

九号公司 (689009.SH) 高增品类净利率进入上升通道，看好业绩底部反转

2023年11月23日

——公司深度报告

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

linwenlong@kysec.cn

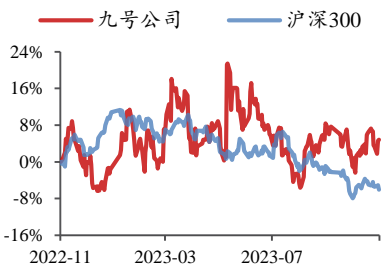
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122070043

日期	2023/11/22
当前股价(元)	33.90
一年最高最低(元)	42.11/30.00
总市值(亿元)	24.43
流通市值(亿元)	17.75
总股本(亿股)	0.72
流通股本(亿股)	0.52
近3个月换手率(%)	363.19

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《规模效应带动2023Q3业绩修复，两轮车持续放量——公司信息更新报告》-2023.11.14

《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

● 高增品类净利率进入上升通道，负面因素影响走弱，维持“买入”评级

此前拖累公司业绩的小米分销和ToB渠道以及非经常性负面因素影响逐步减弱，高增两轮车品类净利率进入上升通道，全地形车旗舰新品强竞争力或驱动营收增速向上，预计对利润将从负贡献转向正贡献，综合来看我们看好公司业绩底部反转。此外割草机迭代新品和零售电踏车值得期待，我们维持盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润为4.71/7.39/10.05亿元，对应EPS为6.54/10.26/13.94元，当前股价对应PE分别为51.9/33.1/24.3倍，维持“买入”评级。

● 高增品类进入净利率抬升通道，小米分销/ToB渠道逐步触底，看好底部反转

(1) 高增品类两轮车净利率进入上升通道，全地形车逐步盈亏平衡。我们预计两轮车利润率由2022年盈亏平衡提升至2023H1中单位数，全地形车从2022年大几千万亏损到2023H1减亏。伴随收入规模提升，看好两轮车/全地形车持续释放利润空间。**(2) 非经常性因素影响有望减弱，**剔除汇率波动、股份支付费用等异常值影响，2023Q3公司利润翻倍以上增长。预计后续规模效应提盈利或将占主导因素。此外2023Q1-Q3公司共享E-Bike欧洲地区占比16%，2023年短期业绩或受欧洲反倾销税影响，但预计不会对公司正常经营造成较大影响。**(3) 小米/ToB渠道触底，对后续业绩拖累预计有限。**小米分销/ToB渠道占比分别下降至2023Q3的1%/10%。此外，全地形车进入美国市场，割草机迭代新品预计将进入线上销售，2024年将推出零售电踏车，关注新品/新品类贡献增量。

● 中小品牌出清，公司两轮车渠道数量和盈利能力仍有较大提升空间

2023年两轮车行业品牌分化明显，2023H1爱玛/雅迪/九号/小牛两轮车销量同比分别+7%/+34%/+76%/-18%，中小品牌出清利好头部品牌。中期看内销渠道空间，九号一二三线城市渠道数量较爱玛少2300家左右，中性预计中期开店空间2300+，考虑后续渠道加密和下沉，长期门店数量有望达万家。盈利空间，剔除建店补贴后公司毛利率与小牛相当。公司两轮车期间费用率15%左右，而同行规模效应下期间费用率普遍10%左右。随着规模提升，预计公司两轮车毛利率仍有提升空间，考虑费用改善空间情况下两轮车长期利润率有望提升至8~10%。

● 风险提示：渠道拓展不及预期、行业竞争加剧、欧美政策变动风险等。

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	10,199	13,040	16,303
YOY(%)	52.4	10.7	0.7	27.9	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	27.0	26.9	26.8
净利率(%)	4.5	4.5	4.6	5.7	6.2
ROE(%)	9.5	9.1	8.7	12.0	14.0
EPS(摊薄/元)	5.70	6.25	6.54	10.26	13.94
P/E(倍)	59.5	54.2	51.9	33.1	24.3
P/B(倍)	5.7	5.0	4.6	4.0	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心推荐逻辑	4
2、 高增品类进入净利率抬升通道，看好业绩释放期到来	4
3、 怎么看公司两轮车空间？	6
3.1、 内销市场：预期 2022-2025 年营收复合增速 40%+，中期 2025 年利润率 8%+	6
3.1.1、 近期基本面梳理：行业结构升级延续，九号两轮车规模赶超小牛	6
3.1.2、 渠道空间：中性预期一二三线仍有 2300+开店空间，长期网点数量有望达 10000 家	8
3.1.3、 单店产出空间：预计公司单店产出达相对较高水平	9
3.1.4、 盈利能力空间：定位高端，对标头部品牌长期利润率预计有 5pct 左右提升空间	9
3.1.5、 两轮车内销空间测算：中性预期 2022-2025 年营收复合增速 40%+，2025 年利润率 8%+	10
3.2、 外销市场：公司外销尚处空白，短期欧美市场仍有增量空间，长期东南亚空间广阔	11
4、 全地形车&E-Bike&割草机：全地形车旗舰新品高举高打，E-Bike 布局零售渠道，割草机布局线上渠道	12
4.1、 全地形车：旗舰混动新品发布，长期增长空间值得期待	12
4.1.1、 行业层面：美国市场为主，ATV 转向 UTV/SSV，北美及日系品牌占据主导地位	12
4.1.2、 渠道和技术上有复用空间，全地形车发展空间值得期待	14
4.2、 电踏车：ToB 走向 ToC，补齐欧美日短交通出行产品矩阵	14
4.3、 割草机器人：品类声量呈上升趋势，公司由线下走向线上，关注迭代新品放量	15
5、 盈利预测与投资建议	17
6、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 2022、2023Q1-Q2 小米分销/ToB 渠道以及全地形车/零售滑板车品类占比走低压制公司营收整体表现	5
图 2： 规模效应下两轮车利润率提升显著，全地形车逐步盈亏平衡（数据为各板块利润率）	6
图 3： 2023Q1-Q3 零售滑板车/全地形车营收增速呈逐季度改善趋势	6
图 4： 剔除非经常性因素影响，预计 2023Q3 利润实现翻倍以上增长	6
图 5： 2024 起预计股份支付费用对公司利润影响逐步走弱	6
图 6： 行业消费结构呈现高端化趋势	7
图 7： 2023H1 九号两轮车销量超小牛，增速高于同行（单位：万台）	7
图 8： 新品贡献公司两轮车主要增量	8
图 9： 2020-2022 年九号线下渠道数量快速增长，小牛增长趋势放缓（单位：万家）	8
图 10： 相较于爱玛，九号一二三线城市网点仍有较大拓展空间（单位：家）	9
图 11： 九号 2022 年单店收入已达行业相对较高水平（单位：万元）	9
图 12： 2023H1 九号两轮车毛利率接近小牛	10
图 13： 相较于同行，预计九号两轮车费用率仍有较大改善空间	10
图 14： 中性预期下 2024-2025 年营收增速分别为 42%/31%，利润率分别为 7.6%/8.8%	11
图 15： 欧洲摩托车市场同样呈“电动化趋势”	11
图 16： 相较于北极星/庞巴迪/春风动力同类型产品，公司新款混动旗舰新品竞争力突出	12
图 17： 2009 年以来 SSV/UTV 车型销量规模稳步提升	13
图 18： 美国为全球全地形车主要市场	13
图 19： 线下经销商门店多经营北极星和庞巴迪等品牌	13
图 20： 2018 年全地形车市场以北美/日系品牌商为主	14
图 21： 2021 年起春风动力全地形车销量高增，九号公司销量较头部品牌仍有一定距离（单位：万台）	14

图 22: 电芯、电机、控制器、整车车架等为公司主要采购物料.....	14
图 23: 德国、法国、荷兰为欧洲 E-Bike 主要市场	15
图 24: 欧洲为全球 E-Bike 主要市场, 其次为美国市场	15
图 25: 美亚和德亚渠道上看格局相对分散.....	15
图 26: 德亚割草机器人渗透率相对较高, 美亚仍低单位数.....	16
图 27: 2020 年以来美亚割草机器人搜索量呈波动上升趋势.....	16
图 28: 2022 年以来德亚割草机器人和智能割草机器人搜索量呈上升趋势	16
表 1: 美国亚马逊 BestSeller 榜单中, Segway 和 MAMMOTION 为少有的免布线产品	17

