

九号“真智能”，整备待起航 买入（上调）

2021年01月31日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证号: S0600520080001
huangrl@dwzq.com
研究助理 柴嘉辉
chajjh@dwzq.com.cn
研究助理 罗悦
uoyue@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,586	5,976	9,344	13,125
同比(%)	8.0%	30.3%	56.4%	40.5%
归母净利润(百万元)	-455	70	479	959
同比(%)	74.8%	115.4%	585.1%	100.0%
每股收益(元/股)	-6.46	0.99	6.81	13.62
P/E(倍)	-155	1,009	147	74

投资要点

■ **九号公司：智能短交通及机器人领军企业。**公司聚焦智能短交通和机器人领域，以“简化人和物的移动”作为企业文化，19年收入45.9亿，其中智能滑板车占比70%以上、平衡车占比20%以上。公司具备强工程师基因，打造超千人研发团队对，同时从事基础与应用技术的研究；同时具备多样化的渠道布局，自营、分销并重，海外依托Segway品牌全面提升影响力。

■ **电动二轮车空间广阔，九号“真智能”21年整备待发、长期空间大。**

➢ 19年国内电动二轮车产量2798万辆，海外目前较少，从行业看：1) 中国“新国标”驱动下，2亿+非标车亟待替换，预计20-24年增速分别20%/20%/15%/10%/5%，24年国内产量超5000万辆，2) 东南亚每年摩托车消费量1500万量级，后续电动化进程有望加速，3) 欧美高端市场渗透率提升，行业增量空间广阔，测算19年市场空间400亿+、2025年有望达近1200亿。

➢ 九号公司19年底入局电动二轮车，20年预计销量已达到10万辆，21年计划在先有的B/C/E系列基础上增加A/D/N系列，完善产品覆盖，价格下沉2k档位，产品整备待发，同时线下加速拓展，21年预计达到1000+一级代理商、2000+专营店(20年分别300+、1000+)，同时以互联网营销思维赋能线下销售，中性估计21年九号电动销量80-100万辆、未来5年持续高增长，未来稳态净利率有望达到10%以上。

■ **电动平衡车、滑板车：高壁垒的优质赛道。**电动平衡车和滑板车是公司的优势领域，其中：1) **智能平衡车**国内外需求向好，九号先发优势强、专利壁垒深厚，份额估计全球第一，预计未来维持7-10%的稳定增长；2) **智能滑板车**各地路权逐步放开，产品具备“短途代步+娱乐”双重属性，共享+ToC销售需求旺盛，国内九号借助小米+自有渠道扩张，海外立足Segway的品牌与渠道快速增长，预计复合增速25%左右。

■ **全地形车电动化趋势确定，远期空间大。**ATV全球销量90万台左右，燃油车均价10万左右，市场以北美、欧洲为主，由于电机中低速区间高扭矩的特性，电动、混动化ATV将成为趋势，九号目前全地形车产品布局完备，长期空间大。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司2020-22年收入分别59.8亿、93.4亿、131.3亿，同比分别+30%、+56%、+41%，归母净利润分别0.70亿、4.79亿、9.59亿(考虑股权激励、股份支付费用)，同比分别扭亏为盈、+585%、+100%。给予公司目标价133元，目标市值934亿，对应现价10倍PS，上调至“买入”评级。

■ **风险提示：**行业政策风险，新产品推广进度不及预期，海外市场销量下滑，盈利能力不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	100.28
一年最低/最高价	33.00/112.70
市净率(倍)	19.08
流通A股市值(百万元)	5782.56

基础数据

每股净资产(元)	38.83
资产负债率(%)	57.03
总股本(百万股)	70.41
流通A股(百万股)	5.77

相关研究

1、《九号公司(689009)：持续扩张的智能短交通和机器人领域领先企业》2020-12-24

内容目录

1. 功底扎实、壁垒深厚的技术型企业	5
1.1. 九号公司：智能短交通及机器人领先企业	5
1.2. 强工程师基因+强渠道打造深厚壁垒	7
2. 二轮车：空间广阔，打造“真智能”第一品牌	10
2.1. 国内新国标推动存量替代，海外摩托车开始电动化	10
2.2. 中国企业大幅领先，新秀差异竞争、逐步崛起	16
2.3. 九号：产品整备、营销赋能，2021 蓄势待发	18
2.4. 海外与服务收费模式进一步打开长期空间	21
2.5. 厚积薄发，长期收入空间大，利润率有望达 10%以上	22
3. 电动平衡车、滑板车：高壁垒的优质赛道	24
3.1. 智能平衡车：需求稳进，业绩稳中有升	24
3.2. 智能滑板车：路权放开点燃市场热度，九号“幕后”走向“台前”	26
4. 全地形车：电动化趋势初现，远期空间大	31
5. 服务机器人：同源技术的延伸，打开未来想象空间	34
6. 盈利预测与投资建议	35
7. 风险提示：	37

图表目录

图 1：九号公司历史沿革	5
图 2：九号公司产品阵列	6
图 3：公司营收及业务结构（百万元）	6
图 4：公司各产品毛利率水平	6
图 5：研发部门架构	7
图 6：公司产品荣膺多项全球奖项	8
图 7：公司与小米集团关联交易金额（百万元）	8
图 8：2019 年前五大客户占 63%，其中小米占比 52%	8
图 9：二轮车分类：自行车、摩托车、电动二轮车	10
图 10：中国二轮车产量规模（2019A）	10
图 11：中国电动自行车产业：目前已经进入高质量发展阶段	11
图 12：2019 年全球摩托车需求 80%来自亚洲	13
图 13：2019 年摩托车 5 大国：印度、中国、印尼、越南、泰国	13
图 14：电动二轮车产业链	16
图 15：中国电动两轮车市场格局（2019A）	16
图 16：一线电动两轮车企业销量（单位：万辆）	16
图 17：雅迪经销网络（1760 家，2015A）	17
图 18：2019 年电动车品牌关注度排行	17
图 19：感应解锁等功能解决便捷性等“标准化需求”	18
图 20：OTA 升级获取新功能，解决“个性化需求”	18
图 21：线下体验店&服务店覆盖主要城市	20
图 22：九号电动线下门店示意	20

图 23: 九号电动场景营销模型.....	21
图 24: “出海” 首款 C80 二轮电动车.....	21
图 25: 九号电动的服务收费模式.....	22
图 26: 平衡车发展历程.....	24
图 27: 滑板车发展历程.....	24
图 28: 中国电动平衡车市场需求快速提升.....	24
图 29: 中国电动平衡车产量基本稳定.....	24
图 30: 九号部分平衡车产品在 Amazon 官网进行销售.....	25
图 31: 美国近一半州仍认定电动滑板车不合法或不允许电动滑板车上路.....	26
图 32: 共享滑板车逐渐成为多数国家一种出行方式.....	27
图 33: 共享电动滑板车在美、欧市场布局最多.....	27
图 34: 量: 电动滑板车以 C 端销售为主, 九号自有品牌销量翻倍.....	30
图 35: 价: 自有品牌电动滑板车均价有所提升.....	30
图 36: 全地形车使用场景涵盖沙滩、河床等复杂地形.....	31
图 37: 全地形车全球年均销量近百万台.....	31
图 38: 全地形车以北美、欧洲为主要市场 (2015A).....	32
图 39: 全地形车用户群以个人消费者为主.....	32
图 40: 九号全地形车采用油电混动技术路线.....	32
图 41: 主要 ATV 厂商进入北美市场时间.....	33
图 42: 中国全地形车以出口海外市场为主 (万辆).....	33
图 43: 全地形车产能分布于浙江、重庆、江苏 (万辆).....	33
图 44: 中国全地形车产量集中度较高 (2019A).....	33
图 45: 全球服务机器人销售规模 (亿美元).....	34
图 46: 2015-2019 年中国外卖行业市场交易额 (亿元).....	34
图 47: 近五年中国外卖市场渗透率稳步提升.....	34
图 48: 九号公司服务机器人产品系列.....	35
表 1: 公司掌握智能短交通及服务机器人核心技术, 多项技术处于国际领先地位.....	7
表 2: 九号公司销售模式以线下为主, 小米分销渠道占据 50% 以上.....	9
表 3: Segway 遍布全球的销售渠道.....	9
表 4: 各品种二轮车应用场景比较.....	10
表 5: 新国标下的电动两轮车技术标准.....	12
表 6: 各省新国标过渡期政策.....	12
表 7: 印度市场主流摩托车、电摩价格对比.....	14
表 8: 东南亚部分国家制定政策推动二轮车的电动化.....	14
表 9: 测算: 2025 年全球电动二轮车产量.....	15
表 10: 主流电动二轮车比较.....	17
表 11: 九号电动自行车智能化功能一览.....	18
表 12: 竞品分析: 九号 E100/小牛 NQi+.....	19
表 13: 九号公司产品矩阵完善: 全面覆盖低、中、高端市场.....	20
表 14: 测算: 预计电动二轮车行业到 2025 年收入 200 亿+、利润率 10%+.....	23
表 15: 九号平衡车业务到 2025 年收入达到 17.1 亿元.....	25
表 16: 部分国家地区对滑板车、平衡车等两轮电动车的路权有所限制.....	26

表 17: 全球主要共享滑板车供应商情况 (2019A)	27
表 18: 当前电动滑板车在欧洲各国普遍拥有较大路权 (不完全统计)	28
表 19: 九号滑板车产品在多国市占率遥遥领先.....	29
表 20: 九号电动滑板车产品在续航、防水、减震方面更有优势.....	29
表 21: 预计九号公司到 2025 年智能滑板车业务营收 48.2 亿, 五年 CAGR=30.6%	30
表 22: 九号电动分板块盈利预测.....	36
表 23: 可比公司估值 (PE, 截至 1 月 28 日股价)	37
表 24: 可比公司估值 (PS, 截至 1 月 28 日股价)	37

1. 功底扎实、壁垒深厚的技术型企业

1.1. 九号公司：智能短交通及机器人领先企业

公司是一家聚焦智能短交通和机器人领域的全球领先企业。以“简化人和物的移动 (Simply Moving)”为企业文化，着力深耕智能短交通（移动人）和服务机器人（移动物）两大领域，开拓酷玩娱乐等新兴领域。旗下产品包括智能电动平衡车、智能电动滑板车、电动自行车/摩托车、服务机器人、全地形车、卡丁车等，其核心产品，销售区域覆盖全球 100 多个国家和地区，与 Voi、Lyft Scooter (Lyft)、Uber Scooter (Uber)、Spin (Skinny) 和 Grin (Encosta) 等国内外出行领域众多知名企业建立深度合作关系。

图 1：九号公司历史沿革

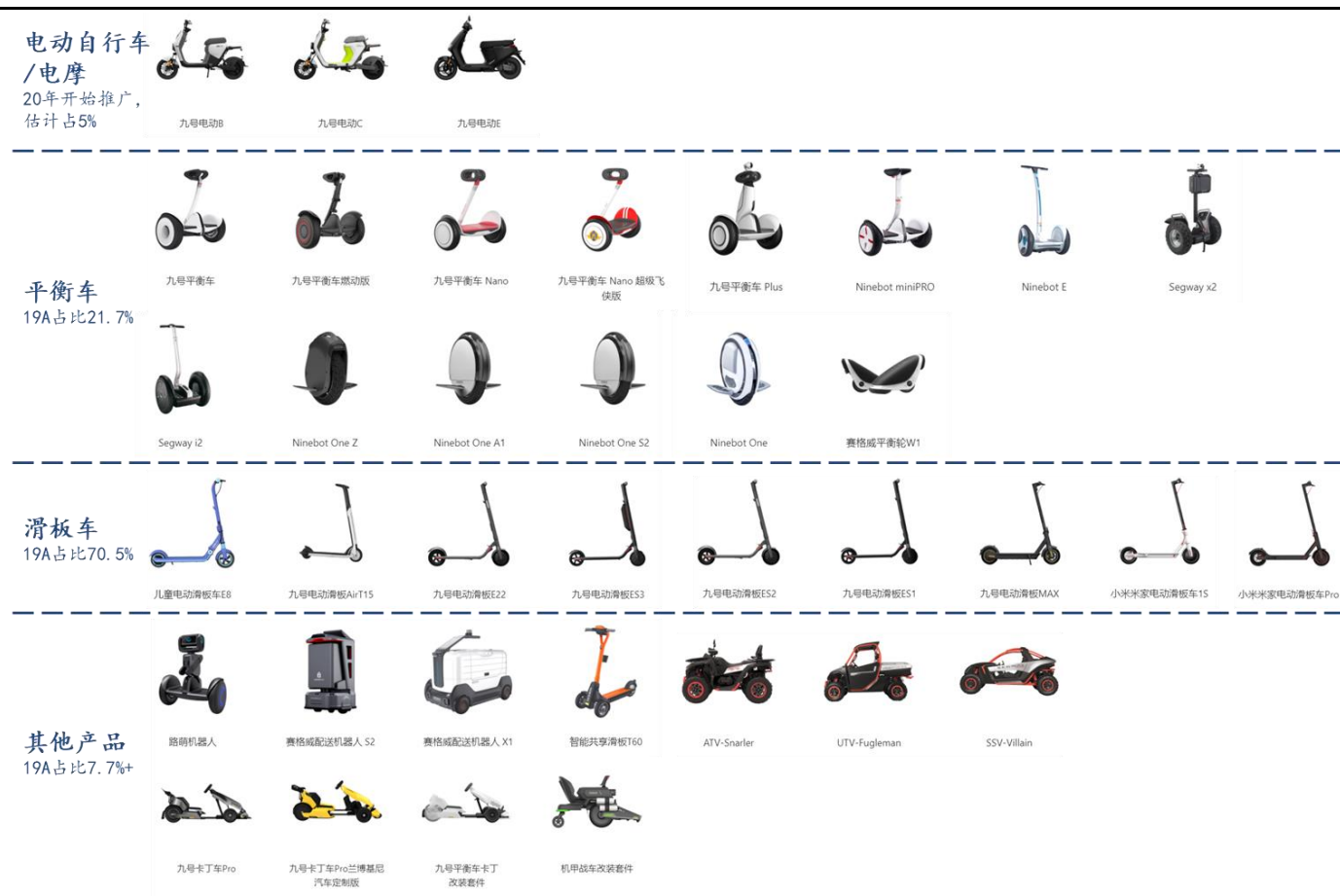


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

创业 8 年，获一线资本青睐、加入小米生态链。成立于 2012 年，公司依靠 Windrunner 系列平衡车产品引发业界关注。2014 年 10 月，九号公司加入小米生态链；并在同月，获得来自红杉、小米、华山、顺为资本的 8000 余万美金 A 轮融资，助成公司于 2015 年 4 月以股权融资和银行贷款模式收购美国平衡车企业 Segway。2020 年 10 月 29 日，公司正式登陆科创板，成为国内首个以 VIE+CDR 模式完成上市的企业。

