

雅迪控股 (01585.HK)

2024 年利润承压，2025 年有望迎来恢复

优于大市

核心观点

2024 年收入及利润下滑受国检、去库存等拖累。雅迪控股 2024 年实现营业收入 282.4 亿元,同比下降 18.9%,净利润 12.7 亿元,同比下降 51.8%;2024H1 营业收入 144.3 亿元,同比下降 15.5%,净利润 10.3 亿元,同比下降 13%,2024H2 营业收入 138.1 亿元,同比下降 22.1%,净利润 2.4 亿元,同比下降 83.6%,收入及利润下滑主要是国检影响经销商出货节奏,公司促销去库存等综合导致。

2024 年利润率下滑,费用率提升。2024 年公司进行去库存,部分产品打折促销,影响整体利润率,2024 年毛利率 15.2%,同比下降 1.7pct,净利率 4.5%,同比下降 3.1pct。公司对销售、管理费用也进行相应控制,销售、管理费用率保持稳健,同时公司仍然保持了较高的研发投入,研发费用率提升至 4.1%,较 2023 年提升 0.6pct。整体看公司 2024 年综合费用率为 11.7%,同比提升 0.8pct。

2025 年强化新品打造,持续拓展门店,有望迎来销量及利润恢复。2024 年 12 月雅迪召开全球零售峰会,指引 2025 年整体发展规划及目标,深入了解经销商发展需求,提振信心,2025 年有望迎来积极转变。2025 年 2 月公司在海南举办摩登系列新车发布会,重点发布光芒、追光、莱茵三款新车,面向女性用户补足短板,结合冠能、飞越形成雅迪三大品牌系列,有望推出更多爆款车型。此外公司终端渠道数量持续提升,2023 年公司拥有 4000 家分销商及 40000 家销售点,2025 年在以旧换新背景下有望继续加强渠道开拓,公司在 2024 年底积极对产品及渠道调整,2025 年有望重新迎来销量、收入及利润向上。

积极布局东南亚市场,打造新成长曲线。公司将海外布局战略重点放在东南亚市场,2019 年在越南北江建设生产基地,随着生产线逐步完善,年产能有望提升至 50 万台;2025 年公司在印尼新建工厂,建成后将拥有 300 万台年产能。公司将持续扩大东南亚生产规模、深化销售网络,电动两轮车出海有望成为公司的新增长点。

盈利预测与估值:下调盈利预测,维持“优于大市”评级。2024 年国检及去库存等拖累销量及利润,2025 年处于恢复过程中,下调盈利预测,预期 25/26/27 年归母净利润分别为 27.02/31.02/36.93 亿元(原 30.59/37.23/49.77 亿元),每股收益分别为 0.87/1.0/1.19 元(原 0.98/1.2/1.6 元),对应 PE 为 16/14/12 倍,维持“优于大市”评级。

风险提示:政策推进节奏不及预期,行业价格战,消费能力疲软,新车发布及销售不及预期,库存水平过高。

公司研究·财报点评

汽车·摩托车及其他

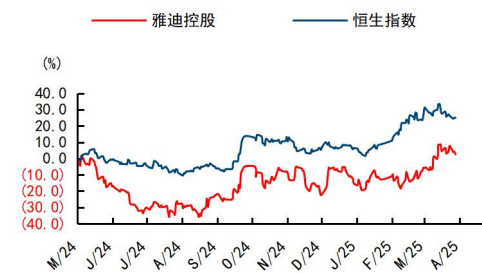
证券分析师:唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师:唐英韬
021-61761044
tangyingtao@guosen.com.cn
S0980524080002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 14.88 港元
收盘价 46316/46316 百万港元
总市值/流通市值 46316/46316 百万港元
52 周最高价/最低价 17.28/9.00 港元
近 3 个月日均成交额 176.20 百万港元

