

## 买入

## 行业新政策落地，公司业务有望回归增长

### 雅迪控股 (1585.HK)

2025-1-20 星期一

目标价: **15.3 港元**  
 现价: 12.8 港元  
 预计升幅: 20%

#### 重要数据

| 日期         | 2025-1-19 |
|------------|-----------|
| 收盘价 (港元)   | 12.8      |
| 总股本 (亿股)   | 31.13     |
| 总市值 (亿港元)  | 416       |
| 净资产 (亿港元)  | 89.1      |
| 总资产 (亿港元)  | 281.7     |
| 52周高低 (港元) | 9/15.1    |
| 每股净资产 (港元) | 2.86      |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### 主要股东

大为投资有限公司 45.68%  
 方圆投资有限公司 16.82%

#### 相关报告

更新报告: 产品与营销服双轮驱动, 业绩增长动力充沛-YS-20240131  
 深度报告: 解决短途出行时代痛点, 综合优势拓展成长空间-20230417

#### 研究部

姓名: 杨森  
 SFC: BJO644  
 电话: 0755-21519178  
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

#### 投资要点

##### ➤ 产品库存周期导致公司 2024 年收入和利润承压

2024 年上半年, 公司电动踏板车及自行车的总销量由 2023 年上半年的 8,210,700 台减少至 2024 年同期的 6,382,600 台, 同期收入达到 14,413.8 百万元 (人民币, 下同), 较 2023 年同期减少约 15.4%。

公司于 2024 年 12 月 27 日公告: 公司集团预期于截至 2024 年 12 月 31 日止年度录得纯利介乎人民币 1,200 百万元至人民币 1,400 百万元之间, 而去年同期录得的纯利则约为人民币 2,640.2 百万元。

公司纯利预期减少的原因主要包括: 1) 电动两轮车销量因分销商的去清存货周期而下降; 2) 若干现存型号存货的销售价格降低, 因公司采取了加快售清该等现存型号存货的销售及市场推广策略, 以响应国家标准的调整。

##### ➤ 新版《电动自行车安全技术规范》发布, 2025 年行业需求有望增长

《电动自行车安全技术规范》(GB17761—2024, 以下简称《技术规范》) 已于 2024 年 12 月 31 日正式发布, 将于 2025 年 9 月 1 日实施, 旧版标准 (GB17761—2018) 将被替代。我们认为新版《电动自行车安全技术规范》落地后, 原本处于观望状态的消费者将会把消费意愿转化为购买行为, 行业需求有望在 2025 年取得增长。

##### ➤ 维持“买入”评级, 目标价 15.3 港元/股

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 278.5 (-20%)、342.5 (+23%) 和 393.9 (+15%) 亿元人民币, 归母净利润 13.1 (-50.5%)、25.8 (+97.5%) 和 34 (+31.6%) 亿元人民币。

我们预测公司 24~26 年净利润平均增速为 26%。按照稳健原则, 我们认为按照 2025 年 17 倍 PE 计算公司估值是合理的, 对应目标价 15.3 港元/股, 距离现价有 20% 的上升空间, 给予“买入”评级。

| (百万元人民币)   | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入       | 31,085.9 | 34,800.7 | 27,851.9 | 34,252.5 | 39,388.0 |
| 同比增长       | 15.2%    | 16.8%    | -20.0%   | 23.0%    | 15.0%    |
| 归母净利润      | 2,161.1  | 2,640.2  | 1,307.9  | 2,583.6  | 3,401.3  |
| 同比增长       | 57.8%    | 22.2%    | -50.5%   | 97.5%    | 31.6%    |
| 毛利率        | 18.1%    | 16.9%    | 16.0%    | 18.0%    | 19.0%    |
| 每股收益(元)    | 0.69     | 0.85     | 0.42     | 0.83     | 1.09     |
| PE@12.8HKD | 17.0     | 13.9     | 28.1     | 14.2     | 10.8     |

