

九号公司 (689009.SH) 2023Q4 两轮车/全地形车维持高增，全年高分红

2024 年 04 月 02 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

linwenlong@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122070043

日期	2024/4/1
当前股价(元)	31.05
一年最高最低(元)	42.11/22.86
总市值(亿元)	22.20
流通市值(亿元)	16.01
总股本(亿股)	0.71
流通股本(亿股)	0.52
近3个月换手率(%)	824.5

● 2023Q4 业绩高增，上市以来首年高分红，维持“买入”评级

2023 年公司实现营收 102.22 亿元（同比+0.97%，下同），归母净利润 5.98 亿元（+32.5%），扣非归母净利润 4.13 亿元（+8.54%）。2023Q4 实现营收 26.96 亿元（+8.18%），归母净利润 2.19 亿元（+280%），扣非归母净利润 0.65 亿元（+471%），单季度业绩高增。基于持续改善的现金流和盈利状况，公司上市首年高分红。考虑到小米/ToB 渠道触底，两轮车/全地形车/割草机新品和新渠道落地，规模效应下看好收入利润持续增长，我们维持 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 7.43/10.34/13.66 亿元，对应 EPS 为 10.39/14.46/19.11 元，当前股价对应 PE 为 29.9/21.5/16.2 倍，维持“买入”评级。

● 2023Q4 两轮车/全地形车维持高增长，ToB 渠道降幅收窄

(1) 两轮车：2023/2023Q4 营收分别为 42.32/10.05 亿元，同比分别+74%/+136%；销量分别为 147/32 万台，同比分别+78%/+69%；均价分别为 2876/3129 元，同比分别-2%/+39%，**2023Q4 量价双升或主要系高端车型占比较同期提升。****(2) 全地形车：**2023/2023Q4 营收分别为 6.98(+19%)/2.22 亿元，销量分别为 1.77(+41%)/0.55 万台，均价分别为 39448 (-16%)/40663 元。2023Q4 在 UTV 新品拉动下恢复高增长，2023H2 全地形车营收同比+94%。**(3) 零售滑板车：**2023/2023Q4 营收分别为 21.12/5.65 亿元，同比分别-7%/-17%；销量分别为 108/31 万台，同比分别-3%/-11%；均价分别为 1957/1830 元，同比分别-4%/-6%。**(4) 割草机器人：**2023/2023Q4 营收分别为 2.24/0.96 亿元，销量分别为 3.68/1.76 万台，均价分别为 6087/5456 元。**(5) ToB 渠道：**2023/2023Q4 实现营收 15.97/4.85 亿元，同比分别-40%/-12%，2023Q4 降幅收窄，营收环比 Q3 提升。**(6) 定制渠道：**2023/2023Q4 实现营收 4.36/0.34 亿元，同比分别-65%/-85%。

● 全年两轮车/全地形车/机器人毛利率较大幅度增长，2023Q4 费用率改善

2023 年毛利率 26.9% (+0.92pct)，2023Q4 毛利率 27.68% (-0.6pct)，2023 年两轮车/全地形车/机器人毛利率同比分别+3.71pct/+14.42pct/+3.8pct，滑板车/平衡车毛利率平稳。费用端，2023 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.87/+0.68/+0.27/+0.36pct，费用率增长主要系汇兑收益减少及股份支付费用增加。2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.61/+0.8/-1.6/-0.26pct。综合影响下 2023 年扣非净利率 4.04%(+0.29pct)，2023Q4 扣非净利率 2.42%(+3.12pct)。

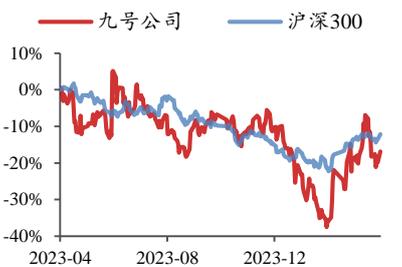
● 风险提示：电动两轮车销量不及预期；新品拓展不及预期；原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,124	10,222	13,273	17,684	23,140
YOY(%)	10.7	1.0	29.8	33.2	30.9
归母净利润(百万元)	451	598	743	1,034	1,366
YOY(%)	9.9	32.5	24.3	39.1	32.1
毛利率(%)	26.0	26.9	27.4	27.5	27.5
净利率(%)	4.5	5.9	5.6	5.8	5.9
ROE(%)	9.1	10.8	11.8	14.1	15.7
EPS(摊薄/元)	6.31	8.37	10.39	14.46	19.11
P/E(倍)	49.2	37.1	29.9	21.5	16.2
P/B(倍)	4.5	4.1	3.6	3.1	2.6

