

九号公司 (689009.SH) 宏观扰动致收入短期承压，2022Q2 盈利边际改善

2022年08月16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	2022/8/16
当前股价(元)	53.60
一年最高最低(元)	92.90/33.05
总市值(亿元)	38.14
流通市值(亿元)	27.28
总股本(亿股)	0.71
流通股本(亿股)	0.51
近3个月换手率(%)	612.35

● 2022H1 盈利改善，新品类放量助力长期盈利提升，维持“买入”评级

2022H1 营收 48.2 亿元 (+2.16%)，归母净利润 2.56 亿元 (+0.63%)，扣非归母净利润 2.36 亿元 (+7.56%)。2022Q2 营收 29.03 亿元 (-1.26%)，扣非归母净利润 2.14 亿元 (+6.85%)。考虑到小米去库存以及宏观扰动影响，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 6.78/10.14/15.5 亿元（原值为 7.25/11.9/16.67 亿元），对应 EPS 分别为 9.58/14.32/21.89 元，当前股价对应 PE 为 45.6/30.5/20 倍，考虑到电动两轮车新品类逐步放量，盈利能力有望提升，维持“买入”评级。

● 海外宏观扰动致滑板车 2022Q2 增速放缓，两轮车和全地形车表现亮眼

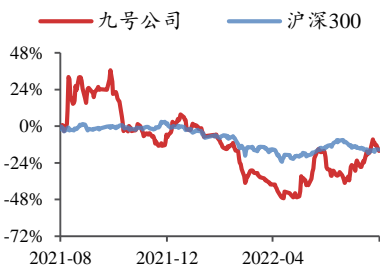
分业务看：2022H1 自主品牌零售滑板车营收 9.8 亿元 (+14%)，剔除俄乌冲突影响预计增长 20%-30%；电动两轮车和全地形车营收分别 9.3/3.7 亿元，同比分别+81%/+172%，高单价新品拉动下实现量价齐升。预计两轮车业务利润率 1.7%，实现盈亏平衡；ToB 产品营收 14.55 亿元 (+33.66%)，剔除俄乌冲突影响预计增长 40%+；小米定制产品营收 7.32 亿元 (-59.18%)，去库存影响仍存。分地区看，2022H1 欧洲销售中心营收 4.93 亿元 (+32.43%)，NineRobot (HongKong) 境外销售 10.96 亿元 (+8.2%)，整体来看欧洲、美国地区自主品牌零售和 ToB 业务保持较好增长。展望后续，预计电动两轮车和全地形车在新品拉动下保持快速增长，而随着小米渠道库存水平下降，低基数下滑板车主业有望恢复较高增长。

● 结构性变化带动毛利率提升，叠加人民币贬值，2022Q2 盈利边际改善

2022H1 公司毛利率 24.84% (+2.12pct)，2022Q2 毛利率 26.71% (+1.34pct)，毛利率提升主要系低毛利小米渠道占比降低以及全地形车和电动两轮车结构性升级所致。费用端，2022H1 公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比分别+1.35pct/+0.85pct/+0.71pct/-1.62pct，销售费用增加主系房屋折旧以及宣传推广费用增加所致，财务费用减少主系人民币贬值带来汇兑收益。综合影响下公司 2022H1 扣非净利率 4.9% (+0.25pct)、2022Q2 扣非净利率 7.36% (+0.56pct)。

● 风险提示：电动两轮车销售不及预期；滑板车政策收紧；原材料价格上涨等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2021 年营收高增，看好新品类打开第二成长曲线—公司信息更新报告》
-2022.4.26

