雅迪控股（1585）

更新报告

买入

2025 年 4 月 8 日

触底回升，重回利润增长快车道

- **2024 年业绩见底：**2024 年雅迪收入 282 亿元人民币，下降 18.8%，净利润 12.7 亿，下降 51.8%。下滑的主要原因是：1）市场低迷以及经销商去化周期导致销量下降，2）应对国家标准调整，加速现有型号库存清仓，导致部分产品售价降低。销量从 2023 年 1650 万辆下滑到 2024 年约 1300 万辆。由于上述影响，毛利率由 2023 年的 16.9%下降到 15.2%。

  2025 年开门红，销量重回上升轨道：2024 年底公司积极布局 2025 年战略方向。2025 年 2 月推出摩登新车，主要面向女性消费者。公司的产品线形成冠能、摩登、飞越三大系列，全面进攻市场。今年经销商渠道轻装上阵，一季度销量大幅增长，奠定今年增长基调。以旧换新持续加强，多地补贴促进销售，年初至今行业置换超 200 万台。新国标加速龙头市场份额提升。因此雅迪内部和外部环境都趋势向好。我们预计今年销量接近 1700 万台，超过 2023 年高位，预计今年毛利率从底部回升到 17.6%。
- **海外循序发展：**公司积极布局海外本地化市场，加大对越南、印尼、泰国等地的市场开拓，2024 年海外销量 21 万台，预计未来三年每年翻倍增长，目前占公司销售比例还比较低，具备长期增长潜力。
- **目标价 20.4 港元，买入评级：**国际市场风起云涌，电动两轮车作为居民出行必需品，属于内循环刚需行业具备良好的市场环境。预计公司 2025 年-2027 年销售额为 382 亿元、426 亿元和 466 亿元，同比+35.2%、+11.4%、+9.6%，2025 年-2027 年净利润分别为 28.5 亿元、32.4 亿元和 36.5 亿元，同比+123.8%、+14%、+12.6%。我们给予公司 2025 年 20 倍的 PE 估值，12 个月目标价为 20.4 港元，较现价有 53%上升空间，维持买入评级。

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	制造业
股价	13.34 港元
目标价	20.4 港元（+53%）
股票代码	1585
已发行股本	31.13 亿股
市值	415.23 亿港元
52 周高/低	17.28/9.00 港元
每股净资产	2.81 元人民币
主要股东	董经贵、钱静红：62.5%

盈利摘要

截止日12月31日	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测
收入（百万元人民币）	34,763	28,236	38,187	42,555	46,642
变化	11.9%	-18.8%	35.2%	11.4%	9.6%
净利润（百万元人民币）	2640	1272	2847	3244	3654
变化	22.2%	-51.8%	123.8%	14.0%	12.6%
市盈率@13.34港元(倍)	14.1	29.5	13.1	11.5	10.2
每股收益(人民币元)	0.880	0.421	0.949	1.081	1.217
每股派息（港币）	0.48	0.45	0.52	0.59	0.66
息率	3.6%	3.4%	3.9%	4.4%	5.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

来源：wind

附录 1：主要财务报表

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
营业收入	34,762.8	28,236.2	38,186.6	42,555.2	46,642.1
营业成本	(28,877.5)	(23,947.3)	(31,464.1)	(34,997.5)	(38,219.2)
毛利	5,885.2	4,289.0	6,722.5	7,557.8	8,422.9
其他收入	979.8	642.9	714.4	752.8	789.6
销售及分销开支	(1,435.5)	(1,215.3)	(1,489.3)	(1,659.7)	(1,819.0)
行政开支	(1,105.4)	(904.5)	(1,107.4)	(1,234.1)	(1,352.6)
研发开支	(1,192.0)	(1,146.8)	(1,336.5)	(1,446.9)	(1,585.8)
财务费用	(44.2)	(36.0)	(41.2)	(38.6)	(36.6)
联营公司	(67.9)	(45.9)	(32.2)	(22.5)	(15.8)
除税前利润	3,020.0	1,583.4	3,430.3	3,908.8	4,402.7
所得税开支	(379.8)	(311.0)	(583.1)	(664.5)	(748.5)
年度利润	2,640.2	1,272.4	2,847.1	3,244.3	3,654.2
归属母公司股东	**2,640.2**	**1,272.4**	**2,847.1**	**3,244.3**	**3,654.2**
少数股东	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧及摊销	345.6	412.2	440.5	463.4	487.6
EBITDA	2,950.5	1,733.8	3,567.1	4,048.7	4,547.7
EPS	0.88	0.42	0.95	1.08	1.22
增长					
总收入（%）	11.9%	-18.8%	35.2%	11.4%	9.6%
EBITDA（%）	8.8%	-41.2%	105.7%	13.5%	12.3%
每股收益（%）	20.7%	-52.2%	125.3%	14.0%	12.6%

