

九号公司 (689009.SH) 2021 年营收高增，看好新品类打开第二成长曲线

2022 年 04 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

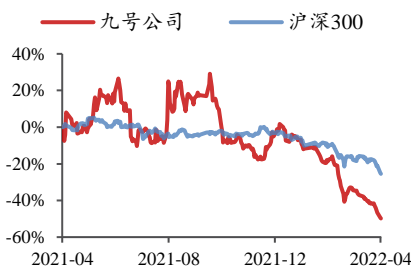
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

| | |
|--------------|-------------|
| 日期 | 2022/4/26 |
| 当前股价(元) | 34.59 |
| 一年最高最低(元) | 92.90/33.51 |
| 总市值(亿元) | 24.49 |
| 流通市值(亿元) | 17.60 |
| 总股本(亿股) | 0.71 |
| 流通股本(亿股) | 0.51 |
| 近 3 个月换手率(%) | 142.45 |

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-智能短交通领域先锋，业务外延再寻突破》- 2022.3.21

● 2021 年营收高增，看好新品类打开第二成长曲线，维持“买入”评级

2021 年公司实现营收 91.46 亿元(+52.36%)，归母净利润 4.11 亿元(+458.84%)。单季度来看 2021Q4 营收 19.44 亿元(+15.35%)，归母净利润 0.22 亿元，扣非归母净利润-0.93 亿元，差异主要来自于投资收益与公允价值变动收益。考虑到原材料及海运成本仍处高位，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 7.25/11.90/16.67 亿元（2022-2023 年原值为 7.62/13.22 亿元），对应 EPS 为 10.24/16.81/23.54 元，当前股价对应 PE 分别为 42.7/26.0/18.6 倍，考虑到渠道、产能、产品多方位扩张下电动两轮车等新品类有望打开第二成长曲线，规模效应有望驱动盈利提升，维持“买入”评级。

● 电动平衡车基本盘业务增长稳定，智能电动两轮车成为增长主要驱动力

分产品看，2021 年公司电动平衡车&滑板车/电动两轮车&电踏车/服务机器人/全地形车分别实现营收 64.05/13.34/0.21/5.6 亿元，其中两轮车同比增速超 200%，主要得益于线下渠道的快速扩张；全地形车凭借差异化亮点以及携手全球知名品牌营销战略迅速打开市场。分地区看，境内/境外市场同比分别+35.19%/+75.99%，境外收入高增主要系共享业务线和全地形车推动。展望 2022 年，继续看好渠道、产能、产品扩张下电动两轮车维持高增以及全地形车、智能割草机等新品放量。

● 费用端规模效应驱动盈利能力提升，看好电动两轮车规模效应驱动盈利提升

受原材料成本上涨以及低毛利智能电动两轮车占比提升影响，剔除会计准则影响后公司 2021 年毛利率为 25.61% (-2.08pcts)，其中电动平衡车和机器人业务毛利率维持相对稳定，两轮车业务毛利率承压较明显。费用端，销售/管理/研发同比分别-0.98pcts/-2.28pcts/-2.19pcts，加回运费后销售费用率为 8.86% (+1.4pcts)，主要系品牌、渠道建设所增加的费用投放，管理费用和研发费用规模效应逐步显现。综合影响下 2021 年公司净利率为 4.49% (+3.27pcts)。展望 2022 年及未来，随着电动两轮车业务规模效应显现，叠加成本压力缓解，看好盈利持续提升。

