

九号公司 (689009.SH)

智能短交通龙头，新业务快速成长

核心观点：

- **九号是全球智能短交通领域领军者。**九号公司成立于2012年，目前业务覆盖平衡车、滑板车、两轮车、全地形车、割草机器人等多品类。据公司年报显示，23年公司收入102.2亿元(同比+0.97%)，利润达5.98亿元(同比+32.50%)，20-23年利润复合增速达到69.18%。
- **公司竞争优势在于短交通领域底层通用技术的研发积累，以及成熟的海外品牌、渠道。**(1)技术方面，公司已积累成熟的机器人技术、运载平台开发能力、在线化&数据化能力等底层通用技术。(2)品牌方面，公司于2015年收购平衡车鼻祖Segway，获得了可复用的海外品牌、渠道优势，帮助产品快速拓展全球市场。
- **主业：两轮车聚焦高端市场，快速成长；平衡车&滑板车B端业务调整结束。**(1)两轮车：产品主打高端定位，以领先的智能化等功能为基础，配合潮流的设计，精准把握年轻消费者对两轮车的社交属性需求。公司中报显示，24H1收入达33.8亿元(同比+114.8%)，收入占比达50.8%。(2)平衡车和滑板车：经历去小米化与TOB业务调整阵痛后，自主品牌快速成长，23年自主品牌零售量达到107.9万台，24H1贡献10.31亿元收入(同比+21.4%)，收入占比达15.5%。
- **新业务：全地形车与割草机器人性价比与智能化优势明显，快速拓展海外市场。**(1)全地形车主要面向欧美市场，智能化与混动技术领先，公司年报显示，23年销量已达1.77万台，24H1收入占比达7.6%。(2)割草机器人同样面向欧美，九号产品无需预埋线，性价比与智能化领先，有望替代传统割草机，24H1业务收入占比达6.7%。
- **盈利预测与投资建议：**公司是全球智能短交通领军者，预计24-26年归母净利同比增长116%、28%、23%。最新收盘价对应2025年PE 20.9x，参考业绩增速与可比公司的估值水平，给予2025年PE估值25倍，对应合理价值57.89元/CDR，给予“增持”评级。
- **风险提示：**技术研发风险，国际化业务风险，汇率波动风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10124	10222	14857	18340	21522
增长率(%)	10.7%	1.0%	45.3%	23.4%	17.4%
EBITDA(百万元)	830	726	1497	1932	2339
归母净利润(百万元)	451	598	1292	1660	2037
增长率(%)	9.9%	32.5%	116.0%	28.5%	22.7%
EPS(元/CDR)	0.64	0.84	1.80	2.32	2.84
市盈率(P/E)	48.02	35.44	26.83	20.88	17.01
ROE(%)	9.2%	11.0%	20.0%	20.5%	20.1%
EV/EBITDA	47.02	22.71	19.53	15.14	12.50

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

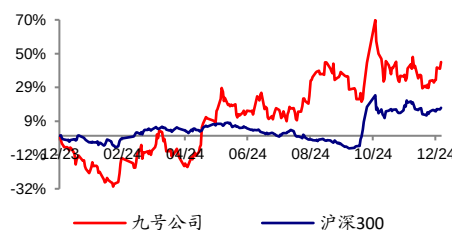
增持

当前价格	48.35元
合理价值	57.89元
前次评级	增持
报告日期	2024-12-11

基本数据

总股本/流通股本(亿 CDR)	7.2/5.5
总市值/流通市值(亿元)	346.6/264.2
一年内最高/最低(元)	56.80/23.34
30 日日均成交量/额(百万)	9.6/441.3
近3个月/6个月涨跌幅(%)	6.38/25.88

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

符超然



SAC 执证号：S0260522080007



021-38003645



fuchaoran@gf.com.cn

请注意，符超然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

九号公司	2024-10-29
(689009.SH):24Q3 业绩	
保持高增长，盈利能力同比	
提升	
九号公司	2024-08-07
(689009.SH):24Q2 业绩	
超预期，两轮车保持高增长	

目录索引

一、智能短交通龙头，研发积累深厚	5
（一）智能短交通龙头，产品布局丰富	5
（二）业绩快速成长，利润率稳步提升	6
（三）管理层经验丰富，技术背景深厚	7
二、竞争优势：底层技术积累深厚，海外品牌渠道领先	9
（一）公司坚持高研发投入，短交通领域底层通用技术积累深厚	9
（二）SEGWAY 品牌优势领先，助力公司新品快速开拓海外市场	11
三、主业：两轮车抢占高端市场，自主品牌滑板车恢复增长	12
（一）两轮车：新规落地与补贴拉动行业增长，九号快速抢占高端市场	12
（二）平衡车&滑板车：B 端业务调整结束，自主品牌恢复增长	15
四、新业务：横向拓展边界，全地形车与割草机有望快速成长	17
（一）全地形车：面向欧美地区，性价比优势明显	17
（二）割草机器人：替代传统人工割草机，仍是蓝海市场	19
五、盈利预测与投资建议	21
六、风险提示	23

图表索引

图 1: 九号公司发展历程图	5
图 2: 2019-2024H1 年九号公司分产品营收占比	5
图 3: 2019-2024H1 九号公司营收及增速	6
图 4: 2019-2024H1 九号公司归母净利润及增速	6
图 5: 2019-2024H1 九号公司净利率与毛利率水平	7
图 6: 九号公司股权结构 (截至 24Q3)	7
图 7: 九号、雅迪、爱玛、小牛、新日 23 年研发费用率	9
图 8: 九号、爱玛、新日 23 年研发人员占比	9
图 9: 九号 RideyLONG 自研长续航系统	10
图 10: 九号两轮车智能配置	10
图 11: 九号在小米、红杉助力下收购 Segway	11
图 12: 九号收购 Segway 后渠道拓展至全球	11
图 13: 2019 年《新国标》施行后行业销量快速增长	12
图 14: 2018-2027 年全球市场电动两轮车销量	13
图 15: 九号两轮车销量及增速 (2020-2024H1)	13
图 16: 九号两轮车业务收入及增速 (2020-2024H1)	13
图 17: 2021-2022 国内主要品牌智能化评测年度总分值	14
图 18: 2022 年九号电动车在 7000 元以上市场份额领先	14
图 19: 九号签约易烱千玺为品牌全球代言人	14
图 20: 九号两轮车产品设计偏向潮流、年轻化	14
图 21: 雅迪门店数量增速与收入增速 (2019-2022)	14
图 22: 九号两轮车门店数量及增速 (2021-2024H1)	15
图 23: 九号两轮车门店距离雅迪、新日仍有差距	15
图 24: 中国电动平衡车需求量及增速	15
图 25: 全球电动滑板车市场产值及增长率	15
图 26: 九号公司小米 (定制) 业务收入与增速	16
图 27: 九号公司 toB 业务收入与增速	16
图 28: 九号自主品牌零售滑板车收入及增速 (22-24H1)	16
图 29: 2017-2028 年全球全地形车市场收入及增长率	17
图 30: 九号全地形车可实现手机智能操控	19
图 31: 九号全地形车收入与增速 (2021-24H1)	19
图 32: 九号割草机器人 (Segway Navimow i105N)	19
图 33: 传统人工割草机	19
图 34: 割草机器人市场规模	20
图 35: 欧美国家割草机器人渗透率	20
表 1: 公司创始人及高管人员简介	8
表 2: 九号核心专利技术	10
表 3: Segway 渠道	11
表 4: 九号公司全地形车技术布局	18
表 5: 全地形车产品对比	18
表 6: 美亚畅销割草机器人产品对比	20

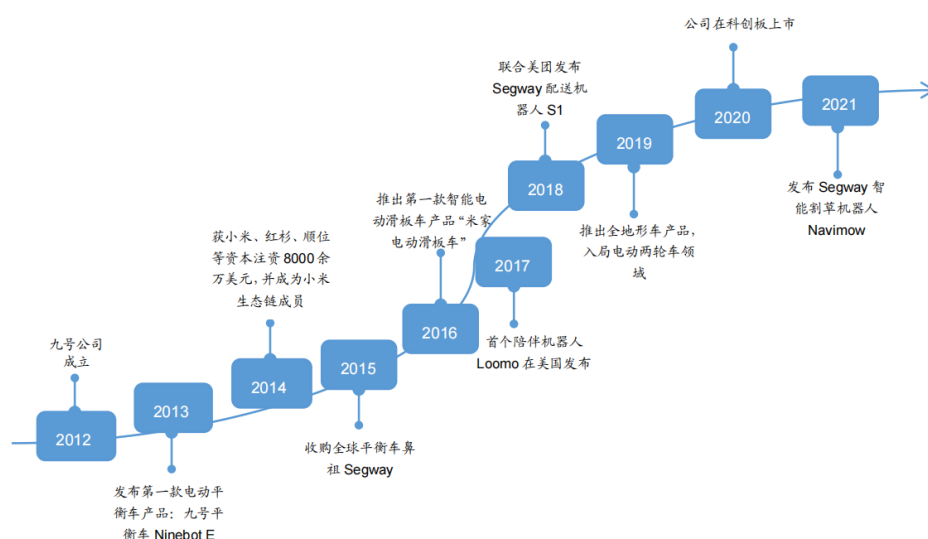
表 7: 九号公司分业务收入预测 (亿元)	22
表 8: 九号公司毛利率分拆预测表	22
表 9: 九号公司可比公司估值表	22

