

全面向上，两轮车驱动盈利大增

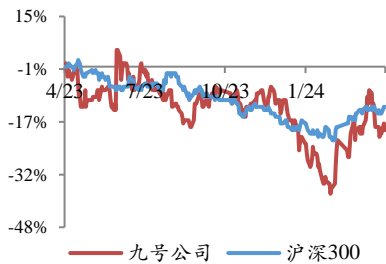
——九号公司 23 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-03

收盘价(元)	30.37
近 12 个月最高/最低(元)	42.11/22.86
总股本(百万股)	715
流通股本(百万股)	515
流通股比例(%)	72.63
总市值(亿元)	217
流通市值(亿元)	157

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

主要观点：

● 公司发布 2023 年业绩：

- **23Q4**：收入 27 亿 (+8%)，归母 2.2 亿 (+280%)，扣非 0.65 亿 (+471%)。
- **23 年**：收入 102 亿 (+1%)，归母 6 亿 (+33%)，扣非 4.1 亿 (+9%)。
- 此前已发快报，公司拟每 10 股派息 2.84 元，加上此前回购 2 亿，分红率 67%，为上市以来首次分红。

● 收入拆分：多业务持续提速

- **电动两轮车**：我们测算 Q4 额/量分别同比+136%/69%，全年额/量分别同比+74%/78%。Q4ASP 为 3129 元，同比+880 元，环比+420 元，全年 ASP 同比-2%。伴随猎户座 D 系列等高端新品发布，Q4 均价及销量增长加速。
- **滑板车**：我们测算 Q4 自主品牌零售滑板车额/量/价增速分别为 -16%/-11%/-6%，全年增速分别为 -7%/-3%/-4%，受外需影响仍有扰动，但行业保持领先份额向上，Q4 成为欧洲市场份额第一。
- **全地形车**：我们测算 Q4 收入同比+103%，全年收入同比+19%，H2 进入美国后增长提速，发布混动新品 Super Villain SX20T Hybrid 打造新能源标签。
- **分渠道**：Q4 自主品牌/2B/小米收入分别同比+26%/-12%/-85%，全年+31%/-40%/-65%，自主品牌主导增长，ToB 受客户投放周期影响边际已有改善，去小米化后 Q4 仅占 1%。

● 利润拆分：盈利处于大幅改善

- Q4 毛利率为 27.7%，同比-0.6pct，环比+2.5pct。全年毛利率 26.9%，同比+0.9pct，其中两轮车/滑板车/全地形/割草机毛利率分别 +3.7/+0/+14.4/+3.8pct 皆在改善。
- Q4 归母净利率为 8.1%，同比+5.8 pct，环比+3.2pct；全年归母净利率为 5.9%，同比+1.4pct。受益于收入增长的摊薄，Q4 单季费用率 -1.7pct。另 Q4 补缴税款 826 万欧元，真实盈利更优。
- **我们分析各板块对盈利贡献**：两轮车为核心驱动，盈利边际向上，贡献利润约 50%；全地形及割草机基本实现盈亏平衡，亦有拉动。

● 投资建议：

➤ 我们的观点：

展望 24Q1，公司新开店约 500 家，两轮车业务持续向好，滑板车已基本企稳，全地形及割草机等海外新品上市后更有望形成额外增量，各项业务正处向好通道。看好全年开店目标 1500 家带动两轮车保持较快增长，规模效应下利润加速释放。

- **盈利预测:** 我们预计 2024-2026 年公司实现营收 129/151/166 亿元, 同比+26%/+17%/+10%; 实现归母净利润 7.8/9.5/11.0 亿元, 同比+30%/ +22%/ +16%; 当前股价对应 PE 为 28/23/20 X, 维持“买入”评级。

● **风险提示**

行业景气度波动, 行业竞争加剧, 新品不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10222	12918	15085	16634
收入同比 (%)	1.0%	26.4%	16.8%	10.3%
归属母公司净利润	598	776	945	1098
净利润同比 (%)	32.5%	29.8%	21.7%	16.3%
毛利率 (%)	26.9%	27.3%	27.8%	28.1%
ROE (%)	11.0%	13.0%	13.7%	13.7%
每股收益 (元)	8.37	10.86	13.21	15.36
P/E	35.44	27.97	22.98	19.77
P/B	0.39	0.36	0.31	0.27
EV/EBITDA	-3.79	-2.25	-2.70	-3.29

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 24 年 4 月 2 日

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。