

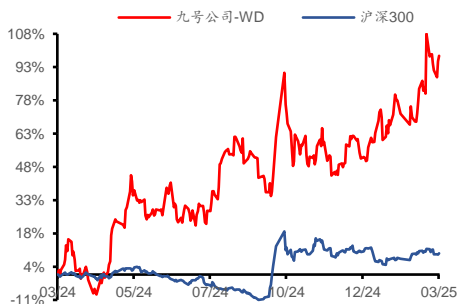
**上海证券**
SHANGHAI SECURITIES**买入（首次）**

行业： 汽车
日期： 2025年03月05日

分析师： 杜洋
Tel: 021-53686169
E-mail: duyang@shzq.com
SAC 编号: S0870523090002
分析师： 仇百良
E-mail: qiubailiang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100003
联系人： 袁锐
Tel: 021-53686074
E-mail: yuanrui@shzq.com
SAC 编号: S0870123060019

基本数据

最新收盘价（元）	59.10
12mth A 股价格区间（元）	27.33-62.03
总股本（百万股）	71.73
无限售 A 股/总股本	76.64%
流通市值（亿元）	32.49

最近一年股票与沪深 300 比较**相关报告：****科赋消费，智能化+机器人双驱动****■ 投资摘要**

聚焦创新短交通和服务机器人领域，打造高端化、年轻化智能科技产品。

九号公司是智能短交通和服务机器人领域的创新企业，短短十年时间从一家小众平衡车公司成长为年入百亿的短交通巨头。我们认为公司商业模式围绕智能短交通和服务机器人创新与销售，具备超越行业的内生增长潜力，沿用九号创始人的总结即“九号公司的技术创新路径则是用边缘创新打到中央，基于算法、视觉等的机器人技术通过中台系统延展到其他门类，带来更懂用户需求的颠覆性产品体验”。公司2012年成立，背靠多家头部VC资本助力，借助小米生态链构筑自身优势、拥有Ninebot九号和Segway赛格威两大核心自主品牌，2020年科创板上市并成为境内“VIE+CDR”第一股。

据公司24年业绩快报，2024年实现营收141.71亿元，同增38.63%，CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₄达23.95%，两轮车加速放量且智能化趋势凸显，割草机和全地形车创造新增长曲线。业绩层面，2024年实现归母净利润10.88亿元，同增81.90%，CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₄为96.48%。我们认为高附加值产品提升、降本增效等推动公司盈利能力持续提升，毛利率从2017年的23.7%提升至24Q1-Q3的29.7%。

九号电动两轮车卡位智能化、高端化赛道，新国标及国补刺激需求释放。我国是电动自行车生产销售第一大国，艾瑞咨询数据显示，2023年我国电动两轮车销量约为5500万台，同比增长9.8%。新国标2025年9月落地叠加以旧换新政策等多重利好因素催化，国内行业增长动力充足，竞争格局持续优化。

海外电动两轮车需求持续增长，据绿源招股书预计2024年海外电动两轮车销量达3080万辆，其中欧洲/东盟/印度/美国销量达1190/850/240/140万辆，海外不同区域市场对应各异需求，长期来看更新替换空间广阔。我们认为九号公司两轮车先发布局高端赛道，智能化高端化形象已树立，产品矩阵化成长，具备规模效应，作为龙头有望受益高端市场结构性增量，享受行业红利。

布局智慧机器人赛道，科技蓝海市场前景广阔。

公司机器人业务包括割草机器人、配送机器人等，24Q1-Q3割草机器人业务实现营收5.95亿元，同增379.28%（23年占比机器人业务80%+）。割草机器人市场在人口老龄化等因素的驱动下，呈现出快速发展的态势，据QYR预测，2023年全球自动机器人割草机市场规模约为6.43亿美元，预计2030年达13.39亿美元，CAGR₂₀₂₄₋₂₀₃₀为11.4%。通过底层智能技术积累产品优势，公司推出全球率先实现商业落地的无边界割草机器人品牌Navimow，推进行业智能化发展。另外，公司服务机器人近年持续迭代更新、产品应用领域拓展和产品性能不断提升，积累丰富客户资源。

作为创新性平台型科技企业，我们认为九号公司优势显著：①**智能化优势**：更强的创新基因和自主知识产权核心技术体系，深挖用户潜在需求，形成“智能化”品牌属性，用技术打破竞争壁垒：2023年研发人员占比38.9%，国内+海外授权专利3000+项，研发费率为6+%；②

持续迭代的底层技术储备：智慧技术/移动技术/在线化+数据化能力三大底层核心技术；**③多元化业务布局，边际有序扩张：**实现从“0 到 1”及从“1 到 N”发展；**④全球化销售网络布局：**国内外主流线上平台均已布局，本地化办事处赋能海外销售；**⑤高标准的产品质量与服务：**电动车Emark/DOT/CNAS等多种国际认证。

■ 投资建议

作为全球智能短交通龙头，公司积累多年技术研发优势构筑产品竞争壁垒，拥有丰富的产品矩阵。传统主业平衡车&滑板车业务稳健发展，两轮车迎政策刺激需求增长，全地形车、机器人等新业务培育放量，具备长期增长动力。我们预计2024-2026年营收实现141.71/184.79/225.78亿元，分别同比增长38.63%/30.40%/22.18%；预计归母净利润实现10.88/17.32/24.53亿元，分别同比增长81.90%/59.22%/41.61%；预计EPS为15.16/24.15/34.19元，对应PE为39/24/17倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

需求不及预期风险，新品销售不及预期风险，汇率波动风险，监管政策风险等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10222	14171	18479	22578
年增长率	1.0%	38.6%	30.4%	22.2%
归母净利润	598	1088	1732	2453
年增长率	32.5%	81.9%	59.2%	41.6%
每股收益（元）	8.34	15.16	24.15	34.19
市盈率（X）	70.89	38.97	24.48	17.28
市净率（X）	7.77	7.04	5.91	4.81

资料来源：Ifind，上海证券研究所（2025 年 03 月 05 日收盘价）

目录

1 科技为基、产品为核，智能短交龙头业务多点开花	5
1.1 投资逻辑：产品创新引领智能化革命，资本赋能创新基因商业化	5
1.2 平衡车和滑板车稳健，两轮车、机器人打造多元增长极	7
2 两轮车：卡位智能化、高端化赛道，新国标及国补刺激需求释放	8
2.1 国内市场：新国标+国补政策释放焕新需求，行业集中度持续提升	9
2.2 海外市场：蓝海市场空间广阔，国内龙头加速布局	10
2.3 公司：产品矩阵丰富，高端智能品牌形象深入人心	11
3 平衡车&滑板车：B端业务调整完成，自主品牌助力增长恢复	14
3.1 行业：欧美智能短交需求旺盛，国内静待路权开放	14
3.2 公司：平衡车&滑板车起家，转型自主有望恢复增长	15
4 机器人：智能化趋势显著，蓝海市场前景广阔	17
4.1 割草机器人：欧美为主要消费市场，持续走向智能化	17
4.2 其他服务机器人：配送机器人	18
5 全地形车：国际龙头占据主导，九号制造进军海外市场	19
5.1 行业：欧美市场需求稳健，国际龙头具有先发优势	19
5.2 公司：九号制造走向海外，新品助力市场份额提升	20
6 盈利预测与投资建议	20
6.1 盈利预测	20
6.2 投资建议	22
7 风险提示：	23

图

图 1：上市后公司业绩及股价波动情况	7
图 2：2017-24Q1-3 公司利润率变化情况	7
图 3：2017-24Q1-3 公司费用率变化情况	7
图 4：2017-2024H1 公司分业务收入情况（亿元）	8
图 5：2017-2024H1 公司分地区收入占比	8
图 6：公司自主品牌业务收入占比持续提升	8
图 7：公司分渠道毛利率情况	8
图 8：2019-24H1 年中国电动自行车市场规模	9
图 9：2012-2023 年中国电动两轮车保有量	9
图 10：2015-2024E 中国电动两轮车销量及增速	9
图 11：2019-2023 年我国电动两轮车市场全球占比	9
图 12：2022 年国内电动两轮车行业集中度	10
图 13：中国电动两轮车企业数量持续减少	10
图 14：全球电动两轮车市场规模情况（销量口径）	10
图 15：中国内地电动两轮车出口量及增速	10
图 16：可比公司电动两轮车业务收入情况（亿元）	11
图 17：可比公司电动两轮车业务收入增速	11

