

2022 年 08 月 16 日
九号公司 (689009.SH)

Q2 单季度毛利率同比提升

■ **事件:** 九号公司公布 2022 年中报。公司 2022H1 实现收入 48.2 亿元, YoY+2.2%; 实现业绩 2.6 亿元, YoY+0.6%。经折算, Q2 单季度实现收入 29.0 亿元, YoY-1.3%; 实现业绩 2.2 亿元, YoY-5.0%。受小米渠道下滑影响, 公司收入增速放缓。公司 Q2 自主品牌以及 ToB 渠道仍然保持稳定增长态势。展望下半年, 小米渠道的影响有望边际减弱, 公司在电动两轮车、全地形车、割草机器人等新业务的拉动下增速有望提升。

■ **受小米渠道影响, 九号 2022Q2 单季度收入同比下滑:** 2022Q2 单季度公司收入 YoY-1%, 主要因为小米定制产品分销渠道收入降幅较大, 2022Q2 该渠道收入为 4.4 亿元, YoY-57%。展望下半年, 小米定制产品分销渠道的影响有望边际减弱 (2021H1、2021H2 该渠道占收入的比重分别为 38%、26%)。Q2 公司自主品牌以及 ToB 渠道保持良好的增长态势。Q2 单季度公司自主品牌销售收入 YoY+40%, 主要因为滑板车零售渠道持续增长, 电动两轮车、全地形车快速放量。Q2 单季度公司 ToB 渠道收入 YoY+10%, 增速环比 Q1 -71pct, 主要因为上年同期基数较高。

■ **Q2 单季度公司毛利率同比、环比均有显著提升:** 2022Q2 公司毛利率为 26.7%, 同比+2.6pct, 环比 2022Q1 +4.7pc。我们认为主要因为: 1) 毛利率较低的小米渠道占比降低; 2) 2022 年 3 月, 公司在欧美发布全新 GT 系列、P 系列、D 系列智能电动滑板车, 产品均价提升拉动毛利率改善; 3) 电动两轮车、全地形车业务不断扩大, 制造端的规模效应持续加强。

■ **Q2 单季度公司归母净利率同比略有下滑:** 公司 Q2 归母净利率为 7.5%, 同比-0.3pct。在毛利率上行的情况下, 公司盈利能力有所下降, 主要因为费用率有所提升。具体来看: 1) 公司 Q2 单季度销售/管理/研发费用率同比分别+1.9pct/+0.9pct/+0.9pct。公司加大广告推广力度, 2022H1 宣传与广告费率同比+0.7pct。公司员工成本持续提升, 2022H1 管理人员费用率同比+0.9pct, 研发人员费用率同比+1.1pct; 2) 因为人民币升值, 公司汇兑收益较多。公司 Q2 财务费用率同比-2.9pct。

■ **Q2 单季度公司经营性现金流同比改善:** 2022Q2 公司经营活动产生的现金流量净额为 10.3 亿元, 同比+7.5 亿元。公司对上游的议价能力有所提升, Q2 应收账款同比-2.2 亿元, 应付账款同比+4.1 亿元。此外, 公司逐步消化库存, Q2 存货环比 Q1 -0.8 亿元。

■ **投资建议:** 我们认为, 公司产品线丰富, 远期增长空间较大。电动两轮车、全地形车快速放量展现公司产品拓展的能力。机器人业务为公司两大主要业务之一, 未来若九号公司能够把握服务机器人行业机遇, 公司市值空间将进一步打开。我们预计九号公司 2022~2024 年的 EPS 分别为 9.47/13.97/20.22 元, 维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示:** 政策趋严, 境外客户需求不稳定, 电动两轮车竞争恶化

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	6,002.7	9,146.1	11,401.1	15,334.8	20,030.8
净利润	73.5	410.6	674.1	994.2	1,438.5
每股收益(元)	1.03	5.77	9.47	13.97	20.22
每股净资产(元)	51.96	60.08	73.83	87.80	108.02

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	528.3	94.5	57.6	39.0	27.0
市净率(倍)	10.5	9.1	7.4	6.2	5.0
净利率	1.2%	4.5%	5.9%	6.5%	7.2%
净资产收益率	2.0%	9.6%	12.8%	15.9%	18.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	9.9%	61.9%	33.5%	64.2%	48.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

小家电

投资评级

买入-A
维持评级
6 个月目标价:
65 元
股价 (2022-08-15)
54.55 元

交易数据

总市值(百万元)	38,812.56
流通市值(百万元)	27,759.63
总股本(百万股)	71.15
流通股本(百万股)	50.89
12 个月价格区间	33.05/92.90 元

张立聪

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450517070005
 zhanglc@essence.com.cn

韩星雨

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450522080002
 hanxy@essence.com.cn

