

汽车	收盘价 港元 14.96	目标价 港元 19.84个	潜在涨幅 +32.6%
----	-----------------	------------------	----------------

2025年3月26日

雅迪控股 (1585 HK)

以旧换新+出海提速，新国标落地后扬帆起航；维持买入

受新旧国标过渡以及去库存影响，雅迪控股 2024 全年收入和净利润下滑，基本符合业绩预告。新国标落地和以旧换新推动下，中国内地两轮车行业进入新周期，技术、渠道、产品力加持下，雅迪作为行业龙头有望受益，此外，雅迪海外业务提速中。上调目标价至 19.84 港元，并维持买入评级。

⊕ **2024 年业绩符合预期。**2024 年公司收入 282.4 亿元（人民币，下同），同比减少 18.8%，收入下降主要由于新旧国标过渡期间，经销商库存去化周期影响销量，以及部分现有型号产品售价有所降低。量：电动踏板车的销量同比下降 20.7% 至 393 万台，电动自行车的销量同比下降 21.4% 至 909 万台。ASP：电动踏板车和电动自行车的 ASP 分别同比+4%/-2% 至 1804 元/1347 元。受去库存影响，公司 2024 年毛利率同比下滑 1.7 个百分点至 15.2%，归母净利润同比-51.8% 至 12.7 亿元，基本符合此前的业绩指引。

⊕ **钠电提升产品力；海外销售未来三年预计增长显著。**雅迪在战略上加强布局中高端产品，2025 年推出“摩登”和“飞跃”，和“冠能”组成三旗舰阵营，目标中高端产品占比达到 50% 以上。新国标强化了对电池电压的要求，但用户对续航里程的需求依然存在，因此电池技术布局上，雅迪携手旗下华宇电池推出钠电产品，具备安全性和长使用寿命的优点，强化了产品竞争力。公司还计划布局充电站，使用户脱续航焦虑、提升出行效率。出口方面，2024 年雅迪两轮车海外销售 21 万台，公司预计 2025-27 年出口约 40 万/80 万/160 万台，增速显著。

⊕ **新国标落地+以旧换新+出海，有望形成合力，维持买入。**新国标落地和以旧换新推动下，行业进入新周期，我们预计公司作为行业龙头，技术、渠道、产品力加持下有望受益。我们维持公司 2025-26 年收入预测基本不变，并引入 2027 年收入和净利润预测 453.4 亿/39.7 亿元。上调公司目标价至 19.84 港元（原为 13.55 港元），对应 18 倍 2025 年市盈率。考虑到内销“以旧换新”和“新国标”双重利好，以及海外销售势头良好，我们看好公司中长期发展，维持买入评级。

盈利预测变动

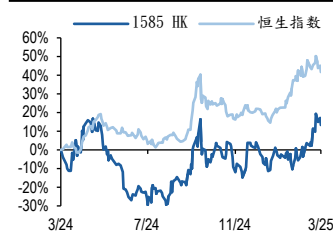
(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	37,865	37,982	0%	41,507	41,554	0%	45,338	-	-
毛利润	7,040	7,060	0%	7,905	7,919	0%	8,848	-	-
毛利率	18.6%	18.6%	0.0ppt	19.0%	19.1%	0.0ppt	19.5%	-	-
归母净利润	3,023	3,031	0%	3,518	3,504	0%	3,967	-	-

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	15.76
52周低位 (港元)	9.32
市值 (百万港元)	45,834.45
日均成交量 (百万)	17.39
年初至今变化 (%)	15.61
200天平均价 (港元)	12.90

