

九号公司 (689009.SH) 规模效应带动 2023Q3 业绩修复，两轮车持续放量

2023 年 11 月 14 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）

林文隆（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

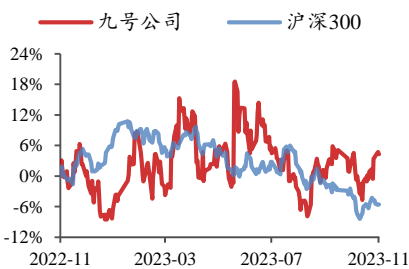
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/11/14
当前股价(元)	34.55
一年最高最低(元)	42.11/30.00
总市值(亿元)	24.90
流通市值(亿元)	18.09
总股本(亿股)	0.72
流通股本(亿股)	0.52
近 3 个月换手率(%)	350.54

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《电动两轮车持续放量，关注后续新品带动收入改善——公司信息更新报告》-2023.8.28

《2023Q1 业绩阶段承压，电动两轮车保持亮眼表现——公司信息更新报告》-2023.4.29

《电动两轮车持续放量，继续看好 2023 年盈利提升——公司信息更新报告》-2023.3.31

● 2023Q3 业绩修复，看好规模效应带动长期业绩增长，维持“买入”评级

2023Q1-Q3 公司营收 75.26 亿元 (-1.39%)，归母净利润 3.79 亿元 (-3.75%)，扣非归母净利润 3.48 亿元 (-12.45%)，2023Q3 营收 31.46 亿元 (+11.89%)，归母净利润 1.56 亿元 (+13.31%)，剔除股份支付影响净利润同比+24.37%，扣非归母净利润 1.36 亿元 (-15.36%)，非经常性损益主要来自于汇率等影响。考虑到短期汇率扰动，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 4.71/7.39/10.05 亿元（原值为 5.49/8.49/11.54 亿元），对应 EPS 为 6.58/10.32/14.03 元，当前股价对应 PE 分别为 65.6/41.8/30.8 倍，考虑到小米分销和 TOB 渠道触底，规模效应下两轮车/全地形车有望进入收获期释放利润，维持“买入”评级。

● 2023Q3 零售滑板车和全地形车恢复较好增长，两轮车维持高增

分产品看：(1) 两轮车：2023Q3 营收 16.52 亿元 (+54%)，均价 2708 元 (-17%)。(2) 零售滑板车：2023Q3 营收 6.98 亿元 (+13%)，销量 37 万台 (+30%)，如期恢复正增长。(3) 全地形车：2023Q3 营收 1.92 亿元，伴随渠道和新品推进，预计同比较大幅度增长 (2022H2 全地形车营收 2.2 亿元左右)。(4) 割草机器人：2023Q3 营收 0.2 亿元，销量 0.21 万台，均价 9501 元。(5) TOB 端：2023Q3 营收 3.15 亿元 (-50.55%)，预计在海外融资成本高企背景下仍有一定压力。展望后续，小米和 TOB 渠道有望触底，看好渠道深化带动两轮车等持续放量。

● 结构变化影响毛利率，规模效应带动费用率降低以及盈利能力提升

2023Q1-Q3 公司毛利率 26.62% (+1.4pct)，2023Q3 毛利率 25.19% (-0.7pct)，毛利率小幅下滑或主要系低毛利两轮车业务占比提升。费用端，2023Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.3/+0.6/+0.9/+0.5pct，2023Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-2.75/-0.84/+0.39/+5.2pct，销售费用率较大幅度下降或主要系规模效应提升所致（预计两轮车规模效应提升明显），财务费用率较大幅度增长主要系同期汇兑损益较大而本期相对较少。综合影响下，2023Q3 公司净利率 4.97% (+0.1pct)，扣非净利率 4.34% (-1.4pct)，汇率扰动扣非净利率表现。

● 风险提示：电动两轮车销量不及预期；新品拓展不及预期；原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,146	10,124	10,503	13,506	16,886
YOY(%)	52.4	10.7	3.7	28.6	25.0
归母净利润(百万元)	411	451	471	739	1,005
YOY(%)	-458.8	9.7	4.6	56.9	35.9
毛利率(%)	23.2	26.0	26.9	26.7	26.6
净利率(%)	4.5	4.5	4.5	5.5	6.0
ROE(%)	9.5	9.1	8.7	12.0	14.0
EPS(摊薄/元)	5.73	6.29	6.58	10.32	14.03
P/E(倍)	75.3	68.7	65.6	41.8	30.8
P/B(倍)	7.2	6.3	5.8	5.1	4.3

