

单车盈利创历史新高

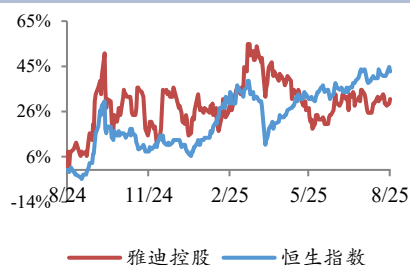
——雅迪控股 25H1 业绩点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-26

收盘价（港元）	12.82
近 12 个月最高/最低（港元）	17.28/9.98
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）	399
流通市值（亿港元）	399

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 24A：修复弹性可期 2025-03-26

主要观点：

● 公司发布 2025H1 业绩：

- 25H1：收入 191.86 亿元（同比+33.1%），归母净利润 16.49 亿元（同比+59.5%）。
- **收入符合预期、归母净利润增速高于此前预告的+55%。**

● 收入分析：

- H1 销量 879wt（同比+38%）预计 Q1 翻倍/Q2 同比+15%，ASP 为 2182 元（同比-3%/环比+5%）。预计销量高增主因：摩登冠能新品销售较好+提货前置+国补拉动，ASP 同比略降主因：24H1 主推冠能且铅价上涨+25H1 共享车型占比略有提升。
- 据奥维 7 月雅迪内销同比+23%，旺季+补库驱动下 Q3 销量有望保持双位数增长，Q4 淡季且基数较低有望平稳过渡国标切换期。

● 盈利分析：

- 25H1 公司归母净利率 8.6%（同比+1.4pct），毛利率 19.6%（同比+1.6pct）历史新高，销售/行政/研发费率各同比+0.1/-0.1/-0.2pct 稳中有降。拆分看：单车毛利 428 元（同比+22 元），单车净利 188 元（同比+26 元）。
- 公司盈利显著改善主要驱动来源于毛利率提升：预计主因：1）摩登/冠能/白鲨中高端产品占比提升，推动产品结构改善；2）电池自供占比提升增厚利润；3）提升渠道质量，帮扶二网聚焦高毛利产品。

● 投资建议：

➢ 我们的观点：

近期两轮股价压制主因国补退坡+需求透支担忧，但公司产品渠道改革下盈利弹性如期兑现，后续可期 Q3 量价齐升业绩确定性高，Q4 国标切换期平稳过渡，明年享受新国标下格局出清红利，中长期放眼海外及售后市场。

- 盈利预测：我们调增预测，预计 25-27 年营收为 372/421/470 亿元（前值 364/420/469 亿元），同比增长+32%/+13%/+12%；归母净利润为 27.8/32.5/37.3 亿元（前值 26.1/32.0/36.5 亿元），同比增长+119%/+17%/+15%，对应 PE 为 13/11/10 X，维持买入评级。

● 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	37226	42087	46987
收入同比 (%)	-19%	32%	13%	12%
归母净利润	1272	2782	3251	3729
归母净利润同比 (%)	-52%	119%	17%	15%
ROE (%)	14.53%	24.12%	22.00%	20.16%
每股收益 (元)	0.42	0.89	1.04	1.20
市盈率 (P/E)	28.03	13.11	11.22	9.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 8 月 26 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	20,023	25,254	31,690	
现金	7,869	11,546	16,784	23,064	
应收账款及票据	458	574	662	738	
存货	1,279	1,452	1,633	1,870	
其他	6,067	6,451	6,175	6,017	
非流动资产	8,946	11,343	11,614	11,379	
固定资产	4,905	5,364	5,778	5,675	
无形资产	1,192	1,073	965	869	
其他	2,850	4,906	4,871	4,835	
资产总计	24,619	31,366	36,867	43,069	
流动负债	15,047	18,998	21,255	23,735	
短期借款	899	899	899	899	
应付账款及票据	11,871	15,194	17,087	19,157	
其他	2,276	2,906	3,270	3,679	
非流动负债	814	834	834	834	
长期债务	0	0	0	0	
其他	814	834	834	834	
负债合计	15,861	19,832	22,089	24,568	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	8,946	11,722	14,966	18,688	
归属母公司股东权益	8,758	11,534	14,778	18,500	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	8,758	11,534	14,778	18,501	
负债和股东权益	24,619	31,366	36,867	43,069	

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	5,498	4,807	5,449
净利润	1,272	2,782	3,251	3,729
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	460	660	694	699
营运资金变动及其他	-1,434	2,056	863	1,021
投资活动现金流	93	-1,787	464	865
资本支出	-1,637	-1,000	-1,000	-500
其他投资	1,730	-787	1,464	1,365
筹资活动现金流	-466	-27	-27	-27
借款增加	899	0	0	0
普通股增加	51	0	0	0
已付股利	-1,316	0	0	0
其他	-100	-27	-27	-27
现金净增加额	-45	3,677	5,238	6,281

利润表	单位:百万人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,236	37,226	42,087	46,987
其他收入	0	0	0	0
营业成本	23,947	30,712	34,764	38,835
销售费用	1,215	1,582	1,789	1,973
管理费用	904	1,191	1,347	1,457
研发费用	1,147	1,415	1,599	1,739
财务费用	36	-248	-377	-560
除税前溢利	1,583	3,137	3,595	4,071
所得税	311	354	344	342
净利润	1,272	2,782	3,251	3,729
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,272	2,782	3,251	3,729
EBIT	1,619	2,888	3,218	3,510
EBITDA	2,080	3,548	3,912	4,210
EPS (元)	0.42	0.89	1.04	1.20

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-18.77%	31.84%	13.06%	11.64%
归属母公司净利润	-51.81%	118.68%	16.84%	14.70%
获利能力				
毛利率	15.19%	17.50%	17.40%	17.35%
销售净利率	4.51%	7.47%	7.72%	7.94%
ROE	31.43%	14.53%	24.12%	22.00%
ROIC	13.48%	20.61%	18.56%	16.58%
偿债能力				
资产负债率	64.43%	63.23%	59.91%	57.04%
净负债比率	-79.58%	-92.31%	-107.49%	-119.81%
流动比率	1.04	1.05	1.19	1.34
速动比率	0.76	0.77	0.91	1.05
营运能力				
总资产周转率	1.12	1.33	1.23	1.18
应收账款周转率	56.26	72.15	68.08	67.11
应付账款周转率	1.88	2.27	2.15	2.14
每股指标（元）				
每股收益	0.42	0.89	1.04	1.20
每股经营现金流	0.10	1.77	1.54	1.75
每股净资产	2.81	3.71	4.75	5.94
估值比率				
P/E	28.03	13.11	11.22	9.78
P/B	4.20	3.16	2.47	1.97
EV/EBITDA	14.35	7.28	5.26	3.40

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述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。