

九号公司 (689009.SH) 2025 年更新系列 (2): 割草机器人——Navimow 产品稳定性和口碑领先, 线下渠道体系相对完善

2025 年 01 月 21 日

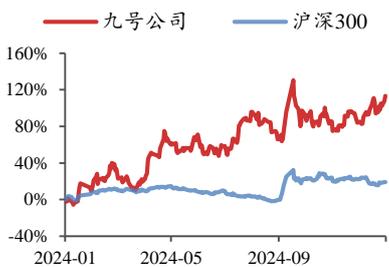
投资评级: 买入 (维持)

——公司深度报告

日期	2025/1/21
当前股价(元)	52.52
一年最高最低(元)	57.88/22.86
总市值(亿元)	37.66
流通市值(亿元)	28.86
总股本(亿股)	0.72
流通股本(亿股)	0.55
近 3 个月换手率(%)	1,219.83

吕明 (分析师)	周嘉乐 (分析师)	林文隆 (分析师)
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	linwenlong@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790522030002	证书编号: S0790524070004

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2025 年更新系列 (1): 电动两轮车——智能化和情感价值全新升级, 聚焦新客群以及全生命周期服务——公司信息更新报告》-2025.1.6

《2024Q3 业绩维持高增, 两轮车利润率维持高位, 割草机器人淡季超预期增长——公司信息更新报告》-2024.10.29

《2024H1 业绩持续超预期, 两轮车/全地形车/割草机器人在产品和渠道共振下收入高增且盈利提升——公司信息更新报告》-2024.8.7

● Navimow 产品稳定性和口碑领先, 渠道体系相对完善, 维持“买入”评级

随着玩家增加, 割草机器人市场或进入第二阶段竞争, 产品将从“能用”向“好用且稳定”发展, 渠道重在完善线下体系以及售后服务, 行业渗透率快速提升但品牌分化会逐步显现。中短期公司将持续投入渠道和售后, 我们调整盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 11.49/16.47/24.53 亿元(原值为 11.59/16.97/24.49 亿元), 对应 EPS 为 16.03/22.98/34.22 元, 当前股价对应 PE 为 32.8/22.9/15.3 倍, Navimow 产品口碑以及稳定性领先同行, 线下渠道体系搭建较其他新锐品牌完善, 我们预计公司有望保持竞争优势。维持“买入”评级。

● 产品的第二阶段竞争: 多传感器融合, 从“能用”向“好用且稳定”发展

无边界产品推出至今已有两年时间, 虽然无边界产品较有边界产品的使用体验有所提升, 但在建图速度、避障精确度、信号稳定性等方面仍有比较大优化空间。随着玩家增加, 我们预计割草机器人或逐步进入第二阶段竞争, 产品将从“能用”向“好用且稳定”发展, 行业渗透率将继续提升但品牌间分化会逐步显现, 当前视角看 Navimow 产品口碑以及稳定性暂时领先同行, 随着三代新品发布有望保持竞争优势。(1) Navimow: 割草机器人已经历两次迭代, 经过数据积累二代产品避障能力得到优化(可识别 150+障碍物), 亚马逊份额以及评分领先同行。Navimow 二代产品短板较少, 而同行或多或少在导航定位、避障存在问题。(2) Mammotion: 类似 Navimow 经历两轮迭代, CES 展中推出中小面积系列产品, 在精度以及稳定性上预计有提升空间。(3) Dreame: 子品牌 MOVA 推出 3D 激光雷达路径中小面积产品, 补齐价格矩阵。多传感器融合稳定性有待验证。(4) Ecovacs: CES 展首次推出多传感器融合的 RTK 和激光雷达产品, 新品稳定性有待验证, 产品口碑和稳定性预计有提升空间。(5) 初创品牌: 第一代产品大多采用多传感器融合但稳定性尚待市场验证。

● 渠道的第二阶段竞争: 搭建线下渠道体系并完善售后体系

割草机器人品类售后维修相对频繁, 部分线下渠道商除了承担销售任务亦为消费者提供售后维修服务, 因此完善的线下渠道布局以及售后服务体系有助于提升用户粘性和品牌口碑。截至目前我们预计 Navimow 欧洲线下传统渠道和连锁渠道拓展进度仍领先同行(传统渠道和连锁渠道开拓速度快于 Dreame 等, 初创品牌或集中在线上竞争), 但各品牌均未较好突破美国市场。CES 展 Navimow 推出 X3 新品对割草效率和 RTK 信号进行优化升级, 割草面积和效率的提升以及边缘割草组件的引入配合售后服务平台的搭建或有助于公司逐步切入美国市场。

● 风险提示: 新品销售不及预期; 渠道开拓不及预期; 汇率波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,124	10,222	14,117	18,370	23,885
YOY(%)	10.7	1.0	38.1	30.1	30.0
归母净利润(百万元)	451	598	1,149	1,647	2,453
YOY(%)	9.9	32.5	92.2	43.3	48.9
毛利率(%)	26.0	26.9	30.1	31.5	32.5
净利率(%)	4.5	5.9	8.1	9.0	10.3
ROE(%)	9.1	10.8	17.1	19.7	22.7
EPS(摊薄/元)	6.30	8.34	16.03	22.98	34.22
P/E(倍)	83.4	62.9	32.8	22.9	15.3
P/B(倍)	7.7	6.9	5.7	4.6	3.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 无边界产品的第二阶段竞争：多传感器融合，从“能用”向“好用且稳定”升级	3
1.1、 中国品牌加速迭代&初创品牌增加，Navimow&Mammotion 导航避障技术持续优化升级	3
1.1.1、 CES 展 (Navimow)：X3 新品围绕 RTK 稳定性、割草效率、边缘割草做升级，更适合美国市场销售	3
1.1.2、 CES 展 (Mammotion)：发布 Mini 系列产品定位中小面积，沿用 YUKA 系列 AI 视觉技术	4
1.1.3、 CES 展 (Ecovacs)：发布纯视觉/RTK/3D 激光雷达“全家福”新品	5
1.1.4、 CES 展 (Dreame)：子品牌 MOVA 携手禾赛推出 3D 激光雷达新品，定位小面积	6
1.1.5、 初创品牌：集中众筹新品预计 2025 年正式发售，除乐动外整体定价不低	7
1.2、 各品牌产品口碑及稳定性：Navimow 二代产品口碑或好于同行，三代新品在割草效率等方面升级	8
2、 渠道的第二阶段竞争：搭建线下渠道体系并完善售后体系	10
2.1、 各品牌渠道进展：Navimow 线下传统渠道和现代渠道拓展进度领先，初创品牌或集中在线上竞争	10
2.2、 售后体系：Navimow 将为 X3 新品建立全面的售后服务平台，期待突破美国市场	12
3、 盈利预测与投资建议	12
4、 风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

