



Research and
Development Center

新消费属性凸显，平台型科技企业未来可期

—九号公司-WD(689009)公司首次覆盖报告

2025 年 07 月 13 日

姜文镨

S1500524120004

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥

S1500525020001

luozheng1@cindasc.com

邓健全

S1500525010002

dengjianquan@cindasc.com

证券研究报告

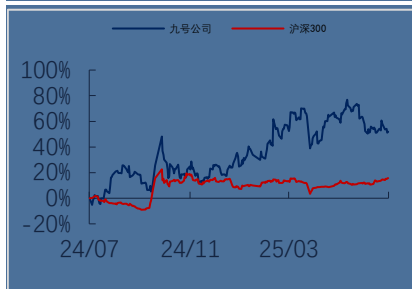
公司研究

公司首次覆盖报告

九号公司 (689009)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	58.31
52 周内股价波动区间 (元)	67.85-36.38
最近一月涨跌幅 (%)	-5.11
总股本 (亿股)	0.72
流通 A 股比例 (%)	77.15
总市值 (亿元)	417.28

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

新消费属性凸显，平台型科技企业未来可期

2025 年 07 月 13 日

报告内容摘要：

九号公司深耕智能短交通&服务类机器人，进入快速增长期。九号公司主营业务为智能短交通和服务类机器人产品的设计、研发、生产、销售及服务，经多年发展，已经形成包括电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、全地形车、服务机器人、E-bike 等品类丰富的产品。2024 年以来，公司营收利润重回高增轨道，电动两轮车加速增长，机器人业务亦开始起量。

领跑电动两轮车中高端市场，智能化、年轻化、高端化标签鲜明。我国电动两轮车行业整体规模（销量）逐渐趋于稳定，供需共振之下中高端市场有望创造结构性机遇。九号公司品牌力领跑中高端市场，用电子产品思路做电动两轮车，围绕九号出行 APP 构建生态，推出公司模式进一步提升骑乘乐趣，社群玩法业内领先，持续巩固年轻客群品牌心智；产品方面，九号中高端化软、硬件双线并行，基于年轻化品牌形象和智能化优势，实现较高定价水平，单车 ASP、单车毛利等指标行业领先；渠道方面，我们认为行业已度过跑马圈地阶段，未来行业终端渠道数量中枢或将趋稳，头部品牌主要拓店空间或来自成熟经销商翻牌等行为，故渠道竞争重心将聚焦网点质量，九号公司一方面挖掘增量需求，另一方面渗透存量大众市场中品质化客群，有望以更丰厚的利润空间吸引产业链其他参与者的合作，持续扩大影响力。

割草机器人注重技术引领&规模优势，成长空间广阔。全球割草机器人品类正加速渗透传统工具市场，技术进步带来产品革命。行业格局上，园林工具行业传统龙头富世华与宝时得占据全球市场份额前二，我们估算九号公司可能是距离传统龙头企业最接近的行业公司。九号公司产品卡位鲜明，i105e 旗舰款主打 1000 m² 以下小型草坪（定价 999 欧元），与传统龙头大型草坪产品形成差异化，同时较早运用 RTK+视觉 AI 技术，产品使用体验良好。我们认为九号公司规模效应有望从制造、研发等方面持续凸显，强化该品类市场竞争力。从机器人整体布局看，九号公司在感知、决策、执行、控制等要素方面已具备技术积淀，通过持续研发创新，已成长为平台型科技企业，我们看好公司未来通过核心技术灵活组合，聚焦于创新短交通和服务机器人业务，持续丰富产品布局，拓展业务边际。

滑板车与平衡车稳健增长，全地形车与 E-Bike 具备潜力。其他产品方面，滑板车与平衡车赛道，九号公司旗下 Segway 品牌积淀深厚，竞争优势突出，有望伴随行业稳健增长；全地形车赛道在北美增速相对较快，且电动/混动路线在未来具备潜力，九号公司已全面布局并以智能化做出特色。未来有望保持良好增长；全球 E-bike 赛道增速较快，且市场份额分散，九号公司 E-bike 产品依托公司在交通工具、智能化技术、AI 及物联网技术领域长期积累的深厚底蕴，进行全方位整合升级，实现整车真智能，我们认为有望突破传统 E-bike 行业“攒车为主”的固有局限，开拓出全新格局。

盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 20.0/26.5/35.2 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21.0X/15.8X/11.9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：消费疲软，政策推进不及预期，市场竞争加剧，新品销售不及预

期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10,222	14,196	19,528	25,073	31,106
增长率 YoY %	1.0%	38.9%	37.6%	28.4%	24.1%
归属母公司净利润 (百万元)	598	1,084	2,000	2,650	3,521
增长率 YoY%	32.5%	81.3%	84.5%	32.5%	32.9%
毛利率%	25.2%	28.2%	28.4%	28.8%	29.3%
净资产收益率ROE%	11.0%	17.6%	29.9%	35.9%	42.4%
EPS(摊薄)(元)	8.31	15.07	27.80	36.83	48.94
市盈率 P/E(倍)	70.15	38.70	20.97	15.83	11.92
市净率 P/B(倍)	7.69	6.81	6.26	5.68	5.05

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 07 月 11 日收盘价

目 录

1. 九号公司：科技引领，深耕智能短交通&服务类机器人	6
1.1 公司概况：产品矩阵次第迎来放量，经营业绩进入快速增长期	6
1.2 公司治理：股权集中，高管技术研发及产业背景深厚	9
2. 电动两轮车：领跑中高端，智能化、年轻化标签鲜明	11
2.1 行业概览：产业链高度成熟，结构性消费升级创机遇	11
2.2 需求分析：大众市场需求稳定，结构性消费升级创机遇	13
2.3 品牌力：九号领跑中高端，已打造鲜明智能化、年轻化标签	16
2.4 产品力：九号打造中高端产品范式，单车贡献领先行业	19
2.5 渠道力：九号单店优异表现有望受到经销商青睐	22
3. 割草机器人：技术引领&规模优势，成长空间广阔	24
3.1 行业概览：割草机器人有望渗透传统工具领域，欧美市场为主导	24
3.2 竞争格局：传统龙头占据主要份额，产品力是新势力破局关键	25
3.3 技术研发：核心在于定位与避障，技术路径与解决方案多样	26
3.4 产品力：九号公司技术研发领先，规模优势有望强化性价比	27
3.4 核心能力：掌握机器人底层技术，应用落地打开品类空间	28
4. 其他产品：主流产品表现稳健，创新产品正在萌芽	30
4.1 滑板车以海外为主要市场，九号旗下 Segway 品牌积淀深厚	30
4.2 电动/混动全地形车市场前景可观，九号公司以智能化做出特色	31
4.3 E-bike 市场份额相对分散，九号公司积极布局	32
5. 盈利预测与投资评级	33
5.1 盈利预测	33
5.2 投资评级	34
6. 风险提示	34

图 目 录

图 1：九号公司财务数据一览	6
图 2：九号公司发展历程	7
图 3：九号公司分产品营收	7
图 4：九号公司产品矩阵一览	8
图 5：九号公司分地区营收及增速	9
图 6：九号公司分地区毛利率	9
图 7：九号公司股权结构	9
图 8：九号公司高管信息	10
图 9：我国电动两轮车产业链梳理	11
图 10：中国两轮电动车销量、增速（万辆，%）	12
图 11：我国两轮电动车行业销量 CR10（%）	12
图 12：我国居民消费倾向	13
图 13：我国人均电动两轮车保有量（单位：辆）	13
图 14：消费者购车关注因素及不同部件耐用性关注	13
图 15：中国即时配送服务规模（单位：亿元）	14
图 16：中国即时配送人员数量（单位：百万人）	14
图 17：九号电动支持百度地图导航	14
图 18：手机解锁无需钥匙方便快捷	14
图 19：电动两轮车不同智能化程度介绍	15
图 20：消费者认为智能车应该具备的功能	15
图 21：我国消费者对智能化电动车起步价格预期	15
图 22：智能电动车品牌知名度	16
图 23：智能电动车品牌认知	16
图 24：九号出行 APP 智能化功能	17
图 25：九号电动两轮车“公司模式”	17
图 26：九号公司经销商等组织社群活动	18
图 27：九号公司 2024 年重要营销事件	18
图 28：九号公司不同价格段智能电动两轮车对比	19
图 29：两轮电动车品牌销量（万辆）	20
图 30：两轮电动车品牌单车 ASP（单位：元）	20
图 31：两轮电动车品牌单车毛利额（单位：元）	21
图 32：两轮电动车品牌单车净利额（元）	21
图 33：两轮电动车品牌线下网点数量	22
图 34：两轮电动车品牌经销商数量	22

图 35: 两轮电动车品牌单店销量	23
图 36: 两轮电动车价值链梳理	23
图 37: 全球割草机器人市场规模 (单位: 亿美元)	24
图 38: 全球割草机器人市场渗透率	24
图 39: 全球割草机器人市场区域分布	24
图 40: 各地区割草机器人市场增速	24
图 41: 全球割草机器人市场格局	25
图 42: 富世华是全球割草机领域传统龙头	25
图 43: 割草机器人企业梳理	25
图 44: 割草机器人技术方案梳理	26
图 45: 割草机器人企业梳理	26
图 46: 割草机器人企业产品对比	27
图 47: 九号公司 RideyLONG 系统	27
图 48: 九号公司亮相 CES 2025 展会	27
图 49: 九号公司感知要素相关技术	28
图 50: 机器人决策要素的作用环节	28
图 51: 机器人决策要素的作用环节	29
图 52: 九号公司短途交通智能生态底座——NimbleOS	29
图 53: 九号公司服务机器人	29
图 54: 全球电动滑板车使用场景展望	30
图 55: 全球电动滑板车市场格局	30
图 56: 九号公司电动滑板车儿童系列	30
图 57: 九号公司智能 TCS 牵引力控制系统	30
图 58: 电动全地形车市场结构	31
图 59: 赛格威灵智 APP 匹配全地形车产品	31
图 60: 全球 E-Bike 市场规模 (单位: 十亿美元)	32
图 61: 全球 E-bike 市场格局	32
图 62: 九号公司全域驾控系统	32
图 63: 九号公司分业务预测	33
图 64: 可比公司估值对比	34

1. 九号公司：科技引领，深耕智能短交通&服务类机器人

1.1 公司概况：产品矩阵次第迎来放量，经营业绩进入快速增长期

公司深耕智能短交通&服务类机器人，经营业绩进入快速增长期。九号公司主营业务为智能短交通和服务类机器人产品的设计、研发、生产、销售及服务，经多年发展，已经形成包括电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、全地形车、服务机器人、E-bike等品类丰富的产品。复盘公司经营业绩表现：

(1) 2018-2021 年，公司依托小米产业链（定制产品独家分销模式）实现快速增长，2021 年总营收达 91.46 亿元，期间 CAGR 约 129.1%；

(2) 2022-2023 年，公司营收利润增速放缓，主要系 ToB 产品销售及小米定制产品分销业务下滑所致，我们认为这一变化反映出公司在此阶段开始逐步摆脱代工业务，依托电动两轮车、服务机器人等新产品走向品牌自主道路。

(3) 2024 年以来，公司营收利润重回高增长轨道，主要系品牌、产品、渠道建设迎来收获期，电动两轮车业务加速增长，机器人业务亦开始起量。

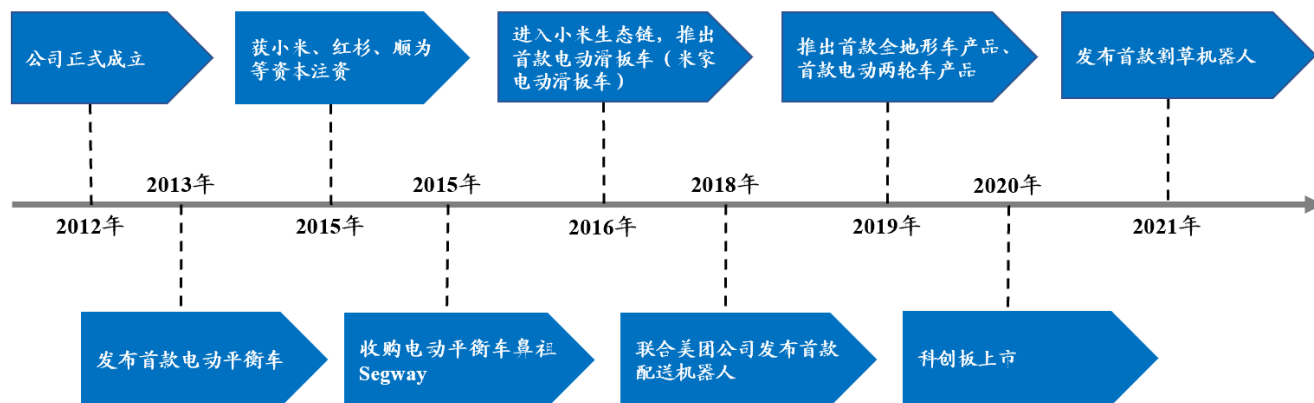
图 1：九号公司财务数据一览

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1
营业总收入	4247.65	4585.89	6002.74	9146.05	10124.32	10222.08	14195.81	5112.48
YOY	207.51%	7.96%	30.90%	52.36%	10.70%	0.97%	38.87%	99.52%
归母净利润	-1803.96	-454.85	73.47	410.60	450.55	597.99	1084.13	456.17
YOY	-187.66%	74.79%	116.15%	458.84%	9.73%	32.72%	81.29%	236.22%
扣非归母净利润	539.21	109.87	51.26	256.19	379.70	412.94	1062.24	435.81
YOY	977.42%	-79.62%	-53.34%	399.76%	48.21%	8.76%	157.24%	207.51%
毛利率	28.86%	27.42%	27.69%	23.23%	25.97%	26.90%	28.24%	29.67%
期间费用率	12.40%	22.45%	24.33%	18.76%	19.14%	21.31%	18.70%	16.53%
销售费用率	4.36%	6.35%	7.46%	6.48%	9.14%	10.01%	7.75%	8.18%
管理+研发费用率	8.26%	16.18%	15.66%	11.19%	11.69%	12.64%	11.71%	10.04%
财务费用率	-0.22%	-0.08%	1.21%	1.09%	-1.69%	-1.33%	-0.77%	-1.70%
归母净利率	-42.47%	-9.92%	1.22%	4.49%	4.45%	5.85%	7.64%	8.92%
存货	1005.78	903.27	1345.44	2383.26	1817.16	1108.38	1839.24	1,754.68
较上年同期增减	672.39	-102.51	442.17	1037.82	-566.10	-708.78	730.86	616.29
存货周转天数	79.77	103.24	94.12	96.12	100.88	70.47	52.08	44.98
较上年同期增减	-15.71	23.47	-9.12	2.00	4.76	-30.41	-18.39	-11.78
应收账款及应收票据	843.73	305.16	756.65	770.94	1184.62	994.85	1096.43	1243.18
较上年同期增减	713.56	-538.57	451.48	14.29	413.68	-189.77	101.58	348.45
应收账款周转天数	41.26	45.08	31.84	30.06	34.37	37.77	26.07	20.10
较上年同期增减	-5.58	3.83	-13.24	-1.78	4.30	3.40	-11.70	-12.36
应付账款及应付票据	1242.63	519.62	1726.94	1940.51	2896.74	3668.52	6186.97	6794.57
较上年同期增减	960.51	-723.00	1207.32	213.56	956.24	771.77	2518.45	2853.08
合同负债	419.54	968.08	298.95	540.05	466.60	482.48	1329.53	1113.91
较上年同期增减	221.57	-118.08	192.44	241.10	-73.45	15.88	847.05	608.03
经营性现金流净额	376.61	251.28	896.35	-161.45	1589.10	2319.47	3353.68	1567.55
较上年同期增减	239.13	-125.33	645.07	-1057.80	1750.55	730.37	1034.21	622.63
筹资性现金流净额	57.67	13.23	1453.93	-304.40	49.76	-146.92	-513.03	56.80
较上年同期增减	-323.50	-44.43	1440.69	-1758.33	354.16	-196.68	-366.12	361.19
资本开支	97.33	379.85	324.41	266.35	433.20	826.70	546.38	173.89
较上年同期增减	84.09	282.52	-55.43	-58.06	166.85	393.49	-280.32	90.00
ROE	0.00%	-21.46%	1.99%	9.61%	9.20%	10.96%	17.61%	7.12%
YOY (±)	0.00%	-21.46%	23.45%	7.62%	-0.40%	1.76%	6.65%	4.61%
资产负债率	187.56%	35.95%	43.63%	44.31%	47.35%	49.00%	60.23%	60.36%
YOY (±)	22.72%	-151.61%	7.68%	0.68%	3.04%	1.65%	11.24%	9.76%

资料来源：Wind、信达证券研发中心

收购 Segway 实现跃进, 依托小米生态链成长, 上市后加速发展。九号公司 (Ninebot) 创始于 2012 年, 最初便专注于机器人和个人出行领域的探索与创新, 2013 年发布首款电动平衡车产品, 2015 年获红杉、顺为等资本投资, 同年收购全球自平衡交通工具和电动滑板车领域先驱——Segway, 实现品牌、产品、渠道等维度跃进; 此后, 公司依托小米生态链持续成长, 逐步丰富产品矩阵; 2020 年于科创板上市, 近年来发力自主品牌实现加速发展。

图 2: 九号公司发展历程



资料来源: 公司官网、公司公告、雷锋网公众号、华尔街见闻公众号、Wind、信达证券研发中心

研发创新引领, 产品矩阵次第迎来放量。九号公司营收分产品看, 2024 年自主品牌电动两轮车/滑板车/全地形车/割草机器人分别占比 50.8%/17.5%/6.9%/6.1%, 以电动两轮车为业务基本盘, 支撑公司整体规模高速扩张, 且销售毛利率在规模效应推动下逐年提高, 打通研产销全链路正向循环; 此外, 以割草机器人为代表的服务机器人产品立足公司研发创新能力, 逐步迎来放量收获期, 全地形车产品亦有良好增长, 滑板车等产品则保持相对稳健增长。

