

# 雅迪控股 (01585.HK)

优于大市

## 2025 年收入及利润较快恢复，电动两轮车出海有望打开成长空间

### 核心观点

**2025 年以旧换新促进行业增长，收入及利润较快恢复。**2025 年公司营业收入 370.1 亿元，同比增长 31.1%，净利润 29.1 亿元，同比增长 128.8%，2025 年电动两轮车行业以旧换新促进销量增长，2024 年底公司积极去库存，保持较为健康的库存水平，2025 年行业并未出现大规模价格战，公司整体收入及利润较快恢复。

**2025 年利润率明显恢复，费用率小幅下降。**2025 年公司毛利率 19.1%，同比增长 3.9pct，较 2023 年增长 2.2pct，净利率 7.9%，同比增长 3.4pct，较 2023 年增长 0.3pct，以旧换新促进行业销量增长，并未发生大规模价格战，公司利润率持续恢复，毛利率提升至 2017 年以来最高水平，净利率创新高。2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/3.0%/3.8%/0.1%，同比分别为+0.1/-0.2/-0.3/0.0pct，综合费用率 11.3%，同比-0.4pct，综合费用率小幅下降，主要是规模效应提升，管理及研发费用率下降。

**两轮车智能平权时代来临，持续拓门店及提升店效，促进利润提升。**2026 年 3 月雅迪冠能智能科技嘉年华开启，雅迪正式发布冠能白鲨 II、冠能星舰 II、冠能 i7 三大旗舰新品，全面展示智能电动车领域的积累，两轮车智能平权时代来临，形成完整的智能出行解决方案。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，2026 年公司将进一步提升渠道覆盖度，并注重渠道店效增长，更好赋能终端消费者，有望促进销量及利润提升。

**积极布局东南亚市场，打造新成长曲线。**东南亚油摩市场空间大，油价高涨背景下，电动两轮车替代油摩趋势有望提速。公司在印尼、越南、泰国均设有生产基地，2026 年雅迪越南北宁工厂投产，初期年产能 100 万台，并逐步规划提升至 200 万台以上；2025 年公司在印尼新建工厂，建成后将拥有 300 万台年产能；此外公司在泰国的生产基地也逐步投产。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。**考虑到 2025 年行业以旧换新补贴等政策可能会透支部分需求，以及新国标产品研发等投入增加，预期 26/27/28 年归母净利润为 32.76/36.66/40.78 亿元（原 33.85/39.39/46.01 亿元），每股收益分别为 1.05/1.18/1.31 元（原 1.09/1.27/1.48 元），对应 PE 为 12/11/9 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。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,236	37,008	41,449	46,009	50,610
(+/-%)	-18.8%	31.1%	12.0%	11.0%	10.0%
归母净利润(百万元)	1272	2912	3276	3666	4078
(+/-%)	-51.8%	128.8%	12.5%	11.9%	11.2%
每股收益(元)	0.41	0.94	1.05	1.18	1.31
EBIT Margin	3.4%	7.9%	6.5%	7.2%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	27.8%	26.4%	25.1%	23.9%
市盈率 (PE)	30.3	13.2	11.7	10.5	9.4
EV/EBITDA	40.1	20.8	17.5	15.7	14.1
市净率 (PB)	4.40	3.68	3.10	2.63	2.25

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

### 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

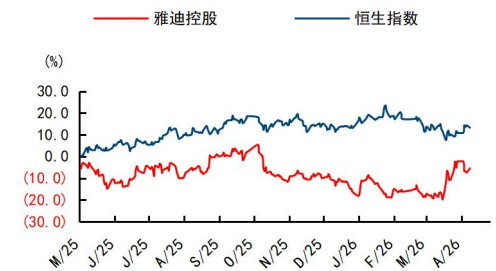
tangyingtao@guosen.com.cn

S0980524080002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.84 港元
总市值/流通市值	39966/39966 百万港元
52 周最高价/最低价	15.01/10.66 港元
近 3 个月日均成交额	106.36 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

