

九号公司(689009)

报告日期: 2022年08月15日

渠道阵痛不掩瑜，技术积淀万树开

——九号公司半年报业绩点评报告

投资要点

九号公司 22H1 实现收入 48.20 亿元 (yoy2.16%)，扣非归母净利润 2.36 亿元 (yoy7.56%)，扣非归母净利率 4.90% (+0.25pct)；其中 22Q2 实现收入 29.03 亿元 (yoy-1.26%)，扣非归母净利润 2.14 亿元 (yoy6.85%)，扣非归母净利率 7.36% (+0.56pct)。

□ Q2 增速略下滑，主要系小米渠道影响，短期阵痛、长期向好

收入略有下滑，主要系定制产品分销（小米渠道）延续 Q1 趋势。根据公告，小米渠道 H1 收入 7.32 亿元，yoy-59%，小米渠道占公司收入比重 15.19%；小米渠道单 Q2 收入 4.42 亿元，yoy-57%，占公司比重略有回升。

受小米渠道影响较大的业务为滑板车&平衡车，而滑板车&平衡车天然具备小巧便携、环保时尚等优点，可有效解决“最后一公里”短途需求。根据波士顿咨询报告，预计至 2025 年，全球智能滑板车市场规模达到 500 亿美元，其中欧美市场均各 150 亿美元，中国市场 80 亿美元，赛道机会显著。

综上，我们认为小米渠道收入增长下滑，短期对公司收入有较一定压力，但长期市场规模大，给公司自主品牌渠道发展留下较大空间。

□ 电动两轮车业务量价齐升，全年有望超预期

电动两轮车业务亮眼，22H1 收入 9.30 亿元，yoy81.36%（非统一会计口径对比）；销量 30.70 万辆，yoy74.43%；ASP 3029 元，yoy3.97%（非统一会计口径对比）；由于会计口径变更，两轮车开店装修补贴会冲减收入，因此上半年收入口径系冲减后口径，预计若变为统一口径，收入和 ASP 增长幅度更大。

其中两轮车业务单 Q2 收入 6.70 亿元、销量 21.60 万辆、ASP 3101 元，分别环比提升 157.62%/137.36%/8.54%，环比量价齐升迅猛。此外，Q2 还受到 4-5 月份长三角疫情对物流有较大影响，该部分有望在下半年补回；叠加三季度一般为两轮车销售旺季，下半年量价齐升可盼，全年有望超预期。

□ 电动两轮车业务量价齐升，全年有望超预期

产品结构上，除电动两轮车业务外，高毛利全地形车和服务机器人业务均快速增长，22H1 收入增速分别为 172.38%/541.71%。当前该类高毛利业务尚处于发展初期，毛利贡献尚且有限；预计伴随销量逐步释放，收入占比与规模效应齐升，驱动公司毛利率更上一层楼。

渠道结构上，自主品牌收入占比进一步提升。22H1 自主品牌、B 端代工、定制产品分销收入分别 26.33/14.55/7.32 亿元，yoy 分别为 43.41%/33.66%/-59.18%，占比分别为 54.62%/30.18%/15.19%。其中，22Q2 公司自主品牌、B 端代工、定制产品分销收入分别 16.53/8.05/4.42 亿元，yoy 分别为 39.26%/10.35%/-57.09%，占比分别为 56.94%/27.72%/15.24%。在宏观不利消费环境影响下，高毛利自主品牌业务维持了强劲增长，充分表明公司强大品牌力。

综上，在不考虑两轮车新增门店装修补贴对报表影响的情况下，22H1 公司毛利率为 26.71%，相比去年同期口径提升 2.12pct，预计未来伴随产品+渠道结构进一步优化，以及两轮车业务稳态后开店补贴的减少，公司毛利率仍有较大提升空间。