数据来源: wind、公司财报、国元证券经纪(香港)预测和整理

## 報告正文

### 產品庫存周期導致公司 2024 年收入和利潤承压

2024 年上半年，公司電動踏板車及自行車的總銷量由 2023 年上半年的 8,210,700 台減少至 2024 年同期的 6,382,600 台，同期收入達到 14,413.8 百萬元（人民幣，下同），較 2023 年同期減少約 15.4%。

公司于 2024 年 12 月 27 日公告：公司集團預期於截至 2024 年 12 月 31 日止年度錄得的純利介乎人民幣 1,200 百萬元至人民幣 1,400 百萬元之間，而去年同期錄得的純利則約為人民幣 2,640.2 百萬元。

公司純利預期減少的原因主要包括：1) 電動兩輪車銷量因分銷商的去清存貨周期而下降；2) 若干現存型號存貨的銷售價格降低，因公司採取了加快售清該等現存型號存貨的銷售及市場推廣策略，以響應國家標準的調整。

### 新版《電動自行車安全技術規範》發布，2025 年行業需求有望增長

《電動自行車安全技術規範》（GB17761—2024，以下簡稱《技術規範》）已於 2024 年 12 月 31 日正式發布，將於 2025 年 9 月 1 日實施，舊版標準（GB17761—2018）將被替代。

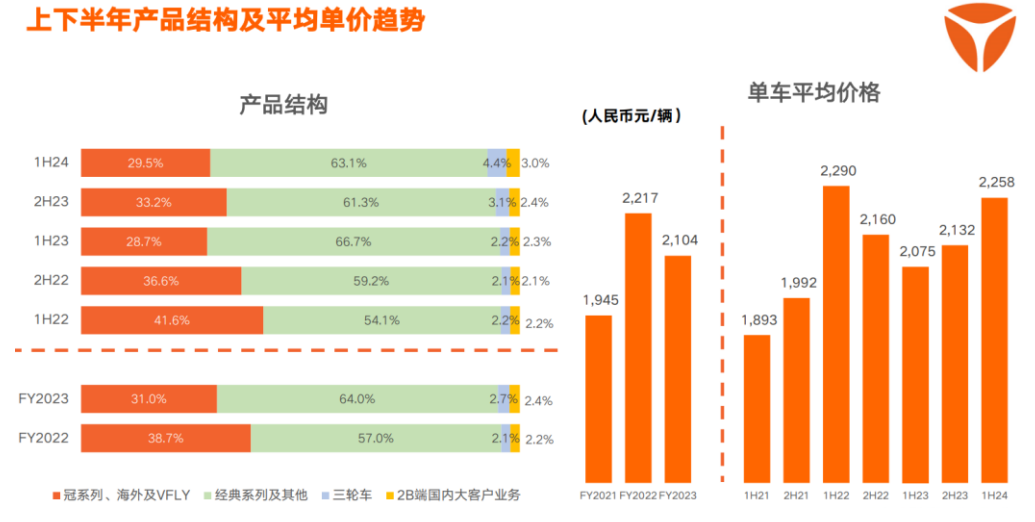
本次發布的新標準主要從以下幾方面進行了修改和完善：

- 一是強化了非金屬材料防火阻燃要求，針對彈性軟墊材料、紡織品、皮革、電氣回路導線等不同類別非金屬部件分別規定了防火阻燃指標。
- 二是明確了電動自行車使用塑料的總質量不應超過整車質量的 5.5%。
- 三是增加了電動機低速運行轉矩、空載反電動勢、電感值差異系數的要求。
- 四是完善了電池組、控制器、限速器的防篡改要求，增加了 6 類防篡改檢查方法示例。
- 五是提升了制動性能要求，減小了車輛最大制動距離。
- 六是将使用鉛酸蓄電池的電動自行車整車質量上限由 55kg 提升到 63kg。
- 七是新增了企業質量保證能力和產品一致性要求，明確了生產企業應具有與電動自行車整車產能相匹配的整車及車架等主要零部件的生產能力、檢測能力和質量控制能力。

