

## 九号公司 (689009.SH) 全矩阵产品亮相 CES, 割草机器人/全地形车/E-Bike 新品竞争力优于同行

2024 年 01 月 12 日

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2024/1/11
当前股价(元)	28.28
一年最高最低(元)	42.11/25.84
总市值(亿元)	20.39
流通市值(亿元)	14.80
总股本(亿股)	0.72
流通股本(亿股)	0.52
近 3 个月换手率(%)	579.51

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

### ● 九号 2024 CES 展新品以及新品类产品竞争力突出, 维持“买入”评级

2024 年美国 CES 消费电子展 (CES2024) 于北京时间 1 月 9 日至 1 月 13 日在美国内华达州拉斯维加斯市举行。本次 CES 展示九号公司展出包括割草机器人、全地形车、电动滑板车、移动储能在内等全矩阵新品, 其中首次发布了全新一代割草机器人, 并正式官宣进入 E-Bike 市场。通过对比分析, 我们认为全新割草机器人产品力和价格竞争力兼具, E-Bike 智能化优势突出, 全地形车产品性能超同行, 多款新品有望驱动公司 2024 年业绩边际向上。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 43.3/27.6/20.3 倍, 维持“买入”评级。

### ● 割草机器人/全地形车/E-Bike 强竞争力源自于公司成熟的底层技术积累

(1) **割草机器人**: 新品相较于追觅和科沃斯产品力和性价比兼具 (RTK 技术融合 AI 视觉避障), 源自于公司成熟的机器人底层技术。(2) **全地形车**: 展出全新混动旗舰 SSV 新品以及 UTV 新品, 公司采用自研+汽车配套供应链, 使得 UT10 牵引力和承载能力优于同行, SX20T 扭矩和马力优于同行。(3) **E-Bike**: 新布局领域, 引入智能化差异化功能, 源自于公司成熟的两轮车/机器人智能技术和电机控制技术。智能化包括 IMU 多传感器融合调节电机功率, 安全防盗功能包括电池和车身防盗系统。此外还展出了英伟达移动平台 (多传感器融合, 3D/2D 激光雷达+深度摄像头)、电动滑板车 E2 PRO 以及储能电源等新品。

### ● 外销有望受益新品驱动, 叠加内销两轮车有望高增, 看好 2024 年业绩反转

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。内销方面, 高增两轮车品类净利率进入上升通道, 2024 年扩渠道逻辑下收入和利润率有望持续提升。外销方面, 本次 CES 展新款割草机器人、全地形车、E-Bike 将逐步于欧美市场销售, 其中全地形车在新品驱动下北美经销商网点拓展顺利, 我们看好强产品竞争力驱动 2024 年各品类收入增长以及盈利提升。

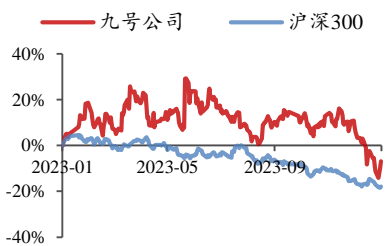
### ● 风险提示: 渠道拓展不及预期; 新品拓展不及预期; 行业竞争加剧等。

### 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)	49.7	45.3	43.3	27.6	20.3
P/B(倍)	4.8	4.2	3.8	3.3	2.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《机器人视角看九号公司: 与优选对比研究—公司深度报告》

-2023.12.28

《高增品类净利率进入上升通道, 看好业绩底部反转—公司深度报告》

-2023.11.23

《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

## 目 录

1、 2024 年 CES 展九号公司产品实录：割草机器人、全地形车、E-Bike 产品性能领先同行.....	3
1.1、 割草机器人：迭代割草机器人产品力与价格竞争力兼具.....	4
1.2、 全地形车：混动旗舰和 UTV 产品亮相，产品力超同行.....	5
1.3、 E-Bike：全新领域，智能化差异布局.....	6
1.4、 移动平台、储能电源等全矩阵产品集中亮相.....	8
2、 核心逻辑：高增两轮车进入净利率提升通道，割草机器人/全地形车/E-Bike 均有望受益新品驱动增长，2024 年业绩反转可期.....	9
3、 盈利预测与投资建议.....	10
4、 风险提示.....	10
附：财务预测摘要.....	11