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	34,763	28,236	37,272	42,863	49,292
(+/-%)	11.9%	-18.8%	32.0%	15.0%	15.0%
归母净利润(百万元)	2640	1272	2702	3102	3693
(+/-%)	22.2%	-51.8%	112.4%	14.8%	19.0%
每股收益(元)	0.85	0.41	0.87	1.00	1.19
EBIT Margin	6.0%	3.4%	5.1%	5.5%	6.0%
净资产收益率(ROE)	31.4%	14.5%	26.0%	25.3%	25.5%
市盈率(PE)	16.6	34.4	16.2	14.1	11.9
EV/EBITDA	25.7	44.1	22.1	19.2	16.3
市净率(PB)	5.21	5.00	4.22	3.58	3.03

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

2024 年收入及利润下滑受国检、去库存等拖累。随着销量及市占率提升，雅迪的营业收入从 2013 年的 50.6 亿元提升至 2023 年的 348.0 亿元，净利润从 1.7 亿元增长至 26.4 亿元，收入及利润复合增速在 20% 以上，保持快速增长。

2024 年公司营业收入 282.4 亿元，同比下降 18.9%，净利润 12.7 亿元，同比下降 51.8%，收入和利润下降主要受去库存、国检等影响。分上下半年来看，2024H1 营业收入 144.3 亿元，同比下降 15.5%，净利润 10.3 亿元，同比下降 13%，2024H2 营业收入 138.1 亿元，同比下降 22.1%，净利润 2.4 亿元，同比下降 83.6%，上半年行业价格战缓解，产品盈利性恢复，净利润的降幅小于收入的降幅；下半年由于公司仍然在进行去库存，旺季销量受影响较大，部分产品进行打折促销，整体利润下滑幅度比收入下滑幅度更大，综合来看 2024 年收入及利润承压。2025 年随着公司的去库存过程逐步完成，收入及利润有望恢复。

图1：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度净利润及同比增速



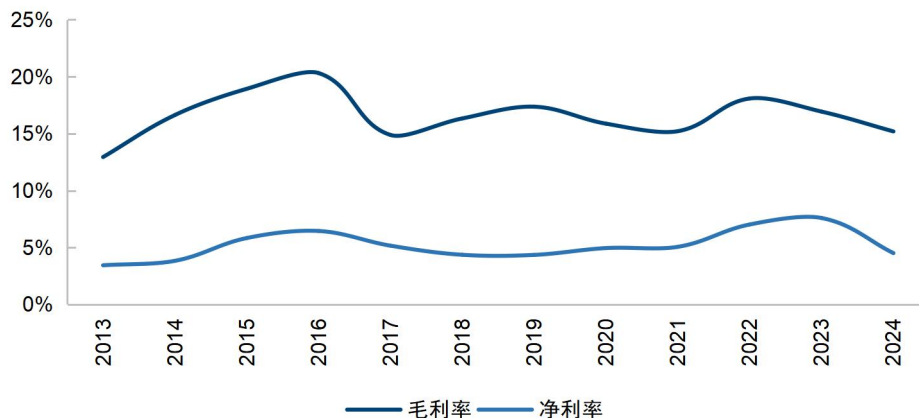
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024 年降价促销等导致利润率下滑。电动两轮车行业中企业持续追求产品升级，推出更加优质的产品，让消费者愿意付出更高溢价，长期看毛利率和净利率有望保持提升，不同年度时由于价格战等影响，当年利润率可能会受到影响。2013 年公司毛利率 12.9%，净利率 3.4%，公司不断加强打造高端产品，至 2022 年毛利率达 18.1%，净利率 7.0%。2023 年由于行业需求相对较弱，各企业之间发生较为激烈的价格战，导致毛利率下降至 16.9%，2023 年净利率 7.6%，同比提升 0.6pct，

