

汽车

收盘价

人民币 58.64

目标价

人民币 75.02个

潜在涨幅

+27.9%

2025 年 8 月 4 日

九号公司 (689009 CH)

2 季度两轮车销量延续高增态势，盈利能力进一步提升；维持买入

2025 年 2 季度九号公司收入/归母净利润 66.3 亿/7.9 亿元（人民币，下同），同比+61.5%/+70.8%。毛利率/归母净利率 30.9%/11.8%，同比提升 0.5/0.6ppt；同时零售滑板车增速延续 1 季度增速。我们调整收入和净利润预测，以反映持续提升的盈利能力和两轮车强劲的销量增速。看好公司电动两轮车产品力，随着新品导入和门店持续扩张，预计公司两轮车的市场份额有望进一步提升，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 **滑板车延续 1 季度增速，两轮车销量增速亮眼，全年预期乐观。**2 季度公司收入 66.3 亿元，同比+61.5%，其中：两轮车收入 39.60 亿元（同比+81%），销量同比+77.3%至 138.9 万台，ASP 2,852 元，维持在较高水平；自主品牌零售滑板车收入 9.29 亿元，同比+28%，延续 1 季度增速。全地形车收入 3.23 亿元，同比+10.6%，销量 0.8 万台，ASP 40,367 元。公司 5 月推出 Q 系列聚焦女性骑行需求、以及全新 M 系列主打“运动性能”，截至 6 月 30 日，公司在中国内地的电动两轮专卖门店已超 8,700 家，随着新品导入和门店扩张，公司两轮车市场份额有望进一步提升。

④ **规模效应+控费，净利率创新高。**2025 年 2 季度公司毛利率为 30.9%，同比+0.5ppt，其中电动两轮车对毛利率提升贡献较大，2025 上半年电动两轮车业务毛利率 23.7%（2024 全年：21.1%）。规模效应叠加店效提升，两轮车业务毛利率仍有提升空间。期间销售/管理/研发费用率分别为 7.2%/5.8%/4.1%，合计 17%，同环比-1.1/-1.2ppt。期内公司归母净利率 11.8%，同/环比+0.6/+2.9ppts，创季度最高水平。

④ **上调盈利预测和目标价，维持买入。**2 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，我们预计公司两轮车全年销量有望超年初预期，因此上调 2025-27 年收入预测 3-4%至 198.6 亿/241.5 亿/276.2 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 2025-26 年归母净利润 10%-12%至 18.7 亿/24.9 亿/29.6 亿元。基于 SOTP 估值，上调目标价至人民币 75.02 元（原为 73.29 元），维持**买入**。

财务数据一览

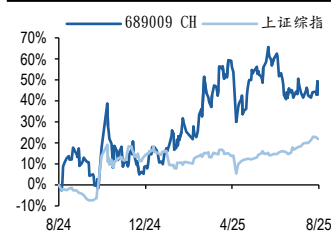
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	10,222	14,196	19,862	24,146	27,623
同比增长(%)	1.0	38.9	39.9	21.6	14.4
净利润(百万人民币)	598	1,084	1,874	2,487	2,964
每股盈利(人民币)	0.75	1.37	2.36	3.13	3.73
同比增长(%)	32.7	81.3	72.9	32.7	19.2
前EPS预测值(人民币)			2.15	2.82	3.52
调整幅度(%)			9.6	11.1	6.1
市盈率(倍)	77.8	42.9	24.8	18.7	15.7
每股账面净值(人民币)	6.88	7.76	8.37	9.19	10.17
市账率(倍)	8.53	7.56	7.00	6.38	5.77
股息率(%)	3.9	4.7	5.4	5.9	6.4

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)	67.85
52周低位(人民币)	39.90
市值(百万人民币)	41,895.22
日均成交量(百万)	18.88
年初至今变化(%)	23.45
200天平均价(人民币)	59.22

资料来源: FactSet

陈庆

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

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：九号公司 SOTP 估值

		收入/净利润 (人民币百万)	估值方法	估值倍数	对应市值 (人民币百万)
平衡车及滑板车	2026 年净利润	443	市盈率(P/E)	15	6,645
电动两轮车	2026 年净利润	784	市盈率(P/E)	15	11,756
机器人	2026 年收入	2,046	市销率(P/S)	15	30,692
其他业务	2026 年净利润	323	市盈率(P/E)	15	4,847
合计					53,940
股数 (百万)					719
每股股价 (人民币元)					75.02