● 风险提示：电动两轮车销量不及预期；滑板车政策收紧；原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,003 | 9,146 | 12,966 | 17,288 | 21,941 |
| YOY(%) | 30.9 | 52.4 | 41.8 | 33.3 | 26.9 |
| 归母净利润(百万元) | 73 | 411 | 725 | 1,190 | 1,667 |
| YOY(%) | 116.2 | 458.8 | 76.5 | 64.3 | 40.0 |
| 毛利率(%) | 27.7 | 23.2 | 23.7 | 24.5 | 25.4 |
| 净利率(%) | 1.2 | 4.5 | 5.6 | 6.9 | 7.6 |
| ROE(%) | 2.0 | 9.5 | 14.4 | 19.2 | 21.1 |
| EPS(摊薄/元) | 1.04 | 5.80 | 10.24 | 16.81 | 23.54 |
| P/E(倍) | 421.0 | 75.3 | 42.7 | 26.0 | 18.6 |
| P/B(倍) | 8.4 | 7.2 | 6.2 | 5.0 | 3.9 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|--|---|
| 1、 2021Q4 业绩高增，业务放量成长逻辑逐步兑现..... | 3 |
| 2、 电动平衡车基本盘业务增长稳定，智能电动两轮车成为增长主要驱动力 | 3 |
| 3、 规模效应驱动盈利能力提升，营运能力维持相对健康状况..... | 5 |
| 3.1、 盈利能力：规模效应下盈利能力提升明显，2021Q4 受宏观负面因素影响盈利有所下滑 | 5 |
| 3.2、 营运能力：回款能力延续提升趋势，提前采购、备货致现金流下滑..... | 7 |
| 4、 多品类增长有望开启第二增长曲线，看好新品类规模效应驱动业绩提升..... | 7 |
| 5、 盈利预测与投资建议 | 8 |
| 6、 风险提示 | 8 |
| 附：财务预测摘要..... | 9 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1： 2021 年公司实现营收 91.46 亿元，同比增长 52.36% | 3 |
| 图 2： 2021Q4 实现营收 19.44 亿元，同比增长 15.35% | 3 |
| 图 3： 2021 年公司实现归母净利润 4.11 亿元（+459%） | 3 |
| 图 4： 2021Q4 公司实现归母净利润 0.22 亿元，主要系非经常性损益推动 | 3 |
| 图 5： 2021 年电动两轮车&电踏车营收占比提升至 14.59%（+7.39pcts） | 4 |
| 图 6： 2021 年自主产品销售收入占比提升至 47.75%..... | 5 |
| 图 7： 2021 年国外营收 44.46 亿元，同比增长 75.99%..... | 5 |
| 图 8： 2021 年公司毛利率 23.23%（-4.46pcts） | 5 |
| 图 9： 2021Q4 公司毛利率 14.01%（-14.15pcts） | 5 |
| 图 10： 智能滑板车主业和智能服务机器人毛利率维持稳定，电动两轮车承压明显 | 6 |
| 图 11： 规模快速扩张下 2021 年公司整体费用规模效应逐步显现..... | 6 |
| 图 12： 2021 年公司扣非净利率为 2.8%（+1.95pcts） | 7 |
| 图 13： 2021Q4 公司扣非净利率-4.81%（-3.59pcts） | 7 |
| 图 14： 2021 年公司存货周转率略有下降 | 7 |
| 图 15： 2021 年公司应收账款周转率延续提升趋势 | 7 |

1、2021Q4 业绩高增，业务放量成长逻辑逐步兑现

2021 年公司实现营收 91.46 亿元，同比增长 52.36%。单季度来看，2021Q4 公司实现营收 19.44 亿元，同比增长 15.35%。全年收入高增主要系智能电动滑板车主业稳健增长，以及智能电动两轮车、服务机器人、全地形车新品类放量所致；而单季度增速放缓或系海运运力紧张影响发货所致。

图1：2021 年公司实现营收 91.46 亿元，同比增长 52.36%

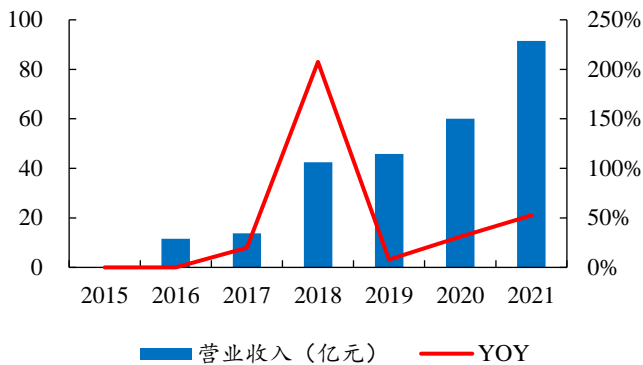
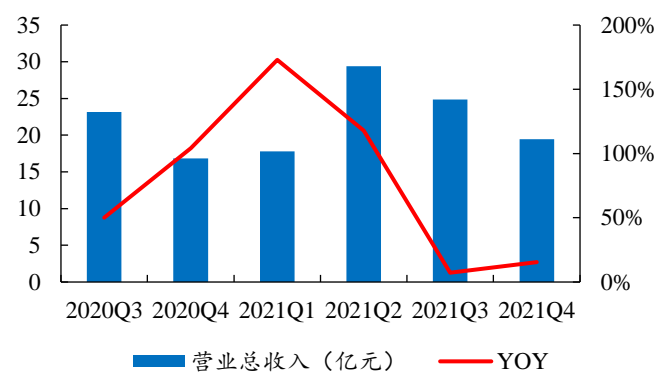


