



九号公司 (689009.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

多元业务助力成长，盈利上行通道开启

公司简介

公司为全球智能短交通龙头,2015年收购全球平衡车鼻祖Segway,多年技术积累下研发优势突出,目前已形成包括电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、全地形车、割草机器人、服务机器人等品类丰富的产品。2023年公司营收102.2亿元/+1.0%;归母6.0亿元/+32.5%;扣非归母4.1亿元/+8.5%。

投资逻辑

看好公司自主品牌&新业务收入高增、盈利进入上行通道。

分模式来看,小米分销/To B业务逐步触底,自主品牌业务快速增长。公司自主品牌23年实现营收81.9亿元,同比+31.4%,收入减速的定制产品分销渠道/To B渠道占比分别下降至4.3%/15.6%,预计对后续业绩拖累有限。

分产品来看,①两轮车:部分省市新国标强制替换期限后推下带动24-25年行业需求继续增长,中小品牌出清良好头部品牌,公司两轮车定位高端、智能化产品,与龙头企业差异化竞争,增长势头良好,随门店加密、规模提升,两轮车毛利率有望持续提升,预计24年随渠道铺设、新品推出收入有望增长50%+,长期对标行业龙头公司渠道数量和盈利能力仍有提升空间,此外期待公司欧洲、东南亚等海外市场发展,以及E-bike新品于25年放量。②全地形车:23Q3新进美国市场(之前主要为欧洲),24年全新混动旗舰SSV以及UTV上市销售,产品力优势突出,预计24年收入有望实现快速增长与盈利。③割草机器人:24年初公司推出更具性价比的二代产品,预计随产品力提升、新市场铺设,24年收入有望实现翻倍增长以及扭亏。④商用机器人:仍在发展初期,预计未来收入持续增长,此外公司与英伟达合作开发销售自主移动机器人,有望提升公司估值。⑤零售滑板车&平衡车:作为公司基本盘业务,在强产品竞争力、Segway品牌力加持下预计零售业务未来保持稳健增长。我们预计后续公司规模效应下提盈利逻辑将占主导地位。

盈利预测、估值和评级

预计公司2024-2026年收入分别为132.6/159.7/190.1亿元,同比分别+29.7%/+20.4%/+19.0%;归母净利润分别为7.3/10.0/13.2亿元,同比分别+21.4%/+38.2%/+31.9%;每份存托凭证收益为10.2/14.0/18.5元,对应PE分别为29.9/21.6/16.4x。考虑公司多元业务开拓下的成长性,以及业绩快速释放,给予24年1.05x PEG,目标价32.70元,给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧,推新不及预期,人民币汇率波动,大股东减持风险。

国金证券研究所

分析师:陈传红(执业S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师:鲍秋宇(执业S1130524010002)

baoqueyu@gjzq.com.cn

市价:30.36元

目标价:32.70元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,124	10,222	13,260	15,968	19,007
营业收入增长率	10.70%	0.97%	29.71%	20.42%	19.04%
归母净利润(百万元)	451	598	726	1,003	1,323
归母净利润增长率	9.73%	32.72%	21.35%	38.21%	31.93%
每份存托凭证收益(元)	6.319	8.294	10.151	14.030	18.509
每股经营性现金流净额	25.83	32.99	3.54	25.59	27.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.20%	10.96%	11.37%	13.58%	15.19%
P/E	48.17	36.29	29.91	21.64	16.40
P/B	0.44	0.39	0.33	0.29	0.24

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、智能短交通龙头，重视科技创新，品类近年迅速扩张.....	4
2、自主品牌多品类收入增长&规模效应下盈利修复为公司主要增长逻辑.....	5
2.1、电动两轮车：随渠道铺设、新品开发，收入有望快速增长，盈利水平逐步上行.....	6
2.2、全地形车：新品驱动市场份额提升，收入有望快速增长、24 年实现盈利.....	11
2.3、割草机器人：二代新品上市，预计 24 年有望实现收入高速增长以及扭亏.....	12
2.4、商用机器人：公司配送机器人与 AMR 尚处发展初期，发展有望提速.....	13
2.5、零售滑板车&平衡车：公司业务基本盘，预计收入有望实现稳健增长.....	14
3、盈利预测与投资建议.....	16
3.1、盈利预测.....	16
3.2、投资建议及估值.....	17
4、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：发展历程：公司为科技创新型企业，资本赋能品类迅速扩张.....	4
图表 2：2023 年研发人员人数占比九号处于领先.....	4
图表 3：九号研发费用率相较同行较高.....	4
图表 4：自主品牌发展态势良好，To B 及定制产品占比下滑.....	5
图表 5：公司归母净利润持续增长.....	5
图表 6：分品类营收及 YOY.....	6
图表 7：公司各产品毛利率情况.....	6
图表 8：2012-2023 年中国两轮电动车销量情况.....	6
图表 9：安全性及个性化需求广受车主关注（2022 年）.....	6
图表 10：2022 年电动两轮车销量市占率.....	7
图表 11：2022 年两轮车线下品牌分价格段销量.....	7
图表 12：国内电动车线上销量市占率.....	8
图表 13：国内电动车线上销售额市占率.....	8
图表 14：公司电动车产品搭载多项科技.....	8
图表 15：公司产品线布局全面.....	8
图表 16：欧洲电动摩托车规模快速增长.....	9
图表 17：欧洲电助力自行车销量持续增长.....	9
图表 18：2021 年欧洲 E-bike 销量情况，德国体量最大（单位：万）.....	9
图表 19：Segway Xafari 在智能化和安全防盗功能方面体现产品差异化.....	10



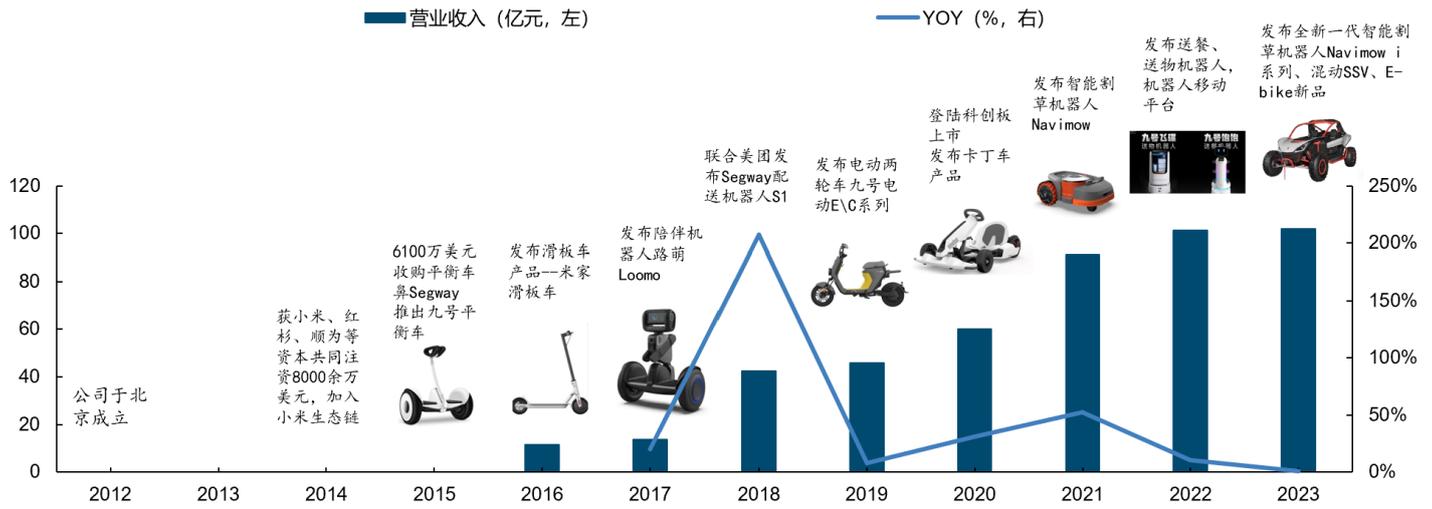
图表 20:	东南亚各国摩托车销量 (单位: 万)	10
图表 21:	东南亚各国电摩渗透率保持较低水平	10
图表 22:	可比公司两轮车业务收入规模 (亿元)	11
图表 23:	可比公司两轮车业务收入增速	11
图表 24:	国内两轮车品牌门店数量持续增长 (家)	11
图表 25:	可比公司两轮车业务毛利率	11
图表 26:	2012-2023 年全球全地形车销量及增速	12
图表 27:	2020 年全球全地形车行业竞争格局集中	12
图表 28:	全球割草机市场规模及增速	12
图表 29:	全球割草机器人市场规模及增速	12
图表 30:	2021 年各地区割草机器人渗透率	13
图表 31:	中国配送机器人市场规模及增速	14
图表 32:	中国配送服务机器人出货量 (万台)	14
图表 33:	公司机器人移动平台 (RMP) 系列产品	14
图表 34:	Nova Cater AMR 自主移动机器人	14
图表 35:	滑板车&平衡车收入分模式拆分	15
图表 36:	全球电动平衡车出货量及增速	15
图表 37:	2020 年全球电动平衡车竞争格局	15
图表 38:	全球电动滑板车产值持续提升	16
图表 39:	2020 年全球电动滑板车竞争格局	16
图表 40:	公司分业务收入及毛利率预测	17
图表 41:	可比公司估值比较	18



1、智能短交通龙头，重视科技创新，品类近年迅速扩张

公司于 2012 年成立于北京，专注于创新短交通及服务类机器人领域，旗下拥有 Ninebot 九号和 Segway 赛格威两大品牌。2014 年获小米融资，加入小米生态链，规模获得加速成长；2015 年公司收购全球平衡车鼻祖 Segway，在技术积累、渠道体系、品牌效应方面实现跃升；2018 年开始进行品类的持续扩张，经过多年的发展，已形成电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、全地形车、割草机器人、商用机器人等品类丰富的产品。公司产品突出兼具科技感与时尚感的潮玩特性，树立年轻有趣的品牌形象，从而吸引年轻群体的兴趣，助力高端化产品溢价。公司于 2020 年 10 月于上交所科创板上市。