图 1： Navimow/Mammotion 产品迭代周期领先，均已在融合视觉基础上进行 AI 升级，两轮迭代已有一定数据积累	3
图 2： X3 系列新品为 H 系列升级迭代款，相较于 H 系列进行多维度升级的同时针对 i 系列痛点进行升级	4
图 3： CES 展中 Mammotion 展示产品的清扫落叶功能以及爬坡性能	5
图 4： CES 展中科沃斯推出的 A 系列和 O 系列新品，A 作为旗舰机型在模拟草坪上展示	6
图 5： MOVA 在 CES 展中推出搭载禾赛科技激光雷达的新品 M 系列	7
图 6： 2024Q1~2024Q4 Navimow 销量份额稳步提升，2024Q4 销量份额均第一（从左到右依次为美亚、德亚、法亚）	8
图 7： Navimow 第二代产品在亚马逊评分高于同行水平（从左到右依次为美亚、德亚、法亚）	9
图 8： 观察各品牌亚马逊一星评论反馈，Navimow 二代产品短板比较少，同行或多或少在导航定位、避障、精度上存在问题	10
图 9： 参考富士华我们预计欧洲割草机器人渠道数量或达 7000 家，现代渠道和传统渠道都是割草机器人重要渠道	11
图 10： Navimow 开发的传统渠道数量已超传统品牌 STIGA	11
图 11： 德国、法国、意大利三大市场中 Navimow 传统渠道数量超 STIGA	11
图 12： Navimow 专业零售商渠道布局领先中国品牌，Mammotion 作为初创品牌领先者目前线下渠道布局仍比较少（单位：家）	12
图 13： Navimow 将为 X3 系列新品建立全面的售后服务平台	12
表 1： CES 展中 Mammotion 发布 Mini 系列产品，定位中小面积且沿用 YUKA 系列 AI 视觉技术	4
表 2： CES 展科沃斯推出了不同技术路径（纯视觉/RTK/激光雷达）的 4 款新品，O/A 系列分别定位中小面积/大面积草坪高效率	5
表 3： 2024H2 入局者增加，除乐动外整体定价均不低、导航避障技术均围绕激光/RTK/视觉、在刀盘和驱动方式上有创新	7
表 4： 预计公司 2024-2026 年归母净利润 11.49/16.47/24.53 亿元	13
表 5： 相较于可比公司，公司新业务有增长潜力且利润率提升空间大，具备成长性	13

1、无边界产品的第二阶段竞争：多传感器融合，从“能用”向“好用且稳定”升级

1.1、中国品牌加速迭代&初创品牌增加，Navimow&Mammotion 导航避障技术持续优化升级

自 2022 年无边界产品发布，2023 年正式发售以来，各玩家围绕核心导航避障技术进行更新迭代，从“单一传感器”到“多传感器融合”再到“AI 升级、定位等技术优化”。从迭代周期上看目前 Navimow 和 Mammotion 领先同行，割草机器人已经历两次迭代，在融合视觉技术基础上进行 AI 升级提升避障性能（科沃斯 CES 展首次推出多传感器融合的 RTK 和激光雷达产品），经过数据积累 Navimow 二代产品识别障碍物数量已从 20 多种提升至 150 多种，Mammotion YUKA 识别障碍物数量达 100 多种。Navimow 第三代产品在沿用 AI 视觉技术外对 RTK 定位技术进行优化升级。随着市场成熟方案推出，初创品牌数量也在增加，第一代新品大多采用多传感器融合技术但稳定性尚待市场验证。

图1: Navimow/Mammotion 产品迭代周期领先，均已在融合视觉基础上进行 AI 升级，两轮迭代已有一定数据积累



资料来源：各公司官网、Kickstarter、开源证券研究所（注：此处多传感器不包括雷达、超声波等中低端传感器）

1.1.1、CES 展 (Navimow): X3 新品围绕 RTK 稳定性、割草效率、边缘割草做升级，更适合美国市场销售

X3 系列新品为 H 系列升级迭代款，相较于 H 系列进行多维度升级，针对 i 系列痛点进行升级：（1）割草效率提升，超级快充技术+刀片升级+割草速度提升使得 X3 新品割草效率较大幅度提升，割草面积覆盖范围更广（1500/3000/5000/10000 平草坪），或逐步切入轻商市场；（2）定位避障技术升级，RTK 技术升级将卫星观测能力提升 40%（改善 RTK 信号弱问题）、加入 VIO 里程计提高定位效果、单颗摄像头升级为三颗摄像头提高避障和辅助定位能力；（3）提供边缘割草组件，引入扩展槽，消费者可选购配件处理草坪边缘；（4）爬坡能力升级，从 H 系列的 45%提升至 50%。