目前九号的收入结构中，智能电动滑板车系列占比超过 70% (19A)、智能电动平衡车系列占比 20%+，其他智能服务机器人、套件、儿童自行车等产品占比 20%+，电动自行车/电摩产品 19 年底推出、20 年刚开始起量，预计全年销售 5 亿元左右、占比 5%。

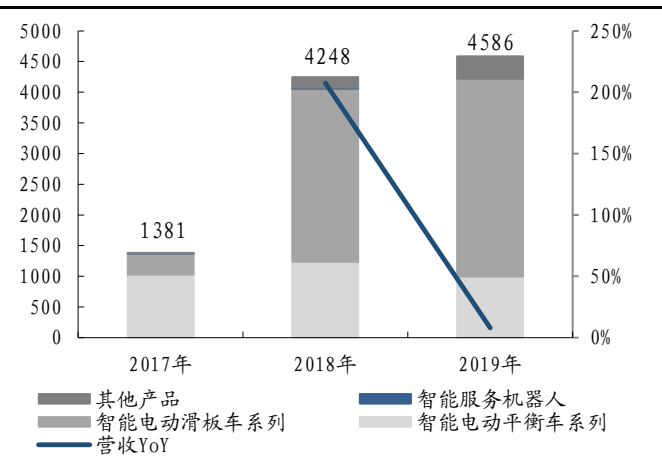
图 2：九号公司产品阵列



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

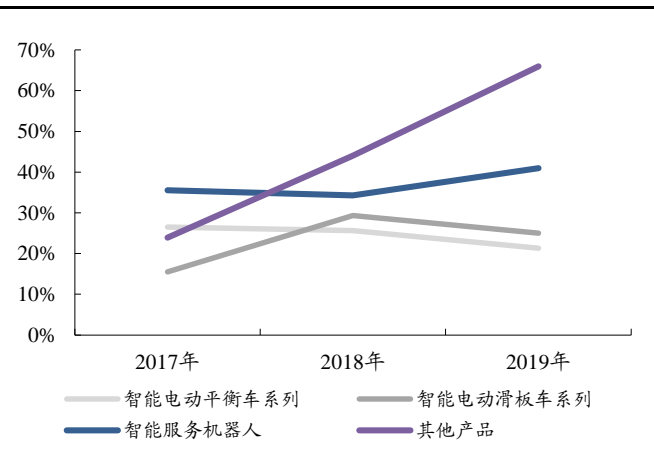
收入增长方面，公司 2018/19/20Q1-3 年营收分别为 42.48 亿/45.86 亿/43.18 亿，增速分别 207.5%/8.0%/14.8%，18 年收入大幅增长来自电动滑板车产品投放，尤其是欧美共享市场需求快速增长，19-20 年增速放缓。盈利能力方面，九号整体毛利率保持在 25% 左右，其传统优势产品智能电动平衡车、滑板车毛利率基本在 20-30% 水平，服务机器人毛利率较高。

图 3：公司营收及业务结构（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司各产品毛利率水平

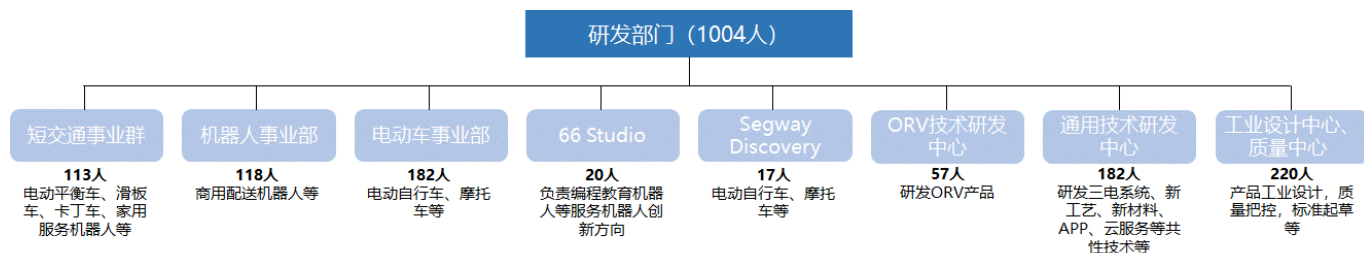


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 强工程师基因+强渠道打造深厚壁垒

工程师云集，超千人研发团队从事基础与应用研究。公司重视研发，技术人员共计864人（截至19年底），占总人数的36.26%。研发部以短交通、机器人、电动车三大事业部为核心，通用技术研发中心、质量中心等为基础研发中后台支撑，辅之以66 Studio、ORV技术研发中心等新兴产品事业部。

图 5: 研发部门架构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 1: 公司掌握智能短交通及服务机器人核心技术，多项技术处于国际领先地位

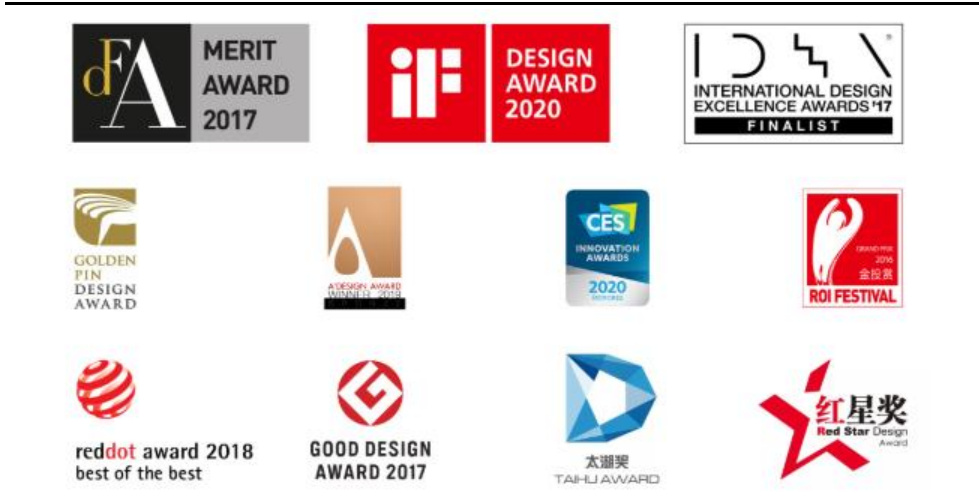
是否通用	核心技术	应用产品	技术先进性	产业化时间
多类产品通用	自平衡控制技术	电动平衡车、自平衡机器人， 电动自行车/摩托车	国际领先	2013年
	高可靠双重保护电池管理技术	电动平衡车、电动滑板车， 电动自行车/摩托车类，机器人系列	国际等同	2015年
	高精度低成本永磁同步电机驱动技术	电动平衡车、电动滑板车、 电动自行车/摩托车，机器人系列	国内领先	2015年
平衡类产品通用	超宽带无线定位技术	平衡车，自平衡机器人	国际等同	2016年
平衡车专用	双冗余热备份电机控制技术	双轮平衡车	国内领先	2015年
机器人专用	视觉为主的多传感器室内定位技术		国际领先	2017年
	高动态室内环境机器人运动控制技术	自平衡机器人，配送类机器人	国际领先	2017年
	基于视觉的人体跟随系统		国际领先	2017年
	基于视觉的自主充电技术		国际等同	预计2020年
ORV专用	三轴机器人头部增稳技术	自平衡机器人	国际等同	2017年
ORV专用	ORV 并联式/串联式混合动力平台	ORV 全地形车混动系列	国际领先	预计2020年

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

技术实力过硬，核心壁垒是先进感知、计算技术、IoT 技术、大数据、OTA 设计与工程能力等。截至目前，在平衡车和滑板车领域拥有或申请中的国内外基础专利达 1000 多项，拥有自平衡控制技术、高可靠双重保护电池管理技术、高精度低成本永磁同步电机驱动技术等 12 项核心技术，多项核心技术具备国际领先水平，并可横向扩展至多个品类、不断加深技术理解和积淀。

此外，九号多个爆款产品荣获如“设计界奥斯卡”之称的德国 iF 设计奖等奖项，主要产品性能和设计等方面取得国内外市场的一致认可。

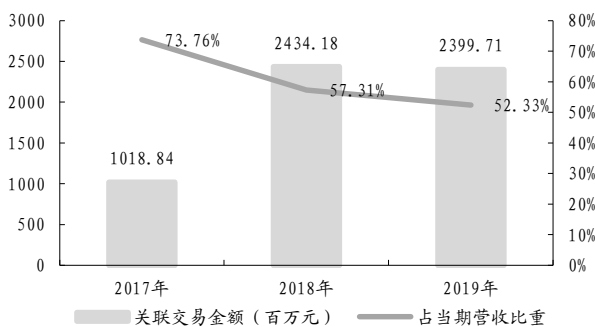
图 6: 公司产品荣膺多项全球奖项



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

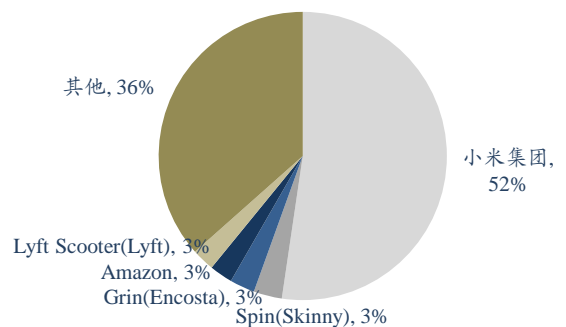
渠道多元化，小米渠道占比逐步降低。自成立来公司始终致力于渠道拓展，形成以线下渠道为主、线上为辅，并采用直营、分销相结合的“多渠道”销售模式。1) 直营模式下，公司通过在官网、天猫/京东旗舰店等线上平台直接面向客户销售，同时通过 ODM 产品直营，为 Voi、Uber Scooter (Uber) 等共享客户直接提供定制产品；2) 分销模式方面，公司还建立与直营互补的分销模式，主要向小米集团提供定制的九号平衡车、米家滑板车等独家分销产品，以及通过线上、线下的分销商销售标准化产品。公司 3 年来持续拓展自主品牌 Segway-Ninebot 的分销、直销渠道，积极拥抱线上渠道，小米渠道的占比已从 17 年的 73.8% 下降到 19 年的 52.3%，“去小米化”征程仍在继续。

图 7: 公司与小米集团关联交易金额 (百万元)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 8: 2019 年前五大客户占 63%，其中小米占比 52%



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 2: 九号公司销售模式以线下为主, 小米分销渠道占据 50%以上

渠道	销售模式及占比 (19 年)	代表平台及客户	产品类别
线下 (93.2%)	定制产品独家分销 (52.1%)	小米	平衡车、小米米家滑板车为主
	ODM 产品直营 (21.4%)	Voi、Lyft Scooter (Lyft)、Uber Scooter (Uber)、Spin (Skinny) 和 Grin (Encosta)	滑板车为主
	自主品牌分销 (19.7%)	KSR、Athena、KP Sport、杭州融力、深圳逢刚等垂直渠道分销商, Costco 等海外连锁分销商	平衡车、滑板车、电动自行车/摩托车等产品
线上 (6.6%)	自主品牌分销 (4.1%)	淘宝、京东自营、苏宁易购、亚马逊 (Amazon) 等平台	
	自主品牌 M2C 直营 (2.5%)	亚马逊 (Amazon)、公司官网、天猫、京东、小米有品、Indiegogo 等电商平台	

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

积极拥抱全球化, 收购老牌企业 Segway 实现渠道 “1+1>2”。自九号 2015 年收购 Segway, 凭借其海外渠道得以迅速立足于全球市场。19 年末公司自营、分销产品已进入北美、欧洲和亚太的多个国家和地区, 在多个海外市场实现深度渗透, 成功开发 Voi、Uber Scooter (Uber)、Spin (Skinny) 和 Grin (Encosta) 等境外客户, 同时与 Costco、Best Buy、Amazon 等海外线下、线上零售品牌合作紧密, 九号目前海外的业务拓展。海外收入占营收比重从 17 年 26.11% 提升至 19 年的 39.45%, 成为公司主要的收入来源之一。