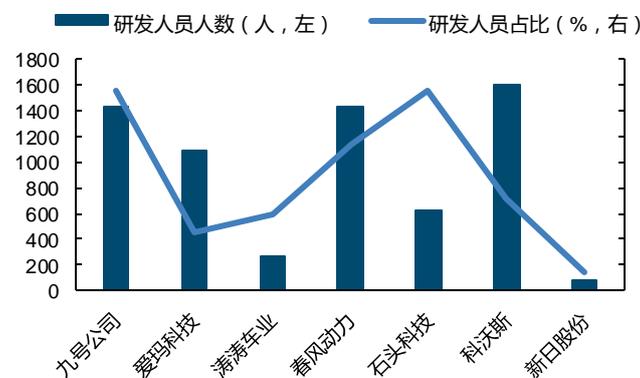
图表1：发展历程：公司为科技创新型企业，资本赋能品类迅速扩张



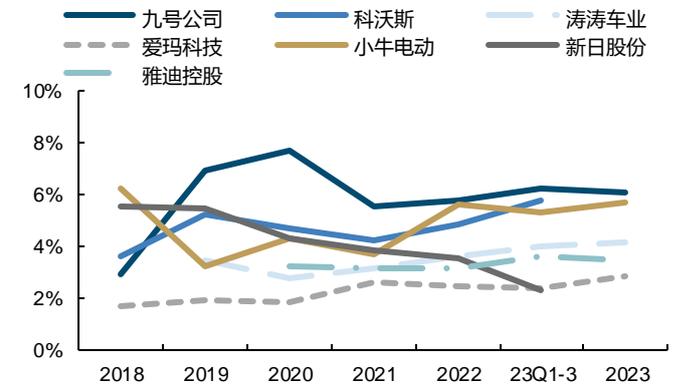
来源：公司官网，wind，国金证券研究所

公司重视研发投入，多年技术积累下研发优势突出。2015 年 3 月，公司宣布全资收购赛格威。作为全球平衡车鼻祖，赛格威在平衡车的开发及生产具有多项自研核心专利及授权专利，并且拥有较高的品牌知名度，公司通过收购将赛格威的专利体系纳为己用，截至 2023 年末，公司积累有 508 项发明专利，1592 项实用新型专利，1077 项外观设计专利及 176 件著作权，包括自平衡控制技术、人机互联技术、基于视觉 Tag 编码的建图和定位系统等核心自研技术，均处于国际领先地位。公司科研人员充足，截至 2023 年末，共有研发人员 1434 人，占员工总数 38.9%，2023 年研发费用率达 6.0%/+0.3pct，相较可比公司，公司在研发人员数量占比及研发费用率上保持较高水平。

图表2：2023 年研发人员人数占比九号处于领先



图表3：九号研发费用率相较同行较高



来源：公司年报，wind，国金证券研究所；注：科沃斯、新日股份为 2022 年数

来源：公司年报，wind，国金证券研究所

据

A/B 股保障公司股权结构稳定，小米为第二大股东、持股比例已下滑至 11%。公司股份分为 A 类普通股股份（普通股份）和 B 类普通股股份（特别表决权股份），A/B 类普通股分别拥有 1/5 票投票权，截至 2024/3/31，创始人高禄峰和王野均持有 B 类普通股，其中王野持有 13.65% 股份，高禄峰持有 11.74% 股份，股权比例合计 25.4%，投票权合计 62.8%，



保证公司股权结构稳定，小米系资本（People Better 和顺为资本）合计持有公司 11.0% 股权。

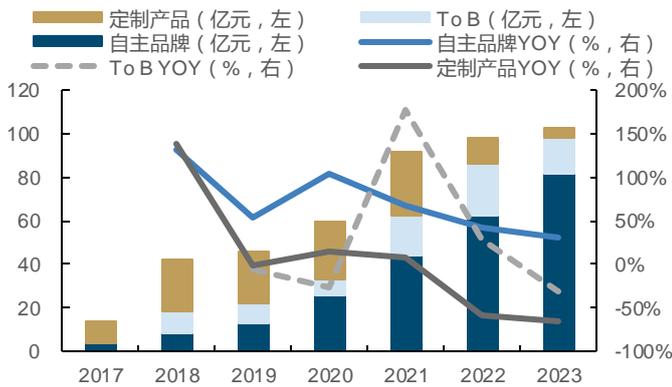
股权激励绑定核心员工利益，共享公司发展红利。公司贯彻以员工为本的宗旨，不断完善员工绩效、晋升、薪酬福利及培训体系管理，设立了常态化股权激励政策，截至 2023 年末，公司拥有持股员工 343 人，占总员工人数 7.8%。员工持股 830.53 万份，占总股本 1.15%。通过对核心骨干人员实行股权激励计划，有利于形成较为完善的员工激励约束机制，稳定核心技术人员和管理层，从而提高员工积极性，增加公司凝聚力与发展活力。2024 年 2 月公司发布新一期股权激励方案，考核年度 2024-2027 年，2024/2025/2026/2027 年考核以 2023 年营业收入或净利润为基数，2024/2025/2026/2027 年营收或净利润增速不低于 20%/30%/40%/50%。

2、自主品牌多品类收入增长&规模效应下盈利修复为公司主要增长逻辑

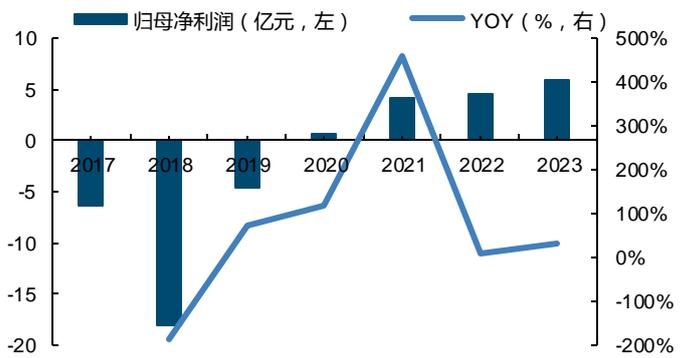
分模式来看，公司自主品牌发展态势良好，小米分销&To B 等近年增速较慢的业务占比已逐渐降低。2023 年公司实现营收 102.2 亿元，同比增加 1.0%，实现归母净利润 6.0 亿元，同比增加 32.5%。公司自主品牌覆盖所有品类，2023 年自主品牌实现营收 81.9 亿元，同比+31.4%，其中，零售滑板车营收 21.1 亿元，同比-7.0%；电动两轮车营收 42.3 亿元，同比+74.1%；全地形车营收 7.0 亿元，同比+19.0%；割草机器人营收 2.2 亿元，同比+157.1%，自主品牌发展强劲。定制产品分销主要包含小米零售滑板车和小米平衡车业务，2023 年小米分销收入 4.36 亿元，同比下降 65.0%，占收入比下滑至 4.3%；To B 产品主要包含海外共享滑板车业务，2023 年收入 16.0 亿元，同比下降 39.6%，占收入比例下降至 15.6%，我们判断收入下滑的小米分销/To B 业务对公司营收占比影响已逐渐减小，预计对公司业绩发展拖累减弱。

图表4：自主品牌发展态势良好，To B 及定制产品占比下滑

图表5：公司归母净利润持续增长



来源：公司年报，国金证券研究所

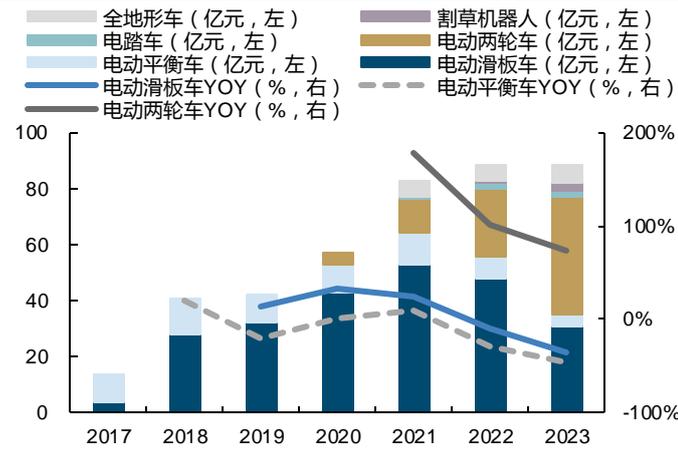


来源：公司年报，wind，国金证券研究所

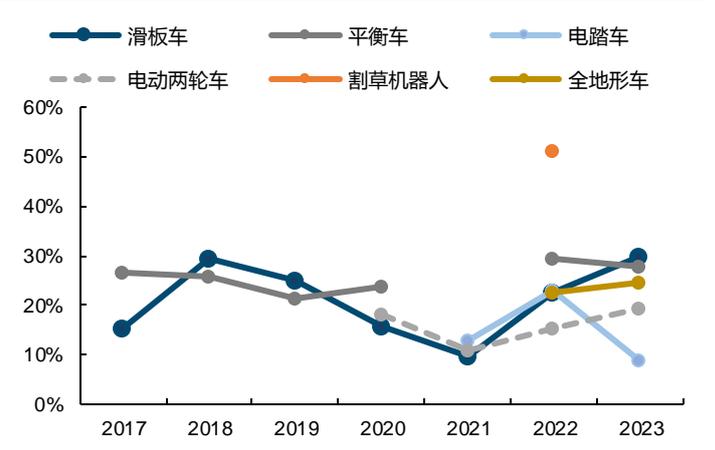
分产品来看，电动平衡车&滑板车构成基本盘，电动两轮车、全地形车、割草机器人等产品贡献多维增长极，公司营收稳步增长。随新品类拓展，平衡车占比呈下降趋势，由 2017 年的 74.5% 下降至 2023 占比 4.1%；电动滑板车占比由 2020 年的 71.3% 逐年下降至 2023 的 30.0%；电动两轮车占比自 2020 年后稳步上升，2023 占比达 41.4%，构成营收主要增长极；脚踏车/割草机器人/全地形车 2023 分别占比 2.4%/2.2%/6.8%，为公司未来发展提供多维增长极。分地区来看，2023 年境内/境外收入占比 53%/47%，国内主要销售产品为电动两轮车，其余产品多出口海外。



图表6: 分品类营收及 YOY



图表7: 公司各产品毛利率情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

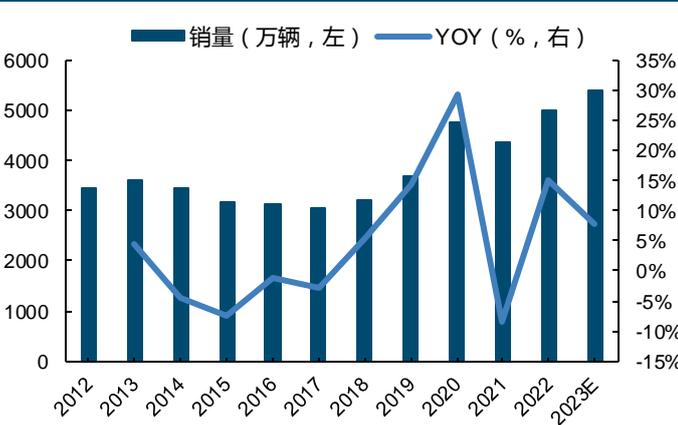
2.1、电动两轮车: 随渠道铺设、新品开发, 收入有望快速增长, 盈利水平逐步上行

