

汽车

收盘价

港元 12.82

目标价

港元 22.63个

潜在涨幅

+76.5%

2025 年 8 月 27 日

雅迪控股 (1585 HK)

1H25 两轮车出货节奏恢复正常，毛利率创新高；维持买入

1H25 雅迪两轮车销量 879.4 万台，超 2024 年同期 821.1 万台，带动公司收入同比+33.1%至191.9 亿元（人民币，下同），两轮车业务已恢复正常出货节奏。伴随高端化战略，期内公司毛利率同比升 1.6ppts 至 19.6%，创历史新高。新国标实施后，我们预计行业集中度提升，龙头有望受益，同时我们看好公司两轮车业务出海前景，上调目标价至 22.63 港元，维持买入。

④ 两轮车销量超 2024 年同期，整体收入符合预期。1H25 雅迪收入 191.9 亿元（同比+33.1%），基本符合市场预期（VA：197.2 亿元）。其中电动自行车/电动踏板车/电池及充电器/电动两轮车零部件 93.0 亿/38.1 亿/57.1 亿/3.7 亿元，分别同比+49.0%/+7.4%/+40.5%/-34.8%。1H25 两轮车业务逐步恢复，期内销量已超 2024 年同期，电动自行车/电动踏板车销量 666.6 万/212.8 万台，合计 879.4 万台（2024 年上半年：821.1 万台）。ASP 方面，电动自行车/电动踏板车同比+0.2%/-4.1%至 1395 元/1790 元。

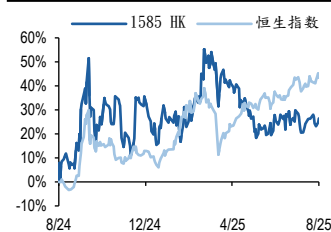
④ 产品结构改善，带动毛利率创历史新高。1H25 雅迪电动两轮车及相关配件毛利率同比升 2.2ppts 至 18.1%，带动整体毛利率升 1.6ppts 至 19.6%，创历史新高；主因产品结构改善显著（期内 3000 元以上产品占比升至 56.5%，对比 1H24 的 48.4%）及平台化技术降本。雅迪坚定高端化发展战略，随着摩登和冠能系列占比提升，我们预计公司毛利率仍有提升空间。1H25 销售/管理/研发费用率合计 10.3%，同比-0.2ppts，净利率 8.6%，同比+1.4ppts，经营活动现金流 47.3 亿元（1H24：-7.0 亿元）。

④ 新国标落地+出海，维持买入。新国标将于今年 9 月 1 日正式实施，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。此外雅迪在出海方面领先同行，公司预计 2027 年其海外销量规模有望实现突破。考虑到新国标实施后及高端产品占比提升，我们上调公司 2025-27 年收入预测 2%-4%至 385.1 亿/430.4 亿/469.1 亿元，并同步上调净利润 1-2%至 30.8/35.9/40.2 亿元。上调目标价至 22.63 港元（原为 19.84 港元），对应 18 倍 2026 年市盈率。考虑到内销“新国标”利好，及海外销售前景良好，我们看好公司中长期发展，维持买入。

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)	10.22
市值 (百万港元)	39,277.92
日均成交量 (百万)	27.88
年初至今变化 (%)	(0.93)
200天平均价 (港元)	13.26

资料来源: FactSet

陈庆

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

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

盈利预测变动

	2025E			2026E			2027E		
(人民币百万)	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	38,513	37,865	2%	43,038	41,507	4%	46,909	45,338	3%
毛利润	7,293	7,040	4%	8,304	7,905	5%	9,246	8,848	5%
毛利率	18.9%	18.6%	0.3 ppts	19.3%	19.0%	0.3 ppts	19.7%	19.5%	0.2 ppts
归母净利润	3,080	3,023	2%	3,591	3,518	2%	4,024	3,967	1%