## 图表目录

图 1： 本次 CES 九号公司首次发布了全新一代割草机器人，并正式官宣进入 E-Bike 市场.....	3
图 2： 相较于追觅和科沃斯 CES 割草机新品，九号 Navimow i 系列产品预计产品力与价格竞争力兼具.....	5
图 3： 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.....	5
图 4： 九号公司在 2024CES 展上展出全球首款混动旗舰 SSV 车型，同时展出 UTV UT10 Crew.....	6
图 5： 2024 CES 展九号公司展出两款 E-Bike 产品（分别主打运动以及娱乐骑行两大场景）.....	6
图 6： Segway E-Bike 产品融入多项智能化以及安全防盗等功能，能够较大幅度提升使用者骑行体验.....	7
图 7： 与英伟达合作的 AMR 移动平台融合了包括 2D 激光雷达、3D 激光雷达、深度摄像头等多种传感器技术.....	8
图 8： 2024CES 展公司推出多款短交通产品.....	9
表 1： Navimow i 系列新品在上一代基础上对定位避障以及智能化能力进行升级，预计产品力和价格竞争力兼具.....	4
表 2： 相较于同行畅销品牌中高端产品，Segway 电助力自行车智能化功能更加丰富.....	7

## 1、2024年CES展九号公司产品实录:割草机器人、全地形车、E-Bike 产品性能领先同行

本次 CES 展示九号公司展出了割草机器人、全地形车、电动滑板车、移动储能等全矩阵新品,其中首次发布了全新一代割草机器人,并正式官宣进入 E-Bike 市场。通过对比分析,我们认为全新割草机器人产品力和价格竞争力兼具(相较于同行竞品以及追觅、科沃斯 CES 展新品),E-Bike 智能化优势突出,全地形车产品性能超同行,多款新品有望驱动公司 2024 年业绩边际向上。

(1) 割草机器人:全新一代 Segway Navimow i 系列,相较于追觅和科沃斯新品产品力和性价比兼具(RTK 技术融合 AI 视觉避障),源自于公司成熟的机器人底层技术。

(2) 全地形车:展出全新混动旗舰 SSV 新品以及 UTV 新品,九号采用自研+汽车配套供应链,产品性能超同行(其中 UT10 牵引力和承载能力优于同行, SX20T 百公里加速、扭矩和马力优于同行)。

(3) E-Bike: 新布局领域,发布 Segway Xafari 和 Segway Xyber, 引入智能化差异化功能,源自于公司成熟的两轮车/机器人智能技术和电机控制技术。智能化包括 IMU 多传感器融合调节电机功率,安全防盗功能包括电池和车身防盗系统。

(4) 电动平衡车、电动滑板车、移动储能等全矩阵产品。

图1: 本次 CES 九号公司首次发布了全新一代割草机器人, 并正式官宣进入 E-Bike 市场



九号割草机 Navimow i  
(RTK 定位+AI 视觉增强)



英伟达合作移动平台 AMR



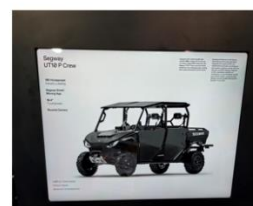
电动滑板车 E2 pro



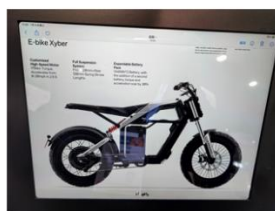
SSV SX20T (燃油款)



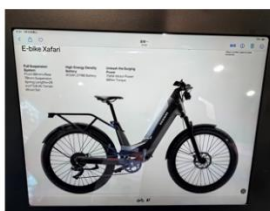
SSV SX20T Hybrid (混动旗舰产品)



UTV UT10 Crew



E-Bike Xyber (胖胎运动型)



E-Bike Xafari (娱乐骑行场景)



E-Bike 现场实拍图

资料来源: 开源证券研究所

### 1.1、割草机器人：迭代割草机器人产品力与价格竞争力兼具

本次 CES 展公司推出全新一代割草机器人 Navimow i 系列产品,相较于上一代,新品在定位技术和智能功能等方面进行了升级,由于各项技术自研以及规模效应,我们预计本次割草机器人新品价格较上一代更具竞争力:

(1) 定位避障方面 (EFLS 2.0, 视觉增强, 人工智能增强), 采用自主研发的全新 RTK 和视觉辅助组合定位系统 (140° 视野摄像头组成的视觉系统), 可全方位感知空间, 精准建图, 以应对更多、更复杂的草坪结构。VisionFence 内置 AI 算法识别 20+种障碍物。当卫星信号弱时, Navimow 将在视觉边界范围内保证安全性同时利用视觉辅助导航。

(2) 智能化方面, 引入 AI 助手建图, 智能识别草坪边缘 (可选择手动或自动)+分区割草; 此外新增跨骑模式, 优化草坪边缘割不到草的问题。

表1: Navimow i 系列新品在上一代基础上对定位避障以及智能化能力进行升级, 预计产品力和价格竞争力兼具

产品	Navimow H1500E	Navimow i 系列 (CES)	Husqvarna 430X	MAMMOTION 3000	WORX Landroid	Gardena 15201-20	Dreame robotic mover A1 (CES)	科沃斯割草机器人 G1
定价	\$1899~2599	较上一代低	\$2499	\$1999	\$2999	\$750	\$1999 起	单机\$1299, 信号杆单价 \$100
是否需要人工布线	否	否	是	否	是	是	否	否
适应最大坡度	24°	16°	45°	33°	20°	19°	-	24°
最大割草面积	0.2~0.8 英亩	-	0.8 英亩	0.75 英亩	0.5 英亩	16200 平方英尺	-	600 平方米
导航避障技术	RTK 定位技术; 融合 AI 视觉避障。	RTK 定位技术。EFLS2.0 视觉增强, VisionFence 内置 AI 识别 20+障碍物	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	自研 OmniSense 3D 超感系统 (3D 半固态激光雷达), 集合定位避障, 识别 10+ 障碍物	集成 UWB、惯性导航和 GPS 定位技术 (需布信号杆), 视觉+TOF 传感器识别避障
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	-	APP 远程控制
其他	IPX6 等级防水; 全方位安全传感器	AI 辅助识别草坪边缘, 可手动和自动; 分区域割草; IP66 防护等级	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	-	-	-	IPX6 等级防水; 双目摄像头捕捉庭院影像

资料来源: 亚马逊官网、追觅创新割草智能公众号、Segway 官网、开源证券研究所



追觅和科沃斯在本次 CES 展亦推出各自割草机器人新品,相较于追觅和科沃斯,我们认为九号割草机新品产品力与价格竞争力兼具。(1) 追觅方面,采用更高成本 3D 激光雷达方案,集成建图、定位以及 3D 全向避障,能够识别 10+障碍物。具备较强产品力但高成本激光雷达方案使得定价相对更高。(2) 科沃斯方面,此前推出的 G1 采用 UWB、惯导和 GPS 定位技术,需要人工布置信号杆,采用视觉+TOF 传感器避障方案。CES 展上科沃斯推出最新 GX 产品,采用纯视觉方案。

图2: 相较于追觅和科沃斯 CES 割草机新品,九号 Navimow i 系列产品预计产品力与价格竞争力兼具



追觅割草机A1  
(3D激光雷达)



科沃斯割草机GX  
(纯视觉方案)



九号割草机Navimow I  
(RTK定位+AI视觉增强)

资料来源: 开源证券研究所

## 1.2、全地形车: 混动旗舰和 UTV 产品亮相, 产品力超同行

此前于米兰车展亮相的全球首款混动全地形车 Super Villain SX20T Hybrid 亮相了本次 CES, 该款车型搭载强大的混合动力系统, 包括 2000cc Turbo 燃油机和 70kw 电机, 最大功率达到 330 马力, 比目前行业旗舰车型高出 50% 以上, 同时百公里加速 3.9s, 爬坡能力 70%, 产品力维度优于同行。此外 CES 展公司还展出了 UT10 Crew 车型。在强产品竞争力支撑下我们预计 2024 年有望进一步拓宽美国线下经销商网点。

图3: 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		
公司	Segway	CFMOTO	Polaris	Segway	CFMOTO	Polaris	BRP	Segway	CFMOTO	Polaris
型号	SNARLER AT6L	ZFORCE 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	¥140800	¥176800起	-	¥99,800	¥255800
排量	570cc	963cc	952cc	2000cc	962.6cc	1997cc	-	1000cc	963cc	999cc
三电	双凸轴发动机	单凸轴发动机	单凸轴发动机	电机: 70kW 发动机: 170kW 电池: 7.9kWh LFP	双凸轴发动机	双凸轴发动机	-	双凸轴发动机	单凸轴发动机	双凸轴发动机
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; TFT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	TFT彩屏仪表; EPS助力系统;	电子助力转向; 触屏屏技术; 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