一、智能短交通龙头，研发积累深厚

（一）智能短交通龙头，产品布局丰富

九号公司是全球智能短交通领域龙头，是境内上市企业中“VIE+CDR第一股”。招股说明书显示，公司成立于2012年，公司以简化人和物的移动为目的，聚焦两大领域：智能短交通和服务类机器人。2014年，公司获小米、红杉、华山、顺为等投资，并成为小米生态链一员；2015年，九号全资收购平衡车鼻祖Segway，成为平衡车领域领军企业，借助Segway品牌和渠道，公司快速拓展海外市场。2020年九号公司于上海证券交易所科创板成功上市，成为中国境内上市企业中“VIE+CDR第一股”。

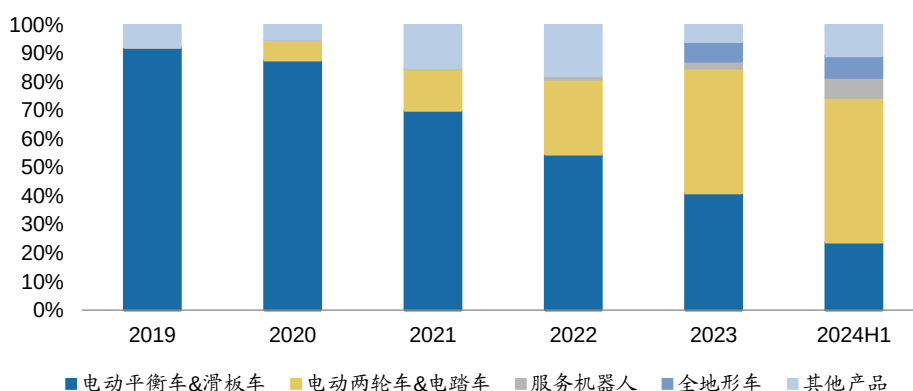
图1：九号公司发展历程图



数据来源：公司招股书，公司官网，广发证券发展研究中心

公司以电动平衡车业务起家，目前已拓展至智能电动滑板车、服务类机器人、智能电动摩托/自行车、全地形车及其他产品系列多个赛道。

图2：2019-2024H1年九号公司分产品营收占比



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

（二）业绩快速成长，利润率稳步提升

复盘公司发展历程，早期业务依赖小米定制与to B渠道，目前已经调整为自主品牌为主。

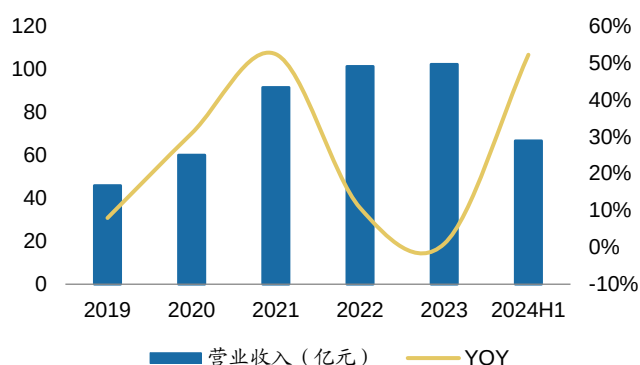
（1）高速发展期：2020年之前，公司主要收入来自小米定制业务与to B业务，得益于滑板车市场发展与共享经济繁荣，公司收入、利润快速增长。

（2）业务调整期：2021-2023年，原主业小米定制业务与to B业务收入萎缩，拖累公司整体业绩增速，但同时两轮车业务起步并快速发展。

（3）新成长期：2024年来，小米定制业务收入占比已降至低位，to B业务调整基本结束，两轮车业务进入渠道快速扩张期，带动收入、利润重回高速增长趋势。同时，全地形车、割草机器人等新业务开始快速成长。

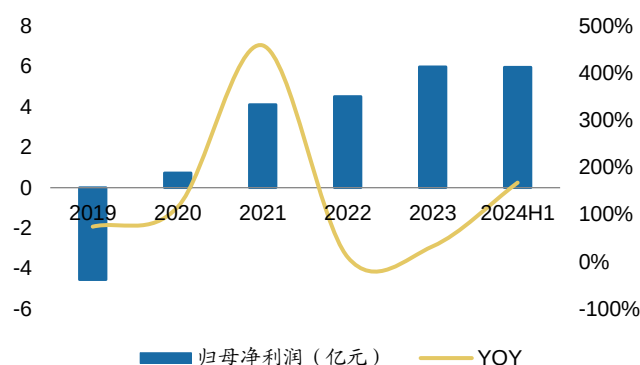
24年公司收入、利润恢复快速增长。公司中报显示，2024H1实现收入66.66亿元（YoY+52.2%），归母净利5.96亿元（YoY+167.8%），扣非归母净利5.83亿元（YoY+175.6%）。业绩增速加快，主要系两轮车、全地形车、割草机器人等主营业务加速增长：（1）24H1电动两轮车实现收入33.8亿元（YoY+114.8%），销量120万台（YoY+122.1%）。（2）24H1全地形车营收5.1亿元（YoY+78.5%），销量1.21万台（YoY+60.1%）。（3）24H1割草机器人营收4.49亿元（YoY+315.7%）。

图3：2019-2024H1九号公司营收及增速



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

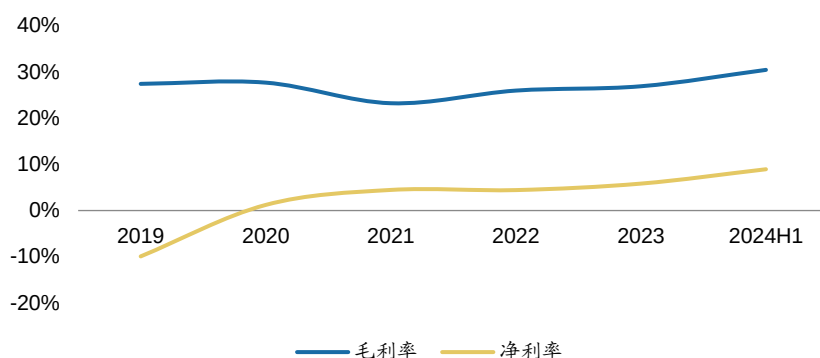
图4：2019-2024H1 九号公司归母净利润及增速



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

24H1公司毛利率明显提升。公司财报显示，2021-2023年公司毛利率稳步提升，2024H1公司毛利率30.5%（YoY+2.8pct），主要系产品结构优化、电动两轮车和全地形车等毛利率提升带动。费用率方面，2024H1公司期间费用率为19.4%（YoY-1.5pct），费用率的压缩进一步推动净利率提升，2024H1公司净利率为8.9%（YoY+3.9pct）。

图5: 2019-2024H1九号公司净利率与毛利率水平

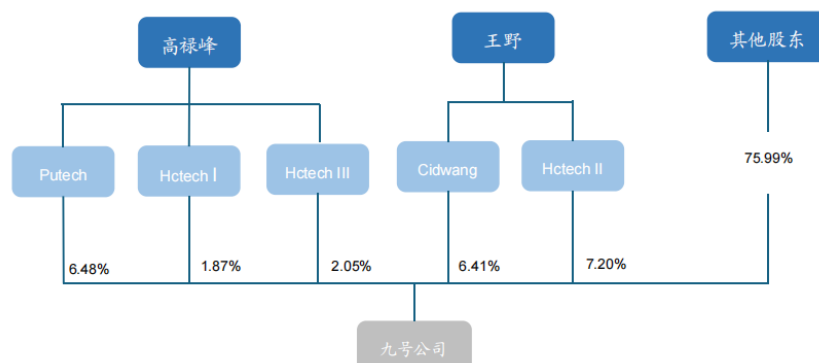


数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

(三) 管理层经验丰富, 技术背景深厚

公司创始人高禄峰、王野为实际控制人, 控制权集中。招股说明书显示, 公司设AB股模式, A类普通股对应1个投票权, B类普通股对应5个投票权。目前仅有高禄峰和王野持有B类普通股, 其他投资者均持有A类普通股, 截至2024年Q3, 高禄峰持有公司10.4%的股份, 占表决权的28.84%, 王野持有公司13.61%的股份, 占表决权的33.99%, 根据高禄峰与王野签署的《一致行动人协议》, 高禄峰与王野合计持有公司24.01%的股份, 占公司表决权的62.83%, 为公司的实际控制人。

图 6: 九号公司股权结构 (截至 24Q3)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

高管技术背景深厚, 经验丰富, 并来自机器人、家电、全地形车等多个行业。公司创始人高禄峰和王野均来自北京航空航天大学, 深耕机器人行业多年, 技术背景深厚, 创业与管理经验丰富。总裁陈中元、CTO刘淼博士均来自北京航空航天大学, 均有深厚的技术研发背景; CFO凡孝金曾在美的, 奥克斯任职; 董秘徐鹏曾担任联想控股股份有限公司财务经理。ORV事业部总裁朱坤曾在春风动力任职; 两轮车事业部总经理张珍源于2013年加入公司; 共享出行事业部总经理赵欣于2016年加入公司, 曾在钱江进出口公司任职。