国内行业增速趋稳, 市场集中度高, 公司定位中高端, 智能化优势突出, 随渠道快速铺设, 24 年收入有望延续高速增长、盈利水平逐步上行。

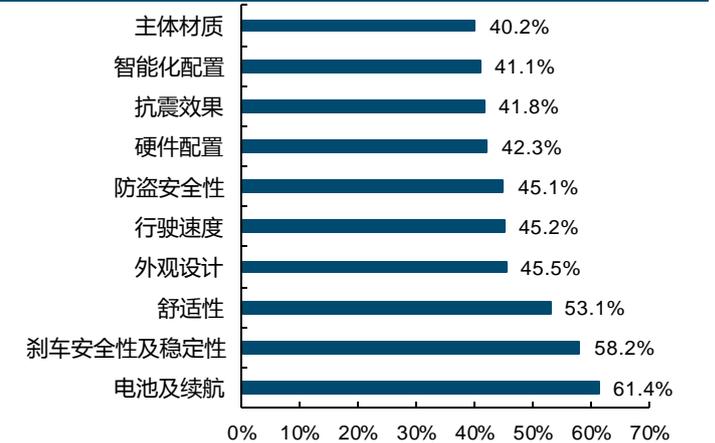
销量方面, 据艾瑞咨询, 当前我国电动两轮车保有量接近 4 亿台, 按电动两轮车替换周期在 7-8 年估算, 每年替换量约为 5000 万台构成国内存量需求主题。2019 年 4 月新国标政策出台, 对车辆生产标准趋严, 超标车在执行期满后将无法上路, 带来 2020 年-2022 年显著强制替换更新需求, 但受公共卫生事件影响, 各省市过渡期延长 1-3 年不等, 我们认为强制替换期限推后下电动两轮车替换需求有望于 2024-2025 年继续释放。

价格方面, 2023 年电动两轮车行业竞争主要集中于低端或老款车型, 高端产品销售保持坚挺, 我们认为主要原因在于消费用户需求偏好多元, 未来产品智能化、个性化需求提升将驱动产品结构升级, 是未来 3-5 年行业增长的核心驱动力, 价增驱动行业增长逻辑下, 中高端及高端市场仍有量增潜力。

图表8: 2012-2023 年中国两轮电动车销量情况



图表9: 安全性及个性化需求广受车主关注 (2022 年)



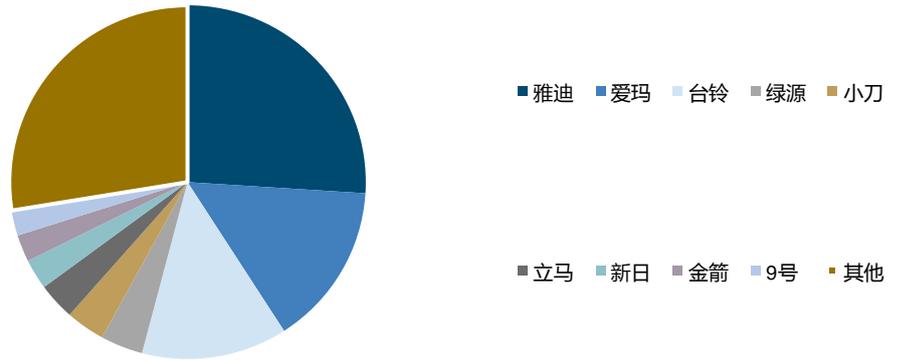
来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

新国标要求趋严, 于供给端出清中小厂商, 加速行业份额集中。2019 年新国标实施以来, 不仅对电动自行车产品质量提出更高要求, 同时提高了对企业的生产资质要求, 强制产品进行 3C 认证, 认证费用提高了整车生产企业经营成本, 根据观研天下数据, 电动两轮车厂商数量从 2013 年 2000 家左右减少至 2019 年 110 家。从近几年行业竞争格局来看, 雅迪、爱玛、台铃市占率领先于其他企业, 2023 年电动车行业销量 CR2 为 41%, 此外, 九号、小牛等新势力车企凭借高端化、智能化、个性化突围, 与头部车企形成差异化竞争, 在细分群体方面具有一定的竞争优势, 九号 2023 年行业销量市占率达 2% 左右水平。我们判断行业集中度仍将进一步提升, 主因 1) 国内新国标严监管加速供给出清, 2) 龙头规模化优势明显, 拥有更大采购议价权、规模自动化生产能力、下游渠道覆盖度趋广、品牌知名度进一步上升, 3) 龙头价格下探, 进一步对中小品牌形成降维打击。



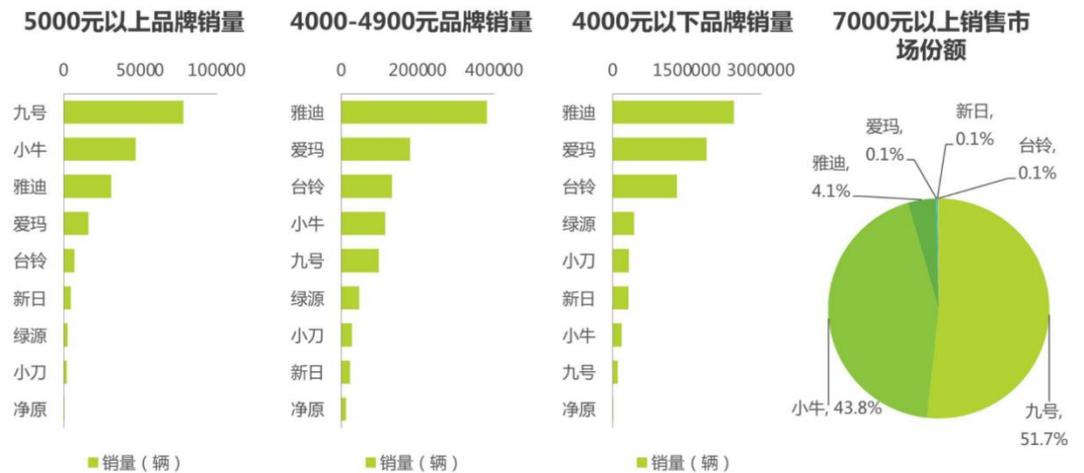
图表10: 2022年电动两轮车销量市占率



来源: 懂车帝, 国金证券研究所

公司在两轮车高端市场占据较高市场份额。1) 线下: 公司营销网络涵盖购物中心、百货商场、运动品连锁店等零售业态, 设立专柜、专厅及品牌专卖店等, 大力扩展经销商渠道, 提高品牌知名度。根据艾瑞咨询数据, 2022年公司在线下电动两轮车市场5000元以上品牌销量占据第一的位置, 其中在7000元以上销售市场份额达51.7%, 作为高端龙头有望受益高端市场结构性量增。2) 线上: 公司入驻京东、天猫、小米商城、抖音、得物等平台, 同时在微信开通了“九号真智能电动车”小程序, 消费者可在智慧零售商城上查看感兴趣的车辆信息和促销信息, 并找到距离自己最近的线下门店进行体验和购买, 更加方便快捷。根据国金数字lab, 2023年公司线上销额市占率达19%/+9.8pct, 销量市占率达11%/+6.7pct。

图表11: 2022年两轮车线下品牌分价格段销量

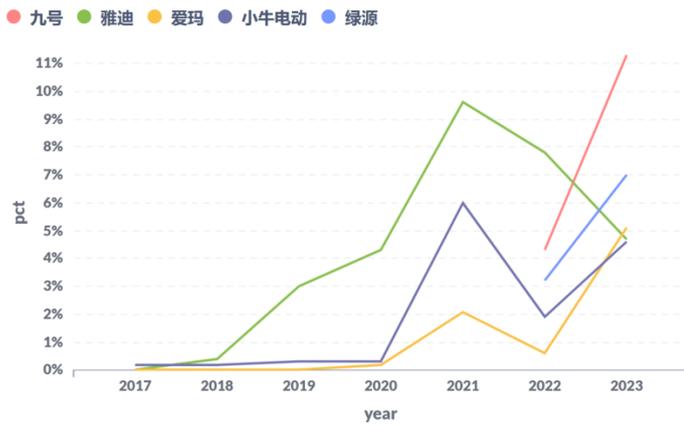


来源: 鲁大师数据实验室, 鲁大师两轮电动车行业调研报告(2023年2月)。

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所



图表12: 国内电动车线上销量市占率



图表13: 国内电动车线上销售额市占率



来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 线上数据包含天猫、京东、拼多多、抖音

来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 线上数据包含天猫、京东、拼多多、抖音

公司智能化、个性化设计体现高端产品溢价。公司产品的智能化水平体现在物联网赋能、在线交互人车交互平台、电池管理系统等方面, RideyGo! 系统使用户靠近自动解锁车辆, 全新电驱系统 MoleDrive、彩屏仪表操作系统 RideyFUN 能给予用户更加灵动的驾驶体验。九号还推出了能实时掌控车辆状态、快速定位车辆位置、实时记录车辆行驶轨迹的九号出行 App。公司产品矩阵丰富, 电动两轮车产品分为 A 系、B 系、C 系、N 系、E 系等系列, 其中主要销售系列 A 系列定位入门级休闲代步车型, 定价 2499-4099 元; B 系列定位进阶运动型车型, 定价 2899-7000 元, E 系列定位中高端豪华型车型; 公司布局多种车型, 续航里程覆盖 60km 至 200+km, 价格带覆盖 2599-20000+ 元, 产品布局全面, 满足不同用户需求。

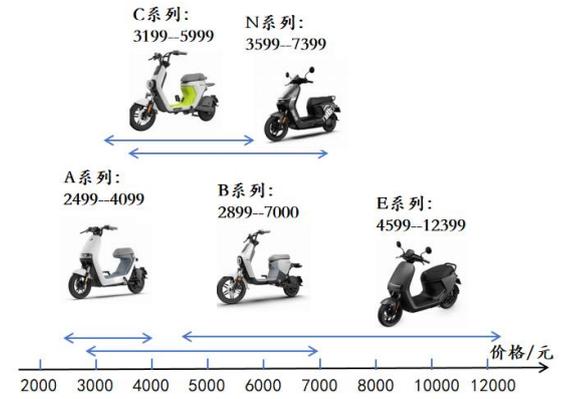
图表14: 公司电动车产品搭载多项科技



- RideyGo! 即停即走系统 2.0**
无钥匙、无按键傻瓜化交互逻辑; 多传感器融合的智能人体驾驶状态检测; 基于物联网的整机OTA; 基于IoT技术的远程监控和智能防盗; 家庭账号共享体验与全彩屏仪表软硬件系统
- RideyFUN 彩屏仪表操作系统**
在骑行过程中实现基本的听歌、导航、打电话辅助需求, 满足来电识别、接/挂电话、一键切歌、导航显示等功能
- MoleDrive 电驱系统**
大功率直驱轮毂电机搭配 MoleDrive (袋鼠控), 带来更优异的性能提升与骑行体验优化, 全新TCS牵引力控制系统与ABS防抱死系统, 带来更强的操控性、安全感与舒适感
- 九号云电系统**
全新自研BMS6.0电池健康管理治理系统, 具有30+项电池保护升级、20+项电池技术和功能升级, 使用更长久