□ 盈利预测及估值：给予“增持”评级

公司所处智能短交通行业仍处在快速发展期，叠加机器人行业空间巨大。预计 2022-2024 年公司营收 114.14/152.27/199.55 亿元，同增 21.52%/37.00%/31.05%，归母净利润 5.41/10.19/15.98 亿元，同增 31.67%/88.42%/56.87%，对应 PE 分别为 71.79/38.10/24.29 X。按照我们对于九号公司作为智能短交通科技品牌的定位，并考虑中国消费品的出海红利，维持“增持”评级。

投资评级：增持(维持)

分析师：陈腾曦

执业证书号：S1230520080010
chentengxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 54.55
总市值(百万元)	38,812.56
总股本(百万股)	711.50

股票走势图



相关报告

- 《【浙商新零售】九号公司点评：股权激励再起，两轮车与共享滑板车灼灼其华》 2022.08.07
- 《【浙商新零售】九号公司点评：21Q4 利润略承压，预计 22 边际改善》 2022.02.15
- 《智能短交通方兴未艾，割草机器人望超预期——跨境龙头研究（三）：九号公司深度报告》 2021.12.29

□ 风险提示

疫情反复；汇率、运费波动；下游需求不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	9,146	11,114	15,227	19,955
(+/-) (%)	52.4%	21.5%	37.0%	31.1%
归母净利润	411	541	1,019	1,598
(+/-) (%)	458.8%	31.7%	88.4%	56.9%
每股收益(元)	5.83	7.64	14.39	22.57
P/E	120.80	71.79	38.10	24.29