图 18: 九号电动车在中高端价位带品牌销售位居前列	13
图 19: 全球电动平衡车市场销售额预测	15
图 20: 2023 年电动平衡车品牌 CR3	15
图 21: 全球电动滑板车市场规模及增速	15
图 22: 2020 年全球电动滑板车市场竞争格局	15
图 23: 公司小米定制渠道及 ToB 业务收入情况	16
图 24: 公司平衡车&滑板车占比持续下降	16
图 25: 全球割草机器人市场规模	17
图 26: 全球割草机渗透率持续提升	17
图 27: 商用服务机器人拓展到更多的应用场景	19
图 28: 2023 年全球商用服务机器人市场份额（按收入） ...	19
图 29: 2017-2028E 全球全地形车市场收入及增速	20
图 30: 2020 年海外全地形车市场竞争格局	20
图 31: 近年公司全地形车新品矩阵	20

表

表 1: 一图概览公司产品情况	6
表 2: 除中国内地外按地区划分的电动两轮车销量复合增长率 情况	11
表 3: 九号公司在售电动两轮车产品系列	12
表 4: 九号电动两轮车部分智能技术功能	13
表 5: 九号公司电动两轮车与可比公司主要产品对比	14
表 6: 公司电动平衡车&滑板车产品矩阵丰富	16
表 7: 主要割草机器人厂商情况对比	18
表 8: 主要割草机器人产品性能对比	18
表 9: 公司营业收入与毛利率预测（单位：百万元，%） ...	22
表 10: 可比公司估值对照表	23

1 科技为基、产品为核，智能短交龙头业务多点开花


1.1 投资逻辑：产品创新引领智能化革命，资本赋能创新基因商业化

聚焦创新短交通和服务类机器人领域，打造高端化、年轻化智能科技产品。九号公司是一家智能短交通和服务类机器人领域的创新企业，产品包括电动两轮车、平衡车、智能滑板车、服务机器人等，公司 2012 年成立、总部位于北京，背靠多家头部 VC 资本助力，拥有 Ninebot 九号和 Segway 赛格威两大核心品牌，2020 年科创板上市并成为境内“VIE+CDR”第一股。我们认为公司在创业格局上用不到 10 年时间，通过产品创新和资本赋能开拓商业版图，完成“融资、收购、上市”三部曲，体现出管理层战略眼光和执行力。

九号公司商业模式主要围绕智能短交通和服务类机器人领域进行创新和发展。公司初期获得小米、红杉、顺为、华山等明星资本的 A 轮融资，并借助小米生态链构筑自身优势并逐渐形成拥有 95.7% 自主品牌的销售格局。我们认为，九号公司的崛起不仅在于产品的多样性，更在于资本赋能促使产品持续创新、借力成熟生态链下沉新兴产品，抓住智能化&年轻化趋势，将平衡车从“富人玩具”变身大众消费品，引领电动两轮车的智能化革命。

本篇报告主要分析公司商业模式和产品创新优势，并且展望当前开拓的第二曲线业务“电动两轮车”及“服务机器人”的增长潜力，我们认为公司未来增长关键在紧跟行业生态变化、聚焦智能化定位，持续产品创新抓住新的消费者需求。

表 1：一图概览公司产品情况

产品分类	电动两轮车	平衡车	滑板车	全地形车	机器人	其他产品及配件
产品图片						
产品举例	九号远行者 F 系列、九号电自 MMAX 系列	九号平衡车 miniPRO2、电动平衡车 L8	九号电动滑板车 E2、F2、G2 系列	UTV-Fugleman	九号飞碟送物机器人、赛格威智能割草机器人 Navimow	E-bike 等
产品特点	智能化、年轻化、高端化	公司核心产品；拥有专属有趣的玩法和丰富的周边	实现了滑板车品类从儿童娱乐、轻便通勤、运动通勤到高端性能玩乐的全场景和全价位段完整布局	涵盖三大系列，满足多场景需求	三大机器人产品矩阵引领了服务领域的智慧化升级	对传统 E-bike 行业进行整合升级，保证便利性、降低操作风险
行业地位	2024 年 2 月 29 日国内累计出货量正式突破 300 万台	处于行业领先水平，全球市占率最高		产品矩阵性能表现领跑行业	产品在国内覆盖近万家酒店、餐饮等行业应用，累计配送上亿次	依托技术积累，对传统 E-bike 行业进行全面整合升级
产品收入占比 (24H1)	51%	24%		8%	7%	10%

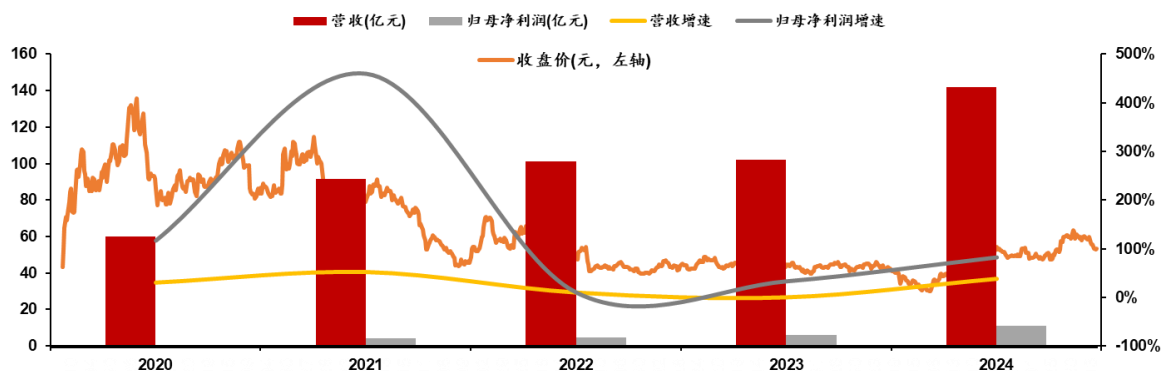
资料来源：ifind，公司年报，公司招股书，和讯网，时代财经，上海证券研究所

各业务衔接发展，推动整体营收快速增长。据公司 2024 年业绩快报，公司 2024 年实现营收 141.71 亿元，同增 38.63%，CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₄ 达 23.95%。伴随渠道调整完成以及新业务加速放量，利润端于 2020 年扭亏后进入高速上升通道，2024 年归母净利润 10.88 亿元，同增 81.90%，CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₄ 为 96.48%。

作为创新性平台型科技企业，我们认为九号公司优势显著：

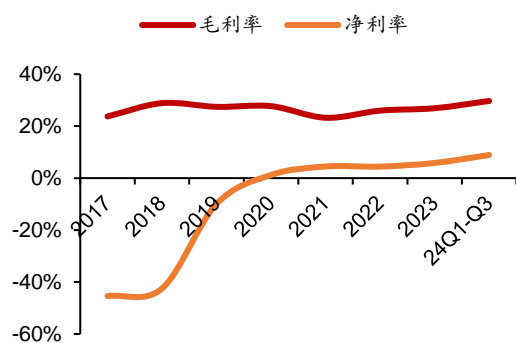
①智能化优势：更强的创新基因和自主知识产权核心技术体系，深挖用户潜在需求，形成“智能化”品牌属性，用技术打破竞争壁垒：2023 年研发人员占比 38.9%，国内+海外授权专利 3000+ 项，研发费率为 6+%；②持续迭代的底层技术储备：智慧技术/移动技术/在线化+数据化能力三大底层核心技术；③多元化业务布局，边际有序扩张：实现从“0 到 1”及从“1 到 N”发展；④全球化销售网络布局：国内外主流线上平台均已布局，本地化办事处赋能海外销售；⑤高标准的产品质量与服务：电动车 Emark/DOT/CNAS 等多种国际认证。