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表15: 公司产品线布局全面



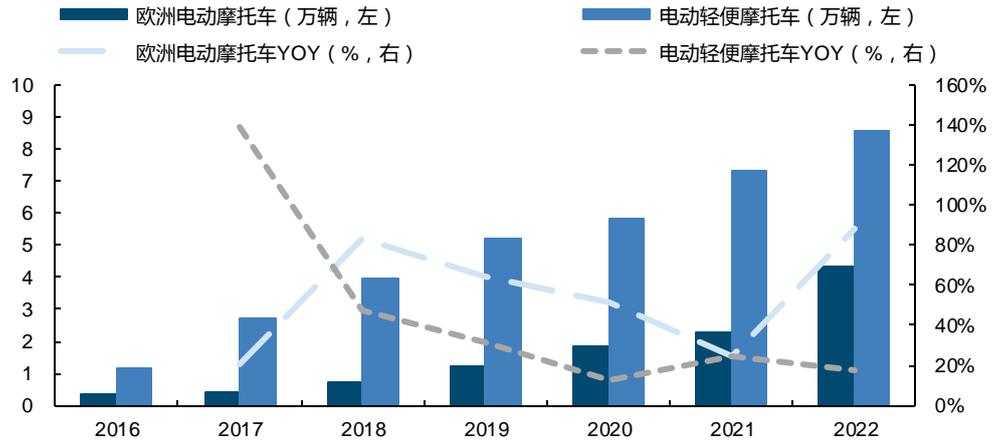
来源: 公司天猫旗舰店, 国金证券研究所

两轮车海外市场有望成为远期增长极。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。我们认为欧美及东南亚市场潜力较大, 预计为未来海外电动两轮车主要增量市场。对于公司来说, 两轮车海外市场尚处空白, 有望借助 Segway 前期品牌和渠道势能逐步打开欧美及东南亚市场, 贡献一定增量。

- ① 欧洲两轮摩托车市场规模相对较小, 但电动化趋势较明显。根据欧洲摩托车制造商协会数据, 2022 年欧洲电动摩托车注册量 4.35 万辆, 同比+88.4%, 渗透率提升至 4.58%/+2.15pct; 电动轻便摩托车注册量 8.58 万辆, 同比+17.4%, 渗透率提升至 33%, 欧洲电动摩托车规模虽小但规模持续提升。



图表16: 欧洲电动摩托车规模快速增长

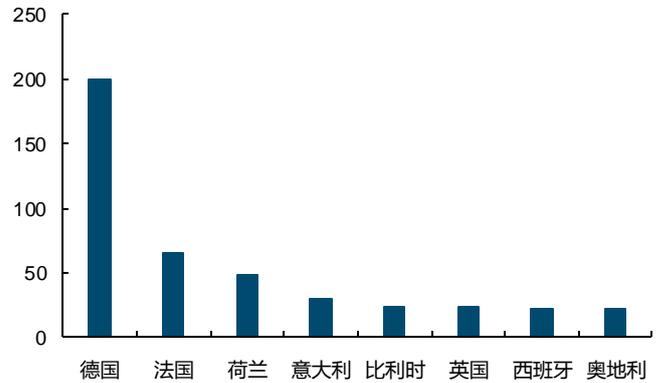


来源: 欧洲摩托车制造商协会 (ACEM), 智研咨询, 公司年报, 国金证券研究所

② 欧洲电踏车空间更大。从行业空间上看, 美国电踏车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年欧洲电踏车销量为550万台, 同比+9%, 2011-2022年复合增长率达20.4%, 呈现快速增长趋势, 其中德国/法国/荷兰为主要市场。此外根据美国轻型电动车协会数据, 2021年美国电踏车销量114万辆, 渗透率达3.8%, 美国人购买的E-bike数量已超过了电动汽车和混动汽车总和。公司于2024年1月官宣正式进入E-Bike领域, 同时发布主打娱乐探索骑行场景Segway Xafari, 以及搭载时下流行运动型轮胎的Segway Xyber两款产品, 预计将在2025年正式销售, 产品差异化主要体现在智能化和安全防盗功能, 随着公司布局零售电踏车市场, 有望补齐欧美日常短交通出行领域产品矩阵。

图表17: 欧洲电助力自行车销量持续增长

图表18: 2021年欧洲E-bike销量情况, 德国体量最大 (单位: 万)

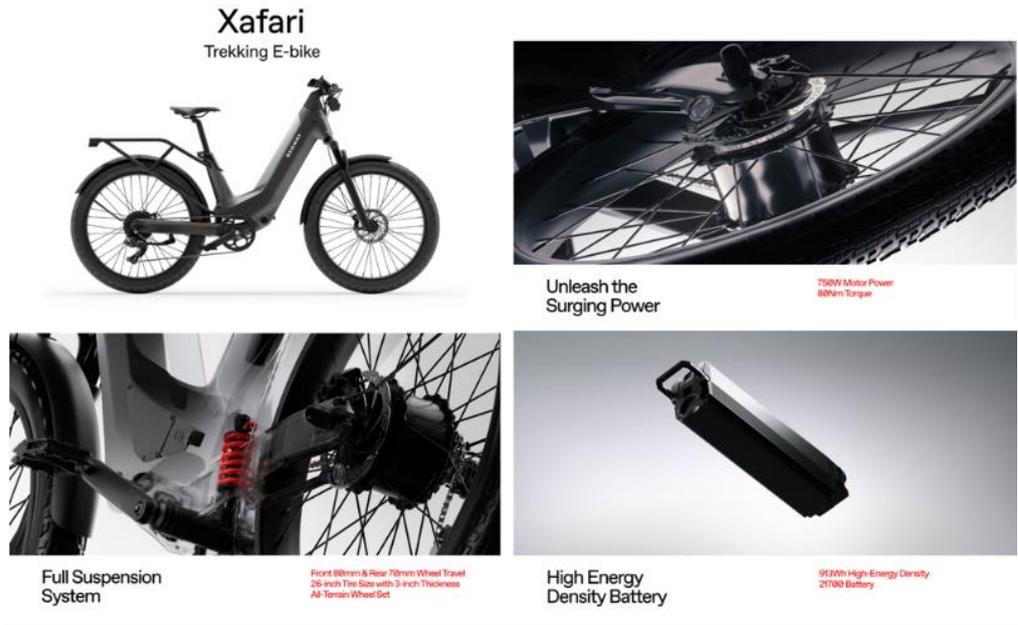


来源: 欧洲自行车产业协会, 国金证券研究所

来源: INNKR 拓氪, 国金证券研究所



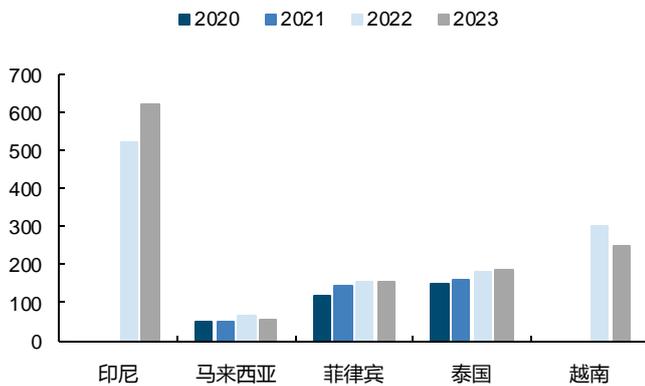
图表19: Segway Xafari 在智能化和防盗功能方面体现产品差异化



来源：公司官网，国金证券研究所

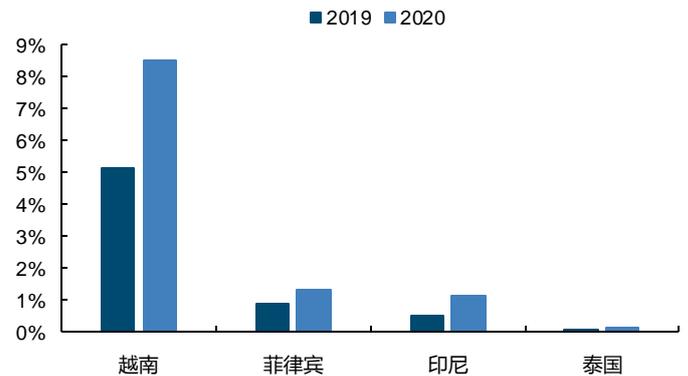
③ 东南亚为全球最大摩托车市场，根据 ASEAN，东南亚六国油摩保有量 2.5 亿，年销量超 1200 万辆，而电摩处于导入渗透期，各国电摩销量渗透率较低，2020 年越南、印尼、泰国、菲律宾电摩销量渗透率分别为 8.5%、1.1%、0.1%、1.3%，未来电摩渗透率提升空间较大，随着东南亚多国通过出台禁摩限摩等政策，例如 2023 年印尼政府制定到 2025 年将 20% 燃油两轮车转为电动，同时承诺在 2050 年之前全面停止销售燃油车等，以及电动两轮车新技术出现，例如石墨烯铅酸电摩有望实现更低价格，钠电电摩有望凭借高能量密度和低重量优势，攻克东南亚市场消费者对产品续航要求高等痛点，长期替换空间广阔。

图表20: 东南亚各国摩托车销量（单位：万）



来源：ASEAN，国金证券研究所

图表21: 东南亚各国电摩渗透率保持较低水平



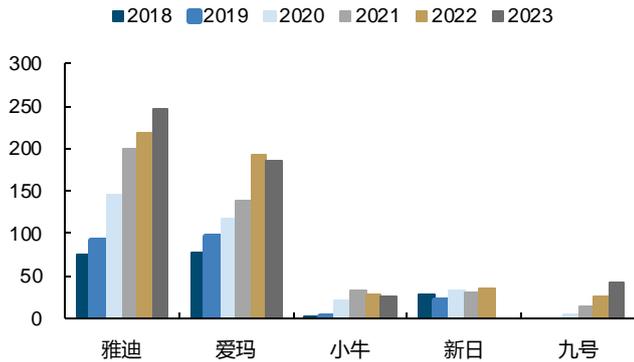
来源：ICCT，国金证券研究所

对比可比公司两轮车业务收入，公司收入规模较低但增速位于行业前列，2020 年以来，受新国标带来的需求增加影响，各品牌开始大幅扩张门店数量，公司门店基数不及爱玛、雅迪，但门店扩张增速可观，从 2021 年 3000 家门店拓展至 2024Q1 末的 5000+ 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。

利润率方面，相较于电动两轮车龙头企业雅迪、爱玛，公司利润率仍有较大提升空间。对比可比公司两轮车业务毛利率，公司毛利率处于行业平均水平，2023 年公司两轮车业务毛利率达 19.3%，同比+3.7pct，主因规模效应下成本优势显现，我们推测公司两轮车板块净利率约为中个位数，对标头部品牌，2023 年爱玛/雅迪净利率分别 9.0%/7.6%，考虑到公司产品定位中高端，预计公司两轮车板块毛利率、净利率仍有提升空间。

