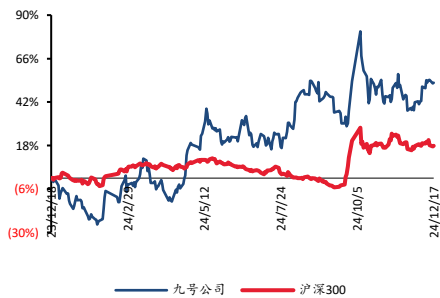


九号公司：以旧换新+新强标助推高端化利好两轮车品类，割草机器人业务增长强劲

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	0.72/0.55
总市值/流通(亿元)	34.37/26.19
12个月内最高/最低价(元)	57.88/22.86

相关研究报告

<<2023 业绩快报点评：Q4 业绩高增，坚持新品驱动和渠道拓张 >>--2024-03-04

<<九号 23Q1 点评：电动滑板收入短期承压，两轮车增速高于预期>>--2023-04-28

<<自主品牌&ToB 改善盈利能力，新品扩宽锁定长期成长>>--2022-08-16

证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524020001

研究助理：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030006

研究助理：金桐羽

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030010

报告摘要

一、电动两轮车：已成长为新基本盘。1) 行业端：以旧换新+新强标催化短期，产品优化+即时零售发展赋能长期。我们认为，短期来看，政策背景下搭载铅酸电池的高端电动车或更能受益，本就符合较高安全标准、产品配备北斗定位系统的头部企业生产成本不会明显提升，从而有望在竞争中占优。中长期来看，功能+性能优化驱动“好用性”提升，电动两轮车亦可能作为主要配送工具受益于即时零售业扩张，行业仍具充足成长动力。东南亚“油改电”等政策则有望为出海带来机遇。

2) 公司端：高端+智能+长续航产品力强劲，线下门店加速扩张支撑成长。产品方面，九号两轮车定位高端，契合行业升级趋势；机器人基因+强劲研发实力不断构筑智能化领域优势；自研 RideyLong+RideyPOWER 系统支撑长续航与电池安全，综合产品实力领先。渠道方面，截至 2024 年 11 月 18 日，公司两轮车线下门店累计超过 7300 家，中长期目标铺设至 10000 家，亮眼的成长速度之下未来可期，单店销售量或位居行业 TOP3，多触点叠加高效率有望助力市场进一步打开。

二、割草机器人：有望复刻扫地机发展轨迹，产品+渠道助推业务强劲增长。1) 行业端：欧美草坪维护需求较大，成本助力下割草机器人行业空间广阔。根据弗若斯特沙利文报告，全球范围内分布着约 2.5 亿个私人花园，美国+欧洲合计占据了全球总量的 72%。我们测算，以三年为周期看，雇人割草、购置割草机自用、购置割草机器人累计成本分别为 4200 美元、2070 美元、1560 美元，割草机器人初始成本较高，但是长期使用经济性优于人工维护。

2) 公司端：产品矩阵持续丰富，渠道端线上线下同步发力。产品方面，相较于行业，公司割草机器人业务 SKU 更丰富、适用庭院面积更多、覆盖价格段也更全面，在性价比和性能方面皆具备较强竞争力。渠道方面，公司智能割草机器人产品已成功销售至全球 30 多个国家，并成为首个用户激活量达 3 万+的无线割草机品牌，欧洲线下渠道的拓展进度快于北美市场，线上位居美亚 Best Seller 榜单首位。

投资建议：九号公司研发实力强劲，智能化优势明显产品附加值较高，定位中高端持续拓宽产品矩阵盈利能力成长性较强，布局服务机器人赛道前景广阔，成长动力充足，未来收入业绩有望保持较快增长趋势。我们预计，2024-2026 年公司归母净利润分别为 11.04/17.10/22.55 亿元，对应 EPS 分别为 15.40/23.84/31.44 元，当前股价对应 PE 分别为 31.12/20.10/15.24 倍。**维持“买入”评级。**

风险提示：行业政策趋严、国际贸易形势风险、汇率波动、电动两轮车市场竞争加剧、技术研发不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,222	14,021	18,930	23,630
营业收入增长率(%)	0.97%	37.16%	35.02%	24.83%
归母净利（百万元）	598	1,104	1,710	2,255
净利润增长率(%)	32.50%	84.67%	54.83%	31.88%
摊薄每股收益（元）	8.37	15.40	23.84	31.44
市盈率（PE）	35.44	31.12	20.10	15.24

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 九号公司：经营持续优秀，两轮车+割草机业务加速成长	6
二、 智能短交通：两轮车成长为新基本盘，强劲产品力支撑多品类开花	8
(一) 电动两轮车：关注以旧换新+新强标+即时零售业发展，九号产品力强劲+渠道加速扩张有望受益	8
1、 行业端：以旧换新+新强标催化短期，产品优化+即时零售发展赋能长期	8
2、 公司端：高端+智能+长续航产品力强劲，线下门店加速扩张支撑成长	15
(二) 全地形车：智能化为弯道超车带来可能，创新性混合动力兼具性能与性价比优势，欧美渠道加速拓展赋能成长	21
1、 行业端：全地形车赛道扩容，全球市场与中国出口企业集中度较高	21
2、 公司端：产品矩阵持续拓宽，欧洲向北美加速布局	21
(三) E-bike 行业成长空间广阔，公司 B+C 端布局同步发力	24
1、 行业端：E-bike 全球市场规模广阔，中置电机有望成为主流趋势	24
2、 公司端：覆盖多种客群 E-bike 产品矩阵丰富，助力巴黎奥运会共享出行	25
(四) 全球平衡车市场稳健增长，九号稳居滑板车共享龙头地位	28
三、 服务机器人：割草机器人有望成为业务增长新动力，携手英伟达布局自主移动机器人领域	30
(一) 割草机器人有望复刻扫地机发展轨迹，产品+渠道助推业务强劲增长	30
1、 行业端：欧美草坪维护需求较大，成本助力下割草机器人行业空间广阔	30
2、 公司端：产品矩阵持续丰富，渠道端线上线下同步发力	36
(二) 携手英伟达推出 NovaCaterAMR，促进自主移动机器人产业发展	42
四、 盈利预测	44
(一) 关键假设	44
(二) 盈利预测与估值	46
五、 风险提示	47

图表目录

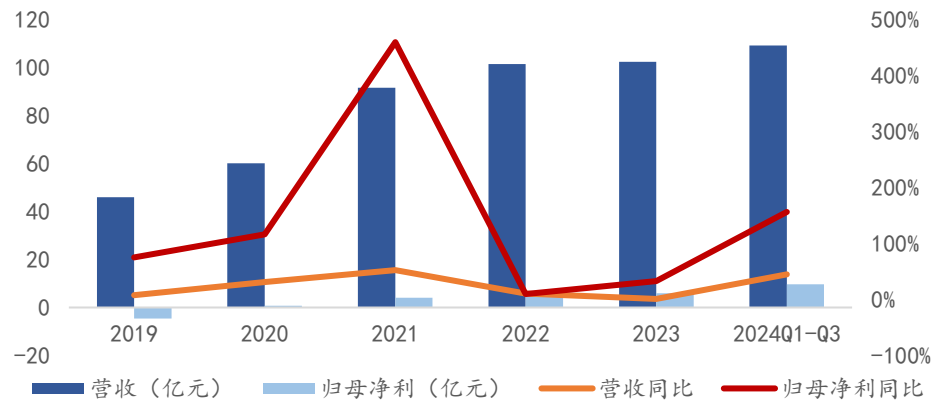
图表 1:	2019 年以来公司营收和归母净利润逐年增长.....	6
图表 2:	九号公司产品矩阵.....	7
图表 3:	九号布局多种创新营销动作.....	7
图表 4:	2018-2023 年中国电动两轮车销量呈现向上趋势 (2018-2023 年 CAGR 11%).....	8
图表 5:	铅酸电池在常见两轮车电池中相对更具安全性.....	9
图表 6:	地方两轮车以旧换新政策.....	10
图表 7:	电动自行车现行强标.....	11
图表 8:	新国标预计对质量、脚踏骑行、防篡改、北斗定位等标准进行修订.....	12
图表 9:	消费者关注车辆耐用性、电池及续航、智能化功能.....	13
图表 10:	长续航已成优质电动两轮车常态.....	13
图表 11:	2026 年中国即时零售业市场规模预计达到 25082.65 亿元.....	13
图表 12:	2023 年中国电动两轮整车出口量/额分别为 1504.3 万辆/320.5 亿元.....	14
图表 13:	美国成为中国电动两轮整车出口主战场.....	14
图表 14:	东南亚多个国家推出“油改电”激励.....	14
图表 15:	九号或已在高端市场占据一定消费者心智.....	15
图表 16:	九号高端车型性能优秀.....	16
图表 17:	九号在智能化评测中领先行业.....	17
图表 18:	九号单品智能化得分较高.....	17
图表 19:	九号热销款智能化功能丰富.....	17
图表 20:	九号在同类产品中智能化水平较为领先.....	18
图表 21:	九号已积累多项两轮车相关智能化核心技术.....	19
图表 22:	九号 RideyLong 系统实现续航优化.....	20
图表 23:	九号 RideyPOWER 智能铅酸电池系统性能优秀.....	20
图表 24:	九号两轮车门店加速扩张.....	20
图表 25:	2023 年九号单店销量或位居行业 TOP3.....	20
图表 26:	北美为全地形车主要市场.....	21
图表 27:	Segway 全地形车产品矩阵持续丰富.....	22
图表 28:	Super Villain 系列凭借更优价格与强劲动力系统与竞争对手形成差异化竞争.....	22
图表 29:	Segway 全地形车已由欧洲向全球布局.....	23
图表 30:	Segway 全地形车在美国重要大型城市已有较多经销商渠道渗透.....	23
图表 31:	全球 E-bike 市场行业空间较为广阔.....	24
图表 32:	中置电机和轮毂电机各有利弊.....	25
图表 33:	九号公司 E-bike 产品矩阵丰富, 覆盖多种使用场景.....	26
图表 34:	公司于 2024 年 3 月发布共享商用新品 E-bike B200.....	27
图表 35:	公司为 Tier-Dott 提供 E-bike 产品, 助力巴黎奥运会共享出行.....	27
图表 36:	2030 年全球平衡车销售额有望达 6.62 亿美元, 2023-2030 年 CAGR 约为 3.6%.....	28
图表 37:	公司发布 F2、E2 系列等新品, 滑板车产品矩阵持续丰富.....	29
图表 38:	当前割草机市场中骑乘式割草机占比 45%, 跟随式割草机占比第二.....	30
图表 39:	雇人割草、购置割草机自用、购置割草机器人三种方式各有优劣势.....	31
图表 40:	家用场景下, 割草机器人经济性高于雇人割草和购置割草机自用.....	32
图表 41:	割草机器人未来有望成为草坪维护更优选择 (单位: 美元).....	32
图表 42:	智能割草机器人工作效率是手推式割草机的两倍以上.....	33
图表 43:	商用扫地机器人的工作效率是人力清洁的三倍.....	33
图表 44:	2030 年全球割草机器人市场规模或将增长至 40 亿美元.....	34

图表 45:	GNSS 技术囊括 RTK、PPP 和 RTK-PPP 三种技术路线，其中 RTK-PPP 兼具精度与广度....	35
图表 46:	公司聚焦 RTK 技术无埋线式割草机器人赛道，持续推出新系列丰富产品矩阵	36
图表 47:	公司割草机器人在产品性价比和性能方面均具备较强竞争力	37
图表 48:	公司割草机器人 SKU 丰富、适用庭院面积多、覆盖价格段全面	38
图表 49:	2024 年 9 月公司发布 Segway Navimow X3 系列割草机器人.....	39
图表 50:	公司割草机器人欧洲线下渠道的拓展进度快于北美市场	40
图表 51:	公司旗下 Navimow i105N 位居美亚 Best Seller 割草机器人类目榜首	40
图表 52:	公司 2024Q1-Q3 单季度收入均实现靓丽增速	41
图表 53:	公司目前拥有 4 种不同型号移动底盘产品	42
图表 54:	公司携手英伟达共同推出自动驾驶研发平台 Nova Cater AMR.....	43
图表 55:	九号公司收入业绩预测表	45
图表 56:	可比公司估值表	46

一、九号公司：经营持续优秀，两轮车+割草机业务加速成长

财务表现：2019年以来加速成长，两轮车表现亮眼。1) **整体**：2019-2023年公司营收业绩逐年增长，2024Q1-Q3收入端同比+44.90%，业绩端同比+155.95%。2) **分产品**：两轮车和割草机器人作为新业务增幅明显，助力公司营收增长。作为公司后发产品，电动两轮车2024H1收入33.83亿元(+114.71%)，占比提升至50.74%，成为增长核心动力。割草机亦表现亮眼，至2024H1公司智能割草机器人产品已销售至全球30多个国家，成为首个用户激活量3万+的无埋线割草机品牌。

图表1：2019年以来公司营收和归母净利润逐年增长



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

产品端：产品矩阵持续拓宽，多元布局赋能长期。公司已拥有电动自行车、电动摩托车、电动滑板车、平衡车、全地形车和机器人等品类以及相关套件等丰富的产品。其中，新国标、以旧换新、东南亚及欧洲油改电等有望为两轮车成长提供催化；割草机器人契合海外刚需，类比室内扫地机，具备较强的渗透率提升确定性；滑板车已成为欧美重要的短途出行工具之一，在很多低渗透率国家或有翻倍空间；智能化为全地形车弯道超车带来机遇，九号坚持混动契合行业发展。

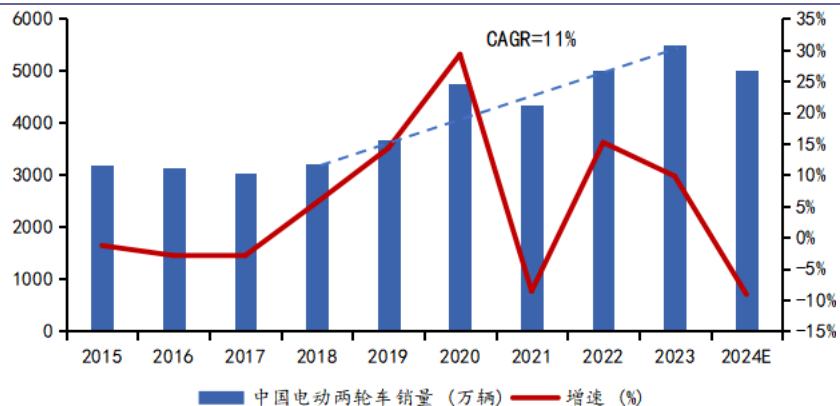
二、智能短交通：两轮车成长为新基本盘，强劲产品力支撑多品类开花

(一) 电动两轮车：关注以旧换新+新强标+即时零售业发展，九号产品力强劲+渠道加速扩张有望受益

1、行业端：以旧换新+新强标催化短期，产品优化+即时零售发展赋能长期

内销：复盘来看，2018年《新国标》带动增长，未来内销规模有望稳步提升。1) 销量：根据艾瑞咨询统计，2018年《新国标》出台释放更新需求带动3-5年增长，2018-2023年中国电动两轮车销量呈现向上趋势（2018-2023年CAGR 11%），至2023年内销规模达到5500万辆，2024年预计回至5000万辆（-9.1%）。2) 保有量：根据中国自行车协会数据，2023年中国电动车保有量超过4亿辆。3) 空间：根据中研产业研究院预测，2028年中国电动两轮车销量或达到8400万辆（2023-2028年CAGR 7%）。我们认为，以旧换新补贴+新强标或拉动行业短期增长，中长期产品功能优化+外卖业发展有望为行业发展赋能。

图表4：2018-2023年中国电动两轮车销量呈现向上趋势（2018-2023年CAGR 11%）



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

(1) 以旧换新

核心观点：以旧换新措施不断细化，补贴支持或使高端电动车更受益，铅酸蓄电池获得政策倾斜或影响行业产品结构调整。

中央：2024年3月新一轮“以旧换新”开启，两轮车行业有望受益。1) 3月：国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提及开展汽车、家电等消费品以旧换新行动。2) 4月：商务部等14部门发布《推动消费品以旧换新行动方案》，目标2025年报废汽车/家电回收量较2023年+50/+15%，2027年报废汽车回收/二手车交易/家电回收量较2023年+100/+45/+30%，并参照汽车、家电做法推动电动自行车以旧换新，正式提及两轮车品类。3) 7月：国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，指出各地区要重点支持家电和电动自行车以旧换新。4) 8月：商务部等5部门发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》，重点关注优质电动车供给、严格销售监管、促进消费、加大惠民支持力度。

