

港股公司 | 公司点评 | 雅迪控股 (01585)

# 雅迪控股 2024 年中报点评： 业绩短期波动，经营拐点在即



## | 报告要点

上半年随着行业监管趋严，叠加新国标修订未落地，雅迪控股收入短期有所承压；期内公司核心盈利仍有增长，但汇兑及政府补助等因素干扰了整体利润表现。展望后续，考虑到以旧换新政策逐步落地提振行业需求，叠加强监管背景下公司份额加速提升趋势，下半年公司经营拐点在即。

## | 分析师及联系人



管泉森



孙珊



崔甜甜

SAC: S0590523100007 SAC: S0590523110003 SAC: S0590523110009

## 雅迪控股 (01585)

# 雅迪控股 2024 年中报点评： 业绩短期波动，经营拐点在即

行业：汽车/摩托车及其他  
 投资评级：买入（维持）  
 当前价格：9.90 港元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 3112.65/3112.65  
 流通市值(百万港元) 30,815.21  
 每股净资产(元) 2.91  
 资产负债率(%) 68.36  
 一年内最高/最低(港元) 16.46/9.00

### 股价相对走势



### 相关报告

1、《雅迪控股 (01585)：雅迪控股公司深度：国内领航，迈向国际》2024.06.26



扫码查看更多

### 事件

#### ➤ 雅迪控股披露 2024 中期业绩

2024H1 公司营业收入同比-15.4%至 144.14 亿元；毛利额同比-9.8%至 25.94 亿元；归属净利润同比-12.9%至 10.34 亿元；每股基本盈利同比-13.5%至每股 0.345 元。

#### ➤ 监管趋严&新国标修订，过渡期收入承压

上半年行业监管全面趋严，叠加新国标调整修订，大环境对公司经营有所压制；叠加公司 1-2 月渠道去库存、去年同期较高基数，上半年雅迪销量同比-22%至 638 万辆，单车均价基本维稳，整车销售收入同比-20%至 98 亿；同时，电池及充电器收入同比-9.6%至 41 亿，电动两轮车零部件收入同比+72.5%至 6 亿。后续考虑到经营大环境趋稳、以旧换新政策补贴带动需求，下半年至明年或经营回暖在即。

#### ➤ 经营性盈利改善，汇兑及补助有所波动

上半年公司毛利率同比+1.1pct 至 18.0%，主要受益于整车产品结构优化，电池及电驱动产品毛利率提升，其中电池及电驱动收入同比+31%，产能利用率提升驱动该业务毛利率+4.8pct；期内销售/管理/财务费用率分别同比-0.6/+0.3/+0.0pct。期内毛利额扣掉三费后的核心盈利同比+5%，经营性利润率+1.4pct 至 7.3%；但受到政府补助、汇兑损益等因素波动的影响，归母净利率同比仅+0.2pct 至 7.2%。

#### ➤ 监管趋严&白名单管理，份额或提升加速

下半年开始，雅迪等龙头份额有望加速提升：一方面新国标修订对整车的安全及监管提出较高要求，未来既符合监管又满足消费者需求的产品推出变得愈加困难，龙头技术、研发实力将得到凸显；另一方面，行业开始实行白名单制度，多达百余家生产企业中当前仅有 6 家进入首批白名单，其中雅迪有 3 家上榜；同时 8 月开始全国逐步落地以旧换新政策，在提振需求的同时，补贴也有望倾斜白名单企业。

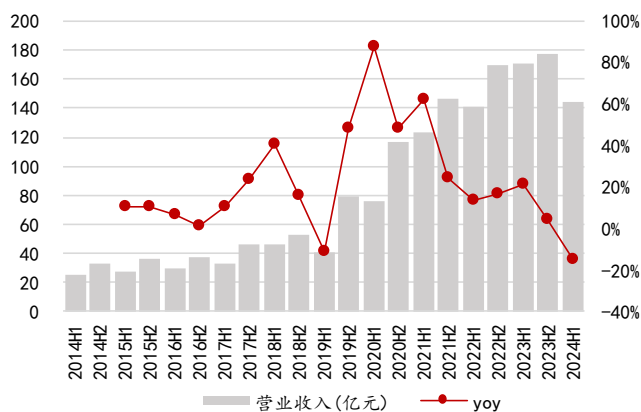
#### ➤ 份额提升或进入加速通道，维持“买入”评级

H1 面临较大经营压力，我们预计公司 2024-2026 年收入分别 347.6/447.6/542.0 亿，同比分别+0.0%/+28.8%/+21.1%；归母净利润分别 27.5/36.8/46.3 亿，同比分别+4.2%/+33.7%/+25.9%；对应估值为 10.3/7.7/6.1 倍。考虑到以旧换新政策提振行业需求，叠加强监管背景下龙头份额或加速提升，维持公司“买入”评级。