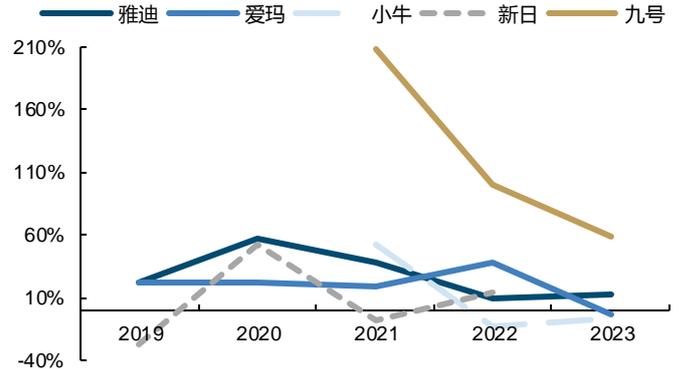


图表22: 可比公司两轮车业务收入规模 (亿元)



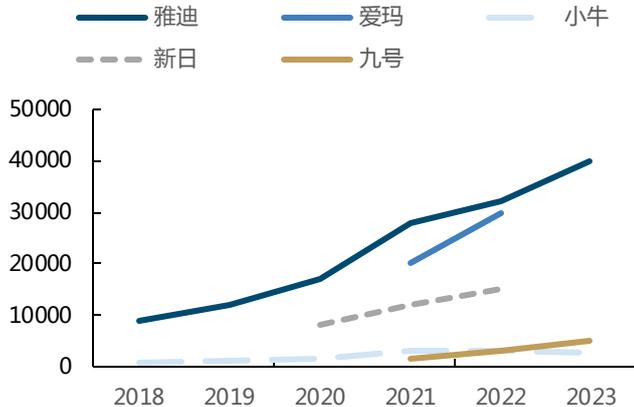
来源: wind, 公司年报, 国金证券研究所

图表23: 可比公司两轮车业务收入增速



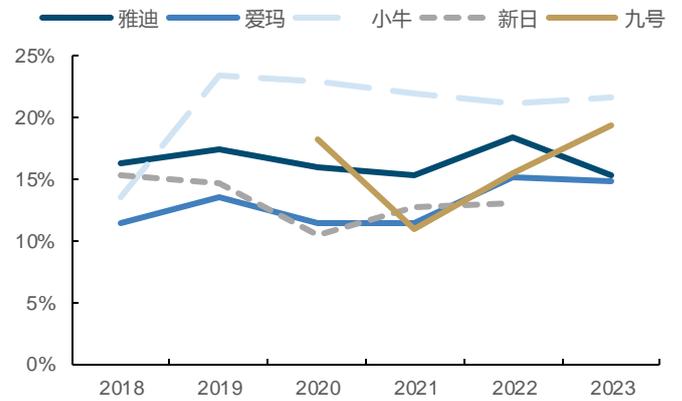
来源: wind, 国金证券研究所

图表24: 国内两轮车品牌门店数量持续增长 (家)



来源: 各公司年报, 国金证券研究所; 注: 九号公司 2023 年末门店数量未披露, 仅公布 2024Q1 末数据 5000+家, 图表数据显示数值为 5000 家。

图表25: 可比公司两轮车业务毛利率



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 雅迪、爱玛、九号采用两轮车业务毛利率, 新日、小牛采用公司总毛利率

2.2、全地形车: 新品驱动市场份额提升, 收入有望快速增长、24 年实现盈利

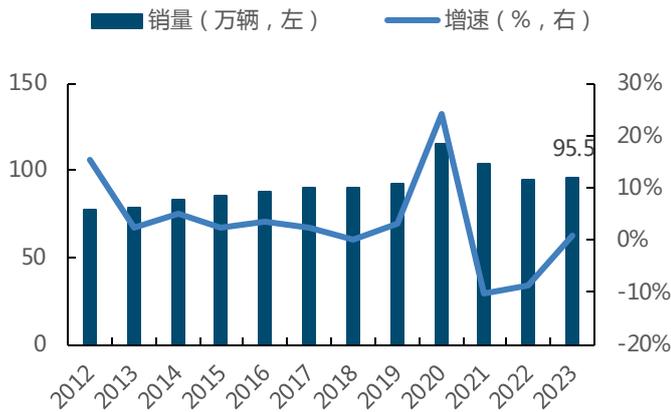
行业偏存量市场, 市场集中度较高, 公司产品创新力优势明显, 随渠道快速拓展预计公司 24 年收入有望实现快速增长, 利润端扭亏。

全地形车行业偏存量市场, 北美地区为主要消费市场。2023 年全地形车全球市场规模 96 万台, 接近百亿美元市场。2020 年全地形车全球销量达到最高, 为 115.5 万辆, 增速高达 24.2%, 后续增速趋缓。分市场区域来看, 北美为全球最大全地形车市场, 其次为欧洲、日本。全地形车可分为 ATV、UTV 和 SSV 三类, 其中 ATV 通过摩托车式把手进行方向控制, UTV 通过方向盘加以控制, SSV 是由 UTV 演变而来的竞技性全地形车。下游客户需求结构方面, 主要为个人娱乐性需求。

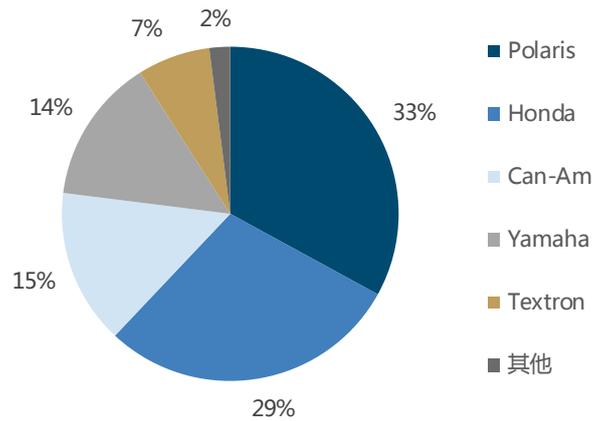
行业竞争格局方面, 全地形车市场集中度高。Polaris、Honda、Can-Am、Yamaha 及 Textron 为全球全地形车前五大厂商, CR5 超过 90%。



图表26：2012-2023年全球全地形车销量及增速



图表27：2020年全球全地形车行业竞争格局集中



来源：北极星年报，国金证券研究所

来源：Statista，国金证券研究所

公司全地形车新款于24年初上市，随新品推出、渠道铺设、规模效应释放，未来有望迎来收入与盈利水平双升。24年初公司 Super Villain SX20T Hybrid 油电混动款上市销售，该款车型搭载 2000cc Turbo 燃油机和 70kw 电机组成的强大混合动力系统，包括最大功率达到 330 马力，比目前行业旗舰车型高出 50%以上，能够带来更加极致的性能和加速度，百公里加速仅需 3.9s，爬坡能力高达 70%，产品力维度优于同行。我们认为公司全地形车新品差异化优势突出，预计随海外经销商网点逐步拓展，24年起有望实现快速放量，并实现扭亏。

2.3、割草机器人：二代新品上市，预计24年有望实现收入高速增长以及扭亏

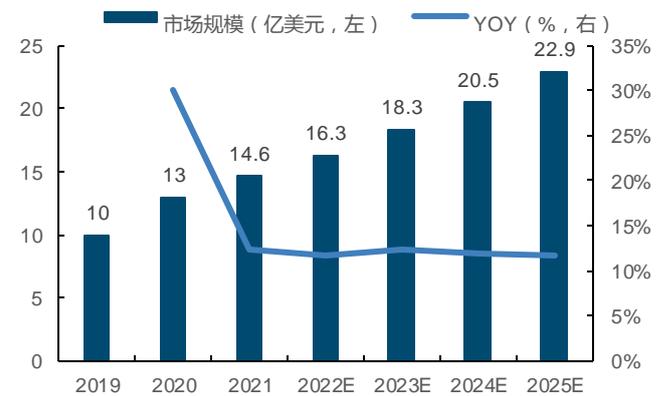
千亿割草机市场，割草机器人渗透率不足 5%，公司二代新品发布，向完全智能化割草更进一步，预计 24 年收入实现翻倍增长，利润端扭亏。

全球割草机器人市场规模近 20 亿美元，占割草机整体市场规模比例极低。割草机经历手动、燃油/交流电、锂电发展阶段，都需要配合人力操纵，而割草机器人为目前割草机最先进形态，近年九号、科沃斯、格力博等国内知名品牌纷纷布局割草机器人产品，产品力不断完善有望推动割草机器人市场持续发展。据信公研究院数据，2021 年智能割草机器人市场规模 14.6 亿美元，远小于割草机整体市场规模，割草机器人未来渗透率提升空间较为广阔。根据 Research and Market 预测，预计未来几年割草机器人市场维持 10%以上复合增速，预计到 2025 年市场规模达到 22.9 亿美元。

图表28：全球割草机市场规模及增速



图表29：全球割草机器人市场规模及增速



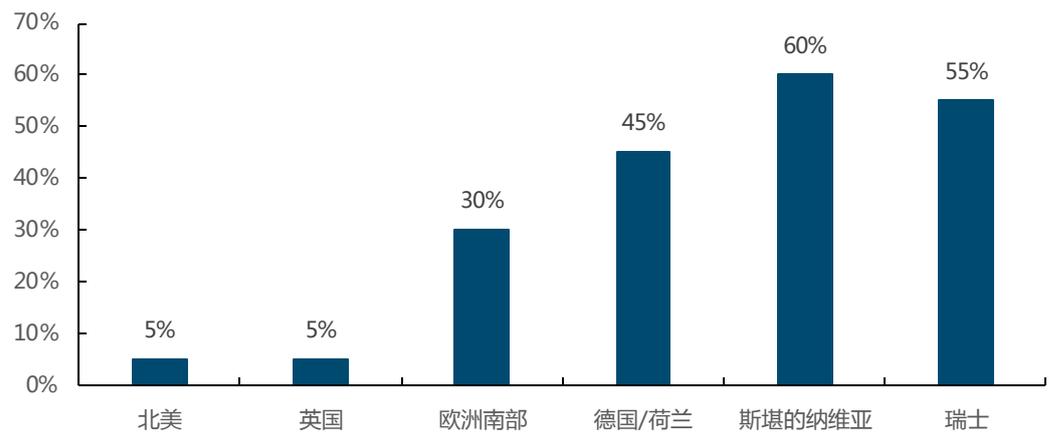
来源：华经产业研究院，国金证券研究所

来源：信公研究院，Research and Markets，泉峰控股公告，国金证券研究所

从市场结构来看，欧洲地区割草机器人渗透率较高，而北美偏低。欧美地区割草机器人渗透率差异较大，北美渗透率不足 5%，而德国、瑞士等欧洲地区割草机器人渗透率超过 40%，北美地区渗透率较低原因主要系割草机器人产品力不足，北美地区花园草坪面积更大，往往达 1000 平方米以上（欧洲地区一般 100-500 平方米），而当前市场产品以布线式割草机器人为主，在大型花园进行人工布线前期使用成本较高，耗时费力，使用体验感较差。随导航、定位、避障技术的成熟，科沃斯、九号公司均推出可以自主规划路径的无边界智能割草机器人产品，我们认为割草机器人的智能化有望推动行业渗透率在北美地区的提升。