表 1: 公司创始人及高管人员简介

姓名	职务	年龄	简介
高禄峰	董事长、董事	43	北京航空航天大学机械工程及自动化学院飞行器控制专业学士。2008 年 11 月-2011 年 12 月，担任新索科技(北京)有限公司 CEO。2012 年至今作为联合创始人之一创办 Ninebot。
王野	董事、CEO	42	北京航空航天大学机器人研究所工学硕士。2007 年 7 月-2010 年 10 月，担任北京博创兴盛机器人技术有限公司总经理。于 2009 年 10 月起，任北京市人工智能学会常务理事。曾获国防科学技术奖二等奖和中国机械工业科学技术进步奖三等奖。2012 年至今，作为联合创始人之一创办 Ninebot，2013 年 1 月-2020 年 2 月历任公司联席 CEO，总裁职务。
陈中元	董事、总裁	35	北京航空航天大学机器人研究所工学硕士。2012 年至今作为技术合伙人加入公司。2015 年-2017 年，作为技术专家参与制定和修订与公司产品相关的 CQC 标准，中国国家标准，美国 UL 标准等国内外重要标准。
凡孝金	CFO	48	南京大学工商管理硕士。曾担任美的集团中央空调事业部，国际事业部财务总监，奥克斯集团副总裁等职。2021 年 5 月加入公司。
刘淼	CTO	42	北京航空航天大学计算机学院博士后。2015 年至 2021 年于上海友袁科技有限公司任职联合创始人兼 CTO。2021 年加入公司。
黄琛	高级副总裁	43	香港城市大学工商管理学院 Mini-MBA。2014 年 9 月-2016 年 4 月，担任深圳拓邦股份有限公司智能照明事业部总经理。2016 年加入公司，目前任高级副总裁。
陶运峰	副总裁	40	哈尔滨理工大学国际经济与贸易专业学士，2016 年 6 月-2016 年 11 月，于世纪互联宽带数据有限公司人力资源部门任职。2016 年加入公司。
肖潇	副总裁	42	2004 年 2 月-2006 年 7 月，担任首都机场股份有限公司技术工程师；2006 年 8 月-2012 年 6 月，担任爱瑞雷格(北京)贸易公司市场经理。2012 年加入公司，历任国内销售总监，质量部副总裁，亚太业务部副总裁，目前任副总裁。
朱坤	ORV 总裁	45	2005 年 7 月-2018 年 5 月，历任浙江春风动力股份有限公司质量部经理，技术部经理，工艺部经理，新产品项目经理，总经理助理，副总经理。2018 年加入公司，现任 ORV（越野车）总裁。
赵欣	商用出行事业部总经理	36	2016 年加入本公司，现任公司商用出行事业部总经理，历任公司国际销售总监，欧洲分公司业务副总，产品线高级总监。
徐鹏	董事会秘书	43	中国海洋大学国际金融专业学士学位。2006 年 8 月-2009 年 12 月，担任普华永道中天会计师事务所高级审计师；2010 年 3 月-2012 年 3 月，担任北京瑞沃迪国际教育有限公司财务分析经理；2012 年 4 月-2015 年 8 月，担任联想控股股份有限公司财务经理；2015 年加入公司，现任董事会秘书兼信息披露境内代表。
张珍源	电动车事业部总经理	41	2013 年加入九号公司，现任公司电动车事业部总经理自加入公司以来，张珍源历任公司高级结构工程师、研发经理、产品线负责人。在担任电动车事业部总经理后，张珍源带领团队打造了“九号真智能系统”，并创造多个爆款电动车产品。

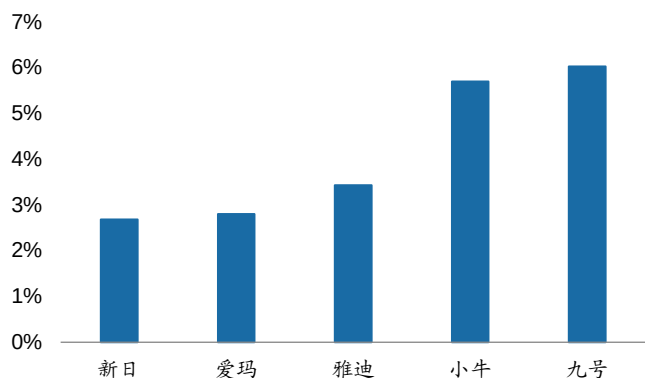
数据来源：Wind，公司官网，广发证券发展研究中心

二、竞争优势：底层技术积累深厚，海外品牌渠道领先

（一）公司坚持高研发投入，短交通领域底层通用技术积累深厚

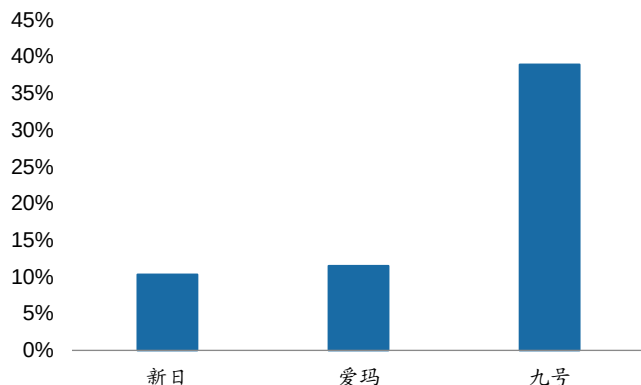
公司高度重视研发，研发投入行业领先。2023年公司研发费用为6.16亿元，2020-2023年复合增速达到7.46%。横向比较，2023年公司研发费用率为6.0%，研发费用率稳定且在行业内处于领先水平。截止24H1公司研发人员高达1410人，占公司人数34.4%，同样处于行业领先。

图7：九号、雅迪、爱玛、小牛、新日23年研发费用率



数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

图8：九号、爱玛、新日23年研发人员占比



数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

基于长期高研发投入，公司已建立成熟的研发体系，机器人技术、运载平台开发能力、在线化&数据化能力等底层通用技术积累深厚。（1）机器人技术：包含了先进的感知技术、计算技术、执行控制、伺服控制技术。（2）运载平台开发能力：包含三电、全系统设计与工程整合能力，全球供应链管理能力和等。（3）在线化&数据化技术：包含自研IOT网关、Web Services云服务能力和等。

基于机器人技术、运载平台开发能力、在线化&数据化能力等底层通用技术的积淀，九号在短交通各领域快速拓展，将底层技术不断应用至两轮车等品类，赋予其相比于传统竞品明显领先的技术优势。

以电动两轮车为例：（1）基于机器人感知技术的积累，九号两轮车率先搭载了包括如坐垫感应、驻车感应等一系列智能功能，减少了油门误触引起的车辆加速风险，增加了产品的安全性。（2）基于领先的三电设计与工程整合能力，九号开发了RideyLONG系统（九号自研长续航系统），其中自研的BMS6.0（电池管理系统）能够根据公司的大数据研究与实验室测试结果，达到针对性的调节电池包放电算法，保证电池适配九号的车型。同时自研L级电控系统，反复调试匹配算法，通过精准匹配电池、电控、电机之间的最高效率工作模式，实现续航提升。（3）基于成熟的IOT、云服务等技术，九号两轮车不仅搭载了NFC感应解锁等功能，还搭载了OTA无线升级功能，用户可以不断获得新功能及性能提升，确保车辆保持最新状态。

图9：九号RideyLONG自研长续航系统



数据来源：九号公司微信公众号，广发证券发展研究中心

图 10：九号两轮车智能配置



数据来源：九号公司微信公众号，广发证券发展研究中心

表2：九号核心专利技术

序号	核心技术名称	技术来源	应用产品	技术先进性
1	自平衡控制技术	基于授权专利自主研发	电动平衡车类、电动自行车、 电动摩托车等一系列电动两轮 车类产品	国际领先
2	高可靠双重保护电池管理技术	自主研发	电动平衡车类，电动滑板车 类，电动自行车类，电动摩托 车类，机器人系列	国际等同
3	超宽带无线定位技术	自主研发	九号平衡车 Plus	国际等同
4	高精度低成本永磁同步电机驱 动技术	自主研发	电动平衡车类、电动滑板车 类、电动自行车，电动摩托车 等电动两轮车类、机器人系列 产品	国内领先
5	电动两轮车智能系统	自主研发	电动自行车、电动摩托车等一 系列电动两轮车类产品	国内领先
6	自主导航技术	自主研发	室内配送机器人	国际等同
7	基于视觉 Tag 编码的建图和定 位系统	自主研发	室内餐厅配送机器人	国际领先
8	智能骑行辅助系统	自主研发	智能共享滑板车	国际等同
9	长续航技术	自主研发	电动两轮车、电动平衡车和电 动滑板车，10 寸滑板车平台	行业领先
10	防水抱闸轮毂电机	自主研发	RMP Plus 401 机器人移动平 台	国内领先
11	半稠密 Tag 技术方案	自主研发	室内餐厅配送机器人	国内领先
12	免充气更安全充气轮胎	自主研发	电动两轮车、电动平衡车和电 动滑板车所有两轮产品的轮胎	行业领先，业内首创
13	基于 RTK、惯导与里程计的高 精度融合定位系统	自主研发	割草机器人 Navimow	国际等同

14	全新感应解锁 2.0	自主研发	电动两轮车、电动滑板车、E-bike	国际等同
15	HIAS 前灯技术	自主研发	电动两轮车	国际等同
16	FindMy 定位查找技术	自主研发	电动滑板车、E-bike、电动摩托车	行业领先，业内首创
17	鼯鼠控算法	自主研发	两轮电动车、滑板车	国内领先
18	低成本高通用性 4G10T 技术	自主研发	两轮电动车	国际领先