资料来源: FactSet，公司资料，交银国际预测

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) 目标价及评级



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
300014 CH	亿纬锂能	买入	50.35	56.51	12.2%	2025 年 08 月 22 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	11.69	15.46	32.2%	2025 年 08 月 12 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	22.00	24.77	12.6%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	289.50	314.11	8.5%	2025 年 01 月 23 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	32.52	29.07	-10.6%	2024 年 12 月 02 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	12.82	22.63	76.5%	2025 年 08 月 27 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	69.20	75.02	8.4%	2025 年 08 月 04 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	8.48	7.16	-15.6%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	23.76	26.45	11.3%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	17.07	20.50	20.1%	2025 年 03 月 28 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	23.38	27.52	17.7%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	38.64	41.89	8.4%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
175 HK	吉利汽车	买入	19.39	24.21	24.9%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	134.57	180.50	34.1%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	117.60	167.75	42.6%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	49.54	48.96	-1.2%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	94.15	134.69	43.1%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	18.67	17.36	-7.0%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	92.60	103.67	12.0%	2025 年 05 月 30 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.75	3.34	-10.9%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 8 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	34,763	28,236	38,513	43,038	46,909
主营业务成本	(28,878)	(23,947)	(31,220)	(34,733)	(37,663)
毛利	5,885	4,289	7,293	8,304	9,246
销售及管理费用	(2,541)	(2,120)	(2,811)	(3,142)	(3,424)
研发费用	(1,192)	(1,147)	(1,386)	(1,506)	(1,642)
其他经营净收入/费用	980	643	655	732	797
经营利润	3,132	1,665	3,750	4,388	4,978
财务成本净额	(44)	(36)	157	175	137
应占联营公司利润及亏损	(68)	(46)	(73)	(94)	(106)
税前利润	3,020	1,583	3,833	4,469	5,008
税费	(380)	(311)	(753)	(878)	(984)
净利润	2,640	1,272	3,080	3,591	4,024
作每股收益计算的净利润	2,640	1,272	3,080	3,591	4,024

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7,914	7,869	10,743	10,319	14,689
应收账款及票据	546	458	746	694	978
存货	955	1,279	1,330	1,573	1,575
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	18,939	18,765	23,486
物业、厂房及设备	3,940	4,905	5,524	6,217	6,958
其他有形资产	1,088	1,083	1,247	1,427	1,619
无形资产	957	1,040	997	960	927
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	9,614	10,356	11,148
总资产	25,660	24,619	28,553	29,121	34,634
短期贷款	267	899	347	384	424
应付账款	15,780	13,652	15,364	13,682	16,781
其他短期负债	349	496	1,547	1,697	1,829
总流动负债	16,396	15,047	17,258	15,763	19,035
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	18,083	16,600	19,885
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	8,401	8,758	10,470	12,521	14,749
股东权益	8,401	8,758	10,470	12,521	14,749
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	8,401	8,758	10,470	12,521	14,750

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	3,020	1,583	3,833	4,469	5,008
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	612	681
营运资本变动	779	898	1,354	(1,895)	2,787
税费	(412)	(380)	(311)	(753)	(878)
其他经营活动现金流	(278)	(2,316)	(157)	(175)	(137)
经营活动现金流	3,580	299	5,344	2,352	7,568
资本开支	(1,300)	(285)	(1,271)	(1,423)	(1,553)
投资活动	870	377	176	195	158
其他投资活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(430)	93	(1,094)	(1,229)	(1,395)
负债净变动	(952)	47	33	37	40
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,095)	(1,304)	(1,368)	(1,540)	(1,796)
其他融资活动现金流	9	792	(41)	(44)	(48)
融资活动现金流	(2,037)	(466)	(1,376)	(1,547)	(1,803)
汇率收益/损失	18	29	0	0	0
年初现金	6,783	7,914	7,869	10,743	10,319
年末现金	7,914	7,869	10,743	10,319	14,689

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.885	0.422	0.990	1.154	1.293
全面摊薄每股收益	0.880	0.421	0.990	1.154	1.293
每股股息	0.480	0.504	0.550	0.641	0.718
每股账面值	2.815	2.902	3.363	4.022	4.738
利润率分析(%)					
毛利率	16.9	15.2	18.9	19.3	19.7
EBIT利润率	8.3	5.1	9.3	9.8	10.3
净利率	7.6	4.5	8.0	8.3	8.6
盈利能力(%)					
ROA	10.3	5.2	10.8	12.3	11.6
ROE	35.1	14.8	32.0	31.2	29.5
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

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (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；及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、武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、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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。