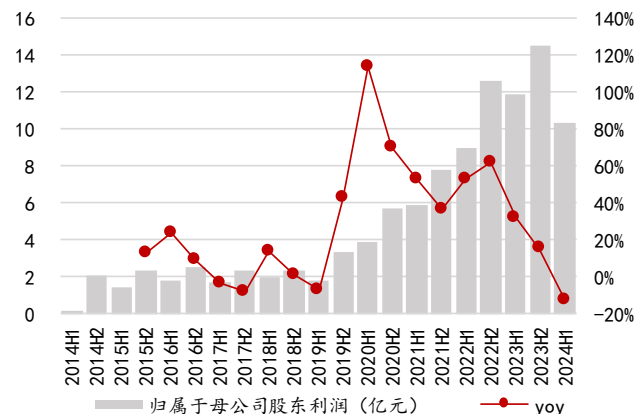
**风险提示：**1、行业价格竞争大幅超出预期；2、行业技术大幅变化。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31059	34763	34763	44759	54200
增长率(%)	15.2%	11.9%	0.0%	28.8%	21.1%
归母净利润(百万元)	2161	2640	2750	3676	4627
增长率(%)	57.8%	22.2%	4.2%	33.7%	25.9%
归属净利率	7.03%	7.59%	7.91%	8.21%	8.54%
EPS(元/股)	0.69	0.85	0.88	1.18	1.49
市盈率(P/E)	13.05	10.68	10.26	7.67	6.09

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 08 月 23 日收盘价

**图表1：2024H1 公司营业收入同比-15%**


资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表2：2024H1 公司归属净利润同比-13%**


资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表3：雅迪控股收入拆分**

按照分部	收入 (亿元)			毛利率		
	2023H1	2024H1	yoy	2023H1	2024H1	yoy
电动两轮车及相关配件	170	142	-16.4%	15.8%	15.9%	0.1%
电池及电驱动	19	25	31.0%	10.0%	14.8%	4.8%
对销	-19	-23				
<b>合计</b>	<b>170</b>	<b>144</b>	<b>-15.4%</b>	<b>16.9%</b>	<b>18.0%</b>	<b>1.1%</b>

按照货品种类	收入 (亿元)		
	2023H1	2024H1	yoy
电动自行车	76	62	-18.3%
电动踏板车	46	35	-22.5%
<b>小计</b>	<b>122</b>	<b>98</b>	<b>-19.9%</b>
电池及充电器	45	41	-9.6%
电动两轮车零部件	3	6	72.5%
<b>合计</b>	<b>170</b>	<b>144</b>	<b>-15.4%</b>

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表4：雅迪控股利润表项目变化**

规模及增速	规模 (亿元)			yoy		
	2023H1	2023H2	2024H1	2023H1	2023H2	2024H1
营业收入	170.4	177.2	144.1	21%	4%	-15%
销售成本	141.7	147.1	118.2			
<b>毛利</b>	<b>28.7</b>	<b>30.1</b>	<b>25.9</b>	<b>14%</b>	<b>-3%</b>	<b>-10%</b>
加：其他收入	4.4	5.4	2.5			
减：销售费用	8.2	6.1	6.1			
管理费用（含研发）	10.3	12.7	9.1			
财务费用	0.2	0.2	0.2			
<b>核心盈利（毛利-三费）</b>	<b>10.0</b>	<b>11.0</b>	<b>10.6</b>	<b>14%</b>	<b>-16%</b>	<b>5%</b>
经营溢利	14.5	16.4	13.1	32%	6%	-10%
税前利润	14.4	15.8	13.0	33%	3%	-9%
减：所得税费用	2.5	1.3	2.7			
税后利润	11.9	14.5	10.3	31%	14%	-13%
<b>归属于母公司股东利润</b>	<b>11.9</b>	<b>14.5</b>	<b>10.3</b>	<b>32%</b>	<b>15%</b>	<b>-13%</b>
比例及变化	比例			变化		
	2023H1	2023H2	2024H1	2023H1	2023H2	2024H1
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%			
销售成本	83.1%	83.0%	82.0%			
<b>毛利</b>	<b>16.9%</b>	<b>17.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>1.1%</b>
加：其他收入	2.6%	3.0%	1.7%	1.0%	1.6%	-0.9%
减：销售费用	4.8%	3.5%	4.2%	0.3%	-0.8%	-0.6%
管理费用（含研发）	6.0%	7.2%	6.3%	-0.9%	1.1%	0.3%
财务费用	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
<b>核心盈利（毛利-三费）</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>1.4%</b>
经营溢利	8.5%	9.3%	9.1%	0.7%	0.1%	0.6%
税前利润	8.4%	8.9%	9.0%	0.7%	-0.1%	0.6%
减：所得税费用	1.5%	0.7%	1.9%	0.2%	-0.8%	0.4%
税后利润	7.0%	8.2%	7.2%	0.5%	0.7%	0.2%
<b>归属于母公司股东利润</b>	<b>7.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.2%</b>