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）Segway 品牌优势领先，助力公司新品快速开拓海外市场

2015年4月九号在小米、红杉等机构的助力下，完成了对Segway（赛格威）100%股权的收购，实现了Segway-Ninebot双品牌布局。

Segway是平衡车的发明者，在短交通领域技术、品牌、渠道积淀深厚。参考Segway官网信息，Segway由发明家迪恩·卡门于1999年创立，2002年推出了首款平衡车。在品牌方面，Segway自创立以来即定位高端市场，深受欧美消费者欢迎，是平衡车领域全球最具影响力的品牌；在技术方面，Segway拥有平衡车全品类产品线，全球视野的研发体系。在渠道方面，Segway业务覆盖 to B和to C端，基本覆盖欧美主要零售渠道。

图11：九号在小米、红杉助力下收购Segway



数据来源：九号公司官方微博、广发证券发展研究中心

图12：九号收购 Segway 后渠道拓展至全球



数据来源：九号公司官方微博、广发证券发展研究中心

表3：Segway渠道

	渠道种类	合作渠道
线下	零售店	ABT、Brandsmart、Canadian Tire、Tanguay、Simply EV、SmartWheel、Ride the Glide、WheelZen Rides、Simply Mac
	会员店	Costco、Sam's Club
线上	官方线上	Segway 官方商城、Amazon
	线上零售商	Rev Rides、BestBuy、Target、Curacao、Brandsmart、AIC Motorsports、ABT
	线上经销商	Walmart、eBay

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

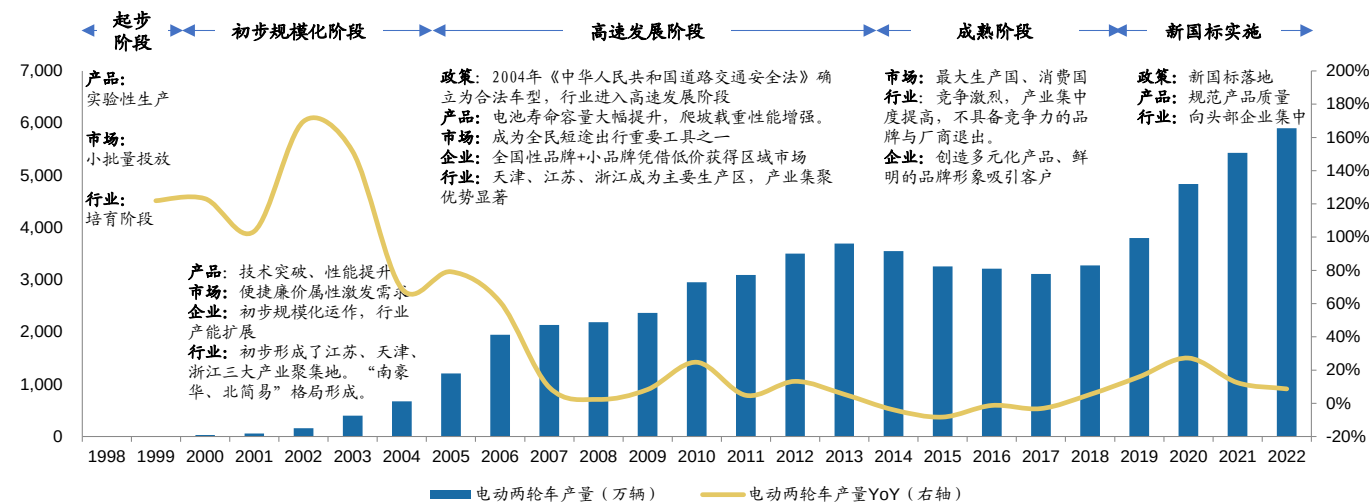
九号收购Segway后，双方协同作用明显，助力新品类打开全球市场。九号拥有深厚的机器人技术积累与成熟高效的供应链，Segway拥有成熟的品牌与渠道，收购完成后双品牌协同作用明显。作为新公司，Segway-Ninebot产品线覆盖平衡车全品类，在技术方面拥有平衡车领域全球最核心的400多项行业专利；在供应链方面，在全球重点区域均有企业和工厂布局；在渠道方面，拥有全球100多个国家的渠道，服务网络覆盖全球，并成为包括法拉利、保时捷、香奈儿等众多全球优质企业的合作伙伴。得益于双品牌的成功协同，全地形车、割草机器人等新品类得以快速进入海外市场。

三、主业：两轮车抢占高端市场，自主品牌滑板车恢复增长

（一）两轮车：新规落地与补贴拉动行业增长，九号快速抢占高端市场

短期来看，25年两轮车行业新规有望落地，结合以旧换新补贴刺激，存量车换新需求有望加速，行业规模有望恢复增长。2024年8月，商务部等五部门发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》，将电动两轮车纳入消费补贴范围。参考工信部数据，目前国内电动车保有量已超过3.5亿台，若按照正常使用寿命5年估算，则每年的自然替换量超过7000万台。目前国内行业销量距离7000万台仍有差距，主要因为仍有大量的两轮车使用寿命超过5年。本轮行业监管加强与以旧换新补贴，有望带来新一轮存量车加速更新，拉动行业规模增长。

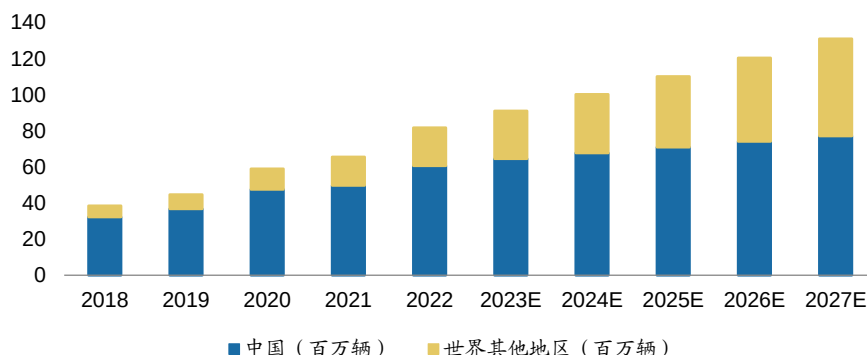
图13：2019年《新国标》施行后行业销量快速增长



数据来源：爱玛科技首次招股说明书，EVTank，广发证券发展研究中心

长期来看，电动两轮车国内市场规模已超5000万台，海外市场仍是蓝海。（1）国内市场，艾瑞咨询数据显示，2022年国内两轮车市场规模已超5000万台。短期来看，《新国标》与以旧换新政策仍是国内市场增长主要驱动力，长期C端和B端需求均有提升空间。（2）海外市场，目前仍是蓝海，在补贴和禁摩政策等因素推动下，市场有望快速发展。根据绿源集团招股书引用的弗若斯特沙利文数据，2027年海外市场销量将达到5390万辆，出海有望成为电动两轮车企业发展的重要方向。

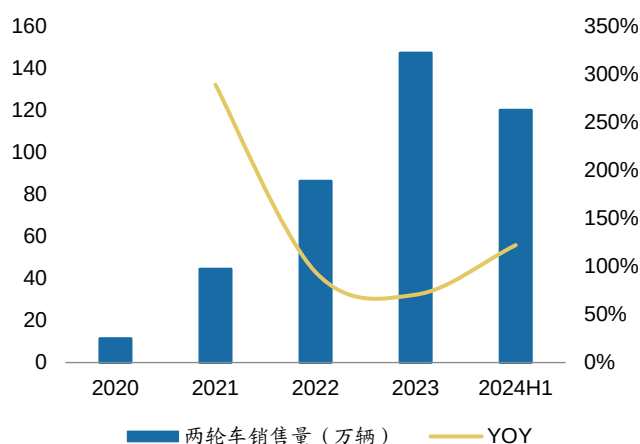
图14: 2018-2027年全球市场电动两轮车销量



数据来源：绿源集团控股首次招股说明书，弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

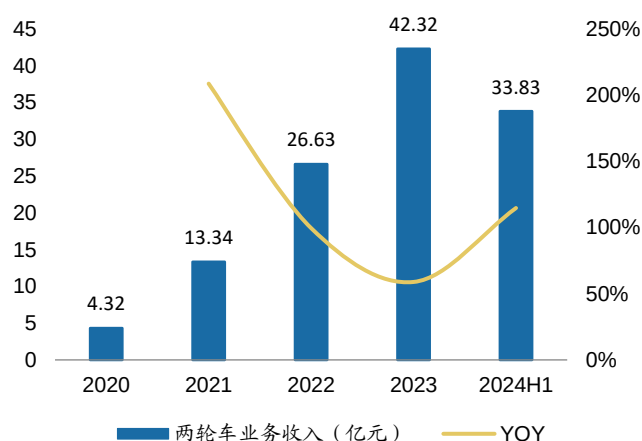
九号电动两轮车精准把握智能化与高端化定位，业务快速增长。九号两轮车业务起步于2019年底，精准把握了智能化的产品需求，以及年轻化、高端化的品牌定位，在竞争激烈的电动两轮车市场快速抢占了份额。根据公司年报，2023年九号两轮车销量已达到147.15万台，2020-2023年复合增速达到38.6%；24H1九号两轮车销量达120万台（同比+122.1%），贡献收入33.8亿元。