具备更好的安全性，铅酸电池获政策支持。1) 实施方案：对交回老旧锂离子蓄电池并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，可适当加大补贴力度，各地政府可利用地方财政资金对消费者交回高安全隐患的电动自行车及蓄电池予以补贴。2) “高安全隐患”定义：指因使用时间长、使用环境及保养条件差等原因，外观出现明显破损、漏液、较严重变形、烧蚀痕迹等现象，导致存在较高事故风险的锂离子蓄电池。3) 原因：虽然近年来锂离子蓄电池发展较快，但由于其能量密度较高、内部有机电解质化学特性活泼，在使用不当时易发生燃烧和爆炸等安全事故。我们认为，政策引导之下，铅酸电池在电动两轮车行业中的比例或进一步提升。

图表5：铅酸电池在常见两轮车电池中相对更具安全性

对比	铅酸电池	锂电池	石墨烯电池
续航 (48V/20A/400W)	40km	50km	45km
使用寿命	2年	6年	4年
价格 (48V/20A)	420元	850元	620元
其他主要优点	安全性高	重量轻	耐用性高
	技术成熟	环保	充电快
其他主要缺点	重量大	化学反应活泼(安全隐患)	应用度尚低

资料来源：艾瑞咨询，飞宇智能科技公众号，易车百科，太平洋证券整理

地方：补贴政策陆续推出，带动销售已见成效。各地政府积极响应，7月起陆续发布补贴方案，设置定额补贴、阶梯式补贴、按购车价格比例补贴等形式，补贴力度多集中在500-600元之间，其中海南省对交回锂电池旧车并购买铅酸电池新车的消费者予以800元补贴，青海省设置单笔1000元补贴上限；补贴时间多截止至2024年末，其中上海市活动延续至2025年6月30日。据新华社报道，截至2024年11月19日，全国各省均出台了实施细则，电动自行车收旧50.57万辆、换新50.57万辆，累计带动新车销售12.91亿元。我们认为，在现有补贴时间与规则设置之下，2024Q4两轮车行业有望受益于政策，消费者或受补贴激励倾向于选购高端车型。

图表6：地方两轮车以旧换新政策

地区	补贴时间	补贴标准
北京市	2024年11月14日起	每辆新购车辆补贴500元+额外补贴100元（交售老旧锂电池车并购买铅酸电池车）+额外补贴50元（交售旧车经过电池健康评估）。
天津市	2024年11月9日-2024年12月31日	对交回个人名下旧锂电池车并换购铅酸电池车新车的个人消费者给予一次性600元补贴，对其他情形交旧购新的个人消费者给予一次性500元补贴。
河北省	2024年9月20日-2024年12月31日	对交回老旧电动车并购买新国标铅酸电池车新车的，按照成交价格的20%补贴，每辆补贴不超过500元；对交回老旧电动车并购买锂电池车新车的，按照成交价格的10%补贴，每辆补贴不超过300元。
山西省	至 2024年12月31日	消费者购买指定品牌型号的电动车，每辆优惠500元。
内蒙古自治区	至 2024年12月31日	一次性500元定额补贴。
陕西省	2024年9月10日（以各地市实施方案或细则发布日期为准）-12月31日	按照最终售价，1500元（不含）以下补贴300元，1500元及以上补贴500元，每位消费者只可享受1次以旧换新补贴。
吉林省	2024年10月12日-2024年12月31日	对交回老旧锂电池车、铅酸电池车并换购铅酸电池车的消费者，按照售价给予20%补贴，每辆补贴不超过500元；对交回老旧锂电池、老旧铅酸电池车并换购锂电池车的消费者，11月1日起按照售价给予15%补贴，每辆补贴不超过400元。11月1日前不予补贴。
黑龙江省	2024年4月24日-2024年12月31日	补贴标准为商品最终售价的20%，每位消费者可享受补贴1次，补贴额不超过500元。
上海市	2024年10月16日-2025年6月30日	购车立减金500元一次性补贴。
江苏省	2024年9月18日-2024年12月31日	新购电动车价格在2000元（不含）以下的补贴300元；价格在2000元（含）至3000元（不含）的补贴400元；价格在3000元（含）以上的补贴500元；对交回老旧锂电池车并换购铅酸电池车的消费者，在每档补贴标准基础上增加100元补贴。
浙江省	2024年8月22日-2024年12月31日	补贴为新车购买价的20%，最高不超过500元/辆。
宁波市	2024年8月22日-2024年12月31日	购买新电动车予以20%补贴、最高不超过500元/辆。活动期间每人享受补贴不超过1辆，先到先得。
安徽省	补贴政策实施时间以各市公告为准	对交回旧电动车并换购锂电池车新车给予售价15%补贴，最高500元；对交回旧电动车并换购铅酸电池车新车给予售价20%补贴、最高600元。
福建省	2024年9月11日-2024年12月31日	产品售价在2000元以下的，给予300元补贴；产品售价在2000元（含）以上的，给予500元补贴；对交回老旧锂电池车并换购铅酸电池车的消费者，额外再给予100元补贴。
江西省	2024年9月19日-2024年12月31日	给予500元补贴；对交回老旧锂电池车并购买铅酸电池车的消费者额外再增加100元补贴。
山东省	自各市电动车以旧换新服务平台上线之日起至2024年12月31日	单辆车补贴不超过500元；交回老旧锂电池车并换购铅酸电池车，单辆车补贴不超过600元。
河南省	2024年9月18日起	每辆给予最高不超过500元的一次性补贴。消费者先到先得、资金用完为止。
湖北省	2024年8月26日-2024年12月31日	单用户电动车消费1200元以上（含1200元）至2000元以下，一次性立减补贴300元；2000元以上（含2000元）至3000元以下，一次性立减补贴400元；3000元以上（含3000元），一次性立减补贴500元。
湖南省	2024年9月6日-2024年12月31日	电动车以旧换新每台补贴500元。
广东省	2024年9月1日-2024年12月31日	可领取一次性500元补贴。
广西壮族自治区	2024年9月30日-2024年12月31日	新电动车购置发票价格为准：①2500（不含）以下，补贴300元 ②2500元（含）-3000元（不含），补贴400元 ③3000元（含）以上，补贴500元
海南省	2024年7月25日-2024年12月31日	交回锂电池旧车并购买铅酸电池新车的，补贴800元。不属于上述条件的，按新车售价的20%补贴，最高500元。
重庆市	2024年8月20日-2024年12月31日	购新车每辆给予500元定额资金补贴，以现金形式发放至符合条件对象的银行借记卡上。
四川省	2024年10月28日-2024年12月31日	享受新车销售发票含税价格的15%补贴。若报废锂电池旧车并购买铅蓄电池新车，补贴标准提高到20%。
贵州省	2024年10月15日-2024年12月31日	按购车交易发票金额的20%给予补贴，每辆车最高补贴不超过500元；交回锂电池车购买铅酸电池车的，最高补贴不超过600元。
云南省	2024年9月1日-2024年12月31日	补贴500元。每交回1辆旧车并购买1辆新车可申请1次补贴，每人最多可申请4次补贴。
西藏自治区	2024年11月18日-2024年12月31日	购新电动车：满2000元减300元、满3000元减500元。交回老旧锂离子蓄电池车并换购铅酸电池车的，每辆直接补贴600元。
辽宁省	2024年10月14日-2024年12月31日	一次性获500元补贴；对购买铅酸电池车的消费者，额外给予100元补贴。
甘肃省	2024年8月1日-2024年12月31日	每辆给予一次性500元定额补贴，同一消费者仅限补贴1次。
青海省	2024年1月1日-2024年12月31日	根据实际购买价格的30%进行补贴，单笔上限不超过1000元。
宁夏回族自治区	2024年10月15日-2024年12月31日	补贴标准为最终售价的20%，每辆补贴不超过500元；对交回老旧锂电池车并换购符合国标的铅酸电池车，额外再给予100元补贴。
新疆维吾尔自治区	2024年7月25日-2024年12月31日	12月31日前，以旧换新交回旧车换合规新车的，立享500元补贴；交回锂电池旧车换铅酸电池新车还有额外100元。
新疆生产建设兵团	2024年8月24日-2024年12月31日	给予一次性500元补贴；对交回个人名下老旧锂电池车并换购铅酸电池车的消费者，给予一次性600元的补贴。

资料来源：商务部，太平洋证券整理

(2) 新强标

安全问题引发关注，2024 年修订强标促进行业规范化发展。1) **修订背景：**据国家消防救援局通报，2021 年电动自行车引发火灾 1.8 万起，至 2023 年增加到 2.5 万起，电动自行车火灾在全年较大火灾中的占比由 2021 年的 5.9% 上升至 2023 年的 12.7%。车辆违规篡改导致主要技术指标超出强标《电动自行车安全技术规范》(GB 17761—2018)，亦成为交通事故主要诱因。产业层面看，行业整体质量保障能力依然偏弱，产品质量参差不齐，也埋下了电动自行车安全隐患。

2) **新强制性国家标准：**2024 年 9 月，工信部提出对现行的《电动自行车安全技术规范》(GB 17761—2018) 进行修订；2024 年 11 月 1 日，另有《电动自行车电气安全要求》(GB 42295—2022) 第 1 号修改单、《电动自行车用充电器安全技术要求》(GB 42296—2022) 第 1 号修改单、《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》(GB 43854—2024) 三项强标正式实施。

图表7：电动自行车现行强标

序号	标准号	是否采标	标准名称	类别	状态	发布日期	实施日期	操作
1	GB 43854-2024		电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范	强标	现行	2024-04-25	2024-11-01	查看详情
2	GB 42295-2022		电动自行车电气安全要求	强标	现行	2022-12-29	2024-01-01	查看详情
3	GB 42296-2022		电动自行车用充电器安全技术要求	强标	现行	2022-12-29	2023-07-01	查看详情
4	GB 811-2022		摩托车、电动自行车乘员头盔	强标	现行	2022-12-01	2023-07-01	查看详情
5	GB 17761-2018		电动自行车安全技术规范	强标	现行	2018-05-15	2019-04-15	查看详情

资料来源：国家标准委，太平洋证券整理

新标准更契合实际使用需求，3 认证之下安全标准再提升。1) **主要修订内容：**对比 2018 年强标，新标准将使用铅酸电池的整车质量由小于等于 55kg 放宽至 63kg，不再强制要求电驱动型电动自行车具备脚踏骑行功能，增加北斗定位要求，细化完善电动机功率限值试验方法和材料阻燃试验要求方法，从电池组、控制器、限速器三个方面明确防篡改要求，标准更符合实际需求并提升安全保障性。2) **CCC 认证：**2024 年 10 月，四部门联合发布公告加强电动自行车产品准入及行业规范管理，明确“自 2024 年 11 月 1 日起，对新提出认证委托的电动自行车，应符合强制性国家标准及修改单要求，经过认证并标注认证标志后，方可出厂、销售、进口或者在其他经营活动中使用”，“对 2024 年 11 月 1 日后销售的、不具有有效认证证书的电动自行车不予办理登记上牌”，再度提升安全标准。

图表8：新国标预计对质量、脚踏骑行、防篡改、北斗定位等标准进行修订

修订类型	主要技术变化	主要修订内容
更改	整车质量	由小于/等于55kg, 放宽至使用铅酸电池的整车质量小于/等于63kg
更改	脚踏骑行功能	不再强制要求电驱动型电动自行车具有脚踏骑行功能
更改	电动机功率限值试验方法	细化完善
更改	材料阻燃试验要求和方法	细化完善（对纺织品类及泡沫塑料类非金属材料的阻燃性能作出明确规定，进一步加严与电池直接接触的非金属材料、电气回路、电气部件及导线等关键部件的阻燃性能）
更改	防篡改要求和方法	从 电池组、控制器、限速器 三个方面提出防篡改要求
增加	塑料件占比要求和方法	在非必要条件下不应使用塑料件，使用塑料材质的部件总质量不应超过整车质量的5.5%
增加	北斗定位和动态安全监测要求	增加 北斗定位 和通信功能
增加	企业质量保证能力和产品一致性要求和方法	明确要求企业应具有与电动自行车产能相匹配的整车及车架等关键部件的生产能力、检测能力和质量控制能力，并列出了产品进行型式试验和生产一致性检验时所需的检测项目
删除	电气强度	/
删除	无线电骚扰特性	/

资料来源：工信部，太平洋证券整理

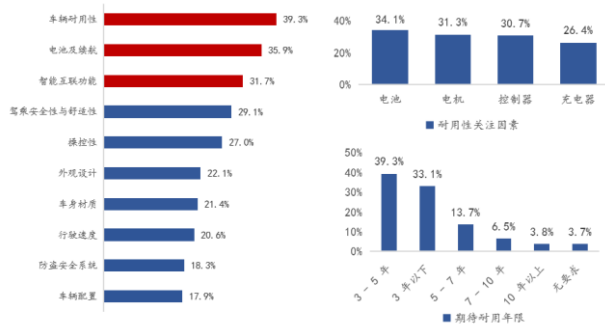
禁止违规改装要求趋严，多地整治非法改装。1) **原因**：雨伞会扩大骑行者视野盲区并加大风阻而易使车辆失去重心，挡风被会使驾驶者身体受束缚难以应对突发状况、易卷入车轮或链条引发安全事故、多属棉毛制品可燃物增加火灾风险，备用电池或使电压超标线路负荷更大引致起火保障风险等。2) **举措**：多地已开展集中整治，宣布对非法改装及违规加装雨伞雨棚、挡风被等行为进行严查。如广州市针对加装箱体、雨棚等改装行为处以50元罚款并责令15日内恢复原状，加装电机、电池等严重改装则扣留车辆，深圳市对加装雨棚等行为责令改正并拟处500元罚款等。

我们判断，新强标之下电动自行车限重提升可装载更大的电池，防篡改及CCC认证要求或使低价低质的锂电池加速出清，叠加以旧换新补贴中铅酸电池受到特殊优待，进而利好安全性更高的铅酸电池电动自行车。充分考虑安全问题，仍设置25km/h限速、严抓非法违规改装等规定，或在一定程度上影响消费者短期购买决策，但中长期会充分利好行业规范化安全化发展。在行业规范不断提升的背景之下，本就符合较高安全标准、产品配备北斗定位系统的头部企业生产成本不会明显提升，从而有望在竞争中受益。

(3) 产品迭代

电动两轮车向智能化+长续航方向演进，好用性不断提升。1) 从需求侧看，根据艾瑞咨询，车辆耐用性、电池及续航、智能化功能是消费者购车时最为关注的三个因素。2) 从供给侧看，头部品牌的代表性产品中，72V大电池/2000W电机/55+时速/百公里续航已成常态；目前电动两轮车已广泛实现深度智能，即通过IoT技术实现车辆与其他智能设备互联，并利用传感器监控与AI大数据算法对电池情况进行跟踪，未来或向着有“智脑”的车演进。我们认为，功能+性能优化使电动两轮车“好用性”提升，是支撑中长期需求持续的关键。