主要由于 2023 年所得税开支减少、其他收入及收益净额中政府补助等增加综合导致。

2024 年由于公司进行去库存，部分产品打折促销，影响整体利润率，2024 年毛利率 15.2%，同比下降 1.7pct，净利率 4.5%，同比下降 3.1pct。2025 年去库存有望逐步结束，公司强化新品战略，推出更多爆款新品，利润率也有望进一步回升。

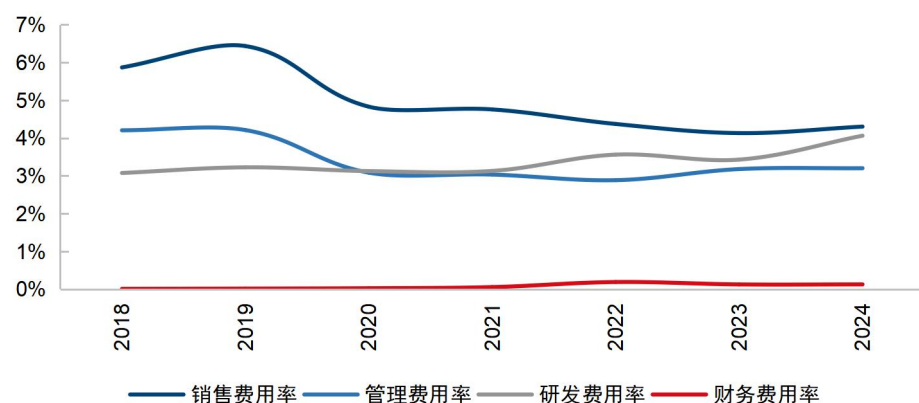
图5: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2024 年费用率提升。2023 年之前公司销量提升产生规模效应，费用率下降，2023 年销售费用率为 4.1%，较 2018 年下降 1.7 个百分点，管理费用率为 3.2%，较 2018 年下降 1.0 个百分点，公司持续进行研发投入，研发费用率稳定。2024 年由于收入下降较多，公司对销售、管理费用也进行相应控制，销售、管理费用率保持平稳，同时公司仍然保持了较高的研发投入，研发费用率提升至 4.1%，较 2023 年提升 0.6pct。

图6: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2024 年雅迪全球零售峰会召开，指引 2025 年发展方向。2024 年 12 月雅迪召开全球零售峰会，董事长出席并指引 2025 年公司整体发展规划及目标，公司在 2025 年将围绕科技创新、产品智造、品牌营销、门店零售等多方面进行全方位升级，帮扶经销商提升竞争力。2024 年去库存导致经销商销量下滑，利润受到影响，零

售峰会帮助公司深入了解经销商的经营状态及发展需求，提振经销商信心，2025年公司有望迎来更加积极的转变。

图7: 雅迪 2024 年 12 月召开全球零售峰会



资料来源：网易，国信证券经济研究所整理

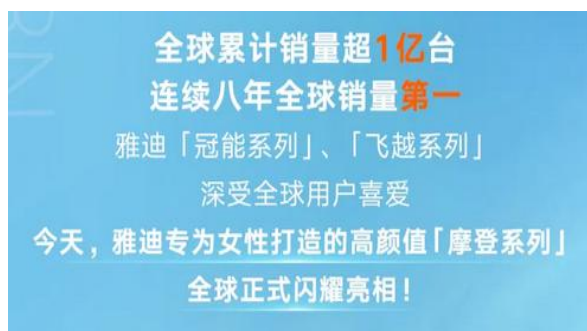
强化新品打造，摩登、冠能、飞越形成三大系列品牌，更好满足消费需求。

2025 年 2 月公司在海南三亚举行摩登系列新车发布会，主要面向女性消费者，摩登系列将与冠能、飞越形成三大系列品牌，冠能系列主打长续航、偏向于男性用户，飞越系列针对高端市场，更好满足不同细分消费需求。

