

九号公司 (689009.SH) 2022Q3 自主品牌恢复高增，费用提升挤压短期利润

2022年10月25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

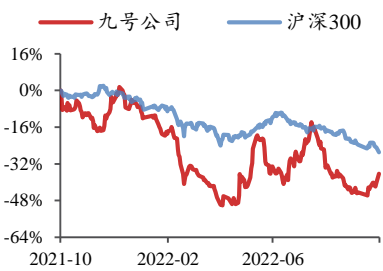
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2022/10/24
当前股价(元)	43.97
一年最高最低(元)	76.76/33.05
总市值(亿元)	31.35
流通市值(亿元)	22.38
总股本(亿股)	0.71
流通股本(亿股)	0.51
近3个月换手率(%)	317.28

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《宏观扰动致收入短期承压，2022Q2 盈利边际改善——公司信息更新报告》
-2022.8.16

《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

● 2022Q3 自主品牌恢复快速增长，长期看好盈利修复，维持“买入”评级

2022Q1-Q3 公司实现营收 76.32 亿元(+5.97%)，归母净利润 3.94 亿元(+1.37%)。其中 2022Q3 营收 28.12 亿元(+13.2%)，归母净利润 1.38 亿元(+2.77%)，扣非归母净利润 1.61 亿元(+23.8%)，差异主要来自于同期政府补助以及套期保值损失。考虑费用投放阶段性提升，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 4.55/7.51/11.56 亿元（原值为 6.78/10.14/15.5 亿元），对应 EPS 分别为 6.42/10.61/16.32 元，当前股价对应 PE 为 68.1/41.2/26.8 倍，考虑到两轮车高端系列新品占比提升，结构优化下长期盈利能力有望提升，维持“买入”评级。

● 宏观负面因素边际减弱，自主品牌业务恢复快速增长，新品支撑长期增长

2022Q3 公司自主品牌实现营收 18.79 亿元(+36.56%)：(1) 电动两轮车实现营收 10.75 亿元(+97.42%)，客单价 3261 元，环比 Q2 提升 5.1%，主系高端 F 系列新品占比持续提升所致。伴随高毛利新品快速放量两轮车利润率或提升至 2% 以上。(2) 自主品牌零售滑板车实现营收 6.17 亿元(+29.25%)，受益海外油价高企滑板车终端保持良好需求。(3) 自主品牌其他收入 1.87 亿元(-47.18%)，或系全地形车美国市场拓展受阻。此外 ToB 产品实现营收 6.37 亿元(+60.81%)，俄乌冲突影响边际减弱。**展望后续**，两轮车围绕中高端市场推新，高单价产品占比提升或继续带动均价和毛利率上行。滑板车推出 UiFi 系列新品，新国标车型支撑自主品牌增长。全地形车推出 ATV 系列新品，产品矩阵逐步完善。

● 产品结构性升级带动毛利率提升，费用投入阶段性增加挤压利润空间

2022Q3 毛利率 25.9%，同口径下同比+1.1pct，主系低毛利小米渠道占比降低以及电动两轮车等高毛利产品占比提升所致。费用端，同口径下 2022Q3 销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比分别+3.77pct/+1.67pct/+0.35pct/-4.34pct，销售费用增加主系渠道费用投入增加及代言人费用摊销所致。综合影响下公司 2022Q3 净利率 4.91% (-0.5pct)，扣非净利率 5.73% (+0.49pct)。

● 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。

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	10,261	14,451	19,194
YOY(%)	30.9	52.4	12.2	40.8	32.8
归母净利润(百万元)	73	411	455	751	1,156
YOY(%)	116.2	458.8	10.7	65.2	53.9
毛利率(%)	27.7	23.2	24.8	25.5	25.8
净利率(%)	1.2	4.5	4.4	5.2	6.0
ROE(%)	2.0	9.5	9.6	13.7	17.4
EPS(摊薄/元)	1.04	5.80	6.42	10.61	16.32
P/E(倍)	421.0	75.3	68.1	41.2	26.8
P/B(倍)	8.4	7.2	6.5	5.6	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5364	6127	6712	8971	10392	营业收入	6003	9146	10261	14451	19194
现金	2198	1726	2847	2325	5025	营业成本	4341	7022	7717	10766	14242
应收票据及应收账款	757	771	1382	1537	2249	营业税金及附加	34	36	45	68	84
其他应收款	39	34	153	70	186	营业费用	448	592	882	1156	1497
预付账款	76	183	33	269	174	管理费用	478	520	708	853	1075
存货	1345	2383	1381	3936	1877	研发费用	462	504	631	780	998
其他流动资产	947	1030	916	834	881	财务费用	72	99	-103	72	96
非流动资产	1194	1545	1443	1638	1804	资产减值损失	-35	-51	-103	-103	-145
长期投资	9	14	21	29	37	其他收益	10	17	15	15	15
固定资产	489	589	607	821	1016	公允价值变动收益	8	53	20	10	10
无形资产	360	339	315	298	285	投资净收益	15	90	13	13	14
其他非流动资产	335	603	500	490	466	资产处置收益	-1	42	2	11	13
资产总计	6558	7672	8155	10609	12197	营业利润	145	511	533	908	1400
流动负债	2711	3152	3223	4846	5256	营业外收入	16	9	28	15	15
短期借款	318	0	0	0	0	营业外支出	9	20	8	10	10
应付票据及应付账款	1727	1941	2090	3533	3905	利润总额	152	500	553	913	1405
其他流动负债	666	1212	1134	1312	1351	所得税	79	92	99	164	253
非流动负债	150	247	134	218	243	净利润	73	408	453	749	1152
长期借款	0	21	-92	-8	16	少数股东损益	0	-3	-1	-2	-3
其他非流动负债	150	226	226	226	226	归属母公司净利润	73	411	455	751	1156
负债合计	2861	3400	3358	5064	5499	EBITDA	190	570	589	963	1453
少数股东权益	0	-2	-3	-5	-9	EPS(元)	1.04	5.80	6.42	10.61	16.32
股本	0	0	71	71	71	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	7406	7579	7579	7579	7579	成长能力					
留存收益	-3482	-3071	-2618	-1870	-718	营业收入(%)	30.9	52.4	12.2	40.8	32.8
归属母公司股东权益	3697	4275	4800	5551	6706	营业利润(%)	136.5	251.5	4.3	70.5	54.2
负债和股东权益	6558	7672	8155	10609	12197	归属于母公司净利润(%)	116.2	458.8	10.7	65.2	53.9
						获利能力					
						毛利率(%)	27.7	23.2	24.8	25.5	25.8
						净利率(%)	1.2	4.5	4.4	5.2	6.0
						ROE(%)	2.0	9.5	9.6	13.7	17.4
						ROIC(%)	1.3	8.2	8.3	12.1	15.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	43.6	44.3	41.2	47.7	45.1
						净负债比率(%)	-49.6	-36.2	-59.3	-39.7	-73.0
						流动比率	2.0	1.9	2.1	1.9	2.0
						速动比率	1.4	1.0	1.6	0.9	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.5	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	6.42	10.61	16.32
						每股经营现金流(最新摊薄)	12.66	-2.28	16.84	-4.55	43.34
						每股净资产(最新摊薄)	52.22	60.39	66.81	77.42	93.74
						估值比率					
						P/E	421.0	75.3	68.1	41.2	26.8
						P/B	8.4	7.2	6.5	5.6	4.7
						EV/EBITDA	148.9	50.5	46.5	29.2	17.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，属于商业秘密材料，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