1、核心推荐逻辑

高增品类进入收获期释放利润，有望带动业绩进入上升通道，看好利润弹性：

(1) 两轮车：行业层面，受行业价格战影响以及头部品牌发力下沉乡镇市场，2023 年中小品牌进一步出清，伴随 2024 年剩余地区新国标换购逐步落地，我们预计中小品牌生存空间将进一步收缩，而头部品牌有望凭借规模效应和产品竞争力实现份额进一步提升。**公司层面**，2023 年两轮车业务逆势增长，伴随收入规模高增，两轮车利润率由 2022 年的盈亏平衡提升至 2023Q1-Q3 的中单位数，规模效应明显。**长期来看**，我们预计两轮车渠道开店数量和利润率均有提升空间，**扩渠道逻辑和盈利提升逻辑并存**。对标同行，中性预期公司中期开店空间超 2300 家，对标头部品牌长期开店空间有望达 10000 家；利润率方面考虑到后续成本费用改善空间，以及对标爱玛/雅迪公司定位中高端，我们预计长期利润率有望达到 10%左右，利润弹性可期。

(2) 全地形车：2022 年全地形车几千万亏损，伴随收入改善 2023H1 逐步减亏，2023Q3 逐步盈亏平衡。产品方面，11 月公司发布混动旗舰车型，从扭矩、加速度和马力等指标上看性能优于同行。渠道方面，美国为全球 ORV 主要市场，公司产品于 9 月份逐步进入美国市场，渠道与公司原有部分渠道有所重合，**强产品竞争力有望驱动渠道突破，看好渠道突破带动量价双升，从而带动利润率提升。**

(3) 割草机：行业层面，线上亚马逊数据显示品类声量呈上升趋势，美亚/德亚 2023 年以来保持较好增长。**公司层面**，2023Q3 割草机器人进入线上渠道，销售网络逐步拓宽。后续迭代新品预计在保持产品竞争力的基础上拥有更高价格竞争力，新品+渠道拓宽有望助力长期放量。

(4) 基本盘业务零售滑板车：剔除小米渠道后预计 Segway 自主品牌全球份额仍保持领先，其中欧洲区域自主品牌份额预计保持提升趋势，美国区域占据较大部分渠道资源份额 40-50%。作为基本盘业务，公司仍坚持推新，强产品竞争力加持下预期未来保持平稳增长。

小米分销/ToB 渠道滑板车逐步触底，叠加新品类布局等因素，此前压制公司业绩表现的负面因素或将得到改善：

(1) 2022A/2023H1 营收增长受小米分销/ToB 渠道下滑影响较大。当前时点上看，2023Q3 小米分销/ToB 渠道占比已降至 1%/10%，我们判断对后续业绩影响有限。

(2) 2020 年、2023 年利润受股份支付费用、汇率波动等影响波动较大，剔除汇率波动、股份支付费用等异常值影响，2023Q3 公司利润实现翻倍以上增长。**我们预计后续股份支付费用对公司业绩影响将减弱，规模效应提盈利逻辑将占主导地位。**

(3) 欧洲反倾销税预计不会对公司正常经营产生较大影响。2023 年 11 月 17 日公司发布公告，欧盟要求公司全资子公司 SDEBV 补缴税费及事后计入利息共计 0.08 亿欧元，若按照要求补缴相关费用，预计将影响公司 2023 年当期损益。2023Q1-Q3 公司共享 E-Bike 共出货 1.86 亿元，其中欧洲地区占比 16%，目前相关生产已转移至国内，预计不会对公司正常经营产生较大影响。

2、高增品类进入净利率抬升通道，看好业绩释放期到来

收入端，2021/2022/2023Q1/2023Q2/2023Q3 公司分别实现营收 91.46/101.24/16.62/27.18/31.46 亿元，同比分别+52.36%/+10.7%/-13.3%/-6.4%/+11.9%，

受小米渠道以及 ToB 渠道调整影响 2022 年营收增速有所放缓，2023Q1-Q2 营收同比下滑，随着负面因素减弱 2023Q3 公司营收重新恢复正增长。具体分品类来看：

(1) 自主品牌分销板块 2022/2023Q1/2023Q2/2023Q3 分别实现营收 62.34/11.48/20.72/27.92 亿元，同比分别+43%/+17%/+25%/+49%，2022 年维持高增长，2023Q1-Q2 增速有所放缓主要系零售滑板车和全地形车相对疲软，2023Q1-Q2 零售滑板车营收同比分别-22%/-8%，全地形车营收同比分别-44%/+1%。2023Q3 营收恢复高增长主要系两轮车保持高增，同时零售滑板车/全地形车营收改善明显，同比分别+13%/高双位数增长。

(2) 定制产品分销板块 2022/2023Q1/2023Q2/2023Q3 分别实现营收 12.47/1.18/2.44/0.4 亿元，同比分别-58%/-59%/-45%/-86%，主要受小米渠道库存调整等影响，为压制公司 2022 年以及 2023Q1-Q3 营收表现的主要因素之一。

(3) ToB 产品渠道板块 2022/2023Q1/2023Q2/2023Q3 分别实现营收 26.43/3.96/4.02/3.15 亿元，同比分别+44%/-39%/-50%/-51%，受海外高通胀导致的运营商收缩共享车辆投放影响，2023 年以来较大幅度下滑，为压制公司 2023Q1-Q3 营收表现的主要因素之一。

图1：2022、2023Q1-Q2 小米分销/ToB 渠道以及全地形车/零售滑板车品类占比走低压制公司营收整体表现

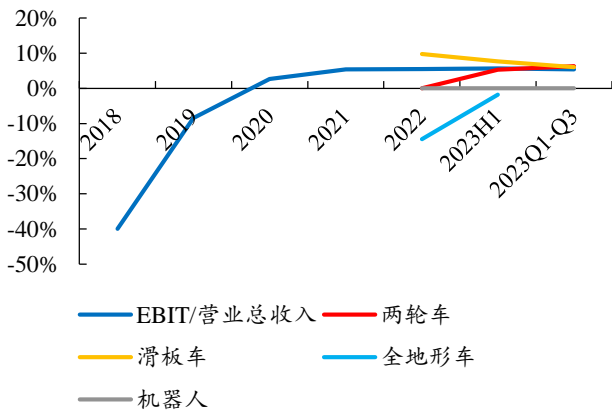
收入拆分	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业总收入	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
自主品牌分销	37%	40%	55%	59%	51%	57%	67%	69%	69%	76%	89%
两轮车	12%	10%	22%	7%	14%	23%	38%	17%	33%	38%	52%
零售滑板车	16%	20%	19%	27%	19%	21%	22%	27%	17%	21%	22%
全地形车	1%	4%	6%	14%	10%	6%	4%	5%	7%	6%	6%
定制产品分销	43%	35%	29%	22%	15%	15%	11%	9%	7%	9%	1%
ToB 产品	20%	25%	16%	18%	34%	28%	23%	22%	24%	15%	10%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

利润端，2021/2022/2023Q1/2023Q2/2023Q3 公司分别实现归母净利润 4.11/4.51/0.17/2.05/1.56 亿元，同比分别+458.84%/+9.73%/-54.49%/-5.62%/+13.31%，净利率分别为 4.49%/4.45%/1.05%/7.54%/4.97%。2021 年利润高增主要系 2020 年较大规模股份支付费用，2022 年利润增速放缓主要系全地形车/两轮车未达到较好利润率水平（其中预计全地形车几千万亏损），2023Q1 利润较大幅度下滑主要系当期较大规模股份支付费用。

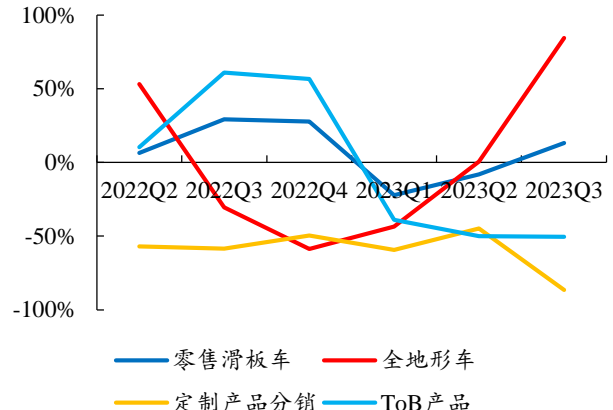
当前时点上看，高增品类净利率拐点显现，全地形车/零售滑板车已呈现出改善趋势。(1) 收入层面，2023Q3 零售滑板车营收同比+13%，全地形车营收高双位数增长。两轮车规模持续高增，零售滑板车和全地形车终端动销向好带动 2023Q3 营收增速改善。(2) 利润率层面，伴随收入规模高增，我们预计两轮车利润率从 2022 年的盈亏平衡提升至 2023Q1-Q3 的中单位数，占公司整体利润 50%左右。2022 年全地形车几千万亏损，伴随收入改善我们预计 2023H1 逐步减亏，2023Q3 逐步盈亏平衡。此外高毛利业务割草机器人亦处于盈亏平衡。