图15: 九号两轮车销量及增速（2020-2024H1）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图16: 九号两轮车业务收入及增速（2020-2024H1）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

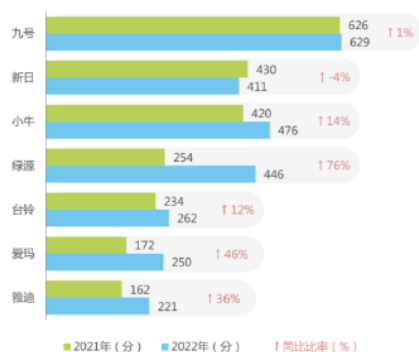
具体来看，九号两轮车之所以能够快速成长为行业巨头，核心原因是产品性能领先与精准定位行业相对空白的高端市场，而直接驱动力为渠道的快速拓展。

产品方面，公司凭借深厚的技术积累，赋予产品领先的性能和智能化的操作体验。如在续航等核心性能方面，九号推出的RideyLONG系统，通过优化电池和自研电控系统、自研轮胎配方、专利花纹以及优化电机绕线等方式，实现高效低耗，增加车辆续航。而在智能化方面，九号不仅配备无钥匙进入，感应解锁等功能，还具备OTA无线升级，家庭账号共享等功能。

定位方面，九号两轮车切中了市场相对空白的高端定位，一方面以智能化支撑起高端化定位；另一方面以潮流的产品设计、年轻的品牌风格，精准把握年轻消费者对两轮车的社交属性需求。早期两轮车产品主要定位是大众平价通勤工具，忽略了年轻消费者对两轮车作为交通工具，对于外观设计、品牌定位、社交属性的需求。九号自推出以来，即主打高端定位，智能化功能领先，产品设计新潮，并签约易烱千玺为代言人，精准把握年轻消费者对高端、潮流电动车产品的需求。参考《鲁大师两轮电

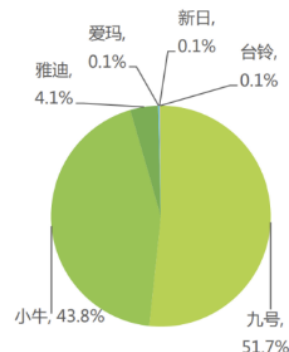
《电动车行业调研报告》数据，在高价格带/高端产品线中，九号市场份额优势明显。具体来看，在5000元以上价格段销量Top10的车型中，九号公司占据8款；在7000元以上的市场中，九号占据了51.7%的市场份额。

图17: 2021-2022国内主要品牌智能化评测年度总分值



数据来源: 艾瑞咨询,《鲁大师两轮电动车行业调研报告》, 广发证券发展研究中心

图18: 2022年九号电动车在7000元以上市场份额领先



数据来源: 艾瑞咨询,《鲁大师两轮电动车行业调研报告》, 广发证券发展研究中心

图19: 九号签约易烱千玺为品牌全球代言人



数据来源: 九号公司官网, 广发证券发展研究中心

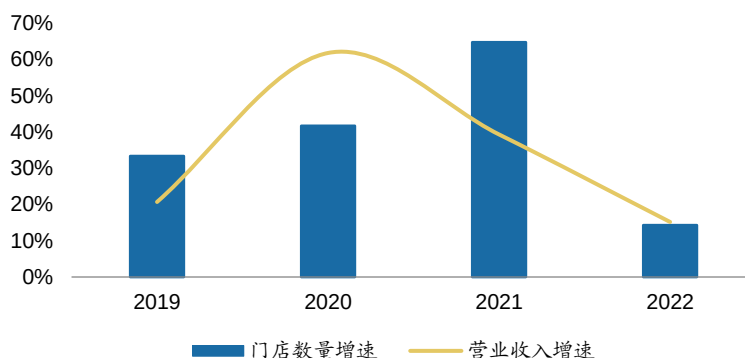
图20: 九号两轮车产品设计偏向潮流、年轻化



数据来源: 九号公司官网, 广发证券发展研究中心

渠道方面，复盘两轮车行业各企业的发展历程，渠道快速增长均是业绩增长的重要驱动力。以雅迪为例，2019-2022年，雅迪进入渠道快速扩张期。根据雅迪控股公司年报，2019-2022 年雅迪经销商数量从 2155 家增长至 4041 家，复合年均增长率达 23.31%，销售点数量由 12000 增长至约 32000，复合年均增长率为 38.67%。22年收入达到310亿，2019-2022年收入复合增速33%，峰值20年收入增长62%。

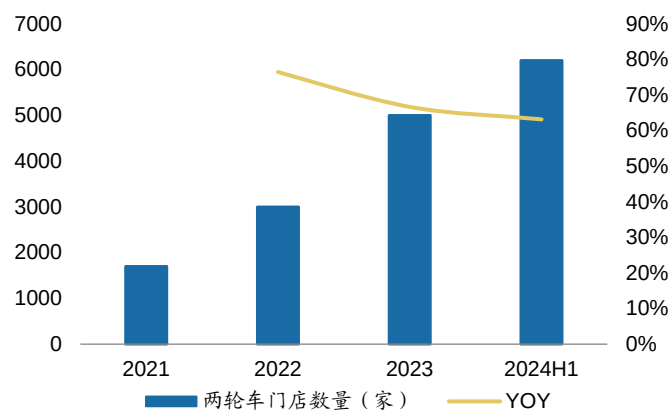
图21: 雅迪门店数量增速与收入增速 (2019-2022)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

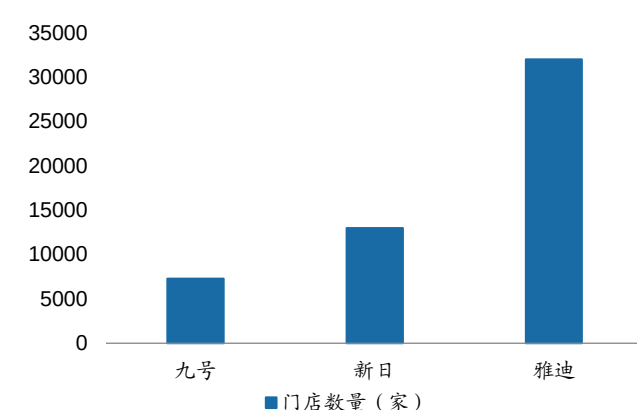
借助智能化与高端化打开突破口后，九号目前已进入线下渠道快速扩张期，未来渠道数量仍有提升空间。据公司投资者交流记录公告显示，截止24年11月，九号公司的两轮车线下门店已达7300家，覆盖1100余个县市，但距离雅迪、新日等传统品牌仍有差距。随着一二线城市电动两轮车保有量提升，以及下沉市场年轻人对高端潮流电动车的需求提升，九号两轮车门店仍有较大提升空间。

图22：九号两轮车门店数量及增速（2021-2024H1）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图23：九号两轮车门店距离雅迪、新日仍有差距



数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

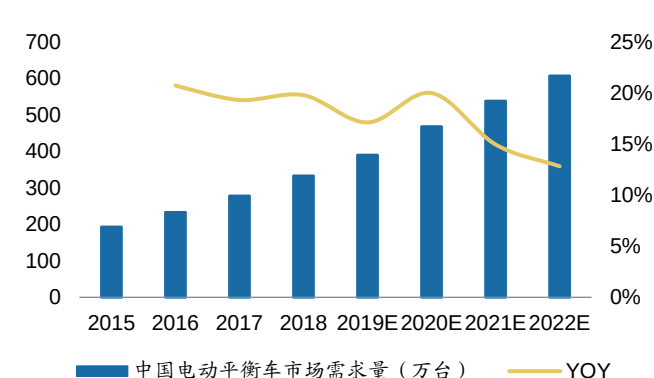
注：九号数据更新至24年11月，新日、雅迪为23年报数据。

（二）平衡车&滑板车：B端业务调整结束，自主品牌恢复增长

电动平衡车：兼具代步与娱乐双重属性，全球市场销量超1000万台。电动平衡车是利用车内加速度传感器、陀螺仪等元件检测车体姿势状态，再通过伺服控制系统驱动电机进行相应的调整，从而保持动态平衡的一种代步设备，兼具代步与娱乐双重属性。EVTank数据显示，2020年全球电动平衡车出货量已达1032万台（YoY+23.7%），而中国生产了全球大约90%的电动平衡车，且60%左右的产品出口海外。

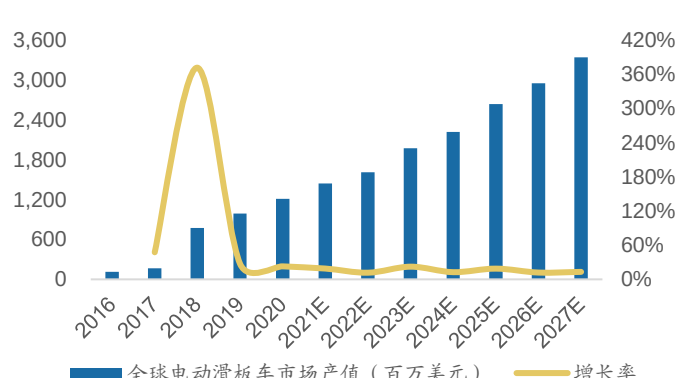
电动滑板车：小巧便携，全球市场规模超400万台。共享出行市场的兴起，有效带动了全球电动滑板车销量的快速增长。碳中和背景叠加疫情催化，共享出行市场在海外迅速发展。未来全球范围内的电动滑板车市场容量有望进一步提升，根据QYResearch数据，预计2027年全球电动滑板车市场规模将达到33.4亿美元。