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

《2023Q4 业绩超预期，高增品类规模效应有望驱动 2024 年业绩高增——公司信息更新报告》-2024.2.29

《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——公司信息更新报告》-2024.1.12

《机器人视角看九号公司：与优必选对比研究——公司深度报告》-2023.12.28

目 录

1、 2023Q4 业绩高增， 两轮车/全地形车维持高增长， ToB 降幅收窄	3
2、 全年两轮车/全地形车/机器人毛利率较大幅度增长， 滑板车毛利率稳定	4
3、 盈利预测与投资建议	5
4、 风险提示	5
附： 财务预测摘要	6

图表目录

图 1： 2023 年公司实现营收 102.22 亿元 (+0.97%)	3
图 2： 2023 年扣非归母净利润 4.13 亿元 (+8.54%)	3
图 3： 2023Q4 实现营收 26.96 亿元 (+8.18%)	3
图 4： 2023Q4 实现扣非归母净利润 0.65 亿元 (+471%)	3
图 5： 2023 年公司扣非后净利率 4.04% (+0.29pct)	4
图 6： 2023Q4 公司扣非后净利率 2.42% (+3.12pct)	4
图 7： 2023 年公司期间费用率 21.31% (+2.18pct)， 其中销售费用率同比+0.87pct	5
图 8： 2023Q4 公司期间费用率 24.25% (-1.68pct)， 其中销售费用率同比-0.61pct	5

1、2023Q4 业绩高增，两轮车/全地形车维持高增长，ToB 降幅收窄

2023 年公司实现营收 102.22 亿元 (+0.97%)，归母净利润 5.98 亿元 (+32.5%)，扣非归母净利润 4.13 亿元 (+8.54%)。单季度来看，2023Q4 公司实现营收 26.96 亿元 (+8.18%)，归母净利润 2.19 亿元 (+280%)，扣非归母净利润 0.65 亿元 (+471%)。

基于持续改善的现金流和盈利状况，2023 年全年公司拟派发现金红利 2 亿元，现金分红率 33.45%，加上此前 2 亿元左右股份回购，全年实际现金分红比率达 66.87%，为上市以来首次高分红。

图1：2023 年公司实现营收 102.22 亿元 (+0.97%)

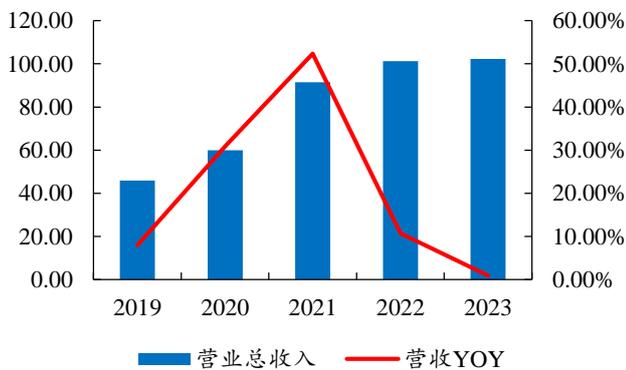
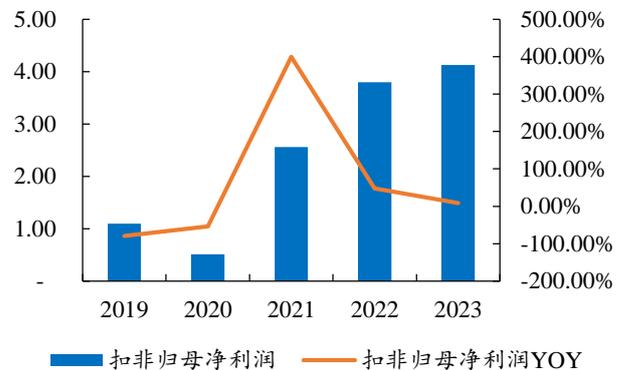


图2：2023 年扣非归母净利润 4.13 亿元 (+8.54%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q4 实现营收 26.96 亿元 (+8.18%)