表 3: Segway 遍布全球的销售渠道

渠道分类	合作渠道/电商品牌
官方线上	Segway 官方商城、Amazon (全球)
零售店	ABT (美国最大的电子产品、数码配件、家电等零售商)、Brandsmart USA (美国东南部领先的消费电子和家电零售商)、B&H (美国专业消费电子、摄影器材零售商)、Canadian Tire (加拿大连锁电子、家电产品零售商)、Tanguay (加拿大零售商)、Home Hardware (加拿大零售商)、Federated Co-op (加拿大零售商) 等
会员店	Costco (全球)
线上零售商	Rev Rides (美国最大的娱乐型电动车辆零售商)、BestBuy (美国、加拿大、墨西哥线上零售商)、Target (加拿大电商)、Wellbots (美国智能产品零售商)、Brandsmart USA、B&H、ABT 等
线上经销商	Walmart (全球)、Ebay (全球)

数据来源: Segway 官网, 东吴证券研究所

2. 二轮车：空间广阔，打造“真智能”第一品牌

2.1. 国内新国标推动存量替代，海外摩托车开始电动化

根据二轮车的动力来源，可将二轮车分为脚踏自行车、燃油摩托车、电动二轮车，其中摩托车和电动二轮车由于其便利性、经济性，长期作为城市中长距离出行(2-30km)的主力。中国是全球二轮车最大的制造基地，19年二轮车产量超1.1亿辆(含出口)，其中脚踏自行车6669万辆、摩托车1699万辆、电动自行车2708万辆，国内销售量估计在5000万辆左右；估计全球二轮车年产销规模2亿左右，其中自行车占比一半，粗略估计市场规模在数千亿级别。

图9：二轮车分类：自行车、摩托车、电动二轮车

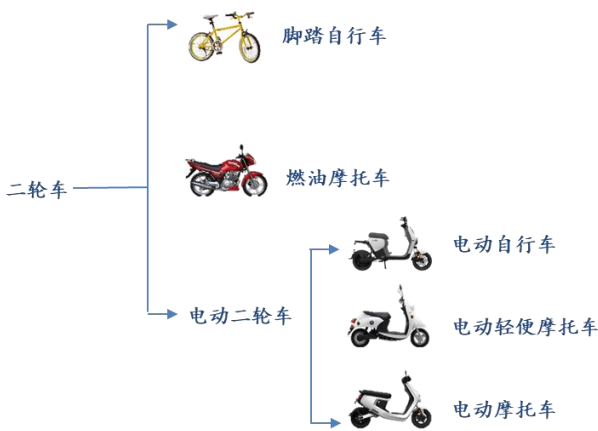
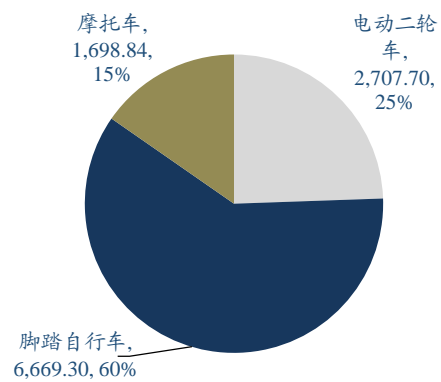


图10：中国二轮车产量规模（2019A）



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

一方面，电动车便利性、经济性凸显，相对于摩托车，电动二轮车价格低廉、运行成本优势更突出，同时可实现与摩托车相近的便利性，相对于自行车，电动二轮车更省力，可覆盖的通勤距离更长，也更适合载重，尤其是21世纪初随着电动自行车产业在江浙、天津形成产业集群，成本逐渐下降，经济性逐步凸显。

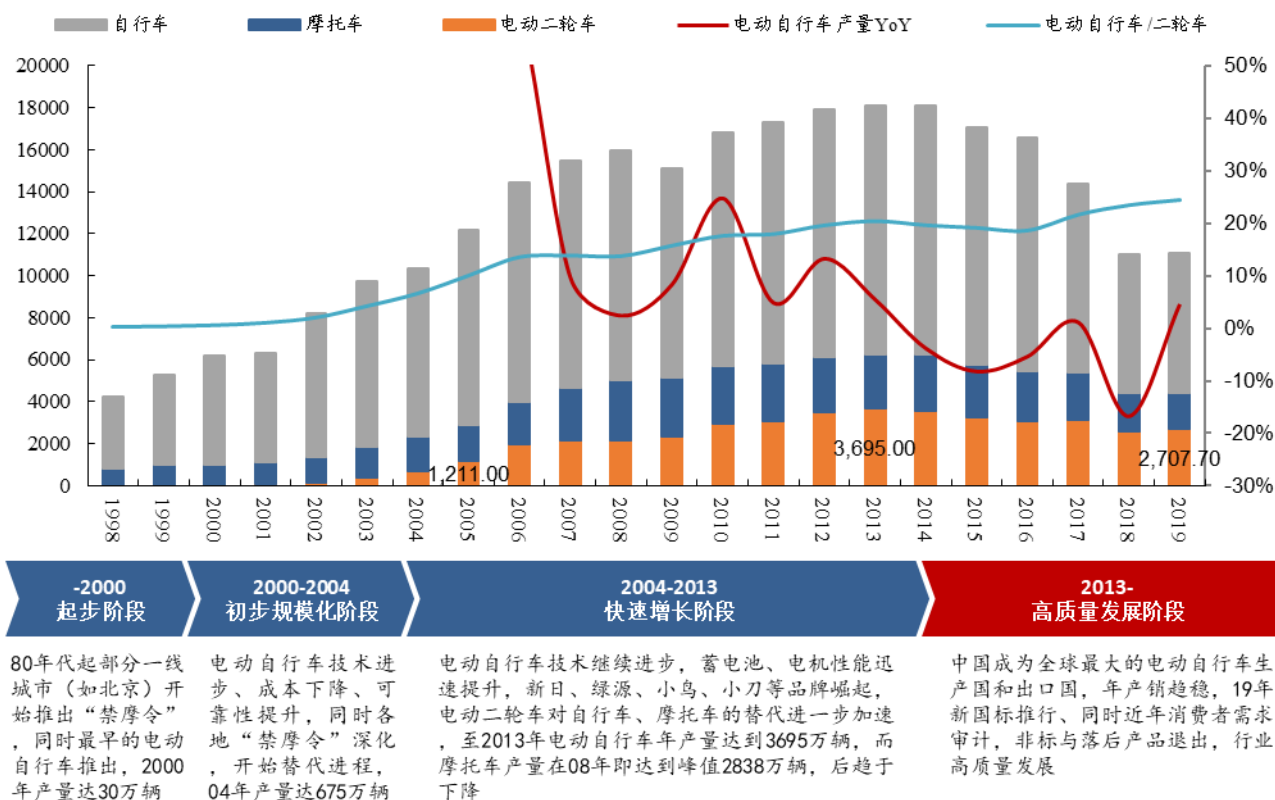
表4：各品种二轮车应用场景比较

	自行车	摩托车	电动自行车	电动摩托车
价格	¥300-2000	¥6000+	¥1000~8000	¥3000+
一般通勤距离	通常<5km	2km~40km	2km~20km	2km~40km
续航	-	200km+	40~100km	100km+
能耗	-	汽油(较高)	电力(较低)	电力(较低)
驾照需求	不需要	需要	不需要	需要
政策限制	无限制	部分省市“禁摩令”限制	满足“新国标”要求	满足“新国标”要求
应用场景	短途代步、健身、娱乐、共享	中长距离代步、载重	中距离代步、共享、园区/景区	中长距离代步、载重

数据来源：电商网站，东吴证券研究所

另一方面，“禁摩令”驱动电动车加速完成替代，85年国内最早的禁摩令在北京推出，21世纪以来各地禁摩令不断深化，限制了摩托车的应用，电动自行车/二轮车份额逐步提升，2000年电动二轮车产量占二轮车比重仅0.5%，到2019年提升到24.4%，基本持续处于提升趋势，而摩托车的份额从1998年的近20%下降到2019年的15.3%。

图 11：中国电动自行车产业：目前已经进入高质量发展阶段



*新国标之前，电动自行车、电动摩托车等并无明确区分

数据来源：国家统计局，Wind，九号公司招股说明书，东吴证券研究所

全球视角来看，各地电动二轮车发展节奏有差异，中国市场趋于饱和，但新国标加速非标车淘汰，存量替代空间大；海外目前二轮车以摩托车为主，尤其印度&东南亚等地燃油摩托车保有量较大，电动二轮车有广阔的替代空间。

1. 中国：新旧国标切换，存量替换空间大

强制性标准“新国标”19年4月开始实施。2019年4月，《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准（GB 17761-2018）（下称“新国标”）实施，将电动两轮车具体分类为电动自行车、电轻便摩托车及电动摩托车，均需要进行3C认证，严格限定电动自行车整车重量，最大整车质量不得超过55kg，大于55kg的电动车统一按照电动摩托车管理。

表 5: 新国标下的电动两轮车技术标准

	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
图示			
类型	非机动车	机动车	机动车
整车质量	≤ 55kg	可 ≥ 55kg	可 ≥ 55kg
速度	≤ 25km/h	≤ 50km/h	>50km/h
续航	50km	50-100km	50-100km
电池电压	≤ 48v	无限制	无限制
功率	≤ 400W	400W-4KW	可 ≥ 4KW (非强制)
载人	可载 1 名 12 岁以下儿童	×	可载 1 人
脚踏骑行功能	✓	×	×

数据来源:《电动自行车安全技术规范》, 东吴证券研究所

过渡期集中设定为 3-5 年, 未来超 2 亿辆“非标车”亟待替换。目前国内电动自行车保有量超 3 亿辆, 其中超 70%是不符合新国标要求的“非标车”, 未来在 2024 年前亟待替换, 带来的新国标替换需求空间广阔。

表 6: 各省新国标过渡期政策

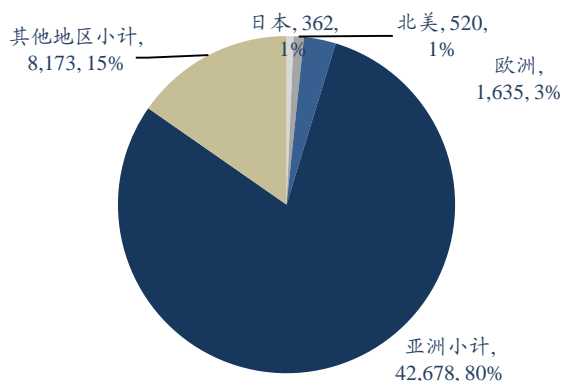
年份	过渡期到期的省份
2020 年	广东中山、江苏南京
2021 年	北京、天津、上海、深圳、浙江杭州、广东佛山、甘肃兰州、湖北咸宁
2022 年	重庆、广东梅州、湖北宜昌、浙江衢州、福建福清
2023 年	云南昆明、安徽合肥、广西南宁、湖南湘潭、江西赣州
2024 年	江苏扬州、江苏无锡、山西忻州、江西新余

数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

2. 印度&东南亚: 全球最大摩托车市场, 电动化蓄势待发

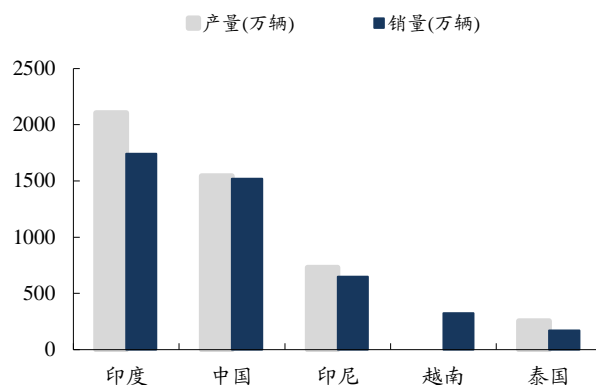
印度&东南亚是全球最大的摩托车消费市场, 2019 年全球摩托车需求 5337 万辆, 其中 4268 万辆来自亚洲 (占比 80%), 全球前 5 大摩托车产销国中, 除中国外均来自印度、东南亚地区, 其中印度自 2015 年摩托车产量超越中国后, 持续位居全球第一, 19 年产量 2104 万辆, 东南亚地区 (印尼、越南、泰国、菲律宾、马来西亚合计) 19 年产量也超越 1500 万量级。

图 12: 2019 年全球摩托车需求 80%来自亚洲



数据来源: Marklines, Yamaha, 东吴证券研究所

图 13: 2019 年摩托车 5 大国: 印度、中国、印尼、越南、泰国



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

交通现状导致二轮车作为主流出行方式，而基础设施落后、价差不大、政策滞后导致电动化进程慢，印度、东南亚等国由于公共交通不健全、汽车价格仍远高于平均收入，出行以二轮车为主，目前燃油车占绝对主力，电动二轮车尚未普及的原因主要有：

- 1) 电力基础设施落后，无法满足大量电动二轮车的充电需求；
- 2) 二轮车是当地的主力交通工具，有全家出行、载重等需求，普通的 125cc 摩托车发动机功率可达 7kW 以上，价格在当地仅 7 万卢比左右（约 ¥6000+），而当地 1kW 功率左右的电动二轮车价格就达到超 6 万卢比，高功率电动二轮车价格高昂（10 万卢比以上），性价比并不高；
- 3) 政策滞后，摩托车自由发展，并无政策约束。