图表9：消费者关注车辆耐用性、电池及续航、智能化功能



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理（注：左图为消费者选购时关注的因素）

图表10：长续航已成优质电动两轮车常态

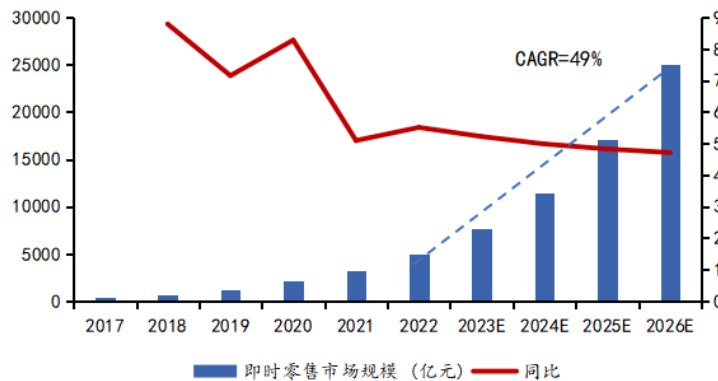
品牌	九号 E300P	雅迪 冠能探索E10	台铃 S震北	绿源 S90
图片				
动力	搭载九号定制12寸无刷电机，整车额定功率10kW，最大功率20kW，0-50km/h的加速度为2.49s，最高时速135km/h	搭载2000W大功率电机，拥有160N.m大扭矩和92%的大电机效率，最高时速58~62km/h	搭载1200W自研电机，最高能效93%，最高时速70km/h	搭载搭载液冷电机2.0，额定功率1200W和峰值功率3000W，扭矩125N.m，最高时速55+km/h
续航	搭载ATL74V27Ah动力锂电池，单块电池容量2000Wh，拥有三电选装版本，最高续航里程120公里	搭载自研72V38Ah的石墨烯3代Plus电池，配置TTFAR 5.0GT PRO 增程系统，可续航146KM	搭载72V35Ah长续航石墨烯电池，配置15管长续航分布式控制器动力系统，最高续航100km	搭载72V26ah的石墨烯锂电池，续航最高100km

资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

(4) 即时零售业发展

即时零售业高速发展，两轮车作为主要配送工具受益。根据商务部国际贸易经济合作研究院报告，2017年中国即时零售市场规模为365.71亿元，2022年达到5042.86亿元（2017-2022年CAGR 69%），2026年预计达到25082.65亿元（2022-2026年CAGR 49%），成长性来自增量场景创新带动供给增加、本地商品线上化突破销量瓶颈、消费人群逐渐养成在即时零售平台消费习惯。我们认为，作为主要配送工具，电动两轮车行业或受益于即时零售业扩张，中长期来看仍具充足成长动力。

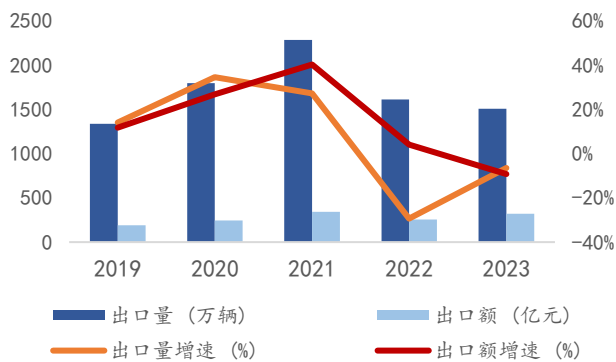
图表11：2026年中国即时零售业市场规模预计达到25082.65亿元



资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院，太平洋证券整理（注：包括自营和开放平台）

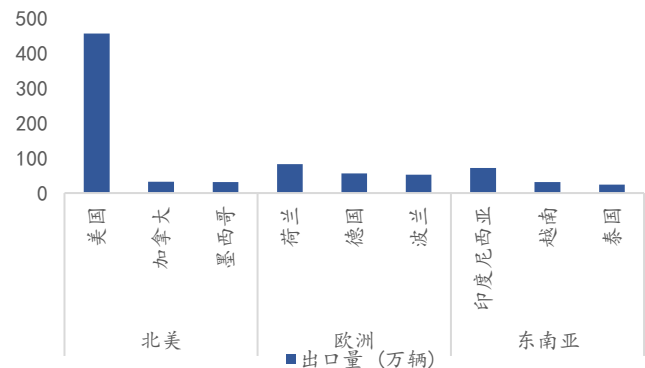
出口：海外需求逐步回稳，美国为整车出口主战场，东南亚“油改电”带来成长动力。 1) **出口规模：**根据艾瑞咨询数据，疫情带动海外两轮车需求高增，中国出口受益，2021年整车出口2279.4万辆(+27.1%)，出口额339.7亿元(+40.1%)；此后海外需求逐步回稳，至2023年出口量/额分别达到1504.3万辆/320.5亿元，分别同比-6.6%/-9.3%，未来或步入稳定增长阶段。2) **分地区看：**根据艾瑞咨询数据，北美/欧洲/东南亚为中国两轮车主要出口目的地，2023年对美国/荷兰/印尼出口量分别为456.4/82.8/71.5万辆。我们认为，伴随欧洲排放标准趋于严格，东南亚多个国家推出“油改电”补贴，并对外国品牌当地建厂给予政策倾斜，更新需求+政策支持或为两轮车向欧洲及东南亚出口带来成长动力。

图表12：2023年中国电动两轮整车出口量/额分别为1504.3万辆/320.5亿元



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表13：美国成为中国电动两轮整车出口主战场



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表14：东南亚多个国家推出“油改电”激励

国家	开始时间	举措	对两轮车的影响
印度尼西亚	2021年	2021年8月，能源部计划到2030年电动两轮车数量达到1300万辆，在2050年停止销售燃油车。 2022年10月，交通部出台激励政策，目标在2025年增加200万辆电动两轮车，并对电池更换技术提出期望。 2023年8月，由于油改电置换补贴申请低迷，政府计划扩大电动自行车补贴范围，从国家基金中拨款7万亿印尼卢比（约4.59亿美元），支持到2024年销售80万辆新电动两轮车并置换20万辆燃油两轮车。 2024年5月，国家经济发展署（NEDA）扩大对电动车的补贴政策，批准对电动摩托车和电动自行车进行 税收减免 ，保持零关税至2028年。	在2025年前为电动两轮车带来至少200万增量； 同时补贴消费者进行电动两轮车消费
菲律宾	2024年	2024年5月，国家经济发展署（NEDA）扩大对电动车的补贴政策，批准对电动摩托车和电动自行车进行 税收减免 ，保持零关税至2028年。	电动两轮车首次被零关税政策覆盖，降低外国品牌电动两轮车进口成本
泰国	2021年	2021年11月，泰国在COP26上设定了到2030年将温室气体排放量在2005年的水平上减少20-25%的目标，为此颁布政策推动电动汽车（包括电动摩托车）的生产和使用。 目标到2030年，零排放汽车（ZEV）将占汽车总产量的至少30%，每年生产67.5万辆电动两轮车（E2W）。 在 政府减税 等激励措施的鼓励下，越来越多的品牌希望扩大业务并在泰国本地化电池生产。	2030年之前电动两轮车市场每年67.5万增量； 有向中国大量进口两轮车电池的需求，激励中国两轮车企业在泰国本地建厂生产
越南	2022年	2022年7月，越南政府批准了《交通领域绿色能源转型及碳中和减排行动计划》。 在2040年逐步淘汰摩托车和轻便摩托车的生产、组装和进口。 到2050年，要求100%的机动道路车辆采用电力驱动。 激励措施： 降低本地生产车辆的注册费、削减关键零部件和原材料的进口关税，以及向电动两轮车制造商提供直接补贴 ，还在考虑基于二氧化碳的税收制度，以激励向低排放和零排放两轮车的转型。	2022年两轮车销量为338万，同比上升20.7%； 在2050年之前全部换成两轮车，总共预计带来数十亿电动两轮车增量
马来西亚	2023年	2023年12月，政府推出“电动摩托车使用促进计划”，为电动摩托车购买者提供 2400令吉的补贴 ，以鼓励国民从汽油摩托车改用电动摩托车。	降低购车成本，消费者收入越低其补贴越高，有利于电动两轮车企业开拓低收入群体市场
柬埔寨	2024年	2024年9月，柬埔寨公共工程和交通部为减少碳排放，在《2024-2030年国家电动汽车发展政策》上宣布，到2050年柬埔寨实现汽车电动汽车普及率40%，两轮车电动化率达到70%。	若在2050年两轮车电动化率成功达到70%，则预计带来超过420万电动两轮车增量（约600万燃油两轮车基数）

资料来源：各国政府网站，太平洋证券整理

2、 公司端：高端+智能+长续航产品力强劲， 线下门店加速扩张支撑成长

产品侧核心观点：从产品定位看，九号两轮车定位高端，契合行业升级趋势。从产品智能化看，九号机器人基因+强劲研发实力不断构筑智能化领域优势。从产品性能看，消费者重视两轮车续航功能，九号自研 RideyLong 续航增强系统表现优秀，新强标+以旧换新进一步利好铅酸电池，九号自研 RideyPOWER 智能铅酸系统优势明显。整体而言，我们认为九号两轮车产品力强劲。

(1) **产品定位：九号领跑线下高端市场，线上销量领先。**根据艾瑞咨询和鲁大师数据，1) **线下：**全国电动两轮车销量靠前的 22 座城市中，九号居于 4000 元以上高端市场、7000 元以上超高端市场销量榜首，4000 元以下市场则由传统品牌雅迪、爱玛、台铃等主导。2) **线上：**2023 年九号在京东的全年全店成交额指数、在天猫的全年成交额均位列第一，领先传统品牌。3) **品牌形象：**在智能电动车领域，九号、小牛、雅迪是用户最为熟知的品牌，其中 32.6% 消费者会优先选购九号，49.8% 消费者认为九号档次高。我们认为，九号已在高端市场占据一定消费者心智。

图表15：九号或已在高端市场占据一定消费者心智



资料来源：艾瑞咨询，鲁大师数据实验室，太平洋证券整理（注：左图统计周期为 2023 全年，基于全国 22 个城市样本；中图统计周期为 2023 年；右图样本 N=1516，统计时间为 2024M4）

以旧换新或推动行业结构高端化升级，九号高端款性能优秀。1) **行业高端化：**我们重申判断，以旧换新补贴或使消费者倾向于选购配置更优秀的高价 sku，推动行业高端化进程。2) **九号产品：**公司电动两轮车高端产品性能优秀，高端电动自行车 MMAX 2 系列符合新国家标准，ABS+TCS 共同加持，配备 RideyFun 智驾系统一屏实现导航、通话、听歌功能，鼯鼠控功能+全场景智能骑行辅助使其具备优秀的产品体验；高端旗舰款电动摩托车 E300P MK2 能够实现 5.69s 的百公里加速，最高速度 135km/h，亦配备 RideyFUN 智驾系统，HIAS 灯光水平倾斜度调节系统使夜间驾驶安全性得到保障。我们认为，伴随行业结构向高端化升级，九号定位清晰契合迭代方向。

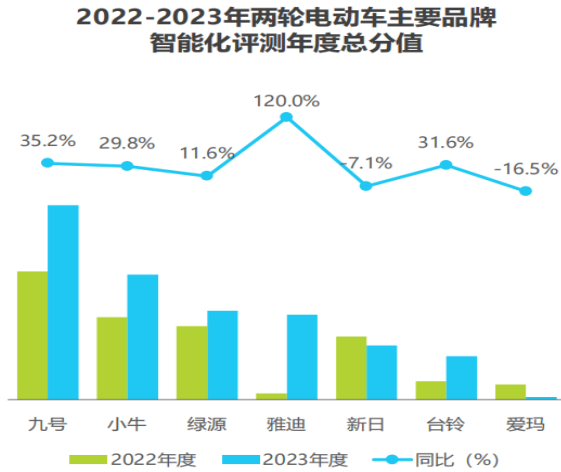
图表16：九号高端车型性能优秀

产品名称		九号高端款		
		电动自行车 MMAX 2 110P	E300P MK2	电动摩托车 E200P MK2
产品信息	产品图片			
	到手价	8699	28099	21099
	重量 (不含电池)	45kg	116.5kg	85kg
续航维度	续航里程	85km	125km	95-150km
	电池类型	IPX7级全防水定制锂电池	锂电池	锂电池
	电池容量	48V 30Ah	74V 54Ah	两块, 单块74V 27Ah
	电池重量	10kg	12.5kg*3	12.6kg*2
	电机功率	400w	Segway定制高功率电机额定10kw, 最大29kw	额定5000W, 最大15KW
	最高速度	25km/h	135km/h	100km/h
制动能力	制动系统	前后碟刹+双通道ABS	前后碟刹+赛福SF10双通道防抱死刹车系统 (ABS+能量回收制动系统 (EABS))	前后碟刹+赛福SF10双通道防抱死刹车系统 (ABS) +TCS
	减震	前减震: 正置液压减震 后减震: 五段可调外置双弹簧避震	前减震: 液压弹簧减震 后减震: 倒置氮气液压减震	前减震: 液压弹簧减震 后减震: 氮气液压减震
智能化功能	智能解锁	感应解锁3.0、App/NFC/蓝牙感应/智能手表/手环/密码解锁	感应解锁3.0、App/NFC/蓝牙感应/智能手表/手环/密码解锁	感应解锁3.0、App/NFC/蓝牙感应/智能手表/手环/密码解锁
	乘坐感应	乘坐感应	乘坐感应	乘坐感应
	驻车感应	HHC坡道驻车模式	HHC坡道驻车模式	HHC坡道驻车模式
	助力推行	支持	支持	支持
	定位系统	三模定位	三模定位	三模定位
	防盗系统	AHRS姿态感应防盗	AHRS姿态感应防盗	AHRS姿态感应防盗
	电池管理	BMS6.0	BMS6.0	BMS6.0
	OTA无线升级	支持	支持	支持
其他特色功能	灯光系统	带前后转向灯、ALC全境光幕照明系统	智能光感LED前大灯, 3透镜白色LED位置灯 (支持RGBW无极调节)	LED尾灯 (HIAS水平倾斜度调节系统)
	充电方式	车身、电池充电	车身、电池充电	车身、电池充电
	其他	智驾系统5, 支持导航、听歌、通话	智驾系统, 智能大屏支持地图导航投屏、通话, 自带mic及音箱	智驾系统, 智能大屏支持地图导航投屏、通话, 自带mic及音箱
		内置胎压监测	内置胎压监测	内置胎压监测
		电池搭载Apple Find My定位	电池搭载Apple Find My定位	整车支持20A快充
	HC240合金钢双弓形复合车架	HC420合金钢高强度车架	HC420合金钢高强度车架	

资料来源：京东，太平洋证券整理

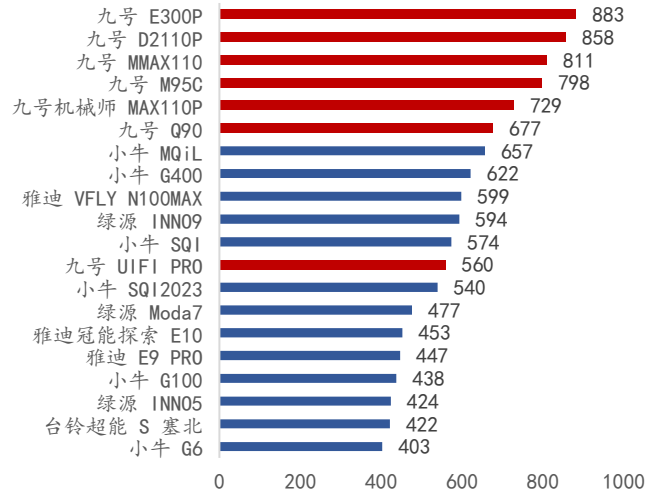
(2) 产品智能化：与行业相比，九号两轮车智能化水平高度领先。1) 行业地位：根据艾瑞咨询与鲁大师研究，通过对两轮车运算/信息采集与交互/驾驶辅助/能源/防盗/乘坐/智慧娱乐/用户等系统进行测评，研究认为 2023 年九号品牌整体智能化能力高于平均水平 75.8%，旗下单品位居测评得分前列。2) 九号产品：九号电动两轮车热销产品智能化功能较为丰富，普遍具备多种解锁方式、乘坐与驻车感应功能、配备定位系统、防盗系统、OTA 无线升级等。

