



## 买入（维持）

所属行业：非必需性消费/汽车  
当前价格(港币)：9.41元

### 证券分析师

毕先磊

资格编号：S0120524030001

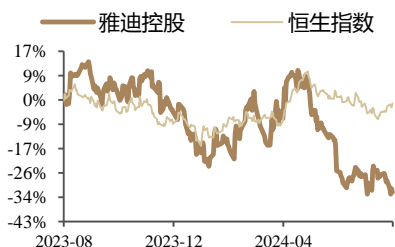
邮箱：bixl3@tebon.com.cn

### 研究助理

李陌凡

邮箱：limf3@tebon.com.cn

### 市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.11	-10.04	-31.17
相对涨幅(%)	-8.13	-7.89	-23.07

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《雅迪控股 (01585.HK)：政策+市场驱动行业加速集中，全球龙头持续成长》，2024.7.4

# 雅迪控股 (01585.HK)：H1 销售有所承压，期待旺季改善

## 投资要点

- 事件：**雅迪控股发布 2024 年半年报。公司坚持专注于长远发展，将继续投资于对核心零部件采用新技术的研发，拓展海外市场，向全球推广“雅迪”品牌。2024H1 公司实现营业收入 144.14 亿元，同比下降 15.5%，根据公司 2024 年半年报，营收下滑主要由于：1) 宏观经济存在不确定性及市场需求暂时转弱；2) 分销商处于去库存周期，导致电动两轮车的销量下降。2024H1 公司实现净利润 10.34 亿元，同比下降 13.0%。
- 产品需求短暂转弱，电动二轮车销量减少。**分产品来看，2024H1 电动自行车/电动踏板车/电池及充电器/电动两轮车零部件营收分别为 62.39/35.47/40.65/5.63 亿元，分别同比-18.3%/-22.5%/-9.6%/+72.5%；2024H1 电动自行车/电动踏板车/电池/充电器销量分别为 448.27/189.99/671.46/714.43 万，分别同比-19.1%/-28.9%/-23.4%/+0.5%。电动自行车及电动踏板车上半年销量承压，但在 2024 年 5 月及 6 月逐步回升，销量走势向好。
- 产品组合优化，盈利能力改善。**2024H1 毛利率为 18.0%，相比去年同期提升 1.1pcts，主要受益于：1) 产品组合优化；2) 电池及电驱动产品价格上升；净利率为 7.2%，相比去年同期提升 0.2pcts。**期间费用方面**，2024H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.2%/2.9%/3.4%/-0.8%，分别同比变动-0.6pcts/+0.2pcts/0.1pcts/-0.4pcts。
- 入选规范企业“白名单”+以旧换新政策催化+新国标出台在即，三重因素有望共同推动公司业绩加速修复。**雅迪入选公司入选第一批符合《电动自行车行业规范条件》的“白名单”，有望在项目申报、融资上市、“以旧换新”遴选等方面获得优先支持。发展改革委、财政部近期印发通知支持地方提升消费品以旧换新能力，直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力，各地区要重点支持电动自行车等以旧换新，我们预计有望显著促进电动自行车消费。此外，2024 年新国标出台在即，新国标落地后：1) 短期看，终端经销商补库+品牌新产品上市，叠加 2019 年换车需求于近期释放，销售有望加速；2) 中长期看，监管有望逐步趋严，合规成本持续提升，新规落地后，龙头份额提升有望加速。由于年初南京发生涉及电动自行车的起火事件，引发公众关注电动自行车电池的安全性，导致市场需求短暂转弱。2024 年 5 月，国家市场监督管理总局推出了针对电池设计及制造等 22 个具体方面的新法规，包括针对过度充电、过度放电、外部短路、热失控及锂电池穿刺等，对产品研发造成短暂影响。基于公司内部对电池、电子控制及其他相关部件的专业知识与实力，有关电池设计及制造的新法规有望为公司创造有利的环境。
- 盈利预测和投资建议：**我们预计在以旧换新政策扶持下换车需求有望充分释放，与此同时在监管趋严背景下龙头份额提升有望加速。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 323.47/362.34/399.29 亿元，分别同比-7.0%/+12.0%/+10.2%；归母净利润分别为 25.75/29.66/33.83 亿元，分别同比增长-2.5%/+15.2%/+14.1%；EPS 分别为 0.83/0.95/1.09 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 11/10/8X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**海外市场拓展不及预期风险；终端需求不及预期风险；行业竞争加剧风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	3,112.65	营业收入(百万元)	31059	34763	32347	36234	39929
流通港股(百万股):	3,112.65	(+/-)YoY(%)	15.17%	11.92%	-6.95%	12.02%	10.20%
52 周内股价区间(港元):	9.320-15.820	净利润(百万元)	2161	2640	2575	2966	3383
总市值(百万港元):	29,290.01	(+/-)YoY(%)	57.80%	22.17%	-2.46%	15.16%	14.07%
总资产(百万港元):	28,167.18	全面摊薄 EPS(元)	0.69	0.85	0.83	0.95	1.09
每股净资产(港元):	2.91	毛利率(%)	18.08%	16.93%	17.87%	17.88%	18.03%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	32.53%	31.43%	26.43%	26.20%	25.71%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	0.83	0.95	1.09
每股净资产	2.74	3.13	3.64	4.23
每股经营现金流	1.17	0.80	1.41	1.54
每股股利	0.43	0.40	0.45	0.50
价值评估 (倍)				
P/E	14.42	11.13	9.66	8.47
P/B	4.65	2.94	2.53	2.18
P/S	1.12	0.89	0.79	0.72
EV/EBITDA	9.82	6.49	5.08	3.88
股息率%	3.4%	4.3%	4.9%	5.4%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	16.93%	17.87%	17.88%	18.03%
净利润率	7.59%	7.96%	8.18%	8.47%
净资产收益率	31.43%	26.43%	26.20%	25.71%
资产回报率	10.29%	9.51%	9.72%	10.00%
投资回报率	27.82%	22.90%	22.82%	22.03%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	11.92%	-6.95%	12.02%	10.20%
EBIT 增长率	10.56%	-4.09%	16.18%	12.43%
净利润增长率	22.17%	-2.46%	15.16%	14.07%
偿债能力指标				
资产负债率	67.3%	64.0%	62.9%	61.1%
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
现金比率	0.5	0.5	0.6	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	4.8	5.6	4.8	5.0
存货周转天数	15.0	15.0	15.9	15.1
总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.2
固定资产周转率	9.6	8.5	10.1	11.9