X3 对 RTK 信号稳定性进行了进一步优化升级，割草面积和效率的提升以及边缘割草组件的引入或有助于公司逐步切入美国市场。

图2: X3 系列新品为 H 系列升级迭代款, 相较于 H 系列进行多维度升级的同时针对 i 系列痛点进行升级



资料来源: Navimow 官网、开源证券研究所

1.1.2、CES 展 (Mammotion): 发布 Mini 系列产品定位中小面积, 沿用 YUKA 系列 AI 视觉技术

不同于以往定位中大面积草坪, CES 展中 Mammotion 发布 Mini 系列产品, 定位中小面积且沿用 YUKA 系列 AI 视觉技术。此次发布的 Mini 系列新品为此前 YUKA 以及 LUBA AWD 系列的减配版, 定位 600-1500 平的草坪面积, 定价\$899~\$1899 (处行业平均水平), 均引入 AI 视觉技术, 其中 Mini AWD 沿用 AWD 系列四轮驱动因此爬坡性能更好。

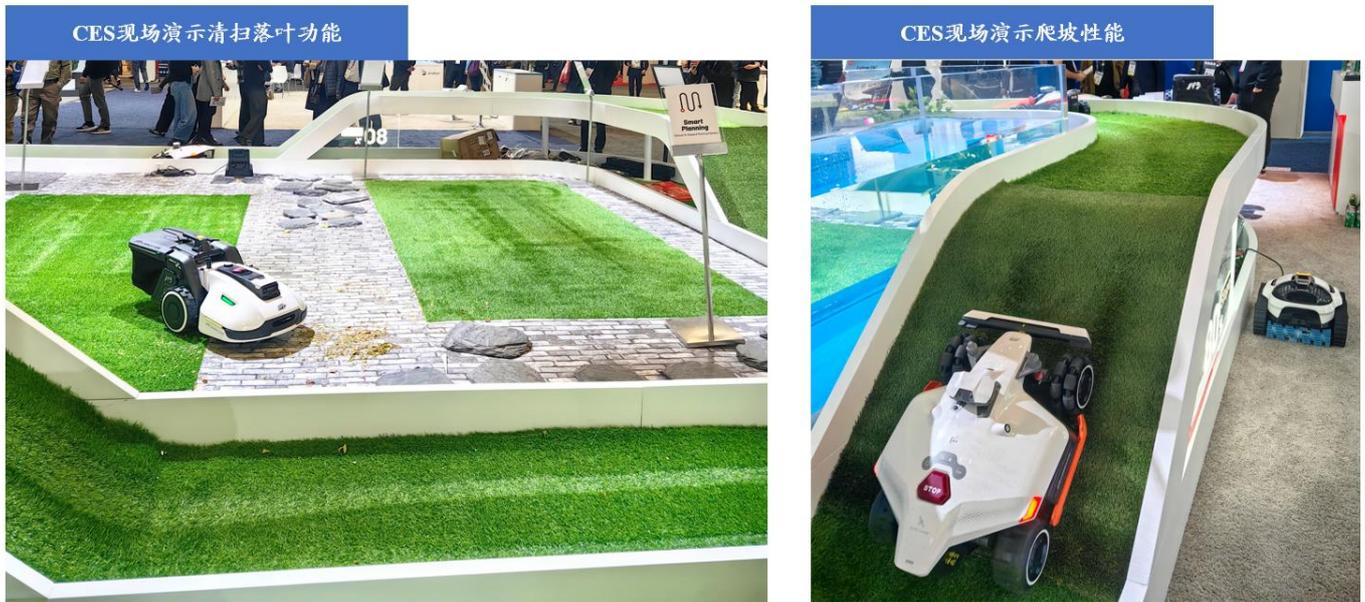
UltraSense AI Vision: 最先应用于 YUKA 系列产品, 可以实现 AI 自动绘图、虚拟围栏 (将割草机器人保持在指定范围内)、AI 智能避障 (可检测小至 2.5cm 的障碍物, 可识别 100 多种类型障碍物)。

表1: CES 展中 Mammotion 发布 Mini 系列产品, 定位中小面积且沿用 YUKA 系列 AI 视觉技术

型号	YUKA mini 600	YUKA mini 800	LUBA mini AWD 800/H	LUBA mini AWD 1500/H
定价 (\$)	899	1099	1499	1899
定位	RTK+视觉	RTK+视觉	RTK+视觉	RTK+视觉
避障	AI 视觉模组	AI 视觉模组	AI 视觉模组	AI 视觉模组
推荐割草面积 (m ²)	600	800	800	1500
驱动	两轮驱动	两轮驱动	四轮驱动	四轮驱动
爬坡性能	45%	45%	80%	80%
最大切割高度 (mm)	90	90	66/100	66/100
最小切割高度 (mm)	50	50	20/55	20/55

型号	YUKA mini 600	YUKA mini 800	LUBA mini AWD 800/H	LUBA mini AWD 1500/H
切割高度调整	单浮动刀盘	单浮动刀盘	/	/
切割宽度 (英寸)	7.5	7.5	7.9	7.9
电池容量 (Ah)	2.4	6.1	4.5	6.1
电池可拆卸	√	√	√	√
充电时间 (h)	90min	230min	160min	200min
单次充电割草时间 (min)	55	150	120	165
防水等级	IPX6	IPX6	IPX6	IPX6

数据来源: Mammotion 官网、开源证券研究所

图3: CES 展中 Mammotion 展示产品的清扫落叶功能以及爬坡性能


资料来源: 开源证券研究所

1.1.3、CES 展 (Ecovacs): 发布纯视觉/RTK/3D 激光雷达“全家福”新品

本次 CES 展科沃斯推出了不同技术路径(纯视觉/RTK/激光雷达)的 4 款新品, 从小面积到大面积都有覆盖, O/A 系列分别定位中小面积/大面积草坪。(1) O500: 纯视觉技术路径, 定位 500 平草坪, 相较于二代纯视觉产品优化了导航规划技术。预计定价相对便宜。(2) O1000: RTK 融合视觉技术路径, 定位 1000 平草坪。相较于 O500 采用了双刀盘贴边设计。(3) A2500: 定位 2500 平大面积草坪, O1000 升级款, 在爬坡性能、割草效率上做了升级。(4) A3000: 采用激光雷达融合视觉技术路径, 与追觅 A1 类似。同时定位大面积草坪下割草效率相较于 O 系列也有提升。