图24：中国电动平衡车需求量及增速



数据来源：九号有限公司招股说明书，广发证券发展研究中心

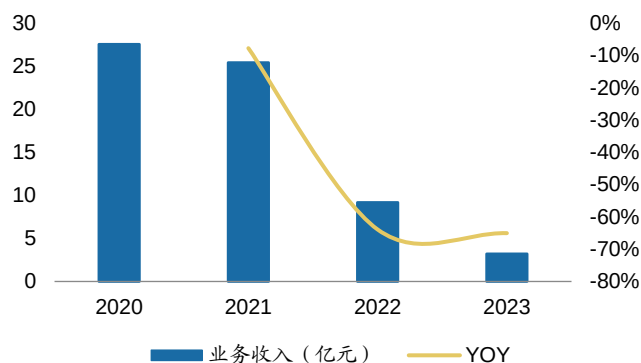
图25：全球电动滑板车市场产值及增长率



数据来源：QYResearch，广发证券发展研究中心

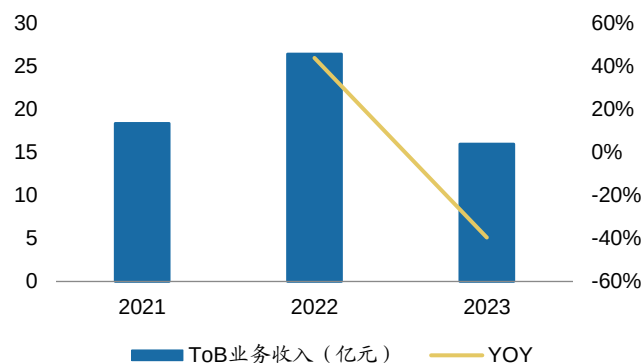
平衡车&滑板车的小米渠道及toB业务调整结束。复盘九号发展历程，电动平衡车及滑板车是公司起家的业务，早期小米渠道的订单以及共享业务的发展，助力了规模的快速扩张。后期公司自主品牌快速发展，小米业务逐步减少，共享行业遇冷，导致22-23年业绩承压。目前小米业务占比已降至4.3%，to B业务收入降幅收窄，对公司业绩的拖累影响减少。

图26: 九号公司小米（定制）业务收入与增速



数据来源：九号有限公司招股说明书，广发证券发展研究中心

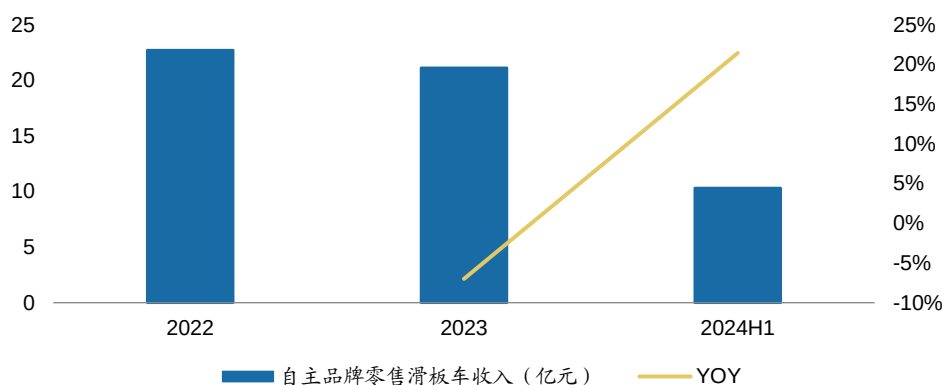
图 27: 九号公司 toB 业务收入与增速



数据来源：QYResearch，广发证券发展研究中心

自主品牌零售滑板车方面，产品矩阵逐步完善，线下渠道迎来突破，24H1业务恢复成长。根据公司24年中报，24H1九号发布E2 Plus升级版、F2升级版、E2 Pro、Segway Pilot Lite以及儿童电动滑板车C2 Lite，完善了从儿童娱乐、轻便通勤、运动通勤到高端性能玩乐等全场景和全价位段的产品矩阵。渠道方面，公司与迪卡侬达成合作，截止24H1电动滑板车E2 Pro已进驻迪卡侬全国64家门店。电动滑板车目前仍属于新兴消费品类，随着产品矩阵完善、线下渠道拓展，市场教育有望不断推进，九号自主品牌零售滑板车业务未来有望保持稳步增长。

图28: 九号自主品牌零售滑板车收入及增速（22-24H1）



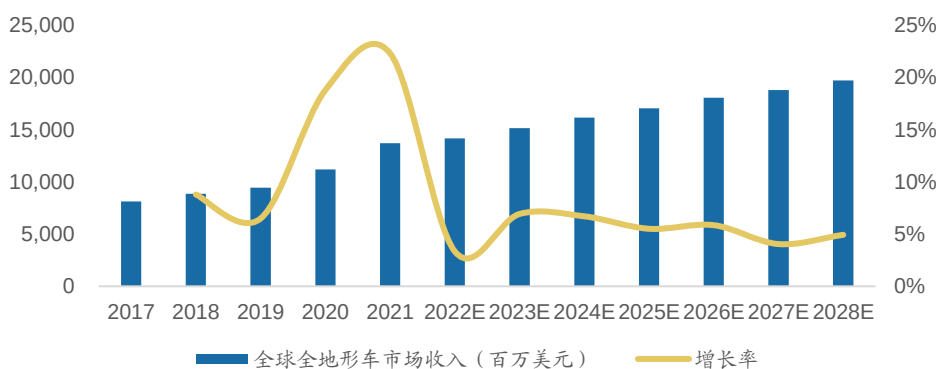
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

四、新业务：横向拓展边界，全地形车与割草机有望快速增长

（一）全地形车：面向欧美地区，性价比优势明显

全地形车可在非道路上行驶，集实用、娱乐、运动等多用途功能于一体，市场主要在欧美地区。其中美国是全球最大的全地形车市场，终端用户为娱乐玩家。国内全地形车受政策限制无法上牌，目前仍处于萌芽阶段，但随着居民可支配收入提高、消费升级，国内全地形车的市场规模有望提升。据Allied Market预测，2022年至2031年全球全地形车市场将以7.3%的年均复合增长率提升，预计在2031年达到186亿美元规模。

图29：2017-2028年全球全地形车市场收入及增长率



数据来源：QYResearch，广发证券发展研究中心

美日品牌主导全地形车市场，国产品牌逐步崛起。美国、日本等国家最早发展，在技术、销售渠道、品牌等方面有显著优势。参考涛涛车业招股说明书，2015年，北极星、北极猫、庞巴迪、约翰迪尔等厂商生产的全地形车约占全球产能的52%，本田、雅马哈、川崎等厂商生产的全地形车约占全球产能的29%左右。中国厂商生产的全地形车占全球产能的比重较低，且90%以上用于出口，目前以春风、涛涛、九号为主。

九号公司全地形车在智能化与混动技术上布局深厚。九号的全地形车业务起步于2020年，2022年全系列顺利进入欧洲市场，2023年顺利进入美国市场。目前公司产品已涵盖ATV- Snarler、UTV-Fugleman及 SSV-Villain三大系列，能满足跑山骑行、娱乐竞技、农场货运、赛事、复杂地形穿越等多场景需求。此外，公司在混动全地形车领域布局领先。参考公司官网信息，九号推出的全球首款混动全地形车Super Villain SX20T Hybrid，拥有2000cc Turbo燃油机，搭载70kw电机组成的强大的混合动力系统，最大功率高达330马力，0-100公里/小时加速仅需3.9秒。

表4: 九号公司全地形车技术布局

研发成果	技术描述
可调阻尼减震技术	该技术应用于电动滑板车，通过调节阀可以调节减震器的阻尼和预载，适应不同体重的用户需求，带来舒适的骑行体验
Ridey Long 系统	该技术应用于电动两轮车,通过优化电机的绕线工艺和更低铁损硅钢材料的应用，提升三电系统效率，提升 20%+的续航
智能化技术	该技术应用于全地形车，通过目前的车联网、大数据、高精地图和人机交互等技术的支持下，对全地形车各种户外用车场景进行智能化赋能，满足客户远程控车、数据查询、交友互动等智慧体验
混合动力技术	该技术应用于全地形车，ORV 行业首个混合动力技术，结合不同动力单元的输出特性，为用户带来强劲的动力体验

数据来源：公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

相比于市场竞品，九号（Segway）全地形车在性价比，智能化方面具有优势。我们以目前北极星、春风、九号的全地形车产品对比，可以发现类似配置的产品，九号（Segway）、春风的售价相比传统巨头Polaris（北极星）有明显的性价比优势。同时，九号的全地形车具有其一贯的智能化优势，配备全彩液晶仪表盘，支持导航、蓝牙连接与专属手机APP。手机APP可提供行驶数据监测和远程防盗功能；SOS自动警报系统可提高产品防盗性；EPS应用程序设置可提升驾驶安全与舒适性，同时支持胎压监测等；OTA远程升级让使用更加便捷，并可以通过驾驶习惯学习实现车辆的个性化设置。