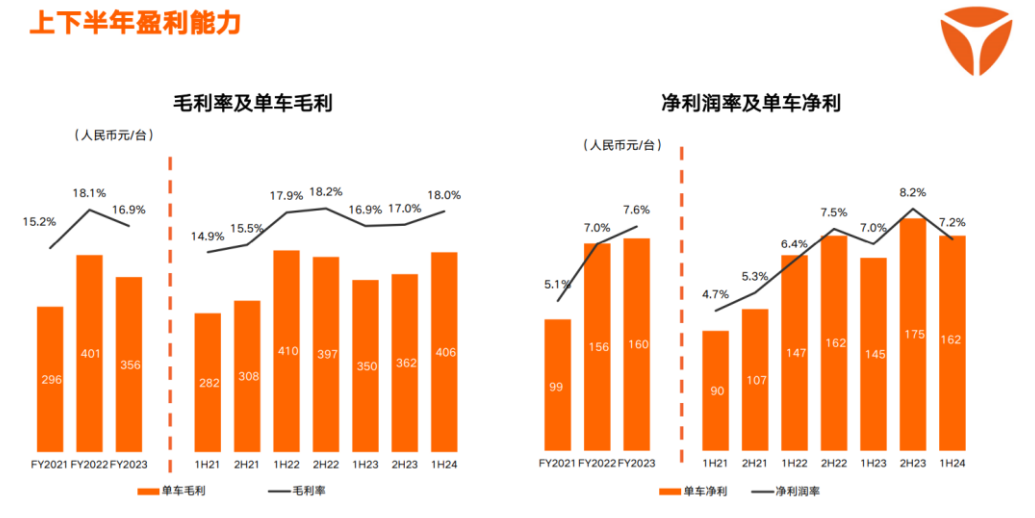
- 八是要求电动自行车具备北斗定位，通信与动态安全监测功能，其中对于除城市物流、商业租赁等经营性用途之外的电动自行车，在销售时可由消费者选择是否保留北斗定位模块。
- 九是不再强制要求所有车型均安装脚踏骑行装置，改为由生产企业根据车型的实际需要设计和安装。
- 十是明确了电动自行车鼓励安装后视镜。
- 十一是要求生产企业明确电动自行车的建议使用年限，并在铭牌、产品合格证上进行标注。

新标准实施后，将产生以下五方面积极效果：

- 一是降低火灾事故隐患和危害。通过减少塑料件使用，以及强化非金属材料的防火阻燃性能要求，能够起到延缓火灾蔓延速度、降低燃烧强度以及减少火灾发生时有毒气体释放量的效果。
- 二是减少交通事故风险。通过严格限制电动机最高转速等关键参数，确保车辆无法超速行驶；缩短车辆制动距离，降低碰撞事故发生风险；鼓励安装后视镜，提高车辆行驶安全性。
- 三是有效防范非法改装。通过完善防篡改技术指标和检测方法，增加互认协同功能，落实“一车一池一充一码”，从技术上大幅提高非法改装门槛，有利于逐步减少乃至杜绝改装行为。
- 四是提升车辆整体安全性能。通过增加北斗定位、通信与动态安全监测功能，方便消费者实时了解电动自行车关键安全信息，一旦发生车辆被盗、蓄电池温度异常或电压过高等情况，可借助通信模块第一时间提醒消费者及时处置，从而增强车辆的主动安全性能。此外，还通过在铭牌、产品合格证上明确标注建议使用年限，提醒消费者及时淘汰超期服役产品。
- 五是更好满足消费者日常使用需求。通过放宽铅蓄电池车型重量限值，为消费者提供性价比更高、续航里程更长、使用体验更好的产品；不再强制安装脚踏骑行装置，提升产品的实用性，节约生产成本，也为消费者提供更多的车型选择空间。

**图 1：公司历年上下半年产品结构及平均单价趋势**


资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

**图 2：公司历年上下半年盈利能力**


资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

### 盈利预测与估值建议

我们认为新版《电动自行车安全技术规范》落地后，原本处于观望状态的消费者将会把消费意愿转化为购买行为，行业需求有望在 2025 年取得增长。公司凭借研发、营销和渠道管理，在国内市场的领先优势稳固。同时公司海外业务持续拓展，将为公司打开更广阔的发展空间。

