

**买入**
**产品与营销服双轮驱动，业绩增长动力充沛**
**雅迪控股 (1585.HK)**

2024-1-31 星期三

### 投资要点

目标价：**16.2 港元**  
 现价：11.04 港元  
 预计升幅：46.8%

### 重要数据

| 日期          | 2024/1/30  |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元)    | 11.02      |
| 总股本 (亿股)    | 30.641     |
| 总市值 (亿港元)   | 6129       |
| 净资产 (亿港元)   | 741        |
| 总资产 (亿港元)   | 2790       |
| 52 周高低 (港元) | 20.7/10.63 |
| 每股净资产 (港元)  | 2.47.6     |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

大为投资有限公司 45.68%  
 方圆投资有限公司 16.7%

### 相关报告

雅迪控股 (1585.HK) 深度报告: 解决短途出行时代痛点, 综合优势拓展成长空间-20230417

### 研究部

姓名: 杨森  
 SFC: BJO644  
 电话: 0755-21519178  
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

#### ➤ 完善产品矩阵，巩固国内市场优势

考虑到中国二、三线城市对电动两轮车需求的增长及该等城市中目标客户的购买力，公司在 2023 年的战略方向是强化在 2000~3000 元左右的腰部产品的市场份额，并注重提升女性用户产品销售。

截至 2023 年上半年，公司推出 29 款新车型，包括冠能探索 X7、冠能奢想 Q9、冠能摩登及冠能探索 E10 等特色产品。冠能摩登自 2023 年 3 月上市以来迅速获得市场认可，三个月的销量即超过 261000 台。

总体看，2023 年上半年公司电动两轮车的销量为 821.07 万台，同比增加 33.8%。

#### ➤ 以东南亚为重点，加速推进海外产能布局

2024 年 1 月 21 日，公司在越南北江省的第二工厂举行奠基仪式，标志着公司在海外产能建设方面迈出了重要的一步，也代表着雅迪全球化的重要进展。

该工厂位于北江市郎江镇，占地 23.22 万平方米，设计产能为年产 200 万辆。该工厂的产品将不仅在越南销售，还能利用越南的高质量出口资源，进入其他东南亚国家。未来公司的 TTFAR 石墨烯电池、智能制造和质量控制等核心技术也会配置到越南，以在越南建立为公司智能制造的重要海外枢纽。

#### ➤ 电池业务推进供应链整合和新市场空间拓展

电动两轮车电池前段市场与后端市场的规模比例大致为 1:3 或 1:4。电池后端市场规模更大，需求也更稳定。公司目前在国内有 4 万多个网点。依托这个庞大的销售网络，公司在电池后市场发力，有望开拓出新的增长空间

#### ➤ 维持买入评级，目标价 16.2 港元

我们预测公司 2023~2025 年收入分别为 362.8 (+16.8%)、424.1 (+16.9%) 和 475.5 (+12.1%) 亿元人民币，净利润 25 (+14.3%)、30.9 (+24.1%) 和 36 (+16%) 亿元人民币。净利润 3 年平均增速为 18.2%。

我们认为以 2023 年 18.2 倍 PE 对公司进行估值是合理的，对应目标股价为 16.2 港币/股，股票预期升幅空间 47%，维持“买入”评级。

| 人民币百万元      | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 269.6 | 310.6 | 362.8 | 424.1 | 475.5 |
| 同比增长 (%)    | 39.2% | 15.2% | 16.8% | 16.9% | 12.1% |
| 毛利率         | 13.7  | 21.7  | 25.0  | 30.9  | 36.0  |
| 归母净利润       | 42.5% | 60.3% | 14.3% | 24.1% | 16.0% |
| 同比增长 (%)    | 5.1%  | 7.1%  | 6.9%  | 7.3%  | 7.6%  |
| 归母净利润率      | 0.52  | 0.78  | 0.89  | 1.11  | 1.28  |
| 每股盈利        | 269.6 | 310.6 | 362.8 | 424.1 | 475.5 |
| PE@11.04HKD | 32.9  | 14.2  | 12.4  | 10.0  | 8.6   |

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测



亚国家。未来公司的雅迪 TTFAR 石墨烯电池、智能制造和质量控制等核心技术也会配置到越南，以在越南建立为公司智能制造的重要海外枢纽。

**图 2：以东南亚为重点加速拓展海外业务**



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

**图 3：北江省第二工厂奠基**



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

## 电池业务推进供应链整合和新市场空间拓展

电动两轮车电池前段市场与后端市场的规模比例大致为 1：3 或 1：4。电池后端市场规模更大，需求也更稳定。公司目前在国内有 4 万多个网点。依托这个庞大

的销售网络，公司在电池后市场发力，有望开拓出新的增长空间。

图 4：电池业务推进供应链垂直整合和新市场空间拓展



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

## 估值和投资建议

我们预测公司 2023~2025 年收入分别为 362.8 (+16.8%)、424.1 (+16.9%) 和 475.5 (+12.1%) 亿元人民币，净利润 25 (+14.3%)、30.9 (+24.1%) 和 36 (+16%) 亿元人民币。净利润 3 年平均增速为 18.2%。