表5: 全地形车产品对比

类型	ATV			SSV			UTV		
	Segway	CFMOTO (春风动力)	Polaris (北极星)	Segway	CFMOTO (春风动力)	Polaris (北极星)	Segway	CFMOTO (春风动力)	Polaris (北极星)
公司									
型号	Snarler AT10	CFORCE 1000 TOURING	SPORTSM AN XP 1000 ULTIMATE TRAIL	Super Villain SX20T	ZFORCE 1000 SPORT R	RZR PRO R PREMIUM	Fugleman UT6	UFORCE 1000 XL	RANGER XP 1000 PREMIUM
图例									
售价	¥104,287	¥75,800	¥193,800	/	¥96,800	¥358,000	¥97,767	¥99,800	¥235,800
发动机	四冲程并列双缸 DOHC 发动	V 型水冷双缸四冲程发动机	ProStar 四冲程 SOHC 双缸发动机	2.0 涡轮增压缸内直喷技术 170KW 发动机、70KW 电机	V 型双缸四冲程水冷发动机	四冲程 DOHC 直列四缸发动机	四冲程单缸 DOHC 发动机	V 型双缸水冷四冲程 SOHC 发动机	四冲程 DOHC 双缸高功率发动机
排量	999cc	963cc	952cc	/	963cc	1997cc	570cc	1000cc	999cc

马力	96HP	90Hp	90HP	330HP	90HP	225HP	44HP	71HP	82HP
扭矩	98N.m	85N.m	/	570N.m	87N.m	/	50N.m	73N.m	/
爬坡角度	38°	/	/	70%	/	/	35°	/	/
EPS	有	有	有	有	有	有	/	有	有

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

注：九号产品价格来自九号挪威官网，价格单位均为人民币/元。

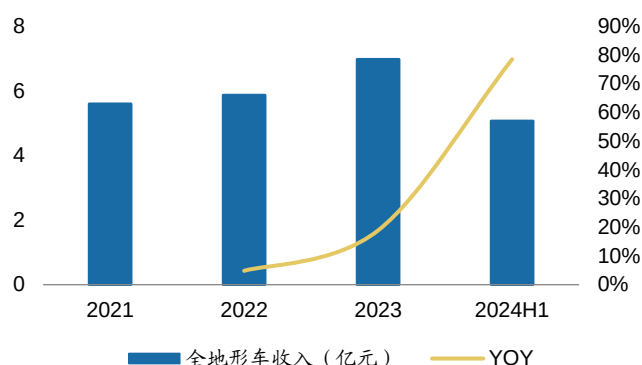
得益于产品的性价比、智能化优势领先，以及渠道的稳步拓展，2023年九号全地形车业务收入达到6.98亿元，2021-2023年CAGR达到7.62%，24H1收入增速提升至75.8%。随着新品快速迭代与渠道继续扩张，九号两轮车业务有望保持快速发展。

图30：九号全地形车可实现手机智能操控



数据来源：九号公司官网，广发证券发展研究中心

图31：九号全地形车收入与增速（2021-24H1）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）割草机器人：替代传统人工割草机，仍是蓝海市场

割草机器人主要用于家庭草坪打理，用于替代传统割草机。参考九号公司年报数据，全球约有2.5亿个私人花园，其中美国约有1亿个，欧洲拥有超8,000万个，欧美地区合计占全球总量的72%。目前，市面上的割草机品类仍然以传统的推式和骑式割草机为主。但随着对草坪护理和园艺活动的需求不断增长，可以实现自动避障、解决杂乱割草、应对复杂环境、制定草坪护理计划等的智能化智能割草机器人接受度快速提升。

图32：九号割草机器人（Segway Navimow i105N）



数据来源：美国亚马逊官网，广发证券发展研究中心

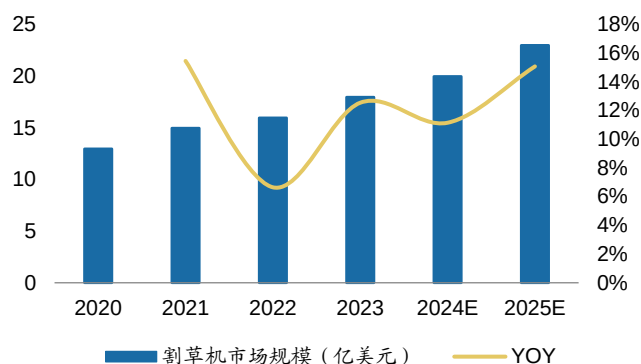
图33：传统人工割草机



数据来源：美国亚马逊官网，广发证券发展研究中心

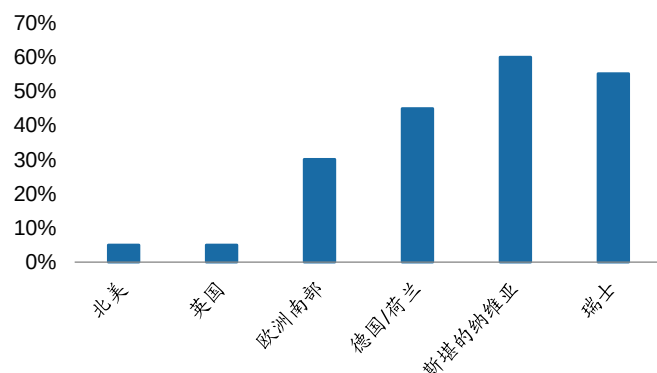
割草机器人市场主要集中于欧洲与北美，25年市场规模有望达到23亿美元。参考九号公司年报数据，全球约有2.5亿个私人花园，其中美国约有1亿个，欧洲拥有超8,000万个，欧美地区合计占全球总量的72%。目前欧洲仍为全球主要割草机器人市场，其中德国、瑞典等西欧国家渗透率相对较高。Freedonia 数据显示，预计到2025 年全球消费者对电动草坪和花园设备的需求将以每年2.1%的速度增长，达到152亿美元。根据Research and Markets 预计，2021-2025年将以12%的年复合增长率实现高速增长，2025年全球割草机器人的市场规模将升至23亿美元（销售额渗透率约15%）。

图34：割草机器人市场规模



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

图35：欧美国家割草机器人渗透率



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

得益于机器人等底层通用技术积累，九号割草机器人智能化与性价比优势领先。公司割草机器人业务主要通过控股子公司未岚大陆 (Willand) 开展，品牌为Navimow。我们以目前美国亚马逊割草机器人bestseller榜单前四的产品对比，可以发现九号以1000美元以内的价格，实现了两大核心功能：（1）无需专人上门预埋线，节省时间与人工成本；（2）EFLS（Exact Fusion Locating System）融合定位系统可融合多种传感器信息，实现RTK厘米级高精度定位。而且相比于同类型无需预埋线的产品，九号的产品性价比优势明显。

表6：美亚畅销割草机器人产品对比

品牌	Segway	Husqvarna	Mammotion	Husqvarna
图例				
产品型号	Navimow i105N	Automower 115H 4G	LUBA 2 AWD 5000H	Automower 430XH
产品售价	999 美元	699 美元	2899 美元	1749 美元
是否需要预埋线	不需要	需要	不需要	需要
导航方式	RTK+Vision	/	RTK+Vision	/
最大修剪面积	1/8 Acre	0.4 Acre	1.25 Acre	0.8 Acre
噪音	58dB	/	60dB	/
切割高度	2 Inches	3.6 Inches	4 Inches	3.6 Inches
切割宽度	7.1 Inches	8.7 Inches	15.7 Inches	9.5 Inches

数据来源：美国亚马逊官网，广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资建议

假设:

1. 电动平衡车和电动滑板车: 产品快速迭代, 自主品牌收入占比提升。在新品的带动下, 终端需求有望持续回暖, 收入有望恢复增长, 预计24-26年收入增速为6.4%、7.0%、7.1%。盈利能力方面, 随着产品迭代升级与自主品牌收入占比提升, 24年电动平衡车和电动滑板车业务毛利率有望提升, 后续随着竞争加剧, 毛利率或有压力, 预计24-26年毛利率为33.6%、33.8%、33.7%。
2. 电动两轮车和电踏车: 2025年《电动自行车安全技术规范》等行业新规有望落地, 在新规与以旧换新补贴政策推动下, 行业有望保持稳步增长。公司两轮车产品在智能化与高端化方面领先优势明显, 市场份额有望继续提升, 收入有望保持较快增长, 预计24-26年收入增速为78.0%、30.0%、20.0%。盈利能力方面, 公司产品价格带预计将逐步丰富, 同时随着产、销量增长, 规模效应将逐步体现, 毛利率有望保持基本稳定, 预计24-26年毛利率为23.0%、23.0%、23.0%。
3. 服务机器人: 主要收入来自割草机器人。随着海外渠道不断拓展, 服务机器人业务收入有望保持较快增长, 预计24-26年收入增速为210.0%、60.0%、40.0%。盈利能力方面, 24-25年服务机器人毛利率预计保持在较高水平, 后续随着竞争加剧, 毛利率或有压力, 预计24-26年毛利率为58.0%、58.0%、57.0%。
4. 其他产品: 主要收入来自全地形车与其他配件及服务, 预计24-26年收入增速为26.9%、19.1%、13.9%。其中公司全地形车产品逐步丰富, 收入有望保持较快增长。其他配件与服务业务发展预计跟整体业务保持基本一致。随着毛利率相对较低的全地形车收入占比提升, 其他产品业务毛利率预计将有所降低, 预计24-26年毛利率为30.3%、29.3%、28.2%。

