

买入

行业新政策落地，公司业务有望回归增长

雅迪控股 (1585.HK)

2025-1-20 星期一

投资要点

目标价：15.3 港元

现价：12.8 港元

预计升幅：20%

重要数据

日期	2025-1-19
收盘价 (港元)	12.8
总股本 (亿股)	31.13
总市值 (亿港元)	416
净资产 (亿港元)	89.1
总资产 (亿港元)	281.7
52 周高低 (港元)	9/15.1
每股净资产 (港元)	2.86

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 16.82%

相关报告

更新报告：产品与营销服双轮驱动，业绩增长动力充沛-YS-20240131

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

➤ 产品库存周期导致公司 2024 年收入和利润承压

2024 年上半年，公司电动踏板车及自行车的总销量由 2023 年上半年的 8,210,700 台减少至 2024 年同期的 6,382,600 台，同期收入达到 14,413.8 百万元（人民币，下同），较 2023 年同期减少约 15.4%。

公司于 2024 年 12 月 27 日公告：公司集团预期于截至 2024 年 12 月 31 日止年度录得的纯利介乎人民币 1,200 百万元至人民币 1,400 百万元之间，而去年同期录得的纯利则约为人民币 2,640.2 百万元。

公司纯利预期减少的原因主要包括：1) 电动两轮车销量因分销商的去清存货周期而下降；2) 若干现存型号存货的销售价格降低，因公司采取了加快售清该等现存型号存货的销售及市场推广策略，以响应国家标准的调整。

➤ 新版《电动自行车安全技术规范》发布，2025 年行业需求有望增长

《电动自行车安全技术规范》（GB17761—2024，以下简称《技术规范》）已于 2024 年 12 月 31 日正式发布，将于 2025 年 9 月 1 日实施，旧版标准（GB17761—2018）将被替代。我们认为新版《电动自行车安全技术规范》落地后，原本处于观望状态的消费者将会把消费意愿转化为购买行为，行业需求有望在 2025 年取得增长。

➤ 维持“买入”评级，目标价 15.3 港元/股

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 278.5 (-20%)、342.5 (+23%) 和 393.9(+15%) 亿元人民币，归母净利润 13.1(-50.5%)、25.8(+97.5%) 和 34 (+31.6%) 亿元人民币。

我们预测公司 24~26 年净利润平均增速为 26%。按照稳健原则，我们认为按照 2025 年 17 倍 PE 计算公司估值是合理的，对应目标价 15.3 港元/股，距离现价有 20% 的上升空间，给予“买入”评级。

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,085.9	34,800.7	27,851.9	34,252.5	39,388.0
同比增长	15.2%	16.8%	-20.0%	23.0%	15.0%
归母净利润	2,161.1	2,640.2	1,307.9	2,583.6	3,401.3
同比增长	57.8%	22.2%	-50.5%	97.5%	31.6%
毛利率	18.1%	16.9%	16.0%	18.0%	19.0%
每股收益(元)	0.69	0.85	0.42	0.83	1.09
PE@12.8HKD	17.0	13.9	28.1	14.2	10.8

数据来源：wind、公司财报、国元证券经纪(香港)预测和整理

报告正文

产品库存周期导致公司 2024 年收入和利润承压

2024 年上半年，公司电动踏板车及自行车的总销量由 2023 年上半年的 8,210,700 台减少至 2024 年同期的 6,382,600 台，同期收入达到 14,413.8 百万元（人民币，下同），较 2023 年同期减少约 15.4%。

公司于 2024 年 12 月 27 日公告：公司集团预期于截至 2024 年 12 月 31 日止年度录得的纯利介乎人民币 1,200 百万元至人民币 1,400 百万元之间，而去年同期录得的纯利则约为人民币 2,640.2 百万元。

公司纯利预期减少的原因主要包括：1) 电动两轮车销量因分销商的去清存货周期而下降；2) 若干现存型号存货的销售价格降低，因公司采取了加快售清该等现存型号存货的销售及市场推广策略，以响应国家标准的调整。