图表17：九号在智能化评测中领先行业



资料来源：艾瑞咨询，鲁大师两轮电动车行业调研报告
(2023年2月)，太平洋证券整理

图表18：九号单品智能化得分较高



资料来源：艾瑞咨询，鲁大师两轮电动车行业调研报告
(2023年2月)，太平洋证券整理

图表19：九号热销款智能化功能丰富

产品名称	九号电动热销款					
	电动自行车		电动摩托车		电动轻便摩托	
	F90M	A2z 40	M95C+	M85C	Q85c	N70C
产品信息	产品图片					
到手价	4999	3099	6299	4499	4299	3199
重量 (不含电池)	40-55kg	42.2kg	126kg	70kg	59kg	64kg
续航里程	90km	50km	100-123km	61-80km	61-80km	60km
电池类型	锂电池	高性能复合材料锂电池	铅酸电池	铅酸电池	铅酸电池	铅酸电池
电池容量	48V 25Ah	48V 14Ah	72V 32Ah	72V 23Ah	72V 23Ah	60V 20Ah
电池重量	8.5kg	5.8kg	54kg	42kg	42kg	30kg
电机功率	额定功率：251-400W	400W	额定1500w，最大2600w	额定1200w，最大2300w	额定1200w，最大2300w	额定800w，最大1500w
最高速度	25km/h	25km/h	55km/h	52km/h	52km/h	47km/h
制动能力	前后碟刹+能量回收制动系统 (EABS)	前后鼓刹+能量回收制动系统 (EABS)	前后碟刹+能量回收制动系统 (EABS) +TCS	前后碟刹+能量回收制动系统 (EABS) +TCS	前碟后鼓	前碟后鼓
减震	可调式后减震	前减震方式：分程弹簧式 后减震方式：油压阻尼减震	前减震方式：正置液压 后减震方式：五级可调外置双弹簧	前后油压弹簧减震	前后油压弹簧减震	前后油压弹簧减震
智能化功能	智能解锁 NFC解锁、感应解锁2.0	感应解锁2.0	感应解锁3.0、NFC/APP/蓝牙感应/密码/智能手表/手环/小程序解锁	App/NFC/感应解锁/智能手表/手环/密码解锁	NFC解锁	NFC/密码/App/智能终端解锁
	乘坐感应 驻车感应	座垫感应 边撑感应	HHC坡道驻车模式	乘坐感应2.0	驻车感应2.0	/
	助力推行	辅助推行	支持	支持	支持	/
	定位系统	三模定位	三模定位	三模定位	三模定位	/
	防盗系统	支持	支持	支持	AHRS姿态感应防盗2	/
	电池管理	BMS6.0	BMS6.0	BMS6.0	BMS6.0	BMS6.0
	OTA无线升级	支持	支持	支持	支持	支持
其他特色功能	灯光系统 前转向灯	前大灯 后刹车灯 带前后转向灯	远光灯 近光灯 后刹车灯 前后转向灯	/	智能LED灯光系统、刹车灯、后转向灯	智能光感LED矩阵式大灯
	充电方式	车身、电池充电	车身充电	车身充电	车身充电	车身充电

资料来源：京东，太平洋证券整理

图表20：九号在同类产品中智能化水平较为领先

产品名称	电动自行车				电动摩托车				
	九号 F90M	雅迪冠能 M85	爱玛PRO 晓龙	小牛U01+助力版	九号 M85C	雅迪冠能 T60-M	爱玛Q7 豪华版	小牛N Play	
产品信息	产品图片								
	到手价	4999	4290	4399	4849	4499	4590	4199	4349
续航维度	重量(不含电池)	40-55kg	/	66kg	40-55kg	70kg	/	56-65kg	150KG
	续航里程	90km	26-40km	81-100km	81-90km	61-80km	61-80km	80-120km	65km
	电池类型	锂电池	TTFAR管状石墨烯磷酸盐电池	石墨烯电池	锂电池	铅酸电池	TTFAR管状石墨烯磷酸盐电池	铅酸电池	铅酸电池
	电池容量	48V 25Ah	25Ah	72v 24Ah	48v 24Ah	72V 23Ah	25Ah	72V 25Ah	72V 23Ah
制动能力	电机功率	8.5kg	/	42kg	9.6KG	42kg	/	8kg	42KG
	额定功率	额定功率: 251-400W	1200W	1000W	400W半盘	额定1200w, 最大功率2300w	1200W	1000W	1200w, 最高2000W
	最高速度	25km/h	52km/h	52km/h	25km/h以下	52km/h	51-70km/h	41-50km/h	52km/h
	制动系统	前碟后碟+能量回收制动系统(EABS)	前后碟刹	前后碟刹	前后碟刹	前后碟刹+能量回收制动系统(EABS)	前后碟刹	前后碟刹	前后碟刹
智能化功能	减震	可调式后减震	前后液压减震	前后液压减震	前液阻阻尼式, 后套筒油阻阻尼式	前后油压弹簧减震	液阻减震	液阻减震, 五级可调	前液力阻尼式, 后弹簧-液力阻尼式
	智能解锁	NFC解锁、感应解锁2.0	小程序解锁、蓝牙解锁、APP解锁	APP解锁	小程序解锁、蓝牙解锁、APP解锁、小程序解锁、语音解锁、快捷指令解锁	App/NFC/感应解锁/智能手表/手环/密码解锁	小程序解锁、蓝牙解锁、APP解锁、手表解锁	组合开关解锁、APP解锁、遥控钥匙解锁	NFC解锁、蓝牙解锁、APP解锁
	靠近感应	靠近感应2.0	✓	/	✓	靠近感应2.0	✓	/	✓
	驻车感应	驻车感应2.0	✓	/	✓	/	/	/	/
	助力骑行	✓	✓	/	✓	/	/	支持	✓
	定位系统	三模定位	GPS定位	✓	北斗+GPS+GLONASS	三模定位	✓	/	✓
	防盗系统	支持	电子围栏、异动报警	/	异动报警	支持	支持	/	支持
	电池管理	BMS6.0	BMS管理系统	/	✓	BMS6.0	BMS管理系统	/	/
其他特色功能	OTA无线升级	支持	✓	/	支持	支持	支持	支持	
	灯光系统	前后转向灯	/	星环流水贯穿大灯	大灯、双翼夜光灯	/	/	广安大灯	LED大灯、一体式尾灯、高位转向灯
	充电方式	车身、电池充电	竖身充电	竖身充电	电池充电/竖身充电	竖身充电	竖身充电	竖身充电	竖身充电
其他	/	/	中控仪表10.9寸 定速巡航	/	/	/	TCS防滑系统 高增强双管车架	定速巡航	

资料来源：京东，太平洋证券整理

我们认为，机器人基因+强劲的研发实力是九号在两轮车智能化领域保持优势的核心。1) 从创业团队看，公司管理层背景与机器人行业高度相关，均毕业于知名高校并具备过硬的智能工程技术背景，由高管担任核心技术人员，为智能化相关领域创新发展奠定坚实基础。2) 从研发投入看，公司研发人员数量由2018年的469人扩张至2024H1的1410人(占总人数34.39%)，2023年研发费用6.16亿元(研发费用率6.03%)，高研发投入支撑起强劲的研发能力。3) 从研发成果看，至2024H1公司累计申请发明专利/实用新型专利/外观设计专利/著作权/其他知识产权1288/1817/1400/194/2056/6755个，分别累计获得570/1631/1143/189/1452/4985个。4) 从技术角度看，九号在两轮车领域已积累起多项智能化相关的核心技术。

图表21：九号已积累多项两轮车相关智能化核心技术

核心技术名称	应用产品	技术概述
自平衡控制技术	电动平衡车、电动两轮车	利用机械陀螺仪的惯性驱动力矩，当车辆发生倾斜时，让陀螺仪向指定方向倾转，借助所产生的惯性驱动力矩保持车身不倒，从而实现自平衡；辅助车轮电机驱动和龙头电机偏转，实现车辆行走和转向。
高可靠双重保护电池管理技术	电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、机器人系列	双电池供电系统自适应动态切换，极大程度提高了工作可靠性，能够在很大程度上减少因单体电池故障导致的系统失效。
高精度低成本永磁同步电机驱动技术	电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、机器人系列产品	基于三个开关霍尔作为永磁同步电机的电气角度检测，开关霍尔角度分辨率为 60 度，通过软件拟合出高精度的角度作为永磁同步电机的控制基础，该方案既能满足高精度驱动，成本又能做到很低。
长续航技术	电动两轮车、电动平衡车和电动滑板车，10 寸滑板车平台	通过轮胎科技，高性能无刷电机与电控调优的协同配合，使产品在同样的电池容量下，能带来更长的续航里程的提升。通过提高电机效率、降低轮胎滚阻、优化电控程序，降低运行功耗，在提升电池容量的情况下整车续航提升20%，能耗表现大幅领先于行业基准水平。
HIAS 前灯技术	电动两轮车	根据车辆转弯姿态实时调整近光照射角度，实现对可视范围的修正，解决了两轮车过弯时照射范围不足痛点，提高夜间骑行安全。
电动两轮车真智能系统	电动两轮车	基于蓝牙、GPS 及各类传感器的融合技术，实现用户在电动两轮车产品使用过程中，全景智能化的无感体验，建立区别于传统电动两轮车产品的差异化和技术先锋定位。
全新感应解锁2.0	电动两轮车、电动滑板车、E-bike	基于蓝牙技术，深层次优化蓝牙距离感知算法和连接稳定性体验，结合解锁状态灯，大幅提升了用户解锁成功率和连接稳定性。
FindMy 定位查找技术	电动滑板车、E-bike、电动两轮车	Findmy 利用全球数以亿计的 iPhone、iPad 和 Mac 组成的“查找”网络来追踪位置。产品内置的蓝牙定位系统会发出安全的蓝牙信号，让“查找”网络中在它附近的设备可以侦测到，并将位置信息发送到后台。
袋鼠控算法	电动两轮车、滑板车	袋鼠控算法是一套包括 TCS，坡道驻车，氮气模式，定速巡航，一键倒车，EABS 等在两轮和滑板领域领先的软件功能。
低成本高通用性 4G10T 技术	电动两轮车	集成 4GCAT1 通信、GPS/北斗双模定位和 BT/BLE 双模蓝牙功能。能够实现车辆数据、定位轨迹实时上云、远程控制车辆以及无感解锁等功能。
多功能全彩液晶仪表	电动滑板车、电动两轮车	全面接入九号公司软件生态（九号出行 App，车联网）。提供多种智能化的驾驶员和车辆交互功能：车辆状态显示，声音和音乐的播放，地图导航，来电接听，多个皮肤主题选择，彩蛋等。
多媒体及来电显示、控制技术	电动滑板车、E-bike、电动两轮车	基于蓝牙多媒体及通话等方案，依托于多功能全彩液晶仪表，在不依赖手机 APP 的情况下，实现多媒体播放信息和来电信息的显示以及控制技术。

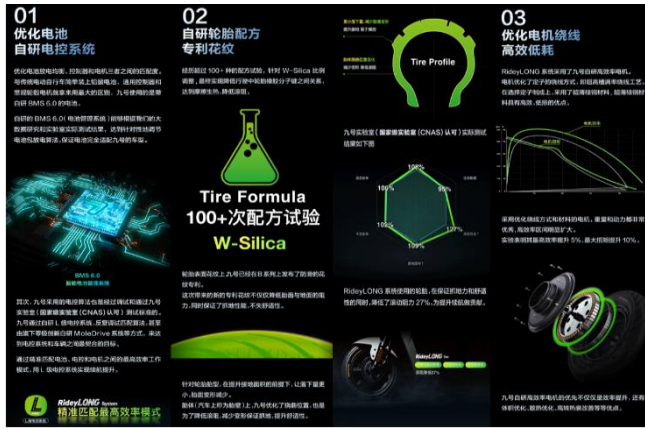
资料来源：九号公司公告，太平洋证券整理（注：核心技术均为自主研发，标灰底色为智能化相关，电动两轮车真智能系统包括：RideyGo!、RideyFun、MoleDrive、RideyGo air、RideyFun Air、AirLock、RideyPOWER、Ridey LONG 等）

(3) 产品性能：自研 RideyLong 续航增强系统+RideyPOWER 智能铅酸系统，九号两轮车在续航里程、电池管理、安全能力等方面表现优秀。

1) **RideyLong**：通过改善轮胎配方设计专利花纹、优化电池匹配高效率模式、优化电机绕线实现高效低耗的方式，九号在不增加电池容量的前提下提升续航 20%+。与同类产品相比，九号两轮车能够实现较长续航，如 F90M (48V24Ah) 续航达到 90km。

2) **RideyPOWER**：由智能碳晶电池、智能碳晶铅酸电池充电器、智能铅酸计量板、九号出行 APP 四个模块组成，系统使电池在相同体积之下具备更大容量与更持久的电力，可实现 100%DOD 全充全放，充放电可达 650 次以上循环，是普通产品的 3 倍。系统亦能对电池进行 24h 不间断的监控管理、实现防水升级、智能交互与可视化管理等，进一步支撑起电池使用安全。我们认为，九号自研 RideyLong、RideyPOWER 等系统，使产品性能在行业中处于领先地位，长续航能力满足消费者核心关注点，铅酸系统升级契合以旧换新+新强标导向。

图表22：九号 RideyLong 系统实现续航优化



图表23：九号 RideyPOWER 智能铅酸电池系统性能优秀

九号碳晶智能铅酸电池系统与一般铅酸电池的数据对比			
	一般铅酸电池	九号 RideyPOWER 智能铅酸电池系统	石墨烯铅酸电池
容量	20Ah	22Ah	23Ah
高温容量	20.5Ah (45°C) ——102%	23.5Ah (45°C) ——107%	24Ah (45°C) ——104%
低温容量	16Ah (0°C) ——80%	20Ah (0°C) ——91%	20Ah (0°C) ——87%
智能电量SOC	无	有	无
温度显示	无	有	无
大电流放电	1C	1.8C	1.8C
快充	0.5C	0.5C-1C	0.5C
循环寿命	100%DOD 10A放电 200-300次	100%DOD 11A放电 650+次	100%DOD 11A放电 400-500次
循环平台	10A放电电流 大于120min的容量, 150次	10A放电电流 大于120min的容量, 500+次	10A放电电流 大于120min的容量, 300次
充电功率显示	无	有	无
充电通讯	无	有	无

资料来源：九号电动公众号，太平洋证券整理

资料来源：九号电动公众号，太平洋证券整理

渠道端：九号线上渠道持续优秀，线下门店加速扩张。1) 线上：强劲品牌力+年轻化营销之下，九号电商渠道成绩持续优秀。从2024年双11全周期数据看，九号线上销售额超过10.35亿元(+83%)，成为行业首个天猫直播间破亿品牌，快手电商直播首秀单日破1021万位居行业之首，智能电动车线上销售额9.9亿元(+88%)。2) 线下：从门店数量来看，九号两轮车门店数已由2021年的1700家提升至2024H1的6200家，截至2024年11月18日累计超过7300家，中长期目标铺设至10000家。对比传统龙头，九号在门店数量上仍具提升空间，但亮眼成长速度之下未来可期。从单店销售量来看，2023年九号店销达到327台，或紧随雅迪/爱玛的413/343台而位居行业TOP3。我们认为，九号渠道加速拓展有望助力品牌知名度提升，多触点之下市场有望进一步打开。

图表24：九号两轮车门店加速扩张

品牌	两轮车线下门店数				2021-2024H1增长
	2021	2022	2023	2024H1	
九号	1,700	3,000	4,500	6,200	265%
台铃	10,000	20,000	30,000	30,000	200%
爱玛	20,000	30,000	30,000	30,000	50%
雅迪	28,000	32,000	40,000	40,000	43%
绿源	11,000	9,800	13,000	13,000	18%
新日	12,000	15,000	13,500	13,000	8%
小牛	3,108	3,102	2,856	3,124	1%

资料来源：各公司公告，新闻，太平洋证券整理

图表25：2023年九号单店销量或位居行业TOP3

品牌	2023		2024H1	
	销售量	店销/年度	销售量	店销/半年度
雅迪	16,521,500	413	6,382,600	160
爱玛	10,289,634	343	/	/
九号	1,471,486	327	1,198,400	193
台铃	8,000,000	267	/	/
绿源	2,800,000	215	/	/
小牛	600,994	210	317,667	102
新日	2,242,412	166	/	/