图4：九号公司在 2024CES 展上展出全球首款混动旗舰 SSV 车型，同时展出 UTV UT10 Crew



SSV SX20T (燃油款)



SSV SX20T Hybrid (混动旗舰产品)



UTV UT10 Crew

资料来源：开源证券研究所

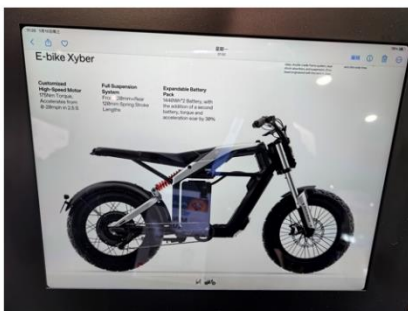
### 1.3、E-Bike：全新领域，智能化差异布局

本次 CES 展公司官宣正式进入 E-Bike 领域，同时发布主打娱乐探索骑行场景的 Segway Xafari，以及搭载时下流行运动型胖胎的 Segway Xyber 两款产品：

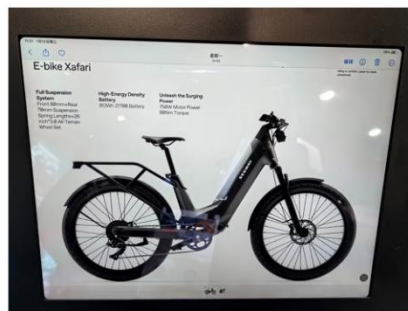
(1) Segway Xafari: 标配 913Wh 大容量电池，比市面上同级别产品多 30% 左右的续航，配备全避震系统，配合 26 寸×3.0 全地形轮组应对城市到近郊的综合多变的路面状况。搭载 750W 功率电机，80Nm 扭矩。

(2) Segway Xyber: 配备 20×5.0 超宽轮胎，可以在多种路面骑行。车身结构方面采用双摇篮车架，搭配专业运动悬吊系统，拥有前后 120mm 行程。扭矩达 175Nm，0-20mph 加速 2.5 秒。

图5：2024 CES 展九号公司展出两款 E-Bike 产品（分别主打运动以及娱乐骑行两大场景）



E-Bike Xyber (胖胎运动型)



E-Bike Xafari (娱乐骑行场景)



E-Bike现场实拍图

资料来源：开源证券研究所

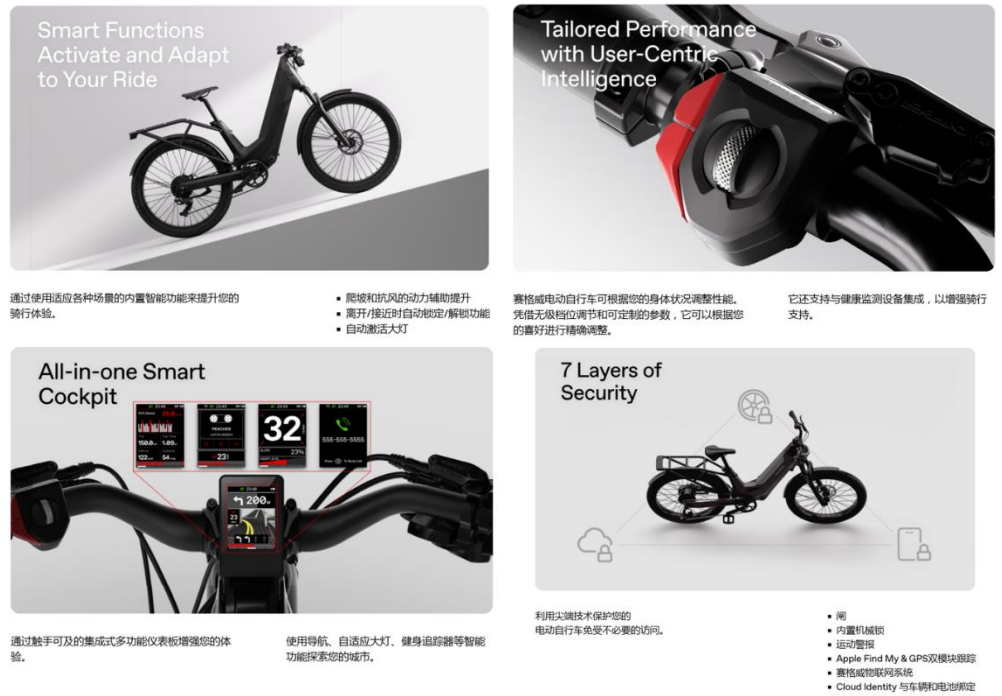
公司同样将智能化和防盗功能引入 E-Bike 领域，底层技术支撑或来自于公司成熟的机器人算法以及电机控制等能力：