表2: CES 展科沃斯推出了不同技术路径 (纯视觉/RTK/激光雷达) 的 4 款新品, O/A 系列分别定位中小面积/大面积草坪高效率

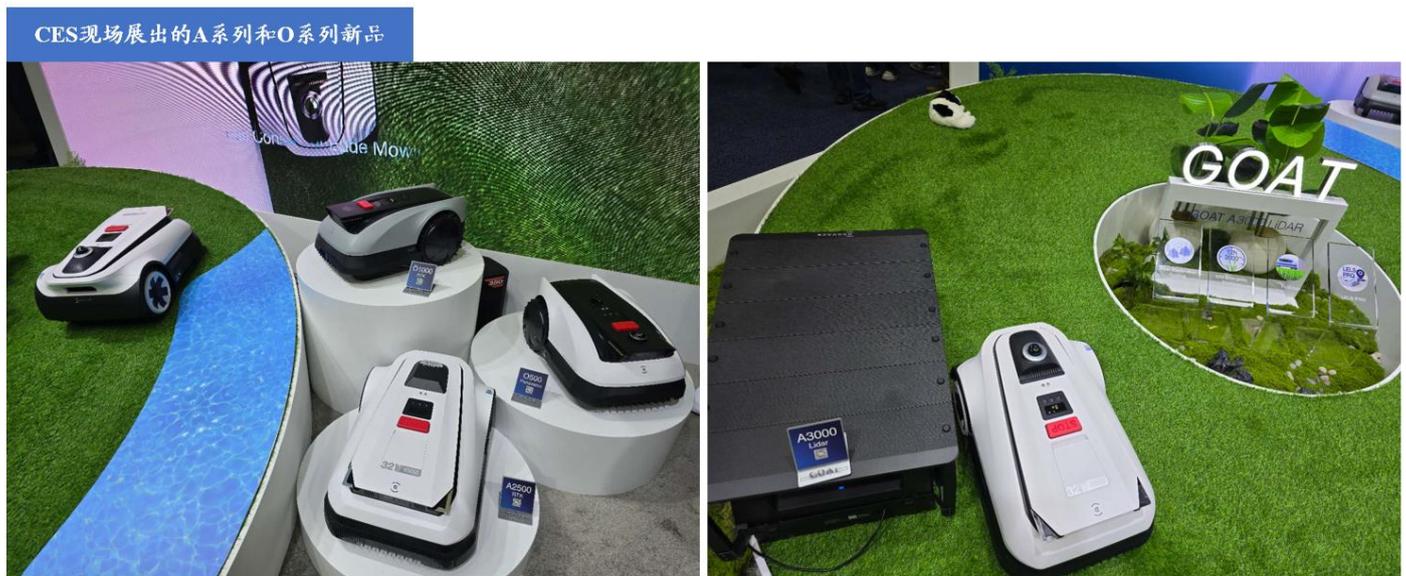
型号	O500	O1000	A2500	A3000
定价 (\$/€)	尚未公布			
定位	纯视觉	RTK+视觉	RTK+视觉	3D 激光雷达+视觉
避障	AIVI 3D (AI+TOF)	AIVI 3D (AI+TOF)	AIVI 3D (AI+TOF)	AIVI 3D (AI+TOF)

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

型号	O500	O1000	A2500	A3000
离边距离 (英寸)	/	/	1.97	1.97
最大割草面积 (m ²)	500	1000	2500	3000
爬坡性能	45%	45%	50%	50%
最大切割高度 (mm)	80	80	80	80
最小切割高度 (mm)	30	30	30	30
切割高度调整	电动单刀盘	电动双刀盘	电动双刀盘	电动双刀盘
切割宽度 (英寸)	/	/	13.0	13.0
防水等级	IPX6	IPX6	IPX6	IPX6
充电时间 (h)	/	/	45min	45min
单次充电割草时间 (min)	/	/	45min	75min
切割效率 (m ² /h)	/	/	400	400
刀片转速 (rpm)	/	/	3000	3000

资料来源: Ecovacs 官网、开源证券研究所

图4: CES 展中科沃斯推出的 A 系列和 O 系列新品, A 作为旗舰机型在模拟草坪上展示



资料来源: 开源证券研究所

1.1.4、CES 展 (Dreame): 子品牌 MOVA 携手禾赛推出 3D 激光雷达新品, 定位小面积

CES 展中追觅旗下子品牌 MOVA 携手禾赛科技推出 3D 激光雷达新品, 定位中小面积草坪补齐追觅割草机器人中低价格矩阵。MOVA M600/M1000 分别定位 600/800 平草坪, 搭载禾赛科技 JT16 迷你型 3D 激光雷达, 该产品平台基于 Dreame A1 做了减配因此预计尚未采用多传感器融合技术, 但预计单价较 Dreame A1 有所下降。

图5: MOVA 在 CES 展中推出搭载禾赛科技激光雷达的新品 M 系列


资料来源：禾赛科技公众号、开源证券研究所

1.1.5、 初创品牌：集中众筹新品预计 2025 年正式发售，除乐动外整体定价不低

2024H2 以来多名玩家进入割草机器人市场并发布新品众筹，除乐动外整体定价均不低。导航避障技术均围绕激光/RTK/视觉、在刀盘和驱动方式上有创新：

(1) 长曜创新：众筹阶段金额 1757 万港元，支持者数量 1389 位。Tron 版本采用纯视觉技术（搭载六颗摄像头以及 TOF 传感器解决强光问题），Max 版本采用纯视觉+RTK 技术，爬坡性能 65%。**亮点在于双层刀片以及可实现庭院监控，宣称的爬坡性能较强以及割草效率较高。**

(2) 来牟科技：众筹阶段金额 367 万美金，支持者数量 1702 位。采用 RTK+AI 视觉技术，爬坡性能 100%。**亮点在于采用履带式 and 双刀片设计，宣称的爬坡性能强、切割效率高以及面积大。**