资料来源：浙商证券研究所

表 1: 九号公司季度数据详解 (单位: 百万元)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2021	2021H1(可比口径)	2022H1
利润表摘要													
营业收入	651.72	1,350.08	2,316.05	1,684.89	1,778.58	2,940.14	2,483.77	1,943.56	1,917.32	2,903.17	9,146.05	4,718.72	4,820.49
yoy	-	-	50.19%	104.29%	172.91%	117.78%	7.24%	15.35%	7.80%	-1.26%	52.36%	135.72%	2.16%
毛利率	28.32%	27.66%	27.19%	28.16%	21.43%	26.31%	28.07%	14.02%	22.02%	26.71%	23.23%	22.73%	24.84%
yoy	184.56	373.37	629.75	474.51	381.11	773.67	697.08	272.40	422.23	775.41	2,124.26	1,072.33	1,197.64
期间费用率	41.15%	21.48%	18.59%	28.00%	20.14%	15.23%	19.33%	22.11%	18.95%	15.07%	18.76%	15.33%	16.61%
销售费用	74.77	87.08	104.93	181.08	145.26	182.95	234.50	29.72	106.53	209.53	592.43	245.76	316.06
销售费用率	11.47%	6.45%	4.53%	10.75%	8.17%	6.22%	9.44%	1.53%	5.56%	7.22%	6.48%	5.21%	6.56%
管理费用	101.21	110.99	132.08	133.76	100.06	129.69	115.91	174.58	122.14	153.35	520.24	229.75	275.49
管理费用率	15.53%	8.22%	5.70%	7.94%	5.63%	4.41%	4.67%	8.98%	6.37%	5.28%	5.69%	4.87%	5.71%
研发费用	101.91	87.32	137.04	135.92	102.23	120.52	119.46	161.30	116.22	145.46	503.51	222.75	261.68
研发费用率	15.64%	6.47%	5.92%	8.07%	5.75%	4.10%	4.81%	8.30%	6.06%	5.01%	5.51%	4.72%	5.43%
财务费用	-9.70	4.56	56.53	20.97	10.64	14.52	10.16	64.10	18.38	-70.69	99.42	25.16	-52.31
财务费用率	-1.49%	0.34%	2.44%	1.24%	0.60%	0.49%	0.41%	3.30%	0.96%	-2.43%	1.09%	0.53%	-1.09%
归母净利润	-109.73	25.43	169.30	-11.53	25.41	228.53	134.35	22.31	38.45	217.11	410.60	253.94	255.56
yoy	-	-	136.72%	-93.15%	-123.16%	798.66%	-20.64%	-293.50%	51.32%	-5.00%	458.87%	5.38%	5.30%
扣非归母净利润	-16.84%	1.88%	160.26	-20.52	19.61	199.84	130.23	-93.49	22.51	213.53	256.19	219.45	236.04
yoy	-	-	132.39%	87.98%	-	-	-18.74%	-355.69%	14.76%	6.85%	399.76%	6.85%	7.56%
扣非归母净利率	-	-	6.92%	-1.22%	1.10%	6.80%	5.24%	-4.81%	1.17%	7.36%	2.80%	4.65%	4.90%
资产负债表摘要													
货币资金	1,247.90	1,501.97	2,198.45	1,938.33	2,517.82	1,663.53	1,726.09	1,959.41	2,890.02	1,726.09	2,517.82	2,890.02	
应收票据及应收账款	755.31	1,138.79	756.65	849.91	1,379.86	964.18	770.94	772.58	1,163.90	770.94	1,379.86	1,163.90	
yoy	-	-	-	-	82.69%	-15.33%	1.89%	-9.10%	-15.65%	1.89%	1.89%	-15.65%	
应付账款	1,223.54	2,258.57	1,726.94	1,902.43	2,490.04	2,218.05	1,931.45	1,876.73	2,635.21	1,876.73	2,490.04	2,635.21	
yoy	-	-	-	-	103.51%	-1.79%	11.84%	-1.35%	5.83%	8.67%	5.83%	5.83%	
预付账款	44.57	58.39	76.29	92.37	116.55	109.65	183.29	249.60	161.87	183.29	116.55	161.87	
yoy	-	-	-	-	161.50%	87.79%	140.25%	170.22%	38.88%	140.25%	38.88%	38.88%	
其他应付款	112.57	130.80	155.52	120.97	171.24	181.31	175.31	176.42	225.72	175.31	171.24	225.72	
yoy	-	-	-	-	52.12%	38.62%	12.73%	45.84%	31.81%	12.73%	12.73%	31.81%	
现金流量表摘要													
经营性现金流净额	-175.02	495.96	685.40	-109.99	-65.83	275.69	89.76	-461.08	-43.48	1,026.43	-161.45	209.86	982.95
投资性现金流净额	-480.45	-55.59	-168.69	-403.19	31.11	389.38	-930.13	501.34	309.56	-351.20	-8.30	420.49	-41.64