图2：2021Q4 实现营收 19.44 亿元，同比增长 15.35%

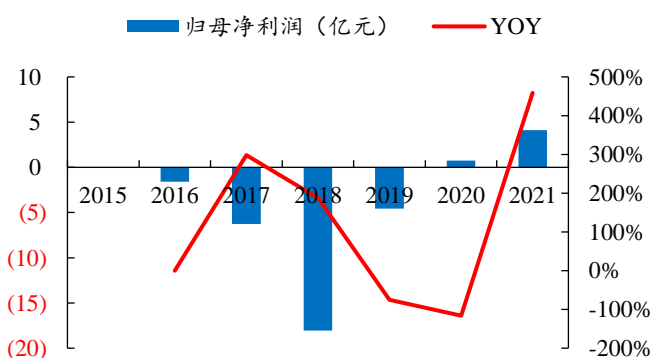


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

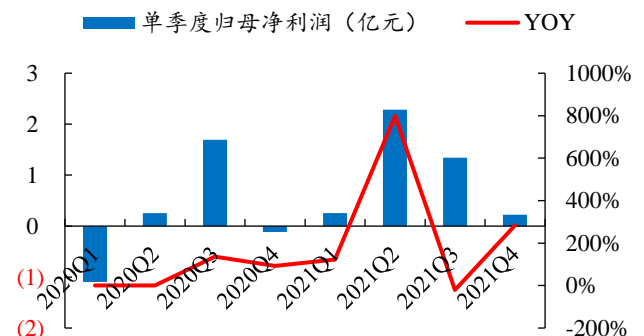
2021 年公司实现归母净利润 4.11 亿元，同比增长 458.84%，扣非归母净利润 2.56 亿元，同比增长 399.76%，全年业绩高增主要系营收快速增长下费用端规模效应所致。单季度来看，2021Q4 公司实现归母净利润 0.22 亿元，同比扭亏为盈，扣非归母净利润-0.93 亿元，非经常性损益主要来自于外汇套期保值业务带来的投资收益、理财产品的投资收益以及公允价值变动收益等，2021Q4 公司投资收益与公允价值变动收益合计约 0.94 亿元，2021Q3-Q4 整体业绩表现不佳主要系海运运价上涨、两轮车门店拓展带来的销售费用显著上涨。

图3：2021 年公司实现归母净利润 4.11 亿元 (+459%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021Q4 公司实现归母净利润 0.22 亿元，主要系非经常性损益推动



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、电动平衡车基本盘业务增长稳定，智能电动两轮车成为增长主要驱动力

分业务看，智能滑板车仍为营收重要支柱，电动两轮车助力营收增长：

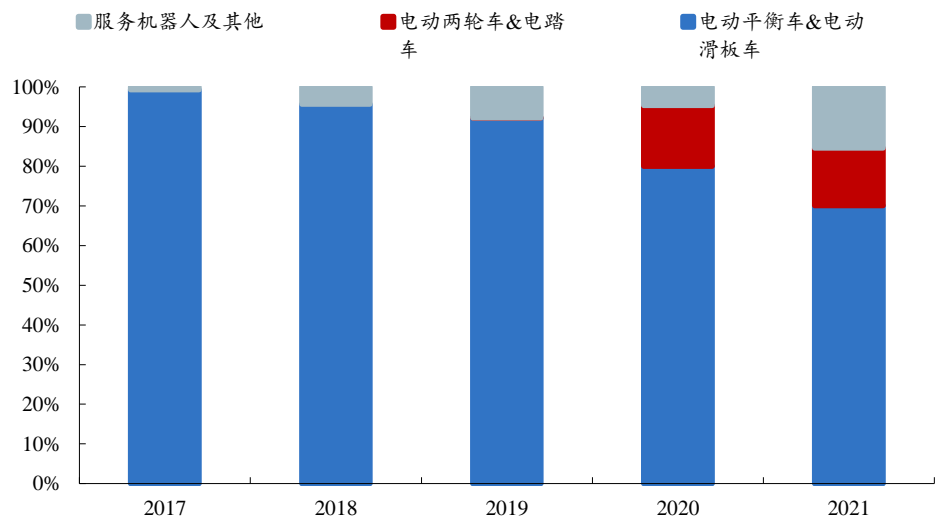
(1) 电动平衡车与滑板车：2021 年实现营收 64.05 亿元 (+21.73%)，其中电动滑板车领域增速明显，2021 年公司电动滑板车 ToC 零售端实现营收 44.08 亿元，ToB 共享滑板车和配件的微出行产品实现营收 17.16 亿元，B 端共享滑板车增长主要来自于客户的不断拓展，2021 年 2 月公司与美国共享滑板车运营商 Spin 达成合作。

(2) 智能电动两轮车与电踏车：2021 年实现营收 13.34 亿元 (+209%)，营收占比由 2020 年的 7.2% 提升至 14.59%。其中电动两轮车实现营收约 12 亿元，高增长主要得益于产品和渠道的不断扩张，2021 年公司推出九号电动 A、电动 C、电摩 N 系列以及针对海外推出专用车型，渠道方面 2021 年公司中国区专卖门店由 2020 年的 700 家提升至 1700 多家。