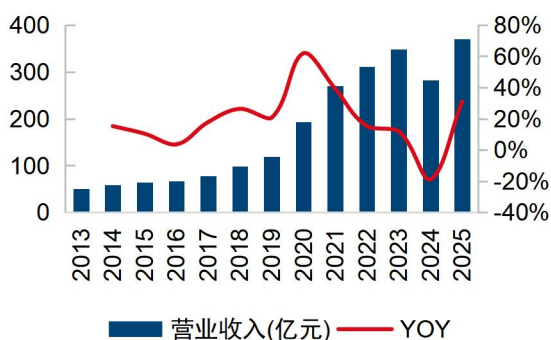
#### 相关研究报告

- 《雅迪控股 (01585.HK) -2025 年上半年收入及利润较快恢复，盈利能力提升》——2025-09-03
- 《雅迪控股 (01585.HK) -2024 年利润承压，2025 年有望迎来恢复》——2025-04-03

**2025 年以旧换新促进行业增长，公司收入及利润较快恢复。**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。

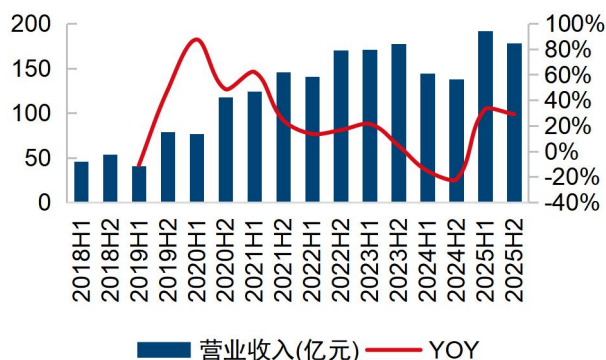
2025 年公司营业收入 370.1 亿元，同比增长 31.1%，净利润 29.1 亿元，同比增长 128.8%，2025 年电动两轮车行业以旧换新促进销量增长，2024 年底公司积极去库存，保持较为健康的库存水平，2025 年行业并未出现大规模价格战，公司整体收入及利润较快恢复。

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



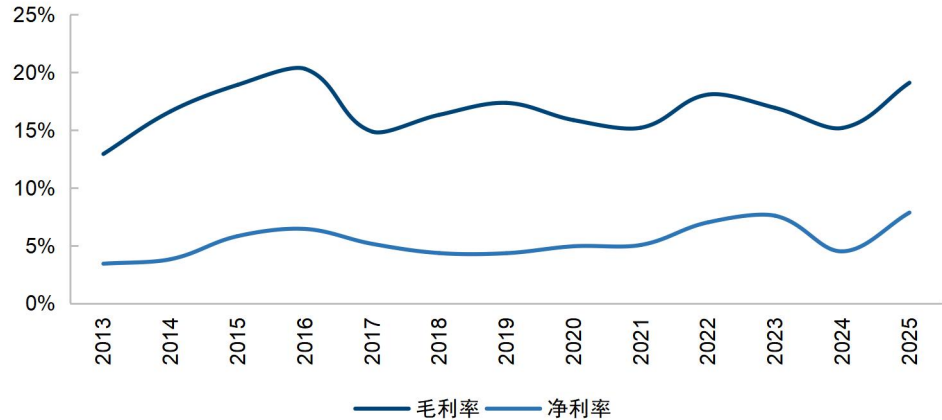
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**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 年利润率明显恢复，净利率创新高。**2025 年公司毛利率 19.1%，同比增长 3.9pct，较 2023 年增长 2.2pct，净利率 7.9%，同比增长 3.4pct，较 2023 年增长 0.3pct，以旧换新促进行业销量增长，并未发生大规模价格战，公司利润率持续恢复，毛利率提升至 2017 年以来最高水平，净利率创新高。