投资建议:

公司是全球智能短交通龙头, 技术壁垒深厚, 产品布局丰富, 各业务线均有较大成长潜力。预计24-26年归母净利同比增长116%、28%、23%, 最新收盘价对应2025年PE 20.9x。

我们选取石头科技、爱玛科技、春风动力作为可比公司。石头科技主营业务为扫地机器人, 与九号的产品(割草机器人、平衡车、滑板车等)同为家用可选耐用品中的新兴品类, 海外收入占比较高, 且国内以及海外渠道布局与九号公司类似。爱玛科技主营业务为电动两轮车, 与九号公司目前主业之一的电动两轮车相同, 两者在国内的渠道布局类似。春风动力主营业务来自全地形车、摩托车, 海外收入占比较高, 且海外渠道与九号类似。

九号公司2024-2026年归母净利润复合增速有望超过25%, 且全球智能短交通市场空间广阔, 公司专利布局完善, 技术、品牌等竞争优势明显。与可比公司相比, 九号公司在海外的品牌布局更早, 产品线更加丰富, 24-26年预期业绩增速更快, 因此合理估值将相对较高。综上所述, 给予九号公司2025年PE估值25倍, 对应合理价值57.89元/CDR, 给予“增持”评级。

表7：九号公司分业务收入预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入（亿元）	92	101	102	149	183	215
YoY	52.4%	10.7%	1.0%	45.3%	23.4%	17.4%
电动平衡车和滑板车						
收入（亿元）	64	55	42	45	48	51
YoY	21.7%	-13.6%	-24.2%	6.4%	7.0%	7.1%
电动两轮车和电踏车						
收入（亿元）	13	27	45	80	104	124
YoY	208.9%	99.6%	68.0%	78.0%	30.0%	20.0%
服务机器人						
收入（亿元）	0	1	3	8	13	18
YoY	166.1%	466.9%	109.1%	210.0%	60.0%	40.0%
其他产品						
收入（亿元）	14	18	13	17	20	22
YoY	360.1%	30.2%	-28.0%	26.9%	19.1%	13.9%

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

表8：九号公司毛利率分拆预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入（亿元）	92	101	102	149	183	215
营业成本（亿元）	70	75	75	106	130	153
毛利率	23.2%	26.0%	26.9%	28.8%	28.9%	28.9%
电动平衡车和滑板车						
毛利率	25.1%	29.4%	32.7%	33.6%	33.8%	33.7%
电动两轮车和电踏车						
毛利率	11.2%	16.2%	18.7%	23.0%	23.0%	23.0%
服务机器人						
毛利率	36.2%	49.1%	53.1%	58.0%	58.0%	57.0%
其他产品						
毛利率	26.0%	28.3%	31.3%	30.3%	29.3%	28.2%

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

表9：九号公司可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益（元人民币）			市盈率（X）		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
688169.SH	石头科技	231.64	15.6	12.7	14.6	18.1	18.5	16.1
603529.SH	爱玛科技	42.4	2.2	2.4	2.9	11.5	18.1	14.8
603129.SH	春风动力	147.94	6.7	9.2	11.3	15.3	16	13.1
	行业平均					15.0	17.5	14.7

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

注：股价为2024-12-10收盘价；盈利预测数据均为 iFind 一致预测。

六、风险提示

（一）技术研发风险

公司所在的智能短程移动设备及服务消费机器人制造行业属技术密集型行业。由于在新产品开发过程中，公司需要投入大量的人力和资金，若新技术新产品开发失败或是开发完成后不符合市场需求，将导致公司前期投入的成本无法收回，对公司经营造成不利影响。

（二）公司国际化业务风险

公司的国际化扩张尽管一定程度上增加了公司的全球市场占有率，但对国际化管理提出了更高的要求。公司已严格按照当地的法律法规或标准执行了相关的政策及程序，但是不排除未来各地的法律、政策环境或相关标准会产生一定的变化而公司未能及时作出相应调整，导致公司不再符合相应的法规政策或产品标准，从而对公司的整体业绩产生不利影响；或者不排除因国家间贸易摩擦，可能导致公司业务受到短期或长期冲击，从而对公司的整体业绩产生不利影响。

（三）汇率波动风险

报告期内，公司的部分产品销售以美元、欧元、韩元等外币计价，而原材料、零部件、员工薪酬、其他成本费用大多以人民币计价，人民币兑美元、欧元、韩元等外币的汇率将会对公司的经营成果造成影响。随着公司业务规模的持续扩大，若未来上述汇率因国际政治、经济环境等因素的变化发生剧烈波动，将对公司的业绩带来一定的不确定性，可能导致汇兑损失的产生，从而对公司的经营成果和财务状况造成不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,209	7,706	11,445	12,572	16,110
货币资金	3,081	4,974	5,486	6,097	7,531
应收及预付	1,293	1,118	2,342	2,662	3,472
存货	1,817	1,108	2,963	3,069	4,217
其他流动资产	1,018	506	655	744	890
非流动资产	2,185	3,143	3,198	3,803	4,379
长期股权投资	14	0	10	10	10
固定资产	937	1,071	1,078	1,346	1,577
在建工程	102	143	109	102	96
无形资产	333	847	899	1,246	1,596
其他长期资产	798	1,083	1,102	1,098	1,100
资产总计	9,394	10,850	14,643	16,375	20,490
流动负债	4,216	5,147	7,953	8,032	10,118
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,897	3,669	5,908	5,542	7,219
其他流动负债	1,319	1,478	2,045	2,490	2,899
非流动负债	232	169	169	169	169
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	23	0	0	0	0
其他非流动负债	209	169	169	169	169
负债合计	4,447	5,316	8,122	8,201	10,287
股本（CDR）	713	721	717	717	717
资本公积	7,702	7,866	7,566	7,566	7,566
留存收益	-2,620	-2,018	-726	934	2,970
归属母公司股东权益	4,898	5,457	6,448	8,108	10,145
少数股东权益	49	77	72	65	57
负债和股东权益	9,394	10,850	14,643	16,375	20,490

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10124	10222	14857	18340	21522
营业成本	7495	7472	10575	13044	15313
营业税金及附加	42	57	71	88	103
销售费用	925	1023	1382	1651	1915
管理费用	600	676	802	972	1119
研发费用	583	616	743	917	1033
财务费用	-171	-136	-84	-92	-103
资产减值损失	-152	-104	-100	-100	-100
公允价值变动收益	79	148	0	0	0
投资净收益	-24	-42	15	18	22
营业利润	565	564	1313	1718	2108
营业外收支	-3	77	70	60	50
利润总额	563	641	1383	1778	2158
所得税	114	45	97	124	129
净利润	449	596	1287	1653	2029
少数股东损益	-2	-2	-5	-7	-8
归属母公司净利润	451	598	1292	1660	2037
EBITDA	830	726	1497	1932	2339
EPS（元/CDR）	0.64	0.84	1.80	2.32	2.84

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,589	2,319	1,593	1,464	2,295
净利润	449	596	1,287	1,653	2,029
折旧摊销	188	225	184	227	257
营运资金变动	869	1,518	108	-437	-18
其它	83	-21	15	21	27
投资活动现金流	-662	-454	-252	-852	-860
资本支出	-433	-809	-156	-770	-781
投资变动	-259	339	-110	-100	-100
其他	30	16	15	18	22
筹资活动现金流	50	-147	-301	-1	-1
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	74	73	-300	0	0
其他	-24	-220	-1	-1	-1
现金净增加额	1,018	1,741	1,040	612	1,434
期初现金余额	1,686	2,704	4,445	5,486	6,097
期末现金余额	2,704	4,445	5,486	6,097	7,531

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	10.7%	1.0%	45.3%	23.4%	17.4%
营业利润	10.7%	-0.3%	132.9%	30.8%	22.7%
归母净利润	9.9%	32.5%	116.0%	28.5%	22.7%
获利能力					
毛利率	26.0%	26.9%	28.8%	28.9%	28.9%
净利率	4.4%	5.8%	8.7%	9.0%	9.4%
ROE	9.2%	11.0%	20.0%	20.5%	20.1%
ROIC	10.2%	8.3%	18.5%	19.2%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	49.0%	55.5%	50.1%	50.2%
净负债比率	89.9%	96.1%	124.6%	100.3%	100.8%
流动比率	1.71	1.50	1.44	1.57	1.59
速动比率	1.19	1.22	1.02	1.13	1.13
营运能力					
总资产周转率	1.08	0.94	1.01	1.12	1.05
应收账款周转率	8.71	10.40	6.90	7.54	6.75
存货周转率	5.57	9.22	5.01	5.98	5.10
每 CDR 指标（元）					
每 CDR 收益	0.64	0.84	1.80	2.32	2.84
每 CDR 经营现金流	2.23	3.22	2.22	2.04	3.20
每 CDR 净资产	6.87	7.57	9.00	11.31	14.15
估值比率					
P/E	48.02	35.44	26.83	20.88	17.01
P/B	0.44	0.39	0.54	0.43	0.34
EV/EBITDA	47.02	22.71	19.53	15.14	12.50

广发家电行业研究小组

曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
高 润 鑫：资深分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
符 超 然：资深分析师，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
陈 尧：高级分析师，新加坡国立大学金融工程专业硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与美的集团(00300)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。