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 278.5 (-20%)、342.5 (+23%) 和 393.9 (+15%) 亿元人民币，归母净利润 13.1 (-50.5%)、25.8 (+97.5%) 和 34 (+31.6%)

亿元人民币。

我们预测公司 24~26 年净利润平均增速为 26%。按照稳健原则，我们认为按照 2025 年 17 倍 PE 计算公司估值是合理的，对应目标价 15.3 港元/股，距离现价有 20% 的上升空间，给予“买入”评级。

#### 风险提示

- 全球电动两轮车销量增速不及预期；
- 公司产品拓展不及预期。

**财务报表摘要**

| 资产负债表 (百万元)      |                 |                 |                 |                 |                 | 损益表 (百万元)           |          |          |          |          |          |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
|                  | 2022A           | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |                     | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
| <b>流动资产:</b>     |                 |                 |                 |                 |                 | <b>营业总收入</b>        | 31,085.9 | 34,800.7 | 27,851.9 | 34,252.5 | 39,388.0 |
| 现金及现金等价物         | 6,782.6         | 7,913.8         | 5,930.6         | 7,785.3         | 9,227.4         | <b>主营业务收入</b>       | 31,059.4 | 34,762.8 | 27,810.2 | 34,206.6 | 39,337.6 |
| 应收款项合计           | 1,039.8         | 1,082.5         | 917.7           | 1,026.2         | 1,180.1         | <b>其他营业收入</b>       | 26.5     | 37.9     | 41.7     | 45.9     | 50.4     |
| 存货               | 1,458.0         | 955.4           | 1,390.5         | 1,368.3         | 1,180.1         | <b>营业总支出</b>        | 28,805.6 | 32,610.4 | 26,402.9 | 31,335.1 | 35,543.4 |
| 其他流动资产           | 8,114.5         | 6,890.1         | 6,959.0         | 7,096.8         | 7,167.8         | <b>营业成本</b>         | 25,445.4 | 28,877.5 | 23,360.6 | 28,049.4 | 31,863.4 |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>17,394.9</b> | <b>16,841.8</b> | <b>15,197.9</b> | <b>17,276.5</b> | <b>18,755.5</b> | <b>营业开支</b>         | 3,360.2  | 3,732.9  | 3,042.3  | 3,285.7  | 3,680.0  |
| <b>非流动资产:</b>    |                 |                 |                 |                 |                 | <b>营业利润</b>         | 2,280.3  | 2,190.3  | 1,449.0  | 2,917.3  | 3,844.6  |
| 固定资产净值           | 3,291.2         | 3,940.3         | 4,334.3         | 4,767.8         | 5,244.5         | <b>净利息和其他非经常性收益</b> | 335.0    | 829.8    | 37.2     | 18.6     | 20.5     |
| 权益性资产和其他长期投资     | 302.0           | 471.7           | 518.9           | 570.8           | 627.8           | <b>除税前利润</b>        | 2,615.3  | 3,020.1  | 1,486.2  | 2,935.9  | 3,865.1  |
| 商誉及无形资产          | 1,128.5         | 1,111.8         | 1,167.4         | 1,179.1         | 1,190.9         | <b>减: 所得税</b>       | 432.3    | 379.9    | 178.3    | 352.3    | 463.8    |
| 土地使用权            | 805.0           | 933.4           | 914.7           | 896.4           | 878.5           | <b>少数股东损益</b>       | 21.9     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 其他非流动资产          | 2,030.9         | 2,361.1         | 2,833.3         | 2,890.0         | 3,034.5         | <b>持续经营净利润</b>      | 2,161.1  | 2,640.2  | 1,307.9  | 2,583.6  | 3,401.3  |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>7,557.6</b>  | <b>8,818.3</b>  | <b>9,768.6</b>  | <b>10,304.0</b> | <b>10,976.2</b> | <b>净利润</b>          | 2,161.1  | 2,640.2  | 1,307.9  | 2,583.6  | 3,401.3  |
| <b>总资产</b>       | <b>24,952.7</b> | <b>25,660.1</b> | <b>24,966.5</b> | <b>27,580.5</b> | <b>29,731.7</b> | <b>归属普通股股东净利润</b>   | 2,161.1  | 2,640.2  | 1,307.9  | 2,583.6  | 3,401.3  |
| <b>流动负债:</b>     |                 |                 |                 |                 |                 |                     |          |          |          |          |          |
| 应付账款及票据          | 13,592.9        | 13,672.2        | 11,680.3        | 12,622.2        | 12,745.4        |                     |          |          |          |          |          |
| 应交税金             | 206.0           | 196.0           | 201.0           | 247.2           | 284.3           |                     |          |          |          |          |          |