新版《电动自行车安全技术规范》发布，2025 年行业需求有望增长

《电动自行车安全技术规范》（GB17761—2024，以下简称《技术规范》）已于 2024 年 12 月 31 日正式发布，将于 2025 年 9 月 1 日实施，旧版标准（GB17761—2018）将被替代。

本次发布的新标准主要从以下几方面进行了修改和完善：

- 一是强化了非金属材料防火阻燃要求，针对弹性软垫材料、纺织品、皮革、电气回路导线等不同类别非金属部件分别规定了防火阻燃指标。
- 二是明确了电动自行车使用塑料的总质量不应超过整车质量的 5.5%。
- 三是增加了电动机低速运行转矩、空载反电动势、电感值差异系数的要求。
- 四是完善了电池组、控制器、限速器的防篡改要求，增加了 6 类防篡改检查方法示例。
- 五是提升了制动性能要求，减小了车辆最大制动距离。
- 六是将使用铅酸蓄电池的电动自行车整车质量上限由 55kg 提升到 63kg。
- 七是新增了企业质量保证能力和产品一致性要求，明确了生产企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的整车及车架等主要零部件的生产能力、检测能力和质量控制能力。

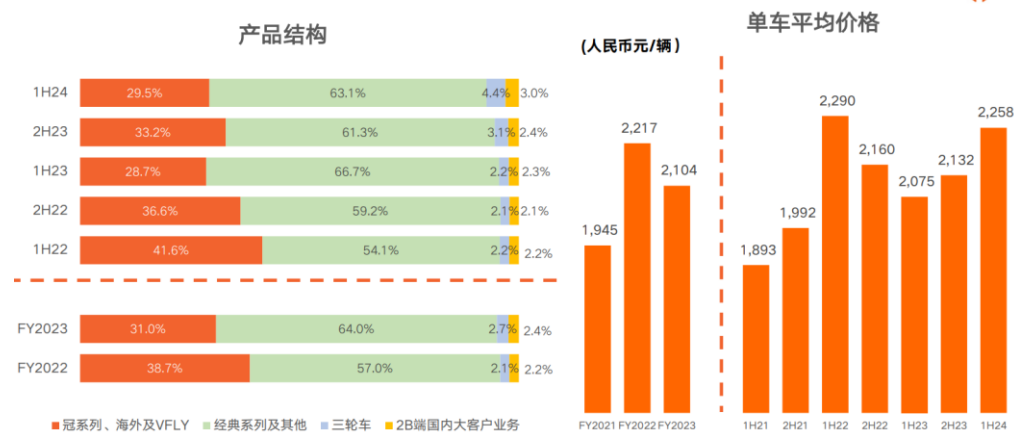
- 八是要求电动自行车具备北斗定位，通信与动态安全监测功能，其中对于除城市物流、商业租赁等经营性用途之外的电动自行车，在销售时可由消费者选择是否保留北斗定位模块。
- 九是不再强制要求所有车型均安装脚踏骑行装置，改为由生产企业根据车型的实际需要设计和安装。
- 十是明确了电动自行车鼓励安装后视镜。
- 十一是要求生产企业明确电动自行车的建议使用年限，并在铭牌、产品合格证上进行标注。

新标准实施后，将产生以下五方面积极效果：

- 一是降低火灾事故隐患和危害。通过减少塑料件使用，以及强化非金属材料的防火阻燃性能要求，能够起到延缓火灾蔓延速度、降低燃烧强度以及减少火灾发生时有毒气体释放量的效果。
- 二是减少交通事故风险。通过严格限制电动机最高转速等关键参数，确保车辆无法超速行驶；缩短车辆制动距离，降低碰撞事故发生风险；鼓励安装后视镜，提高车辆行驶安全性。
- 三是有效防范非法改装。通过完善防篡改技术指标和检测方法，增加互认协同功能，落实“一车一池一充一码”，从技术上大幅提高非法改装门槛，有利于逐步减少乃至杜绝改装行为。
- 四是提升车辆整体安全性能。通过增加北斗定位、通信与动态安全监测功能，方便消费者实时了解电动自行车关键安全信息，一旦发生车辆被盗、蓄电池温度异常或电压过高等情况，可借助通信模块第一时间提醒消费者及时处置，从而增强车辆的主动安全性能。此外，还通过在铭牌、产品合格证上明确标注建议使用年限，提醒消费者及时淘汰超期服役产品。
- 五是更好满足消费者日常使用需求。通过放宽铅蓄电池车型重量限值，为消费者提供性价比更高、续航里程更长、使用体验更好的产品；不再强制安装脚踏骑行装置，提升产品的实用性，节约生产成本，也为消费者提供更多的车型选择空间。