表 7: 印度市场主流摩托车、电摩价格对比

	Hero	Bajaj	Honda	Yamaha
	摩托车 (125cc)			
车型 排量				
	Hero Super Splendor 124.7 cc	Bajaj Pulsar 125 Neon 124.4cc	Honda Shine 124cc	Yamaha Fascino 125 125cc
价格	7 万卢比 (¥6200)	7.2 万卢比 (¥6400)	7 万卢比 (¥6200)	7 万卢比 (¥6200)
	电动摩托车			
车型 排量/续航				
	Hero Electric NYX 600-1300W/100km	Bajaj Chetak 4080W/95km		
价格	6.4 万卢比(¥5500+)	10-11.5 万卢比 (¥8800-10150)		

数据来源: Zigwheels.com, 东吴证券研究所

类似于 21 世纪初中国禁摩令后电动二轮车份额迅速提升, 我们预计印度、东南亚市场也会经历这一过程。全球最大的摩托车市场印度拟在 2023 年实现三轮车纯电动化, 2025 年实现 150cc 以下的摩托车实现电动, 越南、泰国等也制定了部分政策推动二轮车的电动化; 与此同时, 电池技术的进步与成本的下降、尤其是产业链完善的中国企业进军东南亚市场, 使成本低廉、动力充足、续航长的电动车成为可能。目前印度、东南亚二轮车电动化率不足 1%, 根据印度等国政策规划, 假设 2025 年渗透率达到 20%, 每年需求量约 600 万辆。

表 8: 东南亚部分国家制定政策推动二轮车的电动化

国家	二轮车电动化政策
印度	FAME (EV 产销促进项目): 三轮车力争在 2023 年前实现纯电动化, 150cc 及以下的摩托车力争在 2025 年前实现纯电动化
越南	越南政府在推动电动摩托车的使用, 还有一些加强法规的动向, 如胡志明市开展摩托车排放调查等
泰国	泰国投资委员会 (BOI) 继 EV 之后, 正在制定电动摩托车的投资优惠制度, 与 EV 一样, 预计也将实施下调商品税以及减免企业所得税等措施。

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

3. 欧美: 高端市场电动化渗透率提升

欧美市场对二轮车的需求主要在于健身、娱乐等消费升级需求，主要以自行车/电踏车为主，2019年欧洲/美国自行车+电踏车需求分别2000万辆+、1700万辆+，而摩托车需求仅160万、50万左右，其中电动摩托车占比更低。欧美市场终端用户价格敏感度低，产品单价大幅高于其他市场（2万人民币+），随着终端产品电动化率提升，也有一定的增量市场空间。

表9：测算：2025年全球电动二轮车产量

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国	产量（万辆）	3248.4	3248.4	3898.1	4482.8	4931.1	5177.6	5177.6
	YoY	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	0.0%
	终端单价（元/辆）	1798	1798	1888	1983	2082	2040	1999
	整车厂市场空间（亿元）	405.7	496.5	625.6	755.4	872.5	897.8	879.9
印度	销量（万辆）	3.2	8.7	52.3	121.9	209.0	313.5	435.4
	YoY	-34.0%	168.8%	500.0%	133.3%	71.4%	50.0%	38.9%
	电动化率	0.2%	0.5%	3.0%	7.0%	12.0%	18.0%	25.0%
	终端单价（元/辆）	6500	6370	6243	6118	5995	5875	5758
东南亚	销量（万辆）	10.0	17.2	28.7	45.8	68.8	103.2	149.0
	YoY		71.9%	66.7%	60.0%	50.0%	50.0%	44.4%
	电动化率	0.9%	1.5%	2.5%	4.0%	6.0%	9.0%	13.0%
	终端单价（元/辆）	6500	6370	6243	6118	5995	5875	5758
欧美	销量（万辆）	1.0	2.2	3.2	5.4	8.6	12.9	17.2
	YoY		115.5%	50.0%	66.7%	60.0%	50.0%	33.3%
	电动化率	0.5%	1.0%	1.5%	2.5%	4.0%	6.0%	8.0%
	终端单价（元/辆）	20000	19600	19208	18824	18447	18078	17717
	整车厂市场空间（亿元）	1.7	3.6	5.3	8.6	13.5	19.9	26.0
全球电动二轮车产量（万辆）		2721.24	3276.46	3982.22	4655.95	5217.47	5607.23	5779.31
全球市场空间（亿元）		414.67	514.14	673.83	851.30	1027.61	1125.80	1191.88
YoY			24.0%	31.1%	26.3%	20.7%	9.6%	5.9%

数据来源：Marklines, Wind, 东吴证券研究所

假设中国2亿+存量替换需求在2025年前分5年逐步消化，印度、东南亚、欧美市场摩托车电动化率分别提升到25%、13%、8%，则2025年全球电动二轮车产销量规模预计达到5700万辆以上、市场空间超千亿。其中：

- 1) 中国市场新国标推动下非标车集中在20-24年替换，尤其20-22年过渡期结束的省市较多，预计国内市场增速较快，目前非标车存量超2亿辆，上表假设下20-24年增速分别20%/20%/15%/10%/5%，5年替换存量2.2亿辆；
- 2) 海外市场目前电动化率低、竞争对手相对少，且国内供应链成本优势大幅领先，出口电动二轮车的盈利有望大幅高于内销。

2.2. 中国企业大幅领先，新秀差异竞争、逐步崛起

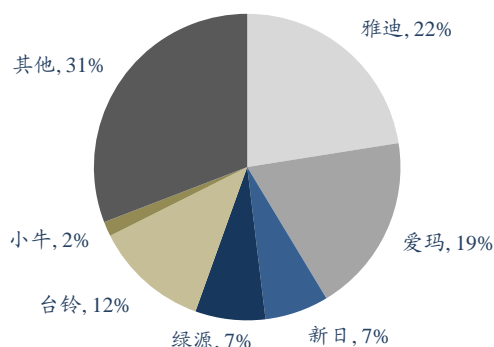
中国电动二轮车产业链起步较早，目前研发、制造、供应链均大幅领先于全球，一方面上游电机、控制器、电池产业建立起完整的供应体系，产业集群效应突出、成本优势明显；另一方面形成了“巨无霸”级的企业，尤其新国标推行后行业集中度加速提升，19年雅迪、爱玛销售量分别609万、511万辆，份额分别22%、19%，20年预计两家销量均超过1000万辆，份额均达到国内3成以上。

图 14: 电动二轮车产业链



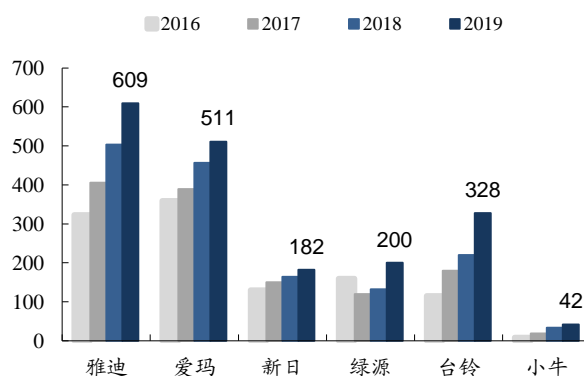
数据来源：九号公司招股说明书，东吴证券研究所

图 15: 中国电动两轮车市场格局 (2019A)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16: 一线电动两轮车企业销量 (单位: 万辆)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“新秀”崛起，强设计、硬科技，抢占中高端市场。近年随着下游需求的逐步高端化，强设计、强产品力的电动二轮车品牌逐渐崛起，消费者也愿意为相应的高附加值买单，小牛、九号是其中的代表。

从竞争要素看，低端市场竞争要素在于渠道与性价比、中高端市场是产品与品牌。渠道是电动二轮车行业的进入壁垒，尤其过去电动二轮车在下沉市场占比较大，销售方式以渠道分销为主，传统品牌占地为王，渠道是最深厚的壁垒；性价比方面，下沉市场价格敏感度高、关注电动车的续航、功率等性能；对于中高端市场，产品需求以代步、娱乐为主，骑行体验、外观等产品属性需求提升，品牌力影响也在提升。

表 10: 主流电动二轮车比较

	雅迪	爱玛	小牛	九号电动
品牌定位	更高端的电动车	时尚骑行生活	科技、潮流、智能	真智能、真好骑
渠道布局	超过 1889+分销商	截至 2019H 全国有 1900 家经销商	截至 2019 年在国内拥有 235 个经销商	到目前超过 300 家一级代理商
终端价格	国标车 1.5k~3.2k、电摩 3k~4k	国标车 2k~3.2k、电摩 3k+	NQi 系列 5699~19999 MQi 系列 3899~8999 UQi 系列 3999~5699 GOVA 2999~3999	B 系列 2699~4999 C 系列 3999~5999 E 系列 4799~16999 未来 A 下沉到 2k
品牌影响力	最高，主要通过电视广告进行宣传	与雅迪相当，主要通过电视广告进行宣传	在高端品牌中较高，互联网营销、社群营销等为主	在高端品牌中较高，互联网营销、社群营销等为主
研发投入	19 年研发投入 3.86 亿，占收入 3.2%	19H 研发投入 0.91 亿，占收入 2.0%	19 年研发投入 0.67 亿，占收入 3.2%	19 年研发投入 3.17 亿，占收入 7.1%

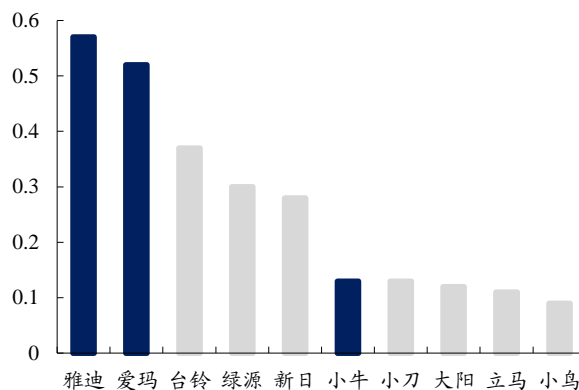
数据来源：各公司公告、官网，东吴证券研究所

图 17: 雅迪经销网络 (1760 家, 2015A)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 18: 2019 年电动车品牌关注度排行



数据来源：中关村在线，东吴证券研究所

2.3. 九号：产品整备、营销赋能，2021 蓄势待发

2019 年末正式进入智能电动二轮车领域，品牌定位为“真智能、真好骑”。2019 年 12 月，九号公司在北京召开新品发布会，正式发布新国标电动车 C 系列和电摩 E 系列，2020 年又推出主打性价比的 B 系列电动车，品牌定位为“真智能、真好骑”，全面覆盖中高端电动二轮车市场，与雅迪等“巨无霸”形成差异竞争，在产品推出的第一年，2020 年预计销量超过 10 万辆。

表 11: 九号电动自行车智能化功能一览

智能化功能	功能介绍
Ninebot Airlock 感应解锁技术	停车后快捷锁车，靠近车快捷解锁，告别钥匙和遥控器
乘坐感应	坐垫具备感知能力，实现“坐稳才出发”
驻车感应	边撑放下则禁止开动；上车收边撑、下车放边撑
智能防盗	GPS、北斗、基站三重定位加持，准确锁定车辆位置；通过 AHRS 姿态感应系统感知车辆异动，APP 推送车辆异常状态
辅助推行	推车时得到低速安全助力
智能光感大灯	可根据环境自动开关大灯，无需手动操作
OTA 升级	通过内置九号云盒智能控制器连接九号“云端大脑”系统，在线更新优化新功能
智能 BMS 5.0 电池管理技术	智能并联/快充、健康状态 SOH 估算、双重过流/短路/过压保护等
智能用车助手 APP	通过 APP 了解骑行数据、远程控车、在线咨询、购买配件等周边、在线报修、社交等

数据来源：公司官网，招股说明书，东吴证券研究所

图 19: 感应解锁等功能解决便捷性等“标准化需求”



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 20: OTA 升级获取新功能，解决“个性化需求”



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

以 RideyGo!为代表的“真智能”系统，助力电动两轮车从“功能机”向“智能机”切换：1) RideyGo!即停即走系统：带上手机接近车辆即可通过 Ninebot Airlock 感应解锁技术自动解锁，停车后快捷锁车、智能龙头锁一秒锁定；2) 锂电 BMS 5.0 技术：智能并联/快充、健康状态 SOH 估算、双重过流/短路/过压保护等 20 多项保护措施；3) OTA 无线升级，软件系统实时迭代；4) APP 功能：远程开关机、控车等；5) 智能防盗（AHRS 姿态感应）、SOS 紧急通知功能、学习功能等。而这些产品属性背后的核心壁垒是先进感知、计算技术、IoT 技术、大数据、OTA 设计与工程能力等。

表 12：竞品分析：九号 E100/小牛 NQi+

	Ninebot E80C	小牛 NQi (青春版)
图示		
定价（京东旗舰店）	4999	5699
电机与性能		
电机种类	九号定制 10 寸无刷电机	Bosch 高效能电机
电机额定功率	1200W	1200W
峰值扭矩	120N·m	
最高速度	55km/h	52km/h
电池与续航		
电池种类/容量	九号定制 18650 锂电/1512Wh	18650 锂电/1560Wh
续航里程	60~90km	48km(工况法)/52km(等速法)
智能化功能	RedeyGo!、感应解锁、驻车感应、乘坐感应、电动座桶锁、整车 OTA、三重定位、AHRS 姿势感应防盗、BMS 5.0、远程开关机+控车、黑匣子+事故主动求救、定速巡航	BMS、安全预警、双重定位、整车 OTA、大数据优化骑行体验、APP 远程操控、防盗等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2021 年全面升级“真智能 2.0”技术，20 年底公司在营销大会上正式介绍全新的真智能 2.0 技术，包含 RideyGo! 2.0、RideyFUN 智控系统（类似于车机系统，支持导航、接打电话、音乐播放等）、MoleDrive 全新自研控制器（优化控制算法、影响速度、响应、爬坡性能等指标）、九号云电系统、BMS 6.0、knock-knock 快捷功能、生日&节日惊喜音效、智能终端互联控车等功能，将在新量产车型中投入使用。此外，公司平衡车业务带来的自平衡控制技术是未来电动摩托车、自行车自动驾驶的基础。