我们认为以 2023 年 18.2 倍 PE 对公司进行估值是合理的，对应目标股价为 16.2 港币/股，股票预期升幅空间 47%，维持“买入”评级。

## 风险提示

电动两轮车渗透率不及预期；

国家或地方关于电动两轮车出现政策调整；

全球贸易环境变化。

## 利润表

| 单位：亿元(CNY)          | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>收入</b>           | 269.63  | 310.60  | 362.84  | 424.12  | 475.48  |
| <b>营业成本</b>         | -228.46 | -254.38 | -292.82 | -341.84 | -382.29 |
| <b>毛利</b>           | 41.01   | 56.22   | 70.03   | 82.28   | 93.19   |
| 其他收益净额              | 3.80    | 4.54    | 5.13    | 5.64    | 6.20    |
| 销售费用                | -12.83  | -13.58  | -14.94  | -16.73  | -18.74  |
| 管理费用                | -8.18   | -8.96   | -9.86   | -10.84  | -11.93  |
| 研发费用总计              | -8.44   | -11.06  | -11.94  | -12.90  | -13.93  |
| <b>除所得税前溢利(营业利)</b> | 15.37   | 27.15   | 38.42   | 47.45   | 54.80   |
| 财务费用                | -0.15   | -0.59   | -0.53   | -0.48   | -0.43   |
| 分占按权益法入账的投资         | -0.15   | -0.33   | -0.24   | -0.28   | -0.26   |
| 所得税(支出)/回拨          | -1.40   | -4.32   | -12.59  | -15.58  | -18.01  |
| <b>净利润(含少数股东权益)</b> | 13.67   | 21.91   | 25.05   | 31.10   | 36.09   |
| 净利润(不含少数股东权益)       | 13.70   | 21.69   | 24.96   | 30.95   | 35.97   |
| 少数股东损益              | -0.03   | 0.22    | 0.09    | 0.16    | 0.13    |
| <b>其他综合收益</b>       | -0.11   | 0.53    | 0.21    | 0.37    | 0.29    |
| <b>综合收益总额</b>       | 13.56   | 22.44   | 25.26   | 31.47   | 36.38   |
| 综合收益总额(母公司)         | 13.59   | 22.44   | 25.28   | 31.48   | 36.40   |
| 综合收益总额(少数股东)        | -0.03   | 0.00    | -0.02   | -0.01   | -0.01   |
| 每股盈利(CNY)           | 0.48    | 0.72    | 0.82    | 1.02    | 1.18    |

## 现金流量表

| 单位：亿元(CNY)          | 2021A   | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E  |
|---------------------|---------|--------|-------|-------|--------|
| 净利润                 | 13.70   | 21.69  | 25.05 | 31.10 | 36.09  |
| 折旧与摊销               | 3.12    | 0.00   | 1.56  | 0.78  | 1.17   |
| 营运资本变动              | 23.87   | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00   |
| 其他非现金调整             | -3.75   | -2.18  | -2.97 | -2.57 | -2.77  |
| <b>经营活动产生的现金流量</b>  | 36.93   | 19.51  | 23.65 | 29.31 | 34.49  |
| 出售固定资产收到的现金         | 0.06    | 0.00   | 0.03  | 0.01  | 0.02   |
| 资本性支出               | -14.09  | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00   |
| 投资减少                | 586.84  | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00   |
| 投资增加                | -582.56 | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00   |
| 其他投资活动产生的现金流量       | 1.50    | 0.00   | 0.75  | 0.38  | 0.56   |
| <b>投资活动产生的现金流量</b>  | -8.24   | 0.00   | 0.78  | 0.39  | 0.59   |
| 债务调整额               | 0.26    | 12.80  | -0.38 | -0.13 | -6.40  |
| 权益性收益净额             | -0.16   | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00   |
| 支付的股利合计             | -4.54   | 0.00   | -4.54 | -4.54 | -4.54  |
| 其他筹资活动产生的现金流量       | 0.02    | -12.80 | 0.00  | 0.00  | 0.00   |
| <b>筹资活动产生的现金流量</b>  | -4.41   | 0.00   | -4.92 | -4.67 | -10.94 |
| 汇率变动影响              | -0.09   | 0.00   | -0.05 | -0.02 | -0.03  |
| 其他现金流量调整            | 0.00    | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00   |
| 现金及现金等价物净增加         | 26.52   | 0.00   | 19.47 | 25.01 | 24.11  |
| 现金及现金等价物期初余额        | 34.21   | 0.00   | 0.00  | 19.47 | 44.48  |
| <b>现金及现金等价物期末余额</b> | 60.73   | 0.00   | 19.47 | 44.48 | 68.58  |