(3) 服务机器人：2021 年实现营收 0.21 亿元 (+175%)，预计增长主要来自于配送机器人，当前公司九号方糖配送机器人已实现在酒店、写字楼、商场、医院等室内场景落地，与多家主流一线品牌酒店展开合作。

(4) 其他：2021 年实现营收 13.85 亿元 (+13.85%)，其中全地形车实现营收 5.6 亿元。全地形车于 2021 年正式投入市场，凭借差异化特征以及智能化优势海外市场反馈良好。

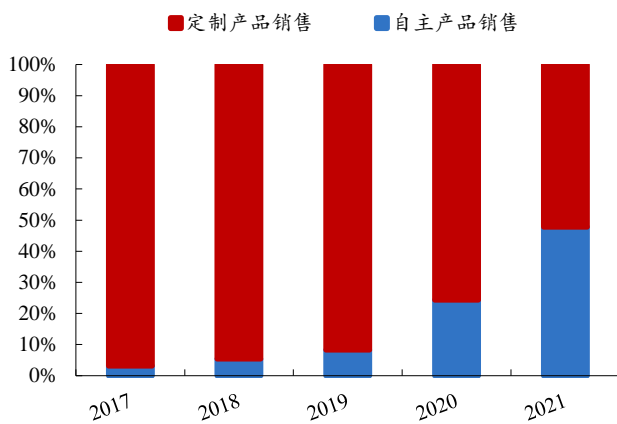
图5：2021 年电动两轮车&电踏车营收占比提升至 14.59% (+7.39pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

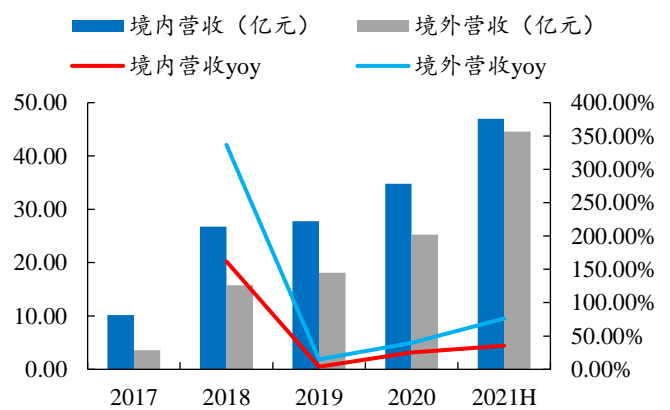
分销售模式看，发展更加均衡，自主品牌效应逐渐显现。2021 年公司自主品牌实现营收 43.68 亿元 (+67.44%)，营收占比由 2020 年的 21.63% 提升至 47.75%，而小米渠道营收占比由 2020 年度的 45.91% 下降至 32.29%，渠道发展更加均衡，品牌效应逐渐凸显。**分地区看，国内外市场均呈快速增长，海外市场营收占比持续提升。**2021 年公司境内市场营收为 47 亿元，同比增长 35.19%；境外市场营收 44.46 亿元，同比增长 75.99%，境外收入高增主要系公司共享业务线和全地形车的境外收入实现较快增长，境内收入高增或系电动两轮车快速放量。

图6：2021年自主产品销售收入占比提升至47.75%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2021年国外营收44.46亿元，同比增长75.99%



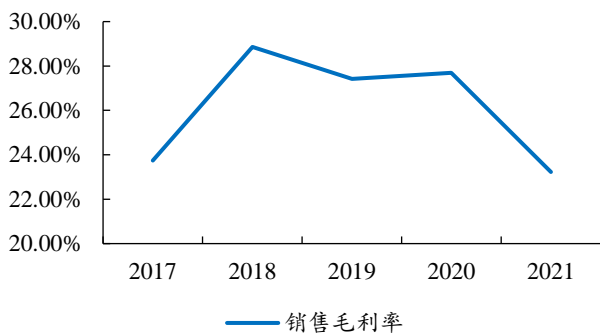
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、规模效应驱动盈利能力提升，营运能力维持相对健康状况