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 雅迪控股 (1585 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
300750 CH	宁德时代	买入	259.48	314.11	21.1%	2025年01月23日	电池
3931 HK	中创新航	买入	18.88	15.59	-17.4%	2024年12月02日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	48.95	56.51	15.4%	2024年12月02日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	22.33	29.07	30.2%	2024年12月02日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	中性	10.60	14.25	34.5%	2024年12月02日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	14.96	19.84	32.6%	2025年03月26日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	62.01	53.74	-13.3%	2024年10月29日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	7.00	6.24	-10.9%	2024年07月02日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	21.65	26.49	22.3%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.86	18.60	17.3%	2024年03月14日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	389.20	503.25	29.3%	2025年03月25日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	33.80	48.96	44.9%	2025年03月24日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	16.68	22.50	34.9%	2025年03月21日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	79.80	134.69	68.8%	2025年03月12日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	14.60	17.36	18.9%	2024年10月28日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	100.00	93.62	-6.4%	2025年03月17日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.13	3.34	6.7%	2024年04月01日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 3 月 25 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	34,763	28,236	37,865	41,507	45,338
主营业务成本	(28,878)	(23,947)	(30,825)	(33,602)	(36,490)
毛利	5,885	4,289	7,040	7,905	8,848
销售及管理费用	(2,541)	(2,120)	(2,802)	(3,072)	(3,355)
研发费用	(1,192)	(1,147)	(1,477)	(1,536)	(1,678)
其他经营净收入/费用	980	643	917	1,005	1,098
经营利润	3,132	1,665	3,679	4,303	4,914
财务成本净额	261	213	157	169	130
应占联营公司利润及亏损	(68)	(46)	(73)	(94)	(106)
税前利润	3,326	1,832	3,762	4,378	4,937
税费	(380)	(311)	(739)	(860)	(970)
净利润	2,946	1,521	3,023	3,518	3,967
作每股收益计算的净利润	2,946	1,521	3,023	3,518	3,967

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7,914	7,869	10,379	9,784	14,361
应收账款及票据	546	458	726	663	953
存货	955	1,279	1,297	1,511	1,538
其他流动资产	7,427	6,067	6,120	6,179	6,244
总流动资产	16,842	15,673	18,522	18,137	23,096
物业、厂房及设备	3,940	4,905	5,507	6,159	6,862
其他有形资产	1,088	1,083	1,243	1,414	1,596
无形资产	957	1,040	997	959	925
其他长期资产	2,833	1,918	1,845	1,751	1,645
总长期资产	8,818	8,946	9,592	10,283	11,027
总资产	25,660	24,619	28,114	28,420	34,124
短期贷款	267	899	346	381	419
应付账款	15,780	13,652	14,997	13,103	16,412
其他短期负债	349	496	1,533	1,679	1,815
总流动负债	16,396	15,047	16,876	15,163	18,646
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	863	814	825	837	850
总长期负债	863	814	825	837	850
总负债	17,259	15,861	17,701	16,000	19,496
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	8,401	8,758	10,413	12,420	14,627
股东权益	8,401	8,758	10,413	12,420	14,628
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	8,401	8,758	10,413	12,420	14,628

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	3,020	1,583	3,762	4,378	4,937
合资企业/联营公司收入调整	68	46	73	94	106
折旧及摊销	402	468	551	610	675
营运资本变动	779	898	1,041	(2,067)	2,966
税费	(412)	(380)	(311)	(739)	(860)
其他经营活动现金流	(278)	(2,316)	(157)	(169)	(130)
经营活动现金流	3,580	299	4,959	2,107	7,694
资本开支	(1,300)	(285)	(1,249)	(1,371)	(1,500)
投资活动	870	377	177	190	152
其他投资活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(430)	93	(1,072)	(1,181)	(1,348)
负债净变动	(952)	47	32	35	38
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,095)	(1,304)	(1,368)	(1,512)	(1,759)
其他融资活动现金流	9	792	(41)	(44)	(48)
融资活动现金流	(2,037)	(466)	(1,377)	(1,521)	(1,769)
汇率收益/损失	18	29	0	0	0
年初现金	6,783	7,914	7,869	10,379	9,784
年末现金	7,914	7,869	10,379	9,784	14,361

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.987	0.504	1.002	1.130	1.274
全面摊薄每股收益	0.982	0.504	1.001	1.130	1.274
每股股息	0.480	0.504	0.557	0.628	0.708
每股账面值	2.815	2.902	3.451	3.990	4.699
利润率分析(%)					
毛利率	16.9	15.2	18.6	19.0	19.5
EBIT利润率	8.3	5.1	9.3	10.0	10.6
净利率	8.5	5.4	8.0	8.5	8.8
盈利能力(%)					
ROA	10.3	5.2	10.8	12.4	11.6
ROE	35.1	14.8	31.5	30.8	29.3
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转天数	15.3	15.3	15.3	15.3	15.3
应收账款周转天数	4.9	5.3	5.7	6.1	6.5
应付账款周转天数	172.3	162.3	150.0	138.0	138.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。