图 1：上市后公司业绩及股价波动情况



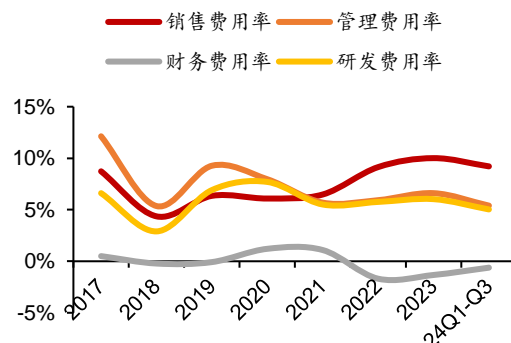
资料来源：ifind，公司业绩快报，上海证券研究所

图 2：2017-24Q1-3 公司利润率变化情况



资料来源：ifind，上海证券研究所

图 3：2017-24Q1-3 公司费用率变化情况



资料来源：ifind，上海证券研究所

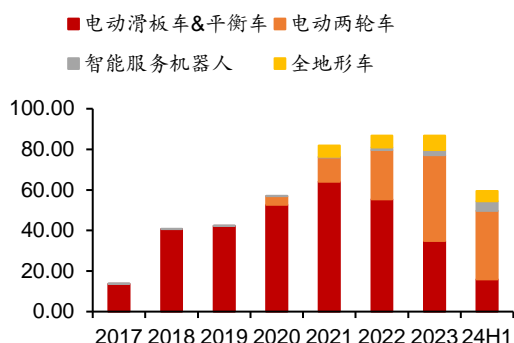
1.2 平衡车和滑板车稳健，两轮车、机器人打造多元增长极

收入基本盘从平衡车&滑板车转变为两轮车，新拓业务逐步成为增长引擎。电动两轮车自 2019 年底发布后成为收入增长的新动力，24H1 占比提升至 50.74%。2021 年起，随着电动两轮车、全地形车、机器人等新业务的陆续放量，公司平衡车&滑板车占比下降至 24H1 的 23.83%。24H1 公司自主品牌电动两轮车/零售滑板车/全地形车/割草机器人营收 33.83/10.31/5.07/4.49 亿元，分别同比+115%/+21%/+79%/+316%，我们认为伴随机器人等新业务规模效应，整体毛利率有望稳步提升。

国内市场表现稳健，海外业务高歌猛进，内外销占比趋于均衡。24H1 公司境内/外收入分别实现 38.63/28.03 亿元，同比+68.8%/+34.1%，保持稳健增长。其中境外收入占比持续提升，由 2017 年的 26.11%提升至 24H1 的 42.05%，境内外收入 CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₃ 分别 32.1%/54.0%。国内随着公司定制产品占比下

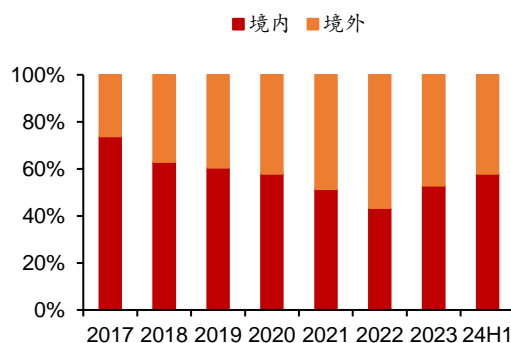
降、两轮车持续放量，叠加海外滑板车以及新培育业务需求高增，预计海内外业务占比逐步趋于均衡。

图 4：2017-2024H1 公司分业务收入情况（亿元）



资料来源：公司年报，上海证券研究所（注：21、22、23 年分业务收入口径略有差异）

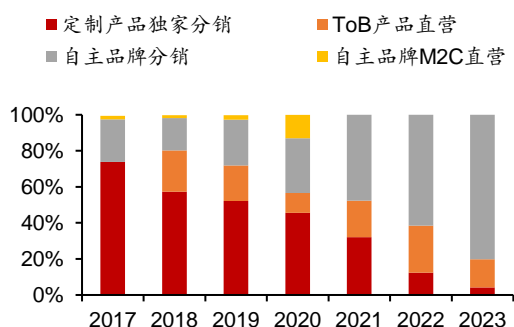
图 5：2017-2024H1 公司分地区收入占比



资料来源：ifind，上海证券研究所

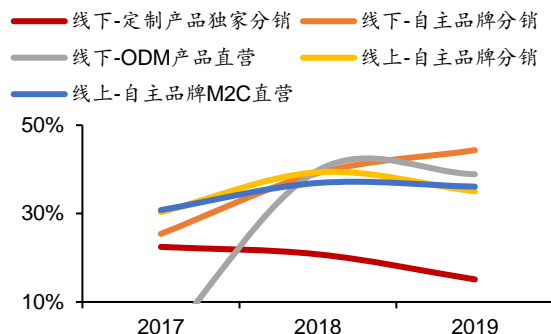
渠道调整接近尾声，自主品牌业务快速增长。公司有三类业务：定制产品分销、自主品牌销售、ToB 产品直营。公司定制产品分销主要包含小米零售滑板车和小米平衡车业务；自主品牌覆盖大部分品类，分为线上分销（淘宝、京东自营、苏宁易购、亚马逊等）和线下分销（KSR、Athena 等分销商）；ToB 产品直营以 ODM 产品直营模式展开，主要包括海外共享滑板车等。近年来，公司定制产品分销（小米）及 ToB 产品直营业务逐步减少，自主品牌业务快速增长。小米渠道在公司的营收占比从 2017 年的 74% 下滑至 2023 年的 4%，2023 年自主品牌实现营收 81.89 亿元，同比+31.36%。

图 6：公司自主品牌业务收入占比持续提升



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 7：公司分渠道毛利率情况



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

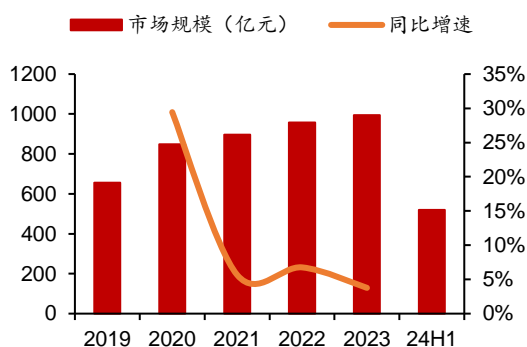
2 两轮车：卡位智能化、高端化赛道，新国标及国补刺激需求释放

2.1 国内市场：新国标+国补政策释放焕新需求，行业集中度持续提升

中度持续提升

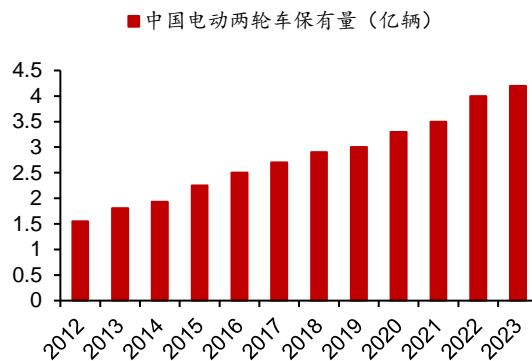
千亿级市场空间广阔，多重利好因素催化下，行业增长动力充足。中国是电动自行车生产销售第一大国，预计我国电动自行车市场规模将由 2023 年的 172 亿美元增长至 2028 年的 242 亿美元，CAGR₂₀₂₃₋₂₀₂₈ 为 7.07%。艾瑞咨询数据显示，2023 年我国电动两轮车销量约为 5500 万台，CAGR₂₀₁₉₋₂₀₂₃ 为 10.57%，中国销量全球占比达到 75%。我们认为尽管电动两轮车市场保有量较高，但伴随“新国标”的 8 个月过渡期结束（24 年 12 月 31 日新国标发布；25 年 9 月 1 日开始实施），叠加以旧换新政策催化、配送服务市场的增长、共享电动两轮车的发展以及出口趋势等催化因素，换车潮催化替换需求增长，智能两轮车的替换逐渐成为趋势。

图 8：2019-24H1 年中国电动自行车市场规模



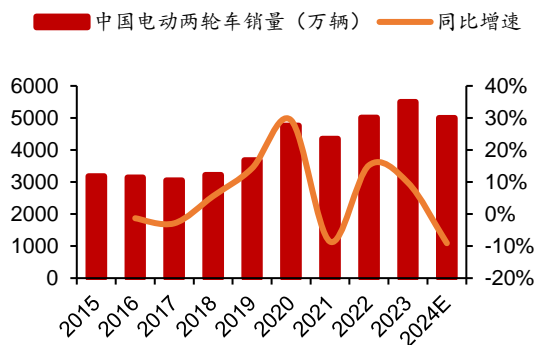
资料来源：观研天下，上海证券研究所

图 9：2012-2023 年中国电动两轮车保有量



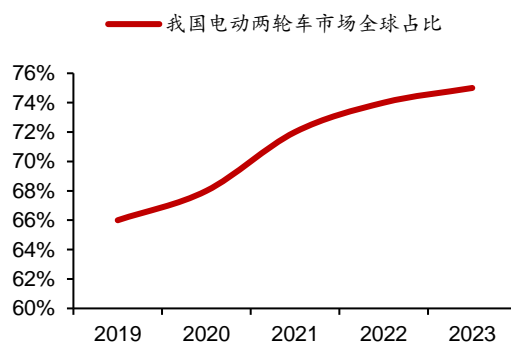
资料来源：营商年度报告，鲁大师，上海证券研究所

图 10：2015-2024E 中国电动两轮车销量及增速



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 11：2019-2023 年我国电动两轮车市场全球占比