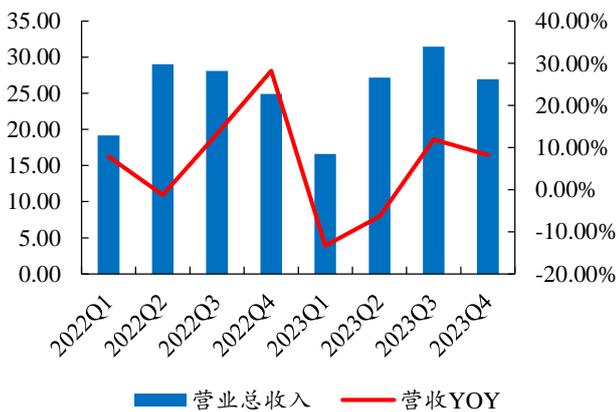
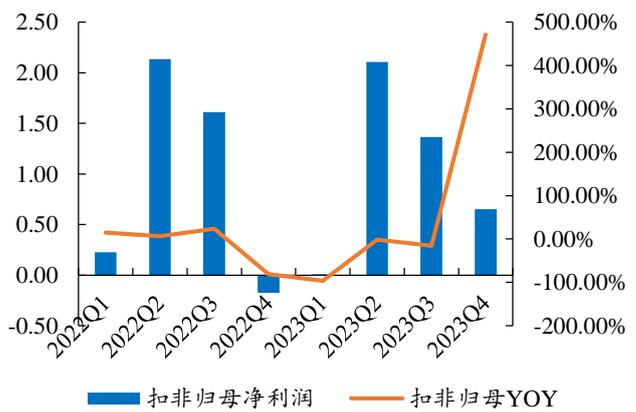


图4：2023Q4 实现扣非归母净利润 0.65 亿元 (+471%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

主营业务收入拆分：2023Q4 两轮车/全地形车维持高增长，Q4 两轮车量价双升，ToB 降幅收窄

(1) **两轮车**：2023/2023Q4 营收分别为 42.32/10.05 亿元，同比分别+74%/+136%；销量分别为 147/32 万台，同比分别+78%/+69%；均价分别为 2876/3129 元，同比分别-2%/+39%，2023Q4 量价双升或主要系高端车型占比较同期提升。

(2) **全地形车**：2023/2023Q4 营收分别为 6.98/2.22 亿元，同比分别+19%/高双

位数增长；销量分别为 1.77 (+41%) /0.55 万台，均价分别为 39448 (-16%) /40663 元。2023Q4 在 UTV 新品拉动下恢复高增长。2023H2 全地形车营收同比+94%。

(3) **零售滑板车**：2023/2023Q4 营收分别为 21.12/5.65 亿元，同比分别-7%/-17%；销量分别为 108/31 万台，同比分别-3%/-11%；均价分别为 1957/1830 元，同比分别-4%/-6%。

(4) **割草机器人**：2023/2023Q4 营收分别为 2.24/0.96 亿元，销量分别为 3.68/1.76 万台，均价分别为 6087/5456 元。

(5) **ToB 渠道**：2023/2023Q4 实现营收 15.97/4.85 亿元，同比分别-40%/-12%，2023Q4 降幅收窄，营收环比 Q3 提升。

(6) **定制渠道**：2023/2023Q4 实现营收 4.36/0.34 亿元，同比分别-65%/-85%。

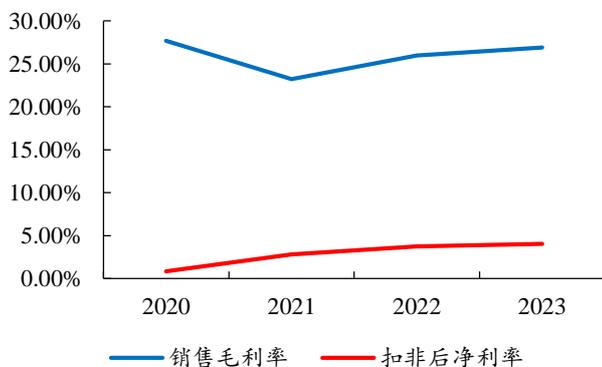
2、全年两轮车/全地形车/机器人毛利率较大幅度增长，滑板车毛利率稳定

(1) **毛利率**：2023 年毛利率 26.9% (+0.92pct)，其中 2023Q4 毛利率 27.68% (-0.6pct)，2023Q4 毛利率下滑或主要系产品销售结构变化。**拆分上看**，全年电动平衡车/滑板车毛利率 29.45% (+0.01pct)，两轮车毛利率 19.27% (+3.71pct)，全地形车毛利率 24.64% (+14.42pct)，机器人毛利率 53.11% (+3.8pct)。两轮车剔除建店补贴后毛利率达 21.42%。