资料来源：各公司公告，新闻，太平洋证券整理（注：根据全年/半年销售量与年末/半年门店数近似计算）

(二)全地形车：智能化为弯道超车带来可能，创新性混合动力兼具性能与性价比优势，欧美渠道加速拓展赋能成长

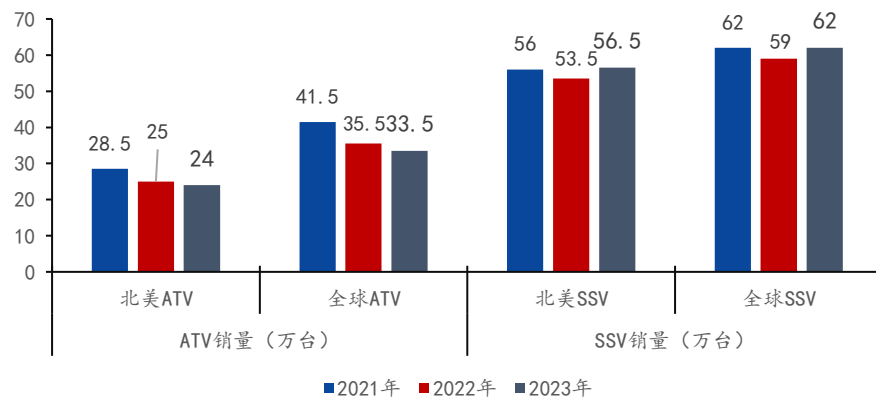
核心观点：九号作为新入局玩家快速丰富产品矩阵，智能化带来弯道超车可能性，创新混合动力具备性能与性价比双重优势，欧美渠道加速拓展有望进一步提升品类知名度与影响力。

1、 行业端：全地形车赛道扩容，全球市场与中国出口企业集中度较高

2031 年全球市场规模预计达到 186 亿美元，2023 年北美销量约占全球 85%。1) 行业空间：据 Allied Market 数据，2031 年全球全地形车市场规模预计达到 186 亿美元（2022-2031 年 CAGR 7.3%），休闲娱乐、赛事竞技、日常生活等场景或为需求增长提供动力，较为完善的零售渠道及服务网络支撑起市场稳步发展。2) 分地区看：北美为全地形车主要销售市场，据 Polaris 公告，2023 年北美 ATV/SSV 销量分别为 24/56.5 万台，分别约占全球市场的 71.6%/91.1%，合计占比约 85%。

全球市场与中国出口市场均呈现出较高的行业集中性。从销售端看，根据春风动力 2023 年年报，全球全地形车市场 CR4（Polaris、BRP、Honda、CFMOTO）约达到 90%。从出口端看，国内全地形车以出口欧美为主，根据中国汽车工业协会摩托车分会产销数据，2023 年全地形车出口额 CR4（春风动力、涛涛车业、重庆润通、林海动力）达到 91.53%，其中 2021-2023 年春风动力全地形车出口额占据国内 72.62%/74.28%/70.79%；九号在行业中则可定位为新入局玩家。

图表26：北美为全地形车主要市场



资料来源：Polaris 公告，太平洋证券整理

2、 公司端：产品矩阵持续拓宽，欧洲向北美加速布局

产品端：Segway 产品矩阵持续拓宽，智能化带来弯道超车机遇，创新混合动力系统兼具性能与性价比优势。1) **新品：**公司已围绕 ATV、UTV、SSV 三大品类布局十余款 sku，2023 年推出行业首款混动高端旗舰全地形车 Super Villain SX20T Hybrid 在美国市场收获较高热度，2024H1 推出新品 Segway AT10 和 SegwayUT6 进一步丰富产品矩阵。2024H1 公司全地形车实现销量 1.21 万台，收入 5.07 亿元。我们认为，混合动力模式或使产品在动力、续航、环保等领域表现优秀，与行业相比 Segway 则兼具性能与性价比优势。2) **智能化：**与传统的全地形车厂商相比，Segway 或具备更强的智能化与交互能力，配合 Segway Powersports App 使用户实时监控驾驶数据与车辆信息，我们认为，智能化或是 Segway 全地形车弯道超车的重要机会点。

图表27：Segway 全地形车产品矩阵持续丰富

产品	ATV实用&运动型			UTV实用型			SSV运动型		
	AT5	Snarler AT6 S	AT10 & AT10 W	UT6	UT10	UT10 Crew	Villain SX10 & SX10 W宽版	Super Villain SX20T燃油版	Super Villain SX20T Hybrid混动版
应用场景	越野休闲运动出行，又兼具一定生活需求			户外实用用途所需，工作狩猎，农场兼具休闲越野的用户需求			休闲运动，速度竞技，越野冒险出行的爱好者用户诉求		
图片									
马力 (HP)	39	44	96	44	105	105	105	235	330
扭矩 (N.m)	44	48	98	50	93.5	95	93.5	390	570
前悬行程	180mm	185mm	185mm	230mm	280mm	240mm	360/400mm		510mm
后悬行程	200mm	210mm	210mm	320mm	270mm	270mm	420/450mm		630mm
动力系统	499cc单缸四冲程双顶置凸轮轴发动	570cc四冲程单缸发动机	999cc四冲程双顶置凸轮轴引擎	570ccDOHC四冲程单缸水冷发动机	999ccDOHC四冲程并列双缸双顶置凸	999cc四冲程并列双缸双顶置凸轮轴	999cc四冲程并列双缸双顶置凸轮轴		2.0TGD i
排量 (cc)	499	570	999	570	999	999	999		2000
拖拽能力 (kg)	612	612	700	700	1134	1134	1320		/
额定载重 (kg)	270	270	270	682	580	680	260		336
爬坡角度可达	38°	/	38°	35°	/	30°	/		70°
最高速度	100km/h	0-60kph加速时间4.6s	125km/h	/	/	90km/h	/		150km/h

资料来源：Segway 官网，太平洋证券整理

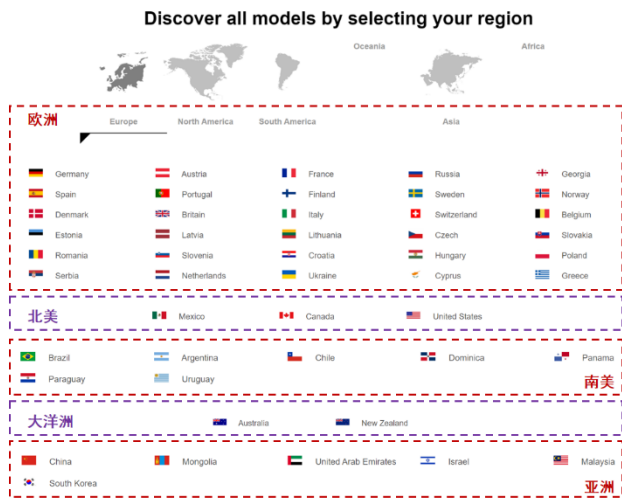
图表28：Super Villain 系列凭借更优价格与强劲动力系统与竞争对手形成差异化竞争

产品	九号公司Segway		北极星Polaris	川崎	春风动力CFMOTO	涛涛车业
	Super Villain SX20T燃油版	Super Villain SX20T Hybrid混动版	RZR PRO R PREMIUM	2024 TERYX KRX® 1000	ZFORCE 1000 SPORT R	Denago Freelandr 300FI ATV
图片						
马力 (HP)	235	330	225	112	90	/
扭矩 (N.m)	390	570	/	104	87	/
前悬行程	510mm	511mm	690mm	472.4mm	340mm	/
后悬行程	630mm	631mm	737mm	535.9mm	395mm	/
动力系统	2.0TGD i 发动机	2.1TGD i 发动机	四冲程DOHC直列四缸发动机	四冲程DOHC八阀并联双缸液冷发动机	V型双缸四冲程水冷发动机	水冷四冲程单缸发动机
排量 (cc)	2000	2000	1997	999	962.6	270
额定载重 (kg)	336	336	/	354.3	/	/
价格	18000美元，约为人民币130000元		358000元	20899美元，约为人民币152000元	96800元	4199美元，约为人民币30500元

资料来源：各品牌官网，太平洋证券整理

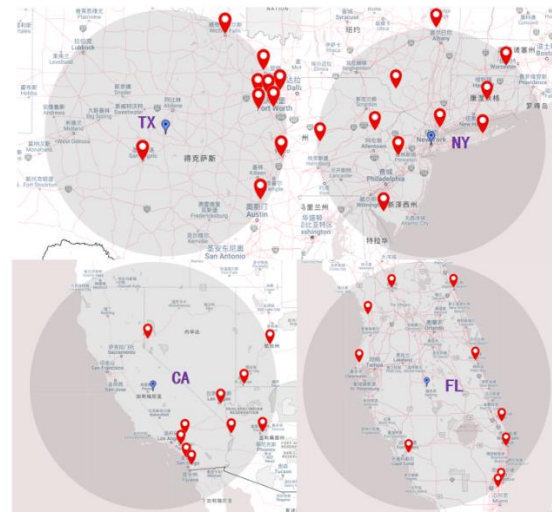
渠道端：从欧洲向北美，门店加速铺设市场有望进一步打开。公司全地形车业务过去主要集中在欧洲市场，主要直接与大型零售巨头合作，北欧地区则倾向于采用经销商模式。2023Q3 进入美国市场后渠道拓展提速，主要采用经销商模式将产品卖给门店，以降低成本提升效率，目前在得克萨斯州/纽约州/加利福尼亚州/佛罗里达州等重要大型城市已有较多经销商渗透。至 2024H1，Segway 在欧洲和美国的全地形车经销网点数量同比+30%，全年美国市场门店计划拓展至 200 家。我们认为，全地形车品类在欧美接受度较高且行业规模持续提升，公司渠道加速渗透有望享受行业增长。Segway 强劲的品牌力背书之下，全地形车品类知名度有望快速提升，或能够加速起量形成规模效应进一步降低成本，品类利润率提升亦值得期待。

图表29：Segway 全地形车已由欧洲向全球布局



资料来源：Segway 全地形车官网，太平洋证券整理

图表30：Segway 全地形车在美国重要大型城市已有较多经销商渠道渗透



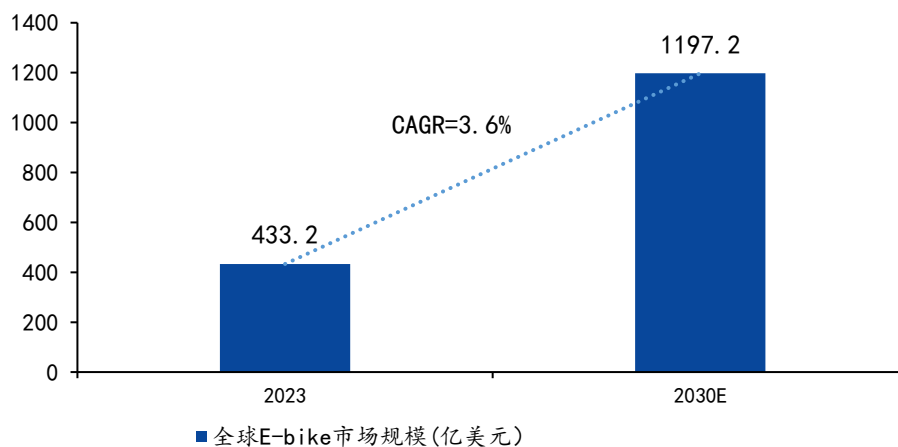
资料来源：Segway 全地形车官网，太平洋证券整理（注：以 TX、NY、CA、FL 四个州为例，搜索 500miles 范围内经销商）

(三)E-bike 行业成长空间广阔，公司 B+C 端布局同步发力

1、 行业端：E-bike 全球市场规模广阔，中置电机有望成为主流趋势

显著优化骑行体验，全球 E-bike 市场规模 2030 年有望达 1197.2 亿美元。E-Bike 是指在普通单车的基础上整合了传感器、电机的新型交通工具，通过输出符合骑行者所需求的动力让骑行过程更轻松，可以满足通勤、郊游、户外运动等多样化的需求；同时 E-bike 相较于传统单车也会更加智能，可实现智能解锁、转把调速、数据记录等功能；E-bike 产品可全方位优化用户骑行体验，也因此受到消费者的青睐。根据 Fortune Business Insights 数据，2023 年全球 E-bike 市场规模为 433.2 亿美元，预计到 2030 年有望增长至 1197.2 亿美元，CAGR 达 15.6%，行业成长空间较为广阔。

图表31：全球 E-bike 市场行业空间较为广阔





资料来源：Fortune Business Insights，太平洋证券整理

电机系统作为核心部件影响整车性能，中置电机和轮毂电机各有利弊。E-bike 产品的核心器件是电机系统，其成本占整车成本的 40-50%且电机性能对骑行体验影响显著。目前 E-bike 产品主要使用中置电机和轮毂电机两类电机系统，二者在性能和成本方面各有利弊：1) **中置电机**：安装于车架中部，通过链条或齿轮将动力传递到车轮，具有较高的稳定性和传动效率，但成

本相对较高；2) **轮毂电机**：置于车轮内部，将电机与车轮集成，具有成本较低，结构简单、维护方便、体积小等优点，但传动效率相对较低。我们认为，使用中置电机的E-bike产品骑行体验更佳但成本较高，倘若能够实现降本，则有望成为行业核心零部件的主流选择。

图表32：中置电机和轮毂电机各有利弊

电机类型	中置电机	轮毂电机
产品图		
安装方式	内置在车架中部，需要通过链条或齿轮将动力传递到车轮上	直接内置在车轮内部，无需额外的传动部件
传动方式	通过链条或齿轮将动力传递到车轮上，具有较高的稳定性和传动效率	通过轮毂直接驱动车轮转动，结构更为简单
功率输出	相对较高，适合高强度使用场景，如长时间骑行和爬坡等	相对较低，适合城市通勤等低强度使用场景
噪声水平	在骑行过程中可能会产生一定的噪声	结构简单，噪声相对较低
维护成本	需要定期维护链条或齿轮等传动部件，维护成本相对较高	结构简单，维护成本相对较低








资料来源：wheelive，太平洋证券整理

2、 公司端：覆盖多种客群E-bike产品矩阵丰富，助力巴黎奥运会共享出行

针对3类场景E-bike产品矩阵丰富，智能化程度高且车身耐用性较强。公司E-bike产品主要覆盖三类使用场景，产品矩阵也较为完善：1) **C端消费者**：例如2024年初上市的Segway E-bike Xyber和Segway E-bike Xafari；2) **共享运营商**：例如Urban B200 E-Bike、Urban B100 E-Bike和Urban A200p E-Bike等产品；3) **送餐需求**：例如Urban A300 E-bike Food Delivery Version。在性能方面，公司E-bike产品在车身质量和智能化维度也具备较强竞争优势，具体体现在使用相较充气轮胎更耐用的Pu填充橡胶轮胎，具有IPX7防水等级的外置

电池和刚度、稳定性更佳的铝合金车身框架，以及搭载实时定位、智能解锁、上坡动力检测和实时增强等智能化功能。

图表33：九号公司 E-bike 产品矩阵丰富，覆盖多种使用场景

型号	Segway Xyber	Segway Xafari	Urban B200	Urban B100	Urban A300 (送餐版)	Urban A200	Urban A200p
产品图片							
最高时速	25km/h	20km/h	25km/h	25km/h	25km/h	32km/h	/
续航	105km	/	90KM	70KM	80KM	80KM	/
定位系统	北斗卫星、GPS 系统、基站系统	GPS 系统	GPS 系统	GPS 系统	GPS 系统	GPS 系统	GPS 系统
智能解锁	支持 APP、感应解锁、智能龙头锁	支持感应解锁、内置机械锁	支持扫码解锁	电动轮锁远程锁定和解锁	支持 NFC、扫描、蓝牙解锁、钢制钢缆锁上锁	支持 NFC、扫描、蓝牙解锁	电动轮锁远程锁定和解锁
其他功能	APP 记录骑行数据、超大坐垫供两名乘客乘坐	智能仪表盘导航、拨通电话	可定制交货盒子	可定制交货支架和盒子	无线手机支架充电、定制食物交货架	无线手机支架充电	实时检测上坡机动并自动增强动力
针对客群	TOC	TOC	共享	共享	送餐	共享	共享