(1) 智能化方面，车辆通过感应不同路况，可自适应调整电机最佳输出功率，保证稳定舒适的骑行体验。Segway E-bike 还支持与健康监测设备集成，可根据用户身体状况调整性能，更好地适应个人偏好。此外 Segway E-Bike 还搭载了集成式多功能仪表盘，能够使用导航、自适应大灯、健身追踪器等智能功能。

(2) 安全防盗方面，产品配备了智能空气锁和内置机械锁，人离开车后自动感应落锁，车主靠近自动解锁（类似公司智能电动两轮车产品）。可以通过苹果 Find My

功能和 GPS 双模块追踪找回车辆。

图6: Segway E-Bike 产品融入多项智能化以及安全防盗等功能, 能够较大幅度提升使用者骑行体验



资料来源: 九号公司官网、开源证券研究所

我们选取亚马逊电助力自行车畅销品牌和中高端产品与九号新品对比, 对比发现九号 E-Bike 智能化功能优于同行中高端产品。(1) \$1000 以下价位段产品智能化功能相对较少, 各品牌厂商续航里程以及最高速度等有所差异。(2) \$1000 以上价位段产品存在部分智能化, 例如 Heybike Brawn 有智能液晶显示屏, Heybike Ranger S 有自动解锁功能。但 Segway 系列产品智能化功能更加丰富, 在智能液晶屏以及自动解锁功能的基础上引入了自适应功能 (传感器感知路况等信息自动调节电机输出功率), 以及安全防盗功能 (电池和车身均具备防盗功能)。

表2: 相较于同行畅销品牌中高端产品, Segway 电助力自行车智能化功能更加丰富

	Segway Xyber/Xafari	PUCKIPUPPY	Heybike Brawn	Heybike Ranger S	Rattan	Gotrax R3	Mukket Suburban
定价	-	\$1,699	\$1,599	\$1299~2983	\$999	\$999	\$629
电机功率	750W	750W (后轮毂电机)	750W	750W, 30° 爬坡能力	750W	500W, 15° 爬坡能力	750W
最高速度	0-20mph 加速 2.5s	踏板辅助最高 30mph, 纯电动模式下最高 20mph	28mph	28mph	28mph	20mph	25mph
轮胎	20"×5" 胖胎 /26"×3"	-	26"×4" 胖胎	20"×4"胖胎	26"×4" 胖胎	20"×4"轮胎	26"胖胎
骑行距离	-	40~80 英里	45~68 英里	最大 55 英里	30~65 英里	踏板辅助模式下 70 英里, 纯电动 模式下 28 英里	长达 45+英里续航里程
其他	配备 IMU 多种	90Nm 扭矩最大爬坡能力	液压安全系统;	可折叠; 安全防	全彩液晶	可折叠; 车把	-



Segway Xyber/Xafari	PUCKIPUPPY	Heybike Brawn	Heybike Ranger S	Rattan	Gotrax R3	Mukket Suburban
传感器, 自动调节电机功率; 支持健康设备监控; <b>电池和车身配备防盗功能, 自动感应解锁等; 集成式仪表盘, 可使用导航、自适应大灯等</b>	40°; 全悬架系统	智能液晶显示屏可显示速度、功率、里程等	盗, 自动锁定/解锁功能; LCD 屏幕显示速度、电池电量等; 智能前照灯	显示屏, 通过 APP 连接实时显示骑行数据	LCD 屏, 实时显示电池、里程、速度等	