3.1、盈利能力：规模效应下盈利能力提升明显，2021Q4受宏观负面因素影响盈利有所下滑

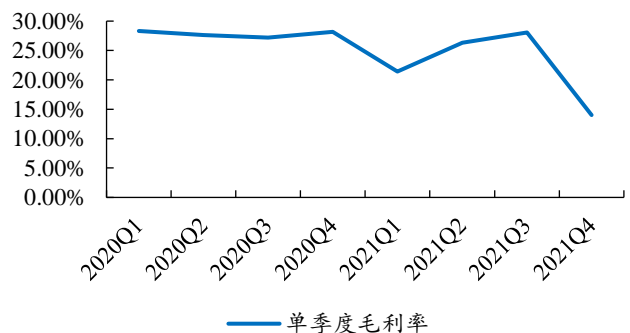
(1) 毛利率：2021年公司毛利率23.23%(-4.46pcts)，剔除会计准则影响后2021年公司毛利率25.61%(-2.08pcts)。单季度来看，2021Q4公司毛利率14.01%(-14.15pcts)，剔除会计准则影响后2021Q4毛利率25.23%(-2.93pcts)。毛利率同比下降主要系原材料成本上涨以及低毛利智能电动两轮车占比提升所致。

图8：2021年公司毛利率23.23%(-4.46pcts)



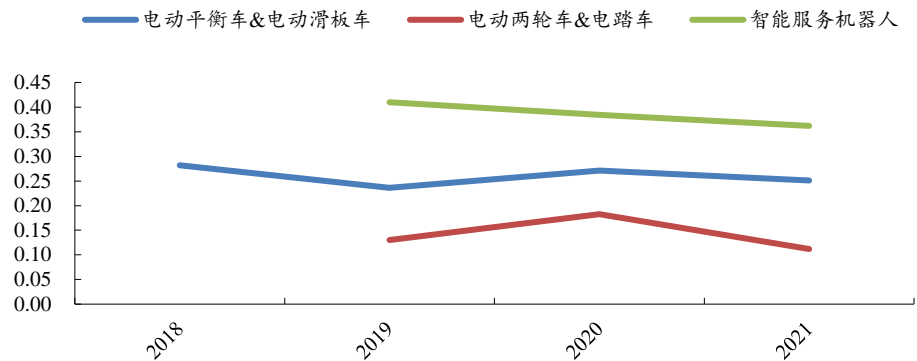
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2021Q4公司毛利率14.01%(-14.15pcts)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

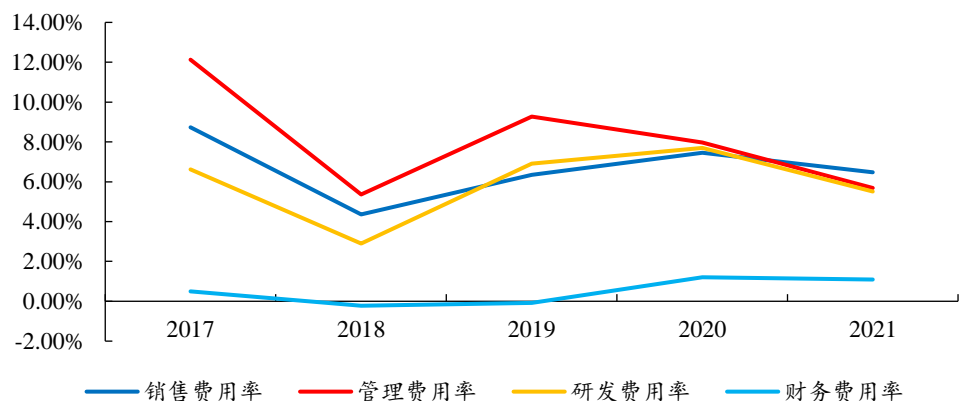
分品类看，智能滑板车主业受原材料涨价影响较小，电动两轮车整体规模效应有较大提升空间。(1) 2021年电动两轮车和平衡车毛利率为25.09%(-2.03pcts)，剔除运输费用后毛利率为27.18%(+0.06pcts)。(2) 2021年电动两轮车和电踏车毛利率为11.19%(-7.07pcts)，剔除运输费用后毛利率为12.67%(-5.59pcts)，主要系受直接材料、直接人工和制造费用均有较大幅度提升，以及建店补贴冲减营业收入。(3) 2021年智能服务机器人毛利率为36.19%(-2.23pcts)，剔除运输费用后毛利率为41.6%(+3.18pcts)。

图10：智能滑板车主业和智能服务机器人毛利率维持稳定，电动两轮车承压明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