图表30: 2021年各地区割草机器人渗透率



来源: 富世华公告, 信公研究院, 国金证券研究所

割草机器人行业 CR2 达 90%，市场集中度高，线下渠道壁垒为品牌护城河。当前全球百万台出货量割草机器人市场集中度较高，据华经产业研究院数据，富世华(含子品牌 Gardena)及宝时得合计市占率高达 90%，欧美线下渠道高壁垒进一步夯实龙头品牌护城河。欧美 OPE 工具绝大部分于线下消费，北美以 HomeDepot 和 Lowe's 两大线下家居零售卖场为核心市场形成双寡头竞争格局，新进入品牌只有在亚马逊成为趋势性爆品，才有进入线下渠道的机会，线下渠道的开拓对于公司割草机器人产品放量较为关键，公司未来有望依托 Segway 品牌打开欧美主流线下渠道，实现割草机器人产品销售放量。

公司 24 年初推出新一代割草机器人 Navimow i 系列产品，相比于上一代新品在定位技术和智能功能等方面进行了升级。新一代割草机器人使用自主研发的全新 RTK 技术 (RTK 技术原理为卫星定位，通过卫星信号数据接受与发送定位割草机器人位置、从而实现高精度操控)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，将随机碰撞式割草优化为路径规划式，以应对更多、更复杂的草坪结构，当卫星信号弱时，Navimow 将在视觉边界方位内保证安全性同时利用视觉辅助导航。此外在智能化方面，引入 AI 助手建图，摆脱人工布线，智能识别草坪边缘，新增跨骑模式，优化草坪边缘割不到草的问题。新一代割草机器人定价相较于第一代 Navimow 的 1899-2599 美金更低，在实现更优产品力同时具备更强价格竞争力。

公司割草机器人产品较传统布线式产品大幅提升使用便捷性和效率，割草机器人业务随规模效应提升亏损近年逐步减小，二代产品 24 年初上市，兼具产品力和价格竞争力，预期随渠道拓展 (新拓展线上零售渠道，以及 24 年新进入美国、澳新市场，之前仅为欧洲)，销量有望大幅提升，预计 2024 年割草机器人有望实现盈亏平衡。

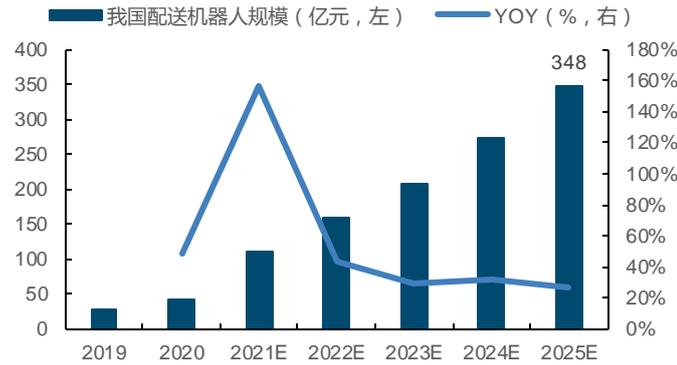
2.4、商用机器人：公司配送机器人与 AMR 尚处发展初期，发展有望提速

配送机器人行业高速增长，格局分散，公司有望以机器人底层技术优势攫取市场份额；凭借多年技术积累以及渠道优势，携手英伟达研发 AMR，推动产业新发展。

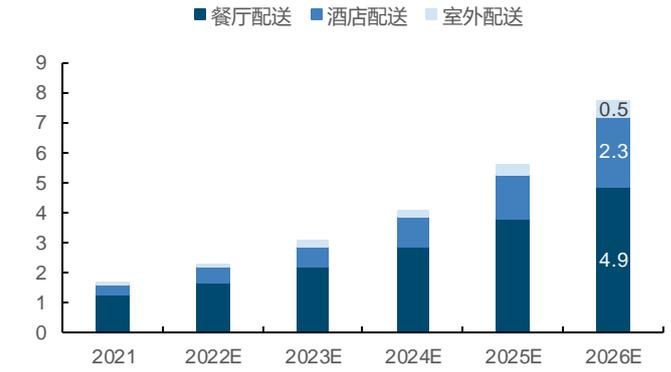
我国配送服务机器人市场规模约百亿，劳动力成本增长驱动行业规模持续扩容。根据亿欧数据，我国商用配送服务机器人市场规模增长迅速，2021 年规模约 112 亿元、同比增长 156.8%，预计 2025 年增长至 348 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 32.9%，2021 年餐厅、酒店、室外配送服务机器人出货量分别为 1.3、0.3、0.1 万台，预计 2026 年商用配送服务机器人出货量合计增长至 7.7 万台，其中餐厅配送机器人占比最高。2017-2022 年城镇单位就业人员平均工资 CAGR 达 8.9%，劳动力成本迅速攀升利好服务机器人替代传统劳动力，同时，我国劳动力年龄人占比则逐年下滑，2023 年 15-59 岁的劳动力年龄人口占比降低至 62.6% (2011 年为 69.8%)，劳动力的缺口需要具有相应功能的服务机器人来补足。



图表31：中国配送机器人市场规模及增速



图表32：中国配送服务机器人出货量 (万台)



来源：亿欧智库，国金证券研究所

来源：亿欧智库，国金证券研究所

公司商用服务机器人已经对接多家餐饮企业及酒店客户，依靠机器人中台技术沉淀持续进行产品迭代创新，近年来销量销额迅速增长、未来有望构建公司全新增长曲线。目前国内服务机器人市场主要分为国外成熟公司、国内电商和物流平台以及国内初创公司，产品市场竞争较为激烈。公司2015年收购Segway时保留RMP业务，并启动机器人方向产品和技术研发工作，随后分别于2018、2019和2022年分别发布路萌机器人、方糖配送机器人及飞碟送物机器人和饱饱送餐机器人。公司服务机器人规模较小，但在产品技术积淀下品牌效应显现，已打通多家酒店、餐饮渠道，陆续入驻万豪、希尔顿等主流一线酒店集团，且与锦江集团、尚美、格林、亚朵等头部酒店集团达成深度合作，累计配送上亿次，未来有望持续贡献营收增量。

携手英伟达，推动自主移动机器人产业发展。2003年Segway就已经开始进行移动平台产品的研发，公司于2015年收购Segway后持续进行研发投入，不断迭代升级，目前已生产出多个形态移动平台系列产品，能够为企业或第三方开发者提供通用、集成的机器人底盘方案，支持二次开发或定制化服务，在产品力以及海外渠道优势下，取得与英伟达自主移动机器人(AMRs)项目的合作，2023年联合打造的自主移动机器人平台Nova Carter AMR，可针对企业不同需求进行定制化服务，如仓库AMR建图、仓库运输、科研仿真等，提高企业生产效率、降低运营成本，同时保障作业安全。产品由九号公司负责研发生产，输出移动底盘和整车的软硬件集成，英伟达负责提供软件及算力支持，目前产品已经上线，可通过英伟达和九号的官网直销。AMR未来应用场景广泛，公司携手英伟达，有望加速AMR产业发展，提升公司估值。

图表33：公司机器人移动平台(RMP)系列产品

图表34：Nova Cater AMR 自主移动机器人



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

2.5、零售滑板车&平衡车：公司业务基本盘，预计收入有望实现稳健增长

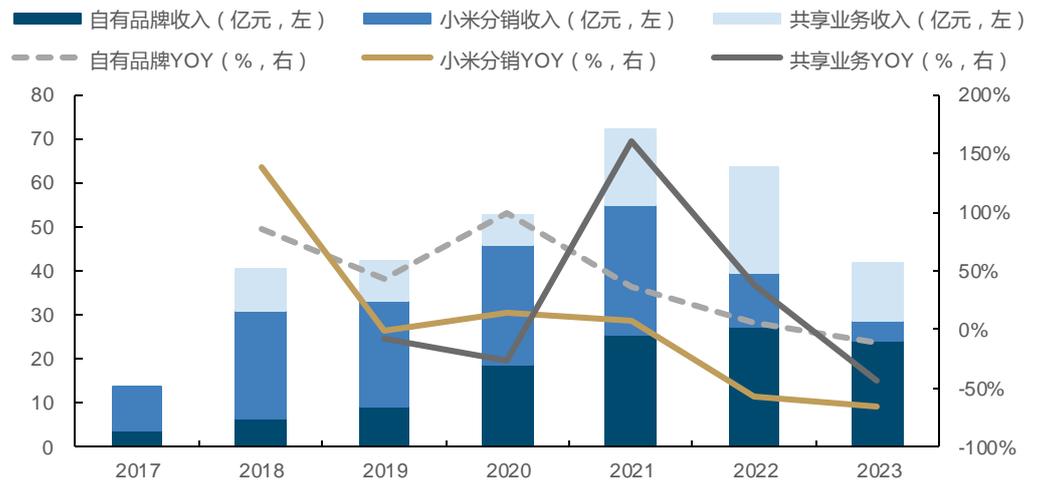
全球行业增速趋稳，竞争格局分散，公司作为行业龙头，品牌力突出，预计未来维持稳定增长。

电动平衡车&滑板车为公司基本盘业务，发展初期依靠小米渠道贡献收入，近年来小米定制渠道收入逐年降低，自主品牌及ODM共享滑板车业务稳健增长，去小米化趋势明显。2023



电动平衡车、滑板车收入分别为 4.2/30.7 亿元，同比-46.1%/-35.5%。分渠道模式来看，1) 近年来公司降低小米渠道依赖、小米渠道定制收入逐年减少：2023 年小米分销渠道滑板车收入达 4.3 亿元，同比减少 65.4%。2) 海外共享滑板车业务景气下行收入下滑：2023 年共享滑板车及配件收入达 13.5 亿元，同比下滑 43.2%。3) 自主品牌业务占比持续提升，2023 年自主品牌滑板车&平衡车实现收入 24.2 亿元，同比-10.9%，占电动平衡车&电动滑板车系列收入比例的 57.6%，我们认为自主品牌零售端将成为公司未来平衡车&滑板车业务增长主要渠道。