筹资性现金流净额	396.55	78.41	-229.98	1,208.95	-224.28	-78.09	-4.11	0.25	-3.99	141.71	-304.40	-302.37	137.72
营收按行业分类													
智能短交通	1,379.90	4,234.68	4,581.77	5,994.99	9,124.76	/	/	/	/	4,790.87			
毛利率	/	/	/	27.68%	23.20%	/	/	/	/	/			
yoy	/	206.88%	8.20%	30.84%	52.21%	/	/	/	/	/			
占比	99.90%	99.69%	99.91%	99.87%	99.77%	/	/	/	/	99.39%			
智能服务机器人	1.41	12.97	4.12	7.75	21.29	/	/	/	/	23.59			
毛利率	/	/	/	38.42%	36.19%	/	/	/	/	/			
yoy	/	822.18%	-68.22%	88.02%	174.74%	/	/	/	/	/			
占比	0.10%	0.31%	0.09%	0.13%	0.23%	/	/	/	/	0.49%			
营收按产品分类													
电动平衡车&电动滑板车	1,371.22	4,060.79	4,226.64	5,262.31	6,405.47	/	/	/	/	3,283.36			
毛利率	/	/	24.16%	27.12%	25.09%	/	/	/	/	/			
yoy	/	196.14%	4.08%	21.67%	21.72%	/	/	/	/	/			
占比	99.27%	95.60%	92.17%	87.67%	70.04%	/	/	/	/	68.11%			
销量(万辆)	82.41	231.12	233.55	290.05	332.81	/	/	/	/	/			
均价(元/辆)	1,664	1,757	1,810	1,814	1,925	/	/	/	/	/			
电动两轮车&电踏车	/	/	/	432.06	1,334.35	/	/	/	/	1,034.08			
毛利率	/	/	/	18.26%	11.19%	/	/	/	/	/			
yoy	/	/	/	17540.91%	208.84%	/	/	/	/	/			
占比	/	/	/	7.20%	14.59%	/	/	/	/	21.45%			
销量(万辆)	/	/	/	11.43	44.46	/	/	/	/	/			
其中电动两轮车	/	/	/	432.06	1,200.88	260.00	669.82	929.82					
销量(万辆)	/	/	/	11.43	42.00	9.10	21.60	30.70					
均价(元/辆)	/	/	/	3,779.39	2,859.23	2,857.14	3,101.02	3,028.73					
电踏车	/	/	/	133.47	/	/	/	104.26					
销量(万辆)	/	/	/	2.46	/	/	/	/					
均价(元/辆)	/	/	/	5,425.53	/	/	/	/					
全地形车	/	/	/	559.87	200.00	173.70	373.70						
占比	/	/	/	10.43%	5.98%	7.75%							
销量(万辆)	/	/	/	2.00	0.35	0.52	0.86						
均价(元/辆)	/	/	/	27,993.65	57,570.52	33,708.52	43,317.49						
机器人	1.41	12.97	4.12	7.75	21.29	/	/	/	/	23.59			
毛利率	35.55%	34.32%	40.99%	38.42%	36.19%	/	/	/	/	/			
yoy	/	822.18%	-68.22%	88.02%	174.74%	/	/	/	/	/			
占比	0.10%	0.31%	0.09%	0.13%	0.23%	/	/	/	/	0.49%			
销量(万台)	/	/	/	0.08	0.24	/	/	/	/	/			
均价(元/台)	/	/	/	10,012.02	8,896.87	/	/	/	/	/			
其他产品	8.68	173.89	355.13	300.62	1,384.95	/	/	/	/	99.73			
毛利率	/	/	66.00%	50.87%	26.00%	/	/	/	/	/			
yoy	/	1904.02%	104.23%	18.23%	360.69%	/	/	/	/	/			
占比	0.63%	4.09%	7.74%	5.01%	15.14%	/	/	/	/	2.07%			
销量(万辆)	/	/	/	4.52	8.33	/	/	/	/	/			
均价(元/辆)	/	/	/	6,651	16,633	/	/	/	/	/			
营收按业务模式划分													
自主品牌	/	/	/	/	2021	2022Q1	2022Q2	2022H1					
/收入	/	/	/	/	980.00	1,653.17	2,633.17						
yoy	/	/	/	/	51.11%	56.94%	54.62%						
toB	/	/	/	/	650.00	804.88	1,454.88						
/收入	/	/	/	/	33.90%	27.72%	30.18%						
yoy	/	/	/	/	81.00%	10.35%	33.66%						
定制产品分销	/	/	/	/	290.00	442.43	732.43						
/收入	/	/	/	/	15.13%	15.24%	15.19%						
yoy	/	/	/	/	-62.00%	-57.09%	-59.18%						
营收按区域分类													
境内	1,020.71	2,673.05	2,776.94	3,476.49	4,700.09	/	/	/	/	1,985.27			
毛利率	/	/	/	20.51%	18.78%	/	/	/	/	/			
yoy	/	161.88%	3.89%	25.19%	35.20%	/	/	/	/	/			
占比	73.89%	62.93%	60.55%	57.91%	51.39%	/	/	/	/	41.18%			
境外	360.59	1,574.60	1,808.96	2,526.26	4,445.97	/	/	/	/	2,835.22			
毛利率	/	/	/	37.57%	27.92%	/	/	/	/	/			
yoy	/	336.67%	14.88%	39.65%	75.99%	/	/	/	/	/			
占比	26.11%	37.07%	39.45%	42.09%	48.61%	/	/	/	/	58.82%			