资料来源：观研天下，上海证券研究所

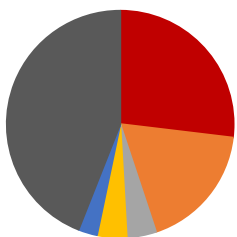
行业洗牌加速出清，竞争格局持续优化。2019 版电动自行车国标出台后，部分落后产能被淘汰，电动车行业加速洗牌，走向规范化，2022 年 CR3 市占率近 60%，Top3 厂商雅迪/爱玛/台铃市场份额提升至 26.9%/18%/14.7%。我们认为，短期看：24Q4 以旧

请务必阅读尾页重要声明

换新政策效应逐步释放，电动两轮车销售迎来小高峰；25 年政策扩围延续，消费者换购意愿有望增强。我们预计春节后逐渐进入返工工作、返校上学的时期，短途通勤需求提升，电动两轮车销售景气度有望延续。**中长期看：**新国标于 24 年 12 月 31 日发布，落实后有望推动不达标的老车换新；叠加以旧换新政策催化，预计两轮车替换需求将充分释放，加速行业洗牌加速出清、集中度向合规龙头提升。

图 12：2022 年国内电动两轮车行业集中度

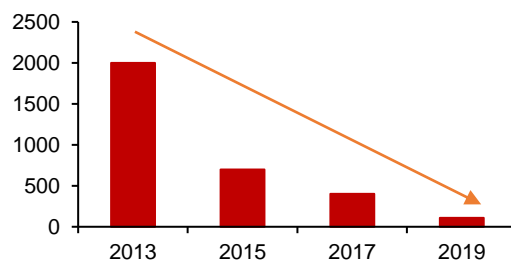
■ 雅迪 ■ 爱玛 ■ 新日 ■ 绿源 ■ 小牛 ■ 其他



资料来源：绿源招股书，上海证券研究所

图 13：中国电动两轮车企业数量持续减少

■ 企业数量（家）



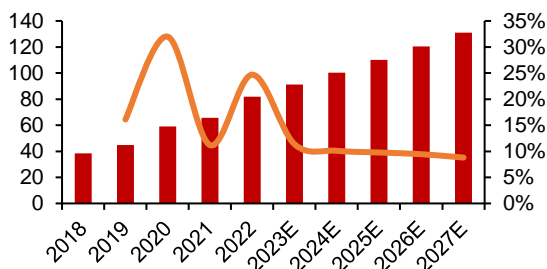
资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

2.2 海外市场：蓝海市场空间广阔，国内龙头加速布局

海外市场增长空间广阔，市场竞争较分散。据绿源招股书，预计 2024 年海外电动两轮车销量达 3080 万辆，其中欧洲/东盟/印度/美国销量达 1190/850/240/140 万辆，预计 CAGR₂₀₂₃₋₂₀₂₇ 为 19.4%/9.9%/46.8%/22.9%，而中国 CAGR₂₀₂₃₋₂₀₂₇ 为 4.6%。海外市场对两轮车的需求呈现多元化特征。欧美市场偏爱兼具代步与休闲功能的中高档电动摩托车和电助力自行车；而东南亚作为全球主要的摩托车市场之一，正处于电动化转型的初期阶段，市场潜力巨大。我们认为伴随原油价格波动、环境问题加剧以及东南亚各政府“油改电”政策等因素催化，长期来看东南亚市场电动摩托车替换空间广阔。

图 14：全球电动两轮车市场规模情况（销量口径）

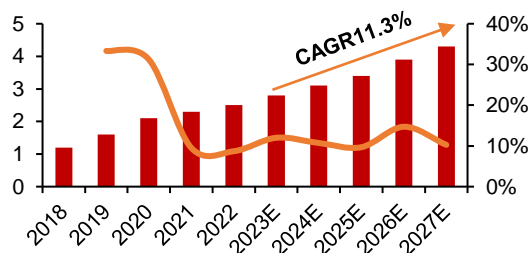
■ 全球电动两轮车的市场规模（百万辆）
— 同比增速



资料来源：绿源招股书，上海证券研究所

图 15：中国内地电动两轮车出口量及增速

■ 中国内地电动两轮车出口量（百万辆）
— 同比增速



资料来源：绿源招股书，上海证券研究所

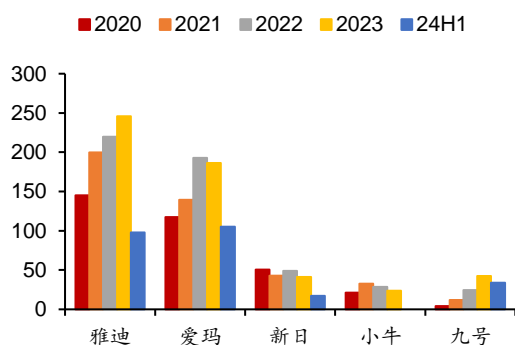
表 2：除中国内地外按地区划分的电动两轮车销量复合增长率情况

地区	2018-2022 年	2023E-2027E 年
印度	100.0%	46.8%
东盟	26.4%	9.9%
欧洲	29.8%	19.4%
美国	37.7%	22.9%
世界其他地区	80.1%	20.7%
总计	33.7%	20.5%

资料来源：沙利文，绿源招股书，上海证券研究所

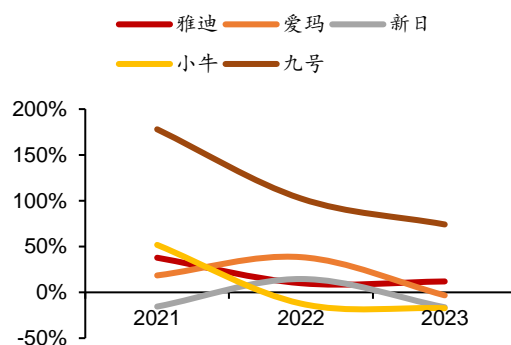
国产电动两轮车加速出海，寻求新增量。据艾瑞咨询，2023 年中国电动两轮车整车出口量为 1504.3 万辆，出口额为 320.5 亿元，主要出口市场以美国/荷兰/印尼/德国等为主，高速电摩和 E-bike 受海外市场欢迎。国产电动车龙头雅迪 2007 年率先开始布局海外市场，在越南、印尼等地建立研产基地和门店，实现全球研产销一体化；近年爱玛、小牛、台铃、九号也相继出海抢占市场，寻求新增量。

图 16：可比公司电动两轮车业务收入情况（亿元）



资料来源：ifind，各公司年报，上海证券研究所

图 17：可比公司电动两轮车业务收入增速



资料来源：ifind，各公司年报，上海证券研究所

2.3 公司：产品矩阵丰富，高端智能品牌形象深入人心

九号公司两轮车产品矩阵丰富。公司产品矩阵丰富，针对不同用户群体布局 A-F 以及 Q 等多个系列，从入门级休闲代步车到中高端豪华车型，价格阶梯化从千元到万元，实现中高端产品全覆盖；续航里程覆盖 35-200km，满足不同用户需求。2024 年公司多款重磅新品陆续发布，并于 9 月携新品参加中国摩博会，高配置、高性能等成为主打卖点。

高端化品牌形象深入人心，具备一定的品牌溢价。《2023 年中国两轮电动车行业白皮书》显示，7000 元以上价位的两轮电动车市场份额，九号公司份额达 51.7%。据艾瑞咨询数据，公司在 4000+ 元价格带的电动两轮车销量领跑。我们认为公司两轮车在性能、外观以及智能化系统方面表现优异，用户对价格接受度高，具备良好的品牌效应。