产品矩阵完善，形成 6 个系列，全面覆盖低、中、高端市场。20 年底公司在营销大会上推出 D、N、A 三个全新系列产品、迭代了全新 C 系列产品，拓展下沉市场（A、N

系列低端型号), 巩固高端市场 (D、N 系列高端型号), 产品矩阵进一步完善; 同时推出颠覆性产品 B65H 氢能源样车, 通过固态储氢技术, 使得电动车告别充电束缚, 预计 2021 年底正式亮相。

表 13: 九号公司产品矩阵完善: 全面覆盖低、中、高端市场

分类	系列	低端	中端	高端	产品定价 (元)	目标需求	备注
智能电动	A 系列	■	■	■	预计会下沉至 2k 档	代步、一线品牌简易款替代	21 新品
	B 系列	■	■	■	2699~4999	代步、一线品牌豪华款替代	
	C 系列	■	■	■	3999~5999	代步、一线品牌豪华款替代	
	D 系列	■	■	■	预计 5k 档起	代步&娱乐, 消费升级	21 新品
智能电摩/电轻摩	N 系列	■	■	■	预计下沉至 3k 档	中长距离代步/载重等	21 新品
	E 系列	■	■	■	4799~16999	高端娱乐, 摩托车替代	

数据来源: 公司官网, 电商网站, 东吴证券研究所

线下加快开店速度, 21 年预计经销商、门店规模继续大幅提升。目前九号拥有一级代理商 300+、线下专营门店 700+, 线下体验店&服务店覆盖东部主要城市, 2021 年公司拟加大渠道投入, 达到 1000+一级代理商、2000+专营门店。

图 21: 线下体验店&服务店覆盖主要城市



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 22: 九号电动线下门店示意

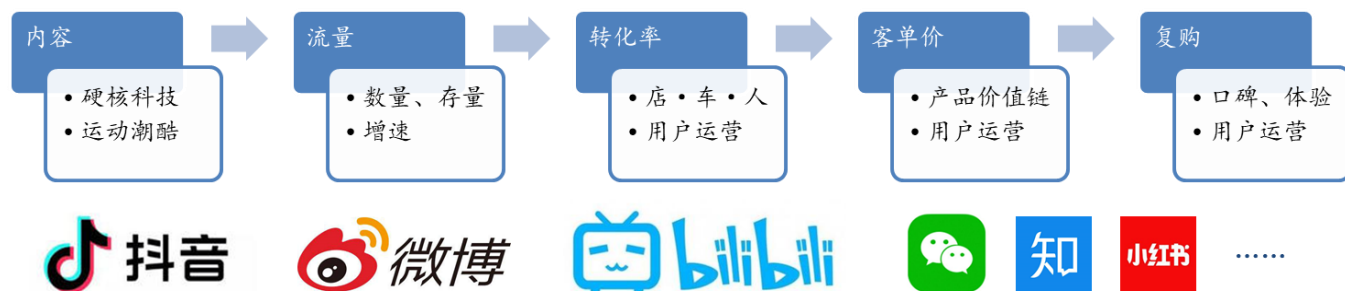


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

互联网营销赋能渠道销售, 线上线下全面融合导流。不同于传统整车企业, 九号电动的品牌营销策略以线上流量营销为主, 目标 85 后 90 后的用户群体, 采用专业媒体评测、PUGC (专业用户生产内容, 包括开箱视频/Vlog/改装等)、明星互动、粉丝 APP 互联、跨界营销、直播带货等方式, 多领域 KOL、KOC 助阵发声, 实现以线上流量为线下渠道销售赋能。

21 年营销模式继续升级, 全网流量投放预计大幅增长, 品牌影响力有望快速提升。未来九号电动将采用全新的营销模式, 除了新品发布的跨界联合营销活动, 九号电动还会与 B 站、微博、抖音等媒体、与李宁、极米科技、鲁大师、红牛等品牌建立合作, 大幅增加流量投入, 全面提升品牌影响力。

图 23: 九号电动场景营销模型



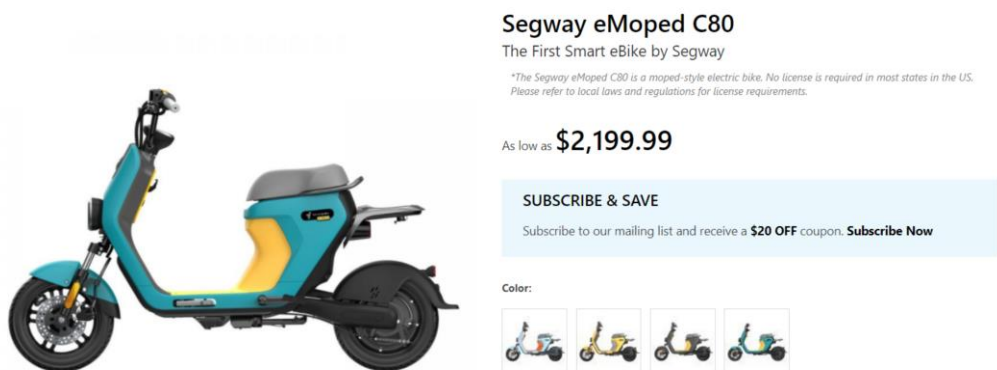
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

募投项目拟扩产 100 万辆电动摩托/自行车产能，九号电动蓄势待发。本次九号公司在科创板上市，募资中 5 亿用于智能电动车辆项目，在常州新建年产 100 万台电动摩托车/自行车产能，目前已经部分投产。20 年公司在产能未完全释放的情况下销售 10 万辆+，经销商部分型号供不应求，21 年产能有望迅速爬坡，新产品推出、营销发力后销售有望大幅增长，中性估计 21 年销量将达到 80-100 万辆。

2.4. 海外与服务收费模式进一步打开长期空间

借助 Segway 成熟的品牌与渠道，九号 C80 开始布局海外市场。2020 年 7 月九号 C 系列在美国开启预售。2020 年 10 月 15 日，首批出口美国的九号电动 C80 在常州工厂正式下线。与国标版相比，海外版 C80 仅针对美国法规要求对最高时速作出微调（新国标要求 20km/h，海外版 32km/h），采用 Segway 的品牌与渠道销售，售价大幅高于（国标版 ¥6199、海外版 \$2199），除去运输等成本，预计毛利率仍大幅高于内销，原因在于海外同类竞品较少，定价主要参照摩托车等产品。

图 24: “出海”首款 C80 二轮电动车



数据来源：Segway 官网，东吴证券研究所

长期来看，东南亚、欧美等市场潜在空间大，且竞争生态好、盈利能力大幅高于国内市场，九号有 Segway 带来的品牌和渠道天然优势，远期空间大。

此外，目前九号电动二轮车的智能服务（包括车辆定位、实时车况、监控等）免费使用 1 年，超期后将按 66 元/年进行流量续费，随着九号电动车的保有量提升，这种服务收费的模式有望进一步打开空间。

图 25: 九号电动的服务收费模式



数据来源：九号出行 APP，东吴证券研究所

2.5. 厚积薄发，长期收入空间大，利润率有望达 10%以上

从收入空间看，2025 年全球电动二轮车产销量规模预计达到 5700 万辆以上（其中国内 5000 万+）、市场空间超千亿，假设九号全球市占率 15%左右，对应销售量 800 万左右，考虑到九号产品高端化占比高、ASP 远高于雅迪、爱玛等整车企业，参考 19 年小牛平均出货价格近 5000 元、同时中低端车型终端价格下沉至 2000 元档，测算 25 年九号出货 ASP ¥2898，对应约 232 亿的销售额。

毛利率方面，可比公司中，传统整车企业销售毛利率分别为雅迪 18.2%（2020H1）、爱玛 13.9%（2019H1）、新日 10.4%（2020Q1-3），智能电动二轮车企业小牛毛利率为 22%（2020Q1-3），考虑小牛规模效应尚不如前面几家企业，假设 25 年九号国内低端车型销售毛利率 18%、中高端车型 25%、出口车型（主要为中高端）30%，则 25 年销售毛利率平均约 23.3%。

费用率方面，1）管理费用率参考雅迪（4~6%）、新日（4~9%）、爱玛（2~4%）、小牛（4%左右），以及目前九号公司 6%的管理费用率，假设 21 年九号电动的管理费用率

微 8%、并逐步下降到 2025 年的 3.5%；**2）销售费用**主要构成包括渠道建设费用、广告 & 流量投放费用等，参考雅迪、爱玛（19H）、新日、小牛 19 年的销售费用绝对值分别 7.7 亿、2.2 亿、1.89 亿（19H）、1.83 亿，假设 21 年九号电动销售费用投入 2.5 亿（考虑快速开店带来的装修补贴等费用）、25 年 7 亿；**3）研发费用**假设目前约 1~1.5 亿，25 年约 6 亿、占比约 2.6%（同行 1~3%，基础研发放在总部）。

在以上假设下，测算到 2025 年电动二轮车业务净利率可达 10% 以上。

表 14：测算：预计电动二轮车行业到 2025 年收入 200 亿+、利润率 10%+

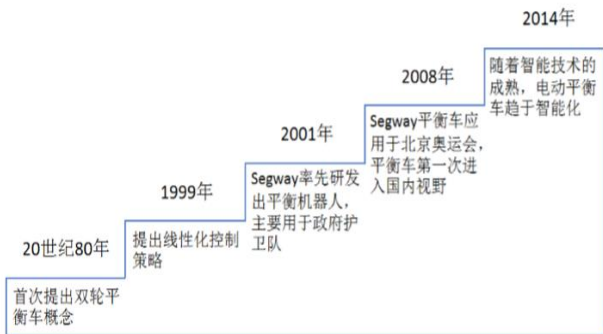
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
销售量（万辆）	10	83	180	340	530	800
YoY		730%	117%	89%	56%	51%
ASP（元/辆）	5,000	3,413	3,345	3,168	3,047	2,898
其中：国内-中高端车型（万辆）	10	35	60	100	140	200
ASP	5,000	4,850	4,705	4,563	4,426	4,294
毛利率	22%	25%	25%	25%	25%	25%
国内-低端车型（万辆）	0	45	100	200	320	500
ASP	2,200	2,134	2,070	2,008	1,948	1,889
毛利率	18%	18%	19%	19%	19%	19%
海外-中高端车型（万辆）	0	1	3	10	25	50
ASP	8,000	7,760	7,527	7,301	7,082	6,870
毛利率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
收入（亿元）	5.0	27.4	51.2	93.1	142.0	214.7
YoY		447%	87%	82%	53%	51%
毛利（亿元）	1.1	6.2	11.7	21.2	32.6	49.7
毛利率	22.0%	22.7%	22.8%	22.8%	23.0%	23.2%
费用测算						
销售费用（亿元）	1.5	2.5	4	5.3	6	7
销售费用率	30.0%	9.1%	7.8%	5.7%	4.2%	3.3%
管理费用（亿元）	0.8	2.2	3.6	5.2	6.5	7.5
管理费用率	15.0%	8.0%	7.0%	5.6%	4.6%	3.5%
研发费用（亿元）	1.0	1.5	2.0	3.0	4.5	6.0
研发费用率	20.0%	5.5%	3.9%	3.2%	3.2%	2.8%
利润测算						
利润总额（亿元）	-2.2	0.0	2.1	7.7	15.6	29.2
净利润（亿元）	-2.2	0.0	1.6	5.8	11.7	21.9
净利率	-43.0%	0.0%	3.1%	6.2%	8.2%	10.2%

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

3. 电动平衡车、滑板车：高壁垒的优质赛道

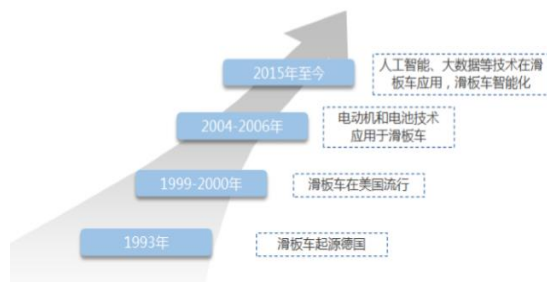
电动平衡车、滑板车均属于智能短交通行业范畴，依靠车内陀螺仪、加速度传感器来检测车体姿态、采用伺服控制系统驱动双轮进行运动。平衡车及滑板车均起源于上个世纪末，2000 年附近产业化应用，随人工智能、大数据等技术的深入，平衡车、滑板车由电动化时代迅速迈入智能化时代。