财务分析

	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
盈利能力					
毛利率 (%)	16.9%	15.2%	17.6%	17.8%	18.1%
EBITDA 率 (%)	8.5%	6.1%	9.3%	9.5%	9.8%
净利率(%)	7.6%	4.5%	7.5%	7.6%	7.8%
营运表现					
SG&A/收入(%)	10.7%	11.6%	10.3%	10.2%	10.2%
实际税率（%）	12.6%	19.6%	17.0%	17.0%	17.0%
股息支付率（%）	50%	102%	50%	50%	50%
库存周转天数	15.0	16.8	16.0	16.3	16.1
应付账款天数	169.9	192.0	150.6	148.9	135.6
应收账款天数	4.8	6.4	5.0	5.4	5.3
财务状况					
负债/股本	2.1	1.8	1.7	1.4	1.2
收入/总资产	1.4	1.1	1.3	1.4	1.4
总资产/股本	3.1	2.8	2.7	2.4	2.2

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
现金及等价物	7,913.8	7,868.9	10,817.3	11,935.5	13,097.9
金融资产及抵押存款	6,075.6	5,447.2	5,570.8	5,700.5	5,836.8
应收账款及票据	545.9	457.7	606.7	662.6	711.7
存货	955.4	1,279.4	1,512.9	1,649.1	1,764.9
其他流动资产	7,426.7	6,066.9	6,323.6	6,453.3	6,589.5
总流动资产	16,841.9	15,672.9	19,260.4	20,700.5	22,164.0
固定资产	3,940.3	4,904.5	5,296.9	5,614.7	5,951.6
预付土地款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	4,878.0	4,041.5	4,365.6	4,385.6	4,385.6
总资产	25,660.1	24,618.9	28,922.9	30,700.8	32,501.2
应付账款	13,672.2	11,871.4	14,449.4	14,492.2	14,295.6
其它应付	2,107.7	1,780.1	1,797.9	1,815.9	1,834.0
短期银行贷款	162.3	414.2	393.5	314.8	251.9
应付税款	133.1	20.0	22.0	24.2	26.6
总短期负债	16,396.3	15,046.6	17,345.6	17,141.1	16,770.0
长期银行贷款	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0
其他负债	565.2	541.3	537.3	537.3	537.3
总负债	17,258.9	15,860.8	18,144.7	17,940.2	17,569.1
少数股东权益	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
股东权益	8,401.0	8,757.9	10,778.0	12,760.4	14,931.9
每股净资产	2.74	2.90	3.59	4.26	4.98

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测
EBITDA	2,950.5	1,733.8	3,567.1	4,048.7	4,547.7
其他营运活动变	214.1	1,460.2	184.1	185.3	185.3
营运资金变化	827.5	(2,584.1)	2,101.3	(111.3)	(343.4)
所得税	(412.0)	(311.0)	(583.1)	(664.5)	(748.5)
营运性现金流	3,580.1	298.9	5,269.4	3,458.1	3,641.2
资本开支	(1,170.4)	(1,459.2)	(885.0)	(781.2)	(824.5)
其他投资活动	740.1	1,551.7	121.4	132.4	162.9
投资性现金流	(430.3)	92.5	(763.6)	(648.8)	(661.6)
负债变化	(951.7)	883.5	(290.4)	(267.5)	(195.1)
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(1,094.6)	(1,316.1)	(1,267.0)	(1,423.6)	(1,622.2)
其他融资活动	9.4	(32.9)	0.0	0.0	0.0
融资性现金流	(2,036.9)	(465.5)	(1,557.3)	(1,691.0)	(1,817.3)
现金变化	1,112.9	(74.1)	2,948.4	1,118.2	1,162.4
汇率影响	18.2	(44.9)	0.0	0.0	0.0
期初持有现金	6,782.6	7,913.8	7,868.9	10,817.3	11,935.5
期末持有现金	7,913.8	7,868.9	10,817.3	11,935.5	13,097.9

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。 第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。 信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。