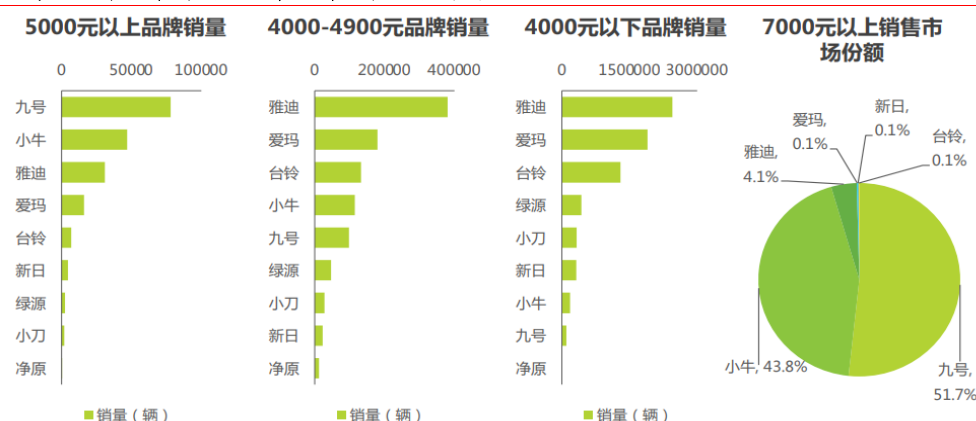
我们认为公司在高端化市场具备优势：1) 先发布局高端赛道，产品矩阵化成长，具备规模效应；2) 差异化、高端化品牌形象已树立；3) 作为龙头有望受益高端市场结构性增量，享受行业红利。

表 3：九号公司在售电动两轮车产品系列

产品系列	Q 系列	F 系列	N 系列	M 系列	E 系列	E 系列
产品名称	Q85c	F90M	N85C	M95C	E100	E300P MK2
产品图片						
天猫官旗价格 (元)	4599	5609	4499	5999	7999	28399
续航	65km 及以上	90km	65km 及以上	65km 及以上	55km(含)-65km(不含)	65km 及以上
整车质量	150kg	54kg	107kg	125kg	80kg	154kg
最高时速	50km/h(不含) -70km/h(含)	25km/h 及以下	50km/h(不含) -60km/h(含)	50km/h(不含) -70km/h(含)	50km/h(不含) -70km/h(含)	70km/h 以上(不含)
制动方式	前碟后鼓+能量制动回收系统(EABS)	前后碟刹	前碟后鼓	前后碟刹	前后碟刹	前后碟刹
电机种类	九号定制无刷电机 1200W	九号定制无刷电机	九号定制无刷电机 2200W	九号定制无刷电机 2600W	大功率直驱轮毂电机	Segway 定制无刷电机
电池	72V23Ah 铅酸电池	48V24Ah 锂电池	72V23Ah 铅酸电池	72V32Ah 铅酸电池	72V20Ah 锂电池	74V84Ah 锂电池
车架	轻量化碳素钢	轻量化碳素钢	轻量化碳素钢	轻量化碳素钢	自主设计高强度车架	高强度合金钢车架
智能 APP 操作	√	√	√	√	√	√
优势特点	RideyLONG 长续航系统 78km, 自定义光环设置不同色彩灯光, 730mm 座高适合女性。	L50 控制器, 鼯鼠控功能登录, RideyLONG 长续航系统 90km, 续航有效提升 20%+。	RideyGo2.0, 75km 续航, 580mm 超长坐垫。422mm 超长踏板。	RideyLONG 续航有效提升 25%+, 30L 座桶, 107km 续航, 五级可调后减震。	最高速度可达 58km/h, 光感智能 LED 大灯, 大尺寸碟刹, GPS、北斗、基站三重定位, 22L 座桶。	最高速度可达 135km/h, 标配原厂快充 0-80%最快仅需 2 小时, ABS 双通道防抱死, Maxxis P 速级半热熔轮胎, 34L 座桶, 支持听音乐、通话、导航等。

资料来源：九号公司天猫官旗，九号公司官网，上海证券研究所

图 18：九号电动车在中高端价位带品牌销售位居前列



资料来源：艾瑞咨询，鲁大师数据实验室（2023年2月），上海证券研究所

公司电动两轮车智能化、安全性领跑行业。相比普通电动两轮车，九号电动两轮车在智能化、安全性、个性化等方面都有着突出的表现。2023 年公司品牌整体化智能水平高于行业平均水平 75.8%，智能化水平保持领先。北斗/GPS/基站三重精准定位，车辆异动报警等优质性能，保障用户骑行安全与舒适性。公司持续更新“无钥匙解锁”的 RideyGo! 系统、推出全新电驱系统 MoleDrive、彩屏仪表操作系统 RideyFUN，垂直整合技术栈的九号自研系统 NineBOS，带给用户更优骑行体验。

表 4：九号电动两轮车部分智能技术功能

智能化成果	技术功能
Ridey Long 系统	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。
RideyGo! AIR	通过检测车身扶正动作和立正姿态，结合蓝牙感应解锁授权来实现自动开机。
HIAS 前灯技术	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的痛点，提高夜间骑行安全。
感应解锁 2.0	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。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 5：九号公司电动两轮车与可比公司主要产品对比

品牌型号	雅迪 G25	爱玛元宇宙 PRO	九号 N70C	小牛电动 F200
产品图片				
价格（元）	3099	2599	3799	3899
续航	30km(含)-40km(不含)	30km(含)-50km(不含)	55km(含)-65km(不含)	65km 以上
整车质量	55kg	54.8kg	94kg	55kg
最高时速	25km/h 及以下	25km/h 及以下	40km/h(含)-50km/h(不含)	-
电机功率	/	400W	/	400W
电池类型	48V12Ah 铅酸电池	48V16Ah 铅酸电池	60V20Ah 铅酸电池	48V20Ah 锂电池
车架	高碳钢	高碳钢	轻量化碳素钢	碳素钢
智能 APP 操作	×	√	√	√

资料来源：各品牌天猫官旗，九号公司官网，上海证券研究所

3 平衡车&滑板车：B 端业务调整完成，自主品牌助力增长恢复

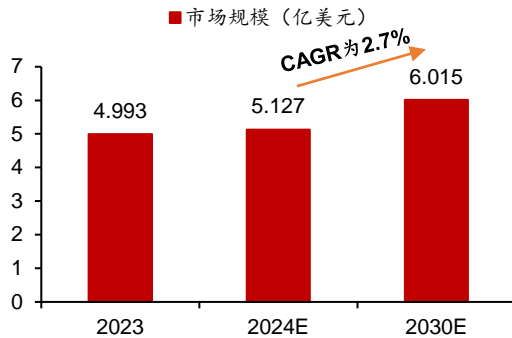
3.1 行业：欧美智能短交需求旺盛，国内静待路权开放

全球智能短交产品需求方兴未艾，优势凸显。智能短交通工具包括电动平衡车、电动滑板车等产品。近年短距离出行需求增加，根据美国全球家庭旅行调查结果表明，0-5 英里的短距离出行占美国出行需求的 60%。智能短交产品的高速与便携属性可较好匹配居民“最后一公里”的短途交通需求。

- 1) **电动平衡车**：主要适用范围为海外具备路权的国家地区，国内不具备路权。据 QYR 数据，2023 年全球平衡车市场销售额达 5.19 亿美元，预计 2030 年将达 6.62 亿美元，CAGR₂₀₂₄₋₂₀₃₀ 为 3.6%，市场集中度较低，头部品牌有九号旗下 Segway、阿尔郎等。
- 2) **电动滑板车**：我们预计共享经济加持以及伴随未来部分国家和地区路权放开，行业规模有望持续提升。据 QYR 预测，2023 年全球电动滑板车市场销售额 21.2 亿美元，预计 2030 年将达到 50.68 亿美元 CAGR₂₀₂₃₋₂₀₃₀ 为 13.3%。

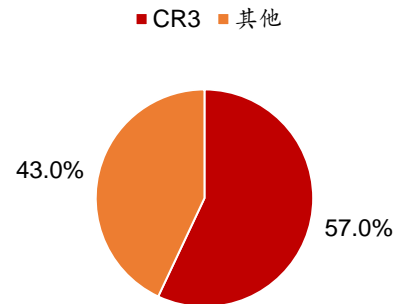
从竞争格局看，市场主要竞争者有九号公司、Razor、開心电子等。据欧睿调研数据，九号具备较强的综合影响力，2023 年其电动滑板车销售额位居全球第一。欧美、亚太地区已经逐步放开对电动滑板车路权限制，全球共享滑板车市场有望加速增长。国内目前尚未开放电动滑板车路权，但已出台电动滑板车的相关技术标准。我们认为伴随国内路权的释放，电动滑板车市场需求有望加速释放。