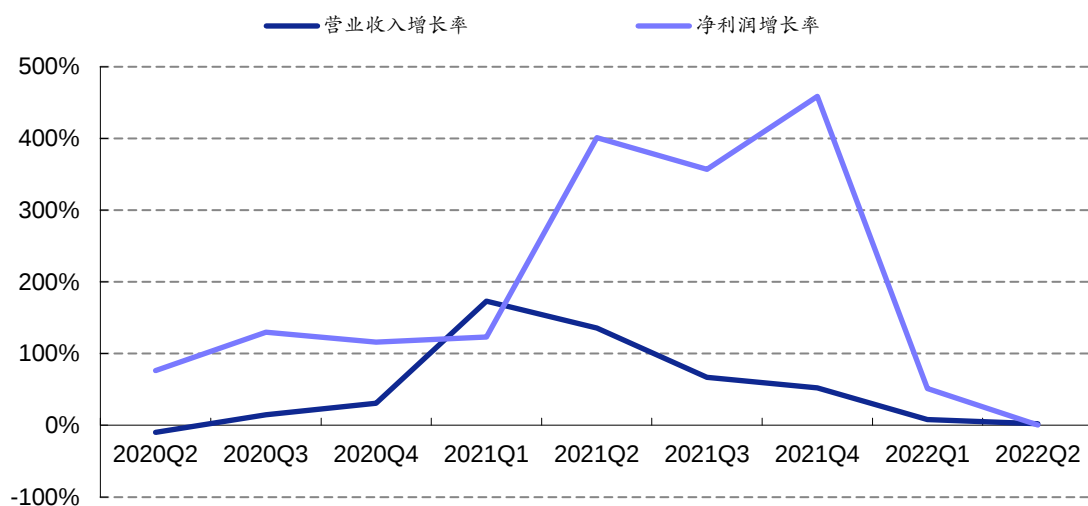
相关报告

九号公司: 期待收入增速逐步提升/张立聪	2022-04-30
九号公司: 期待公司盈利能力逐步改善/张立聪	2022-02-26
九号公司: Q3 单季度毛利率环比改善/张立聪	2021-10-25
九号公司: 科技+娱乐, 引领短交通智能化大潮/张立聪	2021-09-07

表 1: 单季度财务指标分析

	%	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
营业收入 YoY		43	124	173	118	7	15	8	-1
归母净利 YoY		137	93	123	799	-21	293	51	-5
扣非归母净利 YoY		132	-88	117	730	-19	356	15	7
销售毛利率		27	28	21	26	28	14	22	27
销售费用率		5	11	8	6	9	2	6	7
毛利率-销售费用率		23	17	13	20	19	12	16	20
销售净利率		7	-1	1	8	5	1	2	5
ROE		7	0	1	6	3	1	1	
扣非后 ROE		7	-1	1	5	3	-2	1	
ROA		3	0	0	3	2	0	0	
销售商品提供劳务收到的现金/收入		99	163	103	93	122	131	115	
经营活动现金净流量/收入		30	-7	-4	9	4	-24	-2	
经营活动现金净流量/经营净收益		362		-461	96	51	0	-79	
经营现金流净额占比		239	-16	25	47	-11	-1,089	-17	126
投资现金流净额占比		-59	-58	-12	66	110	1,184	118	-43
筹资现金流净额占比		-80	174	87	-13	0	5	-2	17

