

买入

2025 年 8 月 27 日

利润重回增长快车道

► **上半年净利润增长 59.5%：**2025 上半年雅迪收入 192 亿元人民币，同比增长 33.1%；净利润 16.5 亿，增长 59.5%。电动踏板车和电动自行车的销量从 2024 年上半年年 638 万台增长到 879 万台，上升 37.8%。

► **捋顺方向，销量重回上升轨道：**上半年摩登和冠能中高端爆款双双发力。今年推出摩登新车，主要面向女性消费者，强调复古及轻奢外观并提供 10 倍安全防护，包括光芒、追光、莱茵三款电动自行车型号。冠能 T35 也大受年轻骑手欢迎，成为爆款。3000 元以上占比从 48.4%提升到 56.5%。公司正在积极组建高端品牌团队，全面拥抱互联网和 AI 技术。同时，技术和设计双降本。电池自供比例从 50%提升到 65%。今年经销商渠道轻装上阵。公司对经销商实行关怀政策。外部因素：以旧换新和新国标有利于头部企业的市场份额提升。我们预计雅迪今年销量接近 1700 万台，超过 2023 年高位，预计今年毛利率从底部回升到 17.9%。

► **海外循序发展：**上半年海外由于越南、土耳其、乌兹别克斯坦等国家法规的变化，销量不达预期，下半年越南政策出台，禁摩快速推动对销售有所促进。目前公司在越南、印尼、泰国、巴西、墨西哥已经建立工厂。预计全年海外销量增长 50%，明年增长 50-100%。

► **目标价 20.8 港元，买入评级：**预计公司 2025 年-2027 年销售额为 392 亿元、445 亿元和 488 亿元，同比+39%、+13.3%、+9.8%，2025 年-2027 年净利润分别为 30 亿元、35.3 亿元和 39.4 亿元，同比+136%、+17.6%、+11.5%。我们给予公司 2025 年 20 倍的 PE 估值，12 个月目标价为 20.8 港元，较现价有 70%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	12.82 港元
目标价	20.8 港元 (+70%)
股票代码	1585
已发行股本	31.13 亿股
市值	399 亿港元
52 周高/低	16.83/9.77 港元

每股净资产 2.95 元人民币

主要股东 董经贵、钱静红：
62.96%

盈利摘要

截止日12月31日	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入（百万元人民币）	34,763	28,236	39,253	44,480	48,817
变化	11.9%	-18.8%	39.0%	13.3%	9.8%
净利润（百万元人民币）	2640	1272	3005	3534	3940
变化	22.2%	-51.8%	136.2%	17.6%	11.5%
市盈率@12.82港元(倍)	13.4	28.0	11.8	10.0	9.0
每股收益(人民币元)	0.880	0.421	1.001	1.177	1.313
每股派息（港币）	0.48	0.45	0.54	0.64	0.71
息率	3.7%	3.5%	4.2%	5.0%	5.6%

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						财务分析					
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		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	39,252.5	44,479.7	48,817.3	盈利能力					
营业成本	(28,877.5)	(23,947.3)	(32,240.3)	(36,394.7)	(39,848.6)	毛利率 (%)	16.9%	15.2%	17.9%	18.2%	18.4%
毛利	5,885.2	4,289.0	7,012.2	8,084.9	8,968.7	EBITDA 率 (%)	8.4%	6.0%	9.6%	9.9%	10.0%
其他收入	979.8	642.9	724.4	770.9	810.2	净利率 (%)	7.6%	4.5%	7.7%	7.9%	8.1%
销售及分销开支	(1,435.5)	(1,215.3)	(1,530.8)	(1,734.7)	(1,903.9)						
行政开支	(1,105.4)	(904.5)	(1,138.3)	(1,289.9)	(1,415.7)	营运表现					
研发开支	(1,192.0)	(1,146.8)	(1,373.8)	(1,512.3)	(1,659.8)	SG&A/收入 (%)	10.7%	11.6%	10.3%	10.2%	10.2%
财务费用	(44.2)	(36.0)	(41.2)	(38.6)	(36.6)	实际税率 (%)	12.6%	19.6%	17.0%	17.0%	17.0%
联营公司	(67.9)	(45.9)	(32.2)	(22.5)	(15.8)	股息支付率 (%)	50%	102%	50%	50%	50%
除税前利润	3,020.0	1,583.4	3,620.2	4,257.9	4,747.2	库存周转天数	15.0	16.8	15.8	16.1	16.1
所得税开支	(379.8)	(311.0)	(615.4)	(723.8)	(807.0)	应付账款天数	169.9	192.0	149.2	148.4	136.0
年度利润	2,640.2	1,272.4	3,004.8	3,534.0	3,940.2	应收账款天数	4.8	6.4	5.0	5.3	5.3
归属母公司股东	2,640.2	1,272.4	3,004.8	3,534.0	3,940.2	财务状况					
少数股东	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债/股本	2.1	1.8	1.7	1.4	1.2
折旧及摊销	327.6	369.7	440.5	463.4	487.6	收入/总资产	1.4	1.1	1.3	1.4	1.5
EBITDA	2,932.5	1,691.3	3,752.2	4,388.8	4,882.3	总资产/股本	3.1	2.8	2.7	2.4	2.2
EPS	0.88	0.42	1.00	1.18	1.31						
增长											
总收入 (%)	11.9%	-18.8%	39.0%	13.3%	9.8%						
EBITDA (%)	8.2%	-42.3%	121.9%	17.0%	11.2%						
每股收益 (%)	20.7%	-52.2%	137.8%	17.6%	11.5%						

