

九号公司 (689009.SH)

自主品牌+To B 表现亮眼, 持续完善产品矩阵与渠道布局

公司发布 2022 年中报, 报告期内, 公司实现营业总收入 48.2 亿元, 同比+2.2%; 实现归母净利润 2.6 亿元, 同比+0.6%; 实现扣非后归母净利润 2.4 亿元, 同比+7.6%。其中, Q2 单季度公司实现营业总收入 29.0 亿元, 同比-1.3%; 实现归母净利润 2.2 亿元, 同比-5.0%。

□ 小米渠道下滑压制短期收入表现, 自主品牌与 To B 产品表现亮眼。分渠道来看, 2022H1 小米定制产品分销收入 7.3 亿元, 同比-59.2%, 延续了 Q1 以来的下滑趋势, 受影响较大的品类为滑板车/平衡车; 自主品牌表现亮眼, 实现收入 26.3 亿元, 同比+43.4%, 其中电动两轮车销量 30.7 万台, 收入 9.3 亿元, 同比+81%, 全地形车销量 47.8 万台, 收入 9.8 亿元, 同比+14%; To B 产品同样保持稳健增长, 实现收入 14.6 亿元, 同比+33.7%。我们认为, 小米渠道下滑短期压制公司收入端表现, 但是目前公司自主品牌+To B 产品收入占比接近 85%, 中长期来看与小米渠道的脱钩或为公司自主品牌发展腾挪出更大空间, 或有利于中长期盈利能力提升。

□ Q2 毛利率同比略有改善, 受益人民币贬值期间费用率有所下降, 盈利能力保持稳定。公司 2022Q2 毛利率 26.71%, 同比+0.40 PCT, 预计后续随产品结构改善有望进一步上行; 期间费用率同比有所下降, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.22/5.28/5.01/-2.44%, 同比+1.00/+0.87/+0.91/-2.93 PCT, 主要受益于 Q2 以来人民币贬值带来汇兑收益。整体来看, Q2 公司归母净利润率 7.48%, 与去年同期大致持平, 环比 2022Q1 实现大幅改善。

□ 持续丰富产品矩阵, 渠道布局日臻完善。产品层面, 2022H1 公司在欧美地区先后发布高时速 GT、高续航 P 与轻便 D 系列电动滑板车, 同时为微出行市场推出 S90L 产品; 推出远行者 F、机械师 MMAX 系列电动两轮车, 搭载 RideyLONG 自研长续航优化方案; 推出室内终端配送机器人, 同时割草机器人首批产品已经到达欧洲, 产品矩阵不断完善。渠道层面, 公司两轮车中国区专卖门店数量已经达到 2400 家, 覆盖 700 座城市, 海外则于欧美、韩国设立分公司/子公司及办事处, 不断完善渠道布局。

□ 投资建议: 我们预计公司 2022-2024 年收入为 110/151/206 亿, 分别同比增长 20%/38%/36%, 业绩为 6.6/9.7/14.0 亿, 分别同比增长 60%/48%/44%, 对应估值 57 倍/39 倍/27 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: 海外疫情仿佛, 汇率与海运费大幅波动, 行业需求不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6003	9146	10959	15147	20648
同比增长	31%	52%	20%	38%	36%
营业利润(百万元)	145	511	864	1283	1850
同比增长	-137%	251%	69%	48%	44%
归母净利润(百万元)	73	411	656	972	1401
同比增长	-116%	459%	59.7%	48.3%	44.1%
每股收益(元)	1.04	5.80	9.21	13.66	19.68
PE	519.0	91.1	57.0	38.5	26.7
PB	10.1	8.7	7.6	6.6	5.5

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/家电

目标估值: NA

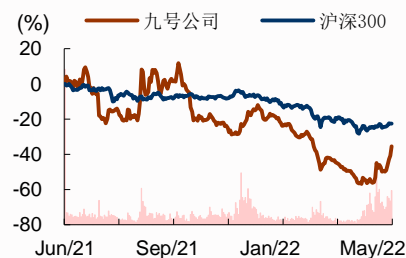
当前股价: 52.50 元

基础数据

总股本(万股)	7115
已上市流通股(万股)	5089
总市值(亿元)	374
流通市值(亿元)	267
每股净资产(MRQ)	64.62
ROE(TTM)	9.61%
资产负债率	48.86%
主要股东	Sequoia Capital China GF
主要股东持股比例	10.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	52	-3	-31
相对表现	46	12	-10



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《九号公司 (689009) 一家电出海系列 (4): 海阔凭鱼跃, 天高任鸟飞》
2022-06-07