图 3: 九号公司分产品营收

	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024
自主品牌零售								
电动两轮车 (亿元)	5.13	13.34	9.30	26.63	15.75	42.32	33.83	72.11
YOY				99.58%	69.35%	58.91%	114.79%	70.39%
占比	10.87%	14.59%	19.29%	26.30%	35.96%	41.40%	50.75%	50.80%
毛利率		11.19%		16.16%		19.27%		21.11%
销量 (万辆)		44.46	30.70	82.62	54.03	147.15	120.00	259.89
YOY				85.82%	75.99%	78.10%	122.10%	76.62%
单车ASP (元)		3001.02	3029.32	3223.31	2915.05	2875.98	2819.17	2774.64
YOY				7.41%	-3.77%	-10.78%	-3.29%	-3.52%
滑板车 (亿元)			9.80	22.71	8.49	21.12	10.31	24.79
YOY					-13.37%	-6.99%	21.44%	17.38%
占比			20.33%	22.43%	19.38%	20.66%	15.47%	17.46%
销量 (辆)			47.80		39.73	107.90	51.81	124.31
YOY					-16.88%		30.41%	15.21%
单车ASP (元)			2050.21		2136.92	1957.37	1989.96	1994.21
YOY					4.23%		-6.88%	1.88%
全地形车 (亿元)	1.37	5.60	3.70	6.98	2.84	6.98	5.07	9.76
YOY				24.71%	-23.24%	-0.03%	78.52%	39.83%
占比	2.91%	6.12%	7.68%	6.90%	6.48%	6.83%	7.61%	6.88%
割草机器人 (亿元)					1.08	3.68	4.49	8.61
YOY							315.74%	133.97%
占比					2.47%	3.60%	6.74%	6.07%
ToB 产品直营 (亿元)		18.37	14.55	26.43	7.98	15.97	7.25	12.17
YOY				43.92%	-45.15%	-39.59%	-9.15%	-23.79%
占比		20.08%	30.18%	26.11%	18.22%	15.62%	10.88%	8.57%

资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

围绕智能短交通和服务类机器人技术打造产品矩阵。九号公司在智能短交通与服务机器人领域已积累深厚技术底蕴，并打造出包括电动两轮车、电动滑板车、服务类机器人等在内的产品矩阵。

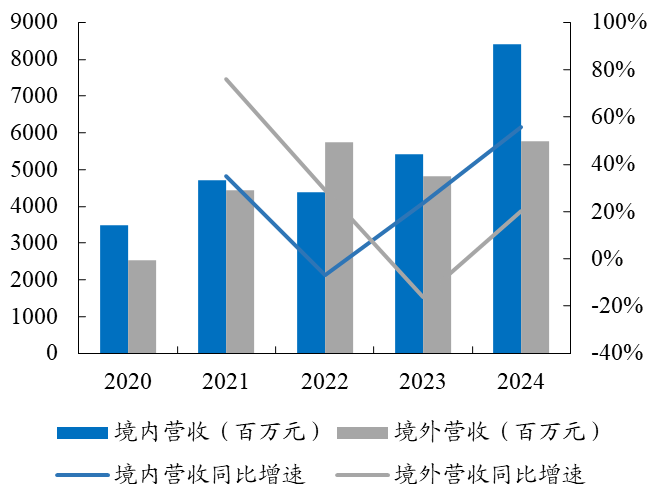
图 4：九号公司产品矩阵一览

品类名称	市场概况	公司发展情况	公司主要产品系列	产品示例图
电动两轮车	2023年我国电动两轮车保有量超4亿辆，2023年国内电动两轮车销量约为5500万辆，同比增长9.8%。随着智能化技术的迅猛发展，智能配置逐渐成为消费者购车时的重要考量因素，智能化、网联化等技术趋势推动行业快速发展。	公司电动两轮车的智能化、年轻化形象突出。25年2月28日，公司在中国区的电动两轮车专卖店超7600家；25年3月10日九号智能电动两轮车在国内市场累计出货量突破600万台；24年11月，公司与宝马集团签署授权协议，将基于该授权开发和生产自主知识产权的具有特殊安全功能的创新型电动两轮车。	以新国标电动自行车市场为导向的MIX家族、采用全新设计语言的妙想家C系列、升级版远行者F2z 110、经典智能电动两轮车M系列、魔术师K系列、智能电动摩托车E系列等。	
电动滑板车	根据Research and Markets数据，全球电动滑板车市场规模预计将从2024年的267.3亿美元增至2033年的 550.1亿美元，2025年至2033年的年复合增长率为8.35%。总体来看，全球电动滑板车赛道仍处于扩张发展期。	24年10月，公司电动滑板车产品累计销量超1300万台，引领全球电动滑板车市场快速发展；在共享商用出行领域，公司自2018年起为全球共享运营商提供卓越的微出行产品和服务，目前已成为全球共享微出行行业的标杆企业。	赛格威电动滑板车ZT系列、九号电动滑板车E系列、F系列，以及儿童电动滑板车C系列等。	
全地形车	根据Mordor Intelligence数据，全球全地形车市场规模预计在2025年为174.1亿美元，预计到2030年将达到213亿美元，2025-2030年年复合增长率为4.12%。其中，北美ATV和UTV市场规模预计在2025年为99亿美元，预计到2030年将达到144.1亿美元。展望未来，UTV和SSV有望继续主导全地形车市场。	2024年，公司发布全地形车产品Segway AT10和Segway UT6，前者配备999cc四冲程并列双缸DOHC发动机，动力输出强劲，并且为全地形车市场首个标配30寸轮胎的ATV，离地间隙达320mm，轻松征服各类地形，后者将实用性、舒适性与娱乐性三者完美结合，不仅拥有强大的越野能力，也可以胜任日常农业作业。	ATV-Snarler、UTV-Fugleman、SSV-Villain三大系列。	
割草机器人	随着对草坪护理和园艺活动的需求不断增长、智能家居设备和自动化的日益普及、人们对环境问题和能源效率的认识不断增强，以及人工智能和机器人技术的进步，智能割草机器人逐渐进入大众的视野。根据Grand View Research数据，2023年全球割草机市场规模为323.1亿美元，预计2023-2030年年复合增长率为6.0%，其中割草机器人在2030年市场规模将超159.371亿美元。	2024年，公司发布Segway Navimow智能割草机器人X3系列，通过极速充电、大尺寸刀盘、更快运行速度等技术革新，使割草面积与充电时间的比率达到行业平均水准的2倍，配备全新三摄系统、Global Shutter（全局快门）、300度超广角等亮点功能，配合VSLAM和VIO，提升定位精度，此外还有多重新增功能。	Segway Navimow智能割草机器人X3系列、H系列、I系列等。	
商用服务机器人	随着新基建的落地，5G网络、大数据中心、物联网、云计算、人工智能技术的成熟，服务类机器人痛点如不够智能、效率低等问题得到优化，未来AI概念的融入，有望加速服务机器人应用场景拓展。根据沙利文研究资料显示，全球商用服务机器人市场规模从2021年接近20亿元增长至2023年约30亿元，年复合增长率达26.1%；预计全球商用服务机器人市场规模将从2024年约30亿元增长至2030年的超100亿元，年复合增长率达20.3%。	九号机器人产品在国内已广泛应用于近万家酒店和餐饮等行业，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建立深度合作关系，累计配送上亿次。九号饱饱送餐机器人已在近50个国家和地区投入使用。九号机器人移动平台RMP将持续专注底层技术开拓，充分发挥自身的智慧移动能力优势，面向移动机器人市场，为全球服务机器人产业赋能。	九号方糖送物机器人、九号飞碟送物机器人和九号饱饱送餐机器人等。	
E-bike	受减轻长途出行负担、山地运动、日常通勤、锻炼身体等需求驱动，电助力自行车行业发展迅速。根据欧洲自行车产业协会数据，2023年欧洲电助力自行车销量为510万辆，2011-2023年年复合增长率为17.7%。据美国能源部下属能源效率和可再生能源局，2022年美国E-bike销量达110万台。欧洲自行车协会预计欧洲两轮车市场将继续保持整体上升趋势，需求预计将增加；美国市场亦有望快速发展。	24年1月，公司推出Segway E-bike Xyber与Segway E-bike Xafari两款产品，在国内市场，公司顺应新国标要求推出了Segway E-bike Xyber这一美式胖胎跨骑车型。2025年，CES展会上Segway E-bike Xyber和Segway E-bike Xafari登陆美国市场反响热烈。2024年巴黎奥运会及残奥会期间，共享出行运营商Tier-Dott在巴黎市区及奥运场馆周边部署了 15000辆由九号公司生产的共享电助力自行车（E-bike）——Urban A200。	Segway E-bike Xyber、Segway E-bike Xafari等。	

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

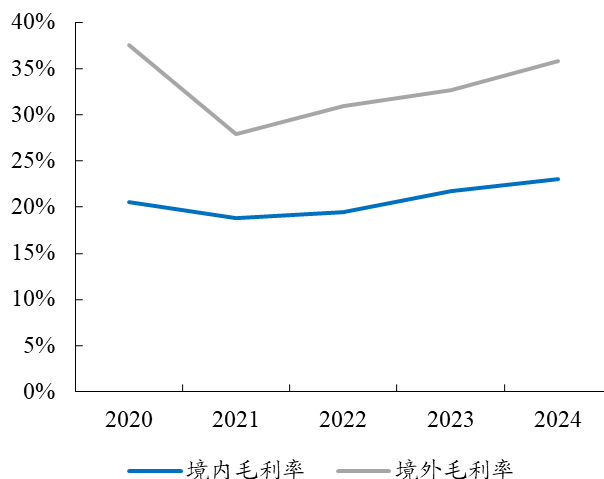
分地区看，九号公司销售以境内为主境外为辅，主因产品结构差异。九号公司营收分地区看，境内市场占主要份额，2024 年境内营收占比近 6 成且近年来持续提升，我们认为这一趋势主要系产品结构差异所致。公司在境内主打产品为电动两轮车，近年来销售高增，境外主打产品如滑板车等增长相对稳健，割草机器人等创新产品刚开始放量增长，故增长表现稍落后于境内。

图 5：九号公司分地区营收及增速



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 6：九号公司分地区毛利率

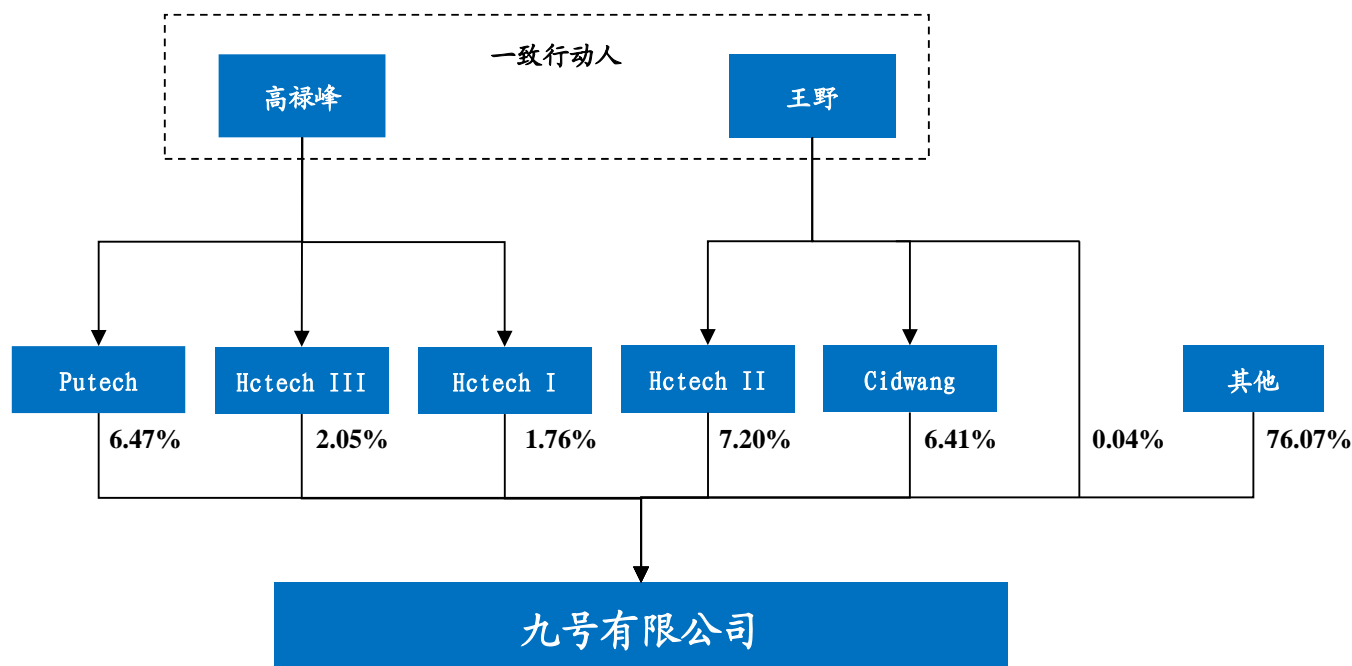


资料来源：Wind、信达证券研发中心

1.2 公司治理：股权集中，高管技术研发及产业背景深厚

国内首家 CDR+VIE 模式上市公司，特殊投票权结构保证控制权集中。九号公司在上市时采取特殊的 CDR+VIE 模式，亦属国内首例。股权方面，公司采用特殊投票权结构，公司创始人高禄峰与王野为一致行动人，根据公司公告，截至 2024 年 12 月 31 日，前者拥有投票权占公司全体存托持有人的 25.16%，后者占 34.09%，二者合计达 59.25%，保证公司控制权集中。

图 7：九号公司股权结构



资料来源：Wind、信达证券研发中心（截至 2025 年 3 月 31 日）

公司高管技术研发及产业背景深厚。公司高管团队中，以联合创始人为代表的部分高管来自北京航空航天大学且具备深厚工科背景，具体事业部负责人具备扎实产业履历且加入公司多年，从业务表现看已充分磨合并已交出优异成绩。我们认为公司创始人及一众高管的背景决定了公司的科研创新基因，未来有望持续巩固独特竞争优势并拓展创新领域。

图 8: 九号公司高管信息

姓名	职务	年龄	学历	履历
高禄峰	董事长	46	北京航空航天大学机械工程及自动化学院飞行器控制专业学士学位	2003年9月-2006年4月任北京时代杰诚科技有限公司项目经理，2006年5月-2008年1月任和堂传媒（北京）有限公司高级项目经理，2008年2月-2008年10月任中国金融网运营总监，2008年11月-2011年12月任新索科技（北京）有限公司CEO，2012年至今，作为联合创始人之一创办Ninebot。
王野	CEO	45	北京航空航天大学机器人研究所工学硕士学位及机械工程及自动化学院机械电子工程专业学士学位	2006年3月-2007年6月任北京博创兴业科技有限公司智能机器人业务总经理，2007年7月-2010年10月任北京博创兴盛机器人技术有限公司总经理，2009年10月起，任北京市人工智能学会常务理事；于2016年12月起，出任全国自动化系统与集成标准化技术委员会-机器人与机器人装备分标委（SAC/TC159）委员。曾获国防科学技术奖二等奖和中国机械工业科学技术进步奖三等奖；2012年至今，作为联合创始人之一创办Ninebot。
陈中元	总裁	38	北京航空航天大学机器人研究所工学硕士学位及机械工程及自动化学院学士学位	2015年-2017年作为技术专家参与制定和修订与公司产品相关的CQC标准、中国国家标准、美国UL标准等国内外重要标准，2012年至今，作为技术合伙人加入公司。
陶运峰	副总裁	43	哈尔滨理工大学国际经济与贸易专业学士学位	2005年7月-2015年4月于华为技术有限公司人力资源部门任职，2015年5月-2016年5月于达闼科技有限公司人力资源部门任职，2016年6月-2016年11月，于世纪互联宽带数据有限公司人力资源部门任职，2016年加入公司。
朱坤	SPS总裁	48	中国南方航空动力机械公司工学院计算机管理大专学历	1998年4月-2005年6月历任新大洲本田摩托有限公司检验员、检验主管、技术员、质量主管，2005年7月-2018年5月历任浙江春风动力股份有限公司质量部经理、技术部经理、工艺部经理、新产品项目经理、总经理助理、副总经理；2018年加入公司。
赵欣	商用出行事业部总经理	39	南澳大利亚大学市场营销专业学士学位	2010年3月-2016年3月任温岭市钱江进出口有限公司销售经理，2016年加入公司。
张珍源	电动车事业部总经理	41	-	2006年1月-2009年10月任信美通精密模具有限公司产品设计工程师，2010年3月-2013年4月任碧思特工业设计有限公司结构工程师，2013年加入公司。
凡孝金	CFO	51	南京大学工商管理硕士	曾任美的集团中央空调事业部、国际事业部财务总监，奥克斯集团副总裁，虎彩印艺股份有限公司CFO，深圳兴森快捷电路科技股份有限公司CFO等职，2021年5月加入公司。
徐鹏	董事会秘书	46	中国海洋大学学士	2004年7月-2006年8月任北京信永中和会计师事务所审计师，2006年8月-2009年12月任普华永道中天会计师事务所高级审计师，2010年3月-2012年3月任北京瑞沃迪国际教育有限公司财务分析经理，2012年4月-2015年8月任联想控股股份有限公司财务经理，2015年加入公司。
刘森	CTO	45	北京航空航天大学机械电子工程博士，北京航空航天大学计算机学院博士后	2012年至2015年于中国科学院上海微系统与信息技术研究所，任职汽车电子工程中心副研究员，同时兼任浙江中科领航汽车电子有限公司技术总监，2015年至2021年于上海友来科技有限公司任职联合创始人兼CTO，2021年加入公司。

