

汽车

收盘价

人民币 63.38

目标价

人民币 73.29个

潜在涨幅

+15.6%

2025 年 4 月 30 日

九号公司 (689009 CH)

1 季度两轮车增速强劲，盈利能力同比显著提升；维持买入

2025 年 1 季度九号公司收入和归母净利润 51.1 亿/4.6 亿元，同比+99.5%/+236%。公司即将发布使用全新设计语言之女性两轮车产品，随着新品导入和门店扩张，我们预计公司两轮车市场份额有望进一步提升。我们看好公司的产品力，2 季度进入销售旺季，我们认为公司两轮车和割草机销售均有望维持强劲增势，规模效应下盈利能力仍有提升空间，维持买入评级。

④ **两轮车和滑板车销量增速强劲。**2025 年 1 季度，九号公司收入 51.1 亿元（人民币，下同），同比+99.5%，其中：两轮车收入 28.62 亿元（同比+141%），销量同比+141%至 100.3 万台（2024 年 2/3 季度销售旺季：78 万/94 万台），期内 ASP 2,851 元，维持在较高水平；自主品牌零售滑板车收入 3.95 亿元（同比+30%），销量 20.67 万台（同比+36%），ASP 1,911 元（同比-4%）。全地形车收入 2.15 亿元（同比持平），销量 4822 台（同比-12%），ASP 44,587 元（同比+14%）。

④ **规模效应+控费，盈利能力显著提升。**1 季度公司整体毛利率 29.7%，同比+0.4 个百分点（同口径下），我们预计两轮车毛利率在规模效应下提升更为显著。期内费用率下滑显著，销售/管理/研发/财务费率分别同比-1.3/-2.0/-1.5/-0.7 个百分点，综合作用下，期内归母净利润 4.6 亿元，同比+236%，归母净利率同比提升 3.6 个百分点至 8.9%。

④ **两轮车新品于 5 月发布，割草机销售有望维持高增态势。**5 月公司将发布三款 Q 系列及多款女性两轮电动车新品，同时丰富 M 系列车型，新品导入后我们预计公司两轮车女性用户占比得到提升。割草机方面，受到美国贸易不确定性影响，预计割草机在欧洲的竞争将加剧，但公司持续加强欧洲线下渠道扩张，年内目标门店数翻倍，有望维持其先发优势。2 季度进入销售旺季，我们认为公司两轮车和割草机销售均有望维持强劲增势。

④ **上调收入预测和目标价，维持买入。**1 季度公司两轮车和滑板车收入增速强劲，随着新品导入和渠道优化后店效提升，叠加以旧换新的拉动，我们预计公司两轮车全年销量有望超年初预期，上调 2025-27 年收入预测 1%至 190.2 亿/233.4 亿/267.7 亿元。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，上调公司 2025-27 年归母净利润 1%-6%至 17.1 亿/22.4 亿/27.9 亿元。基于 SOTP 估值法，我们上调目标价至 73.29 元（原为 67.73 元），维持买入评级。

盈利预测变动

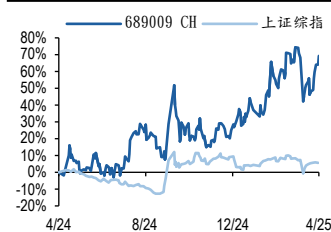
	2025E			2026E			2027E		
(人民币百万)	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	19,017	18,873	1%	23,335	23,147	1%	26,772	26,556	1%
毛利润	5,438	5,348	2%	6,814	6,765	1%	7,971	7,895	1%
毛利率	28.6%	28.3%	0.3ppt	29.2%	29.2%	0.0ppt	29.8%	29.7%	0.05ppt
归母净利润	1,709	1,607	6%	2,240	2,227	1%	2,794	2,763	1%

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)	36.32
市值 (百万人民币)	45,281.70
日均成交量 (百万)	5.36
年初至今变化 (%)	33.43
200天平均价 (人民币)	52.16