(3) 森合创新：众筹阶段金额 233 万美金，支持者数量 1790 位。采用 3D 激光雷达技术，爬坡性能 45%。亮点在于采用卷筒式设计。

(4) 其他：目心智能（纯视觉技术）众筹金额 642 万港元；优必选 M10（RTK 融合视觉）众筹金额 20 万美金；乐动（RTK 融合视觉）众筹金额 585 万港元。

表3: 2024H2 入局者增加，除乐动外整体定价均不低、导航避障技术均围绕激光/RTK/视觉、在刀盘和驱动方式上有创新

	长曜创新	来牟科技	森合创新	目心智能	优必选	乐动
众筹金额	1757 万港元	367 万美金	233 万美金	642 万港元	20 万美金	585 万港元
支持者数量	1389	1702	1790	706	185	974
早鸟价 (\$)	1399	1999	1199	999/1199	999	629/729/829
原价 (\$)	2499/2699	2999	1599	1799/2099	1799	1099/1299/1499
割草面积	1000/6000 m ²	7000 m ²	1500 m ²	800 m ² /1200 m ²	1000 m ²	1000/3000/5000 m ²
导航方案	纯视觉/视觉+RTK	RTK+视觉	3D 激光雷达	纯视觉	RTK+视觉	RTK+视觉
避障方案	AI+TOF	AI 视觉	3D 激光雷达	AI+3D 摄像头	AI 视觉	纯视觉
切割高度	1.2~3.5 inch	1.2~4 inch	0.8~4 inch	1~3 inch	1.2~2.4 inch	1.2~2.8 inch

	长曜创新	来牟科技	森合创新	目心智能	优必选	乐动
高度调节	/	自动	自动	/	/	/
切割宽度	8.7 inch	16 inch	13 inch	8 inch	9 inch	/
爬坡高度	65%	100%	45%	45%	55%	45%
其他	双层刀片; 庭院监控	双刀片; 履带式	卷筒式刀片	/	/	/

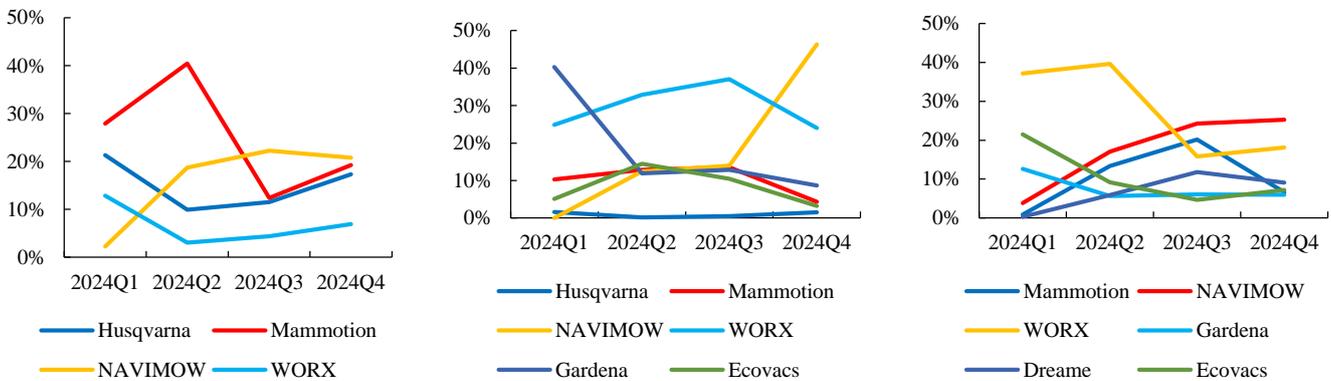
资料来源: Kickstarter、开源证券研究所

1.2、各品牌产品口碑及稳定性: Navimow 二代产品口碑或好于同行, 三代新品在割草效率等方面升级

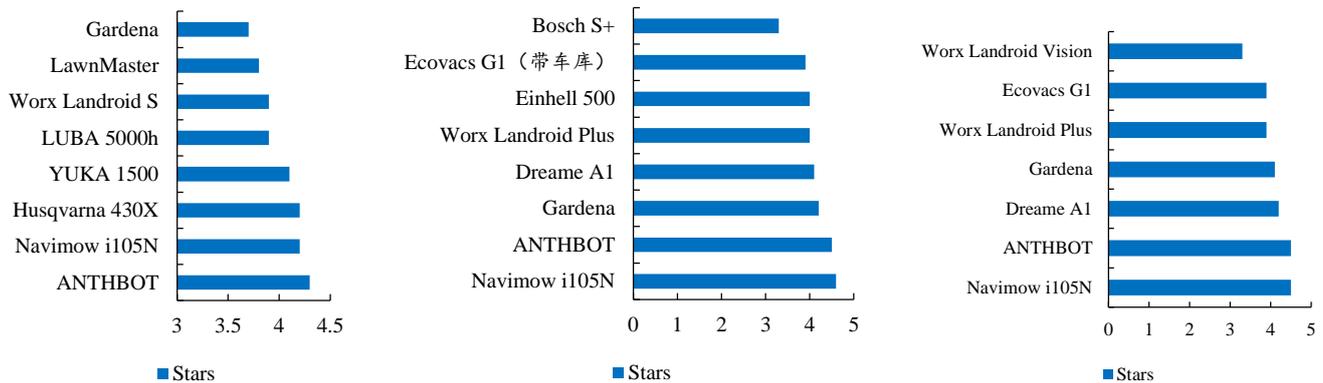
随着中国品牌进入, 无边界产品推出至今已有两年时间, 头部玩家均积累了一定用户反馈, 虽然无边界产品较有边界产品的产品体验有所提升, 但在定位建图速度、避障精确度、信号稳定性、狭窄通道通过性等方面仍有比较大优化空间。我们预计割草机器人或逐步进入第二阶段竞争, 产品需要从“能用”向“好用且稳定”升级, 该阶段口碑较好、产品稳定性可靠性强的品牌有望在第二轮竞争中保持优势。