资料来源：九号公司官网，太平洋证券整理

推出 B 端新品 E-bike B200，适配场景广泛且全方位升级。2024 年 3 月，公司发布共享商用新品 E-bike B200，适应场景主要定位在共享商用、日常通勤和食品配送。产品可通过调节座椅适配 155-190cm 的身高，并且可定制配送架和配送箱以满足不同食品配送需求，同时电池容量可支持单次运行 90km，适用人群、城市和配送范围均得到有效扩大。E-bike B200 是公司 E-bike 产品线的重要升级，在提升运营效率、安全性、骑行体验和耐用性等方面均有显著提升，未来也有望成为全球共享微出行行业的新标准。

图表34：公司于2024年3月发布共享商用新品E-bike B200



资料来源：九号公司官网，太平洋证券整理

为 Tier-Dott 提供 E-bike，助力巴黎奥运会共享绿色出行。2024 年巴黎奥运会期间，欧洲共享微型交通运营商 Tier-Dott 投放 1.5 万辆由九号公司生产制造的 E-bike 以保障游客和居民出行。同时 2024 年 7 月 29 日至 8 月 11 日，公司还特别赞助面向全球各地前往巴黎游客的一万次“免费骑行”活动，助力巴黎绿色出行。我们认为，本次巴黎奥运会的相关活动有望进一步打开公司在 E-bike 领域的知名度，进而助推 C 端零售和 B 端共享业务规模的持续拓展。

图表35：公司为 Tier-Dott 提供 E-bike 产品，助力巴黎奥运会共享出行

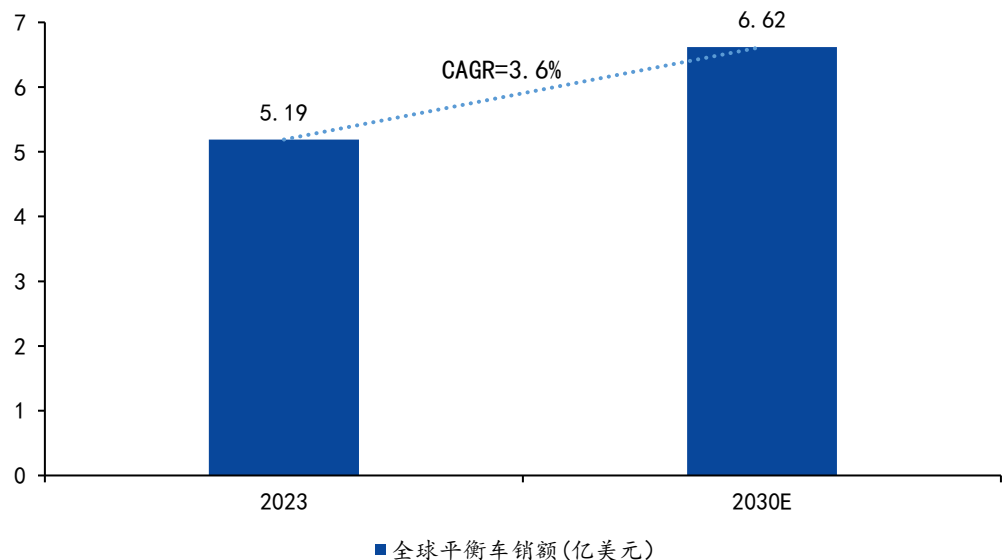


资料来源：九号公司官网，太平洋证券整理

(四)全球平衡车市场稳健增长，九号稳居滑板车共享龙头地位

全球平衡车市场规模保持稳健增长，路权限制放松有望助推国内滑板车需求释放。1)平衡车：电动平衡车具有携带方便、驾驶简单、绿色环保等特点，近些年随着产品技术的成熟和推广力度的加大，市场规模呈现稳健扩张的趋势。根据 QYResearch 数据，2023 年全球平衡车市场销售额达到了 5.19 亿美元，预计 2030 年将达到 6.62 亿美元，CAGR 约为 3.6%。2)滑板车：根据波士顿咨询公司报告，预计全球智能滑板车市场规模在 2025 年有望达到 500 亿美元，其中欧美市场均可达到 150 亿美元，中国市场达到 80 亿美元。同时我们认为，未来国内滑板车的路权有望逐步放松，进而助推需求的较大程度释放；根据我们预测，路权全部放开时，中国滑板车天花板销量将达到 1011 万台，全球滑板车天花板销量将达到 1751 万台。

图表36：2030 年全球平衡车销额有望达 6.62 亿美元，2023-2030 年 CAGR 约为 3.6%



资料来源：QYResearch，太平洋证券整理

持续巩固 B 端共享龙头地位，滑板车产品矩阵持续丰富。1) B 端：截至 2024H1，公司电动滑板车累计出货量超 1300 万台，服务 Tier、Voi、Whoosh、Swing 等上百家全球共享微出行运营商，持续巩固在共享滑板车领域的领先地位。2) C 端：公司于 2023 年发布 F2 和 E2 系列电动滑板车，并于 2024H1 推出了 E2 Plus 升级版、F2 升级版、E2 Pro、儿童电动滑板车 C2 Lite 等多款产品，

进一步丰富了电动滑板车品类的产品矩阵，并完善了公司在日常通勤、儿童娱乐和高端性能玩乐等场景和全价位段的布局。

图表37：公司发布 F2、E2 系列等新品，滑板车产品矩阵持续丰富

型号	E2	E2PLUS 升级款	E2PRO	F2 升级款	F2 PLUS	F2 PRO	G2lite
产品图片							
发布时间	2023 年 2 月	2024 年 4 月	2024 年 3 月	2024 年 4 月	2023 年 2 月	2023 年 2 月	2024 年 5 月
价格 (元)	1499	1999	2599	2699	2548	2898	899
净重	约 15kg	约 16.2kg	约 18.9kg	约 17.2kg	约 17.7kg	约 18.5kg	约 7.8kg
载重限制	90kg	90kg	120kg	120kg	120kg	120kg	50kg
最高时速	20km/h	25km/h	25km/h	30km/h	30km/h	32km/h	16km/h
典型续航	25km	25km	40km	30km	35km	33km	14km
轮胎类型	内镂空胎	内镂空胎	真空轮胎	自修复轮胎			橡胶胎
轮胎规格	8.1 英寸	8.1 英寸	10 英寸	10 英寸	10 英寸	10 英寸	7 英寸
刹车系统	机械刹+电 子刹	机械刹+ E-ABS 电子刹	机械刹+ 电子刹	前碟刹+后轮 E-ABS 电子刹			机械抱闸刹 车
减震系统	轮胎减震	轮胎减震+ 双筒前减震	轮胎减震	双筒前减震	/	弹簧前减震	/
仪表显示	/	/	/	数码仪表			质感 LED 显示屏
前车灯	有	有	有	有	有	有	无
尾灯	无	无	无	有	有	有	无
刹车灯	有	有	有	无	无	无	无
转向灯	无	无	有	有	有	有	无
底盘氛围灯	无	有	有	无	无	无	无

资料来源：淘宝，京东，太平洋证券整理

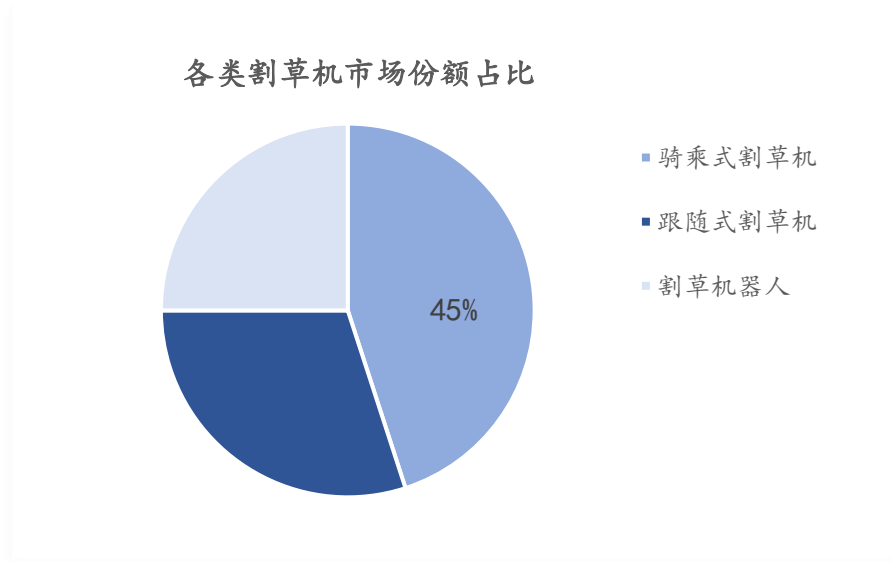
三、 服务机器人：割草机器人有望成为业务增长新动力，携手英伟达布局自主移动机器人领域

(一) 割草机器人有望复刻扫地机发展轨迹，产品+渠道助推业务强劲增长

1、 行业端：欧美草坪维护需求较大，成本助力下割草机器人行业空间广阔

全球个人花园维护需求较大且以欧美为主，割草机器人有望凭借智能和环保崭露头角。根据咨询公司弗若斯特沙利文行业报告显示，全球范围内分布着约 2.5 亿个私人花园，其中美国约有 1 亿个，欧洲拥有超过 8000 万个，两者合计占据了全球总量的 72%，受需求端影响欧美地区为割草工具的主要市场。当前割草机市场中骑乘式割草机占比 45%，跟随式割草机占比第二，二者为割草工具市场主流，割草机器人占比暂时较少。但是我们认为，割草机器人相较于传统的燃油割草机更加环保，且在稳定性、可靠性和智能化方面均具备较强竞争力，未来有望凭借其在环境保护、用户体验和性价比等方面的优势逐步崭露头角，进而实现市场规模和市占率的快速提升。

图表38：当前割草机市场中骑乘式割草机占比 45%，跟随式割草机占比第二



资料来源：P&S Intelligence，太平洋证券整理

定性角度：雇人割草、购置割草机自用、购置割草机器人三种方式各有利弊。1) **雇人割草：**专业人士操纵割草机更加熟练，并且面对室外复杂环境可以随机应变，但可能存在要求执行偏差和潜在安全风险。2) **购置割草机自用：**相较雇人更便宜且可有效避免家庭安全问题，但需要付出较高的时间成本和设备维护费用。3) **购置割草机器人：**能够较好执行用户指令且工作效率高于人工，但在面对不同环境时灵活程度不如人工，定位技术也可能导致私人花园的图像或者信息泄露，同时目前产品形态和功能尚未完全成熟，用户体验仍有提升空间。

图表39：雇人割草、购置割草机自用、购置割草机器人三种方式各有优劣势

	雇人割草	购置推式割草机自用	购买割草机器人
优点	1. 受雇人员通常具有专业经验，能较好地处理不同草坪状况。 2. 人工在面对不同地面环境和天气变化时会随机应变。 3. 无需消费者自行操作，节省体力和时间。	1. 支付购买设备的初始费用后只需支付维护费用，长期成本低于雇人割草。 2. 避免陌生人进入私人领域，有效防止潜在安全风险。	1. 严格执行输入的指令，避免执行不到位或者理解错误的情况。 2. 自动化程度高无需人工操作，且工作效率高于使用人力割草机。 3. 相比传统割草机，割草机器人通常噪音较低，减少扰民问题。
缺点	1. 存在沟通成本，需要与割草人员沟通割草需求，可能存在理解偏差。 2. 陌生人进入家中存在安全隐患，需谨慎选择割草人员。	1. 用户需要付出大量时间成本使用割草机修剪草坪。 2. 割草机需要定期维护和保养，如果有损坏会产生额外的维修费用。	1. 当地形复杂、天气不好、或在草坪边缘时，工作效果可能受到影响。 2. RTK 或者视觉技术都会采集花园信息或者影像，存在隐私泄露风险。 3. 目前产品技术发展尚未完善，性能和使用体验仍有提升空间。

资料来源：robolever，太平洋证券整理

定量角度：根据以下关键假设我们估算，以三年为周期看，雇人割草、购置割草机自用、购置割草机器人累计成本分别为 4200 美元、2070 美元、1560 美元，割草机器人初始成本较高，但是长期使用经济性优于人工维护。

关键假设（以下均为在家用场景下）：

1) **雇人割草：**根据 LawnLove 数据，专业草坪修剪服务每次费用为 35~100 美元，由此估算单次雇人割草费用约为 70 美元（取中间值），同时假设全年需割草 20 次，合计得出雇人割草费用为 1400 美元/年。

2) **购置割草机自用：**假设使用设备价格为 450 美元（参考手推式割草机），同时需要使用

时间成本约 420 美元/年，以及燃油和维护成本 120 美元/年。

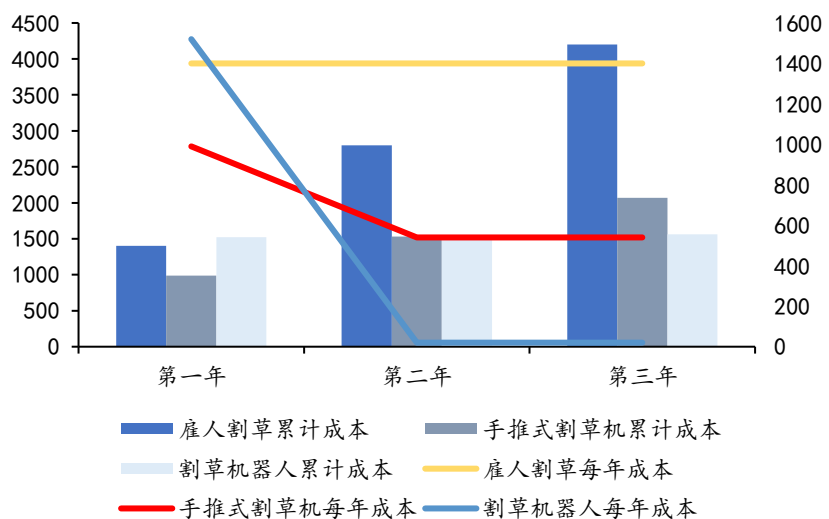
3) 购置割草机器人：假设使用设备价格为 1500 美元（参考行业平均水平），后续电费及维护成本约为 20 美元/年。

图表40：家用场景下，割草机器人经济性高于雇人割草和购置割草机自用

时间周期（年）	1	2	3	三年累计
雇人割草				
成本（美元）	1400	1400	1400	
总计（美元）	1400	1400	1400	4200
购置割草机自用				
初始设备成本（美元）	450	0	0	
使用者时间成本（美元）	420	420	420	
燃油和维护成本（美元）	120	120	120	
总计（美元）	990	540	540	2070
购置割草机器人				
初始设备成本（美元）	1500	0	0	
电费及维护成本（美元）	20	20	20	
总计（美元）	1520	20	20	1560

资料来源：Bunnings, LawnLove, 太平洋证券整理

图表41：割草机器人未来有望成为草坪维护更优选择（单位：美元）



资料来源：Amazon, LawnLove, LawnStarter, 太平洋证券整理

割草机器人技术端与替代人工属性与扫地机类似，有望复制其渗透率提升逻辑。1) 技术端：割草机器人与扫地机器人均需要较强的定位、路径规划和避障能力，且都是由新技术驱动市场快速发展的行业。随机碰撞到路径规划和自清洁功能的出现这两轮颠覆式创新相继驱动了扫地机行业的迅速增长，当前割草机器人也正在进行从埋线向无线定位方案的迭代，成本和性能均有较大优化，有望助推行业规模扩张。2) 底层逻辑相似：割草机器人与扫地机器人的产品底层逻辑均为清洁/修剪刚需+解放消费者双手，且相较于人工自动化设备的工作效率更高且成本较低，兼具高效和性价比优势。我们认为，由于拥有相似的技术升级路径和产品底层逻辑，割草机器人在初期发展阶段有望复刻扫地机器人的行业增长趋势，实现市场规模和渗透率的双重快速增长。

图表42：智能割草机器人工作效率是手推式割草机的两倍以上

指标	购置手推式割草机自用	割草机器人
类型		
成本(美元)	约 450/台 + 人工 14/h	1000~2500
割草效率m ² /h	500~800	1500