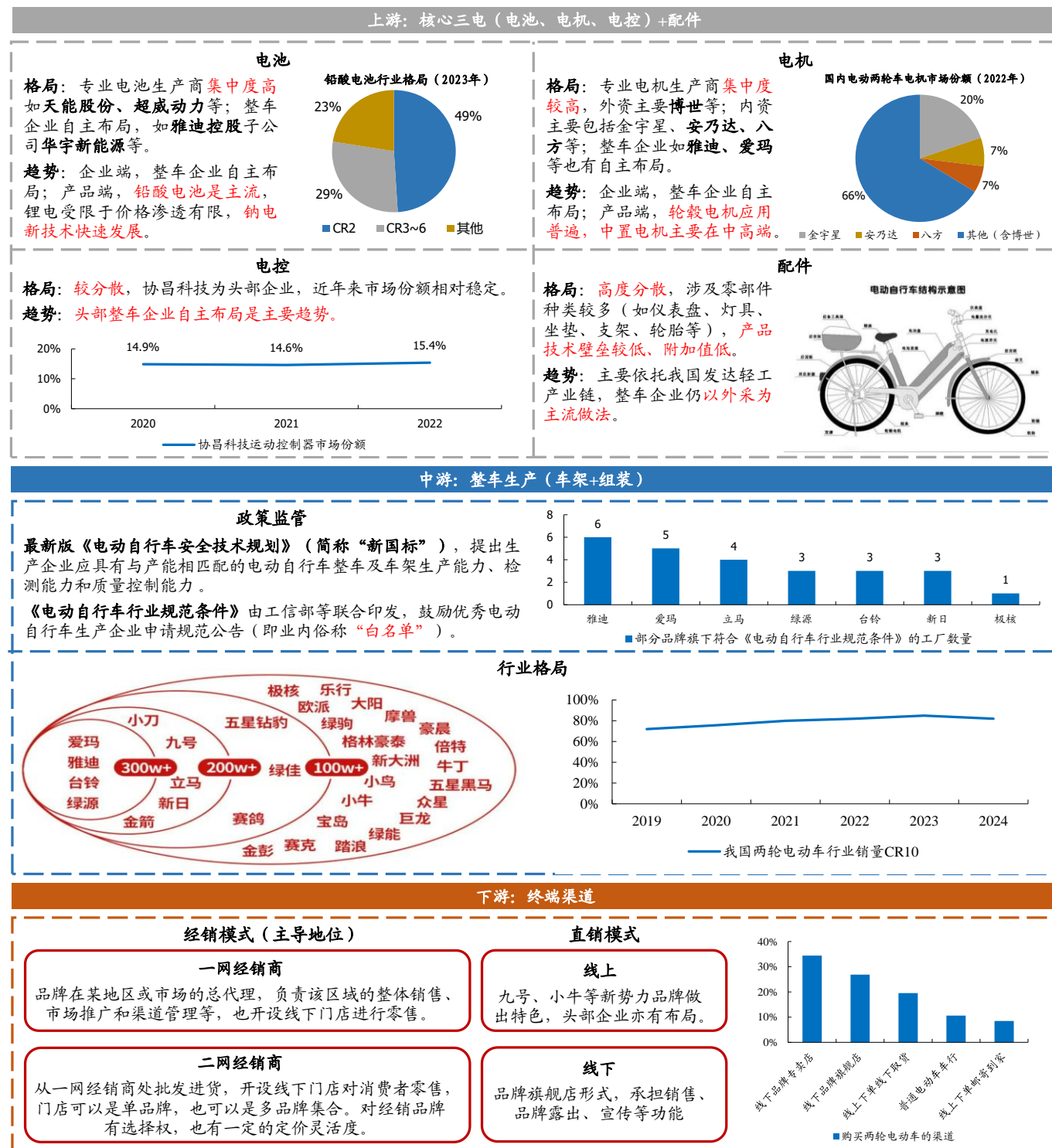
资料来源：公司公告、信达证券研发中心（截至 2024 年 12 月 31 日）

2. 电动两轮车：领跑中高端，智能化、年轻化标签鲜明

2.1 行业概览：产业链高度成熟，结构性消费升级创机遇

行业上中下游各环节划分清晰。电动两轮车产业链可大致划分为上游零部件制造商、中游品牌厂商、下游批零渠道商三个环节，整体已达到较高成熟度；从集中度来看，中游品牌厂商环节头部集中趋势相对明显。

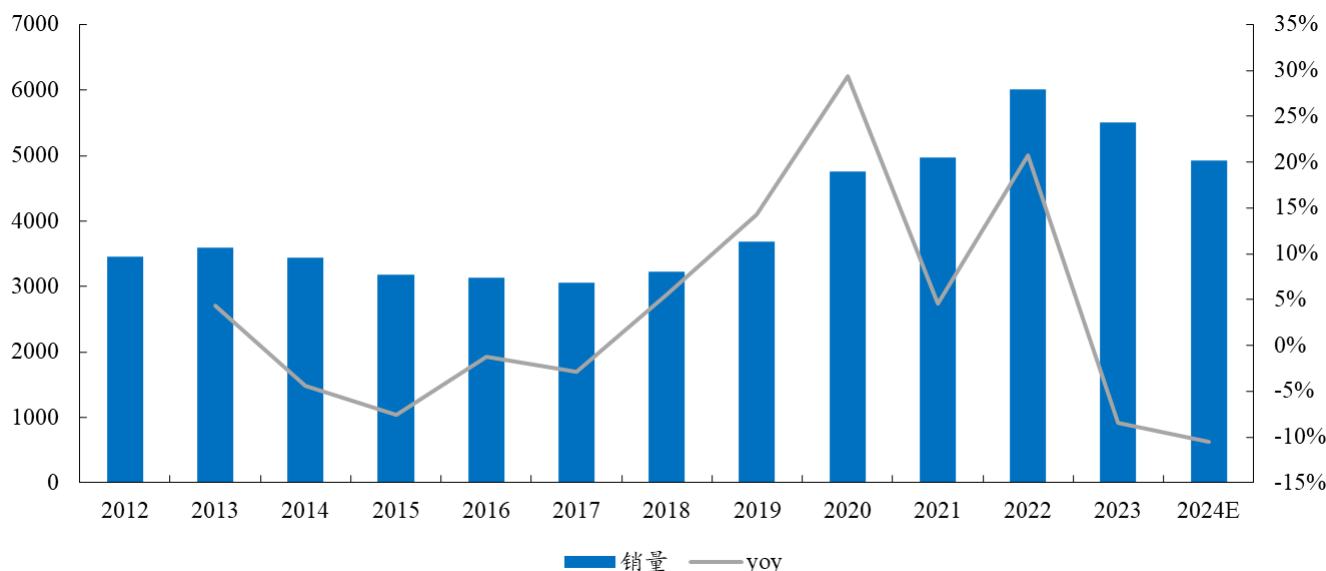
图 9：我国电动两轮车产业链梳理



资料来源：中国政府网、工信部、智研产业研究院、天能股份公司公告、安乃达公司公告、协昌科技公司公告、盐池县市场监管局、营商电动车、快手本地生活、艾瑞咨询、艾媒咨询、前瞻产业研究院、Maigoo网、唯轮网、易赔网、集充公众号、信达证券研发中心

电动两轮车行业整体规模（销量）逐渐趋于稳定。电动两轮车行业于 2014-2019 年步入成熟阶段，年销量基本在 3000-3700 万辆区间波动；2019 年国标更新并实施，推动市场向标准化生产及安全骑行方向发展，通过强制性淘汰不合格车辆刺激替换需求，叠加快递、外卖等配送服务以及共享电动车兴起，促进电动两轮车行业快速扩容，随后 2020-2022 年行业销量迎来显著增长；2023 年行业受价格战、消费环境低迷等因素影响，销量有所下滑，2024 年营商电动车预计行业销量仍会有所下滑，主要系“南京电动自行车起火事件”引发大众安全性担忧，进而促使监管部门对终端展开严格管理、并策划国标进一步更新。

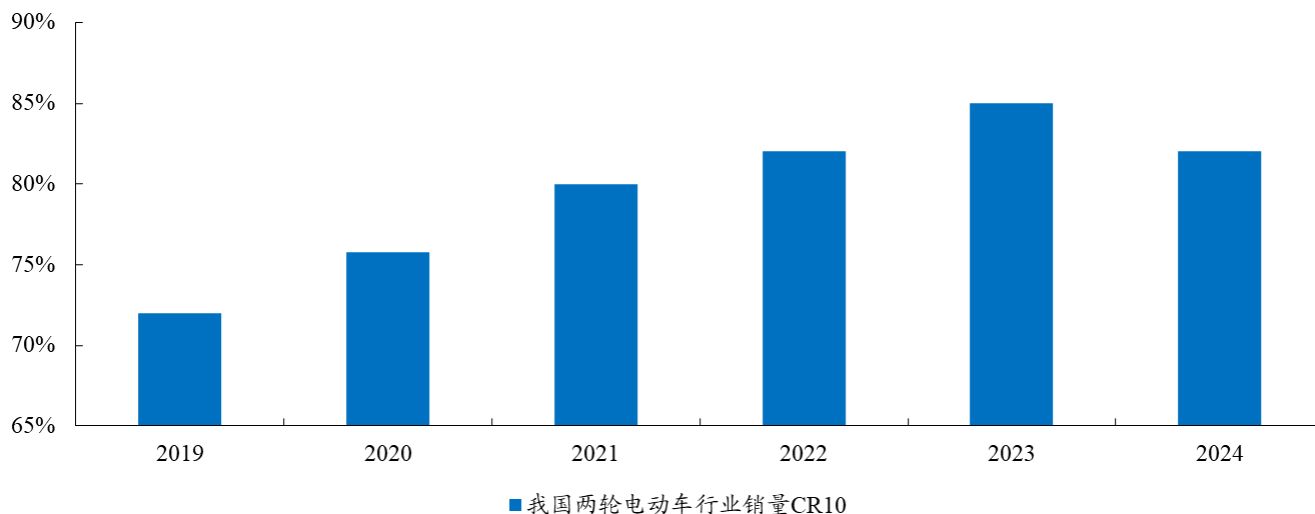
图 10：中国两轮电动车销量、增速（万辆，%）



资料来源：营商电动车、信达证券研发中心

电动两轮车行业市占率头部集中趋势明显。根据营商电动车数据，我国电动两轮车行业整体格局呈现较为明显的头部集中趋势（24 年略有下滑主要系部分头部企业的个体因素影响，我们预计后续有望趋势修复），我们认为格局变化的背后是头部企业规模、技术研发、品牌势能等多维综合竞争优势的持续凸显。展望未来，我们认为头部企业通过巩固自身竞争优势、把握结构性变化机遇，有望持续提升市场份额。

图 11：我国两轮电动车行业销量 CR10（%）

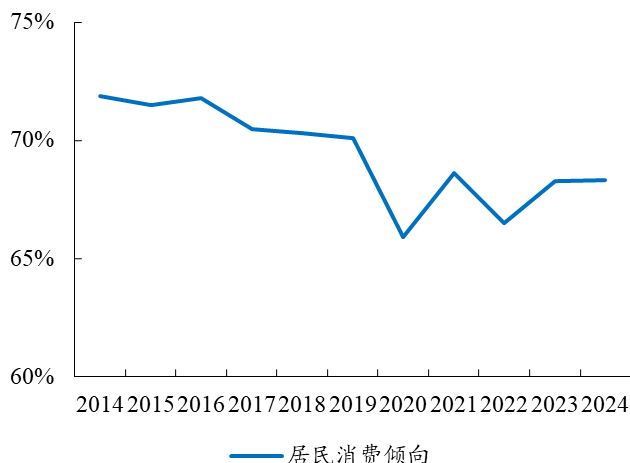


资料来源：营商电动车、信达证券研发中心

2.2 需求分析：大众市场需求稳定，结构性消费升级机遇

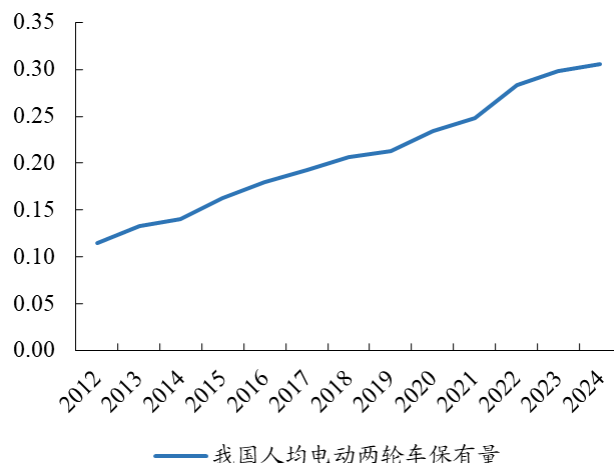
经济形势或影响大众市场增量需求，人均保有量已步入新平台。我们认为我国电动两轮车消费呈现明显分化趋势，大众市场趋于稳定，质价比或成为核心。从宏观数据看，我国居民消费倾向近年来逐渐稳定在中等偏低水平，而我国电动两轮车人均保有量在 22 年以来已进入新平台，展望未来，我们认为行业销售或以汰换需求为主，完全新增需求为辅，而具备购买经历的大众消费者或将更加理性，注重产品质价比。

图 12：我国居民消费倾向



资料来源：艾瑞咨询、国家统计局、陕西党建网、大众日报、信达证券研发中心

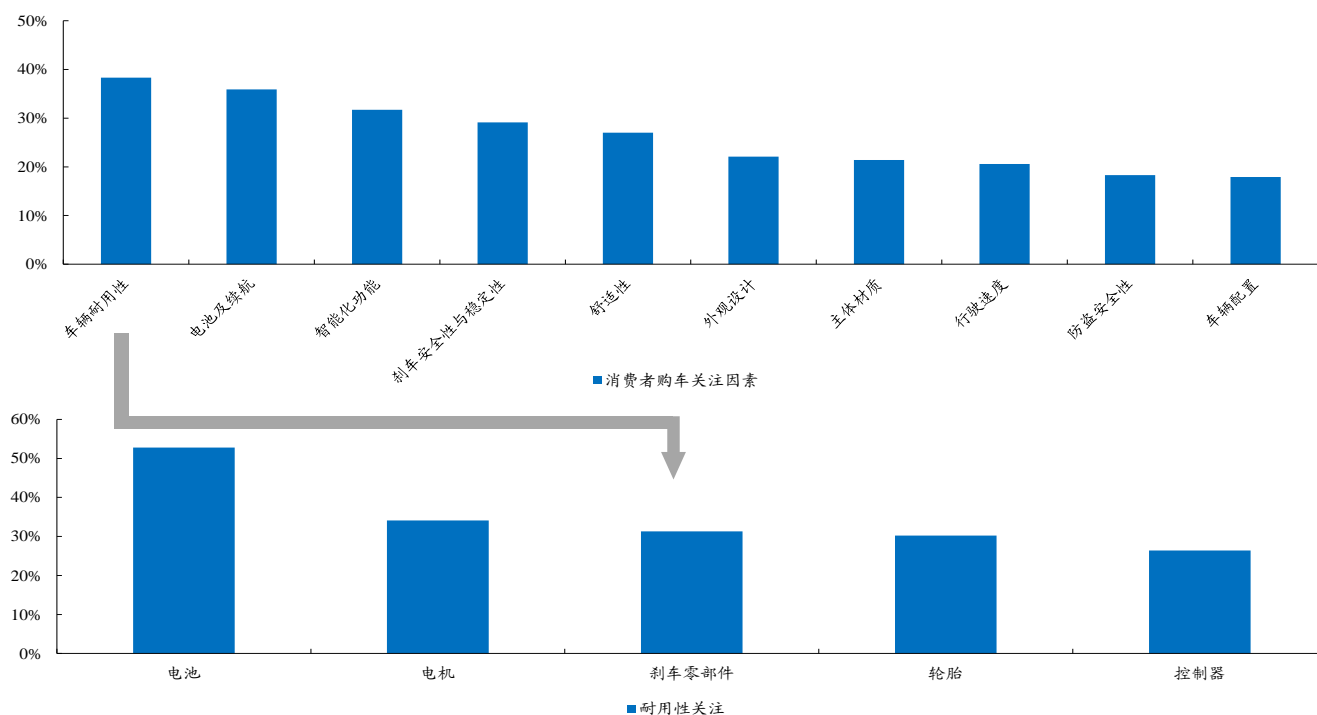
图 13：我国人均电动两轮车保有量（单位：辆）



资料来源：Wind、营商电动车、信达证券研发中心

消费者优先关注耐用与续航，质价比倾向明显。从消费者购车关注因素看，车辆耐用性与电池及续航分居前两位，体现出明显质价比倾向；分部件看，电池是首要关注点。我们认为未来大众市场竞争或将围绕质价比属性，对品牌厂商自主研发能力提出更高要求，在三电等核心环节自主布局，一方面有望降低制造成本，另一方面通过技术创新有望摆脱同质化供应链竞争。

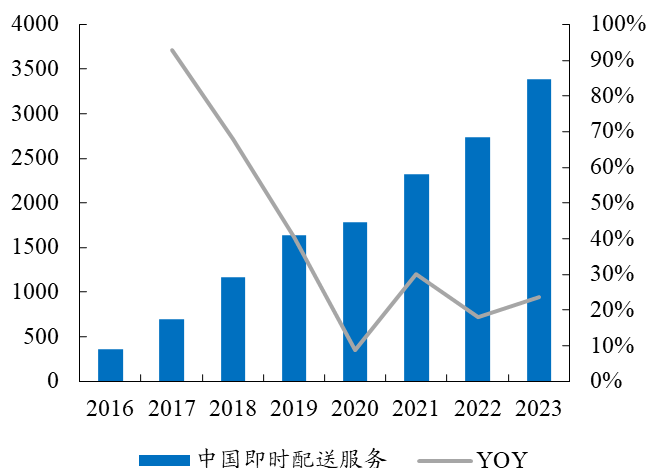
图 14：消费者购车关注因素及不同部件耐用性关注



资料来源：艾瑞咨询、信达证券研发中心

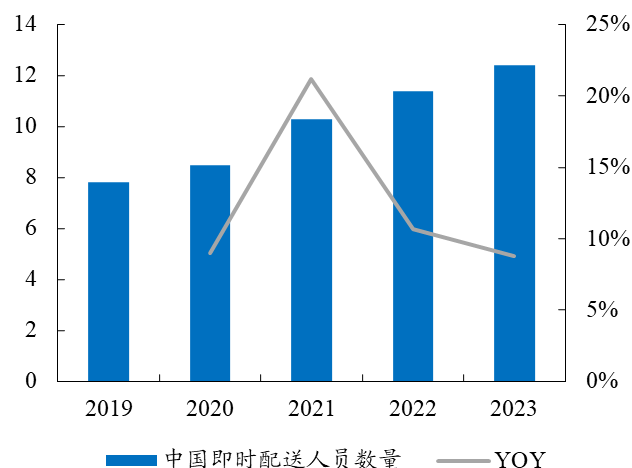
大众市场商用场景乘即时配送东风，有望持续增长。电动两轮车大众市场民用场景之外，商用场景近年来快速发展，主要作为即时配送模式的交通工具。即时配送指配送平台对用户通过PC或者移动互联网渠道即时提出的配送需求短时间内响应并进行配送、且送达时长为两小时以内的物流服务，通俗理解就是快递尾程、外卖配送。根据艾瑞咨询数据，我国即时配送行业规模近年来快速发展，带动即时配送人员数量增长。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年我国即时配送人员数量已超 1200 万，而电动两轮车凭借便捷性与灵活度成为主要交通工具。展望未来，我们认为商用场景一方面随行业规模与从业人员数量增长有望增长，另一方面随着政策对商用电动两轮车管理规范化，存量车辆替换需求有望加速。

图 15: 中国即时配送服务规模 (单位: 亿元)



资料来源: 艾瑞咨询、信达证券研发中心

图 16: 中国即时配送人员数量 (单位: 百万人)



资料来源: 众简集团公众号、弗若斯特沙利文、信达证券研发中心

商用场景电动两轮车管理规范化，被动系统增配&主动功能升级共同推动替换需求。根据我国电动自行车新版标准，经营性用途的电动自行车要求增加北斗定位、通信与动态安全监测功能，背后是自上而下行业管理规范化要求，带有被动强制性质。该举措一定程度上有望加快智能化电动两轮车商用场景渗透，因为通信与定位功能基本迈入智能化门槛，使用者一旦开启智能化体验，随着功能了解不断深入，有望寻求主动功能升级，例如智能化车辆大屏中控可显示导航，解放手机提高配送效率；智能化电控系统帮助有效降低能耗，节约成本；无钥匙解锁功能配合多重防盗有效提升工作便捷性与安全性。