(1) 从结果上看, Navimow 亚马逊渠道产品份额和评分领先同行, 行业维度 2024Q4 美亚/德亚/法亚销量同比分别+100%/+136%/+235% (2024Q3 同比分别+55%/+48%/+182%), 渗透率分别达到 5%/43%/29% (2024Q3 分别为 4.3%/32%/28%), 美亚渗透率仍低单位数但在稳步提升。品牌维度 Navimow 2024Q4 美亚/德亚/法亚销量份额分别达 21%/46%/31% (2024Q3 分别为 22%/14%/24%), 均位列行业第一, 竞争力延续。除份额位列前列外, Navimow 第二代产品在美亚/德亚/法亚的评分也位列行业前列。

图6: 2024Q1~2024Q4 Navimow 销量份额稳步提升, 2024Q4 销量份额均第一 (从左到右依次为美亚、德亚、法亚)



数据来源: 卖家精灵、开源证券研究所

图7: Navimow 第二代产品在亚马逊评分高于同行水平 (从左到右依次为美亚、德亚、法亚)


数据来源: 卖家精灵、开源证券研究所

(2) 底层原因或系 Navimow 二代产品稳定性要优于同行。我们选取中国各个品牌无边界产品在亚马逊上的一星评论来观察市场反馈, 观察发现除信号弱外 Navimow 二代产品短板较少, 而同行或多或少在导航定位、避障、精度上存在问题:

(a) Navimow i 系列产品负面反馈主要集中在 GPS 信号弱以及洼地难脱困上, 比较少反馈导航定位以及避障的问题, 稳定性相对强。因此公司 X3 系列新品集中对信号稳定性以及爬坡能力进行了加强和优化。

(b) Mammotion 导航避障技术同 Navimow 类似, 因此同样负面反馈集中在 RTK 信号弱, 但相较于 Navimow 增加了导航定位、避障效果较差(例如无法识别小刺猬)的问题, 我们预计稳定性较 Navimow 仍有一定差距。

(c) Dreame A1 采用 3D 激光雷达技术, 因此相较于 Navimow 没有 GPS 信号弱的问题。但是由于没有多传感器融合, 存在精度较差的问题, 例如障碍物周围以及边界未修剪区域较大等。

(d) Ecovacs G1 采用 UWB+视觉辅助技术。受制于 UWB 技术的局限性, 负面反馈多集中在前期建图以及导航定位上, 例如规划导航并不稳定。其次视觉避障技术或尚不稳定, 例如将细茎植物或者阴影视为障碍物, 无法较稳定识别玩具等。

图8：观察各品牌亚马逊一星评论反馈，Navimow 二代产品短板比较少，同行或多或少在导航定位、避障、精度上存在问题



资料来源：亚马逊、开源证券研究所

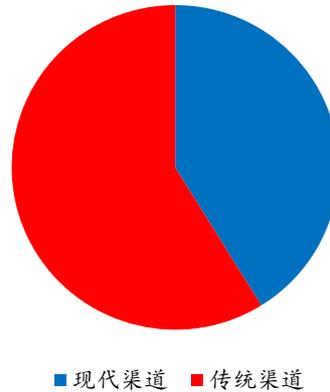
2、渠道的第二阶段竞争：搭建线下渠道体系并完善售后体系

2.1、各品牌渠道进展：Navimow 线下传统渠道和现代渠道拓展进度领先，初创品牌或集中在线上竞争

目前大部分初创品牌仍在亚马逊或独立站销售，线下渠道仍掌握在传统品牌手中，九号公司&追觅科技&科沃斯拥有足够现金流逐步参与到线下渠道竞争中。目前来看 Navimow 在欧洲市场传统渠道和现代渠道开拓进度领先：

(1) 割草机器人欧洲渠道空间：参考行业龙头富士华，欧洲割草机器人现代渠道和传统渠道合计数量或达 7000 家。Gardena 主要定位现代渠道，Husqvarna 定位传统渠道，参考富士华我们预计传统渠道/现代渠道数量占比分别为 59%/41%，现代渠道和传统渠道同样重要。

图9：参考富士华我们预计欧洲割草机器人渠道数量或达 7000 家，现代渠道和传统渠道都是割草机器人重要渠道

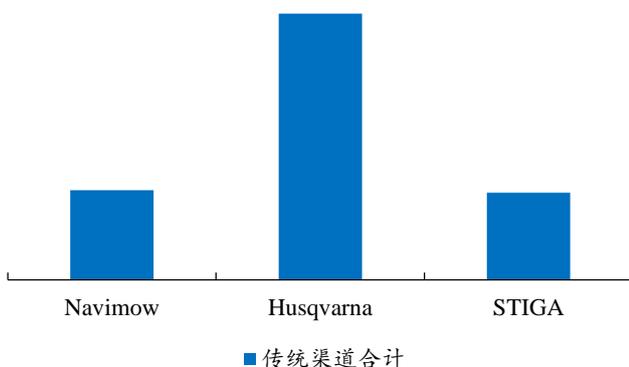


数据来源：富士华官网、开源证券研究所

(2) 各品牌欧洲线下渠道进展：传统渠道方面，Navimow 欧洲渠道数量或已与传统品牌 STIGA 相当，同时进驻了富士华部分渠道，但较富士华仍有拓展空间。具体分区域来看，Navimow 在德国、法国、意大利主要市场的渠道数量或已超 STIGA。现代渠道方面，Navimow 以拓展专业零售商为主，进驻数量在新锐品牌中领先，但相较于传统品牌仍有一定差距；Ecovacs 进驻了部分专业零售商，但预计渠道数量较 Navimow 少；Dreame 以拓展消费电子等综合零售商为主，预计专业零售商的进驻数量较少。