图 19：全球电动平衡车市场销售额预测



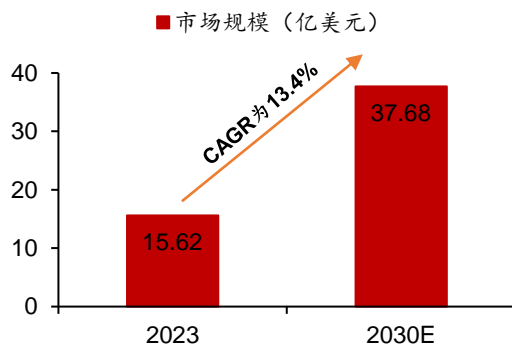
资料来源：QYR，上海证券研究所

图 20：2023 年电动平衡车品牌 CR3



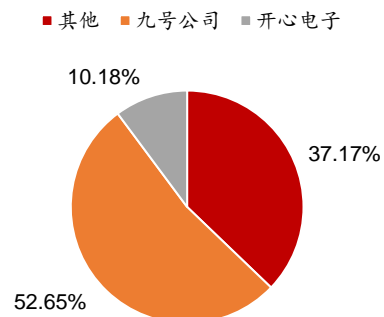
资料来源：QYR，上海证券研究所

图 21：全球电动滑板车市场规模及增速



资料来源：绿联产发，上海证券研究所

图 22：2020 年全球电动滑板车市场竞争格局

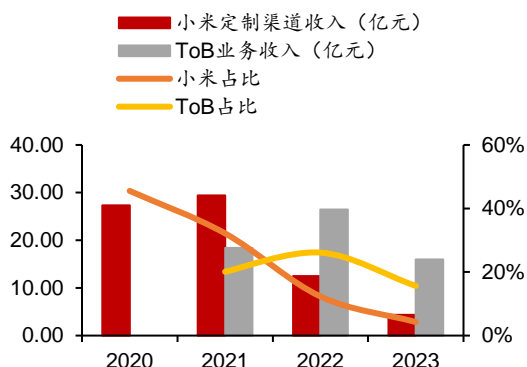


资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

3.2 公司：平衡车&滑板车起家，转型自主有望恢复增长

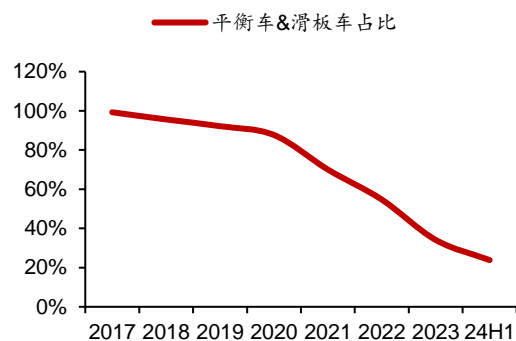
平衡车&滑板车为早期业务基本盘，渠道调整结束、自主品牌助力增长恢复。早期凭借与小米渠道的深度合作，公司平衡车&滑板车业务实现快速的规模扩张，定制产品分销（小米）及 ToB 产品直营业务占据主要份额。近年平衡车&滑板车业绩承压，公司通过渠道调整逐步“去小米化”、大力发展自主品牌（2015 年全资收购 Segway+ 推动 Ninebot 品牌发展）。其中，2023 年自主品牌滑板车实现收入 21.12 亿元，占比滑板车收入 87% 左右。

图 23：公司小米定制渠道及 ToB 业务收入情况



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 24：公司平衡车&滑板车占比持续下降



资料来源：ifind，公司年报，上海证券研究所

滑板车产品矩阵丰富，持续巩固行业龙头地位。旗下 Ninebot 九号专注科技创新、年轻潮酷；Segway 赛格威则主张极致性能、专业探索，满足不同人群的需求。公司积极拓展产品种类，推出儿童电动滑板车系列以及女性电动滑板车系列，持续迭代升级产品，全面升级和完善了在儿童娱乐、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。截至 2024 年 6 月 30 日，公司电动平衡车/滑板车累计出货量超 400 万台/超 1300 万台，服务上百家全球共享微出行运营商。

表 6：公司电动平衡车&滑板车产品矩阵丰富

产品矩阵	产品型号	产品图片	最高速度	续航里程	特点
米家产品系	小米米家电动滑板车		25km/h	30km	通风式碟刹和 E-ABS 防抱死双重刹车系统；与手机 App 互联。
	小米米家电动滑板车 Pro		25km/h	45km	
九号产品系	九号电动滑板车 Air T15		20km/h	12km	一键折叠，重 10.5kg
	九号儿童电动滑板车		14km/h (E8) ; 16km/h (E10)	10km	专为儿童设计、折叠容易，重 8-8.5kg

九号电动滑板车 MAX G30			30km/h	65km	搭载机械鼓刹和 E-ABS 防抱死双重刹车系统
赛格威产品系	赛格威 MAX G2		35km/h	50km	前鼓刹+后电刹，汽车级 TCS 防滑技术，BMS 智能电池管理系统。

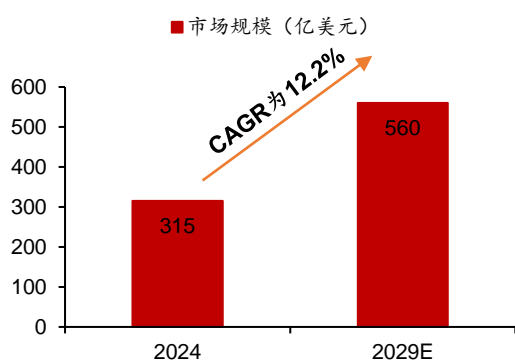
资料来源：公司招股书，公司官网，苏宁易购官方旗舰店，上海证券研究所

4 机器人：智能化趋势显著，蓝海市场前景广阔

4.1 割草机器人：欧美为主要消费市场，持续走向智能化

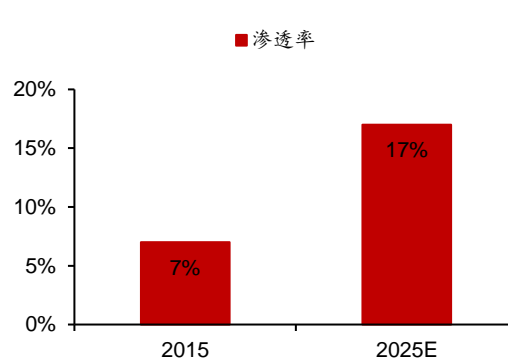
割草机器人市场在人口老龄化、生活方式改变和环保意识增强等因素的驱动下，呈现出快速发展的态势。据 QYR 预测，2023 年全球自动机器人割草机市场规模约为 6.43 亿美元，预计 2030 年达 13.39 亿美元，CAGR₂₀₂₄₋₂₀₃₀ 为 11.4%。据 Statista 数据，全球约有 2.5 亿个庭院花园，77% 的欧美家庭会固定进行庭院活动，一般家庭平均每月要修整草坪 2-3 次。欧美渗透率有差异，美国市场渗透率低仍待开拓。目前欧洲西北部的家用割草机器人渗透率最高，已达到 50%-60%，Statista 预测欧洲市场 CAGR₂₀₂₂₋₂₀₃₂ 可达 10.3%；英国及美国的渗透率仍在 5% 及以下，我们预计随着劳动力成本提升、人口老龄化以及自动化技术不断成熟，英美以及亚太等国家和地区渗透率有望逐步提升。

图 25：全球割草机器人市场规模



资料来源：贝哲斯咨询，上海证券研究所

图 26：全球割草机渗透率持续提升



资料来源：观研天下，上海证券研究所

竞争格局高度集中，富世华+宝时得市场份额占九成。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，且每年的出货量约 1150 万台。相比传统的割草机，割草机器人具有效率高、自动化、智能化等优点，还能降低维护成本，已经成为割草机行业主要发展方向。中国企业入局时间相对较晚，但通过持续的专

业创新和技术突破，大幅提高产品竞争力。如利用 RTK（实时差分定位）和视觉技术，可以实现厘米级户外定位，从而无需预埋边线，在节省大量安装时间与成本的同时，可以通过智能算法，规划最优割草路径。

表 7：主要割草机器人厂商情况对比

厂商	国家	成立时间	主要使用技术
Husqvarna 富士华	瑞典	1689 年	第一代 RTK
John Deere	美国	1837 年	埋线式
Segway 九号公司	中国	2012 年	第二代 RTK+视觉融合
Worx 宝时得	中国	1994 年	纯视觉
mammotion 松灵	中国	2016 年	第二代 RTK+视觉融合

