

2025年08月03日

电动两轮车高增，Q2 业绩持续超预期

九号公司-WD (689009)

评级:	增持	股票代码:	689009
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	69.83/38.87
目标价格:		总市值(亿)	42.19
最新收盘价:	58.64	自由流通市值(亿)	32.55
		自由流通股数(百万)	55.51

事件概述

公司发布 2025 年半年度报告。

► 两轮车&滑板车表现亮眼，Q2 营收端持续高速增长

2025H1 公司实现收入 117.42 亿元，同比+76.13%，其中 Q2 为 66.30 亿元，同比+61.54%，延续高速增长势头，符合市场预期。25Q2 营收拆分看：1) 电动两轮车：收入 39.60 亿元，同比+81%，销量 130.87 万台，同比+77%；2) 电动滑板车：自主品牌零售和 ToB 收入为 9.29/4.34 亿元，分别同比+28%/+43%，自主品牌零售销量 38.38 万台，同比+5%，我们注意到自主零售销量增速低于收入端增速，说明产品单价大幅提升；3) 全地形车：收入 3.23 亿元，同比+11%，销量 0.8 万台，同比+21%；4) 配件及其他收入：合计 9.83 亿元，我们推测其中割草机器人收入同比高速增长。展望全年，随着渠道持续铺开和新品快速导入，公司电动两轮车有望延续快速放量，叠加滑板车需求旺盛、割草机器人高速增长，公司收入端有望延续高速增长。

► Q2 扣非净利率超过 13%，未来仍有提升空间

2025H1 公司实现归母净利润/扣非归母净利润为 12.42/13.13 亿元，同比+108.45%/+125.32%，其中 Q2 为 7.86/8.77 亿元，同比+70.77%/+83.76%，业绩好于市场预期。2025Q2 公司销售净利率/扣非净利率为 12.00%/13.22%，分别同比+0.79pct/+2.48pct，盈利水平持续提升：1) 毛利端：25Q2 公司毛利率为 30.95%，同比+0.52pct，继续提升，我们注意到剔除建店补贴和保证类质保费用影响后，2025H1 电动两轮车毛利率为 25.21%，结合软件续费率提升，产品优化毛利率仍有提升空间；2) 费用端：25Q2 公司期间费用率为 13.63%，同比-3.46pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-1.80 pct、+1.22 pct、-0.45 pct 和-2.43pct，我们认为随着后续规模持续扩大，公司盈利水平有望进一步提升。3) 受股权支付、公允价值变动影响，2025H1 非经常损益为-0.71 亿元（去年同期 0.13 亿元），一定程度压制了盈利端表现。

► 新产品开始进入收获期，中长期具备出色成长弹性

电动两轮车、全地形车、割草机器人等新品多点开花，公司具备较好成长性。1) 电动两轮车：根据艾瑞咨询，2025 年行业销量有望超过 5000 万台，市场需求巨大。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在中国区的电动两轮车专卖门店超 8700 家。截至 2025 年 7 月 18 日，公司智能电动两轮车在中国市场累计出货量突破 800 万台，高端智能化的成长逻辑已经兑现，且后续有望受益于行业反内卷趋势；2) 全地形车：根据 Mordor Intelligence 2025，2025 年全球市场约 1218 亿元，市场空间不断增长，公司产品在欧洲市场增长显著，UTV 和 SSV 也已顺利进入美国市场，持续兑现快速增长；3) 割草机器人：公司最新旗舰 X3 系列被评为“CES 最佳割草机器人产品”，

依托突出的产品力，公司割草机器人在海外用户中获得高度认可，用户数量已达17万家庭；
4) E-bike：正式登陆美国市场，有望成为后续重要增长来源。公司各项业务市场星辰大海，远期成长空间广阔。

投资建议

我们维持2025-2027年公司营收预测为206.36、262.77和332.02亿元，分别同比+45.4%、27.3%和26.4%；归母净利润预测为20.23、25.87和32.45亿元，分别同比+86.6%、+27.9%和+25.4%；对应EPS为28.12、35.97和45.11元。2025/8/1日股价58.64元对应PE分别为21、16和13倍，维持“增持”评级。