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

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	11,232	15,194	20,167
YOY(%)	30.9	52.4	22.8	35.3	32.7
净利润(百万元)	73	411	678	1,014	1,550
YOY(%)	116.2	458.8	65.2	49.5	52.9
毛利率(%)	27.7	23.2	24.8	25.4	25.8
净利率(%)	1.2	4.5	6.0	6.7	7.7
ROE(%)	2.0	9.5	13.6	16.9	20.5
EPS(摊薄/元)	1.04	5.80	9.58	14.32	21.89
P/E(倍)	421.0	75.3	45.6	30.5	20.0
P/B(倍)	8.4	7.2	6.2	5.2	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 宏观扰动致 2022Q2 收入短期承压，两轮车和全地形车保持亮眼表现	3
2、 2022H1 结构性变化带动毛利率提升，叠加人民币贬值，盈利能力边际提升	4
3、 围绕核心业务发布新一轮股权激励，看好规模效应下新业务盈利能力提升	5
4、 盈利预测与投资建议	5
5、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 2022H1 实现营收 48.2 亿元（+2.16%）	3
图 2： 2022H1 实现归母净利润 2.56 亿元（+0.63%）	3
图 3： 2022H1 同口径毛利率同比+2.12pct，扣非净利率同比+0.25pct.....	4
图 4： 2022H1 销售费用/管理费用/研发费用率同比提升，财务费用率受人民币贬值影响由正转负	5

1、宏观扰动致 2022Q2 收入短期承压，两轮车和全地形车保持

亮眼表现

2022H1 公司实现营收 48.2 亿元 (+2.16%)，归母净利润 2.56 亿元 (+0.63%)，扣非归母净利润 2.36 亿元 (+7.56%)。分季度来看，2022Q1、2022Q2 公司分别实现营收 19.17/29.03 亿元，同比分别+7.8%/-1.26%，分别实现归母净利润 0.38 亿元/2.17 亿元，同比分别+51.32%/-5.0%，分别实现扣非归母净利润 0.23/2.14 亿元，同比分别+14.76%/+6.85%。

图1：2022H1 实现营收 48.2 亿元 (+2.16%)

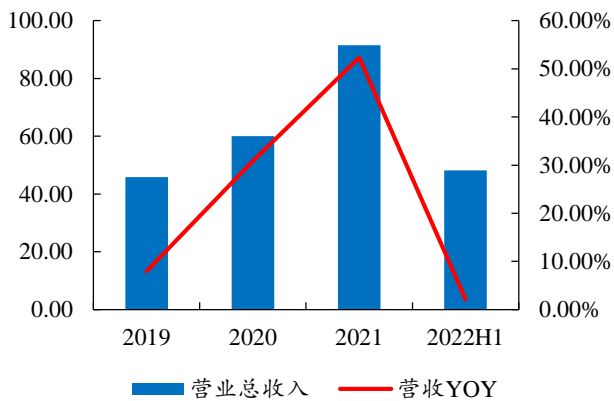
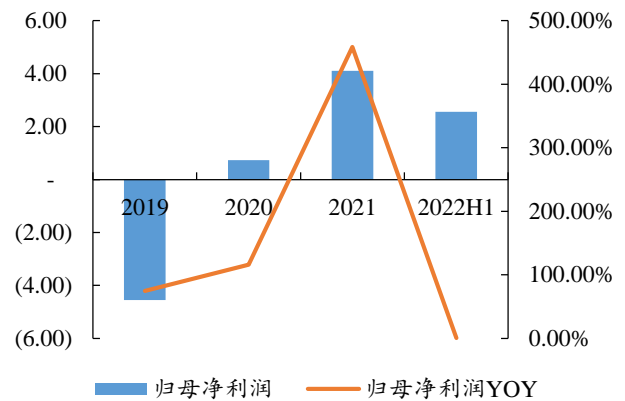


图2：2022H1 实现归母净利润 2.56 亿元 (+0.63%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

收入按销售渠道拆分：2022Q2 自主品牌、ToB 渠道保持良性增长，小米渠道受高库存影响仍有较大幅度下滑。2022H1 自主品牌实现销售收入 26.33 亿元(+43.41%)、ToB 产品销售收入 14.55 亿元(+33.66%)、小米定制产品销售收入 7.32 亿元(-59.18%)。分季度来看，2022Q2 自主品牌实现销售收入 16.53 亿元 (+39.26%)、ToB 产品销售收入 8.05 亿元 (+10.35%)、小米定制产品销售收入 4.42 亿元 (-57.09%)。自主品牌增长主要由全地形车以及电动两轮车贡献，ToB 端增速放缓主系俄乌冲突影响，剔除俄乌冲突预计实现 20-25%增长。