资料来源：大数跨境，上海证券研究所

底层智能技术积累产品优势，有望解决传统产品痛点。2021 年，公司推出全球率先实现商业落地的无边界割草机器人品牌 Navimow，全球首家用户激活量达 3 万+，采用 EFLS 融合定位系统，将卫星定位与多重内置传感器相结合，实现了厘米级的户外定位精度，无需预埋边线，推进行业智能化发展。2023 年公司割草机器人销量 3.68 万台，收入 2.24 亿元；24Q1-3 割草机器人业务实现营收 5.95 亿元，同比增长 379.28%，保持高速增长势头。近期公司在 CES2025 上推出全新一代智能割草机器人 Navimow X3 系列，极大提升了整体性能，割草面积与充电时间的比率可达行业平均水准的 2 倍，能够实现最高 10000 平米的花园可覆盖面积，产品竞争力持续提升。

表 8：主要割草机器人产品性能对比

品牌	图例	产品型号	售价	导航方式	最大修剪面积	噪音
Segway		Navimow i105N	\$999 起	RTK+Vision	1/4 Acre	58dB (A)
Husqvarna		Automower 115H 4G	\$572 起	/	0.4 Acre	/
		Automower 430XH	\$2350 起	/	0.8 Acre	/
Mammotion		YUKA 1500	\$1899 起	RTK+3D Vision	0.37 Acre	/

资料来源：亚马逊官网，上海证券研究所

4.2 其他服务机器人：配送机器人

处于蓝海市场，需求具备确定性。据中商产业研究院数据，2023 年全球服务机器人市场规模约为 250 亿美元，同比+15.21%；预计 2024 年增至 290 亿美元。随着人口老龄化的加剧和劳动力成本的上升，智能服务机器人的市场需求持续增长，行业发展前景

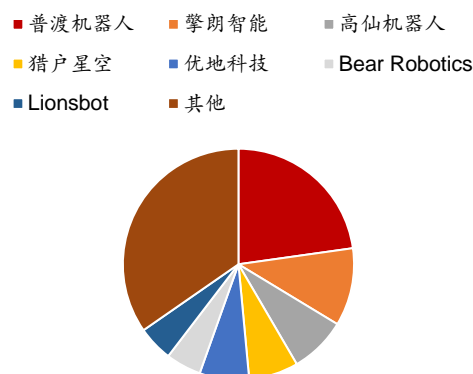
广阔。中国在全球市场中处于重要地位，2023 年中国商用服务机器人企业总收入占全球一半以上，全球商用服务机器人市场份额排名前五的厂商均为中国企业。

图 27：商用服务机器人拓展到更多的应用场景



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

图 28：2023 年全球商用服务机器人市场份额（按收入）



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

公司业务逐步扩展，产品线持续扩充。2018 年推出第一款路萌机器人；2019 年公司正式进入终端配送机器人领域；2020 年推出了九号方糖机器人，正式在室内配送领域实现商业化落地。2022 年又推出飞碟送物机器人和饱饱送餐机器人，应用领域不断拓展和产品性能持续提升。旗下配送机器人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、亚朵等头部酒店集团达成深度合作，累计配送上亿次。

5 全地形车：国际龙头占据主导，九号制造进军海外市场

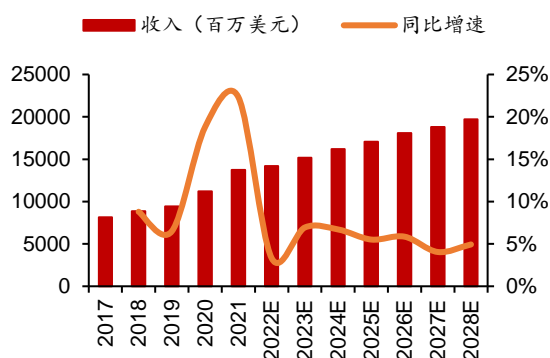
5.1 行业：欧美市场需求稳健，国际龙头具有先发优势

欧美地区为全地形车主流市场，国内市场具备增长潜力。全地形车在欧美等市场的日益流行和发展，根据功能性和特征性分为跨骑式 ATV 和并排式（Side by Side）UTV、SSV。近年来 ATV 产品需求逐渐减少，人们对更舒适、更安全座乘（UTV、SSV）的需求不断增加。据贝哲斯咨询，2023 年全球全地形车（ATV）和多功能任务车（UTV）市场规模为 149.7 亿美元，CAGR₂₀₂₃₋₂₀₂₈ 为 8.3%。

终端消费以欧美市场为主，市场高度集中，头部企业为欧美老牌厂商。全球全地形车主要产量仍集中在北美，分厂商看，北

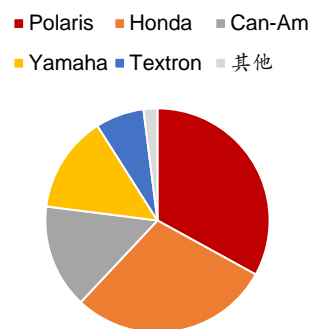
极星、北极猫、庞巴迪、约翰迪尔等厂商生产的全地形车占全球产能的比例较高，而中国厂商生产的全地形车占比低。全地形车市场主要集中在欧美等发达国家，而国内全地形车行业起步较晚，仍处于发展初期，规模较小，产量以出口为主。我们认为国内企业有望通过 1) 性价比&成本优势；2) 培育自有品牌；3) 电动/混动、智能化等优势，逐步打开海外市场。

图 29：2017-2028E 全球全地形车市场收入及增速



资料来源：QYResearch，上海证券研究所

图 30：2020 年海外全地形车市场竞争格局



资料来源：Statista，华经产业研究院，上海证券研究所

5.2 公司：九号制造走向海外，新品助力市场份额提升

新兴业务见成效，技术储备与品牌赋能成长。2021 年公司全地形车产品正式投入市场，凭借外观、性能、多场景覆盖等优势，迅速获得用户和经销商认可，并实现销量 2 万台，销售规模 5.60 亿元，推动整体营收增长。2023 年，公司旗下 Segway 推出了全球首款混动全地形车 Super Villain SX20T Hybrid，实现创新突破。截至 24H1，公司全地形车产品已涵盖 ATV-Snarler、UTV-Fugleman 及 SSV-Villain 三大系列，实现收入 5.07 亿元，同比 +78.5%；实现销量 1.21 万辆，同比 +60.1%。我们认为伴随公司全球布局的持续深入，全地形车产品有望快速放量，贡献业绩增量。

图 31：近年公司全地形车新品矩阵



资料来源：公司年报，公司 2024 年半年报，上海证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

请务必阅读尾页重要声明

1) 电动两轮车：新国标 24 年底发布、25 年有望落地，推动存量市场中不达标老车换新，叠加以旧换新政策催化，两轮车替换需求有望得到充分释放。九号公司在高端智能电动车行业处于领先地位，并持续进行新品迭代，门店扩张、营销推广加速，我们预计 2024-2026 年实现收入 76.06/111.17/144.44 亿元，分别同比增长 70.05%/46.16%/29.92%；伴随产品价格带逐步丰富，规模效应逐步显现，毛利率有望持续提升，分别为 23.23%/24.63%/25.53%。

2) 平衡车&滑板车：从外部看，电动滑板车国内路权有望释放，市场需求有望加速增长；从公司内部看，“去小米化”、渠道调整逐步取得成效，自主品牌不断发展，推动平衡车&滑板车业务收入恢复增长，我们预计 2024-2026 年实现收入 37.04/38.31/40.19 亿元，分别同比增长 6.21%/3.43%/4.90%；毛利率分别为 32.95%/33.80%/34.40%。

3) 机器人：包括割草机器人（2023 年占比机器人业务收入 80%+）和配送机器人，具备较高的产品竞争力。我们预计自身优势叠加外部利好因素，市占率有望持续提升，2024-2026 年实现收入 4.91/7.85/9.88 亿元，分别同比增长 94.61%/59.79%/25.87%；伴随产品技术成熟、规模化效应显现，毛利率有望持续提升，分别为 57.11%/58.61%/59.61%。

4) 其他产品：收入主要来源于全地形车与其他配件及服务，我们预计 2024-2026 年实现收入 23.70/27.46/31.28 亿元，分别同比增长 17.95%/15.88%/13.90%；毛利率分别为 37.23%/37.18%/37.17%；其中全地形车业务有望实现收入增速 40.39%/31.30%/26.25%。