资料来源：九号公司官网，太平洋证券整理

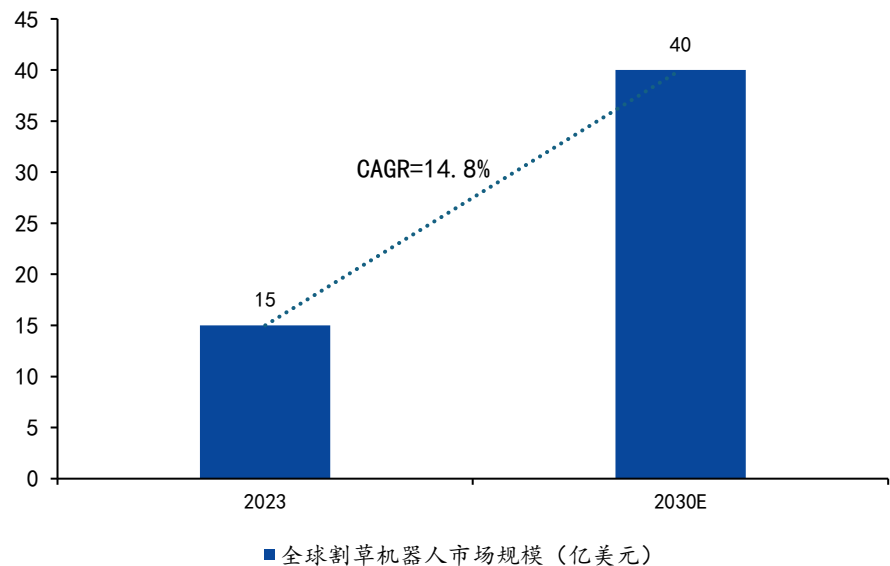
图表43：商用扫地机器人的工作效率是人力清洁的三倍

指标	地面保洁员	商用移动清洁机器人
类型		
成本	约 3.6 万/年/人	约 20 万/台
清洁效率	平均约 300 平方米/小时	约 1400 平方米/小时
其它费用	管理费用、清洁工具成本、人员风险等约 2 万元/年	每台设备耗材易损件费用约 1 万元/年

资料来源：艾克机器人微信公众号，太平洋证券整理

美国市场渗透率提升空间较大，割草机器人市场前景广阔。分地区看：1) 欧洲地区：割草机器人渗透率较高，在收入较高、智能家居普及广泛和草坪维护重视程度较高的德国、瑞士等国家，割草机器人渗透率已超 40%。2) 北美地区：因草坪面积广阔和埋线式产品的应用限制，割草机器人渗透率尚不足 5%，但高需求叠加低渗透率也意味着市场成长空间更大。我们认为，当前割草机器人行业仍处于发展初期，市场规模相比于割草机其他细分赛道较小，但未来有望实现快速扩张，北美地区需求大但渗透率低，后续增长潜力较大。据 Market Research 预测，2024 年全球割草机器人市场规模有望达到 15 亿美元，到 2030 年则或将增长至 40 亿美元，CAGR 达 14.8%。

图表44：2030 年全球割草机器人市场规模或将增长至 40 亿美元



资料来源：Market Research, 太平洋证券整理

视觉与 GNSS 为当前割草机器人两大主流技术路线，应用中二者各具特色。1) 视觉 (Vision) 定位：通过摄像头采集影像，再搭配图像处理技术，能够实现厘米级精确定位，使得割草机器人更灵活的适应复杂环境，但图像采集可能受到光线、天气等环境因素影响，进而导致产品性能受限。2) GNSS 技术：具有全球覆盖、高精度定位、全天候运行等优势，受光线和天气条件限制较小，但在遮挡物多或信号不稳定的环境中定位精度可能受影响，且对复杂地形和动态障碍物的感知能力相对较弱。

RTK-PPP 兼具精度与广度，GNSS 技术引领割草机器人进入无线时代。GNSS（全球导航卫星系统）是一种利用多颗导航卫星的信号进行定位、导航和授时的技术，适用于高精度定位领域，具体囊括 RTK（实时动态定位）、PPP（精密点对点定位）以及 RTK-PPP 三种技术路线。**1) RTK 技术：**基于基准站和流动站 2 个 GNSS 接收器，通过差分定位，定位精度和实时性均较高。**2) PPP 技术：**通过 CPF 解算卫星误差并传输给接收机做校正，无需差分基站，可实现全球范围内的高精度定位。**3) RTK-PPP 技术：**结合 RTK 与 PPP 的优势，既能实现高精度定位，又具备广泛的覆盖范围，同时可大幅减少基站建设成本。我们认为，GNSS 技术未来有望凭借其高精度、广覆盖和低成本的优势，加速推动割草机器人从埋线式向无线式的进步。

图表45：GNSS 技术囊括 RTK、PPP 和 RTK-PPP 三种技术路线，其中 RTK-PPP 兼具精度与广度

项目	RTK（实时差分定位）	PPP（精密点对点定位）	PPP-RTK（PPP 与 RTK 结合）
基本原理	基于基准站和流动站 2 个 GNSS 接收器，基准站提供校正数据，流动站通过差分运算校正误差。	通过 CPF 解算卫星误差并传输给接收机做校正，实现高精度定位，无需差分基站	结合 RTK 与 PPP 技术，使用全球和区域基站数据校正误差，实现高精度、全覆盖、快速收敛的定位
定位精度	可达到毫米级高精度三维实时定位	可实现毫米级的三维位置精度	具备 PPP 与 RTK 的优势，实现高精度定位
覆盖范围	覆盖区域小，精度随基准站与流动站距离增加而降低	全球范围覆盖，不依赖于特定地理区域内的差分基站	全国乃至全球覆盖，大幅减少基站建设成本
收敛时间	定位时间快，实时性高	通常需要更长收敛时间的卫星信号观测来实现高精度	收敛时间快，结合了 RTK 与 PPP 的优势
依赖设施	依赖于基准站与流动站之间的直接校正信息传输	只需单独的 GNSS 接收器和访问 PPP 校正数据的互联网连接	依赖于全球和区域基站数据，采用单向广播模式
应用场景	适用于测绘、建筑、农业、无人机导航等需要高精度实时定位的领域	适用于全球范围内需要高精度定位的应用，尤其适用于需要长时间持续定位的应用	适用于需要高精度、快速收敛、全覆盖的定位应用
优势特点	实时性高，定位精度高	全球覆盖，不依赖差分基站	全覆盖、高精度、收敛快，降低基站建设成本，保护用户隐私，提供无缝连续定位服务

资料来源：德思特测试测量，太平洋证券整理

2、 公司端：产品矩阵持续丰富，渠道端线上线下同步发力

产品端，割草机器人产品矩阵持续丰富，具备适用面积多和价格段覆盖广等优势。2021年9月公司发布智能割草机器人 Navimow，聚焦 RTK 技术路线的无埋线式割草机器人赛道，产品搭载 EFLS 融合定位系统，可实现 RTK 厘米级高精度定位；2024年1月和9月，公司相继推出布局一千欧元以下且具备更高性价比优势的 Navimow i 系列，以及使用面积和工作效率显著优化的 Navimow X3 系列，进一步完善割草机器人产品线和价格段。通过对比行业友商产品我们发现，公司割草机器人业务 SKU 更丰富、适用庭院面积更多、覆盖价格段也更全面，有望助力公司产品满足更多客群需求；同时在性价比和性能方面也具备较强竞争力；我们认为，以上优势或将共同助力公司割草机器人业务的高速发展。

图表46：公司聚焦 RTK 技术无埋线式割草机器人赛道，持续推出新系列丰富产品矩阵










资料来源：江南电器工具联盟公众号，太平洋证券整理

图表47：公司割草机器人在产品性价比和性能方面均具备较强竞争力

产品名称	Segway Navimow H800E	Segway Navimow H3000E	Navimow i105E	Husqvarna 310E NERA	WORX Landroid WR208	Mammoth LUBA 2 AWD 1000	Ecovacs Goat G1	Dreame A1
产品图片								
价格	1649 €	2599 €	999 €	1999 £	1599 \$	2149 €	1799 \$	1499 \$
定位系统	RTK	RTK	RTK+视觉	GPS 辅助导航	视觉融合 NNM 导航	RTK+视觉	视觉	3D 高精度激光雷达
修剪面积 (m ²)	800	3000	500	1000	800	1000	1600	2000
爬坡能力	45%	45%	30%	30%	30%	80%	45%	45%
自动充电	√	√	√	√	√	√	/	/
充电时间 (min)	180	300	90	40	/	90	/	/
使用时间 (min)	180	240	60	50	/	120	/	/
切割高度 (mm)	30 - 60	30 - 60	20 - 60	20 - 55	38-89	25-70	30 - 60	30-70
切割宽度 (cm)	21	21	18	22	/	40	22	22
噪声 (dB)	54	54	58	60	59	60	/	/
智能连接	蓝牙, Wi-Fi, 4G			蓝牙, Wi-Fi	蓝牙, Wi-Fi	蓝牙, Wi-Fi, 4G	蓝牙, Wi-Fi	/
防护等级	IP66	IP66	IP66	IPX5	IPX5	IPX6~IPX7	IPX6	IPX6
GPS 定位防盗	√	√	√	×	×	/	/	/

资料来源：各公司官网，Amazon，太平洋证券整理

图表48：公司割草机器人 SKU 丰富、适用庭院面积多、覆盖价格段全面

产品名称	Segway Navimow H500E	Segway Navimow H800E	Segway Navimow H1500E	Segway Navimow H3000E	Segway Navimow H3000E-VF	Navimow i105E	Navimow i108E
产品图片							
发布时间	2021 年 9 月					2024 年 1 月	
价格	1399 €	1649 €	2099 €	2599 €	2699 €	999 €	1299 €
定位系统	RTK	RTK	RTK	RTK	RTK	RTK+视觉	RTK+视觉
修剪面积m²	500	800	1500	3000	3000	500	800
爬坡能力	45%	45%	45%	45%	45%	30%	30%
自动充电	√	√	√	√	√	√	√
充电时间 min	180	180	240	300	300	90	120
使用时间 min	180	180	240	240	240	60	120
切割高度 mm	30 - 60	30 - 60	30 - 60	30 - 60	30 - 60	20 - 60	20 - 60
切割宽度 cm	21	21	21	21	21	18	18
噪声 dB	54	54	54	54	54	58	58
智能连接	蓝牙, Wi-Fi		蓝牙, Wi-Fi, 4G				
防护等级	IP66	IP66	IP66	IP66	IP66	IP66	IP66
其他功能	虚拟边界、多档切割高度、高精度规划式割草、GPS 定位防盗						

资料来源：九号公司官网，太平洋证券整理

新品方面，发布 Segway Navimow X3 系列割草机器人，产品有望受到北美消费者青睐。2024 年 9 月，公司发布 Segway Navimow X3 系列割草机器人，产品预计将于 2025 年初投入市场。1) **割草性能**：覆盖面积高达 10000 平方米，刀片升级且割草速度更快，同时充电效率高，更适配于大型草坪。2) **导航定位**：采用 EFLS 3.0 技术并升级 RTK 系统，再搭配 300 度广角视觉辅助，可更好的实现高精度导航和避障。3) **智能连接**：支持 AI Assist Mapping，用户可实时状态更新屏幕，并且配备盗窃警报和 GPS 跟踪功能。我们认为，X3 产品更高的割草效率和适配大型草坪的特点与北美地区的市场需求较为契合，再叠加导航定位系统优化和智能化升级，产品有望在北美市场受到消费者青睐，进而为公司割草机器人业务贡献新增量。

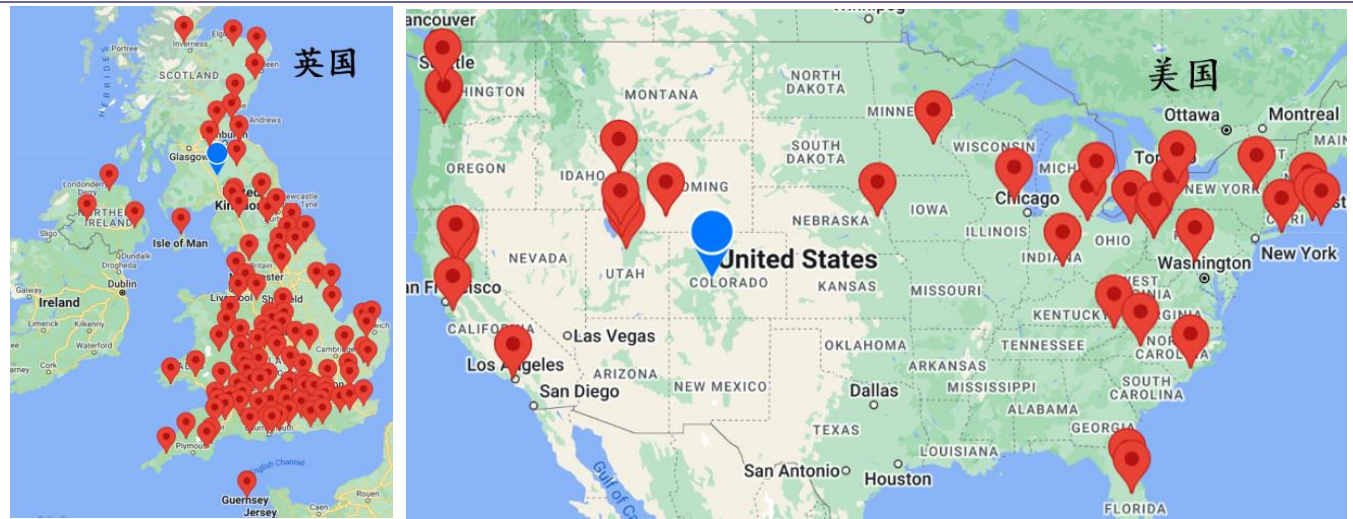
图表49：2024年9月公司发布 Segway Navimow X3 系列割草机器人



资料来源：江南电器工具联盟公众号，太平洋证券整理

渠道方面，欧洲线下门店拓展快于美国，线上位居美亚 Best Seller 榜单首位。公司智能割草机器人产品已成功销售至全球 30 多个国家，并成为首个用户激活量达 3 万+的无埋线割草机品牌。1) 线下：公司欧洲线下渠道的拓展进度快于北美市场，截至 2024 年 12 月，公司割草机器人仅英国地区的线下门店就有超过 110 家，美国市场线下门店数量则不到 40 家，或系与割草机器人品类在当地的渗透率相关。2) 线上：公司充分利用线上平台优势，在 Amazon 和 Ebay 等主流电商平台产品上销售表现突出，旗下 Navimow i105N 凭借性价比优势位居亚马逊美国站 Best Seller 割草机器人类目榜首。

图表50：公司割草机器人欧洲线下渠道的拓展进度快于北美市场



资料来源：九号公司官网，太平洋证券整理

图表51：公司旗下 Navimow i105N 位居美亚 Best Seller 割草机器人类目榜首

Amazon Best Sellers

Our most popular products based on sales. Updated frequently.