图 26：平衡车发展历程



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 27：滑板车发展历程

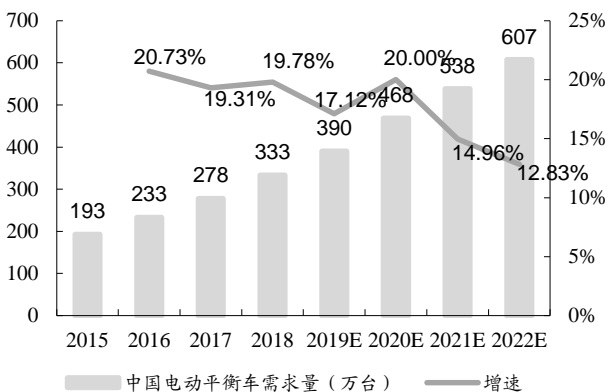


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.1. 智能平衡车：需求稳进，业绩稳中有升

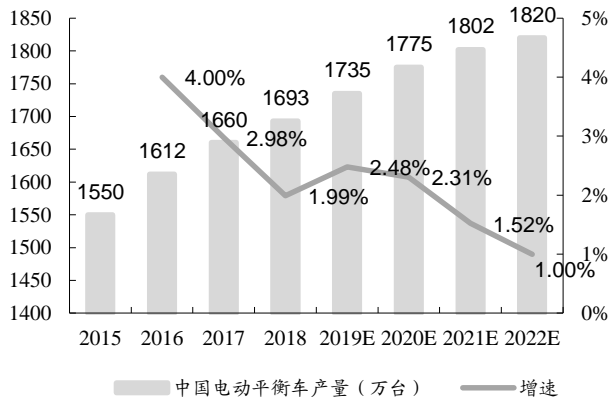
国内外平衡车需求态势向好，中国产量为千万台。随中短途代步需求提升，叠加年轻人口渗透率不断提升，消费升级观念深入人心，中国电动平衡车市场需求稳步提升。根据智研咨询，我国 2019 年电动车需求达 390 万台，15-19 年 CAGR 为 19.2%，需求高速增长，占产量的比重由 15 年的 12.5% 提升到 33.4%。海外需求同样旺盛，根据中国机电产品进出口商会发布的《2017 中国电动平衡车产业白皮书》，近年来我国平衡车出口量持续增长，欧美市场自 11 年出口、14-15 年放量、16 年开始平稳增长，目前已成为我国平衡车出口的主要市场。

图 28：中国电动平衡车市场需求快速提升



数据来源：招股说明书，智研咨询，东吴证券研究所

图 29：中国电动平衡车产量基本稳定

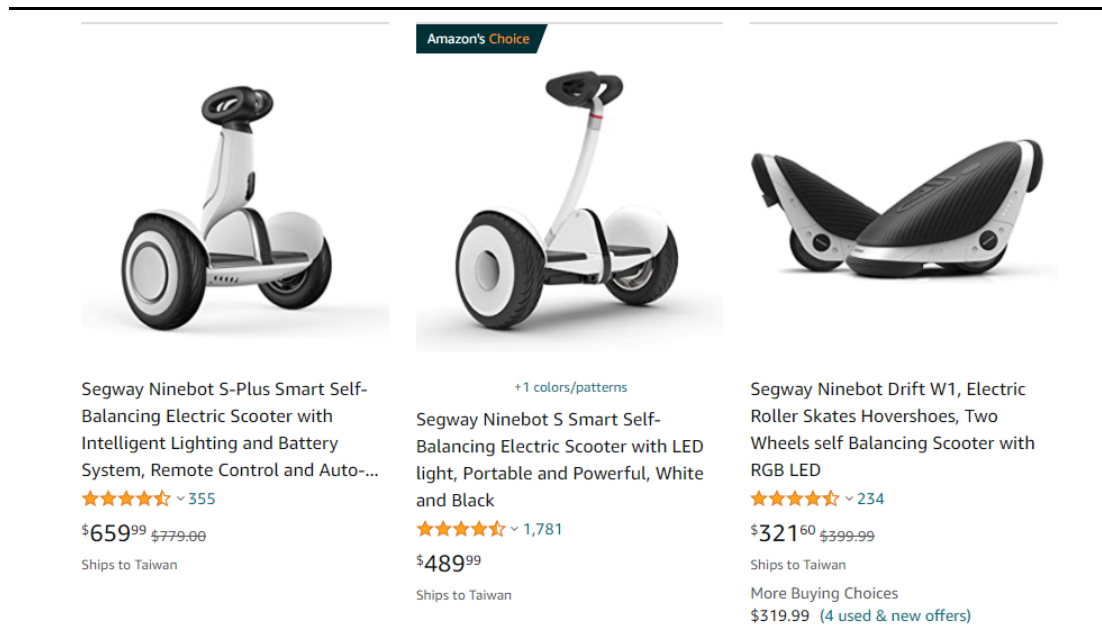


数据来源：招股说明书，智研咨询，东吴证券研究所

平衡车龙头企业九号公司在国内外产品销售量多年位于前列。国内市场 15 年“双十一”至今，凭借九号平衡车系列、Ninebot One 单轮电动平衡车系列等产品蝉联“双十一”、“618”等大型电商平台活动智能出行类全渠道（包括天猫、京东、小米等）销量冠军。18 年“双十一”全渠道销售额突破 1 亿元，19 年“618”破 1.5 亿元、“双十一”破 8000 万元。海外市场方面，公司在 Amazon 等电商平台平衡车销量长期位居前列，同时其平衡车产品入驻了 Best Buy、Costco 等大型商超。

预计公司智能平衡车平稳增长。九号聚焦于电动滑板车、电动自行车/摩托车、全地形车等战略方向，已多年没有新平衡车品类推出，预计产品价格将有-2%的年降；另外平衡车行业国内外需求仍在平稳提升，综合来看，公司到 25 年平衡车传统业务达到 17 亿体量。

图 30: 九号部分平衡车产品在 Amazon 官网进行销售



数据来源：Amazon，东吴证券研究所

表 15: 九号平衡车业务到 2025 年收入达到 17.1 亿元

时间	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
销售量（万辆）	58	64	72	81	90	101	113
YoY	-16.53%	10.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
ASP（元/辆）	1702	1668	1635	1602	1570	1539	1508
YoY	-3.65%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
收入（亿元）	10.0	10.7	11.8	12.9	14.2	15.6	17.1
YoY	-19.58%	7.80%	9.76%	9.76%	9.76%	9.76%	9.76%
毛利（亿元）	2.1	2.1	2.5	2.8	3.1	3.4	3.8
毛利率	21.32%	20.00%	21.00%	21.50%	22.00%	22.00%	22.00%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

最初于加州推出共享滑板车，Lime 在美国上百座城市投放共享电动滑板车，日均使用频率 8-12 次，巨头 Uber 通过收购共享滑板车运营商 Jump 进市场，并于 19 年 2 月投资 Lime。随着 19 年欧洲各国滑板车路权普遍放开，迎来一波共享滑板车浪潮。根据前瞻产业研究院，20 年 5 月欧洲电动滑板车行业启动，意大利上涨 9 倍、英国上涨 8 倍、法国 3.8 倍，引起了 Lime、Bird 及欧洲最大电动滑板车共享公司 Voi 等强烈关注，Voi 已在 10 个欧洲国家的 38 座城市开展业务。

图 32: 共享滑板车逐渐成为多数国家一种出行方式



数据来源：创业邦，东吴证券研究所

图 33: 共享电动滑板车在美、欧市场布局最多



数据来源：BCG，东吴证券研究所

表 17: 全球主要共享滑板车供应商情况 (2019A)

企业名称	国家	业务启动时间	覆盖城市	融资轮次
Uber	美国	2018 年	<10	已上市
Lyft	美国	2018 年	20+	已上市
Lime	美国	2018 年	100+	D
Bird	美国	2018 年	50+	D
Voi	瑞典	2019 年	比利时、荷兰等 8+个国家	B
Flash	德国	2019 年	瑞典、葡萄牙	A

数据来源：中国电动汽车百人会，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

18 年共享滑板车的流行加速了各国家地区路权放开，滑板车具备“短途代步+娱乐”双重属性，将进一步带动市场的繁荣。19 年开始欧洲逐步开放滑板车路权，根据最新欧盟各国（包括英国）政策，除比利时、塞浦路斯等少数国家，其余 21 个国家在法律上承认电动滑板车及其路权，多数国家允许滑板车上公路乃至自行车道。尽管路权有所放开，英国的政策依旧很严格，即禁止电动滑板车在人行道、自行车道行驶，同时强制佩戴头盔及持有驾照，或对该国需求提升有一定抑制。综合来看，欧洲市场路权的普遍放开，有望为电动滑板车市场贡献显著增量。

表 18: 当前电动滑板车在欧洲各国普遍拥有较大路权 (不完全统计)

国家	新路权政策颁布时间	是否被法律承认	速度限制	人行道	自行车道	公路	是否戴头盔	是否需要驾照
英国	2019.9	✓	—	×	×	✓	✓	✓
澳大利亚	2019.5	✓	✓	×	—	—	✓ (孩子需要)	×
比利时	2019.8	×	×	✓	✓	✓	×	×
丹麦	2019.1	✓	✓	×	✓	✓	×	×
法国	2019.10	✓	✓	×	—	✓	推荐	×
德国	2019.6	✓	✓	×	✓	✓	推荐	×
意大利	2019.9/2020.1	✓	—	—	—	✓	—	—
荷兰	2019.10/2020.1	✓	✓	—	✓	—	—	✓
葡萄牙	2019.9	✓	✓	×	✓	—	—	×
瑞典	2019.11/2020.1	✓	✓	✓	✓	✓	✓ (未成年人需要)	×

数据来源: 《European Energy and Environmental Law Review》, 东吴证券研究所

龙头凭借卓越的产品、专利布局及全方位的渠道铺设, 电动滑板车业务占领竞争高地。根据 GFK 数据, 2019 年 1 月-2020 年 2 月九号公司市场份额在德、意、西等欧洲主要国家均为第一, 市占率分别为 35%/35%/60%以上, 在亚洲地区如韩国也高达 58%。此外根据 Amazon 数据, 九号电动滑板车产品位列“Sport Scooters”新品销售榜榜首。竞争优势方面, 九号产品实力过硬, 在续航、防水、减震等性能上相对竞争对手优势突出。此外在专利上具备一定护城河, 14 年 Segway 与 DEKA 联合发起的 935 号 337 调查, 针对模仿 Segway 专利的美国市场大部分平衡车厂商给予排除令和禁止令。尽管目前其核心专利已到期, 但公司仍有部分自平衡技术授权专利处于保护期, 构筑着专利壁垒。渠道方面, 凭借 Segway 自有的海外渠道与 KSR、Personal Transportation Systems 等欧洲知名电动交通工具分销商深入合作 5 年之久, 并与 Amazon、Costco 等巨头进行签约, 产品“推广有道”。

表 19: 九号滑板车产品在多国市占率遥遥领先

国家地区	九号市场份额	其他竞争对手份额
德国	35%+ (2019 年 1 月-2020 年 2 月) 多个月度市占率达 60%+	iconBIT 20% (第二名)
意大利	35%+ (2019 年 1 月-2020 年 2 月) 多个月度市占率达 60%+	Razor 10%、Nilox 10% (第二、三名)
西班牙	60%+ (2019 年 1 月-2020 年 2 月), 多个月度市占率达 70%+	不足 5%
韩国	57.8% (截至 2020 年 5 月)	Gyro Corp 9.1% (第二名)

数据来源: 招股说明书, Statista, 东吴证券研究所

表 20: 九号电动滑板车产品在续航、防水、减震方面更有优势

九号电动滑板车 ES4	小米米家电动滑板车 Pro	竞品 F	竞品 G
30 km/h	25 km/h	25 km/h	25 km/h
10.4 Ah	12.8 Ah	5.2 Ah	7.8 Ah
45 km	45 km	25 km	30 km
300 W	350 W	300 W	250 W
15°	20°	15°	10°
100 kg	100 kg	120 kg	120 kg
底盘氛围灯+呼吸灯	无	无	无
IPX4, 电池类 IPX7	IPX4, 电池类 IPX7	IPX4	IPX4
前轮电子刹+挡泥板刹车	前轮电子刹+后轮碟刹	前轮电子刹+挡泥板刹车	后轮电子刹+挡泥板刹车
前+后弹簧减震	无	无	无
3599	2799	2399	1699

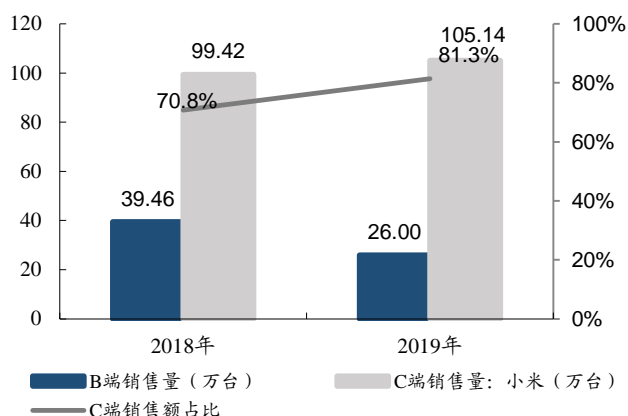
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

智能滑板车“战略接棒”，成为九号全球业务主要增长点。九号于 16 年同小米合作推出第一款智能滑板车“米家电动滑板车”(小米对外销售的唯一电动滑板车产品)，自此打开战略转型智能电动滑板车之路。除“米家”系列外，17 年自主研发推出“九号电动滑板车”系列，价格定位与米家系列相近(米家建议零售价为 1999-2799 元，九号为 1799-2799 元)。依托“双系列”较高的认可度，及小米渠道和 Segway 海外渠道的加持，18 年滑板车 B 端和 C 端双双起量、贡献业绩增量，使其业务占比远超平衡车，19 年达到了 70.46%。

未来业务增长重心还看零售端。共享市场本质为资本驱动型市场，投放车辆受融资条件、新冠疫情等所限制，具有较强不确定性风险。18 年末起 Bird、Lime 等企业产品逐步转向自研，B 端订单量因此受影响，而 19 年新增美国共享滑板车运营商 Spin 等客