图 17: 九号电动支持百度地图导航



资料来源: 九号电动公众号、信达证券研发中心

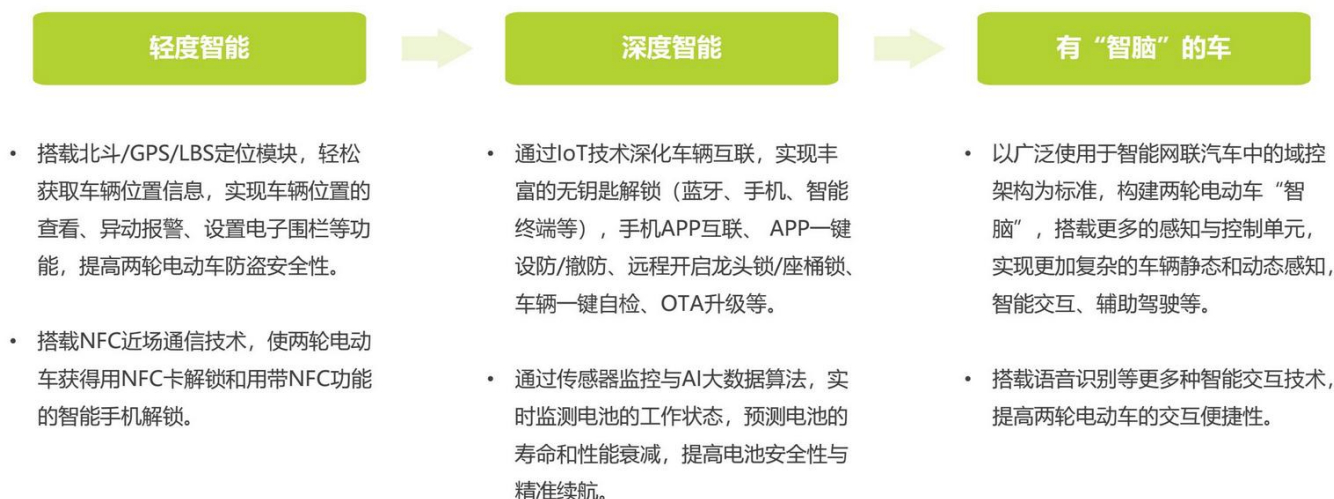
图 18: 手机解锁无需钥匙方便快捷



资料来源: 雅迪电动车公众号、信达证券研发中心

供需共振推动中高端市场崛起。从需求端看，前文消费者洞察中智能化功能已成为仅次于耐用性和电池及续航的第三大关注要素；从供给端看，近年来技术发展显著推动电动两轮车智能化水平提高，不同智能化程度及应用可充分满足多样化需求。具体来看，（1）轻度智能：搭载定位模块提高防盗安全性，搭载通信技术实现 NFC 解锁；（2）深度智能：通过 IoT 技术深化车辆互联，无钥匙解锁途径更多样，实现手机 APP 互联、通过传感器监控与 AI 大数据算法优化电池模块；（3）“智脑”应用：以智能网联汽车中的域控架构为标准构建“智脑”，实现更复杂的智能交互、辅助驾驶，语音识别等技术提高车辆的交互便捷性。我们认为，电动两轮车未来在智能化技术加持下，有望逐渐超越基础日常通勤工具定位，逐步成为向消费者提供骑乘乐趣、彰显个性品味、具备一定社交属性的大件电子产品。

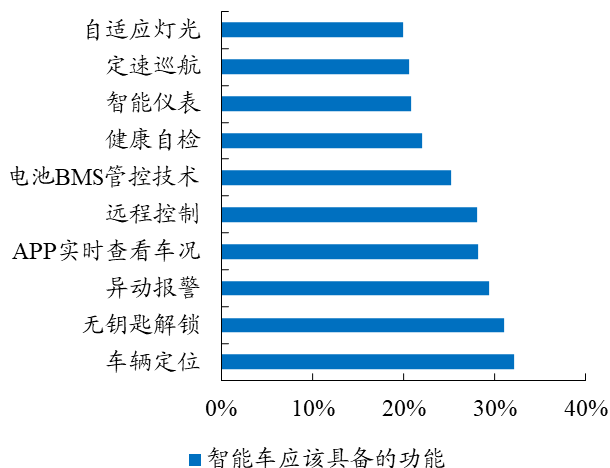
图 19：电动两轮车不同智能化程度介绍



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

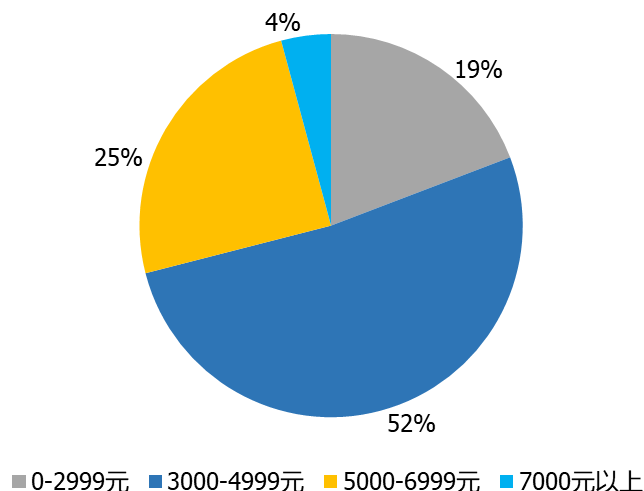
智能电动两轮车消费者市场教育尚处早期，潜力可观。参考艾瑞咨询数据，消费者当前对智能电动两轮车的功能需求以车辆定位、无钥匙解锁、移动报警为主，明显局限于安全防盗、便捷等基础属性，对人车交互、智能控制等进阶属性认知较局限；定价方面，消费者认可的智能电动两轮车起步价格以 3000-4999 元价格带为主。我们认为，未来随着智能化市场教育持续加深，更多消费者有望加深对技术的认知，销量、单车 ASP 均还有较大提升空间。

图 20：消费者认为智能车应该具备的功能



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心（截至 2024 年 4 月）

图 21：我国消费者对智能化电动车起步价格预期

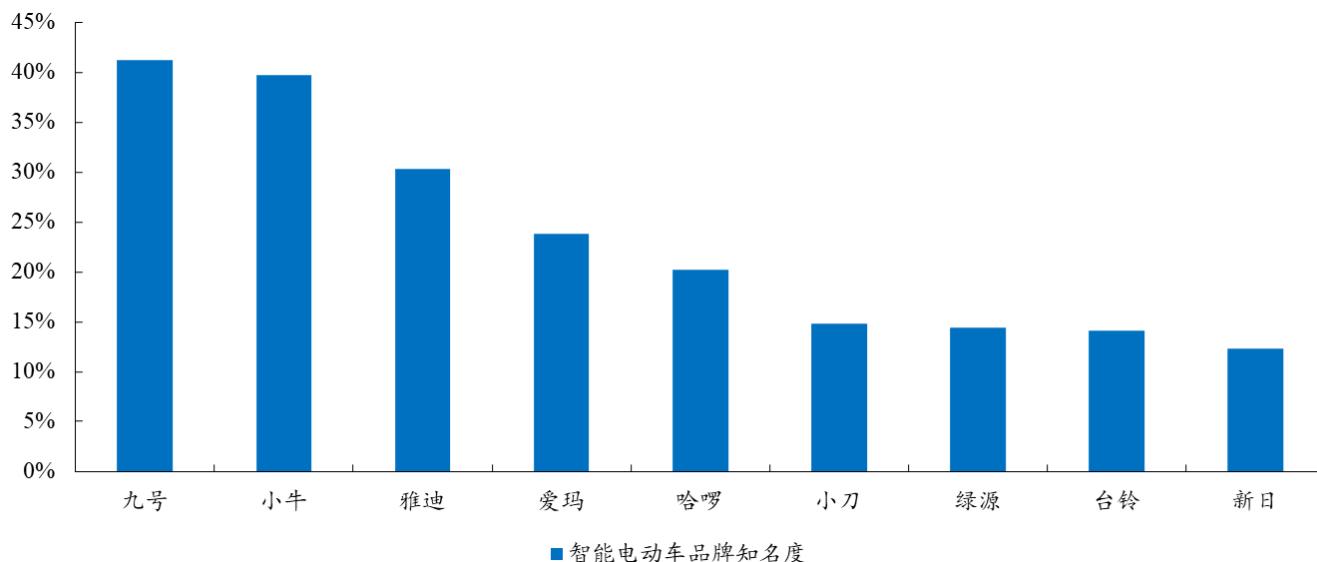


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心（截至 2024 年 4 月）

2.3 品牌力：九号领跑中高端，已打造鲜明智能化、年轻化标签

从消费者认知出发，九号公司品牌力领跑中高端市场。根据艾瑞咨询，在提到智能电动两轮车时，品牌按消费者认知度排序，前两名是九号和小牛，说明新势力品牌通过前期差异化布局已具备一定的先发优势，获得消费者普遍认可；传统龙头品牌雅迪、爱玛智能电动两轮车方面品牌认知紧随其后。

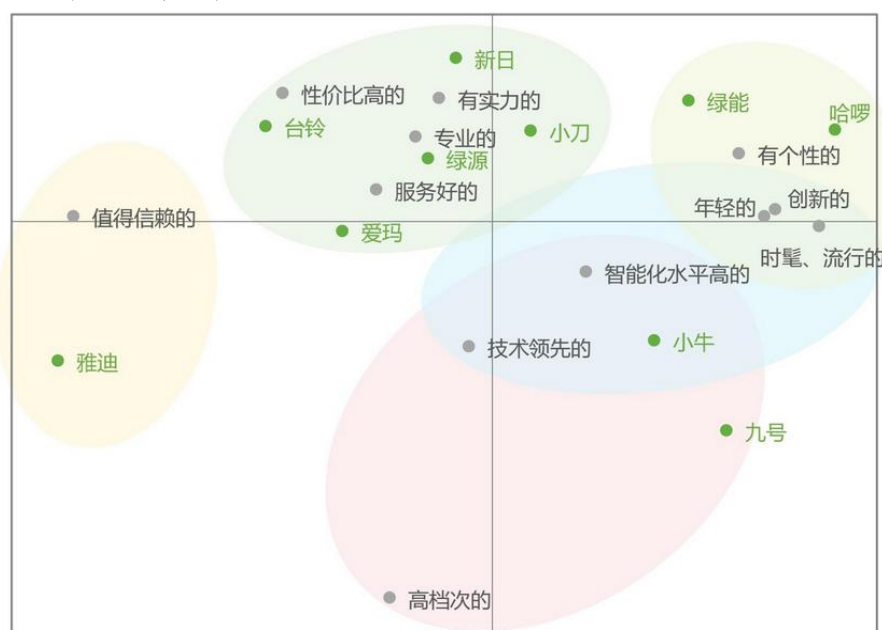
图 22：智能电动车品牌知名度



资料来源：艾瑞咨询、信达证券研发中心

从用户心目中品牌标签看，九号公司高端、智能化、个性化等标签鲜明。根据艾瑞咨询，从用户品牌认知来看，新势力品牌重在“新”，其中九号公司的品牌标签主要定位“高档次”、“智能化水平高”、“技术领先”等，在矩阵一众品牌中脱颖而出；而传统品牌重在“稳”，雅迪突出品牌标签“值得信赖”，爱玛、台铃等则突出“性价比”、“服务好”等。

图 23：智能电动车品牌认知



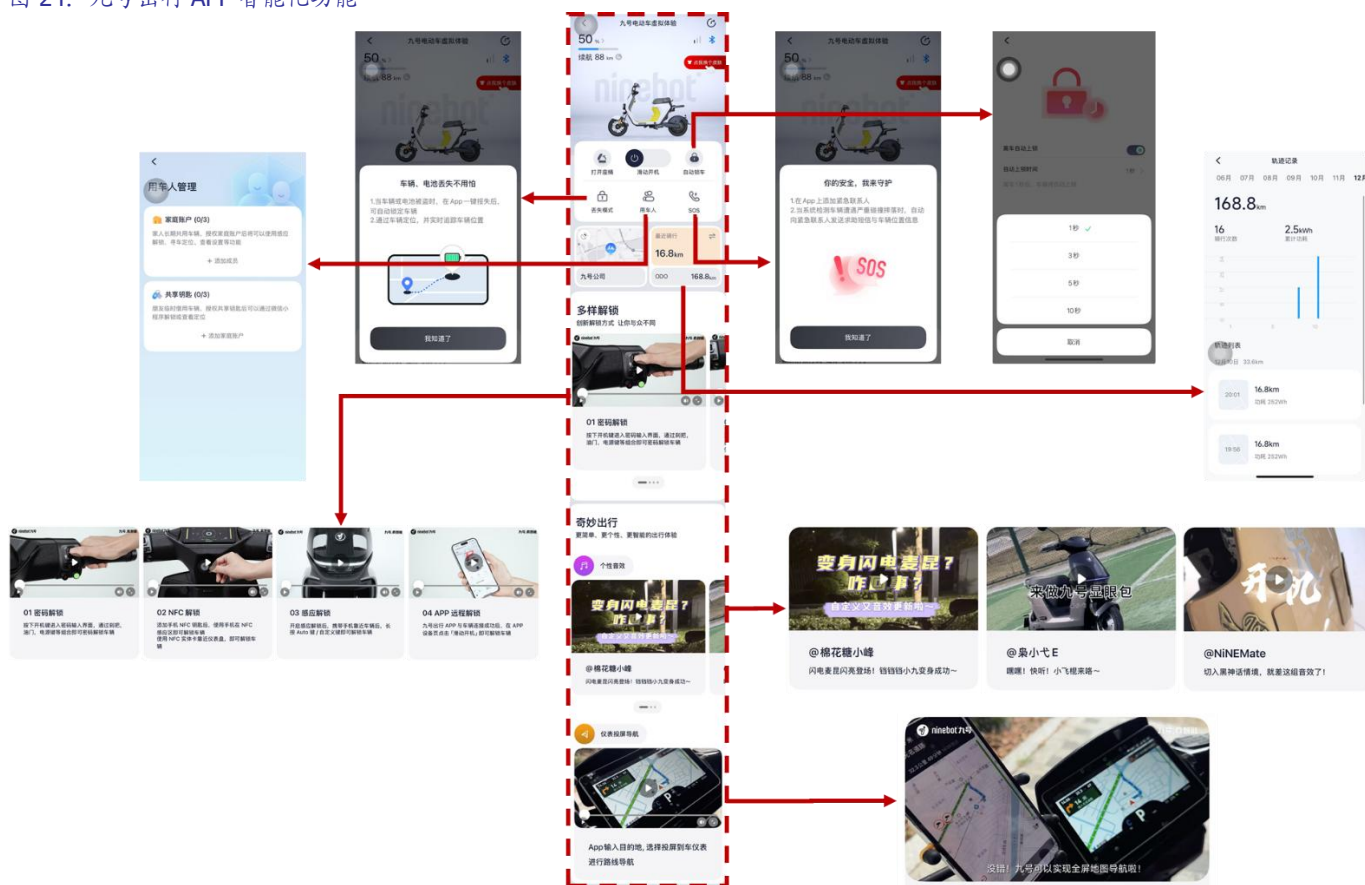
以九号为例
相比于其他品牌，突出印象



资料来源：艾瑞咨询、信达证券研发中心

用电子产品的思路做电动车，围绕九号出行 APP 构建生态。我们认为了解九号智能电动两轮车的重要窗口之一是九号出行 APP，品牌旗下所有两轮车产品均可绑定 APP，通过 APP 可实现一系列人车交互，如智能解锁、防丢失、个性音效、仪表投屏等，让两轮车的定位从代步工具升级为类似平板电脑等的电子产品。

图 24：九号出行 APP 智能化功能



资料来源：九号出行 APP、信达证券研发中心

公司模式进一步提升骑乘乐趣，体现技术研发水平。我们认为九号智能电动两轮车的技术优势还体现在“公司模式”上，即产品用户能够通过手机 APP 直接调节车辆运动参数，例如支持全场景切换智驾模式、自定义动力输出曲线、多功能参数调节系统，支持整车系统进入低功耗模式等。我们认为用户根据自身骑行习惯来调节车辆运动参数，有望深度满足个性化需求，打破了传统产品千篇一律的出厂设置，而这一模式的基础是公司在三电系统及移动端应用的领先技术水平。

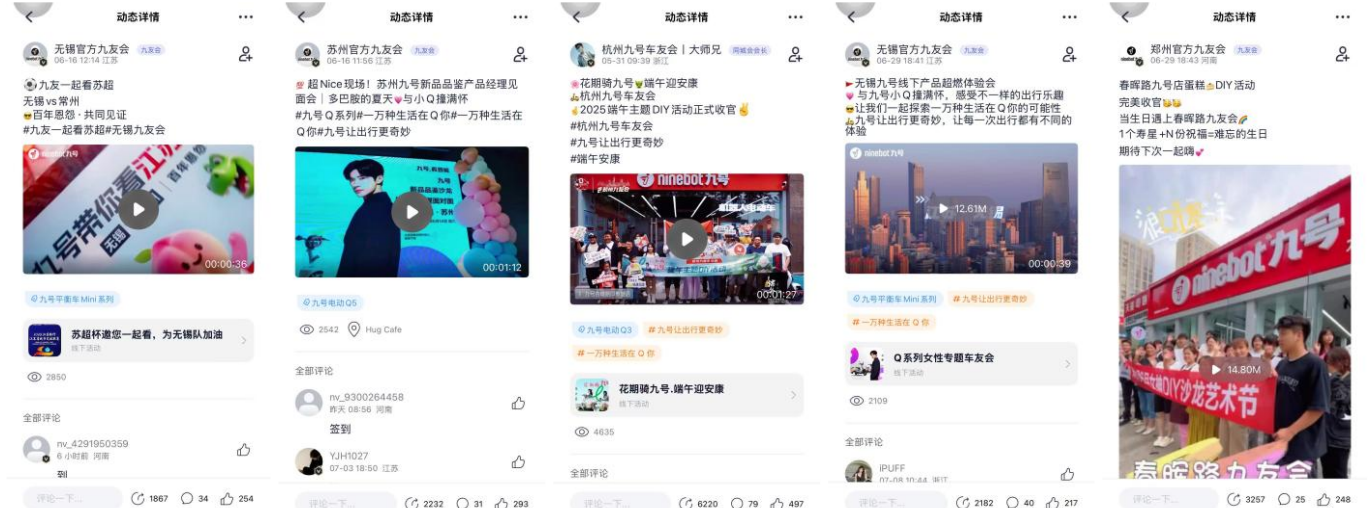
图 25：九号电动两轮车“公司模式”



