

修复弹性可期

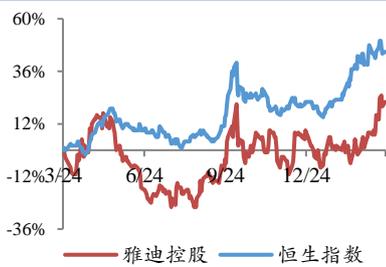
——雅迪控股 24A 业绩点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-25

收盘价（港元）	15.46
近 12 个月最高/最低（港元）	17.28/9.00
总股本（百万股）	3,113
流通股本（百万股）	3,113
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	481
流通市值（亿港元）	481

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：成浅之

执业证书号：S0010524100003

邮箱：chengqianzhi@hazq.com

相关报告

1. 雅迪控股 H1：H2 有望重拾向上
2024-08-25

主要观点：

● 公司发布 2024 业绩：

- 24H2：收入 138.2 亿元（同比-22.0%），归母净利润 2.4 亿元（同比-83.6%）。
- 24 年：收入 282.4 亿元（同比-18.8%），归母净利润 12.7 亿元（同比-51.8%）。
- 公司公告每股派发红利 0.45 港元，对应分红率 102%（上年 51%/总额持平）。
- **收入、业绩符合预期。**

● 收入：边际显著回暖

- 我们拆分预计 24H2 销量 664 万台(-20%)，ASP 为 2082 元(同比-50 元/环比-176 元)，单车净利 34 元（同比-139 元/环比-126 元）。主因 3C 换标渠道去库导致量价均有下滑，实际动销好于出货，且 Q4 已逐月修复边际向好。
- **25 年以来已开启弹性修复**，2 月雅迪摩登推新女性系列且重视门店结构优化，预计雅迪 1-2 月出货量已有显著改善，25 年期待进一步量增回暖及 ASP 提升。

● 盈利：一次性渠道补贴拖累

- **毛利率**：H2 为 12.3%（同比-4.7/环比-5.7pct），全年 15.2%（同比-1.7pct），H2 公司给予渠道补贴 4 亿拉低 ASP 和毛利率。
- **净利率**：H2 为 1.7%（同比-6.5/环比-5.4pct），全年 4.5%（同比-3.1pct），销售管理研发三费率 H2/全年各+1.5/+0.8pct 主因摊薄减弱，此外 24 年利息/政府补助等其他收入少 2 亿+。25 年关注公司渠道运营+研发投入进一步提效。

● 投资建议：恢复弹性为超预期点

➢ 我们的观点：

25 年两轮板块需求转好与马太效应有望带来全年强 β ，关注后续旺季以旧换新和 H2 新国标试销等重要刺激信号。看好 25 年雅迪积极调整下的改革弹性，开年出货和推新节奏已逐步步入正轨，低基数低库存+渠道运营及研发投入效率提高之下，25 年盈利弹性可期。

- **盈利预测**：25-27 年营收为 364.4/420.2/468.9 亿元，同比增长 +29%/+15%/+12%；归母为 26.1/32.0/36.5 亿元，同比增长 +105%/+23%/+14%，对应 PE 为 18/15/13 X，维持买入。

● 风险提示

新品需求不及预期，行业竞争加剧，政策效果不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万人民币

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28236	36436	42015	46892
收入同比 (%)	-19%	29%	15%	12%
归母净利润	1272	2606	3201	3646
归母净利润同比 (%)	-52%	105%	23%	14%
ROE (%)	14.53%	25.90%	27.45%	27.04%
每股收益 (元)	0.42	0.84	1.03	1.17
市盈率 (P/E)	30.66	17.87	14.55	12.77

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 3 月 25 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	15,673	20,380	24,376	28,946	
现金	7,869	12,041	15,921	20,345	
应收账款及票据	458	562	661	737	
存货	1,279	1,427	1,633	1,866	
其他	6,067	6,350	6,161	5,998	
非流动资产	8,946	9,163	9,351	9,041	
固定资产	4,905	5,364	5,778	5,675	
无形资产	2,123	1,911	1,720	1,548	
其他	1,918	1,889	1,853	1,818	
资产总计	24,619	29,543	33,727	37,986	
流动负债	15,047	18,668	21,251	23,688	
短期借款	899	899	899	899	
应付账款及票据	11,871	14,925	17,088	19,118	
其他	2,276	2,844	3,264	3,672	
非流动负债	814	814	814	814	
长期债务	0	0	0	0	
其他	814	814	814	814	
负债合计	15,861	19,482	22,065	24,502	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	8,758	10,060	11,661	13,484	
归属母公司股东权益	8,758	10,061	11,661	13,484	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	8,758	10,061	11,661	13,484	
负债和股东权益	24,619	29,543	33,727	37,986	
现金流量表		单位:百万人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	299	5,220	5,041	5,406	
净利润	1,272	2,606	3,201	3,646	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	460	753	777	775	
营运资金变动及其他	-1,434	1,862	1,063	985	
投资活动现金流	93	282	466	868	
资本支出	-1,637	-1,000	-1,000	-500	
其他投资	1,730	1,282	1,466	1,368	
筹资活动现金流	-466	-1,330	-1,627	-1,850	
借款增加	899	0	0	0	
普通股增加	51	0	0	0	
已付股利	-1,316	-1,303	-1,600	-1,823	
其他	-100	-27	-27	-27	
现金净增加额	-45	4,172	3,880	4,424	

利润表		单位:百万人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	28,236	36,436	42,015	46,892	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	23,947	30,169	34,767	38,756	
销售费用	1,215	1,712	1,975	2,157	
管理费用	904	1,130	1,281	1,407	
研发费用	1,147	1,275	1,471	1,641	
财务费用	36	-248	-394	-530	
除税前溢利	1,583	2,960	3,545	3,988	
所得税	311	354	344	342	
净利润	1,272	2,606	3,201	3,646	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1,272	2,606	3,201	3,646	
EBIT	1,619	2,711	3,150	3,457	
EBITDA	2,080	3,464	3,928	4,232	
EPS (元)	0.42	0.84	1.03	1.17	
主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	-18.77%	29.04%	15.31%	11.61%	
归属母公司净利润	-51.81%	104.78%	22.85%	13.90%	
获利能力					
毛利率	15.19%	17.20%	17.25%	17.35%	
销售净利率	4.51%	7.15%	7.62%	7.77%	
ROE	31.43%	14.53%	25.90%	27.45%	
ROIC	13.48%	21.78%	22.65%	21.98%	
偿债能力					
资产负债率	64.43%	65.95%	65.42%	64.50%	
净负债比率	-79.58%	-110.75%	-128.82%	-144.21%	
流动比率	1.04	1.09	1.15	1.22	
速动比率	0.76	0.81	0.87	0.94	
营运能力					
总资产周转率	1.12	1.35	1.33	1.31	
应收账款周转率	56.26	71.46	68.71	67.10	
应付账款周转率	1.88	2.25	2.17	2.14	
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.84	1.03	1.17	
每股经营现金流	0.10	1.68	1.62	1.74	
每股净资产	2.81	3.23	3.75	4.33	
估值比率					
P/E	30.66	17.87	14.55	12.77	
P/B	4.60	4.63	3.99	3.45	
EV/EBITDA	16.02	10.23	8.03	6.41	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：成浅之，美国哥伦比亚大学公共管理硕士，上海财经大学金融学本科，曾任职于德邦证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。