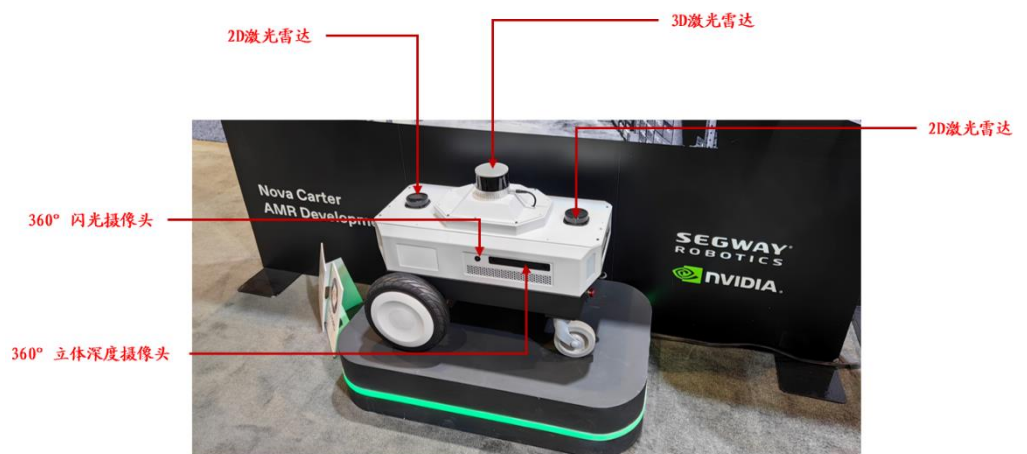
资料来源: 亚马逊、九号公司官网、开源证券研究所

## 1.4、移动平台、储能电源等全矩阵产品集中亮相

(1) 机器人方面, 九号公司与英伟达联合推出的自主机器人平台 Nova Carter AMR (Autonomous Mobile Robot, 自主移动机器人) 在本次展会亮相, 该产品基于 Nova Orin™ 参考架构, 有高度可定制和灵活的自动驾驶研发平台。导航避障技术方面, 该移动平台融合了多种传感器技术, 包括四个深度摄像头、两个 2D 激光雷达以及一个用于感知和自主导航的 3D 激光雷达。

目前 Nova Cater AMR 平台已被二次开发为仓库机器人, 在一些工厂和仓储中心负责货物自主配送。

图7: 与英伟达合作的 AMR 移动平台融合了包括 2D 激光雷达、3D 激光雷达、深度摄像头等多种传感器技术



资料来源: 开源证券研究所

(2) 短交通方面, 公司本次带来了升级款新品九号电动滑板车 E2 Pro、电动平衡车 S2、卡丁车 GoKart Pro 2。其中电动滑板车 E2 pro 是首个获得 TUV 莱茵“全速真续航”认证的电动滑板车, 并计划于 3 月份在国内迪卡侬首发, 且该款产品搭载了 RideyLONG 系统、TCS 牵引力控制系统等。



**图8：2024CES 展公司推出多款短交通产品**


资料来源：九号公司官网、开源证券研究所

(3) 储能电源方面，基于公司全球范围内领先的电芯采购体量以及 BMS 电源管理技术积累，公司在新进入的移动储能领域发布了更小巧可便携的户外电源 Lumina 500，以及 Cube 系列的全新升级版 Cube 3000，不仅扩大了电池容量范围，还拓展了更多应用场景。

## 2、核心逻辑：高增两轮车进入净利率提升通道，割草机器人/全地形车/E-Bike 均有望受益新品驱动增长，2024 年业绩反转可期

### 内销两轮车扩渠道逻辑有望延续高增，规模效应长期利润率有提升空间：

(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，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，我们预计长期开店空间有望达 10000 家，定位中高端叠加智能化长期利润率有望达到 10%左右。

### 外销扩渠道/扩品类/推新品有望共振，强产品力有助于渠道扩张从而带动营收增长，海外各事业部有望从负利润贡献走向正利润贡献：

(1) 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，本次 CES 展展出的全新混动旗舰新品 SX20T 以及 UT10 新品已于 2023Q3-Q4 发布，两款新品产品力均优于同行，其中 UT10 新品牵引能力和承载能力较强，强产品力支撑下预计 2023Q3-Q4 经营持续向好，美国经销网点数量增长显著。此外 2024 年公司还将完善 UTV 主流排量市场，我们看好公司产品矩阵完善+强产品竞争力突破北美线下渠道，从而驱动全地形车进入上升通道。