| 交易性金融负债          | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |                     |          |          |          |          |          |
| 短期借贷及长期借贷当期到期部   | 1,281.7         | 267.3           | 181.8           | 223.6           | 244.3           |                     |          |          |          |          |          |
| 其他流动负债           | 2,439.8         | 2,260.8         | 2,182.4         | 2,009.4         | 1,690.4         |                     |          |          |          |          |          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>17,520.4</b> | <b>16,396.3</b> | <b>14,245.5</b> | <b>15,102.5</b> | <b>14,964.3</b> |                     |          |          |          |          |          |
| <b>非流动负债:</b>    |                 |                 |                 |                 |                 |                     |          |          |          |          |          |
| 长期借贷             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |                     |          |          |          |          |          |
| 其他非流动负债          | 789.7           | 862.6           | 1,035.1         | 1,242.1         | 1,490.6         |                     |          |          |          |          |          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>789.7</b>    | <b>862.6</b>    | <b>1,035.1</b>  | <b>1,242.1</b>  | <b>1,490.6</b>  |                     |          |          |          |          |          |
| <b>总负债</b>       | <b>18,310.1</b> | <b>17,258.9</b> | <b>15,280.7</b> | <b>16,344.6</b> | <b>16,454.9</b> |                     |          |          |          |          |          |
| <b>股东权益:</b>     |                 |                 |                 |                 |                 |                     |          |          |          |          |          |
| 普通股股本            | 0.2             | 0.2             | 0.2             | 0.2             | 0.2             |                     |          |          |          |          |          |
| 储备和库存股           | 7,115.9         | 8,769.9         | 9,685.4         | 11,235.6        | 13,276.3        |                     |          |          |          |          |          |
| 其他综合性收益          | 70.1            | 52.3            | -               | -               | -               |                     |          |          |          |          |          |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>6,642.4</b>  | <b>8,401.0</b>  | <b>9,685.6</b>  | <b>11,235.8</b> | <b>13,276.5</b> |                     |          |          |          |          |          |
| 少数股东权益           | 0.2             | 0.2             | 0.2             | 0.2             | 0.2             |                     |          |          |          |          |          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>6,642.6</b>  | <b>8,401.2</b>  | <b>9,685.8</b>  | <b>11,236.0</b> | <b>13,276.7</b> |                     |          |          |          |          |          |
| <b>总负债及总权益</b>   | <b>24,952.7</b> | <b>25,660.1</b> | <b>24,966.5</b> | <b>27,580.6</b> | <b>29,731.6</b> |                     |          |          |          |          |          |

| 现金流量表         |          |          |          |         |         |
|---------------|----------|----------|----------|---------|---------|
|               | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E   | 2026E   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 3,078.4  | 3,580.1  | -1,741.3 | 1,927.3 | 1,994.6 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2,056.0 | -430.3   | -1,630.1 | -489.0  | -635.7  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -379.4   | -2,036.9 | 1,388.1  | 416.4   | 83.3    |
| 汇率变动的的影响      | 18.2     | -        | -        | -       | -       |
| <b>现金净流量:</b> |          |          |          |         |         |
| 现金及现金等价物净增加额  | 709.5    | 1,131.2  | -1,983.2 | 1,854.7 | 1,442.2 |
| 现金及现金等价物期初余额  | 6,073.1  | 6,782.6  | 7,913.8  | 5,930.6 | 7,785.3 |
| 现金及现金等价物期末余额  | 6,782.6  | 7,913.8  | 5,930.6  | 7,785.3 | 9,227.4 |