资料来源：交银国际预测

图表 2：九号公司 (689009 CH) 目标价及评级



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
3931 HK	中创新航	买入	19.84	24.77	24.8%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	263.07	314.11	19.4%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	43.90	56.51	28.7%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	28.78	29.07	1.0%	2024 年 12 月 02 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	11.36	14.25	25.5%	2025 年 03 月 27 日	电池
689009 CH	九号公司	买入	58.64	75.02	27.9%	2025 年 08 月 04 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	12.22	19.84	62.3%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	8.35	7.16	-14.3%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	23.70	26.45	11.6%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.42	20.50	24.8%	2025 年 03 月 28 日	重卡
601127 CH	赛力斯	买入	128.45	180.50	40.5%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	116.20	167.75	44.4%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	37.80	48.96	29.5%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	17.66	22.50	27.4%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	71.30	134.69	88.9%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	12.72	17.36	36.5%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	100.50	103.67	3.2%	2025 年 05 月 30 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.14	3.34	6.4%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测，数据截至 2025 年 8 月 1 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	19,862	24,146	27,623
主营业务成本	(7,649)	(10,188)	(14,066)	(16,883)	(19,158)
毛利	2,573	4,008	5,796	7,262	8,465
销售及管理费用	(847)	(1,101)	(1,490)	(1,787)	(1,989)
研发费用	(1,292)	(1,663)	(2,205)	(2,656)	(2,818)
其他经营净收入/费用	129	84	106	107	(103)
经营利润	564	1,329	2,208	2,927	3,555
财务成本净额	(136)	(109)	(152)	(185)	0
其他非经营净收入/费用	213	99	143	175	(78)
税前利润	641	1,319	2,198	2,917	3,476
税费	(45)	(234)	(330)	(438)	(521)
非控股权益	2	(1)	6	7	9
净利润	598	1,084	1,874	2,487	2,964
作每股收益计算的净利润	598	1,084	1,874	2,487	2,964

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	4,245	6,136	7,809	8,946	10,238
应收账款及票据	995	1,096	1,561	1,964	2,247
存货	1,108	1,839	2,578	3,187	3,616
其他流动资产	1,357	3,330	3,319	3,390	3,425
总流动资产	7,706	12,401	15,267	17,487	19,527
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	735	793	838
总长期资产	3,143	3,277	3,656	4,004	4,380
总资产	10,850	15,678	18,923	21,491	23,907
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	4,526	7,464	10,240	12,166	13,815
其他短期负债	621	1,664	1,648	1,648	1,648
总流动负债	5,147	9,128	11,888	13,813	15,463
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	12,204	14,129	15,779
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	5,457	6,156	6,646	7,297	8,072
股东权益	5,457	6,156	6,646	7,297	8,072
非控股权益	77	78	73	65	56
总权益	5,534	6,234	6,719	7,362	8,128

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	1,869	2,480	2,955
折旧及摊销	115	133	152	169	177
营运资本变动	1,451	2,067	1,383	723	781
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	3,403	3,371	3,912
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)	(1,384)	(1,837)	(2,189)
其他融资活动现金流	(147)	(313)	0	0	0
融资活动现金流	(347)	655	(1,384)	(1,837)	(2,189)
汇率收益/损失	23	15	0	0	0
年初现金	2,704	4,245	6,136	7,809	8,946
年末现金	4,245	6,136	7,809	8,946	10,238

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	2.361	3.134	3.734
全面摊薄每股收益	0.753	1.366	2.361	3.134	3.734
每股股息	2.314	2.758	3.191	3.470	3.741
每股账面值	6.875	7.757	8.374	9.194	10.170
利润率分析(%)					
毛利率	25.2	28.2	29.2	30.1	30.6
EBIT利润率	4.4	8.1	10.0	11.1	12.5
净利率	5.9	7.6	9.4	10.3	10.7
盈利能力(%)					
ROA	12.3	13.1	13.7	13.9	14.1
ROE	35.7	38.6	40.3	39.4	38.4
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 9 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、武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、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、多点多智有限公司、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、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股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，或可能以受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。