图2：规模效应下两轮车利润率提升显著，全地形车逐步盈亏平衡（数据为各板块利润率）



数据来源：Wind、开源证券研究所

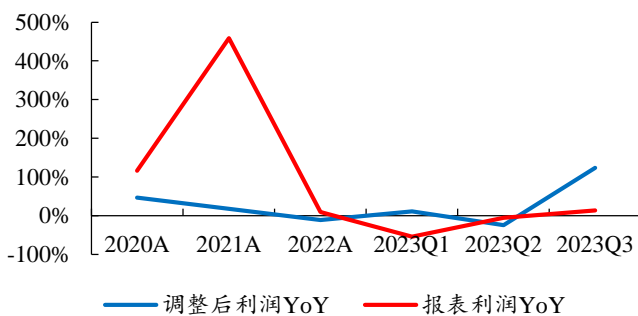
图3：2023Q1-Q3 零售滑板车/全地形车营收增速呈逐季度改善趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

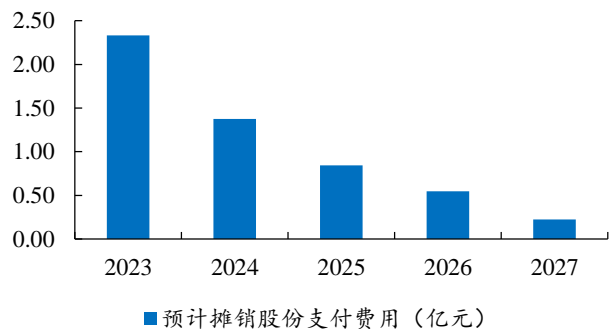
剔除非经常因素影响 2023Q3 规模效应明显，往后看预计非经常因素将减弱。剔除汇率波动、股份支付费用等异常值影响，2023Q3 公司利润翻倍以上增长。根据公司股权激励期待摊费用统计，我们预计 2024-2027 年股份支付费用负面影响将逐步减弱，规模效应提盈利或将占主导。

图4：剔除非经常性因素影响，预计 2023Q3 利润实现翻倍以上增长



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图5：2024 起预计股份支付费用对公司利润影响逐步走弱



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、怎么看公司两轮车空间？

3.1、内销市场：预期 2022-2025 年营收复合增速 40%+，中期 2025 年利润率 8%+

3.1.1、近期基本面梳理：行业结构升级延续，九号两轮车规模赶超小牛

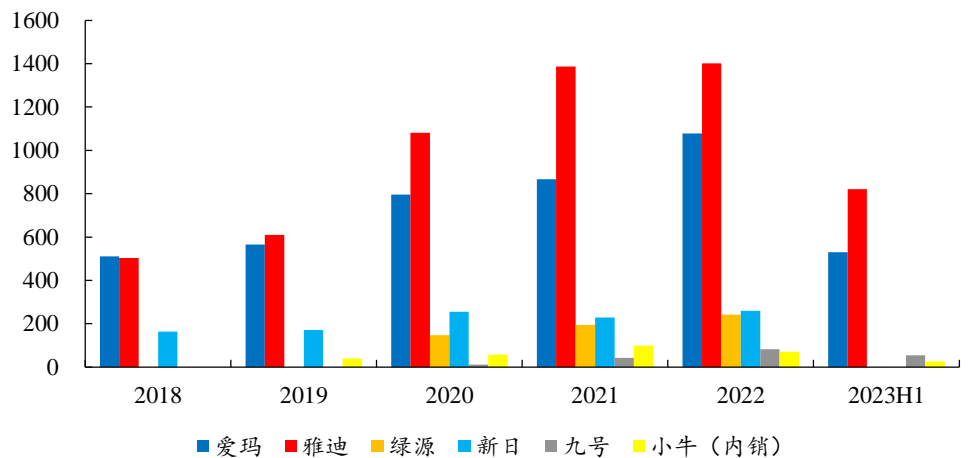
行业消费结构呈高端化趋势。以线上销售为例，久谦数据显示电动自行车 3000 以上价位段产品销量份额（京东/天猫）由 2019 年的（10%/4%）提升至 2023Q3 的（37%/14%），电动摩托车 4000 以上价位段产品销量份额（京东/天猫）由 2019 年的（8%/10%）提升至 2023Q3 的（52%/51%）。

图6：行业消费结构呈现高端化趋势

年份	2019	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
京东													
电动自行车	79%	79%	83%	85%	86%	85%	83%	88%	76%	79%	80%	69%	74%
<2000	78%	75%	67%	65%	61%	59%	53%	54%	43%	46%	36%	43%	42%
2000-3000	12%	14%	20%	18%	20%	17%	22%	19%	25%	23%	27%	20%	21%
3000-4000	9%	9%	11%	13%	13%	15%	15%	16%	20%	15%	18%	11%	21%
4000-5000	1%	1%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	10%	11%	11%	20%	10%
>5000	0%	1%	0%	1%	1%	2%	4%	2%	4%	6%	8%	6%	6%
电动摩托车	21%	21%	17%	15%	14%	15%	17%	12%	24%	21%	20%	31%	26%
<2000	61%	66%	46%	45%	45%	37%	23%	19%	14%	15%	3%	17%	10%
2000-3000	3%	6%	4%	5%	5%	5%	9%	16%	54%	31%	19%	4%	9%
3000-4000	28%	16%	32%	29%	25%	31%	35%	35%	17%	23%	33%	25%	30%
4000-5000	4%	6%	11%	13%	15%	15%	18%	16%	9%	16%	25%	25%	26%
>5000	4%	6%	7%	9%	11%	12%	15%	14%	5%	15%	20%	29%	26%
天猫													
电动自行车	95%	93%	94%	93%	93%	93%	92%	92%	93%	90%	89%	87%	91%
<2000	46%	57%	51%	65%	60%	57%	70%	50%	57%	53%	45%	60%	71%
2000-3000	49%	37%	41%	28%	28%	32%	17%	32%	19%	18%	29%	15%	15%
3000-4000	4%	5%	7%	6%	9%	7%	8%	9%	12%	13%	10%	7%	6%
4000-5000	0%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	6%	6%	10%	4%
>5000	0%	0%	0%	1%	2%	1%	3%	7%	9%	10%	10%	7%	4%
电动摩托车	5%	7%	6%	7%	7%	7%	8%	8%	7%	10%	11%	13%	9%
<2000	2%	2%	4%	4%	5%	3%	2%	1%	2%	2%	0%	3%	0%
2000-3000	36%	42%	38%	36%	36%	20%	25%	20%	23%	41%	12%	7%	17%
3000-4000	52%	42%	39%	39%	32%	44%	50%	41%	43%	28%	35%	35%	32%
4000-5000	7%	9%	14%	13%	16%	14%	14%	24%	19%	18%	27%	28%	31%
>5000	3%	5%	5%	7%	11%	18%	9%	14%	13%	11%	26%	28%	20%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

渠道扩张逻辑下九号销量表现优于同行，小牛在中高端市场疲软态势显现。从销量规模上看，2023H1 九号两轮车销量已超小牛。从增速上看，2023H1 爱玛/雅迪/九号/小牛两轮车销量同比分别+7%/+34%/+76%/-18%，2023H1 新日营收规模同比-15%，爱玛相对稳健，雅迪在相对激进策略下实现高增，九号在渠道扩张逻辑下增速高于同行，而小牛销售承压，各品牌走势分化。

图7：2023H1 九号两轮车销量超小牛，增速高于同行（单位：万台）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

新品表现亮眼，为公司两轮车增长主要驱动力。(1) 电动自行车方面，2023Q1-Q3 远行者 F 系列和 A+ 系列贡献 60% 以上销量，其中远行者 F 系列定位 4000+ 价位段，A+ 系列中价位段 3000 元以下的 A30C+ 表现优异。(2) 电动摩托车方面，2023Q3 远航家 M 系列贡献 30% 以上销量（电摩，定位 4500+ 价位段），N 系列定位电轻摩。