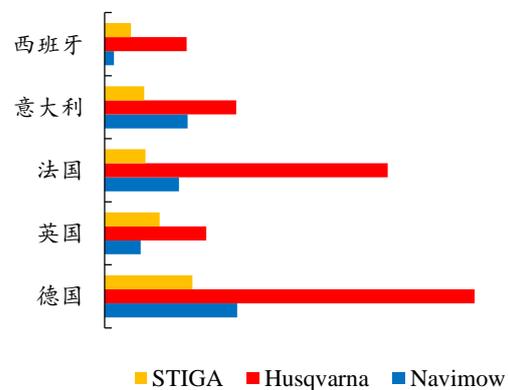
具体来看，Navimow 德国市场已进驻区域性家装建材零售商 BAUHAUS、OBI 等；法国市场已进驻区域性家装建材零售商 Leroy Merlin 以及综合零售商 Fnac 等。而初创品牌 Mammotion 经历两年时间发展预计仍未较好突破欧洲线下渠道，考虑到欧洲渠道分散，我们预计初创品牌受限于资金等因素短期内仍难快速突破线下渠道。

图10：Navimow 开发的传统渠道数量已超传统品牌 STIGA



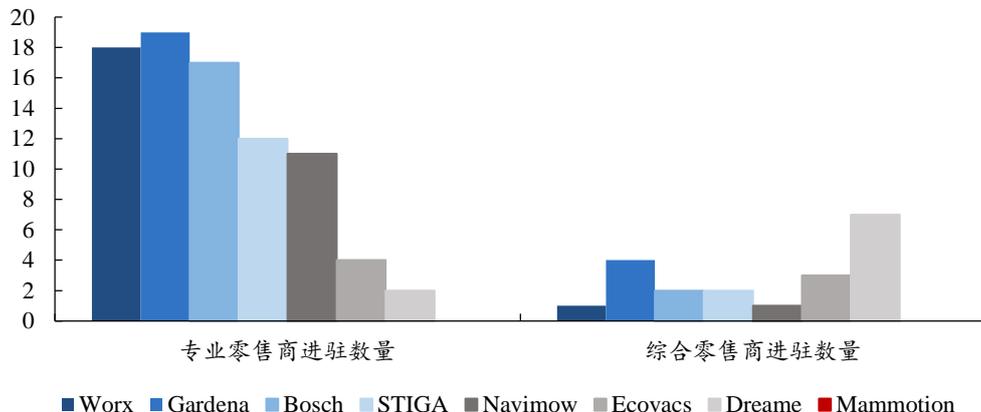
数据来源：各公司官网、开源证券研究所（注：传统渠道剔除大 KA 零售商；柱形图长度代表门店数量规模）

图11：德国、法国、意大利三大市场中 Navimow 传统渠道数量超 STIGA



数据来源：各公司官网、开源证券研究所（注：传统渠道剔除 KA 等零售商；柱形图长度代表门店数量规模）

图12: Navimow 专业零售商渠道布局领先中国品牌, Mammotion 作为初创品牌领先者目前线下渠道布局仍比较少 (单位: 家)



数据来源: 各渠道商官网、开源证券研究所

2.2、售后体系: Navimow 将为 X3 新品建立全面的售后服务平台, 期待突破美国市场

割草机器人品类售后维修较扫地机器人频繁, 部分线下渠道商除了承担销售任务亦为消费者提供售后维修服务, 因此完善的线下渠道布局以及售后服务体系有助于提升用户粘性和品牌口碑, 线下渠道仍是未来割草机器人的主战场。配合产品升级, Navimow 将为 X3 系列新品建立全面售后服务平台, 协助维修、诊断、OTA 升级和零件更换, 位于美国的团队和服务呼叫中心也可为经销商和客户提供所需的售后服务支持。当前各品牌都未较好突破美国线下 KA 渠道, 随着 X3 产品的推出以及售后体系的完善, 我们认为公司有机会逐步突破美国线下 KA 渠道, 而美国市场作为未来潜在市场, 突破后有望支撑割草机器人长期增长。

图13: Navimow 将为 X3 系列新品建立全面的售后服务平台



享受 Segway Navimow X3 系列的优质“白手套”服务, 提供高标准的支持, 包括量身定制的产品尺寸和设置帮助。我们行业领先的 3 年保修和全面的售后服务平台, 提供清晰的零件更换指导, 以及专业的管理。方便易用的售后服务平台, 协助维修、诊断、OTA 升级和零件更换。位于美国的专门支持团队和服务呼叫中心可随时随地为经销商和客户提供所需的专家帮助。

资料来源: Navimow 官网

3、盈利预测与投资建议

随着玩家增加, 割草机器人市场或进入第二阶段竞争, 产品将从“能用”向“好用且稳定”发展, 渠道重在完善线下体系以及售后服务, 行业渗透率快速提升但品牌分化会逐步显现。中短期公司将持续投入渠道和售后, 我们调整盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 11.49/16.47/24.53 亿元 (原值为 11.59/16.97/24.49 亿元),

对应 EPS 为 16.03/22.98/34.22 元，当前股价对应 PE 为 32.8/22.9/15.3 倍，Navimow 产品口碑以及稳定性领先同行，线下渠道体系搭建较其他新锐品牌完善，我们预计公司有望保持竞争优势。相较于可比公司，公司新业务有增长潜力且利润率提升空间大，具备成长性，维持“买入”评级。

表4：预计公司 2024-2026 年归母净利润 11.49/16.47/24.53 亿元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	101.24	102.22	141.17	183.70	238.85
yoy	10.7%	1.0%	38.1%	30.1%	30.0%
电动两轮车	24.31	42.32	71.53	96.56	125.53
机器人	1.21	2.52	7.82	16.43	29.57
零售滑板车	22.71	21.12	23.44	25.78	28.36
全地形车	5.87	6.98	10.47	14.14	18.38
毛利率	26.0%	26.9%	30.1%	31.5%	32.5%
销售费用率	9.14%	10.01%	10.45%	10.70%	10.80%
管理费用率	5.93%	6.61%	5.60%	4.80%	4.50%
研发费用率	5.76%	6.03%	5.30%	4.90%	4.65%
归母净利润	4.51	5.98	11.49	16.47	24.53
YoY	9.9%	32.5%	92.2%	43.3%	48.9%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5：相较于可比公司，公司新业务有增长潜力且利润率提升空间大，具备成长性