图 1：公司历年上下半年产品结构及平均单价趋势

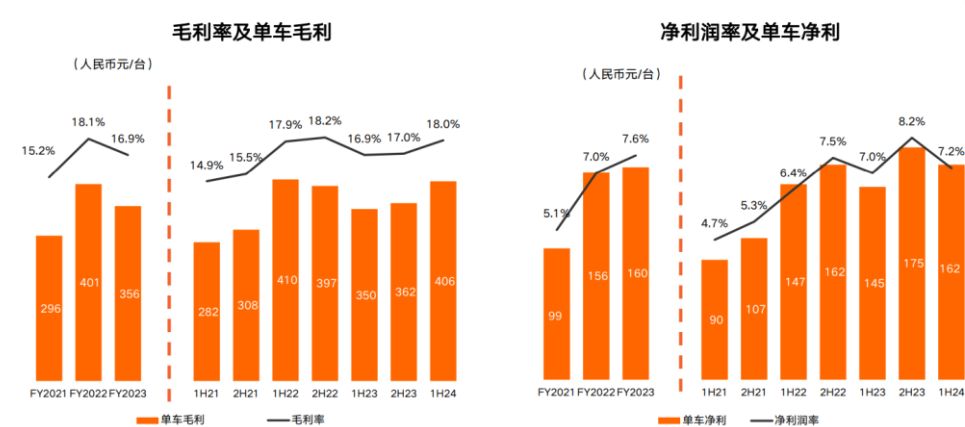
上下半年产品结构及平均单价趋势



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司历年上下半年盈利能力

上下半年盈利能力



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

盈利预测与估值建议

我们认为新版《电动自行车安全技术规范》落地后，原本处于观望状态的消费者将会把消费意愿转化为购买行为，行业需求有望在 2025 年取得增长。公司凭借研发、营销和渠道管理，在国内市场的领先优势稳固。同时公司海外业务持续拓展，将为公司打开更广阔的发展空间。

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 278.5 (-20%)、342.5 (+23%) 和 393.9 (+15%) 亿元人民币，归母净利润 13.1 (-50.5%)、25.8 (+97.5%) 和 34 (+31.6%)

亿元人民币。

我们预测公司 24~26 年净利润平均增速为 26%。按照稳健原则，我们认为按照 2025 年 17 倍 PE 计算公司估值是合理的，对应目标价 15.3 港元/股，距离现价有 20% 的上升空间，给予“买入”评级。