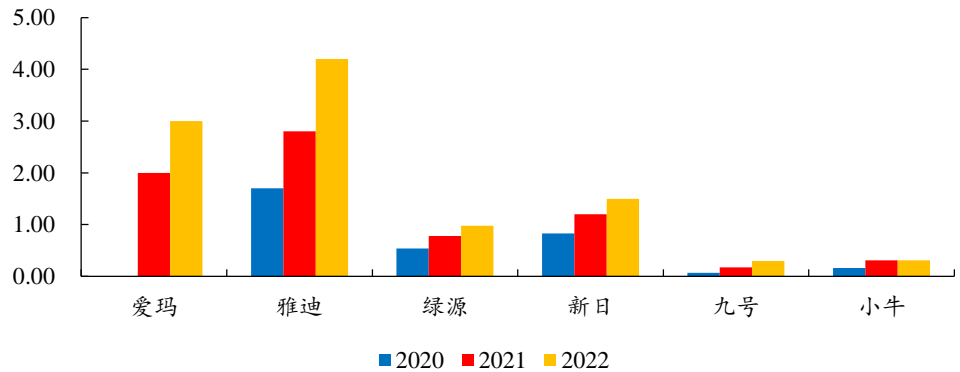
图8：新品贡献公司两轮车主要增量

九号产品结构	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
电动摩托车	47%	41%	43%	48%	43%	34%	25%	34%	37%	52%	53%
E系列	10%	17%	11%	22%	20%	18%	9%	22%	13%	10%	5%
M系列	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	27%	33%
N系列	78%	60%	63%	57%	54%	64%	76%	60%	69%	49%	46%
Q系列	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	2%
其他	12%	23%	26%	21%	26%	18%	15%	18%	11%	10%	14%
电动自行车	53%	59%	57%	52%	57%	66%	75%	66%	63%	48%	47%
A系列	3%	16%	5%	14%	7%	8%	5%	1%	1%	1%	0%
A+系列	0%	0%	0%	0%	0%	24%	36%	29%	44%	30%	48%
B系列	16%	16%	8%	7%	21%	6%	3%	1%	3%	2%	1%
C系列	3%	8%	4%	26%	21%	9%	1%	2%	4%	1%	0%
F系列	0%	0%	0%	0%	0%	33%	28%	31%	25%	47%	32%
MMAX系列	0%	0%	0%	0%	0%	3%	14%	18%	9%	12%	6%
Q系列	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
V系列	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%
其他	79%	60%	83%	52%	51%	11%	11%	14%	12%	6%	3%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所（注：标橙色部分为电动摩托车/电动自行车占九号两轮车整体比重，表蓝色部分为电动摩托车/电动自行车各自类目下细分产品系列占比）

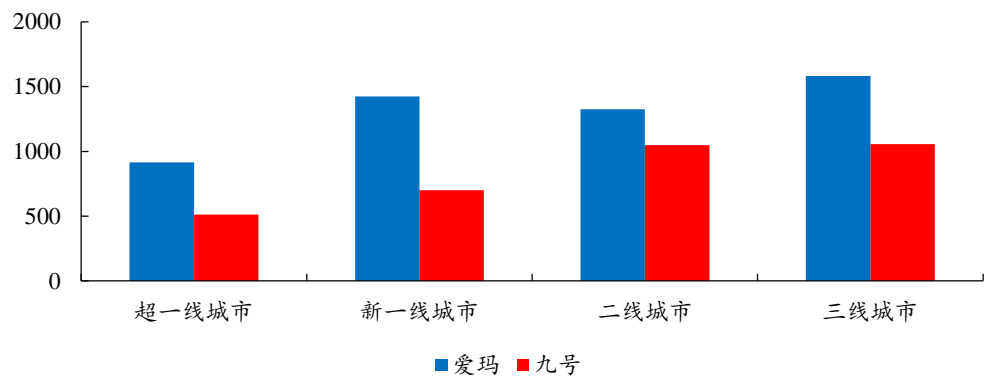
3.1.2、渠道空间：中性预期一二三线仍有 2300+开店空间，长期网点数量有望达 10000 家

2019 新国标以来，爱玛、雅迪、新日等传统两轮车渠道快速扩张，中小厂商出清，2022 年年底雅迪/爱玛国内门店数量均提升至 3 万家以上，其中雅迪销售网点超 4 万家。2022 年以来九号国内渠道门店数量快速提升，相反小牛渠道数量增长有所放缓且 2023H1 出现下滑。

图9：2020-2022 年九号线下渠道数量快速增长，小牛增长趋势放缓（单位：万家）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

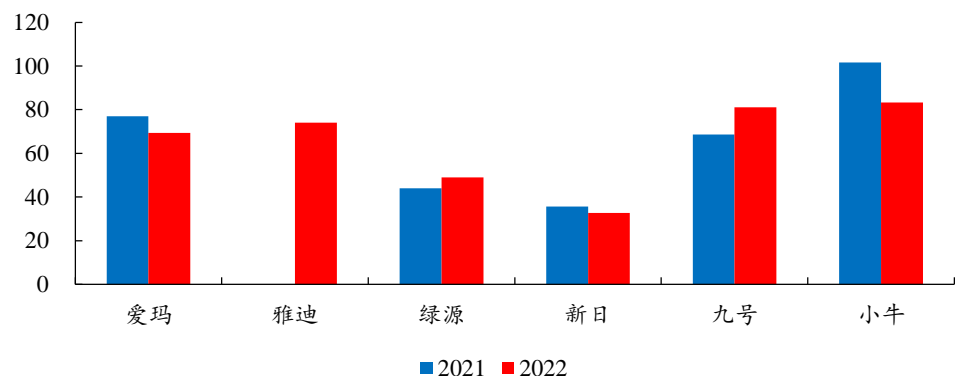
以一二三线城市为参考，不完全统计下中性预期九号渠道数量较爱玛渠道数量少 2300 家+。若与雅迪相比，我们预计九号国内一二三线城市网店数量仍有较大拓展空间，中性预期开店空间 2300+，随着一二三线城市加密以及四五线城市布局，长期门店数量有望达 10000 家。考虑到公司后续将继续聚焦一二三线城市网点加密，我们预计渠道扩张逻辑仍将持续。

图10：相较于爱玛，九号一二三线城市网点仍有较大拓展空间（单位：家）


数据来源：各公司官方网站、开源证券研究所

3.1.3、单店产出空间：预计公司单店产出达相对较高水平

单店销量上看，九号反超同等定位的小牛，并且高于绿源和新日。出厂价方面，2022年九号/小牛内销/爱玛/雅迪/绿源/新日分别为2942/3636/1931/2219/1981/1893元（含配件/服务等），定位高端的九号和小牛出厂价高于同行。单店收入上看，小牛/九号凭借高出厂价收入高于绿源/新日/爱玛，九号2021-2022单店收入同比分别+11%/+18%，2022年单店收入达到行业相对较高水平。

图11：九号2022年单店收入已达行业相对较高水平（单位：万元）


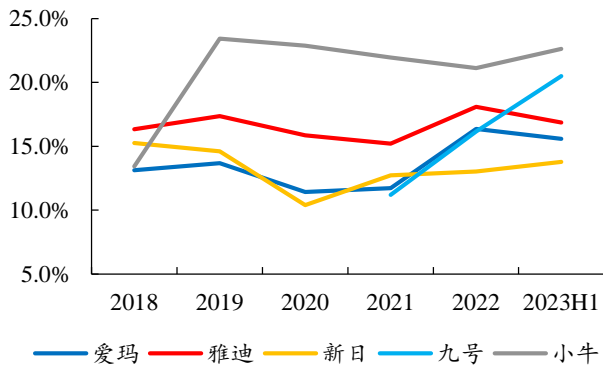
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1.4、盈利能力空间：定位高端，对标头部品牌长期利润率预计有5pct左右提升空间

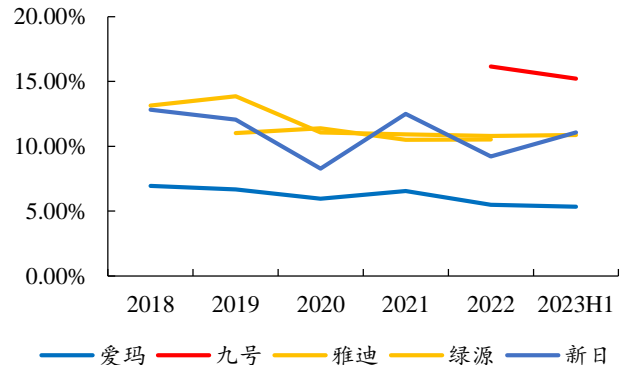
毛利率方面，规模效应提升使得毛利率与小牛相当。考虑建店补贴情况下预计2023年九号两轮车毛利率超20%，若剔除建店补贴影响与小牛毛利率相当。当期公司两轮车规模已超小牛，规模效应下预计毛利率仍有提升空间。