风险提示

关税影响超预期、新品市场突破不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,222	14,196	20,636	26,277	33,202
YoY (%)	1.0%	38.9%	45.4%	27.3%	26.4%
归母净利润(百万元)	598	1,084	2,023	2,587	3,245
YoY (%)	32.5%	81.3%	86.6%	27.9%	25.4%
毛利率 (%)	25.2%	28.2%	30.3%	29.9%	29.9%
每股收益(元)	8.37	15.32	28.12	35.97	45.11
ROE	11.0%	17.6%	27.4%	25.9%	24.5%
市盈率	70.06	38.28	20.85	16.30	13.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连

邮箱：huangr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,196	20,636	26,277	33,202	净利润	1,085	2,017	2,580	3,235
YoY (%)	38.9%	45.4%	27.3%	26.4%	折旧和摊销	238	202	213	212
营业成本	10,188	14,383	18,419	23,274	营运资金变动	2,013	-256	1,486	1,828
营业税金及附加	72	113	145	183	经营活动现金流	3,354	1,978	4,382	5,389
销售费用	1,101	1,548	1,839	2,324	资本开支	-545	-177	-156	-143
管理费用	837	1,238	1,577	1,992	投资	-1,947	80	60	40
财务费用	-109	-149	-168	-253	投资活动现金流	-2,462	-255	-117	-136
研发费用	826	1,176	1,498	1,893	股权募资	19	-588	0	0
资产减值损失	-27	-108	-110	-100	债务募资	0	-14	-3	0
投资收益	20	-41	-26	-33	筹资活动现金流	-513	-895	-3	0
营业利润	1,329	2,252	2,912	3,657	现金净流量	393	939	4,262	5,252
营业外收支	-10	40	20	20					
利润总额	1,319	2,292	2,932	3,677	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	234	275	352	441	成长能力				
净利润	1,085	2,017	2,580	3,235	营业收入增长率	38.9%	45.4%	27.3%	26.4%
归属于母公司净利润	1,084	2,023	2,587	3,245	净利润增长率	81.3%	86.6%	27.9%	25.4%
YoY (%)	81.3%	86.6%	27.9%	25.4%	盈利能力				
每股收益	15.32	28.12	35.97	45.11	毛利率	28.2%	30.3%	29.9%	29.9%
					净利率	7.6%	9.8%	9.8%	9.8%
					总资产收益率 ROA	6.9%	11.3%	11.2%	11.0%
					净资产收益率 ROE	17.6%	27.4%	25.9%	24.5%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	7,473	8,412	12,674	17,927	流动比率	1.36	1.43	1.55	1.64
预付款项	102	216	276	349	速动比率	1.09	1.17	1.30	1.41
存货	1,839	1,898	2,358	2,933	现金比率	0.82	0.84	1.00	1.12
其他流动资产	2,987	3,829	4,331	4,983	资产负债率	60.2%	58.3%	56.5%	55.2%
流动资产合计	12,401	14,354	19,640	26,191	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.07	1.23	1.28	1.26
固定资产	1,184	1,202	1,189	1,146	每股指标 (元)				
无形资产	894	904	894	884	每股收益	15.32	28.12	35.97	45.11
非流动资产合计	3,277	3,501	3,466	3,416	每股净资产	85.85	102.56	138.66	183.77
资产合计	15,678	17,855	23,106	29,607	每股经营现金流	46.77	27.50	60.91	74.90
短期借款	0	0	0	0	每股股利	11.31	4.23	0.00	0.00
应付账款及票据	6,187	7,192	9,209	11,637	估值分析				
其他流动负债	2,941	2,856	3,502	4,341	PE	38.28	20.85	16.30	13.00
流动负债合计	9,128	10,048	12,712	15,978	PB	5.53	5.72	4.23	3.19
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	316	356	353	353					
非流动负债合计	316	356	353	353					
负债合计	9,443	10,404	13,065	16,332					
股本	0	0	0	0					
少数股东权益	78	72	64	55					
股东权益合计	6,234	7,451	10,040	13,276					
负债和股东权益合计	15,678	17,855	23,106	29,607					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。