证券代码	公司	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				EPS			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688169.SH	石头科技	买入	440.86	20.51	21.49	25.03	33.25	21.49	20.51	17.61	13.26	11.10	11.63	13.55	18.00
300866.SZ	安克创新	买入	568.45	16.15	20.42	24.24	29.13	35.20	27.84	23.45	19.51	3.04	3.84	4.56	5.48
301345.SZ	涛涛车业	买入	78.36	2.80	3.91	5.21	6.52	27.94	20.04	15.04	12.02	2.56	3.56	4.75	5.94
603529.SH	爱玛科技	买入	370.11	18.81	19.95	24.98	31.08	19.67	18.55	14.82	11.91	2.18	2.32	2.90	3.61
603129.SH	春风动力	买入	293.05	10.08	12.96	16.00	19.78	29.09	22.61	18.32	14.82	6.65	8.56	10.57	13.06
可比公司平均				13.67	15.75	19.09	23.95	26.68	21.91	17.85	14.30	5.11	5.98	7.26	9.22
689009.SH	九号公司	买入	376.73	5.98	11.49	16.49	24.53	63.00	32.79	22.85	15.36	8.34	16.02	22.99	34.20

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：均为开源证券研究所预测，收盘日截至 2025 年 1 月 21 日）

4、风险提示

新品销售不及预期；渠道开拓不及预期；汇率波动风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7209	7706	11804	14342	19444
现金	3081	4974	8353	10343	14662
应收票据及应收账款	1185	995	1710	1939	2854
其他应收款	68	58	98	116	155
预付账款	108	123	248	223	367
存货	1817	1108	865	1232	917
其他流动资产	950	448	530	488	487
非流动资产	2185	3143	3162	3513	3949
长期投资	14	0	0	0	0
固定资产	937	1071	1292	1551	1882
无形资产	333	847	884	920	962
其他非流动资产	901	1225	986	1043	1105
资产总计	9394	10850	14966	17855	23393
流动负债	4216	5147	8102	9357	12452
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2897	3669	6850	7659	10881
其他流动负债	1319	1478	1252	1698	1571
非流动负债	232	169	185	179	178
长期借款	23	0	0	0	0
其他非流动负债	209	169	185	179	178
负债合计	4447	5316	8287	9536	12630
少数股东权益	49	77	73	66	57
股本	0	0	0	0	0
资本公积	7702	7866	7866	7866	7866
留存收益	-2620	-2018	-873	767	3211
归属母公司股东权益	4898	5457	6606	8253	10706
负债和股东权益	9394	10850	14966	17855	23393

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1589	2319	3457	2556	5039
净利润	449	596	1145	1640	2444
折旧摊销	160	197	203	232	282
财务费用	-171	-136	-80	10	30
投资损失	24	42	-8	-2	0
营运资金变动	1122	1577	2270	698	2303
其他经营现金流	5	43	-73	-23	-21
投资活动现金流	-662	-454	-143	-546	-683
资本支出	433	827	433	540	673
长期投资	-259	339	0	0	0
其他投资现金流	30	33	290	-6	-10
筹资活动现金流	50	-147	65	-19	-36
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	2	-23	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	123	164	0	0	0
其他筹资现金流	-75	-288	65	-19	-36
现金净增加额	1018	1741	3379	1991	4319

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10124	10222	14117	18370	23885
营业成本	7495	7472	9868	12584	16122
营业税金及附加	42	57	85	110	143
营业费用	925	1023	1475	1966	2580
管理费用	600	676	791	882	1075
研发费用	583	616	748	900	1111
财务费用	-171	-136	-80	10	30
资产减值损失	-152	-104	-70	-100	-80
其他收益	29	45	100	90	90
公允价值变动收益	79	148	60	30	30
投资净收益	-24	-42	8	2	-0
资产处置收益	2	4	5	5	5
营业利润	565	564	1324	1935	2859
营业外收入	17	102	35	20	20
营业外支出	20	25	30	26	21
利润总额	563	641	1329	1929	2858
所得税	114	45	183	289	414
净利润	449	596	1145	1640	2444
少数股东损益	-2	-2	-4	-7	-9
归属母公司净利润	451	598	1149	1647	2453
EBITDA	632	689	1337	1887	2771
EPS(元)	6.30	8.34	16.03	22.98	34.22

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	10.7	1.0	38.1	30.1	30.0
营业利润(%)	10.7	-0.3	134.8	46.2	47.7
归属于母公司净利润(%)	9.9	32.5	92.2	43.3	48.9
获利能力					
毛利率(%)	26.0	26.9	30.1	31.5	32.5
净利率(%)	4.5	5.9	8.1	9.0	10.3
ROE(%)	9.1	10.8	17.1	19.7	22.7
ROIC(%)	7.5	8.2	14.7	16.9	19.8
偿债能力					
资产负债率(%)	47.3	49.0	55.4	53.4	54.0
净负债比率(%)	-60.3	-87.6	-124.2	-123.6	-135.6
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	10.5	9.5	10.7	10.2	10.1
应付账款周转率	4.0	4.3	4.0	4.1	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.30	8.34	16.03	22.98	34.22
每股经营现金流(最新摊薄)	22.17	32.36	48.23	35.66	70.30
每股净资产(最新摊薄)	68.33	76.13	92.17	115.15	149.37
估值比率					
P/E	83.4	62.9	32.8	22.9	15.3
P/B	7.7	6.9	5.7	4.6	3.5
EV/EBITDA	-5.7	-7.3	-6.3	-5.5	-5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn