

汽车

收盘价

人民币 57.70

目标价

人民币 67.73个

潜在涨幅

+17.4%

2025 年 4 月 15 日

九号公司 (689009 CH)

两轮车和机器人业务表现亮眼，高分红彰显发展信心；维持买入

2024 年九号公司收入 142.0 亿元，同比增 38.9%；归母净利润 10.8 亿元，同比增 81.3%，基本符合业绩预告。渠道优化和新国标落地后，我们预计公司两轮车的市场份额有望进一步提升。我们看好公司的产品力，机器人和全地形车有望驱动公司长期成长，维持买入评级。

④ **电动两轮车销售显韧性，割草机器人和全地形车放量显著。**2024 年九号公司收入 142.0 亿元（人民币，下同），同比增 38.9%。电动两轮车：尽管 2024 年两轮车行业处于新旧国标切换期，但公司电动两轮车业务维持韧性，收入 72.1 亿元（同比增 70%）；销量 260 万台（同比增 77%），对应 ASP 2775 元，维持在行业高水平。随着新品推出，我们预计均价有望企稳回升。公司积极开设门店，截至 2025 年 2 月，在中国内地的电动两轮车专卖门店超 7600 家（vs. 2024 年 3 月 5000 家）。割草机器人和全地形车：2024 年公司发布智能割草机器人 X3 系列，有望进一步提升产品竞争力，割草机器人全年收入大幅增至 8.61 亿元（vs. 2023 年 2.24 亿元）；全地形车销量 2.4 万辆（同比增 34%），收入 9.76 亿元（同比增 40%）。

④ **规模效应提升盈利能力，高分红彰显公司发展信心。**2024 年公司整体毛利率同比提升 3.0 个百分点 28.2%，我们认为主要得益于规模效应下两轮车等业务毛利率提升。费用端，2024 年公司期间费用率为 19.5%，同比下降 1.4 个百分点。其中销售/管理/研发同比分别-0.5/-0.7/-0.2 个百分点。综合影响下公司归母净利率同比提升 1.7 个百分点至 7.6%。2024 年公司拟派发现金红利 8.0 亿元，叠加股份回购金额 3.0 亿元，合计 11 亿元，占全年归母净利润的 101.5%，彰显公司对未来发展的信心。

④ **维持买入评级，上调目标价。**公司产品矩阵丰富并持续推出新品，全地形车和割草机器人快速放量，两轮车业务维持强劲韧性，我们预计渠道优化和新国标落地后，公司市场份额有望提升。随着规模效应、产品结构升级，及费用率下降，我们认为公司盈利能力有进一步提升空间，因此上调公司 2025-26 年归母净利润 4%-6%至 16.1 亿/22.3 亿元，并引入 2027 年收入和净利润预测 265.6 亿/27.6 亿元。基于 SOTP 估值法，我们上调目标价至人民币 67.73 元（原为 53.74 元），对应 33 倍 2025 年市盈率。

盈利预测变动

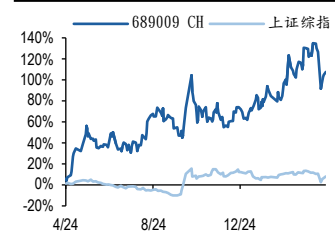
(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	18,873	18,890	0%	23,147	22,971	1%	26,556	-	-
毛利润	5,348	5,352	0%	6,765	6,702	1%	7,895	-	-
毛利率	28.3%	28.3%	0.0ppt	29.2%	29.2%	0.0ppt	29.7%	-	-
归母净利润	1,607	1,520	6%	2,227	2,133	4%	2,763	-	-

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	65.30
52周低位 (人民币)	28.86
市值 (百万人民币)	41,223.64
日均成交量 (百万)	6.36
年初至今变化 (%)	21.47
200天平均价 (人民币)	51.53

资料来源：FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

图表 1: 九号公司 SOTP 估值

		收入/净利润 (人民币百万元)	估值方法	估值倍数	对应市值 (人民币百万元)
平衡车及滑板车	2025 年净利润	523	市盈率(P/E)	20	10,462
电动两轮车	2025 年净利润	595	市盈率(P/E)	20	11,898
机器人	2025 年收入	1491	市销率(P/S)	15	22,370
其他业务	2025 年净利润	255	市盈率(P/E)	15	3,832
合计					48,563
股数 (百万)					717
每股股价 (人民币元)					67.73

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 九号公司 (689009 CH) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	57.70	67.73	17.4%	2025 年 04 月 14 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	14.88	19.84	33.3%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.99	7.16	2.4%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	18.76	26.45	41.0%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.38	20.50	33.3%	2025 年 03 月 28 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	376.00	503.25	33.8%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	27.85	48.96	75.8%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	16.54	22.50	36.0%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	81.10	134.69	66.1%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	12.26	17.36	41.6%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	92.80	93.62	0.9%	2025 年 03 月 17 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.92	3.34	14.4%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 4 月 14 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,222	14,196	18,873	23,147	26,556
主营业务成本	(7,649)	(10,188)	(13,524)	(16,382)	(18,661)
毛利	2,573	4,008	5,348	6,765	7,895
销售及管理费用	(847)	(1,101)	(1,415)	(1,713)	(1,912)
研发费用	(1,292)	(1,663)	(2,095)	(2,477)	(2,709)
其他经营净收入/费用	129	84	57	47	39
经营利润	564	1,329	1,895	2,622	3,314
财务成本净额	(136)	(109)	(145)	(177)	(204)
其他非经营净收入/费用	213	99	135	168	131
税前利润	641	1,319	1,885	2,612	3,241
税费	(45)	(234)	(283)	(392)	(486)
非控股权益	2	(1)	5	7	8
净利润	598	1,084	1,607	2,227	2,763
作每股收益计算的净利润	598	1,084	1,607	2,227	2,763

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4,245	6,136	7,547	8,647	9,887
应收账款及票据	995	1,096	1,484	1,883	2,160
存货	1,108	1,839	2,479	3,092	3,522
其他流动资产	1,357	3,330	3,310	3,379	3,414
总流动资产	7,706	12,401	14,819	17,002	18,983
物业、厂房及设备	1,071	1,184	1,481	1,756	2,065
其他有形资产	188	398	363	332	303
无形资产	983	1,032	1,077	1,124	1,173
其他长期资产	902	663	709	768	819
总长期资产	3,143	3,277	3,630	3,979	4,361
总资产	10,850	15,678	18,449	20,982	23,344
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	4,526	7,464	9,836	11,793	13,441
其他短期负债	621	1,664	1,648	1,648	1,648
总流动负债	5,147	9,128	11,484	13,440	15,089
长期贷款	20	17	17	17	17
长期应付账款	0	5	5	5	5
其他长期负债	149	299	299	299	299
总长期负债	169	316	316	316	316
总负债	5,316	9,443	11,799	13,756	15,404
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	5,457	6,156	6,577	7,159	7,881
股东权益	5,457	6,156	6,577	7,159	7,882
非控股权益	77	78	73	67	58
总权益	5,534	6,234	6,650	7,226	7,940

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	596	1,085	1,603	2,220	2,755
折旧及摊销	115	133	152	169	177
营运资本变动	1,451	2,067	1,190	753	780
其他经营活动现金流	158	147	0	0	0
经营活动现金流	2,319	3,432	2,944	3,142	3,711
资本开支	(827)	(546)	(346)	(397)	(432)
投资活动	339	(1,947)	0	0	0
其他投资活动现金流	33	360	0	0	0
投资活动现金流	(454)	(2,133)	(346)	(397)	(432)
负债净变动	0	1,168	0	0	0
股息	(200)	(200)	(1,187)	(1,645)	(2,040)
其他融资活动现金流	(147)	(313)	0	0	0
融资活动现金流	(347)	655	(1,187)	(1,645)	(2,040)
汇率收益/损失	23	15	0	0	0
年初现金	2,704	4,245	6,136	7,547	8,647
年末现金	4,245	6,136	7,547	8,647	9,887

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.753	1.366	2.025	2.806	3.481
全面摊薄每股收益	0.753	1.366	2.025	2.806	3.481
每股股息	2.072	2.571	3.083	3.231	3.353
每股账面值	6.875	7.757	8.287	9.020	9.931
利润率分析(%)					
毛利率	25.2	28.2	28.3	29.2	29.7
EBIT利润率	4.4	8.1	9.2	10.6	11.6
净利率	5.9	7.6	8.5	9.6	10.4
盈利能力(%)					
ROA	11.3	12.5	13.7	13.4	13.1
ROE	32.4	36.7	39.9	37.7	35.6
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。