收入按产品拆分：宏观扰动致零售和 ToB 滑板车业务增长放缓，两轮车和全地形车实现量价齐升。

(1) 2022H1 零售滑板车营收 15.61 亿元。其中自有渠道滑板车营收 9.76 亿元 (+14%)，小米渠道滑板车营收 5.85 亿元。分季度来看，2022Q2 自有渠道滑板车营收 6.2 亿元 (+6.4%)，增速放缓主要系俄乌冲突，剔除宏观扰动预计自有渠道滑板车营收增长 20-25%增长，小米渠道滑板车营收预计 3.35 亿元，下滑约 60%。

(2) 2022H1 平衡车营收 3.82 亿元。

(3)2022H1 电动两轮车营收 9.3 亿元(+81%)，2022Q2 营收 6.7 亿元(+117%)。高增长主系新品带动量价齐升，2022H1 两轮车均价 3029 元(+3.82%)，其中 2022Q2 均价 3102 元，环比 Q1 增长 8.6%。剔除建店补贴冲减收入影响后预计单价提升幅度更大。

(4)2022H1 全地形车营收 3.7 亿元(+172%)，2022Q2 营收 1.7 亿元(+49.38%)。高单价 UTV 和 SSV 带动 ORV 量价齐升，2022H1 全地形车销量 0.86 万台(+40%)，

均价 4.3 万元 (+93%)。

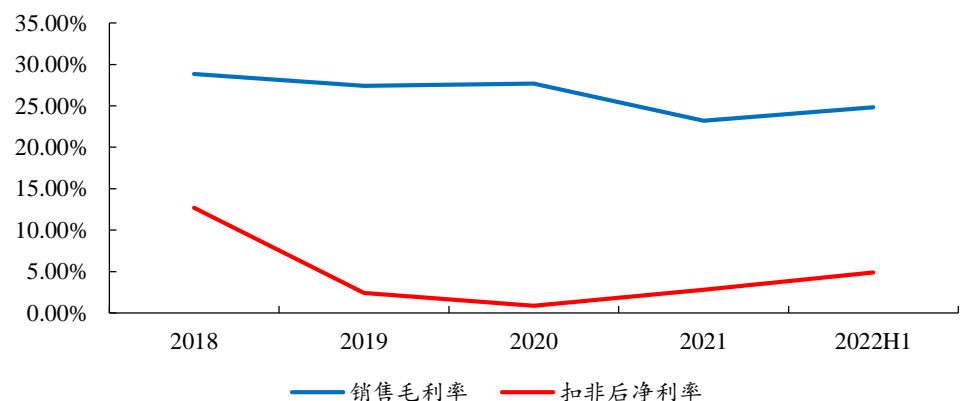
(5) 预计 2022Q2 割草机出货量千台，终端反馈良好。全年预期出货量 1 万多台，按照单价测算全年营收 1 亿元左右。

按区域拆分：Segway Europe 作为欧洲销售中心，2022H1 营收 4.93 亿元 (+32.43%)；NineRobot (HongKong) 作为境外销售子公司，2022H1 营收 10.96 亿元 (+8.2%)；九号科技有限公司作为境内销售电动两轮车以外的子公司，2022H1 营收 10.52 亿元 (-49.65%)，预计下滑主要系小米渠道下滑。整体来看欧洲、美国地区自主品牌零售和 ToB 业务保持良性增长。

2、2022H1 结构性变化带动毛利率提升，叠加人民币贬值，盈利能力边际提升

(1) 盈利能力：2022H1 公司整体毛利率为 24.84% (+2.12pct)，2022Q2 毛利率 26.71% (+1.34pct)，毛利率提升主要系低毛利小米渠道占比降低以及全地形车和电动两轮车结构性升级所致。2022H1 公司净利率为 5.3% (-0.08pct)，扣非净利率为 4.9% (+0.25pct)，其中 2022Q2 净利率为 7.48% (-0.29pct)，扣非净利率 7.36% (+0.56pct)，非经常性损益主要来自于政府补助。