史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

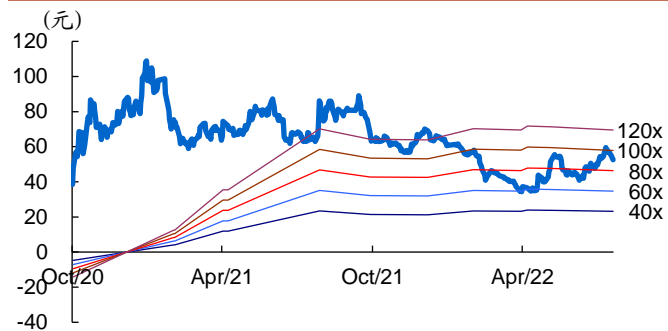
纪向阳 研究助理

jixiangyang@cmschina.com.cn

彭子豪 研究助理

pengzihao@cmschina.com.cn

图 1: 九号公司历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 九号公司历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5364	6127	7071	8926	11443
现金	2198	1726	2101	2296	2659
交易性投资	812	601	601	601	601
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	757	771	901	1245	1697
其它应收款	39	34	40	56	76
存货	1345	2383	2705	3731	5053
其他	212	612	722	997	1357
非流动资产	1194	1545	1587	1622	1650
长期股权投资	9	14	14	14	14
固定资产	489	589	680	758	826
无形资产商誉	485	461	415	373	336
其他	210	481	479	476	475
资产总计	6558	7672	8658	10548	13093
流动负债	2711	3152	3486	4607	6052
短期借款	318	0	0	0	0
应付账款	1727	1941	2210	3048	4129
预收账款	299	540	615	848	1149
其他	367	672	661	711	775
长期负债	150	247	247	247	247
长期借款	0	0	0	0	0
其他	150	247	247	247	247
负债合计	2861	3400	3734	4854	6300
股本	0	0	0	0	0
资本公积金	7406	7579	7579	7579	7579
留存收益	(3709)	(3305)	(2649)	(1873)	(765)
少数股东权益	0	(2)	(6)	(12)	(21)
归属于母公司所有者权益	3697	4275	4930	5706	6815
负债及权益合计	6558	7672	8658	10548	13093

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	896	(161)	472	459	719
净利润	73	411	656	972	1401
折旧摊销	84	121	132	140	147
财务费用	11	41	(14)	(17)	(20)
投资收益	(15)	(90)	(92)	(92)	(92)
营运资金变动	768	(613)	(212)	(552)	(725)
其它	(26)	(31)	3	8	9
投资活动现金流	(1108)	(8)	(85)	(85)	(85)
资本支出	(324)	(266)	(177)	(177)	(177)
其他投资	(783)	258	92	92	92
筹资活动现金流	1454	(304)	(12)	(179)	(272)
借款变动	(22)	(480)	(26)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1540	173	0	0	0
股利分配	0	0	0	(197)	(292)
其他	(64)	3	14	17	20
现金净增加额	1242	(474)	375	195	363

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6003	9146	10959	15147	20648
营业成本	4341	7022	7998	11029	14939
营业税金及附加	34	36	43	60	82
营业费用	448	592	743	1057	1441
管理费用	478	520	701	909	1218
研发费用	462	504	653	855	1166
财务费用	72	99	(14)	(17)	(20)
资产减值损失	(54)	(63)	(63)	(63)	(63)
公允价值变动收益	8	53	65	65	65
其他收益	10	17	17	17	17
投资收益	14	132	10	10	10
营业利润	145	511	864	1283	1850
营业外收入	16	9	10	10	10
营业外支出	9	20	10	10	10
利润总额	152	500	864	1283	1850
所得税	79	92	213	317	458
少数股东损益	0	(3)	(4)	(6)	(9)
归属于母公司净利润	73	411	656	972	1401

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	31%	52%	19.8%	38.2%	36.3%
营业利润	-137%	251%	69%	48%	44%
归母净利润	-116%	459%	59.7%	48.3%	44.1%
获利能力					
毛利率	27.7%	23.2%	27.0%	27.2%	27.6%
净利率	1.2%	4.5%	6.0%	6.4%	6.8%
ROE	2.0%	9.6%	13.3%	17.0%	20.6%
ROIC	2.3%	10.7%	13.0%	16.7%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	44.3%	43.1%	46.0%	48.1%
净负债比率	4.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9
速动比率	1.5	1.2	1.3	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.2	1.3	1.4	1.6
存货周转率	3.9	3.8	3.1	3.4	3.4
应收账款周转率	11.3	12.0	13.1	14.1	14.0
应付账款周转率	3.9	3.8	3.9	4.2	4.2
每股资料(元)					
EPS	1.04	5.80	9.21	13.66	19.68
每股经营净现金	12.73	-2.28	6.05	8.56	13.78
每股净资产	52.50	60.39	71.24	85.88	105.66
每股股利	0.00	0.00	3.44	5.12	7.47
估值比率					
PE	509.0	91.1	57.0	38.5	26.7
PB	10.1	8.7	7.6	6.6	5.5
EV/EBITDA	149.4	53.0	37.1	25.9	18.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

纪向阳：上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。