

# 九号公司 (689009)

## 2023年中报点评: 电动两轮车表现依旧亮眼, 看好下半年拐点出现

买入 (维持)

2023年08月26日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	10,124	11,030	14,351	17,703
同比	11%	9%	30%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	451	564	913	1,392
同比	10%	25%	62%	52%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.29	7.87	12.74	19.43
P/E (现价&最新股本摊薄)	48.71	38.92	24.04	15.76

关键词: #新产品、新技术、新客户

事件: 公司发布 2023 年中报。

### ■ 自主品牌收入稳健增长, ToB 直营&小米渠道收入明显下滑

2023H1 公司实现营业收入 43.80 亿元, 同比-9.13%, 其中 Q2 为 27.18 亿元, 同比-6.37%, 降幅收窄。分销售渠道来看: 1) 自主品牌销售: 2023H1 实现收入 32.20 亿元, 同比+22.30%, 延续稳健增长。具体来看, 电动两轮车销量 54.03 万台, 同比+76%, 实现收入 15.75 亿元, 同比+69%; 自主品牌零售滑板车销量 39.73 万台, 同比-17%, 实现收入 8.49 亿元, 同比-13%; 全地形车销量 7557 台, 同比-12%, 实现收入 2.84 亿元, 同比-23%; 割草机器人实现销量 1.71 万台, 收入 1.08 亿元; 其他产品及配件收入 4.04 亿元。2) ToB 产品直营: 2023H1 实现收入 7.98 亿元, 同比-45.18%, 明显下滑, 一方面系欧美通货膨胀、加息周期等宏观经济影响, ToB 端共享运营商面临融资成本上升, 另一方面系运营商的车辆投放具有一定的周期性。3) 小米定制产品分销: 2023H1 收入 3.62 亿元, 同比-50.52%, 继续呈现收缩趋势。展望 2023H2, 一方面电动两轮车受益于门店数量和经营效率提升, 有望加速放量; 另一方面随着欧美市场复苏, 电动滑板车需求有望快速回暖, 叠加割草机器人、全地形车、储能电源等市场进一步打开, 2023 年全年公司收入端有望重回快速增长通道。

### ■ 毛利率同比明显提升, 股份支付费用压制利润端表现

2023H1 公司实现归母净利润 2.22 亿元, 同比-12.97%; 扣非归母净利润 2.11 亿元, 同比-10.46%; 销售净利率和扣非销售净利率分别为 5.07% 和 4.83%, 分别同比-0.23pct 和-0.07pct, 盈利水平略有下降。1) 毛利端: 2023H1 销售毛利率为 27.65%, 同比+2.81pct。我们判断主要系低毛利率的小米渠道收入占比下降, 叠加产品优化&规模效应驱动。2) 费用端: 2023H1 期间费用率为 20.85%, 同比+4.23pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比+3.87、+1.65、+1.28 和-2.56pct。2023H1 公司股份支付费用达到 1.01 亿元, 同比+94%, 是期间费用率大幅提升的主要原因之一。若剔除股份支付费用影响, 2023H1 公司归母净利润和扣非归母净利润分别为 3.23 和 3.12 亿元, 分别同比+5.33% 和+8.64%。

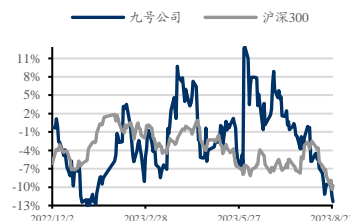
### ■ 新产品持续落地, 公司的成长空间不断打开

公司在巩固电动滑板车、平衡车等传统优势同时, 不断布局新品, 成长空间不断打开: ① 电动两轮车: 截至 2023 年 7 月末, 公司中国区专卖门店超 3,800 家, 覆盖 800 余个县市; 并发布 E300P、Q、V、Bmax、F、A+ 和 MMAX 系列等多款战略级产品, E 系列和 B 系列进军海外市场, 已陆续在英国、日本、墨西哥等十余个国家上市; ② 全球全地形车: 2022 年公司全系列产品已顺利进入欧洲市场, 其中 UTV 和 SSV 顺利进入美国市场, 产品迅速获得用户和经销商的认可, 成长空间进一步打开; ③ 机器人: 2022 年公司割草机器人在家用无边界割草机领域内率先实现批量交付, 产品已成功登陆 10 多个欧盟国家。此外, 2022 年公司发布两款全新的服务机器人九号飞碟送物机器人和九号饱饱送餐机器人, 其中饱饱送餐机器人已成功出口韩国、日本、西班牙等多个国家和地区, 进一步打开成长空间。