风险提示

- 全球电动两轮车销量增速不及预期；
- 公司产品拓展不及预期。

财务报表摘要

资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	损益表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:						营业总收入	31,085.9	34,800.7	27,851.9	34,252.5	39,388.0
现金及现金等价物	6,782.6	7,913.8	5,930.6	7,785.3	9,227.4	主营业务收入	31,059.4	34,762.8	27,810.2	34,206.6	39,337.6
应收款项合计	1,039.8	1,082.5	917.7	1,026.2	1,180.1	其他营业收入	26.5	37.9	41.7	45.9	50.4
存货	1,458.0	955.4	1,390.5	1,368.3	1,180.1	营业总支出	28,805.6	32,610.4	26,402.9	31,335.1	35,543.4
其他流动资产	8,114.5	6,890.1	6,959.0	7,096.8	7,167.8	营业成本	25,445.4	28,877.5	23,360.6	28,049.4	31,863.4
流动资产合计	17,394.9	16,841.8	15,197.9	17,276.5	18,755.5	营业开支	3,360.2	3,732.9	3,042.3	3,285.7	3,680.0
非流动资产:						营业利润	2,280.3	2,190.3	1,449.0	2,917.3	3,844.6
固定资产净值	3,291.2	3,940.3	4,334.3	4,767.8	5,244.5	净利息和其他非经常性收益	335.0	829.8	37.2	18.6	20.5
权益性资产和其他长期投资	302.0	471.7	518.9	570.8	627.8	除税前利润	2,615.3	3,020.1	1,486.2	2,935.9	3,865.1
商誉及无形资产	1,128.5	1,111.8	1,167.4	1,179.1	1,190.9	减: 所得税	432.3	379.9	178.3	352.3	463.8
土地使用权	805.0	933.4	914.7	896.4	878.5	少数股东损益	21.9	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	2,030.9	2,361.1	2,833.3	2,890.0	3,034.5	持续经营净利润	2,161.1	2,640.2	1,307.9	2,583.6	3,401.3
非流动资产合计	7,557.6	8,818.3	9,768.6	10,304.0	10,976.2	净利润	2,161.1	2,640.2	1,307.9	2,583.6	3,401.3
总资产	24,952.7	25,660.1	24,966.5	27,580.5	29,731.7	归属普通股股东净利润	2,161.1	2,640.2	1,307.9	2,583.6	3,401.3
流动负债:											
应付账款及票据	13,592.9	13,672.2	11,680.3	12,622.2	12,745.4						
应交税金	206.0	196.0	201.0	247.2	284.3						
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
短期借贷及长期借贷当期到期部	1,281.7	267.3	181.8	223.6	244.3						
其他流动负债	2,439.8	2,260.8	2,182.4	2,009.4	1,690.4						
流动负债合计	17,520.4	16,396.3	14,245.5	15,102.5	14,964.3						
非流动负债:											
长期借贷	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他非流动负债	789.7	862.6	1,035.1	1,242.1	1,490.6						
非流动负债合计	789.7	862.6	1,035.1	1,242.1	1,490.6						
总负债	18,310.1	17,258.9	15,280.7	16,344.6	16,454.9						
股东权益:											
普通股股本	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2						
储备和库存股	7,115.9	8,769.9	9,685.4	11,235.6	13,276.3						
其他综合性收益	70.1	52.3	-	-	-						
归属母公司股东权益	6,642.4	8,401.0	9,685.6	11,235.8	13,276.5						
少数股东权益	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2						
股东权益合计	6,642.6	8,401.2	9,685.8	11,236.0	13,276.7						
总负债及总权益	24,952.7	25,660.1	24,966.5	27,580.6	29,731.6						

现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	3,078.4	3,580.1	-1,741.3	1,927.3	1,994.6
投资活动产生的现金流量净额	-2,056.0	-430.3	-1,630.1	-489.0	-635.7
筹资活动产生的现金流量净额	-379.4	-2,036.9	1,388.1	416.4	83.3
汇率变动的影响	18.2	-	-	-	-
现金净流量:					
现金及现金等价物净增加额	709.5	1,131.2	-1,983.2	1,854.7	1,442.2
现金及现金等价物期初余额	6,073.1	6,782.6	7,913.8	5,930.6	7,785.3
现金及现金等价物期末余额	6,782.6	7,913.8	5,930.6	7,785.3	9,227.4

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,085.9	34,800.7	27,851.9	34,252.5	39,388.0
同比增长	15.2%	16.8%	-20.0%	23.0%	15.0%
归母净利润	2,161.1	2,640.2	1,307.9	2,583.6	3,401.3
同比增长	57.8%	22.2%	-50.5%	97.5%	31.6%
毛利率	18.1%	16.9%	16.0%	18.0%	19.0%
每股收益(元)	0.69	0.85	0.42	0.83	1.09
PE@12.8HKD	17.0	13.9	28.1	14.2	10.8

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

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。本报告清晰准确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) 37696888

传真：(852) 37696999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>