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	603	市盈率(P/E)	20	12,057
机器人	2025 年收入	1491	市销率(P/S)	17	24,607
其他业务	2025 年净利润	271	市盈率(P/E)	20	5,425
合计					52,551
股数 (百万)					717
每股股价 (人民币元)					73.29

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



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	63.38	73.29	15.6%	2025 年 04 月 30 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	13.92	19.84	42.5%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	7.00	7.16	2.3%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	18.74	26.45	41.1%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.08	20.50	35.9%	2025 年 03 月 28 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	371.40	503.25	35.5%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	33.15	48.96	47.7%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	16.46	22.50	36.7%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	73.60	134.69	83.0%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	11.40	17.36	52.3%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	94.25	93.62	-0.7%	2025 年 03 月 17 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.71	3.34	23.2%	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 29 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	19,017	23,335	26,772
主营业务成本	(7,649)	(10,188)	(13,579)	(16,521)	(18,800)
毛利	2,573	4,008	5,438	6,814	7,971
销售及管理费用	(847)	(1,101)	(1,559)	(1,890)	(2,088)
研发费用	(1,292)	(1,663)	(1,921)	(2,333)	(2,570)
其他经营净收入/费用	129	84	57	46	39
经营利润	564	1,329	2,015	2,636	3,352
财务成本净额	(136)	(109)	(146)	(179)	(205)
其他非经营净收入/费用	213	99	136	169	131
税前利润	641	1,319	2,005	2,627	3,278
税费	(45)	(234)	(301)	(394)	(492)
非控股权益	2	(1)	5	7	8
净利润	598	1,084	1,709	2,240	2,794
作每股收益计算的净利润	598	1,084	1,709	2,240	2,794

资产负债表 (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	4,445	5,168	7,077	8,617	10,272
应收账款及票据	995	1,096	1,495	1,898	2,178
存货	1,108	1,839	2,489	3,118	3,549
其他流动资产	1,157	4,298	4,279	4,349	4,384
总流动资产	7,706	12,401	15,340	17,983	20,382
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	719	769	822
总长期资产	3,143	3,277	3,640	3,981	4,364
总资产	10,850	15,678	18,980	21,964	24,746
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	4,526	7,464	9,879	11,892	13,542
其他短期负债	621	1,664	1,648	1,648	1,648
总流动负债	5,147	9,128	11,526	13,539	15,190
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	11,842	13,855	15,506
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	5,457	6,156	7,065	8,042	9,183
股东权益	5,457	6,156	7,065	8,042	9,183
非控股权益	77	78	73	66	58
总权益	5,534	6,234	7,138	8,108	9,241

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	1,704	2,233	2,786
折旧及摊销	115	133	152	169	177
营运资本变动	1,451	2,067	1,200	798	777
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	3,056	3,199	3,740
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	0	0	0	0
股息	0	(200)	(801)	(1,262)	(1,654)
其他融资活动现金流	(147)	(313)	0	0	0
融资活动现金流	(147)	(513)	(801)	(1,262)	(1,654)
汇率收益/损失	23	15	0	0	0
年初现金	2,704	4,445	5,168	7,077	8,617
年末现金	4,445	5,168	7,077	8,617	10,272

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	2.154	2.822	3.521
全面摊薄每股收益	0.753	1.366	2.154	2.822	3.521
每股股息	2.084	2.600	3.591	3.864	4.114
每股账面值	6.875	7.757	8.902	10.133	11.570
利润率分析(%)					
毛利率	25.2	28.2	28.6	29.2	29.8
EBIT利润率	4.4	8.1	9.7	10.6	11.6
净利率	5.9	7.6	9.0	9.6	10.4
盈利能力(%)					
ROA	10.9	12.0	14.7	14.5	14.4
ROE	29.6	32.4	38.3	35.7	34.1
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有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、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、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、北京赛目科技股份有限公司及滴普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。