图表35：滑板车&平衡车收入分模式拆分



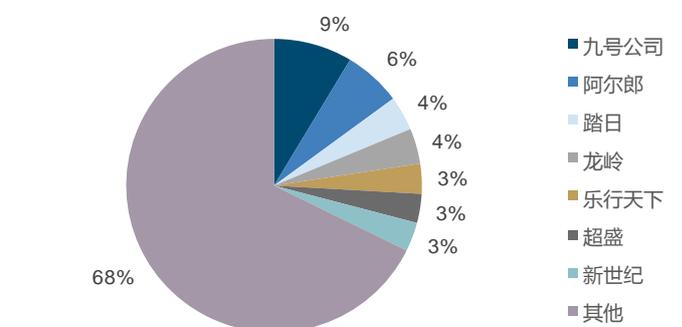
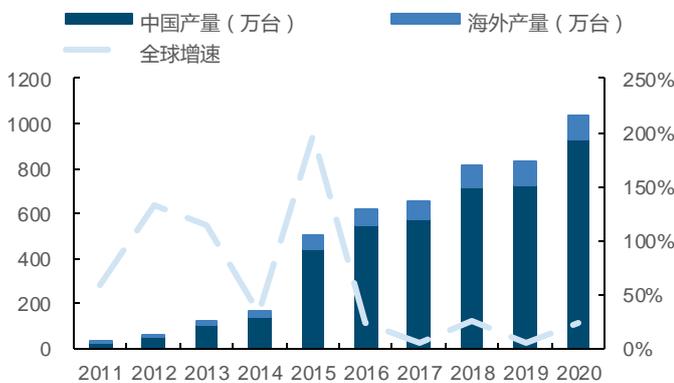
来源：公司招股书，公司年报，国金证券研究所

电动平衡车市场发展更偏存量。2016-2019 年电动平衡车处于发展低谷，由于安全问题，部分国家、地区禁止电动平衡车上路行驶，加上美国发布对涉华电动平衡车 337 调查，以及中美贸易战影响也导致电动平衡车增速放缓。2020 年，受疫情影响，电动平衡车、滑板车等短距离交通工具需求量大幅提升，根据 EVTank 数据，2020 年全球电动平衡车出货量 1032 万台，同比增长 23.7%，但远期看，平衡车路权短期难以放开，相比于滑板车来说应用场景更受限，更偏娱乐属性，预计行业发展更偏存量。

电动平衡车市场集中度低、格局分散，公司作为行业标准制定者或受益于监管趋严和格局出清。在国内供应链优势下大量低资质小厂商及不合格产品充斥行业，监管不完善导致事故频发，低价竞争下行业格局极其分散，每年不断有大量相关企业不断进入市场；公司凭借深厚技术沉淀产品性能优势显著，Segway 品牌作为平衡车鼻祖，在海外市场极具影响力，公司参与多项平衡车国际标准制定，推动行业良性发展，预计将在监管趋严下受益行业出清，份额进一步提升，2020 年公司在全球电动平衡车行业市占率最高，达 8.6%。

图表36：全球电动平衡车出货量及增速

图表37：2020 年全球电动平衡车竞争格局



来源：EVTank, 国金证券研究所

来源：EVTank, 中国电动平衡车行业发展白皮书, 国金证券研究所

电动滑板车市场规模预计保持双位数增长。根据 QYResearch 预测，2020 年全球电动滑板车销售规模达 12.15 亿美元，在短交通需求增长驱动下，预计 2027 年达到 33.41 亿美元，2021-2027 年复合增长率为 15.0%。2020 年全球总产值/产量为 12.1 亿美元/1001 万辆，

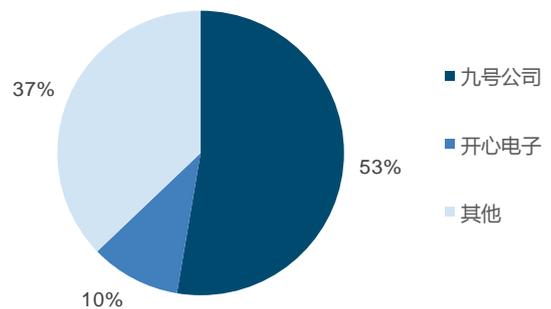


其中中国产量达 364 万辆，占全球总产量的 85.5%。电动滑板车行业销售以 To C 零售模式为主，少部分为共享模式，海外共享滑板车市场在经历资本涌入的 18-20 年高速发展后暴露出很多问题有待改善，比如滑板车的安全性，重资产模式下诸多共享滑板车品牌破产，2023 年共享滑板车行业有所承压，我们认为行业未来 1-2 年将迎来调整期。C 端滑板车市场应用场景多为短途代步、娱乐属性，我们预计未来保持平稳增速。

公司为全球电动滑板车市场龙头，自主品牌发力下电动滑板车业务仍有增长空间。根据华经产业研究院数据，公司为全球电动滑板车市场龙头，公司 2020 年全球市场份额达 53%，在国内市场，公司 2021 年则以 82.5% 的市场份额稳居第一。随着美国出台 UL 认证等相关行业标准，事故频发的低端伪劣产品基本上被阻断了进入市场的可能性，高端品牌为电动滑板车市场主要竞争玩家。目前市场主要参与企业为美国 RAZOR、九号公司、小米以及涛涛车业等。零售滑板车作为公司基本盘业务，Segway 品牌全球影响力强，叠加公司强产品竞争力，预计未来市占率仍有提升空间。

图表 38：全球电动滑板车产值持续提升

图表 39：2020 年全球电动滑板车竞争格局



来源：QY Research, 国金证券研究所

来源：华经产业研究院、国金证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

收入端：我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 132.6/159.7/190.1 亿元，同增 29.7%/20.4%/19.0%，具体来看：

电动平衡车&电动滑板车：预计 2024-2026 年收入 36.4/39.5/42.4 亿元，同比 +4.5%/+8.3%/+7.5%。其中考虑到电动平衡车的适用场景有限，我们判断平衡车业务将保持平稳，预计 2024-2026 年收入 4.2/4.3/4.3 亿元，同比+0.0%/+2.0%/+2.0%；电动滑板车较电动平衡车代步功能属性相对更强，海外共享滑板车行业景气下行后逐渐稳定，小米代工业务近年收缩，占比已经较小，同时自主渠道零售额预计将保持增长，电动滑板车 2024-2026 年预计收入 32.3/35.2/38.1 亿元，同比+5.1%/+9.1%/+8.1%。毛利率方面，预计保持稳定，预计 2024-2026 年分别为 29.5%/29.6%/29.7%。

电动两轮车&电踏车：预计 2024-2026 年收入 66.8/86.1/107.8 亿元，同比 +49.3%/+29.0%/+25.2%。其中受新国标带来的替换需求影响，电动两轮车行业竞争格局优化，公司凭借高端化&智能化定位，持续进行新品迭代、加速线下门店扩张，同时积极开展广告营销，提升产品知名度。我们判断公司两轮车业务 2024-2026 年收入预测 63.5/80.9/100.7 亿元，同比+50.0%/+27.5%/+24.4%。欧美电踏车近年来增长迅速，公司有望凭借 Segway 品牌、产品及渠道优势打开市场，新品放量驱动下预计 25 年收入有望提速，2024-2026 年收入预测 3.3/5.2/7.1 亿元，同比+36.5%/+57.5%/+36.5%。毛利率方面，考虑规模效应显现，预计保持小幅增长，预计 2024-2026 年分别为 18.8%/20.9%/21.9%。

机器人业务：割草机器人及服务机器人市场空间广阔，公司积极布局室内服务机器人和室外割草机器人产品，产品创新性及性价比竞争力强，终端反馈良好随着产品进一步放量，公司持续围绕核心技术拓品，该品类营收有望迎来较大增长，预计 2024-2026 年为 5.6/7.2/9.3 亿元，同比+120.4%/+29.4%/+29.5%。其中割草机器人收入达 5.2/6.8/8.8 亿元，同增+132.3%/+30.0%/+30.0%。毛利率方面，考虑规模效应显现，预计保持增长，预计 2024-2026 年分别为 59.7%/60.1%/61.0%。

其他产品：包括全地形车、卡丁车等产品，公司积极拓展品类，丰富完善产品矩阵。全地



形车产品预计在新品推出+渠道拓展下进一步放量。预计其他产品品类 2024-2026 年收入为 23.8/26.9/30.6 亿元，同比+18.6%/+12.9%/13.6%，其中全地形车收入 10.1/12.4/15.4 亿元，同比+44.2%/+23.6%/+23.6%。毛利率方面，考虑规模效应显现，预计保持增长，预计 2024-2026 年分别为 40.0%/41.0%/42.0%。

图表40：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	总营业收入	6002.7	9146.1	10124.3	10222.1	13259.5	15967.7	19007.4
	YOY	30.9%	52.4%	10.7%	1.0%	29.7%	20.4%	19.0%
	成本	4340.6	7021.8	7494.6	7472.4	9647.9	11464.9	13538.5
	毛利率	27.7%	23.2%	26.0%	26.9%	27.2%	28.2%	28.8%
智能电动平衡车、滑板车系列	智能电动平衡车、智能电动滑板车系列	5262.3	6405.5	5536.9	3487.6	3643.0	3946.2	4240.6
	YOY	24.5%	21.7%	-13.6%	-37.0%	4.5%	8.3%	7.5%
	销售量(万台)	290.0	332.8	249.8	168.9	175.3	186.4	196.6
	YOY	24%	15%	-25%	-32%	4%	6%	5%
	均价(元/台)	1814.3	1924.6	2216.1	2064.8	2078.3	2117.6	2157.5
	YOY	0%	6%	15%	-7%	1%	2%	2%
	成本	3834.9	4798.4	3907.1	2460.5	2568.3	2778.1	2981.1
	YOY	27.1%	25.1%	29.4%	29.4%	29.5%	29.6%	29.7%
	智能电动滑板车	4277.1	5313.5	4763.6	3070.6	3226.0	3520.9	3806.7
	YOY	32.4%	59.9%	-10.3%	-35.5%	5.1%	9.1%	8.1%
智能电动两轮车系列	智能电动两轮车系列	432.1	1334.3	2663.1	4473.1	6677.2	8612.0	10779.2
	YOY	17540.9%	208.8%	99.6%	68.0%	49.3%	29.0%	25.2%
	成本	353.2	1185.0	2232.8	3635.9	5421.6	6811.9	8421.6
	YOY	18.3%	11.2%	16.2%	18.7%	18.8%	20.9%	21.9%
	电动两轮车	432.1	1200.9	2431.0	4232.3	6348.5	8094.3	10072.6
	YOY		177.9%	102.4%	74.1%	50.0%	27.5%	24.4%
	销售量(万台)	11.4	42.0	82.6	147.1	220.7	275.9	336.6
	YOY		267.4%	96.7%	78.1%	50%	25%	22%
	均价(元/台)	3779.4	2859.2	2942.3	2876.2	2876.2	2933.8	2992.4
	YOY		-24.3%	2.9%	-2.2%	0%	2%	2%
机器人系列	机器人系列	7.7	21.3	120.7	252.3	556.2	719.9	932.1
	YOY	88.0%	174.7%	466.7%	109.1%	120.4%	29.4%	29.5%
	成本	4.8	13.6	61.5	118.3	228.0	288.0	363.5
	YOY	38.4%	36.2%	49.1%	53.1%	59.0%	60.0%	61.0%
	割草机器人			87.1	224.0	520.4	676.6	879.5
	YOY				157.1%	132.3%	30.0%	30.0%
	销售量(万台)			1.3	3.7	9.0	11.7	15.2
	YOY					144.6%	30.0%	30.0%
	均价(元/台)			6701.4	6087.0	5782.6	5782.6	5782.6
	YOY				-9%	-5%	0%	0%
其他产品	其他产品及业务	300.6	1384.9	1803.7	2009.0	2383.2	2689.6	3055.6
	YOY	-14.8%	360.7%	30.2%	11.4%	18.6%	12.9%	13.6%
	成本	147.7	1024.9	1293.2	1257.6	1429.9	1586.9	1772.2
	YOY	50.9%	26.0%	28.3%	37.4%	40.0%	41.0%	42.0%
	全地形车		559.9	586.8	698.2	1006.9	1244.5	1538.2
	YOY			4.8%	19.0%	44.2%	23.6%	23.6%
	销售量(万台)		2.0	1.4	1.8	2.5	3.0	3.6
	YOY			-32.3%	30.7%	40%	20%	20%
	均价(元/台)		27993.6	43317.0	39430.6	40613.5	41831.9	43086.9
	YOY			54.7%	-9.0%	3%	3%	3%
其他产品		672.0	985.1	1182.7	1241.9	1304.0	1369.2	
YOY			46.6%	20.1%	5.0%	5.0%	5.0%	
其他业务	3.2	153.1	231.7	128.1	134.5	141.2	148.2	
YOY	-71.3%	4731.3%	51.4%	-44.7%	5.0%	5.0%	5.0%	