## 资产负债表

| 单位：亿元(CNY)        | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>总资产</b>        | 194.08 | 249.52 | 132.37 | 176.30 | 196.75 |
| <b>流动资产合计</b>     | 150.14 | 173.95 | 72.37  | 112.06 | 131.45 |
| 存货                | 11.94  | 14.58  | 15.24  | 17.32  | 19.69  |
| 按金、预付款项及其它应       | 4.03   | 6.68   | 5.62   | 6.67   | 7.42   |
| 银行理财产品存款          | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 按公允价值列入收益表之       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应收账款              | 3.93   | 3.88   | 5.73   | 6.96   | 7.65   |
| 按公允价值计入其它全面       | 0.88   | 0.20   | 0.54   | 2.59   | 3.95   |
| 按公允价值计入损益的金       | 38.70  | 42.09  | -2.41  | -2.41  | -2.41  |
| 已抵押银行存款-流动资       | 29.93  | 38.70  | 28.19  | 36.45  | 26.56  |
| 定期存款              | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 货币资金              | 60.73  | 67.82  | 19.47  | 44.48  | 68.58  |
| <b>非流动资产合计</b>    | 43.93  | 75.57  | 60.00  | 64.24  | 65.30  |
| 固定资产-物业, 厂房及      | 22.12  | 32.91  | 27.51  | 30.21  | 28.86  |
| 有使用权资产-非流动资       | 9.28   | 9.37   | 10.31  | 11.34  | 12.47  |
| 无形资产              | 0.48   | 9.97   | 8.97   | 8.08   | 7.27   |
| 以权益法入账投资-非流       | 0.63   | 1.00   | 1.20   | 1.44   | 1.73   |
| 按金、预付款项及其它应       | 8.93   | 10.72  | 10.30  | 11.41  | 13.11  |
| 物业, 厂房及设备的预付      | 0.43   | 0.54   | 0.48   | 0.51   | 0.50   |
| 按公允价值列入损益之权       | 0.20   | 0.02   | 0.11   | 0.06   | 0.09   |
| 递延税项资产-非流动资       | 0.88   | 0.62   | 0.65   | 0.68   | 0.72   |
| 其他非流动资产           | 0.99   | 0.42   | 0.46   | 0.51   | 0.56   |
| <b>股东权益合计(含少数</b> | 45.12  | 66.42  | 73.12  | 80.40  | 88.45  |
| 股东权益合计(不含少数       | 45.00  | 66.42  | 73.06  | 80.37  | 88.41  |
| 少数股东权益            | 0.12   | 0.00   | 0.06   | 0.03   | 0.05   |
| <b>负债合计</b>       | 148.95 | 183.10 | 197.86 | 234.35 | 258.02 |
| <b>非流动负债合计</b>    | 5.68   | 7.89   | 6.61   | 6.84   | 6.62   |
| 递延税项负债-非流动        | 0.39   | 0.65   | 0.52   | 0.59   | 0.55   |
| 租赁-非流动负债          | 0.87   | 0.82   | 0.85   | 0.83   | 0.84   |
| 递延收入-非流动负债        | 0.43   | 0.83   | 0.75   | 0.67   | 0.61   |
| 其他非流动负债           | 3.98   | 5.00   | 4.49   | 4.75   | 4.62   |
| <b>流动负债合计</b>     | 143.28 | 175.21 | 191.26 | 227.51 | 251.40 |
| 应付账款及应付票据         | 127.58 | 135.93 | 171.12 | 204.21 | 225.89 |
| 应付负债及其他应付款        | 13.50  | 22.62  | 17.12  | 19.87  | 22.28  |
| 合同负债-流动负债         | 1.34   | 2.26   | 1.80   | 2.03   | 1.92   |
| 租赁-流动负债           | 0.40   | 0.47   | 0.44   | 0.45   | 0.45   |
| 应交所得税-流动负债        | 0.45   | 1.12   | 0.78   | 0.95   | 0.87   |

## 主要比率

|             | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>盈利能力</b> |        |        |        |        |        |
| 毛利率         | 15.27% | 18.10% | 19.30% | 19.40% | 19.60% |
| 净利率         | 5.07%  | 7.05%  | 6.90%  | 7.33%  | 7.59%  |
| ROE         | 33.86% | 32.66% | 34.13% | 38.49% | 40.66% |

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

#### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>