(2) **费用率**：2023 年公司销售/管理/研发/财务合计费用率 21.31% (+2.18pct)，同比分别+0.87/+0.68/+0.27/+0.36pct，费用率增长主要系：(1) 汇兑收益减少导致财务费用增加 0.82 亿元；(2) 股份支付费用同比增加 0.18 亿元左右。2023Q4 销售/管理/研发/财务合计费用率为 24.25% (-1.68pct)，同比分别-0.61/+0.8/-1.6/-0.26pct，股份支付费用减少+收入改善情况下销售/研发/财务费用率下降，规模效应显现。

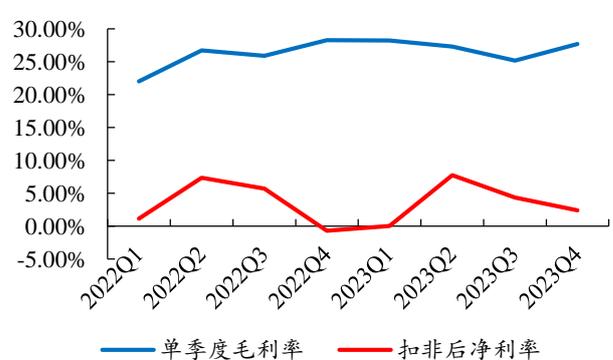
(3) **净利率**：2023 年净利率 5.85% (+1.4pct)、扣非净利率 4.04% (+0.29pct)。单季度看 2023Q4 净利率 8.13% (+5.84pct)、扣非净利率 2.42% (+3.12pct)。

图5：2023 年公司扣非后净利率 4.04% (+0.29pct)



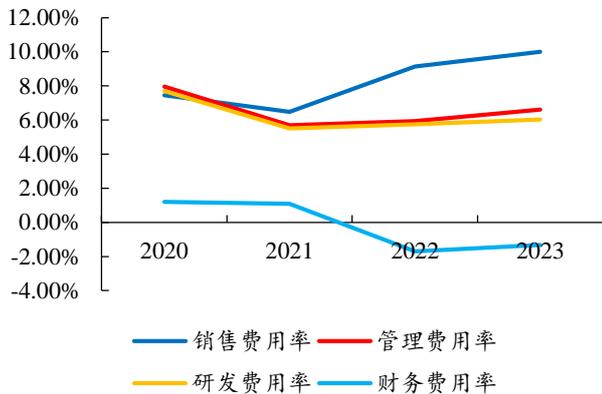
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023Q4 公司扣非后净利率 2.42% (+3.12pct)



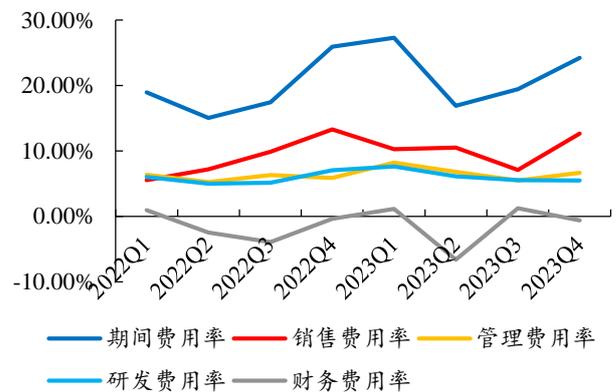
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 年公司期间费用率 21.31% (+2.18pct)，其中销售费用率同比+0.87pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023Q4 公司期间费用率 24.25% (-1.68pct)，其中销售费用率同比-0.61pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 现金流及营运能力：经营性现金流较大幅度改善，存货周转效率提升/回款能力处健康状态。2023/2023Q4 公司经营活动产生现金流净额 23.19 亿元(+45.96%) /0.86 亿元 (+291.6%)。经营活动产生现金流净额同比较大幅度增加主要系电动两轮车等新业务的增长带来经营性现金净流入增加，同时公司加强资金管理，提升销售回款速度。**营运能力方面**，2023 年公司存货周转天数 70 天 (-30 天)，应收账款周转天数 38 天 (+3 天)，存货周转效率较大幅度提升或系两轮车等内销高周转业务快速增长，回款能力整体处于健康状态。