利润率方面，相较于雅迪/爱玛，公司利润率仍有较大提升空间。我们预计2023H1公司两轮车板块期间费用率15%左右，2022年爱玛/雅迪/绿源/新日期间费用率分别为5.5%/10.81%/10.52%/9.23%，相较于同行，伴随收入规模扩大公司两轮车板块仍有较大费用改善空间。

长期来看，考虑费用改善空间情况下预计九号利润率有4-5pct左右提升空间。对标头部品牌，公司定位中高端，长期利润率有望提升至10%左右。

图12: 2023H1 九号两轮车毛利率接近小牛


数据来源: 各公司公告、Wind、开源证券研究所

图13: 相较于同行, 预计九号两轮车费用率仍有较大改善空间


数据来源: 各公司公告、Wind、开源证券研究所 (注: 九号两轮车期间费用率为毛利率扣减预期利润率得到)

3.1.5、两轮车内销空间测算: 中性预期 2022-2025 年营收复合增速 40%+, 2025 年利润率 8%+

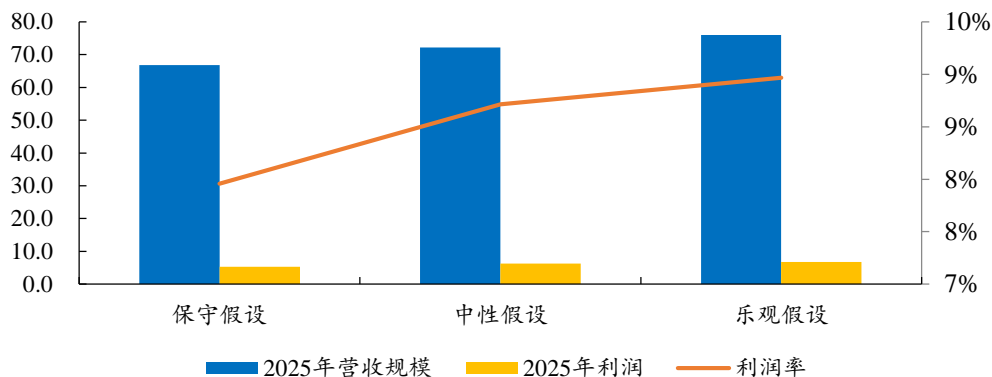
分保守/中性/乐观三种假设测算:

(1) 中性预期下, 预计 2024-2025 年一二三线净开店 1600/1400 家, 毛利率分别为 21.0%/21.0%, 期间费用率分别为 13%/11.5% (逐步接近新日/绿源/雅迪水平), 单店产出同比分别+0%/+0%。此外如果考虑公司部分产品价格带和渠道有所下探, 另假设 2024-2025 年低线城市开店 500/800 家, 毛利率 14.0%/15.0% (低于爱玛/雅迪毛利率水平), 期间费用率分别为 14%/12%。测算得 2024-2025 年营收同比+42%/+31%, 利润率分别为 7.6%/8.8%。

(2) 保守预期下, 预计 2024-2025 年一二三线净开店 1300/1200 家, 毛利率分别为 21.0%/20.5% (假设一二线城市价格带一定程度下探), 期间费用率分别为 13%/11.5% (逐步接近新日/绿源/雅迪水平), 单店产出同比分别-1%/-1%。此外公司部分产品价格带和渠道有所下探, 另假设 2024-2025 年低线城市开店 500/800 家, 毛利率 12.0%/13.0% (略低于新日毛利率水平), 期间费用率分别为 14%/12%。测算得 2024-2025 年营收同比+34%/+28%, 利润率分别为 7.5%/8.0%。

(3) 乐观预期下, 预计 2024-2025 年一二三线净开店 1800/1500 家, 毛利率分别为 21.0%/21.5% (规模效应持续, 高于小牛水平), 期间费用率分别为 13%/11.5% (逐步接近新日/绿源/雅迪水平), 单店产出同比分别+1%/+1%。此外公司部分产品价格带和渠道有所下探, 另假设 2024-2025 年低线城市开店 500/800 家, 毛利率 15%/16% (与雅迪/爱玛水平相当), 期间费用率分别为 14%/12%。测算得 2024-2025 年营收同比+48%/+32%, 利润率分别为 7.7%/9.4%。

图14: 中性预期下 2024-2025 年营收增速分别为 42%/31%，利润率分别为 7.6%/8.8%



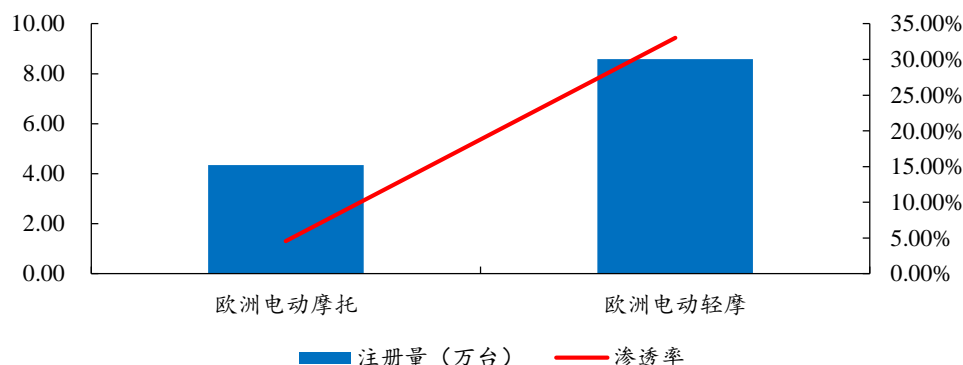
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、外销市场：公司外销尚处空白，短期欧美市场仍有增量空间，长期东南亚空间广阔

2022 年公司年报显示，公司两轮车 E 系列和 B 系列开始进军海外市场，已陆续在英国、日本、墨西哥等十余个国家上市。参考小牛发展路径，小牛电动车外销主要区域为欧洲，其经销商数量 2019Q1 的 23 家从提升至 2023Q2 的 55 家，2022 年两轮车国际销量 12 万辆 (+143%)，2023Q1/Q2 销量分别为 1.3/3.3 万辆，同比分别 -12.2%/+17.1%。

行业层面上看：(1) 欧洲虽然两轮摩托车规模较小，但同样呈现“电动化”趋势。根据八方股份公告，2022 年欧洲电动摩托车注册量 4.35 万辆 (+88.4%)，渗透率提升至 4.58%。电动轻便摩托车注册量 8.58 万辆 (+17.4%)，渗透率提升至 33%。(2) 东南亚（含印度）为全球最大摩托车市场，2016 年以来燃油摩托车年销量超 3000 万辆，随着东南亚多国通过出台禁摩限摩等政策，长期替换空间广阔。对于公司来说，海外市场尚处空白市场，有望借助 Segway 前期品牌和渠道势能逐步打开欧美市场，贡献一定增量。

图15: 欧洲摩托车市场同样呈“电动化趋势”



数据来源：欧洲摩托车制造商协会、八方股份公告、开源证券研究所

4、全地形车&E-Bike&割草机：全地形车旗舰新品高举高打，E-Bike 布局零售渠道，割草机布局线上渠道

4.1、全地形车：旗舰混动新品发布，长期增长空间值得期待

11月7日 Segway 旗下高端旗舰混动车型 SX20T Hybrid 于米兰车展全球首发，作为全球首款混动全地形车拥有强大的混动系统、赛用悬挂、智能越野等科技。SX20T Hybrid 拥有更高的马力和扭矩，搭载混动系统配合发动机百公里加速 3.9s，此外具备 70%爬坡能力，相较于春风动力、北极星和庞巴迪同类型产品竞争力较强。