摩登系列的发布会上，公司展示光芒、追光、莱茵三款新车，通过定价的不同进行区分，其中光芒作为旗舰车型售价 4299 元起，追光定价在 3499 元起，莱茵定价在 2999 元起。新车有专门为女性设计的车身结构，配备推车助力、陡坡缓降、省力刹把等功能，有效提升骑行的舒适度，此外还搭载全新升级的雅迪 iRide 智能科技，包含边撑感应、多元解锁等智能化功能。

2024 年在国检等政策的影响下，公司推新节奏受到一定影响，产品力不足也部分导致销量下滑，2025 年随着前期新国标政策已经出台，行业销售环境相对稳定，公司加快新品上市布局，补足针对女性用户群体的产品短板，2025 年有望推出更多爆款产品，销量、盈利性等有望得到改善。

图8: 2025 年 2 月雅迪在海南召开摩登系列发布会



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

图9: 雅迪推出的摩登系列产品



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

持续拓展渠道数量，增强对终端消费者触达。2016 年时公司的销售点 9170 家，

分销商 1717 家，在 2019 年新国标促进行业高景气成长阶段，公司紧抓机会，快速拓展终端渠道，实现销售点数量快速提升，触达更多消费者，销量及份额也有明显增长，2023 年公司拥有 4000 家分销商及 40000 家销售点，电动两轮车终端门店在国内布局广泛。2025 年在以旧换新政策催化下，终端门店的盈利性、销量有望持续恢复，公司也将进一步提升渠道覆盖度。

图10：雅迪分销商数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：雅迪销售点数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司积极布局东南亚市场，有望打造新的增长曲线。东南亚油摩市场空间大，长期看电动两轮车替代油摩有较大增长潜力，雅迪将海外布局的战略重点放在东南亚市场，在印尼及越南均设有生产基地。2019 年时雅迪在越南北江建设生产基地，总占地面积超过 2 万平方米，前期拥有一条生产线，年产能约为 20 万台，并计划在 3 年内增加生产线，将年产能提升到 50 万台，此外 2025 年公司又在印尼新建工厂，建成后将拥有 300 万台年产能。公司坚定拓展东南亚市场，通过扩大东南亚的生产规模及深化销售网络，逐步将电动两轮车推向全球。

表1：雅迪在东南亚的工厂布局

国家	城市	投产时间	具体情况
印尼	西爪哇省	2025 年	新工厂预计总投资达 1.5 亿美元，建成后将拥有 27 公顷的总面积和高达 300 万台的年产能。工厂将涵盖焊接、涂装、电机等核心生产工艺，标志着雅迪在东南亚地区的产研品质、生产效率及海外运营能力将全面提升。
越南	北江省	2019 年	越南基地占地超 2 万平方米，集生产、仓储、办公等功能于一体。2019 年时该基地有一条生产线，年产能 20 万台，计划在未来 3 年内，增加至 4 条生产线，年产能提升到 50 万台。

资料来源：公司官网，公司公告，环球网，搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司是国内电动两轮车行业龙头，产品及渠道覆盖完善，具备钠电池、石墨烯电池等全面技术储备，电动两轮车出海步伐在行业中保持领先，长期成长空间大。

考虑到 2024 年电动两轮车行业外部环境多变，国检等对行业整体销量产生冲击，叠加公司自身库存水平相对较高，处于去库存的过程中，对全年销量、收入及利润都带来一定影响，2025 年公司处于逐步恢复过程中，我们下调盈利预测，预期 25/26/27 年营收 372.72/428.63/492.92 亿元（原 397.77/453.34/498.67 亿元），归母净利润为 27.02/31.02/36.93 亿元（原 30.59/37.23/49.77 亿元），每股收益分别为 0.87/1.00/1.19 元（原 0.98/1.20/1.60 元），对应 PE 分别为 16/14/12 倍，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表 (20250401)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	EPS 2025E	2026E	2024A	PE 2025E	2026E
603529. SH	爱玛科技	优于大市	46.3	399.0	2.25	2.82	3.35	21	16	14
689009. SH	九号公司-WD	优于大市	64.0	458.8	15.16	22.00	29.40	42	29	22
603129. SH	春风动力	优于大市	192.2	293.3	9.06	11.22	13.88	21	17	14
	平均				8.82	12.01	15.54	28	21	16
1585. HK	雅迪控股	优于大市	14.1	438.0	0.41	0.87	1.00	34	16	14