■ 盈利预测与投资评级: 考虑到海外市场复苏进度等因素, 我们调整 2023-2025 年归母净利润预测为 5.64、9.13 和 13.92 亿元 (原值 7.35、12.05 和 17.96 亿元), 当前市值对应动态 PE 为 39/24/16 倍, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 新品推广不及预期, 海外市场销量下滑, 盈利能力下滑等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.51
一年最低/最高价	30.14/42.11
市净率(倍)	4.20
流通 A 股市值(百万元)	21944.82
总市值(百万元)	15673.38

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	73.01
资产负债率(% ,LF)	47.08
总股本(百万股)	71.64
流通 A 股(百万股)	51.17

### 相关研究

《九号公司(689009): 2023 年一季报点评: 电动两轮车快速放量, ToB&小米分销下滑压制业绩表现》

2023-04-27

《九号公司(689009): 2022 年报点评: 电动两轮车加速放量, 2023 年盈利水平有望进一步提升》

2023-04-02

## 九号公司三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>7,209</b>	<b>6,210</b>	<b>7,582</b>	<b>9,381</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,124</b>	<b>11,030</b>	<b>14,351</b>	<b>17,703</b>
货币资金及交易性金融资产	3,766	2,283	2,627	3,549	营业成本(含金融类)	7,495	8,075	10,402	12,696
经营性应收款项	1,293	1,204	1,370	1,446	税金及附加	42	44	57	71
存货	1,817	2,162	2,810	3,448	销售费用	925	1,020	1,220	1,416
合同资产	0	0	0	0	管理费用	600	684	861	974
其他流动资产	333	561	774	938	研发费用	583	607	775	938
<b>非流动资产</b>	<b>2,184</b>	<b>2,354</b>	<b>2,410</b>	<b>2,364</b>	财务费用	(171)	(32)	(12)	(15)
长期股权投资	14	14	14	14	加:其他收益	29	33	36	35
固定资产及使用权资产	995	1,201	1,258	1,190	投资净收益	(24)	55	72	89
在建工程	102	51	26	13	公允价值变动	79	45	35	30
无形资产	333	343	363	393	减值损失	(170)	(65)	(58)	(50)
商誉	133	133	133	133	资产处置收益	2	6	7	9
长期待摊费用	51	56	61	66	<b>营业利润</b>	<b>565</b>	<b>706</b>	<b>1,141</b>	<b>1,736</b>
其他非流动资产	554	554	554	554	营业外净收支	(3)	(5)	(5)	(5)
<b>资产总计</b>	<b>9,393</b>	<b>8,564</b>	<b>9,991</b>	<b>11,746</b>	<b>利润总额</b>	<b>563</b>	<b>701</b>	<b>1,136</b>	<b>1,731</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,216</b>	<b>2,825</b>	<b>3,345</b>	<b>3,714</b>	减:所得税	114	140	227	346
短期借款及一年内到期的非流动负债	25	15	12	10	<b>净利润</b>	<b>449</b>	<b>561</b>	<b>908</b>	<b>1,385</b>
经营性应付款项	2,897	1,560	1,724	1,757	减:少数股东损益	(2)	(3)	(5)	(7)
合同负债	467	484	624	762	<b>归属母公司净利润</b>	<b>451</b>	<b>564</b>	<b>913</b>	<b>1,392</b>
其他流动负债	827	766	984	1,186	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.29	7.87	12.74	19.43
非流动负债	232	232	232	232	EBIT	479	600	1,036	1,608
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	667	796	1,255	1,839
应付债券	23	23	23	23	毛利率(%)	25.97	26.79	27.52	28.28
租赁负债	38	38	38	38	归母净利率(%)	4.45	5.11	6.36	7.86
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	10.70	8.95	30.11	23.35
<b>负债合计</b>	<b>4,447</b>	<b>3,057</b>	<b>3,576</b>	<b>3,945</b>	归母净利润增长率(%)	9.73	25.15	61.92	52.47
归属母公司股东权益	4,897	5,461	6,374	7,766					
少数股东权益	49	46	41	34					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,946</b>	<b>5,507</b>	<b>6,415</b>	<b>7,800</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,393</b>	<b>8,564</b>	<b>9,991</b>	<b>11,746</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,589	(1,207)	514	987	每股净资产(元)	68.68	76.59	89.40	108.92
投资活动现金流	(662)	(409)	(251)	(118)	最新发行在外股份(百万股)	72	72	72	72
筹资活动现金流	50	(11)	(4)	(3)	ROIC(%)	8.11	9.05	13.73	17.92
现金净增加额	1,018	(1,628)	259	866	ROE-摊薄(%)	9.20	10.33	14.32	17.93
折旧和摊销	188	196	219	231	资产负债率(%)	47.35	35.70	35.79	33.59
资本开支	(433)	(359)	(268)	(176)	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.71	38.92	24.04	15.76
营运资本变动	1,122	(1,641)	(567)	(595)	P/B(现价)	0.45	0.40	0.34	0.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>