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2640	2575	2966	3383
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	445	515	484	455
非经营收益	-284	-146	-139	-140
营运资金变动	779	-470	1076	1086
经营活动现金流	3580	2475	4387	4785
资产	-1336	-200	-200	-200
投资	612	-1294	-517	-276
其他	293	778	164	171
投资活动现金流	-430	-716	-553	-306
债权募资	-1013	100	100	100
股权募资	81	0	0	0
其他	-1105	-1264	-1426	-1587
融资活动现金流	-2037	-1164	-1326	-1487
现金净流量	1131	606	2519	3003

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34763	32347	36234	39929
营业成本	28878	26567	29755	32731
毛利率%	16.93%	17.87%	17.88%	18.03%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	1436	1262	1413	1537
营业费用率%	4.13%	3.90%	3.90%	3.85%
管理费用	1105	922	996	1098
管理费用率%	3.18%	2.85%	2.75%	2.75%
研发费用	1192	1116	1159	1278
研发费用率%	3.43%	3.45%	3.20%	3.20%
EBIT	2759	2646	3074	3456
财务费用	-261	-298	-316	-411
财务费用率%	-0.75%	-0.92%	-0.87%	-1.03%
资产减值损失				
投资收益	-68	-22	-25	-21
营业利润	2190	2481	2910	3285
营业外收支				
利润总额	3020	2943	3389	3866
EBITDA	3203	3161	3557	3911
所得税	380	368	424	483
有效所得税率%	12.58%	12.50%	12.50%	12.50%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	2640	2575	2966	3383

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7914	8520	11039	14042
应收账款及应收票据	546	461	513	587
存货	955	1263	1368	1381
其它流动资产	7427	8996	10020	10533
流动资产合计	16842	19239	22940	26543
长期股权投资	72	88	89	85
固定资产	3940	3689	3462	3259
在建工程				
无形资产	1112	1048	991	939
非流动资产合计	8818	7843	7560	7301
资产总计	25660	27082	30501	33844
短期借款	267	367	467	567
应付票据及应付账款	13672	13865	15170	16422
预收账款				
其它流动负债	2457	2308	2744	2898
流动负债合计	16396	16540	18382	19887
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	863	799	799	799
非流动负债合计	863	799	799	799
负债总计	17259	17339	19181	20687
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	8401	9743	11319	13157
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	25660	27082	30501	33844

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 23 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

**毕先磊**：轻纺组组长，曾任职于招商证券，所在团队获得 2023 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 3 名，2022 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 4 名、轻工制造水晶球第 4 名。

**李陌凡**：轻纺组研究助理，曾任职于野村东方国际证券，伦敦大学学院本硕，主要覆盖软体、个护、电子烟、二轮车、造纸、宠物、品牌服饰等板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。