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 已按照 1 港币=0.932 人民币换算

风险提示: 政策推进节奏不及预期, 行业价格战, 消费能力疲软, 新车发布及销售不及预期, 库存水平过高。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7914	7869	9500	10055	12776	营业收入	34763	28236	37272	42863	49292
应收款项	1082	993	1123	1292	1486	营业成本	28878	23947	30936	35576	40912
存货净额	955	1279	1082	1245	1433	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3286	2976	4100	4715	5422	销售费用	1436	1215	1528	1715	1922
流动资产合计	16842	15673	19805	21507	25526	管理费用	2357	2108	2916	3231	3488
固定资产	3940	4905	5819	6980	6879	财务费用	261	(36)	59	91	86
无形资产及其他	1112	2123	2392	2662	2631	投资收益	(68)	(46)	(30)	(30)	(30)
投资性房地产	3295	1833	1833	1833	1833	资产减值及公允价值变动	(18)	60	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	472	86	(300)	(686)	(1072)	其他收入	665	568	1096	1150	1211
资产总计	25660	24619	29548	32295	35797	营业利润	2411	1583	2879	3350	4045
短期借款及交易性金融负债	267	899	2519	2300	2500	营业外净收支	609	0	300	300	300
应付款项	13868	11891	13313	13887	14329	利润总额	3020	1583	3179	3650	4345
其他流动负债	2261	2256	2571	3150	3744	所得税费用	380	311	477	547	652
流动负债合计	16396	15047	18403	19337	20573	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2640	1272	2702	3102	3693
其他长期负债	863	814	766	717	767						
长期负债合计	863	814	766	717	767	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	17259	15861	19169	20054	21341	净利润	2640	1272	2702	3102	3693
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8401	8758	10379	12240	14456	折旧摊销	402	460	1096	1150	1211
负债和股东权益总计	25660	24619	29548	32295	35797	公允价值变动损失	18	(60)	20	20	20
						财务费用	261	(36)	59	91	86
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	548	(493)	632	157	(2)
每股收益	0.85	0.41	0.87	1.00	1.19	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.36	0.43	0.35	0.40	0.47	经营活动现金流	3609	1180	4450	4429	4922
每股净资产	2.70	2.81	3.33	3.93	4.64	资本开支	(975)	(1428)	(2300)	(2600)	(1100)
ROIC	61%	16%	25%	24%	27%	其它投资现金流	641	1049	(1445)	(200)	(210)
ROE	31%	15%	26%	25%	26%	投资活动现金流	(504)	7	(3359)	(2414)	(924)
毛利率	17%	15%	17%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	3%	5%	5%	6%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	5%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(1124)	(1342)	(1081)	(1241)	(1477)
收入增长	12%	-19%	32%	15%	15%	其它融资现金流	275	1452	1620	(219)	200
净利润增长率	22%	-52%	112%	15%	19%	融资活动现金流	(1974)	(1232)	540	(1460)	(1277)
资产负债率	67%	64%	65%	62%	60%	现金净变动	1131	(45)	1631	555	2721
息率	2.4%	2.9%	2.3%	2.6%	3.1%	货币资金的期初余额	6783	7914	7869	9500	10055
P/E	16.6	34.4	16.2	14.1	11.9	货币资金的期末余额	7914	7869	9500	10055	12776
P/B	5.2	5.0	4.2	3.6	3.0	企业自由现金流	1806	(685)	1036	697	2633
EV/EBITDA	26	44	22	19	16	权益自由现金流	2081	796	2606	400	2760

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032