3、盈利预测与投资建议

2023 年公司实现营收 102.22 亿元 (+0.97%)，归母净利润 5.98 亿元 (+32.5%)，扣非归母净利润 4.13 亿元 (+8.54%)。2023Q4 公司实现营收 26.96 亿元 (+8.18%)，归母净利润 2.19 亿元 (+280%)，扣非归母净利润 0.65 亿元 (+471%)，单季度业绩高增。基于持续改善的现金流和盈利状况，公司上市首年高分红。考虑到小米/ToB 渠道触底，两轮车/全地形车/割草机新品和新渠道落地，规模效应下看好收入利润持续增长，我们维持 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 7.43/10.34/13.66 亿元，对应 EPS 为 10.39/14.46/19.11 元，当前股价对应 PE 为 29.9/21.5/16.2 倍，维持“买入”评级。

4、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。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7209	7706	11211	13934	17651
现金	3081	4974	7999	9818	13076
应收票据及应收账款	1185	995	1549	1965	2680
其他应收款	68	58	89	117	145
预付账款	108	123	225	228	344
存货	1817	1108	819	1318	919
其他流动资产	950	448	530	488	487
非流动资产	2185	3143	3088	3459	3895
长期投资	14	0	0	0	0
固定资产	937	1071	1230	1505	1835
无形资产	333	847	884	920	962
其他非流动资产	901	1225	975	1035	1098
资产总计	9394	10850	14299	17393	21545
流动负债	4216	5147	7840	9910	12703
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2897	3669	6603	8178	11114
其他流动负债	1319	1478	1237	1732	1589
非流动负债	232	169	185	179	178
长期借款	23	0	0	0	0
其他非流动负债	209	169	185	179	178
负债合计	4447	5316	8025	10090	12881
少数股东权益	49	77	74	70	65
股本	0	0	0	0	0
资本公积	7702	7866	7866	7866	7866
留存收益	-2620	-2018	-1278	-248	1113
归属母公司股东权益	4898	5457	6200	7234	8600
负债和股东权益	9394	10850	14299	17393	21545

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1589	2319	3026	2326	3865
净利润	449	596	741	1029	1361
折旧摊销	160	197	200	227	277
财务费用	-171	-136	30	60	60
投资损失	24	42	-8	19	18
营运资金变动	1122	1577	2243	1149	2316
其他经营现金流	5	43	-179	-159	-168
投资活动现金流	-662	-454	44	-438	-541
资本支出	433	827	357	554	667
长期投资	-259	339	0	0	0
其他投资现金流	30	33	401	117	126
筹资活动现金流	50	-147	-45	-69	-66
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	2	-23	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	123	164	0	0	0
其他筹资现金流	-75	-288	-45	-69	-66
现金净增加额	1018	1741	3025	1820	3257

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10124	10222	13273	17684	23140
营业成本	7495	7472	9636	12821	16776
营业税金及附加	42	57	61	84	115
营业费用	925	1023	1221	1556	2013
管理费用	600	676	770	990	1273
研发费用	583	616	730	937	1226
财务费用	-171	-136	30	60	60
资产减值损失	-152	-104	-136	-177	-235
其他收益	29	45	53	66	75
公允价值变动收益	79	148	160	172	180
投资净收益	-24	-42	8	-19	-18
资产处置收益	2	4	16	7	9
营业利润	565	564	912	1266	1671
营业外收入	17	102	10	10	10
营业外支出	20	25	18	21	21
利润总额	563	641	903	1255	1660
所得税	114	45	163	226	299
净利润	449	596	741	1029	1361
少数股东损益	-2	-2	-3	-4	-5
归属母公司净利润	451	598	743	1034	1366
EBITDA	632	689	914	1221	1599
EPS(元)	6.31	8.37	10.39	14.46	19.11

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	10.7	1.0	29.8	33.2	30.9
营业利润(%)	10.7	-0.3	61.7	38.9	31.9
归属于母公司净利润(%)	9.9	32.5	24.3	39.1	32.1
获利能力					
毛利率(%)	26.0	26.9	27.4	27.5	27.5
净利率(%)	4.5	5.9	5.6	5.8	5.9
ROE(%)	9.1	10.8	11.8	14.1	15.7
ROIC(%)	7.5	8.2	9.4	11.2	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.3	49.0	56.1	58.0	59.8
净负债比率(%)	-60.3	-87.6	-126.6	-133.6	-150.2
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	10.5	9.5	10.7	10.2	10.1
应付账款周转率	4.0	4.3	4.0	4.1	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.31	8.37	10.39	14.46	19.11
每股经营现金流(最新摊薄)	22.23	32.45	42.33	32.54	54.06
每股净资产(最新摊薄)	68.51	76.33	86.73	101.19	120.30
估值比率					
P/E	49.2	37.1	29.9	21.5	16.2
P/B	4.5	4.1	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	-5.7	-7.3	-8.9	-8.1	-8.2

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