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6127	7209	6831	10059	10162
现金	1726	3081	2968	4217	5440
应收票据及应收账款	771	1185	902	1711	1413
其他应收款	34	68	74	83	94
预付账款	183	108	124	212	213
存货	2383	1817	1928	2957	2101
其他流动资产	1030	950	835	878	901
非流动资产	1545	2184	1980	2096	2193
长期投资	14	14	19	22	26
固定资产	589	937	891	1022	1163
无形资产	339	333	313	296	268
其他非流动资产	603	900	757	756	737
资产总计	7672	9393	8810	12155	12355
流动负债	3152	4216	3155	5761	4959
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1941	2897	2059	4327	3673
其他流动负债	1212	1319	1096	1434	1286
非流动负债	247	232	169	170	170
长期借款	21	23	-40	-39	-39
其他非流动负债	226	209	209	209	209
负债合计	3400	4447	3323	5931	5129
少数股东权益	-2	49	47	45	42
股本	0	0	72	72	72
资本公积	7579	7702	7702	7702	7702
留存收益	-3071	-2621	-2151	-1414	-412
归属母公司股东权益	4275	4897	5440	6179	7184
负债和股东权益	7672	9393	8810	12155	12355

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-161	1589	-253	1525	1485
净利润	408	449	470	737	1002
折旧摊销	121	160	149	173	174
财务费用	99	-171	0	68	84
投资损失	-90	24	-28	-31	-12
营运资金变动	-822	1122	-817	646	306
其他经营现金流	122	5	-27	-68	-70
投资活动现金流	-8	-662	152	-211	-180
资本支出	266	433	-111	83	97
长期投资	159	-259	-4	-4	-3
其他投资现金流	417	-488	37	-132	-86
筹资活动现金流	-304	50	-12	-65	-83
短期借款	-318	0	0	0	0
长期借款	21	2	-63	1	-0
普通股增加	0	0	72	0	0
资本公积增加	173	123	0	0	0
其他筹资现金流	-180	-75	-20	-66	-83
现金净增加额	-510	1018	-113	1249	1222

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9146	10124	10503	13506	16886
营业成本	7022	7495	7678	9893	12394
营业税金及附加	36	42	48	57	73
营业费用	592	925	1061	1175	1385
管理费用	520	600	672	837	1013
研发费用	504	583	672	824	979
财务费用	99	-171	0	68	84
资产减值损失	-51	-152	-105	-138	-169
其他收益	17	29	19	22	23
公允价值变动收益	53	79	50	61	63
投资净收益	90	-24	28	31	12
资产处置收益	42	2	2	2	2
营业利润	511	565	575	905	1225
营业外收入	9	17	14	13	15
营业外支出	20	20	16	19	18
利润总额	500	563	573	899	1222
所得税	92	114	103	162	220
净利润	408	449	470	737	1002
少数股东损益	-3	-2	-1	-2	-3
归属母公司净利润	411	451	471	739	1005
EBITDA	570	632	631	963	1250
EPS(元)	5.73	6.29	6.58	10.32	14.03

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	52.4	10.7	3.7	28.6	25.0
营业利润(%)	251.5	10.7	1.7	57.3	35.5
归属于母公司净利润(%)	-458.8	9.7	4.6	56.9	35.9
获利能力					
毛利率(%)	23.2	26.0	26.9	26.7	26.6
净利率(%)	4.5	4.5	4.5	5.5	6.0
ROE(%)	9.5	9.1	8.7	12.0	14.0
ROIC(%)	8.2	7.4	7.3	10.5	12.3
偿债能力					
资产负债率(%)	44.3	47.3	37.7	48.8	41.5
净负债比率(%)	-36.2	-59.0	-53.4	-67.2	-74.9
流动比率	1.9	1.7	2.2	1.7	2.0
速动比率	1.0	1.2	1.5	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	12.0	10.4	10.1	10.3	10.8
应付账款周转率	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.73	6.29	6.58	10.32	14.03
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.25	22.18	-3.53	21.29	20.73
每股净资产(最新摊薄)	59.67	68.35	74.93	85.25	99.28
估值比率					
P/E	75.3	68.7	65.6	41.8	30.8
P/B	7.2	6.3	5.8	5.1	4.3
EV/EBITDA	50.5	43.3	43.5	27.2	20.0

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9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