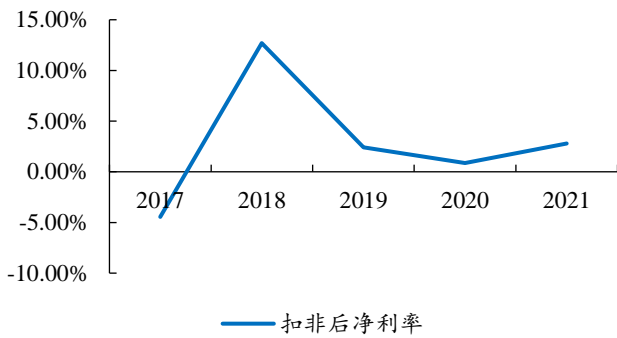
(2) 费用率：2021 年公司调整后期间费用率为 21.14% (-3.19pcts)，费用端规模效应逐步显现。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.48%/5.69%/5.51%/1.09%，同比分别-0.98pcts/-2.28pcts/-2.19pcts/-0.12pcts，加回运输费用后公司 2021 年销售费用率为 8.86% (+1.4pcts)，主要系线下门店扩张所导致的人工成本、售后服务费和宣传与广告费用增加所致，管理费用和研发费用规模效应明显。

单季度看，2021Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.53%/8.98%/8.3%/3.3%，同比分别-9.22pcts/+1.04pcts/+0.23pcts/+2.05pcts，加回运输费用后 2021Q4 销售费用率为 12.75% (+2pcts)，主要系业务扩张带来的推广等费用增加所致。

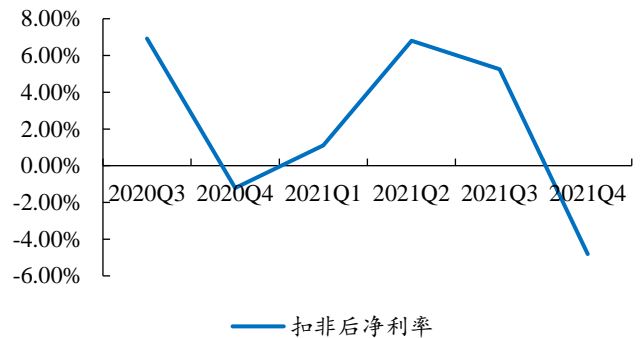
图11：规模快速扩张下 2021 年公司整体费用规模效应逐步显现


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 净利率：2021 年公司净利率为 4.49% (+3.27pcts)，扣非后净利率为 2.8% (+1.95pcts)，净利率提升主要系业务规模快速扩张下费用端规模效应明显。单季度来看，2021Q4 公司净利率为 1.15% (+1.83%)，扣非后净利率为 -4.81% (-3.59pcts)，主要系原材料涨价拖累毛利率，以及海运费、推广费用推升整体费用率水平所致。

图12：2021年公司扣非净利率为2.8% (+1.95pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

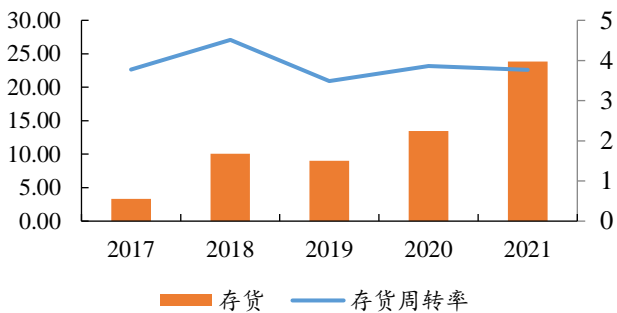
图13：2021Q4公司扣非净利率-4.81% (-3.59pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

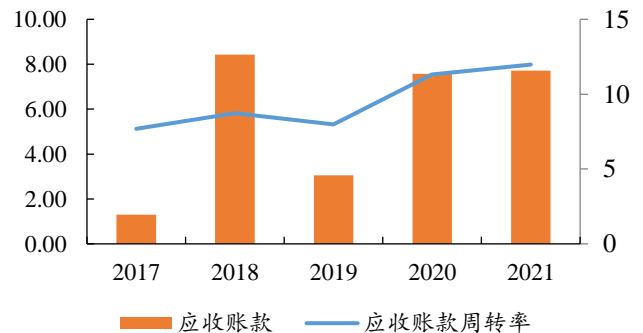
3.2、营运能力：回款能力延续提升趋势，提前采购、备货致现金流下滑

(1) **存货周转率**：截至2021年底，公司存货23.83亿元(+77.14%)，主要系公司提升备货所致，存货周转率为3.86，同比降低0.09，处于相对健康状况。

(2) **应收账款周转率**：截至2021年底，公司应收账款7.71亿元(+1.89%)，应收账款周转率为11.97，同比提升0.67，公司回款能力得到提升。

图14：2021年公司存货周转率略有下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2021年公司应收账款周转率延续提升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **现金流**：2021年公司经营性现金流为-1.61亿元，主要系期末提升备货、增加库存，为锁货预付供应商采购款及应收出口退税增加所致，2021年末公司预付账款为1.83亿元(+140.25%)。