资料来源：九号电动公众号、信达证券研发中心

社群玩法业内领先，持续巩固年轻客群品牌心智。九号公司持续在九号出行 APP、小红书等多个线上平台推广社群玩法，例如在九号出行 APP 上，部分地区成立官方“九友会”，定期组织线下活动、线上话题讨论等。我们认为社群玩法高度契合当前年轻客群消费时的社交需求，打造属于品牌自身的圈层文化，圈子自发吸纳新成员并对外展示形象，有助于持续拓展品牌知名度、发展新用户。

图 26：九号公司经销商等组织社群活动



资料来源：九号出行 APP、信达证券研发中心

从营销宣传等软实力着手，与年轻人玩在一起。九号公司从多维度打造年轻化品牌形象，具体看，代言人方面，24 年公司深化与品牌代言人易烊千玺合作，打造品牌微电影《记忆奇旅》，在社交网络获得过亿曝光量。品牌露出方面，公司深度洞察年轻客群兴趣爱好，与游戏赛事深度绑定：24 年公司成为“LNG 电子竞技俱乐部冠名赞助合作伙伴”，22-24 年与 AG 电竞俱乐部保持着深度合作；公司还在电竞领域打造“ninebot 九号王者争霸赛”赛事 IP，22-24 年间完成从王者荣耀大众水友赛——全国大赛合作外卡——互联网科技杯三连跳，完成了九号品牌科技出行产品和电竞“跨次元”，并荣获 24 年腾讯游戏人生平台最佳赛事共创合作伙伴等荣誉，从兴趣着手与年轻客群深度共鸣，与年轻人玩在一起。

图 27：九号公司 2024 年重要营销事件



资料来源：电动车手机网公众号、九号电动公众号、信达证券研发中心

2.4 产品力：九号打造中高端产品范式，单车贡献领先行业

九号公司电动两轮车产品中高端化从软、硬件双线并行。我们对比九号旗下代表性产品，可以发现升级路径从软件、硬件双线并行，其中软件对应智能化，硬件主要是三电性能，具体不同层级的产品对软硬件抓手的侧重程度有差异，洞察差异有助于理解各品牌未来的产品竞争：

（1）3000-4000 元价格带：硬件方面基本为常规化配置，软件方面具备较齐全基础智能化功能（应急骑行、音效、无钥匙解锁、骑行辅助、智能防盗等），我们判断该价格段作为入门级中高端，产品具备智能化属性但又未完全摆脱性价比考量，或是具备规模优势的传统龙头有望优先布局并发挥竞争优势的领域。

（2）5000-6000 元价格带：硬件方面主要体现为三电升级，电池从铅酸电池升级为锂电池，续航提升，电机功率提升，仪表盘配合智能化升级为大屏中控，照明系统升级；软件升级更为核心，体现为智能化深度应用，软件技术研发能够帮助品牌拉开差距，例如强化整车操控性、丰富智驾系统功能（歌曲、导航、通话等）。

（3）7000-8000 元价格带：我们认为这档产品应对需求在一定程度上已脱离日常通勤/商用目的，带有一定追求骑乘乐趣的专业属性，以硬件提升为核心，硬件软件融合升级作为配合。具体看，这档产品继续升级锂电池大幅提升续航，车架结构、缓震、刹把等升级，适配户外等更复杂路况，智能化升级主要体现在实时监控车辆硬件状态，起到配合作用。

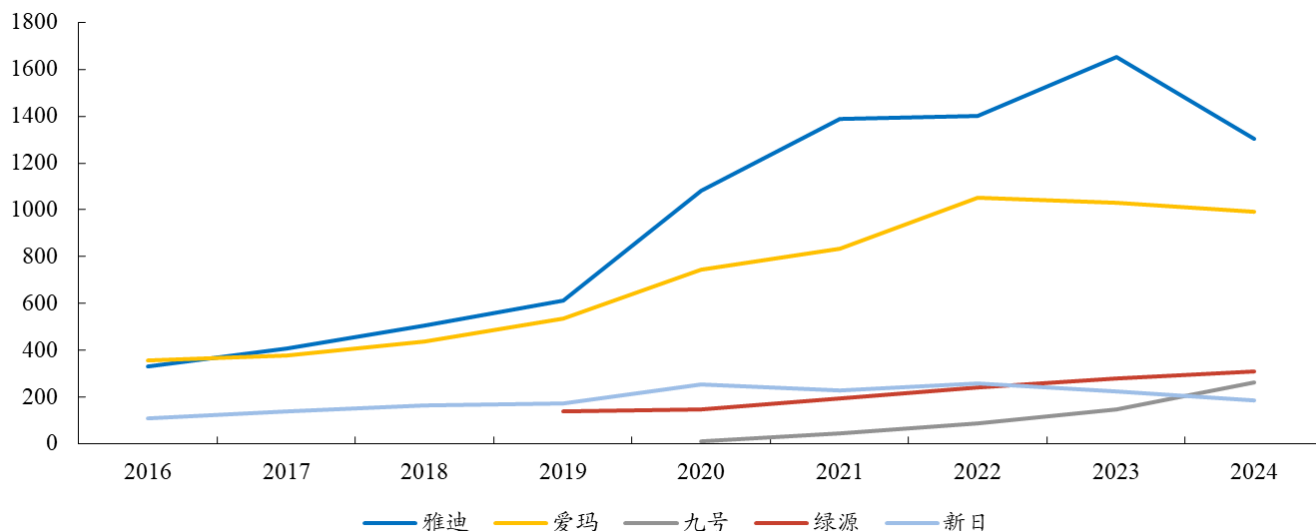
图 28：九号公司不同价格段智能电动两轮车对比

产品型号	Nz MIX 2025	F2z 110	MMAx2 110P
零售定价	3599元	5499元	7399元
产品外观			
电池	铅酸电池，电压48V	锂电池，电压48V	锂电池，电压48V
纯电续航	30-40km（不含）	65km及以上	85km
电机	常规电机	常规电机	12寸满盘电机，2.12秒0-25km/h加速
仪表盘	常规液晶屏	大屏中控	大屏中控
照明	近光5000CD，远光11000CD	大灯至高可达23000CD	近光15000CD，远光38000CD
智能化功能	<ol style="list-style-type: none"> 1. 应急骑行模式 2. 个性音效 3. 无钥匙解锁 4. OTA无线升级，家庭账号共享 5. 全场景智能骑行辅助 6. 三重定位智能防盗 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 应急骑行模式 2. 个性音效 3. 无钥匙解锁 4. OTA无线升级，家庭账号共享 5. 全场景智能骑行辅助 6. 三重定位智能防盗 7. 鼯鼠控功能（TCS牵引力控制系统、OTD单转把模式、HHC坡道驻车、一键倒车） 8. 智驾系统（切歌、导航、通话等简易操作，手不离把） 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 应急骑行模式 2. 个性音效 3. 无钥匙解锁 4. OTA无线升级，家庭账号共享 5. 全场景智能骑行辅助 6. 三重定位智能防盗 7. 鼯鼠控功能（TCS牵引力控制系统、OTD单转把模式、HHC坡道驻车、一键倒车） 8. 智驾系统（切歌、导航、通话等简易操作，手不离把） 9. 双弓形复合车架 10. 玛吉斯运动型轮胎（内置胎压监测，支持仪表及手机APP查看） 11. 精心细调（五档可调节刹把、五级可调后减震、31芯前减震）

资料来源：九号电动天猫旗舰店、信达证券研发中心

对比销量，九号在传统品牌稳固地位下新军突起。就公司公告数据看，雅迪、爱玛年销量明显领先，达到千万量级，其他品牌如绿源、新日等销量保持稳中有升态势，年销售量级大致在 200-300 万辆左右。值得注意的是，九号作为新入局品牌，近年销量快速提升。我们认为，低维的品牌竞争以渠道为王，通过线下渠道密布保证消费者触达，进而实现销售增长是大盘扩容阶段最有效的竞争方式，但九号新军突起一定程度上也说明了品牌势能对企业增长的助力。

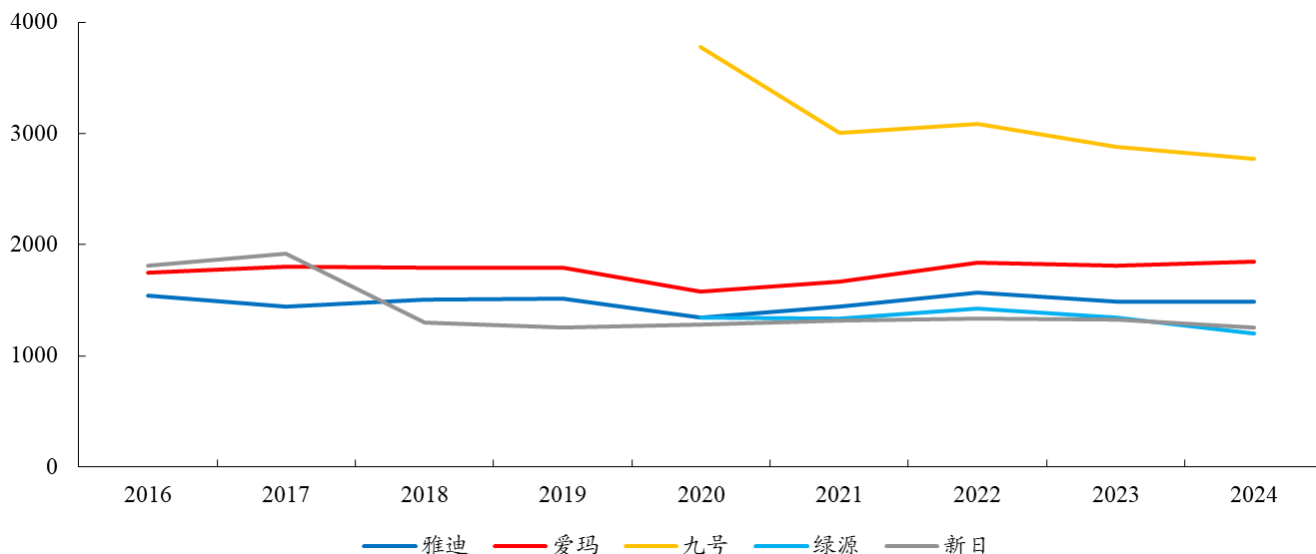
图 29：两轮电动车品牌销量（万辆）



资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

对比单车 ASP，头部企业基本稳定，九号显著领先。我们根据年报披露分产品营收及产品销量测算得到各品牌单车 ASP，其中雅迪、绿源、新日将电池收入单独列示，而爱玛、九号的电池等销售含在单车 ASP 中可能导致一定误差。整体看，头部品牌单车 ASP 近年基本保持稳定，且基本集中在 1200-2000 元左右，说明终端消费者在购买时普遍对品牌溢价接受度有限，因此各大品牌定价相对接近，而九号领先优势显著，核心原因是九号锚定中高端市场，基于年轻化品牌形象和智能化优势，实现较高定价水平。我们认为九号的成功经验有望启发其他头部企业，未来若能发力布局中高端市场，有望支撑单车 ASP 向上。

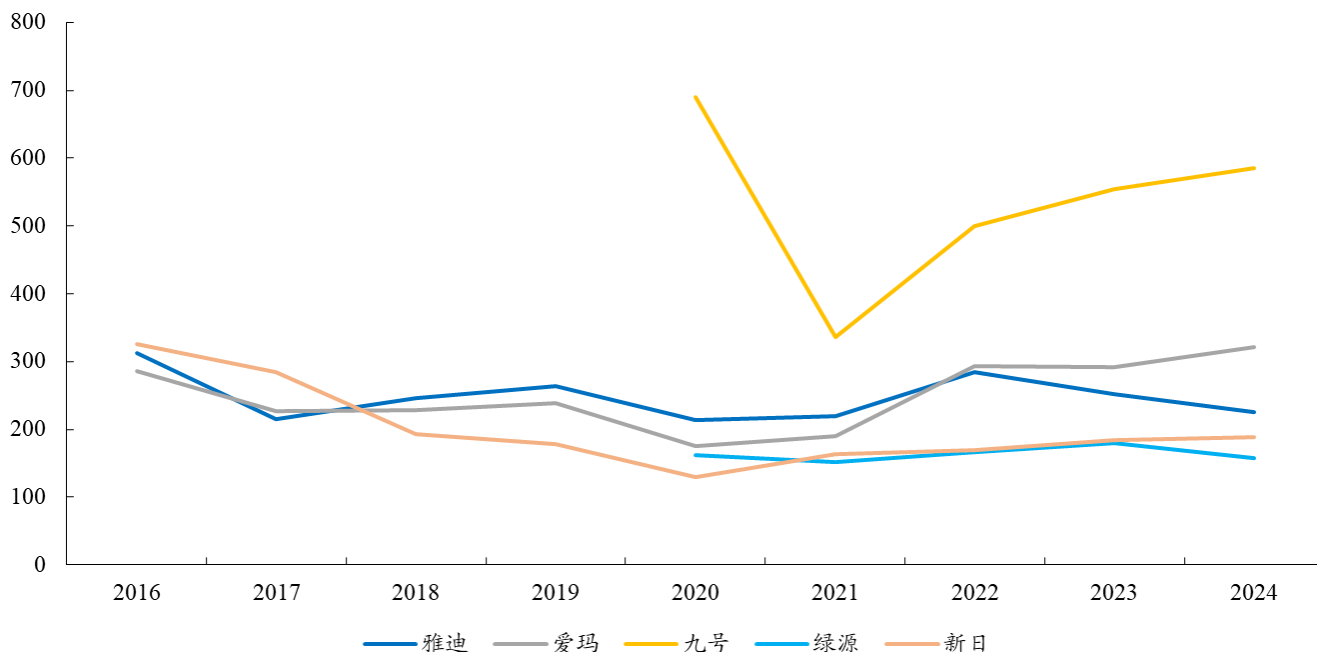
图 30：两轮电动车品牌单车 ASP（单位：元）



资料来源：Wind、各公司公告、信达证券研发中心

对比单车毛利额，九号公司品牌溢价突出。我们根据年报披露销售毛利率以及产品ASP测算得到各品牌单车毛利额，由于各家产品结构并不单一故可能存在误差，仅供方向性参考。单车毛利额分布梯队较单价分布梯队的分层更明显，我们认为主要系各家在品牌定位和生产制造端的能力与规模差异，会带来毛利率差异。具体来看，九号单车毛利额领先，主要来自品牌定位带来的溢价能力，雅迪与爱玛处于第二梯队，主要来自龙头供应链优势，而后则是其他头部厂商。

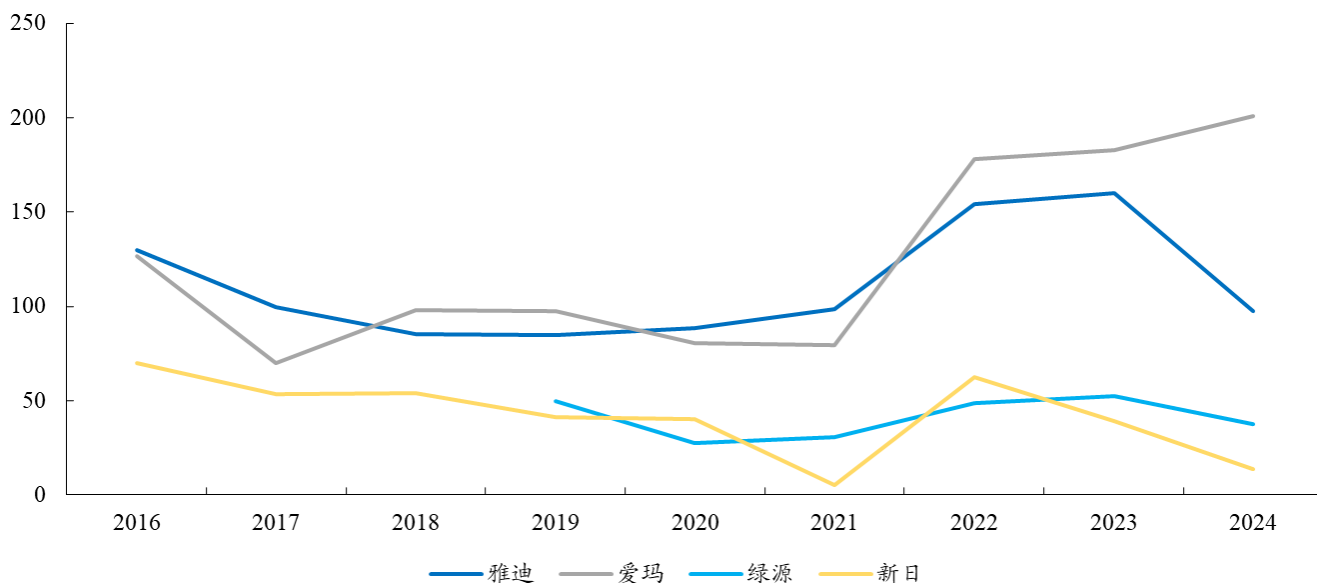
图 31：两轮电动车品牌单车毛利额（单位：元）



资料来源：Wind、各公司公告、信达证券研发中心

对比单车净利润，企业间差距比毛利额更明显。我们根据年报披露净利润以及产品销量测算得到各品牌单车净利润（或存在误差，仅供方向性参考）：九号公司受业务结构影响未纳入统计，但我们预计趋势上与毛利率相同，有望显著领先其他品牌；传统品牌间单车净利差异比毛利差异更为显著。