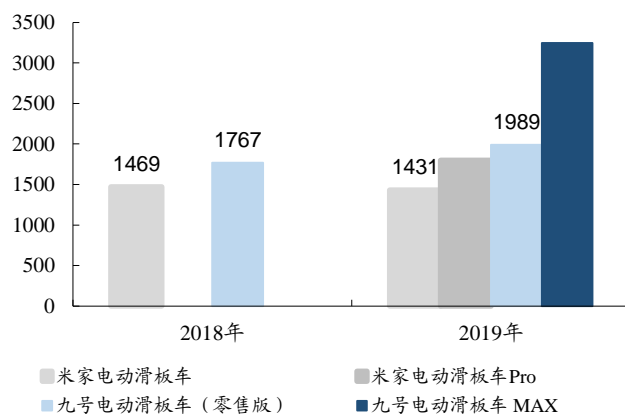
户，因此 B 端销量仅略有下滑；19 年 C 端零售销量以 22.6% 增速稳定增长（米家滑板车鲜有增长、九号自有品牌销量翻倍），价格方面，米家滑板车价格稳定，自有品牌随着海外销售占比提升、叠加新品类 MAX 的推出而有所提升。预计未来受益于欧美等海外市场路权放开，公司海外渠道铺开、品牌力凸显，将有望保持 5 年 25% 的复合增速。

图 34：量：电动滑板车以 C 端销售为主，九号自有品牌销量翻倍



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 35：价：自有品牌电动滑板车均价有所提升（单位：元）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 21：预计九号公司到 2025 年智能滑板车业务营收 48.2 亿，五年 CAGR=30.6%

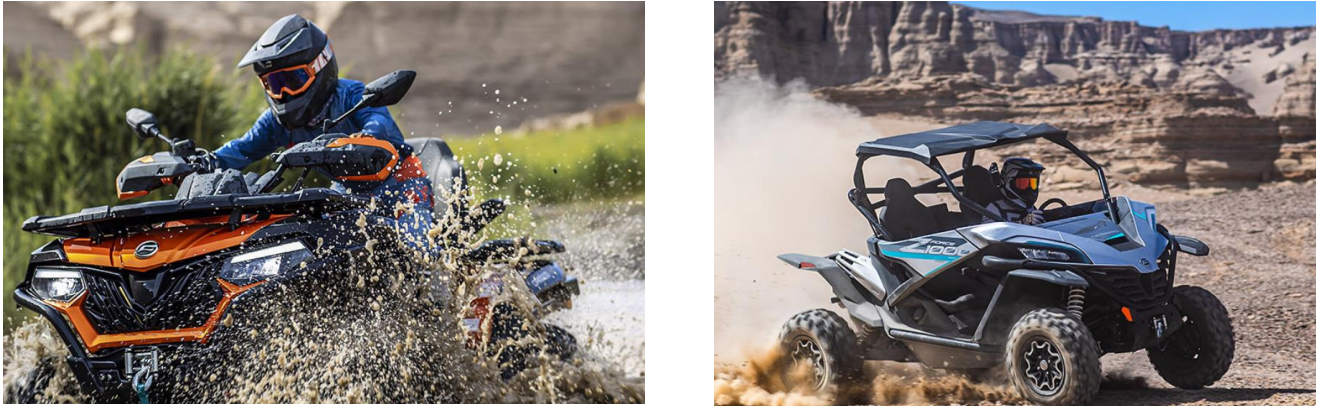
时间	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
销售量 (万辆)	175	213	258	309	374	449	542
YoY	8.70%	21.54%	21.07%	20.10%	21.02%	20.00%	20.60%
ASP (元/辆)	1846	1891	1953	2033	2128	2228	2341
其中：小米米家滑板车 (万辆)	105	126	149	171	197	226	260
ASP (元/辆)	1542	1572	1604	1636	1669	1702	1736
毛利率 (估计值)	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
九号滑板车 (万辆)	70	87	109	138	178	223	281
ASP (元/辆)	2303	2356	2431	2525	2638	2763	2900
毛利率 (估计值)	32.61%	33.74%	35.00%	36.22%	37.40%	37.53%	37.64%
其中：零售 C 端 (万辆)	44	59	80	108	146	190	247
ASP (元/辆)	2246	2358	2476	2600	2730	2867	3010
共享 B 端 (万辆)	26	27	29	30	32	33	35
ASP (元/辆)	2399	2351	2304	2258	2212	2168	2125
收入 (亿元)	32.3	40.2	50.3	62.9	79.7	100.1	126.8
YoY	14.46%	24.55%	25.01%	25.05%	26.67%	25.64%	26.70%
毛利 (亿元)	8.1	10.9	14.0	18.2	24.1	30.8	39.8
毛利率	25.04%	26.97%	27.88%	29.00%	30.23%	30.78%	31.35%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 全地形车：电动化趋势初现，远期空间大

全地形车(All-Terrain Vehicle, 简称 ATV)起源于上世纪 60 年代的美国, 宽大的轮胎及独特的胎纹使其适用于沙滩、河床、林道等复杂地形。既满足部分用户对户外狩猎、农场等休闲越野用途, 又迎合速度竞技、越野冒险等专业爱好者的需求。按出现的先后顺序, 常见的全地形车可以分为四轮全地形车(ATV)、多功能全地形车(UTV) 和竞技型全地形车(SSV) 等。

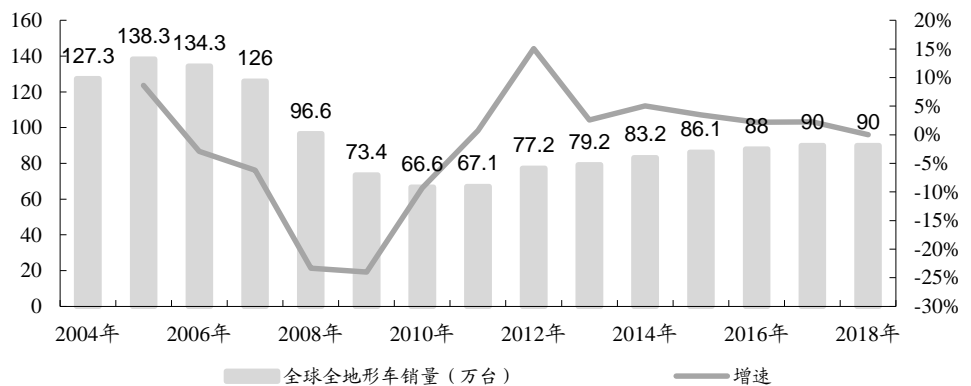
图 36: 全地形车使用场景涵盖沙滩、河床等复杂地形



数据来源: 春风动力官网, 东吴证券研究所

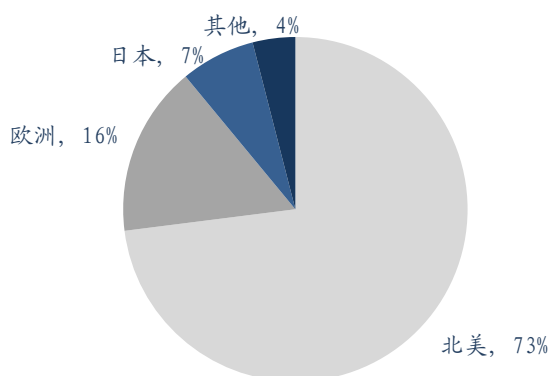
全地形车行业全球千亿市场, 集中于海外欧美地区, 客户群体以个人消费者为主。2018 年全球全地形车销量 90 万台, 以均价 10 万元/台粗略估计, 全球市场近 900 亿元, 北美、欧洲市场 15 年合计占比 89%。相比之下, 国内市场长期以来出口导向特征明显, 根据智研咨询, 中国对全地形车需求数量极少, 19 年仅 1.18 万辆, 市场规模为 1.99 亿元 (同比增长+8.15%)。客户群体包含个人 (娱乐玩家)、商业客户 (度假村、运动场、马场等)、政府客户 (军队、林业部门等) 三类, 02 年前以商业客户为主, 之后全地形车逐步向娱乐性、实用性转变, 2C 市场崛起, 13 年北美区域个人客户占比高达 84.2%。

图 37: 全地形车全球年均销量近百万台



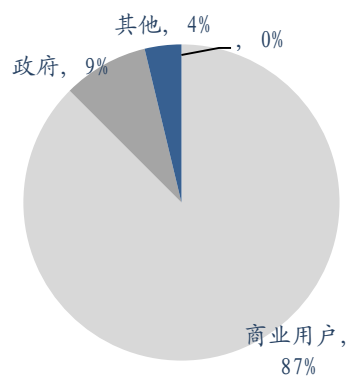
数据来源: 北极星年报, 春风动力招股说明书, 东吴证券研究所

图 38: 全地形车以北美、欧洲为主要市场 (2015A)



数据来源: 春风动力招股说明书, 东吴证券研究所

图 39: 全地形车用户群以个人消费者为主



数据来源: 春风动力招股说明书, 东吴证券研究所

全地形车电动化有望成为技术发展趋势。ATV 因经常工作在沙地、雪地、林地等极端路面, 使得发动机启停及变速工况较复杂, 对发动机中低转速区扭矩要求较高。当前 ATV 多以燃油发动机作为动力源, 而传统的燃油发动机难兼顾动力性和经济性, 扭矩性能偏弱的 ATV 很可能因瞬时出力不足而难以“征服”更广的地形条件, 且很难满足油耗指标、污染物排放等限制。在全球推崇节能减排、燃油车电动化大背景下, 全地形车采用混合动力、纯电动等新能源技术有望成为未来发展新趋势。19 年 Segway 发布三款混合动力全地形车 SNARLER、VILLAN、FUGLEMAN, 分别搭载 PHP (Paralleled Hybrid Powertrain) 和 ERHP (Extended Range Hybrid Powertrain) 混合动力平台, 成为混动技术应用全地形车的先行者。

图 40: 九号全地形车采用油电混动技术路线

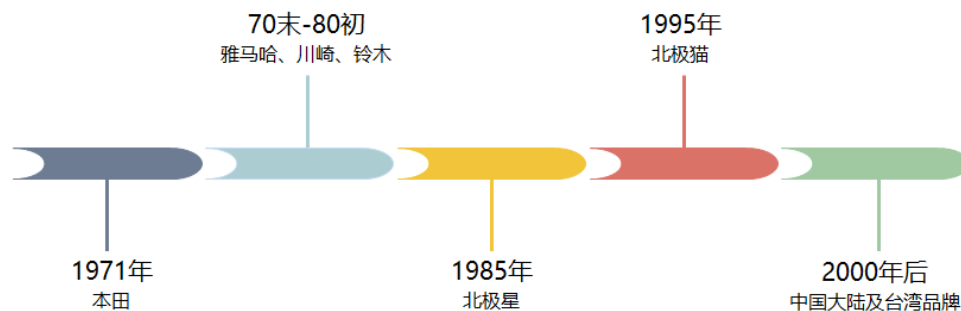


数据来源: imotor 摩托车资讯, Segway 官网, 东吴证券研究所

行业呈寡头垄断格局, 中国企业仍占有一席之地。全球范围内以北极星 (Polaris)、庞巴迪 (Bombardier)、雅马哈、川崎等北美、日本生产商主导, 这些公司在上世纪 80 年代即进入行业, 已经积累较高的品牌声誉。而中国企业自上世纪 90 年代参与, 经过行业整治及规范后, 中国全地形车行业走出低价竞争时代, 以质量、品牌立足于国内乃至全球市场。中国全地形车年均产量近 20 万辆, 以出口为主。国内产能集中于浙江、重庆、江苏地区, 17-19 年三地合计产量占比高达 87% 以上。目前涛涛、春风、润通三

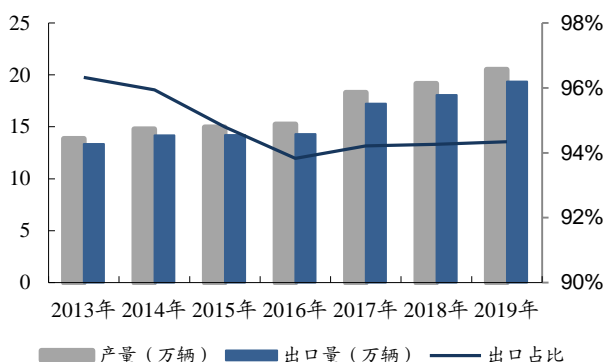
家占据国内 77% 市场份额，凭借优秀的产品力及性价比在全球市场立足。

图 41：主要 ATV 厂商进入北美市场时间



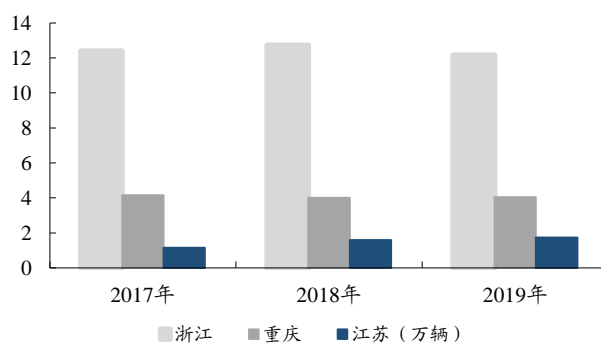
数据来源：北极星公告，东吴证券研究所

图 42：中国全地形车以出口海外市场为主（万辆）



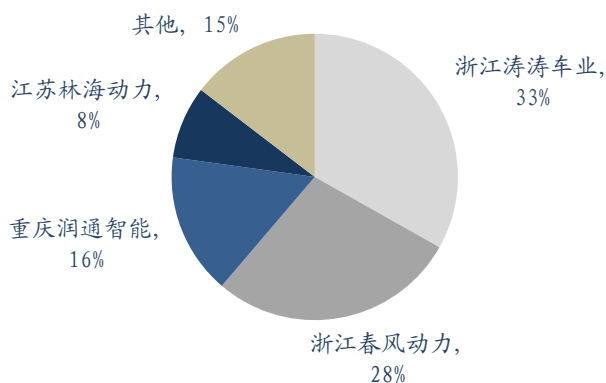
数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 43：全地形车产能分布于浙江、重庆、江苏（万辆）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 44：中国全地形车产量集中度较高（2019A）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