图16：相较于北极星/庞巴迪/春风动力同类型产品，公司新款混动旗舰新品竞争力突出

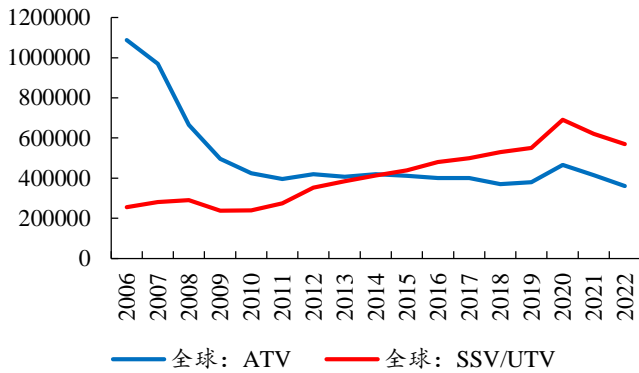
类型	ATV			SSV				UTV		
	Segway	CFMOTO	Polaris	Segway	CFMOTO	Polaris	BRP	Segway	CFMOTO	Polaris
型号	SNARLER AT6L	CFORCE 1000 OVERLAND	Sportsman XP 1000S	VILLAIN SX20 Hybrid	ZFORCE 1000 SPORT R	剃刀 RAR pro	MAVERICK X3	UT10 Crew	UFORCE 1000 XL	RANGER CREW XP 1000
售价	¥36800-46800	¥79800	¥186800	-	¥96,800	¥440800	¥176800起	-	¥99,800	¥255800
排量	570cc	963cc	952cc	2000cc	962.6cc	1997cc	-	1000cc	963cc	999cc
三电	双凸轮轴发动机	单凸轮轴发动机	单凸轮轴发动机	电机：70kW 发动机：170kW 电池：7.9kWh LFP	双凸轮轴发动机	双凸轮轴发动机	-	双凸轮轴发动机	单凸轮轴发动机	双凸高功率发动机
驱动	燃油	燃油	燃油	混动	燃油	燃油	燃油	燃油	燃油	燃油
马力	44HP	79HP	89HP	330HP	90HP	225HP	200HP	105HP	72HP	82HP
最大扭矩	48(N.m)	80(N.m)	-	570(N.m)	87(N.m)	-	-	95(N.m)	74(N.m)	55(N.m)
爬坡能力	-	-	-	70%	-	-	-	30°	-	-
百公里加速	4.6s (0-60km)	-	-	3.9s	-	-	5s内	最高时速90km/h	-	-
辅助功能	智能指挥及安全警报系统；智能远程操控系统；智能电子助力转向系统	EPS助力系统；两驱四驱模式一键切换；IFT液晶仪表；后备箱容量满足户外	一键式按需全轮驱动；GPS导航；高性能EPS助力转向	智能指挥及安全警报系统。普通、赛车、攀爬三种模式	IFT彩屏仪表；EPS助力系统；	电子助力转向；触摸屏技术；GPS定位及无线通话	FOX赛车级减震器	可调式电助力转向系统（EPS）；1134kg牵引能力；450kg承载能力；5.5加仑存储空间；智能智慧屏	350kg承载能力；800kg牵引能力；EPS电子转向系统	454kg承载能力；1134kg牵引能力；3种油门模式

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

4.1.1、行业层面：美国市场为主，ATV 转向 UTV/SSV，北美及日系品牌占据主导地位

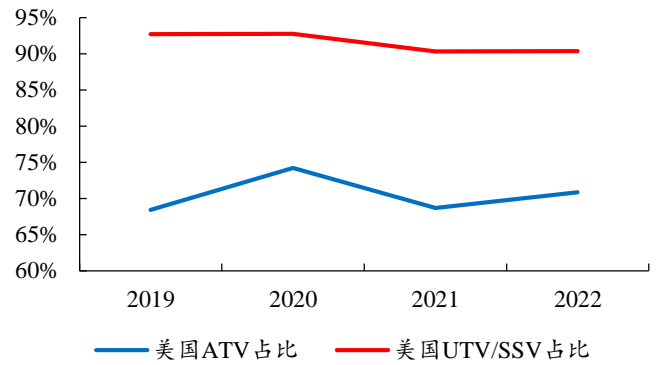
2006年以来 Polaris 为代表的企业推出 UTV/SSV 新车型，由于 UTV/SSV 具备防滚架，承载以及托载能力大幅提升，适用于农牧场工作/休闲娱乐等多种场景，带动 ATV 开始向 UTV/SSV 转变，2022年 UTV/SSV 占比提升至 61%。分区域上看，美国多草地、山路、沙路等复杂地形，叠加人均收入水平高以及富于冒险，成为全球全地形车主要销售地，占比 70%+。

图17: 2009 年以来 SSV/UTV 车型销量规模稳步提升



数据来源: Polaris 年报、开源证券研究所

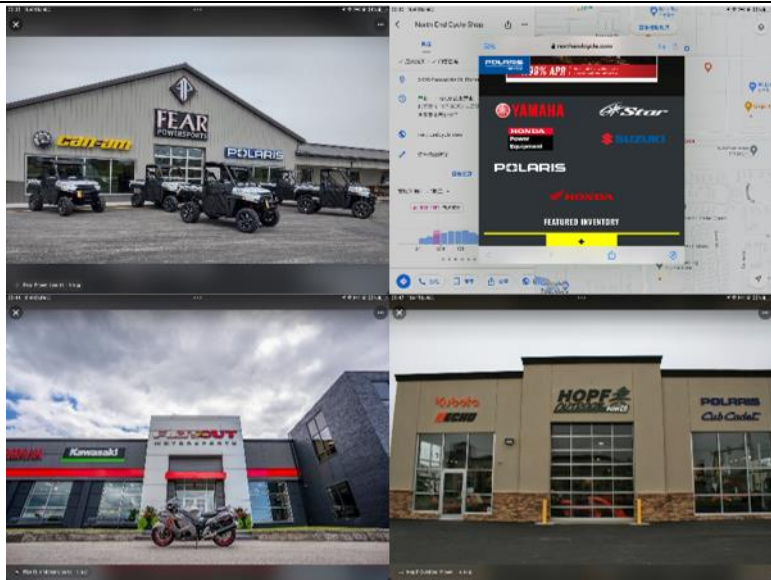
图18: 美国为全球全地形车主要市场



数据来源: Polaris 年报、开源证券研究所

北美及日本等国家的厂商凭借销售渠道、技术、品牌、资金等优势, 在全球全地形车市场中占据主导地位, 行业呈高集中度特征。根据 Statista 数据, 2018 年北极星 (Polaris)、本田 (Honda)、庞巴迪 (Can-Am) CR3 达 77%, 线下经销商门店多经营北极星和庞巴迪等。

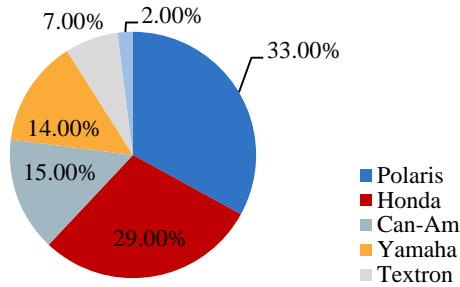
图19: 线下经销商门店多经营北极星和庞巴迪等品牌



资料来源: Google 地图

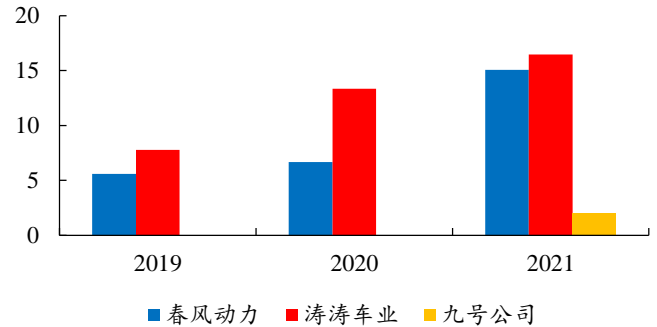
国内厂商方面, 春风动力布局早聚焦大排量, 涛涛车业聚焦小排量, 公司尚处追赶状态。销量上看, 涛涛车业全地形车规模相对较大, 主要系聚焦小排量市场易放量, 而春风动力和九号公司均聚焦大排量市场。根据春风动力公告以及北极星公告全地形车全球销量测算, 2021 年春风动力全球份额或提升至 10%+。

图20：2018年全地形车市场以北美/日系品牌商为主



数据来源：Worldwide、Statista、开源证券研究所

图21：2021年起春风动力全地形车销量高增，九号公司销量较头部品牌仍有一定距离（单位：万台）

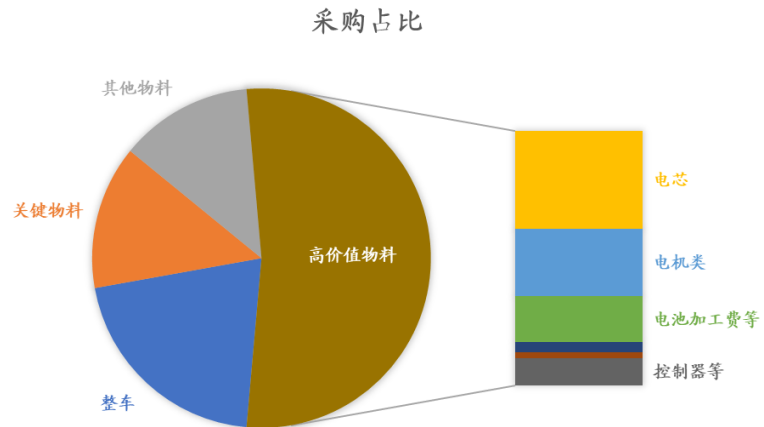


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4.1.2、渠道和技术上有复用空间，全地形车发展空间值得期待