| (百万元人民币)   |          |          |          |          |          |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
|            | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
| 营业收入       | 31,085.9 | 34,800.7 | 27,851.9 | 34,252.5 | 39,388.0 |
| 同比增长       | 15.2%    | 16.8%    | -20.0%   | 23.0%    | 15.0%    |
| 归母净利润      | 2,161.1  | 2,640.2  | 1,307.9  | 2,583.6  | 3,401.3  |
| 同比增长       | 57.8%    | 22.2%    | -50.5%   | 97.5%    | 31.6%    |
| 毛利率        | 18.1%    | 16.9%    | 16.0%    | 18.0%    | 19.0%    |
| 每股收益(元)    | 0.69     | 0.85     | 0.42     | 0.83     | 1.09     |
| PE@12.8HKD | 17.0     | 13.9     | 28.1     | 14.2     | 10.8     |

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理



## 投資評級定義和免責條款

### 投資評級

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 買入  | 未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20%    |
| 持有  | 未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20% 之間 |
| 賣出  | 未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -20%   |
| 未評級 | 對未來 12 個月內目標價不做判斷            |

### 免責條款

#### 一般聲明

本報告由國元證券經紀（香港）有限公司（簡稱“國元證券經紀（香港）”）制作，國元證券經紀（香港）為國元國際控股有限公司的全資子公司。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但國元證券經紀（香港）及其關聯機構對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。本報告中的信息、意見等均僅供投資者參考之用，不構成對買賣任何證券或其他金融工具的出價或征價或提供任何投資決策建議的服務。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦或投資操作性建議。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，自主審慎做出決策並自行承擔風險。投資者在依據本報告涉及的內容進行任何決策前，應同時考慮各自的投資目的、財務狀況和特定需求，並就相關決策諮詢專業顧問的意見對依據或者使用本報告所造成的一切後果，國元證券經紀（香港）及/或其關聯人員均不承擔任何責任。

本報告署名分析師與本報告中提及公司無財務權益關係。本報告所載的意見、評估及預測僅為本報告出具日的觀點和判斷。該等意見、評估及預測無需通知即可隨時更改。在不同時期，國元證券經紀（香港）可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究报告。

本報告署名分析師可能會不時與國元證券經紀（香港）的客戶、銷售交易人員、其他業務人員或在本報告中針對可能對本報告所涉及的標的證券或其他金融工具的市场價格產生短期影響的催化劑或事件進行交易策略的討論。這種短期影響的分析可能與分析師已發布的關於相關證券或其他金融工具的目標價、評級、估值、預測等觀點相反或不一致，相關的交易策略不同於且也不影響分析師關於其所研究標的證券或其他金融工具的基本面評級或評分。

國元證券經紀（香港）的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。國元證券經紀（香港）沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。國元國際控股有限公司的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見不一致的投資決策。

除非另行說明，本報告中所引用的關於業績的數據代表過往表現。過往的業績表現亦不應作為日後回報的預示。我們不承諾也不保證，任何所預示的回報會得以實現。

分析中所做的預測可能是基於相應的假設。任何假設的變化可能會顯著地影響所預測的回報。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

#### 特別聲明

在法律許可的情況下，國元證券經紀（香港）可能與本報告中提及公司正在建立或爭取建立業務關係或服務關係。因此，投資者應當考慮到國元證券經紀（香港）及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。

本報告的版權僅為國元證券經紀（香港）所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、复制、刊登、發表或引用。

#### 分析員聲明

本人具備香港證監會授予的第四類牌照——就證券提供意見。本人以勤勉的職業態度，獨立、客觀地出具本報告。本報告清晰準確地反映了本人的研究觀點。本人不曾因，不因，也將不會因本報告中的具體推薦意見或觀點而直接或間接收受到任何形式的補償。