表 9：公司营业收入与毛利率预测（单位：百万元，%）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6002.74	9146.05	10124.32	10222.08	14171.34	18479.24	22577.78
营收 YOY	30.09%	52.36%	10.70%	0.97%	38.63%	30.40%	22.18%
营业成本	4340.55	7021.79	7494.57	7472.44	10021.00	12964.81	15755.99
毛利	1662.19	2124.27	2629.75	2749.64	4150.34	5514.43	6821.79
毛利率	27.69%	23.23%	25.97%	26.90%	29.29%	29.84%	30.21%
归母净利润	73.47	410.60	451.31	597.99	1087.76	1731.96	2452.64
净利润 YOY	—	458.84%	9.91%	32.50%	81.90%	59.22%	41.61%
1) 电动两轮车							
营收	432.06	1334.35	2663.10	4473.11	7606.38	11117.49	14443.85
YOY		208.84%	99.58%	67.97%	70.05%	46.16%	29.92%
毛利率	18.26%	11.19%	16.16%	18.72%	23.23%	24.63%	25.53%
2) 平衡车&滑板车							
营收	5262.31	6405.47	5536.90	3487.63	3704.22	3831.09	4018.62
YOY		21.72%	-13.56%	-37.01%	6.21%	3.43%	4.90%
毛利率	27.12%	25.09%	29.44%	29.45%	32.95%	33.80%	34.40%
3) 机器人							
营收	7.75	21.29	120.66	252.33	491.06	784.69	987.73
YOY		174.74%	466.72%	109.13%	94.61%	59.79%	25.87%
毛利率	38.42%	36.19%	49.07%	53.11%	57.11%	58.61%	59.61%
4) 其他产品							
营收	300.62	1384.95	1803.66	2009.01	2369.68	2745.97	3127.59
YOY		360.69%	30.23%	11.39%	17.95%	15.88%	13.90%
毛利率	50.87%	26.00%	28.30%	37.40%	37.23%	37.18%	37.17%
其中：全地形车							
营收		559.87	586.84	698.24	980.26	1287.08	1624.93
YOY			4.82%	18.98%	40.39%	31.30%	26.25%
毛利率				24.64%	26.64%	28.44%	29.94%
其他							
营收		825.07	1216.83	1310.77	1389.42	1458.89	1502.66
YOY			47.48%	7.72%	6.00%	5.00%	3.00%
毛利率				44.20%	44.70%	44.90%	45.00%

资料来源：ifind，上海证券研究所

6.2 投资建议

作为全球智能短交通龙头，公司积累多年技术研发优势构筑产品竞争壁垒，拥有丰富的产品矩阵。传统主业平衡车&滑板车业务稳健发展，两轮车迎政策刺激需求增长，全地形车、机器人等新业务培育放量，具备长期增长动力。我们预计 2024-2026 年营收实现 141.71/184.79/225.78 亿元，分别同比增长

38.63%/30.40%/22.18%；预计归母净利润实现 10.88/17.32/24.53 亿元，分别同比增长 81.90%/59.22%/41.61%；预计 EPS 为 15.16/24.15/34.19 元，对应 PE 为 39/24/17 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值对照表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄)				市盈率 PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
爱玛科技	361.06	41.90	2.18	2.32	2.77	3.33	11.47	17.80	14.91	12.44
新日股份	24.23	10.53	0.38	0.37	0.46	0.56	32.72	27.68	22.04	18.27
雅迪控股	392.81	13.68	0.86	0.53	0.90	1.11	14.52	24.07	14.21	11.56
石头科技	433.73	234.80	11.10	10.76	13.10	15.51	18.14	21.90	17.99	15.19
科沃斯	335.28	58.28	1.06	1.10	1.81	1.83	39.03	53.22	32.25	31.80
平均	309.42	71.84	3.12	3.02	3.81	4.47	23.18	28.93	20.28	17.85
九号公司	423.92	59.10	8.34	15.16	24.15	34.19	70.89	38.97	24.48	17.28

资料来源：ifind，上海证券研究所（收盘时间：2025 年 3 月 5 日；除九号公司来自估值模型，其他可比公司均来自 iFinD 一致预测）

7 风险提示：

（1）需求不及预期风险：以旧换新等补贴可能对产品销售增长提振效果不显著，导致公司产品销售增长不及预期。

（2）新品销售不及预期风险：短交行业竞争激烈，若公司产品推新的速度和时机没有把握好，可能会导致公司业绩增长不及预期。

（4）汇率波动风险：公司出口业务主要以美元等外币结算，汇率波动可能对公司毛利率和汇兑损益产生影响。

（5）监管政策风险：部分国家和地区对于平衡车、滑板车上路有相关规定，如若未来部分国家或地区的监管政策进一步收紧，可能影响公司产品销售。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4974	4822	6330	8666
应收票据及应收账款	995	1411	1933	2269
存货	1108	1335	2036	2297
其他流动资产	629	569	675	818
流动资产合计	7706	8136	10974	14050
长期股权投资	0	9	7	10
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1071	1309	1442	1562
在建工程	143	172	190	218
无形资产	847	1045	1271	1501
其他非流动资产	1083	1327	1442	1519
非流动资产合计	3143	3862	4352	4811
资产总计	10850	11998	15326	18862
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3669	3854	5454	6808
合同负债	482	720	887	1099
其他流动负债	996	1110	1480	1794
流动负债合计	5147	5683	7821	9700
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	12	24	9
其他非流动负债	169	175	190	207
非流动负债合计	169	187	214	216
负债合计	5316	5871	8035	9916
股本	0	0	0	0
资本公积	7866	7989	7989	7989
留存收益	-2018	-1280	-127	1505
归属母公司股东权益	5457	6023	7176	8808
少数股东权益	77	104	115	137
股东权益合计	5534	6128	7290	8946
负债和股东权益合计	10850	11998	15326	18862

现金流量表（单位：百万元）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	2319	979	2815	3811
净利润	596	1115	1742	2475
折旧摊销	225	158	290	288
营运资金变动	1518	-249	883	1228
其他	-21	-46	-100	-181
投资活动现金流量	-454	-661	-753	-654
资本支出	-809	-631	-591	-577
投资变动	339	-57	-198	-158
其他	16	27	36	80
筹资活动现金流量	-147	-484	-554	-820
债权融资	0	1	27	2
股权融资	73	125	0	0
其他	-220	-610	-580	-822
现金净流量	1741	-152	1508	2336

利润表（单位：百万元）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10222	14171	18479	22578
营业成本	7472	10021	12965	15756
营业税金及附加	57	79	95	123
销售费用	1023	1184	1571	1784
管理费用	676	850	1100	1276
研发费用	616	836	1044	1242
财务费用	-136	-49	-45	-75
资产减值损失	-104	-100	-24	-12
投资收益	-42	78	46	90
公允价值变动损益	148	0	0	0
营业利润	564	1303	1866	2660
营业外收支净额	77	-21	70	90
利润总额	641	1282	1936	2750
所得税	45	167	194	275
净利润	596	1115	1742	2475
少数股东损益	-2	27	10	23
归属母公司股东净利润	598	1088	1732	2453

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	26.9%	29.3%	29.8%	30.2%
净利率	5.9%	7.7%	9.4%	10.9%
净资产收益率	11.0%	18.1%	24.1%	27.8%
资产回报率	5.9%	9.8%	12.8%	14.5%
投资回报率	8.3%	17.3%	23.0%	26.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.0%	38.6%	30.4%	22.2%
EBIT 增长率	-22.1%	146.5%	53.3%	41.5%
归母净利润增长率	32.5%	81.9%	59.2%	41.6%
每股指标（元）				
每股收益	8.34	15.16	24.15	34.19
每股净资产	76.07	83.97	100.04	122.80
每股经营现金流	32.34	13.64	39.24	53.12
每股股利	2.84	5.07	8.07	11.43
营运能力指标				
总资产周转率	1.01	1.24	1.35	1.32
应收账款周转率	9.53	11.92	11.20	10.89
存货周转率	5.11	8.20	7.69	7.27
偿债能力指标				
资产负债率	49.0%	48.9%	52.4%	52.6%
流动比率	1.50	1.43	1.40	1.45
速动比率	1.22	1.13	1.09	1.17
估值指标				
P/E	70.89	38.97	24.48	17.28
P/B	7.77	7.04	5.91	4.81
EV/EBITDA	-3.81	-0.37	-0.91	-1.46

资料来源：Ifind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。