图5: 公司毛利率和净利率

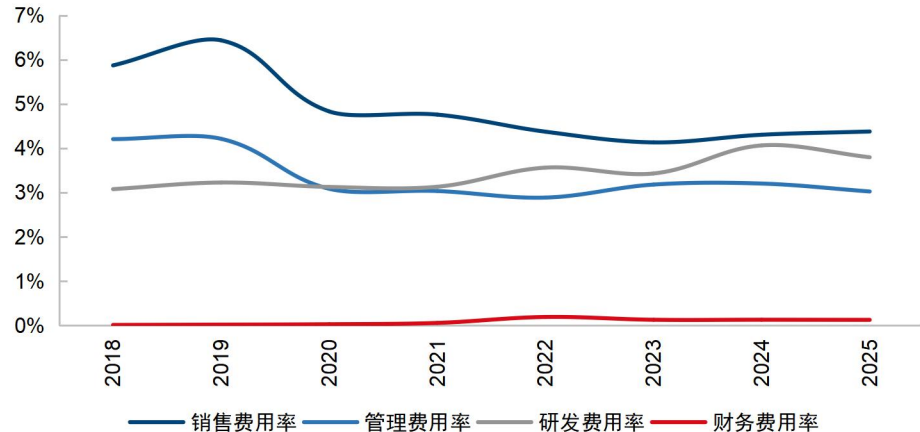


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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。

**2025 年公司综合费用率小幅下降。**2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/3.0%/3.8%/0.1%，同比分别为+0.1/-0.2/-0.3/0.0pct，综合费用率 11.3%，同比-0.4pct，综合费用率小幅下降，主要是规模效应提升，管理及研发费用率下降。

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

**两轮车智能平权时代来临，形成完整的智能出行解决方案。**2026年3月雅迪冠能智能科技嘉年华开启，雅迪正式发布冠能白鲨II、冠能星舰II、冠能i7三大旗舰新品，全面展示智能电动车领域的积累，代表两轮车智能平权时代来临。其中白鲨II主打“智能进化，跃级高配”，将导航、通信、娱乐等多种功能集中于智慧屏，成为高性价比科技座驾；星舰II面向更高性能需求用户，满足玩家的高性能需求；冠能i7则将智能技术及潮流表达方式融合，找到了好看及好用之间的平衡。新品的发布强调以用户为中心，形成完整的智能出行解决方案。

图7：2026年雅迪冠能智能科技嘉年华活动开启



资料来源：搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

**拓展渠道数量、提升店效，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。2026年公司将进一步提升渠道覆盖度，并注重渠道店效增长，更好赋能终端消费者。

图8：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9：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，在油价高涨的背景下，电动两轮车替代油摩的趋势有望进一步提速。

雅迪将海外布局的战略重点放在东南亚市场，在印尼、越南、泰国均设有生产基地，2026年雅迪越南北宁工厂投产，初期年产能100万台，并逐步规划提升至200万台以上；2025年公司在印尼新建工厂，建成后将拥有300万台年产能；此外公司在泰国的生产基地也逐步投产。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。
	北宁省	2026年	一期投资超1亿美元，项目初期年产能100万辆，规划逐步提升至200万辆以上。
泰国	北榄府	2025年	该工厂计划在未来3年内实现60万辆电动车的产能。

资料来源：公司官网，公司公告，环球网，爱企查，新闻晨报，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2025年行业以旧换新补贴等政策可能会透支部分需求，以及新国标产品研发等投入增加，下调盈利预测，预期26/27/28年归母净利润为32.76/36.66/40.78亿元（原33.85/39.39/46.01亿元），每股收益分别为1.05/1.18/1.31元（原1.09/1.27/1.48元），对应PE分别为12/11/9倍，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表（20260406）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
603529.SH	爱玛科技	优于大市	30.2	261.7	2.71	3.35	4.02	11	9	8
689009.SH	九号公司-WD	优于大市	44.3	319.9	2.90	3.87	4.96	15	11	9
603129.SH	春风动力	优于大市	238.5	366.1	12.12	15.64	18.75	20	15	13
	平均				5.91	7.62	9.24	15	12	10
1585.HK	雅迪控股	优于大市	12.4	385.0	0.94	1.05	1.18	13	12	11