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 1: 收入与归母净利润同比


资料来源: Wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,002.7	9,146.1	11,401.1	15,334.8	20,030.8	成长性					
减:营业成本	4,340.6	7,021.8	8,449.1	11,490.1	15,057.5	营业收入增长率	30.9%	52.4%	24.7%	34.5%	30.6%
营业税费	34.5	36.2	51.3	76.7	100.2	营业利润增长率	-136.5%	251.5%	70.2%	58.3%	44.6%
销售费用	447.9	592.4	824.3	977.1	1,197.3	净利润增长率	-116.2%	458.8%	64.2%	47.5%	44.7%
管理费用	478.0	520.2	685.0	738.5	825.7	EBITDA 增长率	-242.8%	121.6%	38.1%	48.2%	39.2%
研发费用	462.2	503.5	591.9	769.0	969.5	EBIT 增长率	-199.5%	123.9%	35.7%	53.1%	43.2%
财务费用	72.4	99.4	34.2	7.4	-8.7	NOPLAT 增长率	-123.0%	374.2%	40.4%	42.4%	43.2%
资产减值损失	-35.2	-51.0	-	-	-	投资资本增长率	-24.3%	159.8%	-25.8%	91.7%	-38.4%
加:公允价值变动收益	7.8	52.8	3.9	-	-	净资产增长率	74.4%	15.6%	22.9%	18.9%	23.0%
投资和汇兑收益	14.8	90.0	100.0	100.0	100.0						
营业利润	145.3	510.8	869.3	1,376.0	1,989.4	利润率					
加:营业外净收支	6.9	-11.1	-0.5	1.0	1.0	毛利率	27.7%	23.2%	25.9%	25.1%	24.8%
利润总额	152.2	499.6	868.7	1,377.0	1,990.4	营业利润率	2.4%	5.6%	7.6%	9.0%	9.9%
减:所得税	78.7	91.6	196.1	385.6	557.3	净利润率	1.2%	4.5%	5.9%	6.5%	7.2%
净利润	73.5	410.6	674.1	994.2	1,438.5	EBITDA/营业收入	5.9%	8.5%	9.5%	10.4%	11.1%
						EBIT/营业收入	5.0%	7.3%	7.9%	9.0%	9.9%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	18	19	16	13	10
货币资金	2,198.4	1,726.1	3,318.5	2,890.6	5,466.0	流动营业资本周转天数	11	12	12	19	18
交易性金融资产	812.1	601.5	601.5	601.5	601.5	流动资产周转天数	231	226	220	206	201
应收帐款	796.0	804.5	1,184.3	1,541.9	1,796.5	应收帐款周转天数	34	31	31	32	30
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	67	73	71	72	73
预付帐款	76.3	183.3	129.1	295.7	260.9	总资产周转天数	296	280	269	243	228
存货	1,345.4	2,383.3	2,126.8	4,038.4	4,041.0	投资资本周转天数	56	57	57	53	43
其他流动资产	135.3	428.4	428.4	428.4	428.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.0%	9.6%	12.8%	15.9%	18.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	5.3%	7.2%	8.7%	10.2%
长期股权投资	9.2	13.7	13.7	13.7	13.7	ROIC	9.9%	61.9%	33.5%	64.2%	48.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	489.3	489.3	551.4	573.6	515.7	销售费用率	7.5%	6.5%	7.2%	6.4%	6.0%
在建工程	10.1	77.9	77.9	77.9	77.9	管理费用率	8.0%	5.7%	6.0%	4.8%	4.1%
无形资产	360.4	338.8	301.2	263.6	226.0	研发费用率	7.7%	5.5%	5.2%	5.0%	4.8%
其他非流动资产	325.0	625.7	623.6	621.5	619.3	财务费用率	1.2%	1.1%	0.3%	0.0%	0.0%
资产总额	6,557.6	7,672.4	9,356.4	11,346.8	14,047.0	四费/营业收入	24.3%	18.8%	18.7%	16.3%	14.9%
短期债务	318.4	-	100.0	100.0	100.0	偿债能力					
应付帐款	1,882.5	2,106.8	2,619.1	3,692.8	4,829.8	资产负债率	43.6%	44.3%	43.9%	45.0%	45.4%
应付票据	-	9.1	131.8	59.7	191.2	负债权益比	77.4%	79.6%	78.2%	81.8%	83.0%
其他流动负债	510.0	1,036.4	1,008.4	1,005.8	1,004.4	流动比率	1.98	1.94	2.02	2.02	2.06
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.48	1.19	1.47	1.19	1.40
其他非流动负债	150.0	247.3	247.3	247.3	247.3	利息保障倍数	4.1	6.7	26.4	186.1	-228.3
负债总额	2,860.9	3,399.6	4,106.7	5,105.6	6,372.8	分红指标					
少数股东权益	-	-1.9	-3.3	-6.1	-11.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	0.0	0.0	71.2	71.2	71.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,924.0	4,507.8	5,181.9	6,176.1	7,614.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,696.8	4,272.9	5,249.7	6,241.2	7,674.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	73.5	408.0	674.1	994.2	1,438.5	EPS(元)	1.03	5.77	9.47	13.97	20.22
加:折旧和摊销	84.5	121.3	175.5	215.5	245.5	BVPS(元)	51.96	60.08	73.83	87.80	108.02
资产减值准备	35.2	51.0	-	-	-	PE(X)	528.3	94.5	57.6	39.0	27.0
公允价值变动损失	-7.8	-52.8	3.9	-	-	PB(X)	10.5	9.1	7.4	6.2	5.0
财务费用	11.4	40.7	34.2	7.4	-8.7	P/FCF	70.6	-71.2	30.1	-90.8	15.1
投资损失	-14.8	-90.0	-100.0	-100.0	-100.0	P/S	6.5	4.2	3.4	2.5	1.9
少数股东损益	-	-2.6	-1.4	-2.8	-5.4	EV/EBITDA	-8.2	-2.8	32.5	22.2	14.8
营运资金的变动	648.2	-886.2	566.5	-1,434.8	1,046.9	CAGR(%)	138.1%	52.0%	-213.9%	138.1%	52.0%
经营活动产生现金流量	896.3	-161.5	1,352.7	-320.5	2,616.8	PEG	3.8	1.8	-0.3	0.3	0.5
投资活动产生现金流量	-1,107.9	-8.3	-103.9	-100.0	-50.0	ROIC/WACC	1.4	9.0	4.9	9.4	7.0
融资活动产生现金流量	1,453.9	-304.4	343.6	-7.4	8.7	REP	-2.5	-0.1	4.6	1.3	2.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034