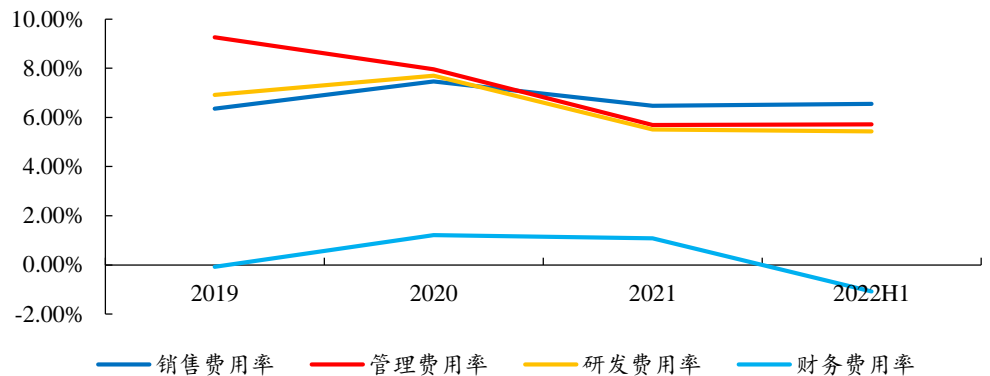
图3：2022H1 同口径毛利率同比+2.12pct，扣非净利率同比+0.25pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 费用端：2022H1 公司期间费用率为 16.62% (+1.28pct)，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 6.56%/5.72%/5.43%/-1.09%，同比分别 +1.35pct/+0.85pct/+0.71pct/-1.62pct。分季度来看，2Q22 公司期间费用率为 15.08% (+0.79pct)，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 7.22%/5.28%/5.01%/-2.43%，同比分别 +1.94pct/+0.87pct/+0.91pct/-2.93pct。销售费用增加主系房屋折旧以及宣传推广费用增加所致，财务费用减少主系人民币贬值带来汇兑收益。

图4：2022H1 销售费用/管理费用/研发费用率同比提升，财务费用率受人民币贬值影响由正转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 营运能力：2022H1 公司经营性净现金流 9.83 亿元 (+368%)，较大幅度增长主要系报告期销售回款增加、收回去年末应收出口退税款等。2022H1 应收账款 11.64 亿元，应收账款周转率约为 5，同比提升 0.6，应收账款回款能力保持良好。

3、围绕核心业务发布新一轮股权激励，看好规模效应下新业务盈利能力提升

7 月 30 日公司发布限制性股权激励草案，拟对 332 人授予合计 71.57 万股（对应存托凭证 715.67 万份），授予价格为 23 元/份，为草案公布前 20 个交易日均价的 50%。激励考核目标为：首次授予部分考核年度为 2022-2026 年，对应 2022-2026 年公司营收分别不低于 100、110、120、130、140 万元。

此次激励草案有以下两点特征：（1）激励范围广，激励对象占公司总人数比例 9.4%，占比为历次股权激励最高；（2）针对核心业务人员充分的激励，两轮车和共享滑板车作为当前公司营收主要拉力，公司授予各事业部总经理存托凭证 17.25 万份，均占授予总数的 2.4%。其次全地形车作为未来重要战略发展，公司授予新任 CTO 刘淼（2021 年加入，任职 ORV 事业部技术专家）存托凭证 25.3 万份，占授予总数的 3.54%。第三授予核心技术人员刘磊存托凭证 2.3 万份。

根据公司测算，预计此次激励摊销费用合计 1.75 亿元，2022-2027 年将分别摊销 0.15/0.35/0.35/0.35/0.35/0.2 亿元，预计占当年净利润低单位数，整体影响可控。

当前来看，2022H1 电动两轮车和全地形车利润率预计分别为 1.66%(+3.48pct)、-7%，其中电动两轮车已实现盈亏平衡。展望后续，电动两轮车方面已进入 1-N 的快速发展阶段，预计全年门店数量达到 3000 家，利润率或得到快速释放。此外随着新品逐步放量，全地形车有望在 2022 年底或 2023 年实现盈利。

4、盈利预测与投资建议

2022H1 公司实现营收 48.2 亿元 (+2.16%)，归母净利润 2.56 亿元 (+0.63%)，扣非归母净利润 2.36 亿元 (+7.56%)。其中 2022Q2 实现营收 29.03 亿元 (-1.26%)，归母净利润 2.17 亿元 (+5.0%)。考虑到小米渠道去库存影响，我们下调公司盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 6.78/10.14/15.5 亿元(原值为 7.25/11.9/16.67 亿元)，