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7869	5991	9500	10000	10000	营业收入	28236	37008	41449	46009	50610
应收款项	989	1201	1249	1387	1525	营业成本	23947	29937	34113	37727	41500
存货净额	1279	1427	1193	1320	1452	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2976	2904	4559	5061	5567	销售费用	1215	1620	1658	1794	1822
<b>流动资产合计</b>	<b>15673</b>	<b>16995</b>	<b>20502</b>	<b>21968</b>	<b>22955</b>	管理费用	2108	2523	2994	3175	3442
固定资产	4905	5281	6153	7271	7127	财务费用	(36)	(46)	195	418	529
无形资产及其他	1192	2027	2320	2613	2607	投资收益	(46)	2	(30)	(30)	(30)
投资性房地产	2764	2562	2562	2562	2562	资产减值及公允价值变动	60	(87)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	86	3132	6179	9225	12272	其他收入	568	705	1115	1169	1231
<b>资产总计</b>	<b>24619</b>	<b>29997</b>	<b>37716</b>	<b>43640</b>	<b>47522</b>	营业利润	1583	3594	3554	4013	4498
短期借款及交易性金融负债	899	1462	7267	10607	11737	营业外净收支	0	0	300	300	300
应付款项	11987	14457	14687	14725	14523	<b>利润总额</b>	<b>1583</b>	<b>3594</b>	<b>3854</b>	<b>4313</b>	<b>4798</b>
其他流动负债	2161	2954	2824	3322	3779	所得税费用	311	683	578	647	720
<b>流动负债合计</b>	<b>15047</b>	<b>18873</b>	<b>24778</b>	<b>28654</b>	<b>30040</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1272</b>	<b>2912</b>	<b>3276</b>	<b>3666</b>	<b>4078</b>
其他长期负债	814	662	510	358	408						
<b>长期负债合计</b>	<b>814</b>	<b>662</b>	<b>510</b>	<b>358</b>	<b>408</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>15861</b>	<b>19535</b>	<b>25288</b>	<b>29012</b>	<b>30448</b>	净利润	1272	2912	3276	3666	4078
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	8758	10462	12427	14627	17074	折旧摊销	460	0	1115	1169	1231
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24619</b>	<b>29997</b>	<b>37716</b>	<b>43640</b>	<b>47522</b>	公允价值变动损失	(60)	87	20	20	20
						财务费用	(36)	(46)	195	418	529
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	(1420)	3025	(1522)	(382)	(472)
每股收益	0.41	0.94	1.05	1.18	1.31	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.36	0.43	0.42	0.47	0.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>253</b>	<b>6024</b>	<b>2889</b>	<b>4473</b>	<b>4857</b>
每股净资产	2.81	3.36	3.99	4.70	5.49	资本开支	(1428)	(289)	(2300)	(2600)	(1100)
ROIC	19%	42%	37%	30%	31%	其它投资现金流	1045	(2913)	1473	(200)	(210)
ROE	15%	28%	26%	25%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>3</b>	<b>(6248)</b>	<b>(3874)</b>	<b>(5847)</b>	<b>(4357)</b>
毛利率	15%	19%	18%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	8%	6%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	8%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(1124)	(1342)	(1311)	(1466)	(1631)
收入增长	-19%	31%	12%	11%	10%	其它融资现金流	1948	1030	5805	3340	1131
净利润增长率	-52%	129%	13%	12%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(301)</b>	<b>(1653)</b>	<b>4494</b>	<b>1874</b>	<b>(501)</b>
资产负债率	64%	65%	67%	66%	64%	<b>现金净变动</b>	<b>(45)</b>	<b>(1877)</b>	<b>3509</b>	<b>500</b>	<b>0</b>
息率	2.7%	3.2%	3.2%	3.6%	3.9%	货币资金的期初余额	7914	7869	5991	9500	10000
P/E	30.3	13.2	11.7	10.5	9.4	货币资金的期末余额	7869	5991	9500	10000	10000
P/B	4.4	3.7	3.1	2.6	2.3	企业自由现金流	(1612)	5109	(425)	1002	2928
EV/EBITDA	40	21	18	16	14	权益自由现金流	337	6176	5213	3987	3609

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 ±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 ±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

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提及的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