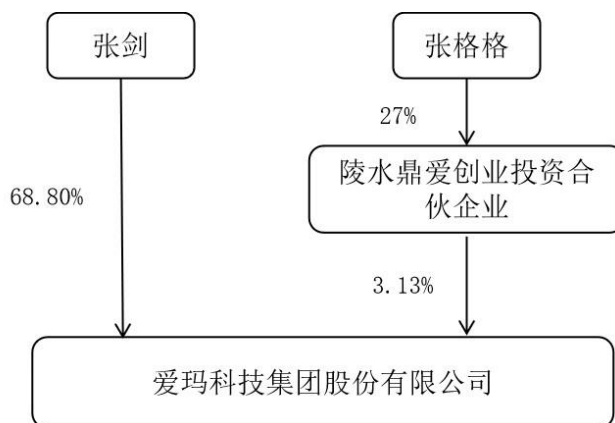
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	30.18	29.14	66.67	66.33
交易性金融资产	44.69	36.70	1.76	1.43
一年内到期的非流动资产	29.61	21.33	16.28	35.25
流动资产合计	120.28	102.33	95.86	115.33
固定资产	37.12	36.74	21.84	20.33
其他非流动资产	43.50	55.19	57.63	38.09
非流动资产合计	122.31	130.86	103.07	69.39
资产总计	242.60	233.19	198.93	184.71
短期借款	0.64	0.74	0.00	5.11
应付票据	55.68	61.72	60.32	68.53
应付账款	43.21	31.93	24.59	25.36
一年内到期的非流动负债	0.05	0.31	0.18	0.06
流动负债合计	122.27	119.33	101.22	114.71
应付债券	17.72	17.47	16.45	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	22.76	22.46	19.91	2.66
负债合计	145.03	141.79	121.13	117.37
总债务	74.43	80.41	77.38	74.24
其中：短期债务	56.37	62.77	60.50	73.70
长期债务	18.06	17.64	16.88	0.54
所有者权益	97.57	91.40	77.80	67.34
营业收入	62.32	216.06	210.36	208.02
营业利润	7.32	23.10	21.94	22.34
净利润	6.14	20.13	18.96	18.73
经营活动产生的现金流量净额	13.02	31.66	18.64	50.51
投资活动产生的现金流量净额	-9.78	-67.83	-19.10	-21.78
筹资活动产生的现金流量净额	-0.07	-6.07	5.45	-1.82
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	25.74	22.48	21.68
FFO（亿元）	--	18.54	16.76	17.16
净债务（亿元）	0.80	19.93	14.46	11.93
销售毛利率	19.63%	17.82%	16.51%	16.36%
EBITDA 利润率	--	11.91%	10.69%	10.42%
总资产回报率	--	10.98%	11.67%	14.03%
资产负债率	59.78%	60.80%	60.89%	63.54%
净债务/EBITDA	--	0.77	0.64	0.55

EBITDA 利息保障倍数	--	26.45	34.87	249.34
总债务/总资本	43.27%	46.80%	49.86%	52.43%
FFO/净债务	--	93.04%	115.92%	143.84%
经营活动现金流净额/净债务	1,631.21%	158.86%	128.92%	423.48%
速动比率	0.92	0.79	0.89	0.93
现金短期债务比	1.33	1.05	1.13	0.92

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2025年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：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	3800.00
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	100.00	8,922.00
浙江爱司卡科技有限公司	100.00	1,000.00
天津小玛智能科技有限公司	100.00	1,000.00
万宁小玛智能科技有限公司	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公司	100.00	50.00

台州小玛智能科技有限公司	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
上海爱玛文化传播有限责任公司	65.00	200.00
江苏爱玛新能源科技有限公司	100.00	35,000.00
爱玛科技（成都）有限公司	60.00	3,000.00
爱玛科技（广东）有限公司	77.50	4,000.00
爱玛科技（武汉）有限公司	60.00	3,000.00
甘肃爱玛车业科技有限公司	100.00	28,000.00
爱玛科技（丽水）有限公司	100.00	1,000.00
零动智能科技（天津）有限公司	80.00	1,000.00
重庆清风畅骑出行科技有限责任公司	100.00	1,000.00
天津斯波兹曼车业有限公司	60.00	500.00
浙江今日阳光新能源车业有限公司	60.00	14,400.00
AIMA EBIKE,INC.	51.00	220 万美元
天津清风畅骑出行科技有限责任公司	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附录四 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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号