(2) 割草机器人：本次 CES 展发布全新一代 Segway Navimow i 系列，较上一代产品在定位技术和智能功能等方面进行了升级，由于各项技术自研以及规模提升，我们预计本次割草机器人新品价格较上一代更具竞争力。相较于同行或纯视觉方案，或纯 GPS 定位，或高成本 3D 激光雷达方案，公司新一代割草机器人产品力和价格竞争力兼具，同时将逐步进入线上渠道销售，我们看好强产品竞争力+渠道扩张驱动

### 2024 年收入高增。

(3) E-Bike: 本次 CES 展首次发布 Segway Xafari 和 Segway Xyber, 引入智能化差异化功能 (源自于公司成熟的两轮车/机器人智能技术和电机控制技术)。智能化包括 IMU 多传感器融合调节电机功率, 安全防盗功能包括电池和车身防盗系统。对比同行公司 E-Bike 智能化和防盗技术领先, 2024 年将贡献纯增量。

小米分销/ToB 渠道滑板车逐步触底, 非经常性因素影响减弱, 基本盘零售滑板车维持平稳, 在内销两轮车高增+外销新品/新渠道驱动共振下 2024 年业绩有望迎来底部反转。

## 3、盈利预测与投资建议

2024 年美国 CES 消费电子展 (CES2024) 于北京时间 1 月 9 日至 1 月 13 日在美国内华达州拉斯维加斯市举行。本次 CES 展示九号公司展出包括割草机器人、全地形车、电动滑板车、移动储能在内等全矩阵新品, 其中首次发布了全新一代割草机器人, 并正式官宣进入 E-Bike 市场。通过对比分析, 我们认为全新割草机器人产品力和价格竞争力兼具, E-Bike 智能化优势突出, 全地形车产品性能超同行, 多款新品有望驱动公司 2024 年业绩边际向上。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 43.3/27.6/20.3 倍, 维持“买入”评级。

## 4、风险提示

渠道拓展不及预期; 新品拓展不及预期; 行业竞争加剧等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6127	7209	6730	10044	10034
现金	1726	3081	3052	4304	5527
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
<b>非流动资产</b>	1545	2184	1955	2064	2157
长期投资	14	14	19	22	26
固定资产	589	937	873	994	1128
无形资产	339	333	313	296	268
其他非流动资产	603	900	751	752	736
<b>资产总计</b>	7672	9393	8686	12108	12192
<b>流动负债</b>	3152	4216	2988	5667	4718
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	1079	1423	1259
<b>非流动负债</b>	247	232	227	222	218
长期借款	21	23	18	14	9
其他非流动负债	226	209	209	209	209
<b>负债合计</b>	3400	4447	3215	5889	4936
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
<b>归属母公司股东权益</b>	4275	4897	5423	6174	7213
负债和股东权益	7672	9393	8686	12108	12192

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-161	1589	-253	1523	1481
净利润	408	449	470	737	1002
折旧摊销	121	160	148	170	171
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	-799	637	275
其他经营现金流	122	5	-44	-56	-35
<b>投资活动现金流</b>	-8	-662	177	-201	-172
资本支出	266	433	-135	75	93
长期投资	159	-259	-4	-4	-3
其他投资现金流	417	-488	38	-130	-82
<b>筹资活动现金流</b>	-304	50	47	-70	-86
短期借款	-318	0	0	0	0
长期借款	21	2	-5	-5	-5
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	-65	-82
<b>现金净增加额</b>	-510	1018	-29	1252	1224

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	500	563	573	899	1222
所得税	92	114	103	162	220
<b>净利润</b>	408	449	470	737	1002
少数股东损益	-3	-2	-1	-2	-3
<b>归属母公司净利润</b>	411	451	471	739	1005
EBITDA	570	632	630	959	1245
EPS(元)	5.70	6.25	6.54	10.26	13.94

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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	7.2	10.4	12.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.3	47.3	37.0	48.6	40.5
净负债比率(%)	-36.2	-59.0	-53.8	-67.8	-75.5
流动比率	1.9	1.7	2.3	1.8	2.1
速动比率	1.0	1.2	1.5	1.2	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.2	1.1	1.3	1.3
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	49.7	45.3	43.3	27.6	20.3
P/B	4.8	4.2	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	32.0	26.6	26.8	16.3	11.5

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