图 32：两轮电动车品牌单车净利润（元）

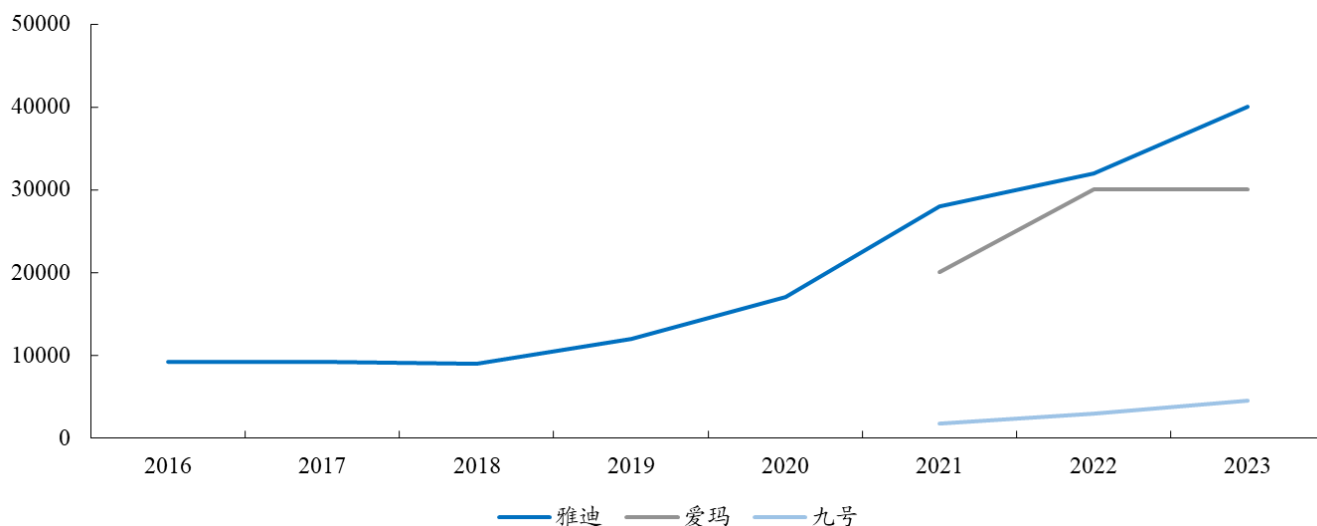


资料来源：Wind、各公司公告、信达证券研发中心

2.5 渠道力：九号单店优异表现有望受到经销商青睐

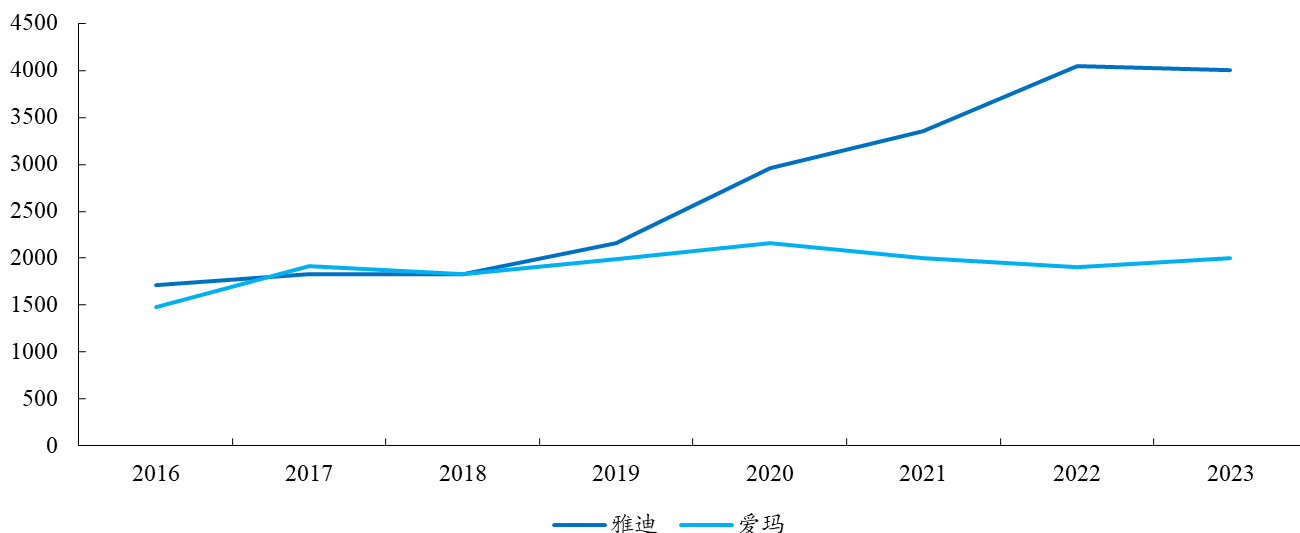
对比网点&经销商数量，行业渠道为王的竞争特征鲜明。过往主流消费者在选购电动两轮车时看重线下体验，故线下网点数量与销售规模一定程度上呈正向关联，行业渠道为王的竞争特征鲜明，网点数量增加一方面依靠存量经销商拓店，另一方面则依靠发展新经销商，雅迪近年来通过发力发展新经销商支撑渠道数量的持续增长，爱玛则侧重于培育已有经销商，提高单个经销商开店数量。九号公司早期通过线上渠道实现差异化竞争，近年开始发力线下渠道，我们认为在已形成品牌影响力加持之下，九号公司的渠道扩张潜力可观。

图 33：两轮电动车品牌线下网点数量



资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

图 34：两轮电动车品牌经销商数量



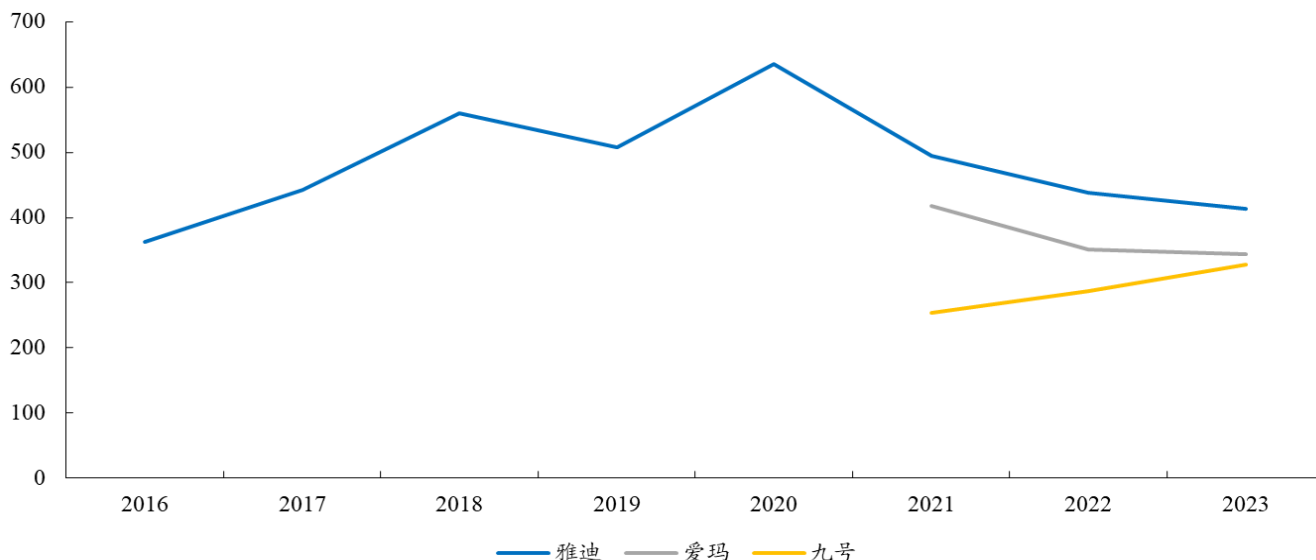
资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

对比单店销量，我们认为行业已度过渠道跑马圈地阶段，未来重心在于提质。对比复盘单店销量，近年来两大龙头企业有所承压，我们认为一定程度上反映大众市场已基本完成渠道覆盖，行业度过跑马圈地阶段，继续加密的新客吸纳效果边际下降。我们预计未来行业终端渠道数量中枢或将趋于稳定，头部品牌主要拓店空间或来自非头部品牌旗下经销商的翻牌行为，渠道竞争重心将聚焦于提升网点质量，一方面

是提升单店销量，另一方面则是提升单店盈利水平，考验品牌方连同经销商的渠道精细化运营能力以及产品、品牌形象的综合竞争力。

九号公司近年来店效逆势提升，我们认为反映出细分市场潜力。九号公司以年轻化、智能化为核心看点，重点布局中高端市场，一方面挖掘增量需求，典型画像是此前对传统品牌产品缺乏兴趣故不选择电动两轮车出行的消费者，以九号为代表的新兴品牌凭借更具个性化、智能化的产品和服务体验激活出这部分客群需求，另一方面则是渗透存量大众市场中有品质消费需求的客群，例如年轻客群等。

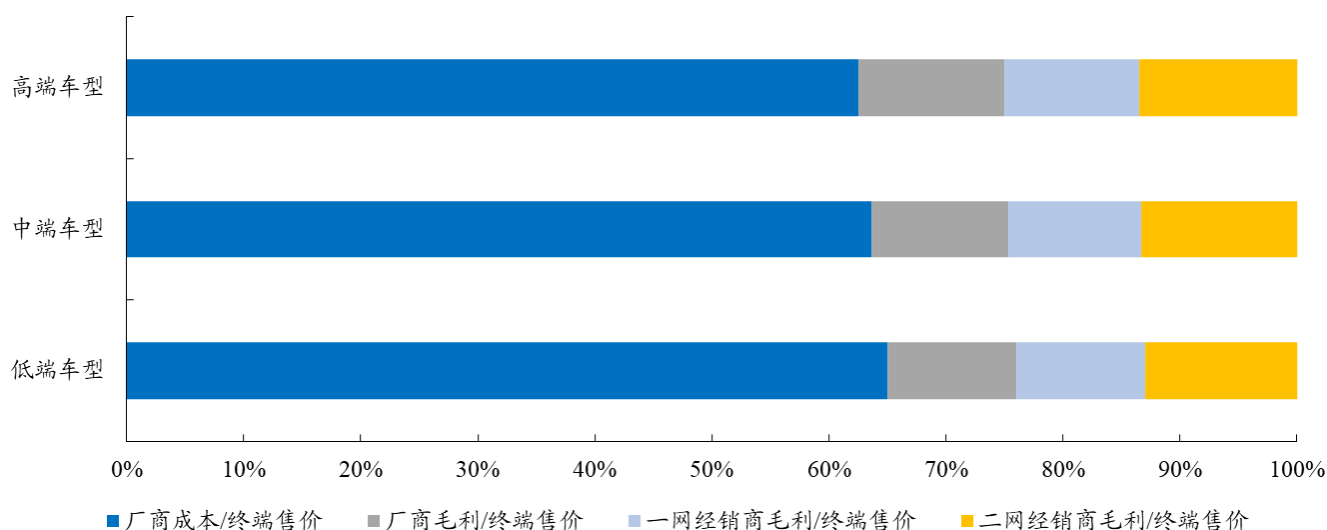
图 35：两轮电动车品牌单店销量



资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

对比渠道盈利结构，布局中高端产品有望惠及产业链多环节。我们从不同档位产品的产业链价值分配入手，对比分析中高端产品布局意义，直观结论为中高端产品终端定价溢价水平更高，能够为品牌厂商、一网络经销商、二网络经销商各环节提供更大利润空间与更高毛利率水平。展望未来，我们预计九号公司凭借中高端市场优势，有望推动产业链多环节在共同利益导向下形成合力，在相对稳定的行业大盘需求中挖掘结构性增长机遇。

图 36：两轮电动车价值链梳理



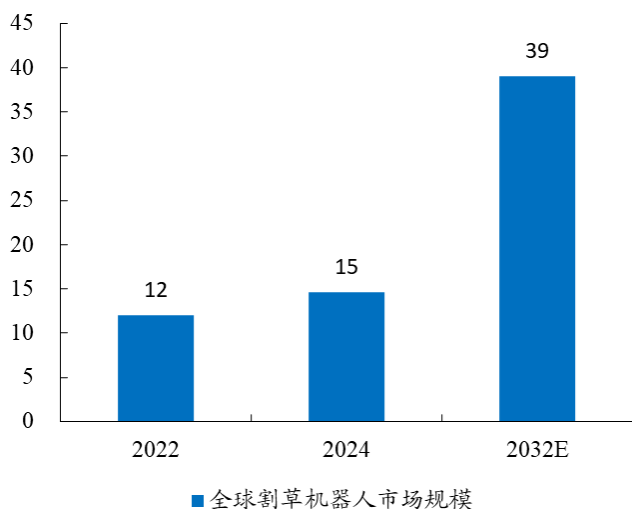
资料来源：电动车头号公众号、信达证券研发中心

3. 割草机器人：技术引领&规模优势，成长空间广阔

3.1 行业概览：割草机器人有望渗透传统工具领域，欧美市场为主导

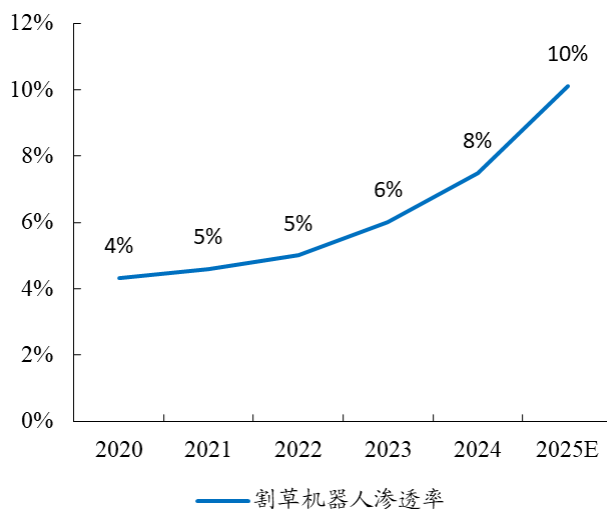
全球割草机器人市场规模 2024 年约 15 亿美元。根据大数跨境数据，2024 年全球割草机器人市场规模约 15 亿美元，2032 年预计有望达 39 亿美元。渗透率角度，2024 年割草机器人在割草机市场中渗透率约 8%，近年来呈加速渗透趋势，我们认为核心驱动在于产品逻辑，即技术进步带来产品革命，近几年市场化的割草机器人产品在用户体验（便捷、性价比、安全性）、环保理念等维度相较于传统工具开始展现显著优势。公司方面，传统龙头如富世华、宝时得等，新势力如九号、追觅、松灵等的相关布局亦从供给端推动渗透进程。

图 37：全球割草机器人市场规模（单位：亿美元）



资料来源：大数跨境、MarketResearch、信达证券研发中心

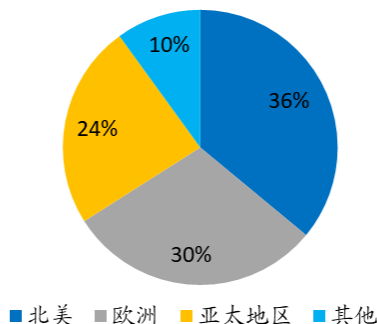
图 38：全球割草机器人市场渗透率



资料来源：大数跨境、雨果跨境、信达证券研发中心

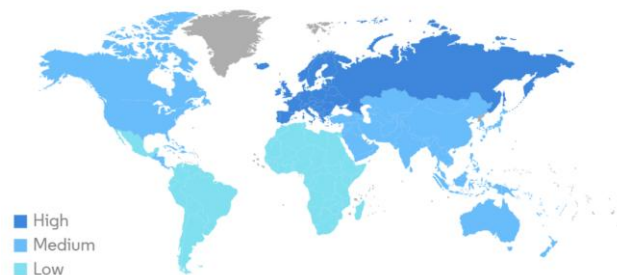
分地区看，欧美是割草机器人主要消费市场。从地区分布看，北美与欧洲是割草机器人主要消费市场，占全球市场比例分别为 36%/30%，我们认为这与相应区域的庭院文化、居民消费水平相关。动态看，北美市场增速最快，欧洲与亚太地区次之。对比欧美市场，我们认为欧洲市场接受割草机器人的条件相对成熟，一方面是欧洲市场平均家庭草坪面积偏小，且地势规整平缓，在设备使用适配度方面优于北美，另一方面则是相关环保法规也相对领先；北美市场方面，我们认为当前增速尚未充分体现出品类潜力，因为北美草坪整体面积偏大且地势相对复杂，但换个角度讲，未来随着割草机器人硬软件研发持续升级迭代，产品续航能力、复杂地势处理能力等方面有望提升，在各类市场的适配性有望增强，渗透空间广阔。

图 39：全球割草机器人市场区域分布



资料来源：大数跨境、vision research reports、maximize market research、信达证券研发中心（2024 年）

图 40：各地区割草机器人市场增速

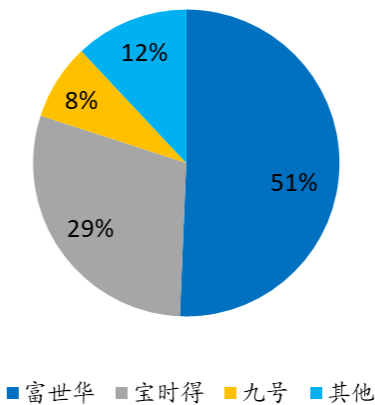


资料来源：Mordor Intelligence、信达证券研发中心

3.2 竞争格局：传统龙头占据主要份额，产品力是新势力破局关键

传统龙头占据割草机器人市场主要份额，九号公司快速追赶。行业格局方面，园林工具行业传统龙头富世华与宝时得占据全球割草机器人市场份额前二，我们估算2024年二者市占率分别约为51%/29%，断层领先于其他品牌。行业内其他品牌以技术创新型公司为主，并非来自传统工具赛道，如九号公司、追觅科技、科沃斯、松灵等。我们预计新势力品牌市占率鲜有超过10%，但整体相对接近，其中市占率8%（估算）的九号公司或是距离两大传统龙头企业最接近的行业公司。新势力公司以九号公司为代表，核心竞争力来自产品创新研发，近年来成长势头强劲。

图 41：全球割草机器人市场格局



资料来源：大数跨境、MarketResearch、富世华官网、艾格资本公众号、九号公司公司公告、信达证券研发中心（2024年）

图 42：富世华是全球割草机领域传统龙头



资料来源：富世华官网、信达证券研发中心

图 43：割草机器人企业梳理

公司名称	品牌	业务发展
Husqvarna（富世华）	Husqvarna、Gardena	2024年割草机器人销售额达72亿瑞士克朗；2025年2月宣布扩大无边界智能割草机系列，计划在2025年销售季推出13款新机型。
宝时得	WORX	2021年割草机器人单年销量突破30万台；智能割草机器人领域全球专利申请量超1300件，旗下Worx威克士智能割草机器人在全球全渠道市场占有率名列前茅。
九号公司	Segway Navimow	2024年割草机器人业务收入约8.61亿元；发布Segway Navimow智能割草机器人X3系列，割草面积与充电时间的比率达到行业平均水准2倍，割草面积最高可覆盖10000平米，传感器、视觉硬件等方面全面升级，已于2025年春季在欧美正式开售。
追觅科技	Dreame	截至25年2月累计出货10万台，3月底4月初日销售订单超500台；追觅主要采用激光雷达技术路线，25年将发布RTK产品，覆盖大面积草坪。
松灵机器人 （子公司库玛科技）	Mammotion	2025年5月16日，Mammotion库玛科技与RoboSense速腾聚创宣布达成战略合作，双方将共同开发基于车规级固态技术的高端割草机器人激光雷达解决方案，首批订单约定三年内合作120万台。
科沃斯	Ecovacs	2024年割草机器人在欧洲市场实现销量4万台；据公司公告，2024年科沃斯割草机器人海外收入和销量同比分别增长186.7%和271.7%。