技术层面，全地形车核心零部件与电动两轮车、电动滑板车、E-Bike 有相似之处，同样涉及三电技术，核心零部件电机、电池、悬架类似，不同之处在于全地形车增加发动机并且电机功率相对更高。电芯、电机、电池、控制器、车架等为公司主要采购物料，上游采购端或存在协同作用。

图22：电芯、电机、控制器、整车车架等为公司主要采购物料



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

渠道和售后层面，欧洲市场入驻线上线下主流渠道；美洲、亚太市场线上已入驻 Amazon、MediaMart、DNS、Lazada、Yodobashi 等电商平台；线下已入驻 Costco、Walmart、Target、Best Buy、Sam'sClub、MediaMart、Big5 等大型连锁商超和户外运动连锁店。为了更有效地下沉当地市场，服务目标用户，公司在欧洲荷兰、德国等地，美国加利福尼亚、纽约等地，以及韩国首尔设立了分子公司和办事处，通过与当地电商平台和区域主流分销商、零售商的密切合作，拓展自主品牌销售渠道，强化跟当地用户的沟通和服务。广泛的销售网络和本地化资源有助于公司逐步打开全地形车经销市场。

4.2、电踏车：ToB 走向 ToC，补齐欧美日短交通出行产品矩阵

欧美日短出行交通以传统自行车、电动滑板车、电踏车和摩托车为主，随着公司布局零售电踏车市场，有望补齐欧美日短交通出行领域产品矩阵，从而更好实现

上下游协同作用。

从行业空间上看，美国潜在渗透率提升空间较大，欧洲/日本发展相对成熟。根据欧洲自行车工业联合会数据，2022年欧洲传统自行车/电踏车销量分别为1470/550万台，同比分别-9%/+9%，电踏车渗透率37%，其中德国/法国/荷兰为主要市场。此外美国市场2021年电踏车销量114万辆，渗透率3.8%。

图23：德国、法国、荷兰为欧洲 E-Bike 主要市场

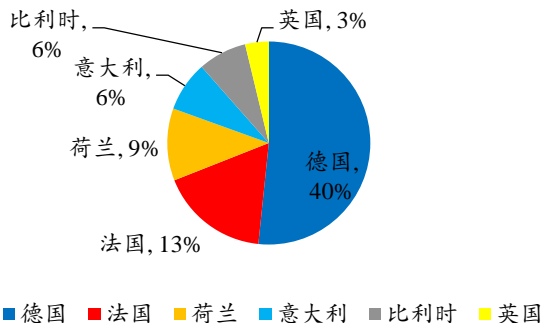
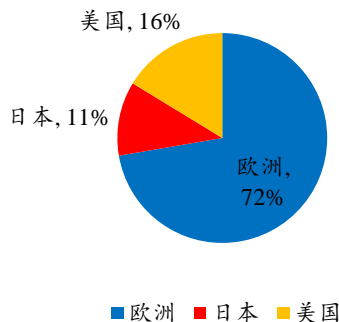


图24：欧洲为全球 E-Bike 主要市场，其次为美国市场



数据来源：欧洲自行车工业联合会、INNKR 拓氩科技公众号、开源证券研究所

数据来源：八方股份公司公告、欧洲自行车工业联合会、INNKR 拓氩科技公众号、开源证券研究所

市场竞争上看，线上消费格局上看尚未形成领导品牌。卖家精灵数据显示，德国亚马逊 E-Bike 行业头部品牌市场份额 10% 左右，CR5 份额不足 50%，仍处发展初期相对分散。美国市场方面，头部品牌 Heybike 份额 15-20% 左右，其他品牌份额不足 10%，格局亦相对分散，尚未形成绝对领导品牌。

图25：美亚和德亚渠道上看格局相对分散

美亚E-Bike格局	202204	202205	202206	202207	202208	202209	202210	202211	202212	202301	202302	202303	202304	202305	202306	202307	202308	202309
Heybike	0.0%	6.4%	10.6%	8.1%	8.3%	12.4%	16.8%	12.5%	13.2%	12.7%	12.2%	11.3%	14.2%	16.3%	16.3%	22.2%	18.6%	13.1%
Vivi	12.0%	3.5%	6.9%	4.8%	5.5%	7.4%	8.0%	9.8%	7.4%	8.9%	10.4%	5.6%	12.5%	6.1%	5.9%	6.6%	11.4%	7.8%
Jasion	2.5%	1.5%	9.9%	4.6%	6.8%	7.0%	6.4%	4.5%	9.0%	5.7%	3.4%	4.7%	5.4%	5.5%	3.7%	5.1%	8.1%	6.5%
ANCHEER	6.1%	4.4%	7.2%	3.7%	5.5%	3.2%	2.8%	1.9%	6.0%	3.4%	2.0%	3.2%	2.7%	3.4%	4.0%	3.2%	4.3%	4.6%
Oraimo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	4.2%	4.2%	3.4%	6.5%	4.1%	4.5%
Gotrax	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.5%	4.3%
TotGuard	5.4%	5.2%	8.0%	4.9%	3.7%	5.0%	7.2%	8.9%	3.5%	2.2%	2.5%	2.8%	3.6%	3.2%	2.1%	4.4%	4.7%	3.6%
LECTRIC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	2.5%	3.8%	3.8%	4.2%	1.9%	2.6%
Generic	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	2.8%	2.2%	1.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.9%	1.7%	0.6%	1.3%	3.8%	0.4%	0.2%
VELOWAVE	9.1%	7.7%	10.0%	6.0%	7.8%	6.8%	6.0%	4.4%	2.7%	2.7%	2.2%	1.8%	1.9%	0.0%	2.8%	1.2%	0.0%	0.0%
德亚E-Bike格局	202204	202205	202206	202207	202208	202209	202210	202211	202212	202301	202302	202303	202304	202305	202306	202307	202308	202309
FISCHER	21.7%	4.8%	9.4%	2.2%	4.7%	4.1%	9.1%	7.1%	5.7%	6.4%	4.1%	14.0%	13.8%	13.7%	13.0%	18.3%	15.6%	10.0%
TELEFUNKEN	8.5%	6.4%	6.3%	2.5%	4.9%	19.3%	16.7%	12.2%	6.0%	3.8%	5.0%	5.2%	6.8%	4.6%	4.6%	4.1%	9.4%	9.4%
Bluewheel Electromobi	5.0%	5.7%	9.6%	3.9%	4.3%	3.2%	6.1%	6.4%	4.6%	1.7%	7.4%	9.0%	7.3%	5.5%	7.7%	1.4%	8.1%	8.5%
Prophete	2.2%	0.0%	0.0%	4.9%	0.0%	1.4%	0.0%	1.8%	3.5%	1.3%	5.1%	1.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%
nakxus	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	4.9%	0.0%	0.5%	4.3%	6.0%	7.7%
Eleglide	0.0%	2.3%	1.2%	0.0%	1.0%	0.7%	5.4%	4.4%	4.0%	4.5%	5.9%	6.3%	3.7%	4.2%	3.0%	5.6%	6.4%	3.1%
ENGWE	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.6%

数据来源：美国亚马逊、德国亚马逊、卖家精灵、开源证券研究所

4.3、割草机器人：品类声量呈上升趋势，公司由线下走向线上，关注迭代新品放量

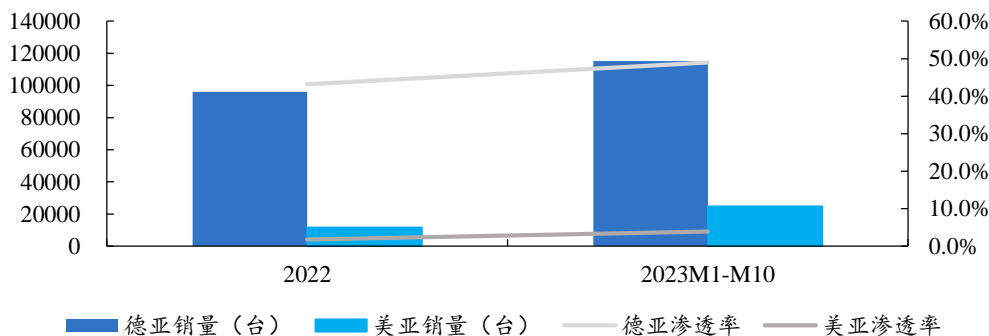
2023Q1-Q3 公司割草机器人销量 1.9 万台，实现营收 1.28 亿元，主要于欧洲地区线下渠道销售。2023Q3 公司割草机器人进入线上渠道，销售网络逐步拓宽。后续迭代新品预计在保持产品竞争力的基础上拥有更高价格竞争力，进入线上渠道后或逐步拓宽与消费者触点，从而更好把握消费者需求变化，新品+渠道拓宽有望助力长期放量。