资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 1. 风险提示

**1、行业价格竞争大幅超出预期；**新国标落地后，预计新产品的成本将有一定提升，但若需求偏弱，各个企业或对成本转移的策略不同，有一定价格竞争风险。

**2、行业技术大幅变化；**电动两轮车正值积极竞争，各企业对于续航、驱动、新材料工艺等维度积极研发，若出现技术的大幅变化，将改写当前竞争态势。

**财务预测摘要**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10652	11200	13862	20019	26554	营业收入	31059	34763	34763	44759	54200
应收账款	388	546	496	638	773	销售成本	25445	28878	28530	36510	43777
预付款项及其他应收款项	599	376	487	627	760	其他费用	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	1358	1436	1436	1848	2238
存货	1458	955	1356	1736	2081	管理费用	2002	2297	2402	3092	3745
其他流动资产	4297	3764	3221	3344	3461	财务费用	59	44	-33	-49	-71
<b>流动资产总计</b>	<b>17395</b>	<b>16842</b>	<b>19422</b>	<b>26364</b>	<b>33629</b>	其他经营损益	0	0	0	0	0
长期股权投资	100	71	71	71	71	投资收益	-33	-68	0	0	0
固定资产	3291	3940	3492	3180	2806	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	400	400	400	<b>营业利润</b>	<b>2162</b>	<b>2040</b>	<b>2429</b>	<b>3357</b>	<b>4511</b>
无形资产	1250	1361	1301	1374	1381	其他非经营损益	454	980	717	848	783
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	2615	3020	3146	4205	5293
其他非流动资产	2917	3445	3819	4139	4406	所得税	432	380	396	529	666
<b>非流动资产合计</b>	<b>7558</b>	<b>8818</b>	<b>9083</b>	<b>9165</b>	<b>9065</b>	税后利润	2183	2640	2750	3676	4627
<b>资产总计</b>	<b>24953</b>	<b>25660</b>	<b>28505</b>	<b>35529</b>	<b>42694</b>	归属于非控股股东的利润	22	0	0	0	0
短期借款	1282	267	267	267	267	<b>归属于母公司利润</b>	<b>2161</b>	<b>2640</b>	<b>2750</b>	<b>3676</b>	<b>4627</b>
应付账款	13593	13672	14889	19053	22846	EBITDA	3087	3509	4048	5275	6523
其他流动负债	2646	2457	2475	3182	3846	NOPLAT	1854	1822	2094	2892	3881
<b>流动负债合计</b>	<b>17520</b>	<b>16396</b>	<b>17631</b>	<b>22503</b>	<b>26959</b>	EPS (元)	0.69	0.85	0.88	1.18	1.49
长期借款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	790	863	863	863	863	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>790</b>	<b>863</b>	<b>863</b>	<b>863</b>	<b>863</b>	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>18310</b>	<b>17259</b>	<b>18494</b>	<b>23366</b>	<b>27822</b>	营收收入增长率	15.2%	11.9%	0.0%	28.8%	21.1%
股本	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	75.7%	14.6%	1.6%	33.5%	25.6%
储备	6642	8401	8401	8401	8401	EBITDA 增长率	68.3%	13.7%	15.4%	30.3%	23.7%
留存收益	0	0	1610	3762	6471	税后利润增长率	59.7%	20.9%	4.2%	33.7%	25.9%
归属于母公司股东权益	6642	8401	10011	12163	14872	<b>盈利能力</b>					
归属于非控股股东权益	0	0	0	0	0	毛利率	18.1%	16.9%	17.9%	18.4%	19.2%
<b>权益合计</b>	<b>6643</b>	<b>8401</b>	<b>10011</b>	<b>12163</b>	<b>14872</b>	净利率	7.0%	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%
<b>负债和权益合计</b>	<b>24953</b>	<b>25660</b>	<b>28505</b>	<b>35529</b>	<b>42694</b>	ROE	32.5%	31.4%	27.5%	30.2%	31.1%
						ROA	8.7%	10.3%	9.6%	10.3%	10.8%
						ROIC	-61.2%	-251.4%	128.4%	499.7%	-272.2%
						<b>估值倍数</b>					
						P/E	13.05	10.68	10.26	7.67	6.09
						P/S	0.91	0.81	0.81	0.63	0.52
						P/B	4.25	3.36	2.82	2.32	1.90
						股息率	0.03	0.04	0.04	0.05	0.07
						EV/EBIT	-2.75	-2.21	-3.03	-3.27	-3.49
						EV/EBITDA	-2.39	-1.93	-2.33	-2.58	-2.80
						EV/NOPLAT	-3.97	-3.71	-4.50	-4.70	-4.70

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 23 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