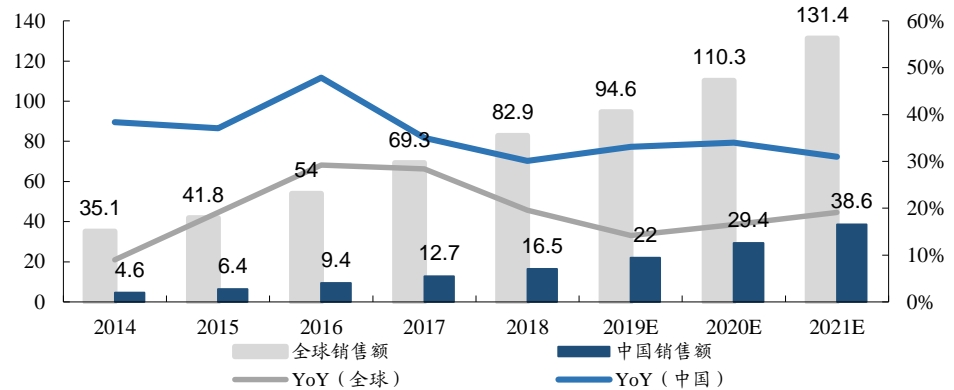
19 年 11 月九号依托 Segway 旗下 POWERSPORTS 推出全球首款混合动力全地形车系，产品布局 ATV、UTV、SSV 三个细分市场，覆盖 570-1000cc 排量段。全地形车价格根据排量、马力而异，九号全地形车同马力段价格预计位于 5000 美元附近，低于龙头北极星 (Polaris)、贵于国内的春风。产品尚未大规模推向市场，随行业技术路线向混动方向演进，九号借助前瞻混动技术布局及 Segway 在欧美的渠道布局将获得后发优势，有望率先受益。

5. 服务机器人：同源技术的延伸，打开未来想象空间

服务机器人指在非结构环境下为人类提供必要服务的多种高技术集成的先进机器人，用于非制造业并服务于人类，主要包括公共服务机器人、个人/家用服务机器人和特种服务机器人。

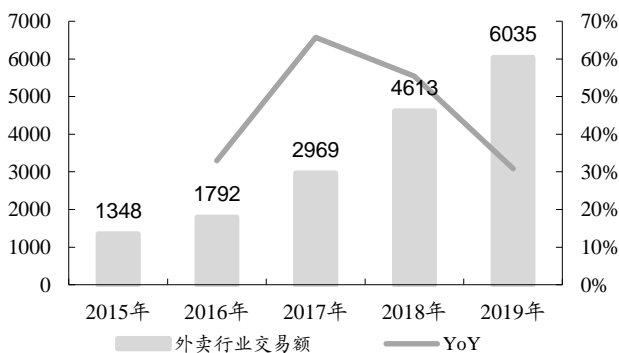
全球服务机器人规模快速扩张，中国受益于“互联网+”时代、增长亮眼。服务机器人萌芽于上世纪90年代，经历了2000-2010年十年发展，目前已进入增长快车道。全球服务机器人销售体量已近百亿美元，14-18年CAGR为24.0%。根据麦肯锡2018年的预测，未来10年80%的包裹交付将自动配送，随着外卖、快递等“互联网+物流”行业在中国迅猛发展，以物流为主的服务机器人在中国方兴未艾，中国市场规模14-18年CAGR为37.6%，远高于行业增速，18年已占到全球服务机器人市场约19.9%。

图 45：全球服务机器人销售规模（亿美元）



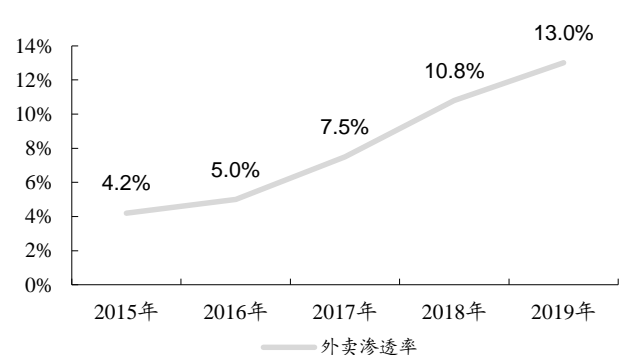
数据来源：IFR，中国电子学会，东吴证券研究所

图 46：2015-2019 年中国外卖行业市场交易额（亿元）



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 47：近五年中国外卖市场渗透率稳步提升



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

凭借技术上的同源性，公司背靠 Segway 横向拓展服务机器人赛道。服务机器人与平衡车等智能短交通类产品具备技术同源性，电动平衡车等短交通产品本质上属于“轮式机器人”范畴。17年底 Segway 推出首款服务机器人“路萌 Loomo”、18年初量产上

市，19 年陆续推出赛格威配送机器人 S2（室内配送）、X1（室外配送）及共享滑板 T60。

图 48：九号公司服务机器人产品系列



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

以配送机器人为支撑，服务机器人品类有望打开长期成长空间。

6. 盈利预测与投资建议

预计公司 2020-22 年整体业务增速分别 30.3%、56.4%、40.5%，其中 21-22 年的高速增长来自智能电动车业务快速放量，20-22 年毛利率分别 26.9%、26.5%、26.6%，其中：

- 1) **电动平衡车稳定增长**，假设 CAGR 约 7~10%，毛利率随着自有渠道占比提升而小幅改善；
- 2) **电动滑板车中高速增长**，各国路权陆续放开，市场空间打开，九号借助 Segway 渠道在海外 ToC 端增长较快，预计未来 3 年 CAGR 25%左右，毛利率随着自有渠道占比提升而小幅改善；
- 3) **智能电动二轮车高速增长**，其中 21 年国内中低端车型开始放量，高端车型销量旺盛、快速增长，海外美国首批 C80 开始销售，毛利率预计大幅好于国内，预计 21 年销量 81~100 万、22 年达到 150~200 万，20-22 年收入分别 5 亿、27 亿、51 亿，毛利率基本稳定，其中中低端车型毛利率较低，但规模效应下中高端、出口产品毛利率提升整体毛利率。

表 22: 九号电动分板块盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
智能电动平衡车系列 (万元)	1237.88	995.49	1073.14	1177.88	1292.84
YoY	20.3%	-19.6%	7.8%	9.8%	9.8%
毛利率	25.7%	21.3%	21.0%	21.5%	22.0%
智能电动滑板车系列 (万元)	2822.91	3231.15	4024.27	5030.80	6290.86
YoY	724.6%	14.5%	24.5%	25.0%	25.0%
毛利率	29.3%	25.0%	27.0%	27.9%	29.0%
智能电动车系列 (万元)			500.00	2735.40	5118.50
YoY				447.1%	87.1%
毛利率			22.0%	22.7%	22.8%
智能服务机器人 (万元)	12.97	4.12	5.36	8.04	12.06
YoY	27.6%	44.6%	30.0%	50.0%	50.0%
毛利率	34.3%	41.0%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务 (万元)	173.89	355.13	372.89	391.54	411.11
YoY	81.2%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	44.0%	66.0%	50.0%	50.0%	50.0%
公司营业总收入 (万元)	4247.65	4585.89	5975.66	9343.65	13125.36
YoY	207.5%	8.0%	30.3%	56.4%	40.5%
毛利 (万元)	1225.80	1257.37	1609.21	2475.38	3485.83
毛利率	28.9%	27.4%	26.9%	26.5%	26.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 预计公司 2020-22 年收入分别 59.8 亿、93.4 亿、131.3 亿, 同比分别+30%、+56%、+41%, 归母净利润分别 0.70 亿、4.79 亿、9.59 亿 (考虑股权激励、股份支付费用), 同比分别扭亏为盈、+585%、+100%。选取智能家电可比公司科沃斯、飞科电器、石头科技, 可比公司 21 年平均 PE 49x、平均 PS 9x, 考虑到公司目前费用投入大、电动二轮车规模效应尚未完全体现, 同时股权激励仍有一定费用, 使用 PS 相对估值给予公司目标价 133 元, 目标市值 934 亿, 对应现价 10 倍 PS, 上调至“买入”评级。

表 23: 可比公司估值 (PE, 截至 1 月 29 日股价)

	股价	市值 (亿)	净利润 (亿元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603486.SH 科沃斯	110.5	623.3	5.1	8.9	12.4	121.0	70.2	50.3
603868.SH 飞科电器	46.1	200.8	6.8	7.4	8.1	29.7	27.0	24.7
688169.SH 石头科技	1,208.0	805.3	13.0	16.3	19.9	62.1	49.4	40.4
可比公司平均						71.0	48.8	38.5

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 飞科电器、石头科技来自 wind 一致预期

表 24: 可比公司估值 (PS, 截至 1 月 29 日股价)

	股价	市值 (亿)	营业收入 (亿元)				PS	
			2020E	2021E	2021E	2022E	2020E	2020E
603486.SH 科沃斯	110.5	623.3	68.8	91.5	116.3	9.1	6.8	5.4
603868.SH 飞科电器	46.1	200.8	37.0	40.0	43.3	5.4	5.0	4.6
688169.SH 石头科技	1,208.0	805.3	44.8	56.0	68.0	18.0	14.4	11.8
可比公司平均						10.8	8.7	7.3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 飞科电器、石头科技来自 wind 一致预期

7. 风险提示:

- 1) 行业政策风险: 电动平衡车、滑板车及电动二轮车在各国受交通法规约束, 获取当地路权是实现销售的基础, 政策变化可能给公司产品销售带来影响;
- 2) 新产品推广进度不及预期: 未来九号公司将推出较多新产品, 如果新产品推广进度不及预期, 可能对销售收入的增长带来影响;
- 3) 海外市场销量下滑: 海外是九号重要的销售组成部分和增长点, 如果海外电动滑板车、平衡车等销量下滑, 可能对公司的业务拓展带来负面影响;
- 4) 盈利能力不及预期: 目前公司的盈利能力受股权激励费用、重研发销售投入等因素影响, 后续有望逐步恢复, 存在恢复进度不及预期的风险。

九号公司三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,350	5,383	6,797	9,778	营业收入	4,586	5,976	9,344	13,125
现金	989	2,312	2,987	3,980	减:营业成本	3,329	4,366	6,868	9,640
应收账款	305	1,192	1,149	2,139	营业税金及附加	16	26	38	49
存货	903	1,601	2,338	3,191	营业费用	291	436	589	748
其他流动资产	153	278	323	469	管理费用	741	1,162	1,537	1,972
非流动资产	959	1,434	2,131	2,904	财务费用	-4	-43	-55	-47
长期股权投资	3	5	7	9	资产减值损失	-83	-30	-47	-66
固定资产	104	240	524	827	加:投资净收益	4	3	3	4
在建工程	240	523	818	1,135	其他收益	-593	0	0	0
无形资产	325	378	491	640	营业利润	-398	61	417	834
其他非流动资产	287	288	291	294	加:营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	3,309	6,817	8,927	12,682	利润总额	-400	61	417	834
流动负债	1,039	2,510	3,018	4,955	减:所得税费用	55	-9	-63	-125
短期借款	100	100	100	100	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	520	1,792	1,844	3,259	归属母公司净利润	-455	70	479	959
其他流动负债	420	617	1,074	1,596	EBIT	-424	17	362	786
非流动负债	150	150	1,274	2,131	EBITDA	-361	85	494	1,015
长期借款	0	0	1,123	1,981					
其他非流动负债	150	150	150	150	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,190	2,660	4,291	7,087	每股收益(元)	-6.46	0.99	6.81	13.62
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	30.10	59.04	65.85	79.46
					发行在外股份(百万股)	63.4	70.4	70.4	70.4
归属母公司股东权益	2,120	4,157	4,636	5,595	ROIC(%)	-21.0%	0.5%	6.7%	10.9%
负债和股东权益	3,309	6,817	8,927	12,682	ROE(%)	-21.5%	1.7%	10.3%	17.1%
					毛利率(%)	27.4%	26.9%	26.5%	26.6%
					销售净利率(%)	-9.9%	1.2%	5.1%	7.3%
					资产负债率(%)	35.9%	39.0%	48.1%	55.9%
					收入增长率(%)	8.0%	30.3%	56.4%	40.5%
					净利润增长率(%)	74.8%	115.4%	585.1%	100.0%
					P/E	-155.23	1009.18	147.30	73.65
					P/B	33.31	16.99	15.23	12.62
					EV/EBITDA	-193.53	804.84	140.18	68.33
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	251	-148	41	800					
投资活动现金流	-359	-540	-825	-997					
筹资活动现金流	13	2,011	1,459	1,190					
现金净增加额	-51	1,323	675	993					
折旧和摊销	63	68	132	228					
资本开支	380	473	695	771					
营运资本变动	-114	-239	-512	-336					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>