来源：wind，公司招股书，公司年报，国金证券研究所

费用率方面，1) 销售费率：随新品推出、新渠道铺设，公司仍需进行较多销售费用投入，但考虑到收入提升下规模效应显现，我们预计销售费用率维持稳定，预计 2024-2026 年销售费用率为 8.7%/8.7%/8.6%。2) 管理费率：公司积极实施股权激励，股权激励费用的增多会增加期间费用，但随着公司规模效应增强，管理经验的积累，我们认为未来公司的管理费率有望有所下降，预计 2024-2026 年公司管理费率为 6.5%/6.4%/6.3%。3) 研发费率：公司重视科技研发，研发投入较大，预计研发费率预计维持在 6.0%左右。

3.2、投资建议及估值

综合收入、成本预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.3/10.0/13.2 亿元，同



比+21.4%/+38.2%/+31.9%，每份存托凭证收益为 10.2/14.0/18.5 元，对应 2024/4/22 收盘价 PE 为 29.9/21.6/16.4x，我们选取 3 家主营业务、渠道发展相似的公司进行可比公司估值比较，从渠道结构来看，我们选取同样以外销为主，且科技属性较强的石头科技为可比公司；从业务结构来看，我们选取以外销为主的滑板车龙头涛涛车业、扫地机龙头科沃斯作为可比公司，可比公司 24E PEG 中位值在 0.68x。我们认为公司作为全球智能短交通龙头，围绕核心移动能力、识别避障和在线数据等能力持续进行业务扩张，成长空间广阔，随着公司规模效应逐步兑现，我们预计公司盈利能力亦能迎来提升，应给予公司一定的估值溢价，我们给予公司 2024 年 1.05x PEG，对应目标价 32.70 元，给予“买入”评级。

图表41：可比公司估值比较

证券简称	股价	EPS (元)						PE (倍)					PEG 24E	23-26年 CAGR	
	2024/4/22	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2021	2022	2023	2024E	2025E			2026E
科沃斯	41.38	3.51	2.96	1.40	2.21	2.75	-	42.95	13.97	29.49	18.75	15.04	-	0.47	40%
涛涛车业	74.90	2.96	2.52	2.57	3.20	4.10	-	-	29.77	29.14	23.38	18.25	-	0.89	26%
石头科技	382.41	20.99	12.63	15.60	18.24	21.30	24.63	38.73	30.27	24.51	20.96	17.95	15.53	1.28	16%
中位数								40.84	29.77	29.14	20.96	17.95	15.53	0.68	33%
九号公司	30.36	5.80	6.32	8.29	10.15	14.03	18.51	52.86	48.17	36.29	29.91	21.64	16.40	0.97	31%

来源：wind，国金证券研究所；注：截至 2024/4/22，科沃斯、涛涛车业显示数据为 23-25 年 CAGR

4、风险提示

宏观消费环境疲软。公司是全球智能短交通龙头，若所处优质赛道高景气度回落，或影响公司终端业务扩张速度。

推新不及预期。公司围绕核心技术进行业务拓展，目前新品包括两轮车、全地形车、割草机等，若后续推新不及预期，或影响公司影响营收和业绩水平。

行业竞争加剧。若行业格局恶化导致公司份额减少，或影响公司利润水平。

汇率波动风险。公司的出口业务占比较高，销售主要以美元结算，如果人民币长期升值，可能会削弱公司产品的价格竞争力，对公司的毛利率产生负面影响，同时影响汇兑损益，进而影响公司的经营业绩。

大股东减持风险。截至 2024/3/31，小米系资本（People Better 和顺为资本）合计持有公司 11.0% 股权。未来公司仍有大股东减持风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	9,146	10,124	10,222	13,260	15,968	19,007
增长率		10.7%	1.0%	29.7%	20.4%	19.0%
主营业务成本	-7,022	-7,495	-7,472	-9,648	-11,465	-13,538
%销售收入	76.8%	74.0%	73.1%	72.8%	71.8%	71.2%
毛利	2,124	2,630	2,750	3,612	4,503	5,469
%销售收入	23.2%	26.0%	26.9%	27.2%	28.2%	28.8%
营业税金及附加	-36	-42	-57	-66	-80	-95
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-592	-925	-1,023	-1,154	-1,389	-1,635
%销售收入	6.5%	9.1%	10.0%	8.7%	8.7%	8.6%
管理费用	-520	-600	-676	-862	-1,022	-1,197
%销售收入	5.7%	5.9%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%
研发费用	-504	-583	-616	-796	-958	-1,140
%销售收入	5.5%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	472	479	378	734	1,054	1,401
%销售收入	5.2%	4.7%	3.7%	5.5%	6.6%	7.4%
财务费用	-99	171	136	109	110	132
%销售收入	1.1%	-1.7%	-1.3%	-0.8%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-63	-170	-105	-65	-67	-68
公允价值变动收益	53	79	148	0	0	0
投资收益	90	-24	-42	30	30	30
%税前利润	18.0%	n.a	n.a	3.6%	2.6%	2.0%
营业利润	511	565	564	829	1,148	1,516
营业利润率	5.6%	5.6%	5.5%	6.3%	7.2%	8.0%
营业外收支	-11	-3	77	5	5	5
税前利润	500	563	641	834	1,153	1,521
利润率	5.5%	5.6%	6.3%	6.3%	7.2%	8.0%
所得税	-92	-114	-45	-108	-150	-198
所得税率	18.3%	20.3%	7.0%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	408	449	596	726	1,003	1,323
少数股东损益	-3	-2	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	411	451	598	726	1,003	1,323
净利率	4.5%	4.5%	5.9%	5.5%	6.3%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	408	449	596	726	1,003	1,323
少数股东损益	-3	-2	-2	0	0	0
非现金支出	202	358	330	241	271	310
非经营收益	-172	-87	-125	-60	-38	-38
营运资金变动	-822	1,122	1,577	-654	593	387
经营活动现金净流	-384	1,841	2,378	253	1,829	1,982
资本开支	-239	-433	-809	-262	-411	-491
投资	159	-259	339	0	0	0
其他	72	30	16	30	30	30
投资活动现金净流	-8	-662	-454	-232	-381	-461
股权募资	12	74	73	200	0	0
债权募资	-296	-5	0	-78	0	0
其他	-21	-19	-220	-2	-2	-3
筹资活动现金净流	-304	50	-147	121	-2	-3
现金净流量	-733	1,270	1,800	142	1,446	1,519

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,726	3,081	4,974	5,108	6,542	8,047
应收款项	804	1,253	1,053	1,452	1,631	1,660
存货	2,383	1,817	1,108	1,813	1,879	1,938
其他流动资产	1,213	1,058	571	589	617	648
流动资产	6,127	7,209	7,706	8,962	10,669	12,293
%总资产	79.9%	76.7%	71.0%	73.3%	75.3%	76.5%
长期投资	184	464	704	704	704	704
固定资产	667	1,039	1,214	1,340	1,558	1,799
%总资产	8.7%	11.1%	11.2%	11.0%	11.0%	11.2%
无形资产	474	518	1,004	980	976	993
非流动资产	1,545	2,184	3,143	3,271	3,507	3,786
%总资产	20.1%	23.3%	29.0%	26.7%	24.7%	23.5%
资产总计	7,672	9,393	10,850	12,234	14,177	16,078
短期借款	26	25	51	50	50	50
应付款项	2,116	3,262	4,066	4,516	5,210	5,609
其他流动负债	1,010	928	1,030	1,074	1,300	1,462
流动负债	3,152	4,216	5,147	5,640	6,561	7,121
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	223	207	169	135	154	172
负债	3,375	4,422	5,316	5,774	6,715	7,293
普通股股东权益	4,275	4,897	5,457	6,382	7,385	8,708
其中：股本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
未分配利润	-3,071	-2,621	-2,018	-1,293	-290	1,033
少数股东权益	-2	49	77	77	77	77
负债股东权益合计	7,648	9,368	10,850	12,234	14,177	16,078

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	5.800	6.319	8.294	10.151	14.030	18.509
每股净资产	60.388	68.682	75.684	89.279	103.308	121.816
每股经营现金净流	-5.425	25.825	32.986	3.542	25.587	27.732
每股股利	0.000	0.000	2.835	1.015	1.403	1.851
回报率						
净资产收益率	9.61%	9.20%	10.96%	11.37%	13.58%	15.19%
总资产收益率	5.37%	4.81%	5.51%	5.93%	7.07%	8.23%
投入资本收益率	8.86%	7.60%	6.22%	9.74%	12.12%	13.72%
增长率						
主营业务收入增长率	52.36%	10.70%	0.97%	29.71%	20.42%	19.04%
EBIT 增长率	96.91%	1.49%	-21.16%	94.49%	43.51%	32.98%
净利润增长率	458.84%	9.73%	32.72%	21.35%	38.21%	31.93%
总资产增长率	17.06%	22.50%	15.81%	12.76%	15.88%	13.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.5	34.8	38.3	38.0	36.0	31.0
存货周转天数	96.9	102.3	71.5	70.0	62.0	55.0
应付账款周转天数	95.1	90.4	85.7	85.0	80.0	69.0
固定资产周转天数	23.5	33.8	38.2	31.3	29.2	27.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.37%	-75.18%	-93.21%	-81.93%	-90.14%	-93.70%
EBIT 利息保障倍数	4.7	-2.8	-2.8	-6.7	-9.6	-10.6
资产负债率	44.13%	47.21%	49.00%	47.20%	47.36%	45.36%

来源：公司年报、国金证券研究所；注：截至 2024/4/22


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	14	18	29
增持	1	6	8	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.46	1.36	1.31	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究