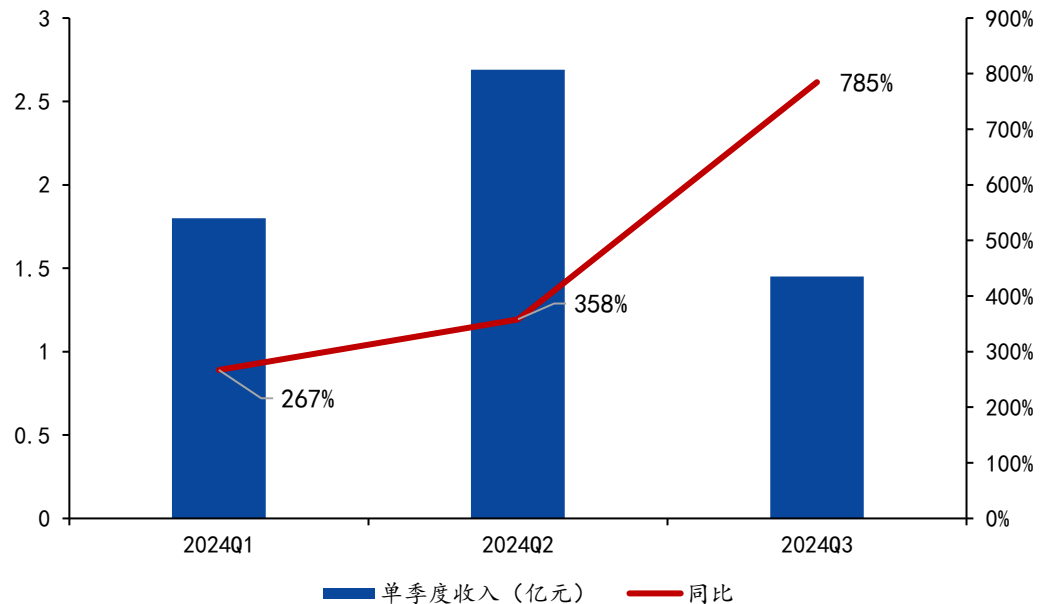
Best Sellers in Robotic Lawn Mowers

<div style="text-align: center; background-color: #f96; color: white; padding: 2px; font-weight: bold;">#1</div> <p style="font-size: small;">Segway Navimow i105N Robot Lawn Mower Perimeter Wire Free 1/8 Acre RTK+Vision Robotic Lawnmower, AI-Assisted Mapping,...</p> <p style="font-size: x-small;">★★★★☆ 570 \$999.00</p>	<div style="text-align: center; background-color: #f96; color: white; padding: 2px; font-weight: bold;">#2</div> <p style="font-size: small;">Robot Lawn Mower with Stable Boundary Wire for 1/4 Acre - 300% Higher Efficiency of Grid- Shaped Mowing Path, Automatic Robotic La...</p> <p style="font-size: x-small;">★★★★☆ 93 \$699.00</p>	<div style="text-align: center; background-color: #f96; color: white; padding: 2px; font-weight: bold;">#3</div> <p style="font-size: small;">LUBA 2 AWD 5000 Robot Lawnmower, Perimeter Wire Free Robotic Lawn Mower for 1.25 Acres Lawn 80% Slope, Cut Height...</p> <p style="font-size: x-small;">★★★★☆ 684 \$2,899.00</p>
--	--	--

资料来源：Amazon，太平洋证券整理

2024年Prime Day获得品类销量第一，割草机器人全年销量有望突破10万台。依托于公司在产品和渠道端的同时发力，公司产品受到了消费者的广泛认可：2024年亚马逊Prime Day大促期间，Navimow获得全球市场、全价格段、割草机全品类销量第一的成绩。截至2024年前三季度，公司智能割草机收入达5.95亿元（+379.28%），Q1-Q3单季度收入均实现靓丽增速，业务规模增长强劲。我们估算，2024年公司割草机器人销量有望突破10万台。

图表52：公司2024Q1-Q3单季度收入均实现靓丽增速



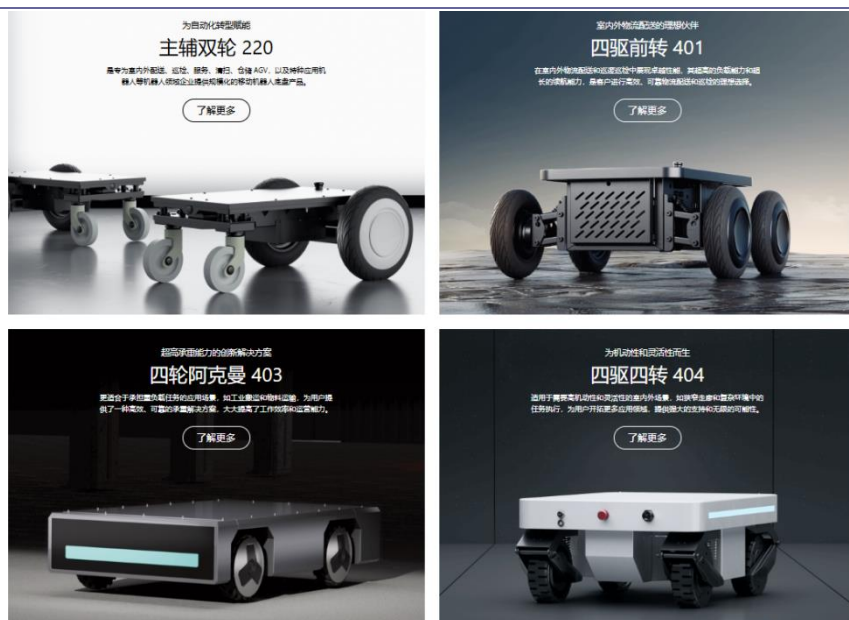
资料来源：江南电器工具联盟公众号，太平洋证券整理

(二) 携手英伟达推出 NovaCaterAMR，促进自主移动机器人产业发展

室内配送机器人国内合作迅速拓展，出海进程持续推进。1) 国内方面：2024H1，公司服务机器人应用领域实现显著拓展，目前产品已覆盖国内近万家酒店、餐饮等行业，成功入驻万豪、希尔顿等一线酒店集团，并与锦江集团、尚美、格林、亚朵等头部酒店集团达成合作，累计配送上亿次。2) 海外方面：公司作为服务机器人产业的重要参与者，目前已在全球 30 多个国家完成室内外配送服务机器人的商业部署，业务出海进程持续推进。

与英伟达合作推出 Nova Cater AMR，推动自主移动机器人产业发展。公司旗下移动机器人套件业务为企业或第三方开发者提供通用、集成的机器人底盘方案，并支持二次开发或定制化服务，目前包括 4 种不同型号。公司携手英伟达于 2023 年 10 月推出自动驾驶研发平台 Nova Cater AMR，由英伟达提供算力与软件平台支持，九号提供智慧移动能力及整合量产支撑，能够满足如仓库运输、科研仿真等企业不同需求。同时英伟达还于 2024 年 3 月发布了与九号联合打造的 Nova Carter AMR 的新开发者套件 Nova Orin，有望进一步简化机器人的二次开发流程，提高开发效率，进而推动自主移动机器人产业的加速发展。

图表 53：公司目前拥有 4 种不同型号移动底盘产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表54：公司携手英伟达共同推出自动驾驶研发平台 Nova Cater AMR



资料来源：雷锋网，太平洋证券整理

四、盈利预测

(一) 关键假设

电动两轮车：1) **行业端：**短期看，以旧换新+新国标背景下搭载铅酸电池的高端电动车或更受益，本就符合较高安全标准、产品配备北斗定位系统的头部企业生产成本不会明显提升，或在竞争中占优。中长期看，功能+性能优化驱动“好用性”提升，东南亚“油改电”等政策有望带来出海机遇。2) **公司端：**产品方面，九号两轮车定位高端，契合行业升级趋势，机器人基因+强劲研发实力构筑智能化优势，自研 RideyLong+RideyPOWER 系统支撑长续航与电池安全。渠道方面，线下门店快速铺未来可期，单店销售量或居行业 TOP3，多触点叠加高效率或助力市场进一步打开。

割草机器人：1) **行业端：**草坪维护行业空间广阔，全球约有 2.5 亿个私人花园，其中欧美地区占全球比重达 72%；割草机器人长期使用经济性由于人工维护，且技术端与替代人工属性与扫地机类似，有望复制其渗透率提升路径。2) **公司端：**聚焦欧美市场且产品矩阵持续丰富，业务收入规模快速扩张；产品方面于 2024 年 1 月和 9 月相继发布 Segway Navimow 割草机器人 i 系列和 X3 系列，渠道方面线上线下同步发力。

其他业务：1) **全地形车：**行业持续扩容且全球市场与中国出口市场均呈现出较高的行业集中性；公司快速丰富产品矩阵，智能化为弯道超车带来可能，创新混合动力兼具性能与性价比优势，欧美渠道加速拓展赋能成长。2) **E-bike：**产品可全方位优化用户骑行体验，行业成长空间较为广阔；公司覆盖 C 端消费者、共享运营商和送餐需求 3 类使用场景，E-bike 产品矩阵丰富且智能化程度较高。3) **滑板车和平衡车：**公司业务规模有望持续稳健增长，巩固 B 端共享龙头地位的同时产品矩阵持续丰富。4) **商用服务机器人：**公司室内配送机器人国内合作迅速拓展，出海进程持续推进；同时与英伟达合作推出 Nova Cater AMR，推动自主移动机器人产业发展。

我们预计，2024-2026 年公司综合毛利率分别 28.30%、29.52%、30.70%，费用率保持稳定。

图表55：九号公司收入业绩预测表

	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收 (亿元)	102.22	140.21	189.30	236.30
YOY	0.97%	37.16%	35.01%	24.83%
毛利率	26.90%	28.30%	29.52%	30.70%
成本率	73.10%	71.70%	70.48%	69.30%
电动平衡车&电动滑板车业务收入 (亿元)	41.98	43.39	45.20	47.50
YOY	-24.18%	3.36%	4.18%	5.08%
毛利率	32.69%	34.27%	35.92%	37.67%
电动平衡车系列收入 (亿元)	4.17	4.15	4.18	4.25
YOY		-0.45%	0.78%	1.56%
毛利率	27.81%	28.37%	28.93%	29.51%
电动滑板车系列收入 (亿元)	37.81	39.24	41.02	43.25
YOY		3.78%	4.54%	5.44%
毛利率	33.23%	34.89%	36.64%	38.47%
电动两轮车业务收入 (亿元)	42.32	69.98	97.73	127.43
YOY	58.93%	65.34%	39.66%	30.38%
毛利率	19.27%	21.96%	23.72%	25.14%
均价 (元/台)	2876.23	3071.24	3227.41	3375.12
YOY	-6.84%	6.78%	5.09%	4.58%
销量 (百万台)	1.47	2.28	3.03	3.78
YOY	70.59%	54.84%	32.90%	24.68%
机器人业务收入 (亿元)	2.52	7.83	12.84	17.74
YOY	109.13%	210.31%	63.97%	38.16%
毛利率	53.11%	52.57%	53.10%	54.16%
均价 (元/台)	6483.18	7165.86	7618.60	7941.70
YOY	-7.85%	10.53%	6.32%	4.24%
销量 (台)	38921	109271	168523	223352
YOY	126.96%	180.75%	54.23%	32.54%
全地形车业务收入 (亿元)	6.98	10.82	19.16	28.45
YOY	18.98%	55.00%	77.00%	48.51%
毛利率	24.64%	25.87%	27.16%	28.52%
其他业务收入 (亿元)	8.41	8.19	14.37	15.19
YOY	127.68%	-2.68%	75.50%	5.70%
毛利率	30.41%	30.80%	30.90%	32.20%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

(二) 盈利预测与估值

估值层面，我们选择与公司同属智能短交通赛道的雅迪控股、爱玛科技、小牛电动作为可比公司。考虑到九号公司研发实力强劲，智能化优势明显产品附加值较高，定位中高端持续拓宽产品矩阵盈利能力成长性较强，布局服务机器人赛道前景广阔，公司成长动力充足，未来业绩有望保持较快增长趋势。我们预计，2024-2026 年公司归母净利润分别为 11.04/17.10/22.55 亿元，对应 EPS 分别为 15.40/23.84/31.44 元，当前股价对应 PE 分别为 31.12/20.10/15.24 倍。维持“买入”评级。

图表56：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
1585.HK	雅迪控股	13.50	22.17	-3.43	22.95	18.95	14.43	15.24	12.40	10.42	0.88	0.82	1.01	1.20
603529.SH	爱玛科技	40.69	0.41	7.43	21.87	18.76	11.47	17.35	14.24	11.99	2.18	2.35	2.86	3.39
NIU.O	小牛电动	1.79	-449.58	45.56	131.76	/	-4.40	-6.75	21.24	/	-1.73	-0.95	0.30	/
			平均											
689009.SH	九号公司	47.93	32.50	84.67	54.83	31.88	35.44	31.12	20.10	15.24	8.37	15.40	23.84	31.44

资料来源：携宁，Wind，太平洋证券整理（注：截至2024年12月17日，雅迪控股、爱玛科技、小牛电动预测数据采用wind一致预期；雅迪控股货币单位为港元，小牛电动为美元，其余为人民币）

五、 风险提示

1) **行业政策趋严。**目前公司主要产品滑板车不符合中国机动车安全标准，也不在非机动车产品目录内，主要境外销售地区美国、欧洲亦存在限制滑板车上路情况。若未来政策进一步收紧，则可能对公司产品销售与持续经营造成不利影响。

2) **国际贸易形势风险。**公司海外业务收入占比较高，需将大量产品出口至海外地区。若主要海外市场国家对中国境内实施贸易制裁或加征关税，则公司经营可能受到不利影响。

3) **汇率波动：**对于外贸出口额占比较大的家电企业，倘若汇率发生较大波动，或将对企业日常经营和盈利能力产生负面影响。

4) **电动两轮车市场竞争加剧。**公司电动两轮车业务目前仍处于导入期，在新国标推动下，多家两轮车企业易同步扩产，若行业价格竞争较为激烈，公司业务拓展将面临较大压力。

5) **技术研发不及预期。**公司新产品投入需大量前期准备工作，若未来公司研发产品不能及时契合市场需求与保持自身核心技术的领先度，公司产品销售情况与市场竞争力将受到不利影响。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,081	4,974	5,845	7,914	10,294
应收和预付款项	1,293	1,118	1,530	2,062	2,570
存货	1,817	1,108	1,491	1,979	2,429
其他流动资产	1,018	506	527	555	582
流动资产合计	7,209	7,706	9,394	12,510	15,874
长期股权投资	14	0	3	5	9
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	937	1,071	1,275	1,472	1,636
在建工程	102	143	158	156	145
无形资产开发支出	333	847	881	921	954
长期待摊费用	51	21	21	21	21
其他非流动资产	7,956	8,767	10,572	13,702	17,081
资产总计	9,394	10,850	12,911	16,278	19,846
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,897	3,669	4,935	6,550	8,039
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,551	1,647	2,142	2,759	3,338
负债合计	4,447	5,316	7,077	9,308	11,378
股本	0	0	0	0	0
资本公积	7,702	7,866	7,866	7,866	7,866
留存收益	-2,620	-2,018	-1,421	-283	1,217
归母公司股东权益	4,898	5,457	5,759	6,897	8,398
少数股东权益	49	77	75	73	71
股东权益合计	4,946	5,534	5,834	6,970	8,469
负债和股东权益	9,394	10,850	12,911	16,278	19,846

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,589	2,319	2,025	3,043	3,479
投资性现金流	-662	-454	-402	-403	-345
融资性现金流	50	-147	-614	-572	-754
现金增加额	1,018	1,741	1,023	2,069	2,379

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,124	10,222	14,021	18,930	23,630
营业成本	7,495	7,472	10,052	13,341	16,375
营业税金及附加	42	57	64	90	118
销售费用	925	1,023	1,374	1,766	2,233
管理费用	600	676	761	1,060	1,347
财务费用	-171	-136	-81	-76	-25
资产减值损失	-152	-104	0	0	0
投资收益	-24	-42	-33	-37	-35
公允价值变动	79	148	0	0	0
营业利润	565	564	1,146	1,790	2,370
其他非经营损益	-3	77	21	32	43
利润总额	563	641	1,167	1,822	2,414
所得税	114	45	65	114	161
净利润	449	596	1,102	1,708	2,253
少数股东损益	-2	-2	-2	-2	-2
归母股东净利润	451	598	1,104	1,710	2,255

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	25.97%	26.90%	28.30%	29.52%	30.70%
销售净利率	4.46%	5.85%	7.88%	9.03%	9.54%
销售收入增长率	10.70%	0.97%	37.16%	35.02%	24.83%
EBIT 增长率	46.57%	-22.06%	117.05%	60.73%	36.82%
净利润增长率	9.91%	32.50%	84.67%	54.83%	31.88%
ROE	9.21%	10.96%	19.18%	24.79%	26.85%
ROA	5.27%	5.89%	9.28%	11.70%	12.47%
ROIC	10.18%	8.30%	17.37%	23.24%	26.11%
EPS (X)	6.35	8.37	15.40	23.84	31.44
PE (X)	48.02	35.44	31.12	20.10	15.24
PB (X)	0.44	0.39	5.97	4.98	4.09
PS (X)	0.21	0.21	0.25	0.18	0.15
EV/EBITDA (X)	-0.99	-3.81	-2.04	-2.33	-2.67

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。