资料来源：移动机器人产业联盟公众号、富世华官网、宝时得官网、九号公司公司公告、雷峰网公众号、Mammotion 库玛公众号、科沃斯公司公告、信达证券研发中心

3.3 技术研发：核心在于定位与避障，技术路径与解决方案多样

割草机器人核心科技在于定位与避障。当前割草机器人的核心科技在于定位与避障，定位技术主要用于引导设备在限定区域内工作，目标是以最高效率完成目标区域内的草场打理，避障技术主要用于在设备工作过程中避开障碍物，一类是桌椅、石块等固定物体，一类是野生动物、宠物等随机出现生物，保证生物友好性。目前定位技术主流路径包括埋线定位、卫星定位（RTK、GPS）、UWB定位等；避障技术主流路径包括视觉技术、激光雷达技术等（注：部分技术可同时完成一定程度上的定位+避障，此处归纳主要为便于理解）。从市场趋势看，定位技术正逐渐向RTK靠拢，但避障技术方面，视觉与激光雷达仍在分头发展，各有优劣。

图 44：割草机器人技术方案梳理

主流定位技术	硬件需求	特点	主流避障技术	特点
埋线定位	埋设磁感线	通过在草坪中预埋磁感线框定割草区域，缺点是安装维护成本较高，割草路线缺少算法精确规划，效率较低。	视觉技术	通过视觉传感器（如摄像头）采集环境图像信息，利用视觉同步定位与地图构建算法进行分析处理，实现避障等功能，应对复杂环境能力较弱，优化空间依赖AI算法等技术。
GPS定位	安装基站	利用卫星信号确定割草机器人的位置，定位精度较低，一般在米级左右。	激光雷达	可直接测量目标距离，精度高，应对遮挡、地形变化等复杂环境能力更强，但成本较高。
RTK定位	安装基站	基于全球导航卫星系统（GNSS）的高精度定位技术，通过差分定位消除卫星信号误差，有机会实现厘米级定位精度。	超声波技术	研发门槛低，可快速落地产品，但对低小物体识别能力有限，对部分特殊地形处理能力较弱。
UWB定位	安装信号桩	基于时间差测量（TDOA）或到达时间（TOF）测距方法，利用超宽带脉冲信号的高时间分辨率定位，但安装信号桩成本较高，且在遮挡环境下信号衰减显著。		

资料来源：电子发烧友网公众号、格隆汇 APP 公众号、稳传测控公众号、嘉美仕科技公众号、荣格工业激光公众号、与光资本公众号、信达证券研发中心

图 45：割草机器人企业梳理

企业	技术路径
富世华	主要采用卫星定位+超声波技术，新品优化或侧重于定位技术方面。
宝时得	已布局RTK技术、视觉技术、激光雷达技术。
九号公司	Segway Navimow X3系列采用RTK技术（升级版）+视觉技术（配合AI算法）。
追觅	较早走激光雷达技术路线，后续或将布局RTK+视觉技术路线。
松灵	主要采用RTK+视觉技术，新品LUBA mini AWD LiDAR采用激光雷达+视觉技术。
科沃斯	早期采用UWB技术，后逐渐转向RTK技术

资料来源：上海园林景观展公众号、宝时得 POSITEC 公众号、艾格资本公众号、硬氦公众号、稳传测控公众号、Mammotion 库玛公众号、格隆汇 APP 公众号、信达证券研发中心

3.4 产品力：九号公司技术研发领先，规模优势有望强化性价比

九号公司卡位思路鲜明，性价比优势突出。九号公司产品卡位鲜明，推出的 i105e 旗舰款主打 1000m²以下小型草坪，与传统龙头 1000m²以上大型草坪产品形成差异化，基于定位差异，九号公司进一步推出 999 欧元定价，售价显著低于传统产品价格带；同时公司较早开始运用 RTK+视觉 AI 技术，产品使用体验良好。九号打法的有效性从行业层面能够得到验证，我们看到业内其他企业诸如科沃斯等正从技术路线、产品定位等方面布局靠拢，但我们仍看好九号公司技术研发支撑产品迭代，例如最新一代 Segway Navimow X3 系列已于 2025 年春季在欧美开售。

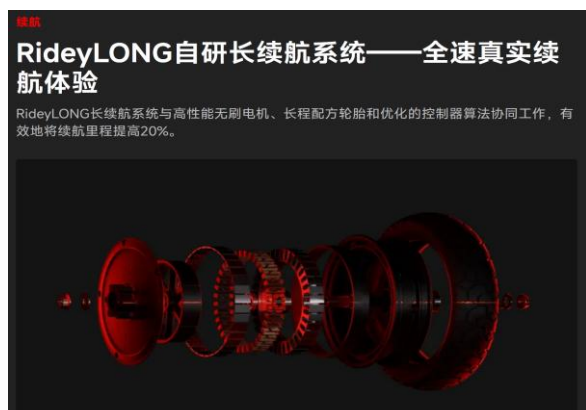
图 46: 割草机器人企业产品对比

品牌	型号	定价 (€)	定位+导航	适用面积 (m ²)	最大爬坡能力	切割宽度 (mm)	切割高度 (mm)	使用效率
Novimow	i105e	999	RTK (升级版) +视觉AI	500	30% (17°)	-	-	单次充电可使用60min
Husqvarna	Automower Aspire R4	850-900	埋线定位	400	-	-	-	-
	Automower 415X	1600-1700	GPS+超声波	1600	40% (22°)	220	-	63 m ² /h
Mammotion	LUBA mini AWD 800	1599	RTK+视觉AI	800-1000	80% (38°)	200	20-65	单次充电割草180m ²
	LUBA mini AWD 1500	1999	RTK+视觉AI	1500-1800	80% (38°)	200	20-65	单次充电割草250m ²
Worx	Landroid WR206E	1200-1300	RTK+视觉AI	600	-	160	30-60	-
	Landroid WR213E	1850-1900	RTK+视觉AI	1300	-	-	48-72	-
Ecovacs	Goat G1-800	600-700	UWB+视觉技术	800	45% (24°)	220	30-60	-
	GOAT O800	900-950	RTK+视觉AI	800	45% (24°)	220	30-80	140-180 m ² /h

资料来源: Amazon、信达证券研发中心

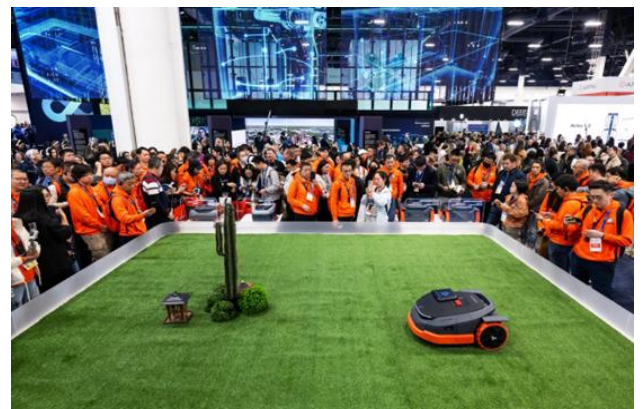
九号公司规模效应有望从制造、研发等方面持续凸显。我们认为九号公司规模效应有望从多方面持续凸显：（1）制造端，公司旗下产品主要为电力驱动同时符合短程移动特征，因此在三电系统、芯片等核心部件方面具备较高供应链重叠度，立足于产品矩阵一盘棋的思路，公司未来有望依托电动两轮车产品增长，持续提高对上游供应链的议价能力，同时最大化自有工厂效率；（2）研发端，公司 2014 年起系统化进军机器人领域，自研全栈机器人技术，在图像识别、导航算法、计算平台等多个关键的技术栈上进行了深入的研究和探索，积累了丰富的技术经验，能够快速复用到相关新兴产品领域，快速实现技术领先优势。

图 47: 九号公司 RideyLONG 系统



资料来源: 九号公司官网、信达证券研发中心

图 48: 九号公司亮相 CES 2025 展会

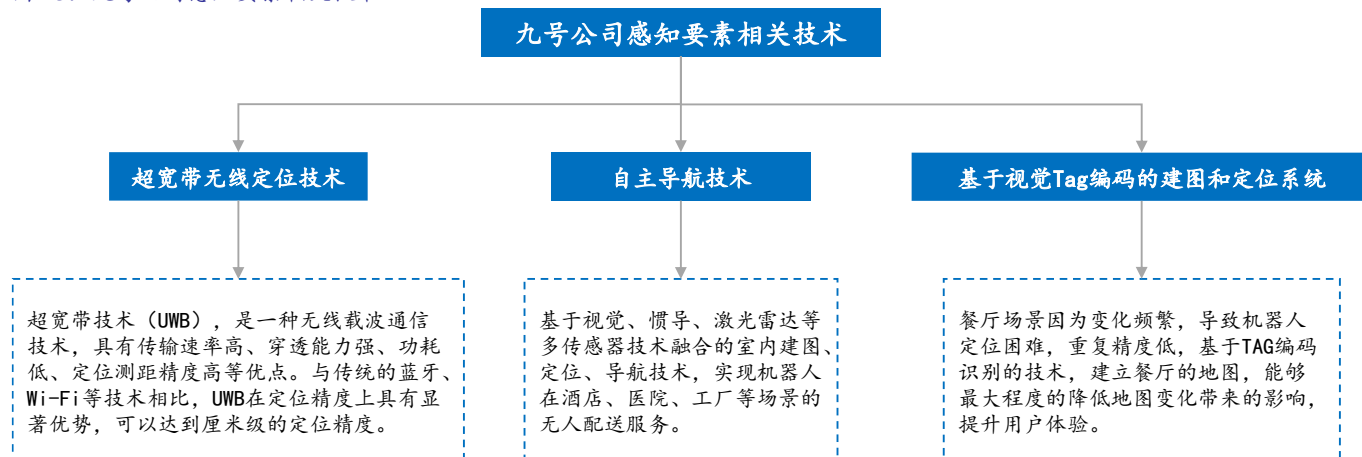


资料来源: 九号公司官网、信达证券研发中心

3.4 核心能力：掌握机器人底层技术，应用落地打开品类空间

智能机器人基本要素为感知、决策、执行、控制。参考艾瑞咨询报告，我们认为智能机器人应当具备感知、决策、执行、控制等基本要素，可完成预期任务，同时可自主应对执行过程中的突发情况。感知环节主要以传感器为基础，构建融合视觉、听觉、触觉、体感等多模态感知系统，精准反馈环境信息。感知方面，九号公司已具备超宽带无线定位技术、自主导航技术、基于视觉 Tag 编码的建图和定位系统等，能够满足机器人产品对外界的感知要求；决策方面，公司在图像识别、导航算法、计算平台、等关键技术栈上已积累丰富技术经验，能够支撑机器人产品根据复杂的外部情况，完成工作决策。

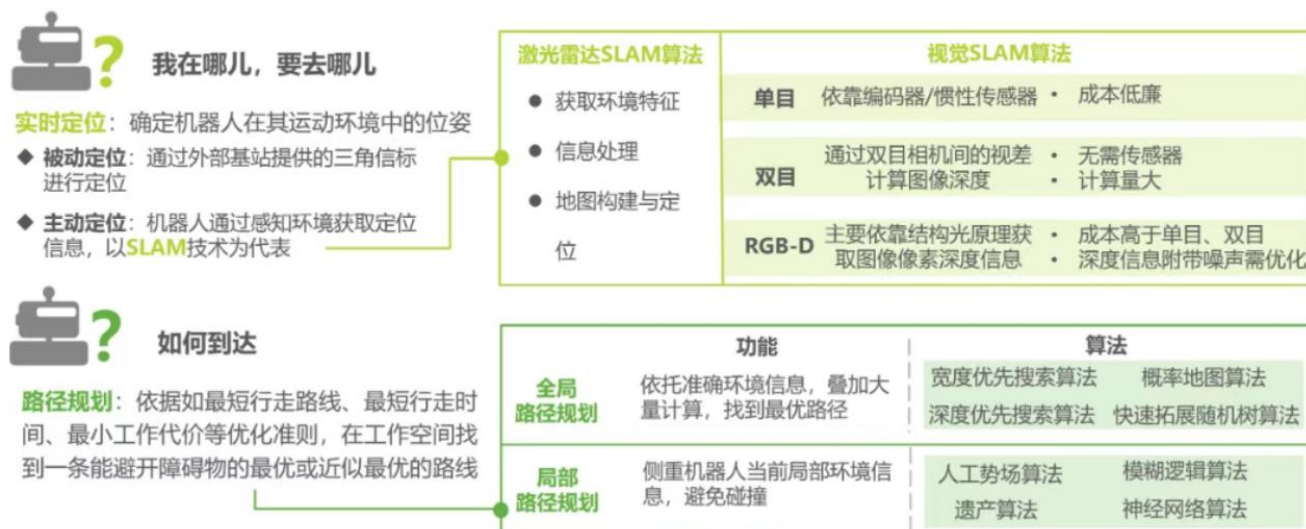
图 49：九号公司感知要素相关技术



资料来源：九号公司公告，信达证券研发中心

九号公司积极布局 AI 技术，持续优化机器人决策要素。参考艾瑞咨询报告，我们认为机器人决策指机器人具备一定独立自主解决问题的能力，通过感知理解行为环境，在与环境的交互中积累经验，形成在复杂环境中执行任务的能力。机器人决策主要依靠算法实现，并搭载机器学习、深度学习等人工智能技术，优化算法的实现路径。九号公司自研深度学习目标检测模型与边缘 AI 计算技术已投入割草机器人等产品的打造，可智能区分草地与非草地、平地与坡地，并动态优化割草路径。此外，公司利用机器人及 AI 技术，赋予 E-bike 产品“感知+决策”的底层思考能力。

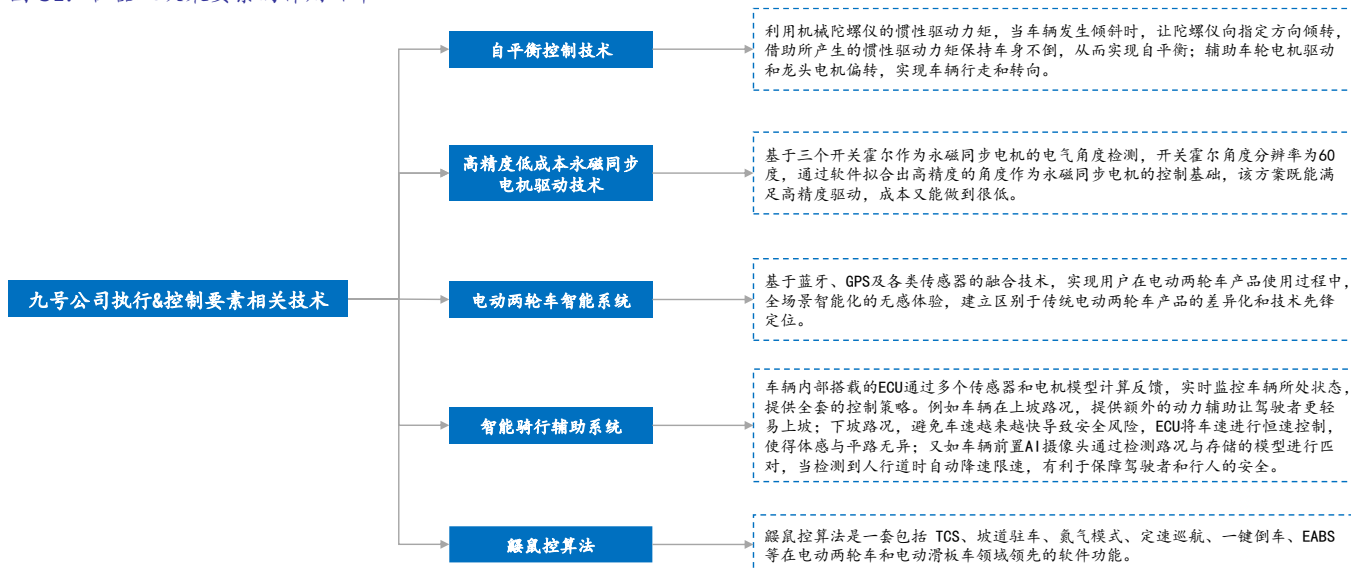
图 50：机器人决策要素的作用环节



资料来源：艾瑞咨询公众号，信达证券研发中心

九号公司通过智能短交通产品积累深厚执行&控制要素经验。我们认为九号公司通过电动滑板车、电动平衡车、电动两轮车等智能短交通产品已积累深厚执行&控制要素经验，如自平衡控制技术、高精度低成本永磁同步电机驱动技术、电动两轮车智能系统、智能骑行辅助系统、鼯鼠控算法等，能保证相关产品在运动过程中灵活适应多种复杂路况、全域路段畅行无阻。在机器人产品领域，我们认为九号公司独特的发展路径赋予了其执行与控制要素的独特优势。

图 51：机器人决策要素的作用环节



资料来源：九号公司公告、信达证券研发中心

九号公司打造短途交通智能生态底座，底层技术支撑顶层产品探索。我们认为公司通过持续研发创新，已成长为平台型科技企业。重要体现之一便是公司打造出行业首个短途交通智能生态底座——NimbleOS，从早期技术理论与应用实践结合，再到关键底层技术深度渗透，九号公司正以操作系统为支点，撬动短途交通工具逐渐从“功能机”向“智能体”的质变跃迁，并形成智慧技术、移动技术、在线化+数据化能力三大类核心底层技术，且均已达到国际领先或国内领先水平。我们看好公司在未来通过核心技术灵活组合，聚焦于创新短交通和服务机器人业务，持续丰富产品布局，拓展业务边际，实现从“0到1”、从“1到N”的发展，打通科技创新从研发、应用再到产业化的全链条。