资产负债表						现金流量表					
人民币百万元，财务年度截至12月底						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		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	11,302.1	12,819.7	14,100.0	EBITDA	2,932.5	1,691.3	3,752.2	4,388.8	4,882.3
金融资产及抵押						其他营运活动变	232.1	334.7	162.2	163.3	163.3
存款	6,075.6	5,447.2	5,570.8	5,700.5	5,836.8	营运资金变化	827.5	(1,302.9)	2,450.4	99.1	(344.7)
应收账款及票据	545.9	457.7	623.6	692.5	744.9	所得税	(412.0)	(424.1)	(615.4)	(723.8)	(807.0)
存货	955.4	1,279.4	1,550.2	1,715.0	1,840.1	营运性现金流	3,580.1	298.9	5,749.3	3,927.5	3,893.9
其他流动资产	7,426.7	6,066.9	6,323.6	6,453.3	6,589.5	资本开支	(1,170.4)	(1,666.2)	(885.0)	(781.2)	(824.5)
总流动资产	16,841.9	15,672.9	19,799.5	21,680.5	23,274.5	其他投资活动	740.1	1,758.7	126.2	141.2	173.0
固定资产	3,940.3	4,904.5	5,296.9	5,614.7	5,951.6	投资性现金流	(430.3)	92.5	(758.8)	(640.0)	(651.5)
预付土地款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债变化	(951.7)	616.7	(290.4)	(267.5)	(195.1)
其他固定资产	4,878.0	4,041.5	4,365.6	4,385.6	4,385.6	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	25,660.1	24,618.9	29,462.0	31,680.8	33,611.7	股息	(1,094.6)	(859.5)	(1,267.0)	(1,502.4)	(1,767.0)
应付账款	13,672.2	11,871.4	14,852.7	15,147.6	14,962.3	其他融资活动	9.4	(222.6)	0.0	0.0	0.0
其它应付	2,107.7	1,780.1	1,797.9	1,815.9	1,834.0	融资性现金流	(2,036.9)	(465.5)	(1,557.3)	(1,769.9)	(1,962.1)
短期银行贷款	162.3	414.2	393.5	314.8	251.9	现金变化	1,112.9	(74.0)	3,433.2	1,517.6	1,280.3
应付税款	133.1	20.0	22.0	24.2	26.6	汇率影响	18.2	29.1	0.0	0.0	0.0
总短期负债	16,396.3	15,046.6	17,748.9	17,796.5	17,436.7	期初持有现金	6,782.6	7,913.8	7,868.9	11,302.1	12,819.7
长期银行贷款	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	期末持有现金	7,913.8	7,868.9	11,302.1	12,819.7	14,100.0
其他负债	565.2	541.3	537.3	537.3	537.3						
总负债	17,258.9	15,860.8	18,548.0	18,595.6	18,235.8						
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	10,913.7	13,085.0	15,375.7						
每股净资产	2.74	2.90	3.64	4.36	5.13						

数据来源：公司资料、第一上海预测

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。