行业层面，欧洲仍为全球主要割草机器人市场，其中德国等西欧国家渗透率相对较高，侧面反映了割草机器人具备渗透提升基础。而美国由于草坪面积相对较大且环境更加复杂，因此仍以传统骑乘式割草机为主，割草机器人仍有相关功能痛点有待优化。

(1) 德国亚马逊为例看割草机发展，高渗透率且持续保持增长。2022年/2023M1-M10 德亚割草机器人累计销量分别为 9.6/11.5 万台，2023M1-M10 销量已超 2022 年全年，同比增长 28%。按割草机器人占割草机比重测算渗透率，2022/2023M1-M10 德亚割草机渗透率分别达 43%/49%，渗透率已达到相对高点。

(2) 美国亚马逊为例看割草机发展，低渗透率实现高速增长。2022年/2023M1-M10 美亚割草机器人累计销量分别为 1.2/2.5 万台，2023M1-M10 销量较 2022 年全年已实现翻倍提升，2023M1-M10 同比增长 141%。按割草机器人占割草机比重测算渗透率，2022/2023M1-M10 美亚割草机渗透率分别为 1.8%/3.9%，仍处在普及初期阶段。

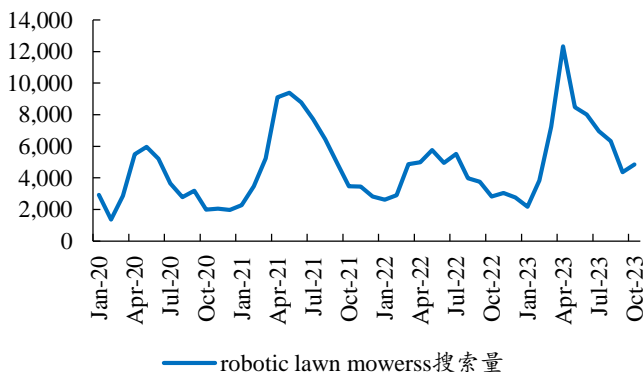
图26：德亚割草机器人渗透率相对较高，美亚仍低单位数



数据来源：美国亚马逊、德国亚马逊、卖家精灵、开源证券研究所

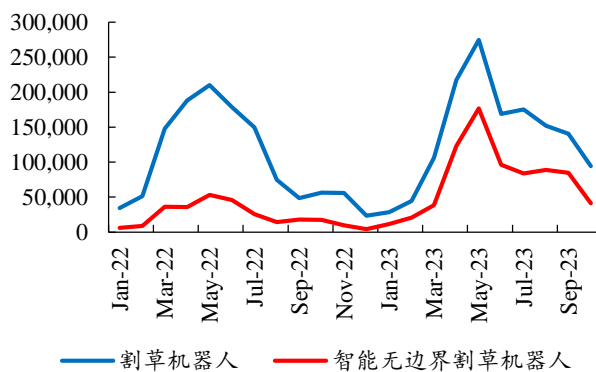
割草机器人品类于线上渠道声量呈上升扩大趋势。德国市场方面，从割草机器人到无边界智能割草机器人，2022年以来亚马逊渠道搜索量呈上升趋势，传统割草机器人/智能割草机器人搜索量同比分别+23%/+194%，美国市场方面，2020年以来亚马逊渠道搜索量呈波动上升趋势，2020/2021/2023M1-M10 搜索量同比分别+70%/-29%/+35%。

图27：2020年以来美亚割草机器人搜索量呈波动上升趋势



数据来源：美国亚马逊、卖家精灵、开源证券研究所

图28：2022年以来德亚割草机器人和智能割草机器人搜索量呈上升趋势



数据来源：德国亚马逊、卖家精灵、开源证券研究所

市场竞争方面，行业发展初期仍以富士华、Gardena、WORX、MTD 等企业为主，其中富士华凭借着先发优势占据着领导地位。卖家精灵数据显示，2023 年 10 月份 Segway 割草机器人进入美亚渠道销售实现当月零售额份额 2.3%，富士华份额 58.4%。产品竞争维度，以美国亚马逊 Best Seller 榜单产品为例，Segway H1500E/MAMMOTION 3000 产品智能化程度相对较高，无须人工布线。从路径规划基数、软件应用技术等能力上 Segway 产品并未劣势于竞品。

表1: 美国亚马逊 BestSeller 榜单中，Segway 和 MAMMOTION 为少有的免布线产品

产品	Navimow H1500E	Husqvarna 430X	MAMMOTION 3000	WORX Landroid	Gardena 15201-20
定价	\$2599	\$2499	\$1999	\$2999	\$750
割草方式	锂电智能割草	锂电智能割草	锂电智能割草	锂电智能割草	锂电智能割草
是否需要人工布线	否	是	否	是	是
适应最大坡度	24°	45°	33°	20°	19°
最大割草面积	0.8 英亩	0.8 英亩	0.75 英亩	0.5 英亩	16200 平方英尺
导航技术	虚拟边界；自动计划切割路线；平衡控制技术；视觉避障	GPS 辅助导航；自动通道处理	虚拟边界；利用 RTK-GNSS 等绘制地图；自动计划切割路线；雷达避障	自动行走及转向系统	自动行走及转向行走
控制系统	APP 远程控制；4G 网络控制系统	APP 远程控制	APP 远程控制	APP 远程控制	APP 远程控制
安全性能 防盗功能	IPX6 等级防水；GPS 定位系统；全方位安全传感器	PIN 防盗；GPS 定位报警系统	IPX6 等级防水；倾斜刀片停止传感器；带防盗系统	-	-
其他技术	EFLS 融合定位系统；RTK 厘米级高精度定位；平衡控制技术	切割高度自动调节系统；狭窄通道自动通过系统	-	自动调整切割角度	AI 智能切割

资料来源：美国亚马逊、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

此前拖累公司业绩的小米分销和 ToB 渠道以及非经常性负面因素影响逐步减弱，高增两轮车品类净利率进入上升通道，全地形车旗舰新品强竞争力或驱动营收增速向上，预计对利润将从负贡献转向正贡献，综合来看我们看好公司业绩底部反转。此外割草机迭代新品和零售电踏车值得期待，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 4.71/7.39/10.05 亿元，对应 EPS 为 6.54/10.26/13.94 元，当前股价对应 PE 分别为 51.9/33.1/24.3 倍，维持“买入”评级。

6、风险提示

渠道拓展不及预期、行业竞争加剧、欧美政策变动风险等。

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	6647	9958	9947
现金	1726	3081	2968	4218	5440
应收票据及应收账款	771	1185	841	1681	1335
其他应收款	34	68	70	82	89
预付账款	183	108	117	207	204
存货	2383	1817	1815	2892	1979
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	8811	12155	12356
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	1909	4244	3459
其他流动负债	1212	1319	1246	1517	1500
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	8811	12155	12356

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-161	1589	-253	1523	1481
净利润	408	449	470	737	1002
折旧摊销	121	160	149	173	174
财务费用	99	-171	0	65	82
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	-11	-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	-112	1249	1222

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9146	10124	10199	13040	16303
营业成本	7022	7495	7445	9532	11934
营业税金及附加	36	42	47	55	71
营业费用	592	925	1030	1128	1337
管理费用	520	600	648	808	978
研发费用	504	583	653	795	946
财务费用	99	-171	0	65	82
资产减值损失	-51	-152	-102	-133	-163
其他收益	17	29	17	23	29
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	904	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	630	960	1246
EPS(元)	5.70	6.25	6.54	10.26	13.94

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	52.4	10.7	0.7	27.9	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	27.0	26.9	26.8
净利率(%)	4.5	4.5	4.6	5.7	6.2
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)	5.70	6.25	6.54	10.26	13.94
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.24	22.05	-3.51	21.13	20.56
每股净资产(最新摊薄)	59.31	67.95	74.48	84.74	98.68
估值比率					
P/E	59.5	54.2	51.9	33.1	24.3
P/B	5.7	5.0	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	39.1	33.0	33.1	20.4	14.7

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