图 52：九号公司短途交通智能生态底座——NimbleOS



资料来源：九号公司官网、信达证券研发中心

图 53：九号公司服务机器人



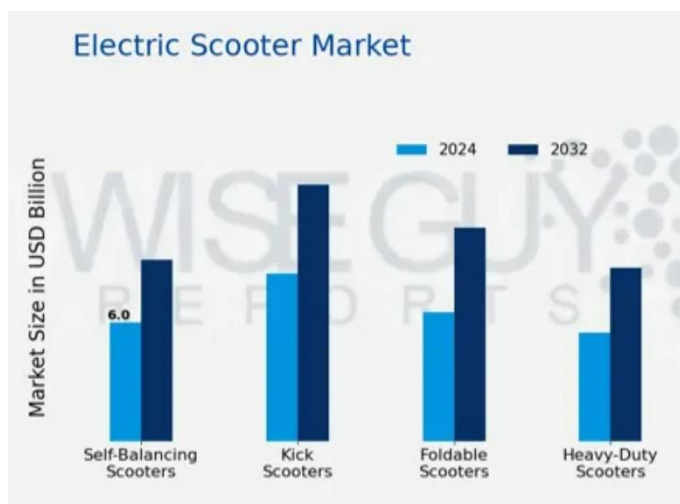
资料来源：九号公司官网、信达证券研发中心

4. 其他产品：主流产品表现稳健，创新产品正在萌芽

4.1 滑板车以海外为主要市场，九号旗下 Segway 品牌积淀深厚

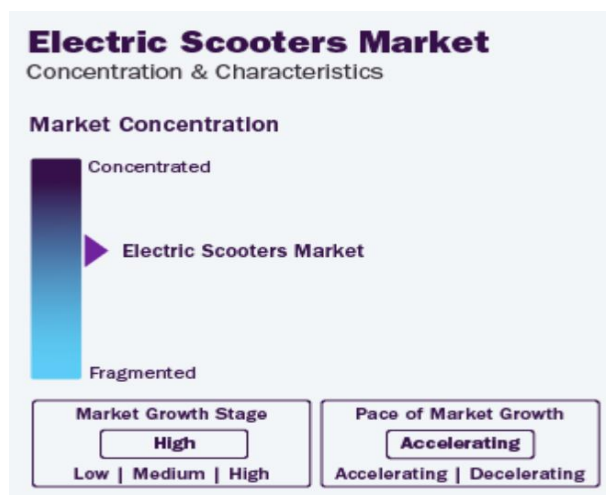
全球电动滑板车市场增长相对良好，行业格局有优化空间。根据 Research and Markets 数据，电动滑板车市场预计将从 2024 年 267.3 亿美元增至 2033 年 550.1 亿美元，年复合增长率为 8.35%。根据绿联产发数据，目前北美是全球电动滑板车最大市场，份额占比约为 60%，其次是欧洲和中国，份额占比分别约 20%和 10%。总体来看，全球电动滑板车市场仍处扩张发展期，我们认为头部企业基于品牌认知与技术研发有望保持领先优势，市场集中度仍有提升空间。

图 54：全球电动滑板车使用场景展望



资料来源：Wise guy reports、信达证券研发中心

图 55：全球电动滑板车市场格局



资料来源：Grand view research、信达证券研发中心

九号公司旗下 Segway 品牌积淀深厚，竞争优势突出。24 年 10 月，九号公司电动滑板车产品累计销量超 1300 万台，旗下品牌 Segway 作为品类开创者持续引领全球电动滑板车市场快速发展。2024 年，九号公司全面升级和完善了电动滑板车从儿童娱乐、轻便通勤、运动通勤到高端性能玩乐的全场景和全价位段的产品矩阵。在共享商用出行领域，公司自 2018 年起为全球共享运营商提供卓越的微出行产品和服务，凭借强大的品牌影响力、卓越的业绩以及在质量和可靠性方面的良好声誉，目前已成为全球共享微出行行业的标杆企业。

图 56：九号公司电动滑板车儿童系列



资料来源：九号公司官网、信达证券研发中心

图 57：九号公司智能 TCS 牵引力控制系统

智能TCS牵引力控制系统，湿滑路面安心通过，通过更精密的电控算法与三轴传感器的运用，实现更精准的车辆牵引力控制提升在湿滑路面等低附着路面上的骑行安全性及稳定性。

*请注意骑行安全，避免在湿滑的路面上突然刹车和高速转弯。

*此功能需要通过九号出行APP开启。



资料来源：九号公司官网、信达证券研发中心

4.2 电动/混动全地形车市场前景可观，九号公司以智能化做出特色

北美全地形车市场增速相对较快，电动化在未来具备潜力。根据 MordorIntelligence 数据，2025 年全球全地形车市场规模预计 174.1 亿美元，预计 2030 年将达到 213 亿美元，年复合增长率 4.12%；2025 年北美 ATV 和 UTV 市场规模预计 99 亿美元，预计到 2030 年将达到 144.1 亿美元，年复合增长率为 7.8%。2024 年，UTV 有望占据北美全地形车市场约 73% 市场份额。展望未来，我们认为随着三电技术持续进步，电动全地形车使用性能有望接近甚至一定程度上超越燃油全地形车，而其环境友好属性有望进一步推动其在娱乐用户和商业企业中的使用，市场前景可观。

图 58：电动全地形车市场结构



资料来源：Global Market Insights、信达证券研发中心

九号公司全面布局电动/混动全地形车，以智能化做出特色。九号公司产品已涵盖 ATV-Snarler、UTV-Fugleman 及 SSV-Villain 三大系列。2024 年，公司发布全地形车新品 Segway AT10 和 Segway UT6，前者马力达 97hp，爬坡角度达 38°，最高时速 125km/h，动力输出强劲；后者将实用性、舒适性与娱乐性结合，不仅拥有强大越野能力，也可以胜任日常农业作业。此外，九号公司以智能化做出特色，赛格威 Snarler 配备智能控制系统，可通过 Segway Powersports App 了解驾驶数据及车辆信息。

图 59：赛格威灵智 APP 匹配全地形车产品

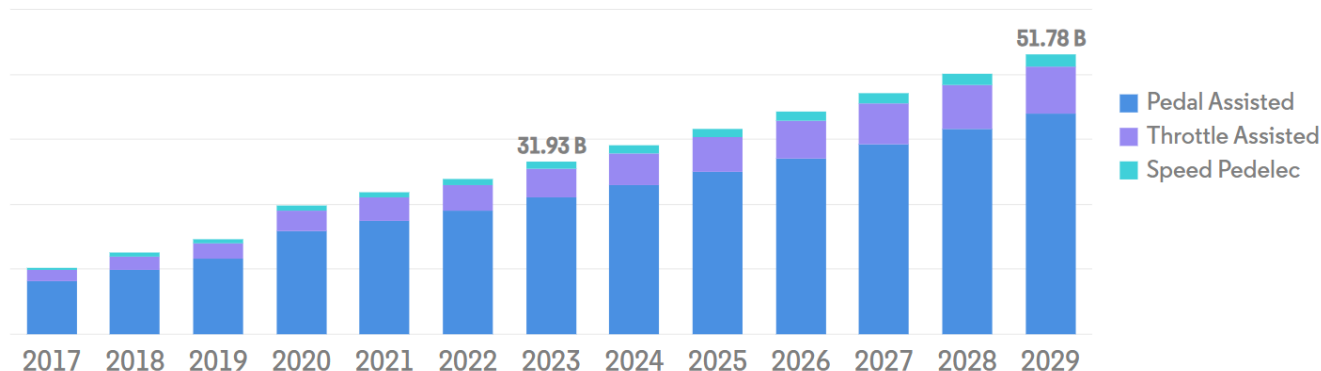


资料来源：赛格威官网、信达证券研发中心

4.3 E-bike 市场份额相对分散，九号公司积极布局

全球 E-bike 市场增速较快，高度契合现代出行理念。根据 Mordor Intelligence 数据，2024 年全球 E-bike 市场规模预计 349.8 亿美元，2029 年预计将达 517.8 亿美元，年复合增长率为 8.16%。E-bike 高度契合现代化出行理念，一是结合汽车舒适性和骑行便捷性，二是使用过程中安静、不产生碳排放、费用低、节省空间，三是契合居民逐渐增强的健身意识，市场规模扩大具备持续性。

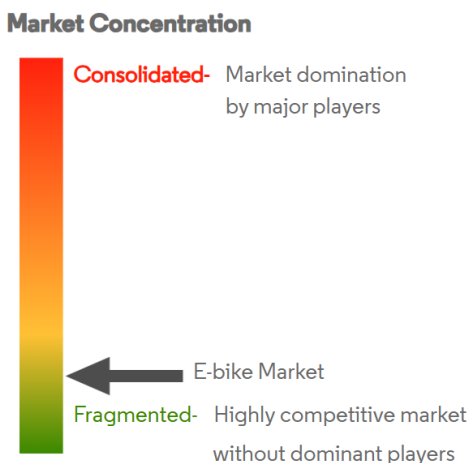
图 60: 全球 E-Bike 市场规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: Mordor Intelligence、信达证券研发中心

全球 E-bike 市场份额分散，九号公司以实现整车真智能积极布局。根据 Mordor Intelligence 统计，全球 E-bike 市场份额较分散，各类品牌均有机会快速成长。九号公司 E-bike 产品依托公司在交通工具、智能化技术、AI 及物联网技术领域长期积累的深厚底蕴，进行全方位整合与升级，实现整车真智能。该系列产品配备多个智能适配传感器，能实时精准监测车辆状态以及路面情况，并据此动态调整电助力输出；此外，车辆支持与第三方健康设备连接，监测骑行者身体状况。除对车辆本体进行智能化升级，公司还开创性地提出 E-bike 智能座舱概念，基于自主研发操作系统，围绕用户日常骑行过程中体验蓝图，设计全流程体验升级，包含解锁、数据、导航、音乐等高频使用功能，搭配独特的五向滚轮按键交互设计，为用户带来高度便捷的操作体验。我们认为，九号公司 E-bike 产品有望突破传统 E-bike 行业“攒车为主”的固有局限，开拓出全新格局。

图 61: 全球 E-bike 市场格局



资料来源: Mordor Intelligence、信达证券研发中心

图 62: 九号公司全域驾控系统

RideyDrive 自研驾控系统，全域真科技

九号电动车全域真科技的 RideyDrive 全域驾控系统；结合九号长期以来在交通出行领域积累的车联网大数据、机器人/AI 技术与相关感知-计算-执行控制能力，及三电与全系统工艺的完整工程整合能力与独立设计理念：在制动、防抱死、车架结构、电控电气等多个骑行驾控的核心模块上大量自研、创新技术，帮助车辆灵活适应多种复杂路况，为用户在不同使用场景获得舒适、安全的驾控体验，全域路段畅行无阻。



资料来源: 九号公司官网、信达证券研发中心

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

收入端：公司产品矩阵次第放量推动收入持续较快增长。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 195.3/250.7/311.1 亿元，分别同比+37.6%/+28.4%/+24.1%，具体分业务拆分：

- 1) 预计电动两轮车业务 2025-2027 年营收增速分别为 47.7%/31.6%/26.0%，增长主要由销量驱动，公司品牌持续破圈，新消费属性凸显；
- 2) 预计滑板车和平衡车业务 2025-2027 年营收增速分别为 15.8%/12.2%/11.1%，考虑到行业增长或趋于平稳，业务增速保持稳健；
- 3) 预计机器人业务 2025-2027 年营收增速分别为 100.0%/70.0%/50.0%，其中以割草机器人为主，保持高速增长一是因为该赛道仍在持续渗透传统市场，二是因为公司基于制造与研发双重规模优势有望持续提升市占率。
- 4) 预计其他产品业务 2025-2027 年营收增速分别为 17.2%/14.2%/10.5%。

利润端：考虑到公司机器人等高毛利产品销售占比持续提高，我们预计公司毛利率有望提升，2025-2027 年毛利率分别为 28.4%/28.8%/29.3%。期间费用方面，随着公司收入规模扩大、规模优势凸显，费用率有望持续优化，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 6.4%/6.3%/5.9%，管理费用率分别为 4.5%/4.3%/4.0%，研发费用率分别为 4.4%/4.2%/4.0%。

图 63：九号公司分业务预测

百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6002.74	9146.05	10124.32	10222.08	14195.81	19527.83	25072.94	31106.07
YOY	30.90%	52.36%	10.70%	0.97%	38.87%	37.56%	28.40%	24.06%
毛利率	27.69%	23.23%	25.97%	26.90%	28.24%	28.40%	28.84%	29.27%
电动两轮车	432.06	1334.35	2663.10	4232.34	7211.18	10649.47	14012.46	17655.69
YOY		208.84%	99.58%	58.93%	70.38%	47.68%	31.58%	26.00%
占比	7.20%	14.59%	26.30%	41.40%	50.80%	54.53%	55.89%	56.76%
毛利率	18.26%	11.19%	16.16%	19.27%	21.11%	21.50%	21.50%	21.50%
销量（万辆）	11	44	86	147	260	380	500	630
单车ASP（元）	3779	3001	3087	2876	2775	2802	2802	2802
滑板车和平衡车	5262.31	6405.47	5536.90	3487.63	3380.56	3913.05	4391.31	4878.75
YOY		21.72%	-13.56%	-37.01%	-3.07%	15.75%	12.22%	11.10%
占比	87.67%	70.04%	54.69%	34.12%	23.81%	20.04%	17.51%	15.68%
毛利率	27.12%	25.09%	29.14%	29.45%	33.32%	31.00%	31.00%	31.00%
销量（万辆）	290	333	250	169	157	180	200	220
单车ASP（元）	1814	1925	2216	2065	2152	2174	2196	2218
机器人	7.75	21.29	120.66	252.33	895.17	1790.35	3043.59	4565.39
YOY		174.74%	466.72%	109.13%	254.76%	100.00%	70.00%	50.00%
占比	0.13%	0.23%	1.19%	2.47%	6.31%	9.17%	12.14%	14.68%
毛利率	38.42%	36.19%	49.07%	53.11%	51.09%	50.00%	47.00%	45.00%
其他产品	300.62	1384.95	1803.66	2249.78	2708.89	3174.97	3625.58	4006.23
YOY		360.69%	30.23%	24.73%	20.41%	17.21%	14.19%	10.50%
占比	5.01%	15.14%	17.82%	22.01%	19.08%	16.26%	14.46%	12.88%
毛利率	50.87%	26.00%	28.30%	34.37%	33.31%	36.14%	39.38%	43.44%

资料来源：Wind、公司公告、信达证券研发中心

5.2 投资评级

九号公司为全球智能短交通和服务类机器人领军企业，技术研发底蕴深厚，新曲线方法论清晰，未来有望打造专属科技生态。当前节点，公司电动两轮车主业高增长势头强劲，其他业务如割草机器人、全地形车等有望陆续迎来放量增长，成长可期。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 20.0/26.5/35.2 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21.0X/15.8X/11.9X。摩托车及其他行业中，选取主营电动两轮车或全地形车的爱玛科技、春风动力、涛涛车业，以及小家电行业公司科沃斯（主营产品包括服务机器人）作为可比公司，2026 年可比公司平均估值约为 16.3X，估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 64：可比公司估值对比

证券代码	证券名称	收盘价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603529.SH	爱玛科技	35.77	3.03	3.61	4.16	11.79	9.92	8.60
603129.SH	春风动力	235.25	11.93	14.68	17.66	19.71	16.02	13.32
301345.SZ	涛涛车业	139.66	5.36	6.72	8.49	26.05	20.78	16.46
603486.SH	科沃斯	58.21	2.68	3.13	3.68	21.73	18.57	15.83
	行业平均					19.82	16.32	13.55
689009.SH	九号公司-WD	58.31	27.80	36.83	48.94	20.97	15.83	11.92

资料来源：Wind，信达证券研发中心（估值日期：采用 2025 年 7 月 11 日收盘价，除九号公司外，其余一致预期来自于 Wind；注：九号公司 PE 基于每份 CDR 计算）

6. 风险提示

消费疲软。居民对未来经济预期趋弱或导致消费疲软，公司主营产品整体偏中高端，营收增长或受到影响。

政策推进不及预期。以旧换新等政策推进不及预期，或影响终端销售增长弹性。

市场竞争加剧。电动两轮车、割草机器人等赛道企业加速投入或导致价格战等风险，公司营收及盈利能力或受到影响。

新品销售不及预期。盈利预测中未来创新产品增速较高，若新品的市场接受度不及预期，可能影响未来公司收入。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,706	12,401	15,905	19,946	24,527
货币资金	4,974	7,473	9,762	12,683	16,077
应收票据	12	23	33	42	52
应收账款	983	1,073	1,351	1,662	1,972
预付账款	123	102	140	178	220
存货	1,108	1,839	2,689	3,409	4,188
其他	506	1,891	1,931	1,972	2,018
非流动资产	3,143	3,277	3,484	3,413	3,292
长期股权投资	0	0	135	135	135
固定资产(合计)	1,071	1,184	1,454	1,525	1,468
无形资产	847	894	843	792	741
其他	1,225	1,199	1,052	961	948
资产总计	10,850	15,678	19,389	23,359	27,819
流动负债	5,147	9,128	12,163	15,439	18,978
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	1,941	3,759	5,243	6,690	8,251
应付账款	1,728	2,428	3,418	4,361	5,378
其他	1,478	2,941	3,501	4,388	5,349
非流动负债	169	316	449	446	443
长期借款	0	0	63	63	63
其他	169	316	385	382	379
负债合计	5,316	9,443	12,611	15,885	19,421
少数股东权益	77	78	80	83	87
归属母公司股东权益	5,457	6,156	6,698	7,391	8,311
负债和股东权益	10,850	15,678	19,389	23,359	27,819

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,222	14,196	19,528	25,073	31,106
同比(%)	1.0%	38.9%	37.6%	28.4%	24.1%
归属母公司净利润	598	1,084	2,000	2,650	3,521
同比(%)	32.5%	81.3%	84.5%	32.5%	32.9%
毛利率(%)	25.2%	28.2%	28.4%	28.8%	29.3%
ROE%	11.0%	17.6%	29.9%	35.9%	42.4%
EPS(摊薄)(元)	8.31	15.07	27.80	36.83	48.94
P/E	70.15	38.70	20.97	15.83	11.92
P/B	7.69	6.81	6.26	5.68	5.05
EV/EBITDA	-5.11	-2.78	-1.98	-2.27	-2.39

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,222	14,196	19,528	25,073	31,106
营业成本	7,649	10,188	13,983	17,841	22,003
营业税金及附加	57	72	98	125	156
销售费用	847	1,101	1,250	1,580	1,835
管理费用	676	837	879	1,078	1,244
研发费用	616	826	859	1,053	1,244
财务费用	-136	-109	-195	-126	-60
减值损失合计	-104	-27	-30	-30	-30
投资净收益	-42	20	0	0	0
其他	196	54	55	55	55
营业利润	564	1,329	2,680	3,547	4,709
营业外收支	77	-10	-10	-10	-10
利润总额	641	1,319	2,670	3,537	4,699
所得税	45	234	667	884	1,175
净利润	596	1,085	2,002	2,652	3,524
少数股东损益	-2	1	2	3	4
归属母公司净利润	598	1,084	2,000	2,650	3,521
EBITDA	541	1,437	2,744	3,687	4,912
EPS(当年)(元)	8.37	15.32	27.80	36.83	48.94

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	2,319	3,354	4,131	5,262	6,479
净利润	596	1,085	2,002	2,652	3,524
折旧摊销	225	238	269	276	273
财务费用	-20	-16	29	167	320
投资损失	42	-20	0	0	0
营运资金变动	1,519	2,013	1,785	2,122	2,317
其它	-43	53	45	45	45
投资活动现金流	-454	-2,462	-434	-215	-162
资本支出	-809	-545	-260	-210	-160
长期投资	339	-1,947	-135	0	0
其他	16	29	-39	-5	-2
筹资活动现金流	-147	-513	-1,438	-2,127	-2,923
吸收投资	73	19	0	0	0
借款	0	0	63	0	0
支付利息或股息	0	-200	-1,507	-2,124	-2,920
现金流净增加额	1,741	393	2,289	2,920	3,394

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖民用电工、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。