对应 EPS 分别为 9.58/14.32/21.89 亿元，当前股价对应 PE 为 45.6/30.5/20 倍，考虑到电动两轮车新品类逐步放量，盈利能力有望提升，维持“买入”评级。

5、风险提示

电动两轮车销售不及预期；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	7385	9401	11798
现金	2198	1726	2922	2895	5768
应收票据及应收账款	757	771	1585	1483	2495
其他应收款	39	34	171	63	205
预付账款	76	183	53	265	202
存货	1345	2383	1737	3860	2248
其他流动资产	947	1030	916	834	881
非流动资产	1194	1545	1525	1701	1880
长期投资	9	14	21	29	37
固定资产	489	589	667	864	1072
无形资产	360	339	315	298	285
其他非流动资产	335	603	522	510	486
资产总计	6558	7672	8909	11102	13678
流动负债	2711	3152	3641	4753	5760
短期借款	318	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1727	1941	2471	3449	4367
其他流动负债	666	1212	1170	1304	1393
非流动负债	150	247	251	324	353
长期借款	0	21	24	97	126
其他非流动负债	150	226	226	226	226
负债合计	2861	3400	3892	5077	6113
少数股东权益	0	-2	-6	-13	-22
股本	0	0	71	71	71
资本公积	7406	7579	7579	7579	7579
留存收益	-3482	-3071	-2397	-1390	150
归属母公司股东权益	3697	4275	5024	6038	7587
负债和股东权益	6558	7672	8909	11102	13678

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	896	-161	1289	153	3227
净利润	73	408	674	1007	1540
折旧摊销	84	121	110	136	165
财务费用	72	99	-34	76	101
投资损失	-15	-90	-29	-34	-42
营运资金变动	422	-822	552	-1003	1495
其他经营现金流	259	122	15	-29	-32
投资活动现金流	-1108	-8	-180	-196	-296
资本支出	324	266	81	139	174
长期投资	-802	159	-7	-8	-8
其他投资现金流	-1586	417	-106	-66	-130
筹资活动现金流	1454	-304	88	16	-58
短期借款	218	-318	0	0	0
长期借款	0	21	4	73	29
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	13	-56	-87
现金净增加额	1207	-510	1196	-27	2873

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6003	9146	11232	15194	20167
营业成本	4341	7022	8447	11335	14964
营业税金及附加	34	36	50	72	88
营业费用	448	592	899	1124	1452
管理费用	478	520	618	775	968
研发费用	462	504	595	760	948
财务费用	72	99	-34	76	101
资产减值损失	-35	-51	-110	-108	-151
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	832	1228	1878
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	822	1228	1878
所得税	79	92	148	221	338
净利润	73	408	674	1007	1540
少数股东损益	0	-3	-4	-6	-10
归属母公司净利润	73	411	678	1014	1550
EBITDA	190	570	863	1279	1917
EPS(元)	1.04	5.80	9.58	14.32	21.89

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	30.9	52.4	22.8	35.3	32.7
营业利润(%)	136.5	251.5	62.9	47.7	52.9
归属于母公司净利润(%)	116.2	458.8	65.2	49.5	52.9
获利能力					
毛利率(%)	27.7	23.2	24.8	25.4	25.8
净利率(%)	1.2	4.5	6.0	6.7	7.7
ROE(%)	2.0	9.5	13.6	16.9	20.5
ROIC(%)	1.3	8.2	12.1	15.1	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	43.6	44.3	43.7	45.7	44.7
净负债比率(%)	-49.6	-36.2	-55.7	-44.3	-73.0
流动比率	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.4	1.0	1.5	1.1	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
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	9.58	14.32	21.89
每股经营现金流(最新摊薄)	12.66	-2.28	18.21	2.16	45.59
每股净资产(最新摊薄)	52.22	60.39	69.97	84.29	106.18
估值比率					
P/E	421.0	75.3	45.6	30.5	20.0
P/B	8.4	7.2	6.2	5.2	4.1
EV/EBITDA	148.9	50.5	31.8	21.6	12.9

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（underperform）	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（underperform）	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