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所

资料来源: wind、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,127	7,094	9,296	11,915
现金	1,726	2,721	2,912	4,424
交易性金融资产	601	623	633	643
应收账款	771	1,421	1,320	2,311
其它应收款	34	116	47	166
预付账款	183	176	241	328
存货	2,383	1,595	3,691	3,597
其他	428	441	452	446
非流动资产	1,545	1,764	1,961	2,186
金额资产类	170	170	170	170
长期投资	14	18	23	28
固定资产	589	724	914	1,063
无形资产	339	366	380	387
在建工程	78	104	59	75
其他	355	381	415	464
资产总计	7,672	8,858	11,258	14,101
流动负债	3,152	3,789	5,165	6,406
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,941	2,454	3,362	4,127
预收账款	0	86	39	69
其他	1,212	1,249	1,764	2,211
非流动负债	247	247	247	247
长期借款	0	0	0	0
其他	247	247	247	247
负债合计	3,400	4,037	5,412	6,654
少数股东权益	-2	-4	-8	-15
归属母公司股东权益	4,275	4,825	5,854	7,462
负债和股东权益	7,672	8,858	11,258	14,101

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-161	1,242	418	1,761
净利润	408	539	1,014	1,592
折旧摊销	138	65	48	30
财务费用	41	0	0	0
投资损失	(90)	(40)	(20)	(10)
营运资金变动	(599)	652	(646)	124
其它	-59	25	22	25
投资活动现金流	(8)	(246)	(227)	(250)
资本支出	(80)	(308)	(257)	(270)
长期投资	72	40	20	10
其他	0	22	10	10
筹资活动现金流	(304)	0	0	0
短期借款	(318)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	14	0	0	0
现金净增加额	(510)	995	191	1,511

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,146	11,114	15,227	19,955
营业成本	7,022	8,453	11,255	14,411
营业税金及附加	36	44	60	79
营业费用	592	734	959	1,257
管理费用	520	632	866	1,135
研发费用	504	604	827	1,084
财务费用	99	22	30	40
资产减值损失	(51)	(35)	(30)	(30)
公允价值变动损益	53	22	10	10
投资净收益	90	40	20	10
其他经营收益	17	19	15	15
营业利润	511	662	1,244	1,954
营业外收支	(11)	(2)	(2)	(5)
利润总额	500	660	1,241	1,949
所得税	92	121	228	357
净利润	408	539	1,014	1,592
少数股东损益	(3)	(2)	(5)	(6)
归属母公司净利润	411	541	1,019	1,598
EBITDA	640	743	1,322	2,034
EPS (最新摊薄)	5.83	7.64	14.39	22.57

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	52.36%	21.52%	37.00%	31.05%
营业利润	251.49%	29.64%	87.82%	57.14%
归属母公司净利润	458.84%	31.67%	88.42%	56.87%
获利能力				
毛利率	23.23%	23.95%	26.08%	27.78%
净利率	4.49%	4.86%	6.69%	8.01%
ROE	9.61%	11.20%	17.40%	21.41%
ROIC	9.34%	11.22%	17.47%	21.66%
偿债能力				
资产负债率	44.31%	45.57%	48.07%	47.19%
净负债比率	79.56%	83.72%	92.58%	89.34%
流动比率	1.94	1.87	1.80	1.86
速动比率	0.99	1.29	0.95	1.18
营运能力				
总资产周转率	1.29	1.34	1.51	1.57
应收账款周转率	11.97	10.09	11.07	10.99
应付账款周转率	3.84	3.85	3.87	3.85
每股指标(元)				
每股收益	5.83	7.64	14.39	22.57
每股经营现金	-0.23	1.75	0.59	2.49
每股净资产	6.04	6.82	8.27	10.54
估值比率				
P/E	120.8	71.8	38.1	24.3
P/B	11.6	10.3	8.5	6.7
EV/EBITDA	75.0	48.7	27.2	17.0

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>