4、多品类增长有望开启第二增长曲线，看好新品类规模效应

驱动业绩提升

展望2022年，营收端分产品来看：

(1) **智能电动滑板车业务**：九号滑板车海外竞争优势明显，渠道布局完善，预计公司还将持续优化产品结构，增加中高端系列产品、迭代更多功能以强化竞争优势。目前升级款九号电动滑板车D系列产品已在欧洲区域上市销售，预计还将其他区域推出。此外，公司共享电动助力滑板车BOT系列研发进度30%，产品在换电效率、视觉、AI、智能防盗等技术均有较大幅度提升，降低运营商运营成本，因此我们认为未来增长驱动力主要来自于共享出行浪潮下B端业务放量。

(2) 电动两轮车业务：公司产品智能化优势明显，渠道拓展计划稳步推进。**渠道布局方面**，预计 2022 年中国线下门店将突破 3000 家，此外海外电动两轮车市场广阔，目前公司产品已在欧美市场落地。**产能方面**，一期年产 100 万辆电动两轮车项目已建成投产，二期 100 万辆电动两轮车项目已于 2021 年 1 月启动，预计 2022 年 10 月竣工，届时产能规模将达到 200 万+，能够较好满足 2023 年及未来智能电动车快速发展的需求。**新品方面**，4 月 28 日春季新品发布会中公司将推出方程式 F 系列和机械师 MMAX 系列。多方位扩张下继续看好电动两轮车快速放量。

(3) 智能服务机器人业务：**配送机器人方面**，目前公司室内九号方糖机器人已在国内酒店市场启动批量交付运营；2021 年 12 月公司与美国配送企业建立合作，九号 RMP 实现数千台交付，为第三方开发者提供通用、集成的机器人底盘方案，拓展海外配送业务。**智能割草机方面**，目前产品已进入用户测试阶段，手机软件端也已开发完成并上线，产品采用虚拟边界智能割草机技术领先行业，后续依托 segway 较高的品牌影响力，有望在草坪“去人工化”趋势下迎来较快发展。

展望 2022 年，我们看好公司盈利能力持续提高，一方面随着智能电动两轮车、全地形车的持续放量，规模效应下毛利率有望逐步改善从而增厚业绩，规模的快速扩张也将进一步摊薄管理费用和研发费用；另一方面公司中高端产品战略导向下，通过技术升级迭代也将支撑整体毛利提升，提高利润。

5、盈利预测与投资建议

考虑到原材料及海运成本仍处高位，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 7.25/11.90/16.67 亿元（2022-2023 年原值为 7.62/13.22 亿元），对应 EPS 为 10.24/16.81/23.54 元，当前股价对应 PE 分别为 42.7/26.0/18.6 倍，考虑到渠道、产能、产品多方位扩张下电动两轮车等新品类有望打开第二成长曲线，规模效应有望驱动盈利提升，维持“买入”评级。

6、风险提示

电动两轮车销量不及预期；滑板车政策收紧；原材料价格上涨等。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 5364 | 6127 | 8320 | 9790 | 12780 |
| 现金 | 2198 | 1726 | 2719 | 3077 | 5967 |
| 应收票据及应收账款 | 757 | 771 | 1949 | 1542 | 2785 |
| 其他应收款 | 39 | 34 | 203 | 64 | 228 |
| 预付账款 | 76 | 183 | 90 | 272 | 235 |
| 存货 | 1345 | 2383 | 2443 | 4001 | 2684 |
| 其他流动资产 | 947 | 1030 | 916 | 834 | 881 |
| 非流动资产 | 1194 | 1545 | 1670 | 1863 | 2008 |
| 长期投资 | 9 | 14 | 21 | 29 | 37 |
| 固定资产 | 489 | 589 | 773 | 990 | 1170 |
| 无形资产 | 360 | 339 | 315 | 298 | 285 |
| 其他非流动资产 | 335 | 603 | 562 | 547 | 517 |
| 资产总计 | 6558 | 7672 | 9990 | 11653 | 14789 |
| 流动负债 | 2711 | 3152 | 4507 | 4949 | 6455 |
| 短期借款 | 318 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1727 | 1941 | 3227 | 3588 | 4966 |
| 其他流动负债 | 666 | 1212 | 1280 | 1361 | 1489 |
| 非流动负债 | 150 | 247 | 419 | 458 | 432 |
| 长期借款 | 0 | 21 | 193 | 231 | 205 |
| 其他非流动负债 | 150 | 226 | 226 | 226 | 226 |
| 负债合计 | 2861 | 3400 | 4927 | 5407 | 6886 |
| 少数股东权益 | 0 | -2 | -6 | -14 | -25 |
| 股本 | 0 | 0 | 71 | 71 | 71 |
| 资本公积 | 7406 | 7579 | 7579 | 7579 | 7579 |
| 留存收益 | -3482 | -3071 | -2351 | -1169 | 487 |
| 归属母公司股东权益 | 3697 | 4275 | 5070 | 6260 | 7927 |
| 负债和股东权益 | 6558 | 7672 | 9990 | 11653 | 14789 |

| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 896 | -161 | 1126 | 610 | 3293 |
| 净利润 | 73 | 408 | 720 | 1183 | 1656 |
| 折旧摊销 | 84 | 121 | 116 | 150 | 181 |
| 财务费用 | 72 | 99 | 65 | 86 | 110 |
| 投资损失 | -15 | -90 | -29 | -34 | -42 |
| 营运资金变动 | 422 | -822 | 239 | -745 | 1421 |
| 其他经营现金流 | 259 | 122 | 15 | -29 | -32 |
| 投资活动现金流 | -1108 | -8 | -332 | -227 | -278 |
| 资本支出 | 324 | 266 | 227 | 155 | 142 |
| 长期投资 | -802 | 159 | -7 | -8 | -8 |
| 其他投资现金流 | -1586 | 417 | -112 | -80 | -145 |
| 筹资活动现金流 | 1454 | -304 | 199 | -26 | -125 |
| 短期借款 | 218 | -318 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 21 | 172 | 39 | -26 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 71 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1540 | 173 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -304 | -180 | -43 | -65 | -99 |
| 现金净增加额 | 1207 | -510 | 993 | 358 | 2890 |

| 利润表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 6003 | 9146 | 12966 | 17288 | 21941 |
| 营业成本 | 4341 | 7022 | 9894 | 13049 | 16378 |
| 营业税金及附加 | 34 | 36 | 57 | 81 | 96 |
| 营业费用 | 448 | 592 | 908 | 1227 | 1558 |
| 管理费用 | 478 | 520 | 661 | 778 | 987 |
| 研发费用 | 462 | 504 | 661 | 778 | 987 |
| 财务费用 | 72 | 99 | 65 | 86 | 110 |
| 资产减值损失 | -35 | -51 | -127 | -123 | -165 |
| 其他收益 | 10 | 17 | 15 | 10 | 10 |
| 公允价值变动收益 | 8 | 53 | 20 | 10 | 10 |
| 投资净收益 | 15 | 90 | 29 | 34 | 42 |
| 资产处置收益 | -1 | 42 | -0 | 14 | 18 |
| 营业利润 | 145 | 511 | 910 | 1478 | 2070 |
| 营业外收入 | 16 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 9 | 20 | 20 | 10 | 10 |
| 利润总额 | 152 | 500 | 900 | 1478 | 2070 |
| 所得税 | 79 | 92 | 180 | 296 | 414 |
| 净利润 | 73 | 408 | 720 | 1183 | 1656 |
| 少数股东损益 | 0 | -3 | -5 | -8 | -11 |
| 归母净利润 | 73 | 411 | 725 | 1190 | 1667 |
| EBITDA | 190 | 570 | 953 | 1548 | 2122 |
| EPS(元) | 1.04 | 5.80 | 10.24 | 16.81 | 23.54 |

| 主要财务比率 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 30.9 | 52.4 | 41.8 | 33.3 | 26.9 |
| 营业利润(%) | 136.5 | 251.5 | 78.2 | 62.4 | 40.0 |
| 归属于母公司净利润(%) | 116.2 | 458.8 | 76.5 | 64.3 | 40.0 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 27.7 | 23.2 | 23.7 | 24.5 | 25.4 |
| 净利率(%) | 1.2 | 4.5 | 5.6 | 6.9 | 7.6 |
| ROE(%) | 2.0 | 9.5 | 14.4 | 19.2 | 21.1 |
| ROIC(%) | 1.3 | 8.2 | 12.5 | 16.9 | 18.8 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 43.6 | 44.3 | 49.3 | 46.4 | 46.6 |
| 净负债比率(%) | -49.6 | -36.2 | -47.0 | -42.8 | -70.8 |
| 流动比率 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 2.0 | 2.0 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.0 | 1.2 | 1.1 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 应收账款周转率 | 11.3 | 12.0 | 9.5 | 9.9 | 10.1 |
| 应付账款周转率 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.04 | 5.80 | 10.24 | 16.81 | 23.54 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 12.66 | -2.28 | 15.91 | 8.62 | 46.52 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 52.22 | 60.39 | 70.62 | 87.44 | 110.98 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 421.0 | 75.3 | 42.7 | 26.0 | 18.6 |
| P/B | 8.4 | 7.2 | 6.2 | 5.0 | 3.9 |
| EV/EBITDA | 148.9 | 50.5 | 29.3 | 17.8 | 11.6 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--|----------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn